

令和4年度

資産運用に関する評価報告書

令和5年6月29日

独立行政法人勤労者退職金共済機構  
資産運用委員会

## 目次

はじめに	3
略語、用語の説明	4
1. 概論	6
2. 運用実績	
(1) 中退共（給付経理）	11
(2) 建退共（給付経理）	15
(3) 建退共（特別給付経理）	18
(4) 清退共（給付経理）	20
(5) 清退共（特別給付経理）	23
(6) 林退共（給付経理）	25
3. 機構資産の運用の基本的な方針	
(1) 基本的な考え方	27
(2) 資産運用の目標	27
4. 機構資産の運用に関し遵守すべき事項	
(1) 受託者責任の徹底	29
(2) 市場及び民間の活動への影響に対する配慮	29
5. 機構資産の運用における長期的な観点からの資産の構成に関する事項	
(1) 基本ポートフォリオ	30
(2) 運用手法等について	31
(3) 運用受託機関の選定、評価及び管理等について	33
(4) 機構資産の運用におけるリスク管理	35
6. ガバナンス体制	
(1) ガバナンス体制の確立及び業務運営の透明性の確保	37
(2) スチュワードシップ責任に係る取組	38
7. その他機構資産の適切な運用に関し必要な事項	

(1) 透明性の向上	-----	40
(2) 運用管理体制	-----	41
8. 基本方針の変更	-----	43
資産運用委員会 委員名簿	-----	44
令和4年度資産運用委員会 開催実績	-----	45

別紙 令和4年4月から令和5年3月の資産運用実績報告

別添 資産運用におけるプロセス評価のイメージ

## はじめに

資産運用委員会（以下「当委員会」という）は、中小企業退職金共済法第六十九条の二～第六十九条の四に基づき、独立行政法人勤労者退職金共済機構（以下「機構」という。）が行う退職金共済業務に係る業務上の余裕金の運用に関する業務の適正な運営を図るために設置された（委員名簿は P44 参照）。

この目的を果たすため、当委員会は、「資産運用の基本方針」の作成又は変更に関する審議や、業務上の余裕金の運用状況その他の運用に関する業務の実施状況の監視、その他重要事項に関する理事長への助言・提言等を行うこととされている。

令和 4 年度においても、5 回開催された当委員会の場で、機構の資産運用業務について様々な側面・観点から審議し、意見を述べてきたところである（開催実績は P45 参照）。

本報告書は、厚生労働大臣の評価に資するために、令和 4 年度中の当委員会の活動を総括しつつ、令和 4 年度の資産運用実績も踏まえて、機構による資産運用業務に対する当委員会の見解を取りまとめたものである。

なお、評価の基準となる「資産運用の基本方針」については、令和 4 年 7 月に新たに制定されたものを使用している。

※数値の端数処理については四捨五入としている。

## 略語、用語の説明

- ・ 中退共  
一般の中小企業退職金共済制度を指す。
- ・ 建退共  
建設業退職金共済制度を指す。
- ・ 清退共  
清酒製造業退職金共済制度を指す。
- ・ 林退共  
林業退職金共済制度を指す。
- ・ 労政審  
厚生労働省労働政策審議会中小企業退職金共済部会を指す。
- ・ 付加退職金  
中退共において、基本退職金に上積みするもので、運用収入の状況等に応じて定められる金額。具体的には、掛金納付月数の43月目とその後12か月ごとの基本退職金相当額に、厚生労働大臣が定めるその年の支給率を乗じて得た額を、退職時まで累計した総額。現在、各年度の利益見込み額の2分の1を付加退職金に充てるが、利益見込み額が単年度累積剰余金積立目標額の2倍を下回る場合は、当該目標額を優先的に剰余金の積立に充てることとされている。また令和4年度決定分からは、付加退職金に充てる額に上限（注）が、設定されている。

(注) 前年度の決算における累積剰余金の額×0.01 (0.01は予定運用利回り)。

- ・ 中期目標

中期目標管理型の独立行政法人に対し、主務大臣が指示する、業務運営に関する目標を指す。機構の中期目標期間は5年間。

- ・ 中期計画

独立行政法人が、主務大臣に指示された中期目標を達成するために定める計画であり、主務大臣による認可を受けて策定される。

## 1. 概論

### 〔運用実績〕

- ・ 清退共（特別給付経理）を除く5経理は委託運用部分を合同運用しているが、当該5経理の収益率実績は、基本ポートフォリオ設定時の期待収益率（注）を下回った。  
（注）基本ポートフォリオ設定時の期待収益率は、1年毎に推計され、5年間通算の利回りが必要な利回りに見合う水準になるように設定されている。
- ・ 収益率実績は、自家運用部分と委託運用部分の双方で期待収益率を下回ったが、特に委託運用部分の寄与が大きい。委託運用部分のマイナス寄与に関する要因を分解すると、超過収益要因（運用受託機関のパフォーマンス）がプラス寄与したが、市場収益要因（委託運用のベンチマーク収益率）のマイナス寄与が大きくなっている。超過収益のプラス寄与の殆どは、個別資産効果に因るものである。
- ・ 機構では、市場収益要因の動きの背景にある内外金融市場動向を注意深く観察し、基本ポートフォリオ見直しのタイミングについていち早く検討を始め、当委員会でも審議を重ねている。また、運用受託機関のパフォーマンスについて、運用実績の事後チェックに止まらず、重要イベント発生時等に情報収集・分析力を比較・確認するなどモニタリングに努めており、受託者責任を果たすため、必要な対応を採っているものと評価する。
- ・ 上記の運用実績を受けた、各経理の令和4年度末の利益剰余金をみると、まず中退共（給付経理）では、4,475億円と前年度末対比797億円減少した。しかしながら、令和2年度及び3年度末には、向こう5年間に想定し得る最悪のケースにおける損失額（以下、想定損失額と略）に見合う水準をほぼ達成、4年度末でも同損失額の8割を超える水

準を確保しており、財務基盤に特段の不安はない。

- ・ 建退共（給付経理）においても、600億円と前年度末対比で125億円減少した。しかしながら、令和4年4月に合同運用に参加し、基本ポートフォリオのリスク値を引き下げた結果、令和4年度末の利益剰余金水準は、中退共同様、想定損失額の8割を超える水準を確保しており、財務基盤に特段の不安はない。
- ・ 清退共（給付経理）では、24億円と前年度末比微減となったものの、責任準備金の2倍という極めて高い水準が維持されており、財務基盤に不安はない。ただし、余りに手厚い剰余金の水準については、掛金と給付等のバランスの再検討が必要と思料される。
- ・ 林退共（給付経理）では△486百万円と、累積欠損金が180百万円拡大した。本累積欠損金は、令和2年度に作成した累損解消計画の範囲内にはあるが、同計画は、加入者数の維持・増加等を前提条件とし、本来取るべきではない水準のリスクを取っているだけに、前提条件の状況を注視し、必要に応じた見直しが求められる。

#### 〔基本的な方針〕

- ・ 資産運用の目的との関係では、分散投資と長期的投資の観点からの運用受託機関管理や、基本ポートフォリオの有効性、変更の必要性に関する検証への先を見越したいち早い取り組み、さらにサステナビリティに係る活動や体制整備など、適切な運用が行われている。
- ・ 資産運用の目標との関連では、自家運用においてはコロナ禍の動向等環境変化を踏まえて流動性の確保が図られたほか、委託運用では効率的な運用が行われるよう運用受託機関を管理、さらに目標を達成するためのプロセスを「資産運用の基本方針」等に明文化するなど、目標達成の確度



を上げるための取組みが重層的に行われている。

[遵守すべき事項]

- ・ 受託者責任の考え方は、的確に理解されて「資産運用の基本方針」等に反映され、役職員への浸透も着実に進んでいるものと評価される。

[長期的な観点からの資産の構成]

- ・ 基本ポートフォリオについては、資産運用を巡る環境が大きく変わりつつある状況を眺め、例年の定例検証に先立って、見直しに関する審議が開始された。積極的な情報収集と環境変化への機動的で的確な対応は評価される。
- ・ 運用手法については、委託運用における清退共（特別給付経理）を除く全経理が合同運用となったことを踏まえ、機構横断的な運用体制が構築され、運用の効率化、ノウハウの共有化と均質化が進められたことは評価できる。
- ・ 運用受託機関の選定・評価については、定期的な書面報告と面談、更に随時の情報提供依頼などを通じて適切に実施されている。
- ・ リスク管理については、フォワードルッキングな手法による全体としてのリスク量（想定損失額）の定期的把握に加え、リバランスの実施による資産構成比率の適切な管理、個々のファンドのリスクテイク状況のトラッキングエラー（TE）（注）等によるモニタリングなど、必要な措置が適切に行われている。

（注）ポートフォリオとベンチマークの収益率の乖離度合いを表す数値。

[ガバナンス体制]

- ・ 厚生労働省に対し、労政審の中退共財政検証等において、適切な情報提供を行い、付加退職金制度の見直しや中期計画における運用の質的向上に資することに重点を置き

た資産運用業務の評価方法見直しの実現に繋がったことは特に高く評価される。

- ・ スチュワードシップ活動については、平成 30 年度に活動を活発化させてから 5 年目に入り、理事長と主要金融機関トップマネジメントとの面談（以下、トップ面談）、実務レベルでのエンゲージメント実施部署との意見交換という複層的な活動が定着、内容も年々益々充実してきている。

また、国連の責任投資原則（以下、PRI）署名等、今後のサステナビリティ関連活動の拡充を展望し、要員を確保すると共に、組織見直しの準備を行ったことも、今後に向けての更なる運用の質の充実を目指している姿勢として大いに評価されよう。

#### 〔基本方針の変更〕

- ・ 令和 4 年 7 月には、これまで経理別に設定されていた「資産運用の基本方針」を廃止し、全経理一本化した新しい「資産運用の基本方針」を制定した。この「資産運用の基本方針」は、平成 27 年度以降実施してきた一連の改革の成果を集大成したものであり、高く評価できる。

#### 〔総括〕

- ・ 上述の通り、機構における令和 4 年度中の資産運用は、環境変化に的確に対応しつつ、運用の目的に則し、運用の目標を踏まえて適切に実施されているものと評価できる。
- ・ また、そうした中で、資産運用の基本方針の一本化を図り全経理に適用される新たな「資産運用の基本方針」を制定したこと、今後のサステナビリティ関連活動の拡充を見据えた要員確保を含む体制整備など多くの重要な成果を上げたこと、また、適切な情報提供を通じて、付加退職金制度見直し、資産運用の評価方式見直しという機構の資産運用業務のさらなる向上へ向けても重要となる画期的な見直

しの実現に繋がったことは、高く評価される。

- 以下に項目ごとに具体的に記す。

## 2. 運用実績

### (1) 中退共（給付経理）

#### ① 運用実績

【中退共（給付経理）運用状況】（収益率実績は委託手数料控除後）

（単位：％）

	平成 30 年度	令和 元 年度	令和 2 年度	令和 3 年度	令和 4 年度	5年平均 (H30～ R4)
予定運用利回り(年率)	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
必要な利回り(年率) ※1	1.10	1.10	1.10	1.10	1.10	1.10
期待収益率 (A) ※2、3	0.83	1.00	1.00	1.68	1.17	1.14
うち自家運用 ※4	0.74	0.66	0.57	0.50	0.44	0.58
うち委託運用	0.95	1.51	1.64	3.23	2.13	1.89
収益率実績 (B)	0.74	△ 0.32	5.25	0.78	△ 0.68	1.13
うち自家運用 ※4	0.57	0.53	0.50	0.44	0.35	0.48
うち委託運用	0.98	△ 1.51	12.17	1.25	△ 2.04	2.05
実績－期待 (B-A)	△ 0.09	△ 1.32	4.25	△ 0.90	<b>△ 1.85</b>	△ 0.00
うち自家運用 ※4	△ 0.17	△ 0.13	△ 0.07	△ 0.06	△ 0.09	△ 0.10
うち委託運用	0.02	△ 3.02	10.54	△ 1.98	△ 4.17	0.16
市場収益要因	0.62	△ 2.28	8.52	△ 1.25	△ 4.20	0.20
超過収益要因	△ 0.50	△ 0.63	2.14	△ 0.62	0.12	0.06
資産配分効果	△ 0.40	△ 0.50	0.93	△ 0.48	0.03	△ 0.11
個別資産効果	△ 0.08	△ 0.16	1.17	△ 0.35	0.13	0.14
複合効果	△ 0.02	0.03	0.04	0.20	△ 0.04	0.04
手数料要因	△ 0.09	△ 0.11	△ 0.12	△ 0.11	△ 0.10	△ 0.11

※1 必要な利回りは、予定運用利回りと業務経費率の和である。

※2 期待収益率（A）は、当時の基本ポートフォリオ期待収益率の年度別内訳である。平成30年度～令和2年度については平成28年度改定の、令和3年度～4年度については令和3年度改定の基本ポートフォリオ（5年間平均期待収益率は1.1%）に基づく。

※3 令和3年度は基本ポートフォリオ見直しを行い、10月に新基本ポートフォリオに移行した。向こう5年間の平均期待収益率は、資産運用の基本方針に定められた運用の目標を踏まえ、引き続き、予定運用利回り年+1.0%と業務経費率+0.1%を加えた必要な利回りの水準（年1.1%）に設定された。

※4 自家運用には生命保険資産と有価証券信託を含む。

## 【中退共(給付経理) 運用損益】(委託手数料控除後)

(単位:億円)

	平成 30 年度	令和 元 年度	令和 2 年度	令和 3 年度	令和 4 年度	5年累計 (H30～ R4)
運用損益	359	△ 158	2,588	410	△ 360	2,840
うち自家運用 ※	162	153	146	132	105	697
うち委託運用	197	△ 310	2,442	279	△ 465	2,143

※ 自家運用には生命保険資産と有価証券信託を含む。

- 資産全体の収益率実績は $\Delta 0.68\%$ となり、基本ポートフォリオの期待収益率を下回った( $\Delta 1.85\%$ )。内訳をみると、自家運用、委託運用とも、収益率実績が期待収益率を下回っているが、大宗は委託運用の収益率実績が $\Delta 2.04\%$ と、同期待収益率 $+2.13\%$ を大きく下回ったことによる( $\Delta 4.17\%$ )。資産全体の運用損益額は $\Delta 360$ 億円、内訳は、自家運用が $+105$ 億円、委託運用が $\Delta 465$ 億円となった。
- 委託運用の収益率実績が期待収益率を下回った要因をみると、市場収益要因(委託運用のベンチマーク収益率と期待収益率の差異、以下同じ)が $\Delta 4.20\%$ となったためであり、超過収益要因(運用受託機関のパフォーマンス)はプラスに寄与している( $+0.12\%$ )
- 機構は、市場収益要因の大幅なマイナス寄与を眺め、基本ポートフォリオ策定時の重要な前提条件に変化が生じている可能性があるとの問題意識から、例年の基本ポートフォリオ定例検証よりも早い時期から見直しの可否に係る情報収集と分析に着手、当委員会での審議を開始した。結論として、内外の金融政策や地政学リスク、市場等の動向を注視し、定常状態の見極めがつけば機動的に対応することとした。(後述5.(1)参照)。市場収益要因に係る機動的な対応と判断は、専門家としての注意義務を果たした適切なものと思料する。

- ・ 超過収益要因の寄与の内訳をみると、資産配分効果が+0.03%、個別資産効果が+0.13%とほぼ個別資産効果が占めている。期間中、令和4年11月に外国債券の資産構成比を引き上げるとともに外国株式の資産構成比を引き下げるリバランスを実施しているが、資産配分効果の大きさを見る限り、リバランスルールに大きな問題はない、との判断は肯定し得る。

個別資産効果は、手数料率を勘案しても小幅ながらプラスとなっており、全体として機能しているとの評価が可能である。引き続き適切な運用受託機関管理を行うことが望まれる。

## ②利益剰余金

【中退共(給付経理) 利益剰余金の推移】

(単位:億円)

	平成 29 年度	平成 30 年度	令和 元 年度	令和 2 年度	令和 3 年度	令和 4 年度
必要な利益剰余金 (A) ※1	4,268	4,675	5,150	5,025	5,290	5,218
利益剰余金 (B)	4,335	4,300	3,742	5,317	5,272	4,475
利益剰余金不足額(B-A)	-	△375	△1,408	-	△18	△743
付加退職金 ※2	174	-	-	599	-	-

※1 必要な利益剰余金は、モンテカルロシミュレーションにおける下位1パーセント水準の想定損失額であり、機構が算出した額である。

※2 付加退職金は、厚生労働大臣が定めた支給率をもとに機構で算出した金額である。

- ・ 前述の運用実績の結果、令和4年度末の利益剰余金は4,475億円となり、令和3年度末の水準5,272億円から797億円減少した。
- ・ ウクライナ問題等の地政学リスクを背景に物価上昇率が高まる中、景気減速懸念により株価が下落する状況下で海外金融政策当局による金利引き上げが続き、それが米国における銀行破綻にも繋がるという難しい投資環境を踏まえ

れば、運用損失の計上は止むを得ない面がある。

- ・ 機構では、こうした予測し難い様々な事象に対し、右往左往することなく、迅速に情報の収集と分析を行いながら、当委員会の判断も求めつつ、長期投資家として適切な行動を採ったものと評価する。
- ・ なお、利益剰余金の水準については、令和2年度末、3年度末に想定損失額に見合う水準を達成している。想定損失額は、向こう5年間に想定し得る最悪の状況で発生し得る額であり、令和4年度末の水準もその8割強の水準にあることを勘案すれば、令和4年度単年度の運用損失は、財務基盤に特段不安を抱かせるようなものではないと思料する。

(2) 建退共 (給付経理)

① 運用実績

【建退共(給付経理) 運用状況】 (収益率実績は委託手数料控除後) (単位:%)

	平成 30 年度	令和 元 年度	令和 2 年度	令和 3 年度	令和 4 年度	5年平均 (H30~ R4)
予定運用利回り(年率) ※1	3.00	3.00	3.00	1.30	1.30	2.32
必要な利回り(年率) ※2	1.83	1.88	2.12	1.88	0.95	1.73
期待収益率 (A) ※3	1.35	1.52	1.78	1.27	1.03	1.39
うち自家運用 ※4	1.28	1.31	1.34	0.60	0.53	1.01
うち委託運用	1.49	1.95	2.68	2.62	2.13	2.17
収益率実績 (B)	0.86	△ 0.32	3.99	1.03	△ 0.35	1.03
うち自家運用 ※4	0.82	0.70	0.60	0.52	0.44	0.62
うち委託運用	0.97	△ 2.40	11.24	2.18	△ 2.04	1.87
実績-期待 (B-A)	△ 0.49	△ 1.84	2.21	△ 0.24	△ 1.38	△ 0.36
うち自家運用 ※4	△ 0.46	△ 0.61	△ 0.74	△ 0.08	△ 0.09	△ 0.40
うち委託運用	△ 0.52	△ 4.35	8.56	△ 0.44	△ 4.17	△ 0.30
市場収益要因	0.21	△ 4.05	7.69	△ 1.24	△ 4.20	△ 0.42
超過収益要因	△ 0.50	△ 0.06	1.12	1.03	0.12	0.33
資産配分効果	△ 0.25	△ 0.23	0.52	0.07	0.03	0.03
個別資産効果	△ 0.23	0.17	0.57	0.60	0.13	0.25
複合効果	△ 0.01	0.00	0.03	0.35	△ 0.04	0.05
手数料要因 ※5	△ 0.24	△ 0.24	△ 0.25	△ 0.23	△ 0.10	△ 0.21

※1 令和3年10月1日に予定運用利回りを改定した。令和3年度の予定運用利回りの数値は、改定後のものである。

※2 必要な利回りは手帳更新期間等により変動するため、利益剰余金水準が増減しない水準の利回りを事後的に計算して必要な利回りとしている。

※3 期待収益率(A)は、当時の基本ポートフォリオ期待収益率の年度別内訳である。平成30年度～令和3年度については平成27年度改定の、令和4年度については令和4年度改定の基本ポートフォリオ(5年間平均期待収益率は0.95%)に基づく。

※4 自家運用には生命保険資産と有価証券信託を含む。

※5 令和3年度は、既存包括信託契約解約の令和4年3月2日までの手数料である。



【建退共(給付経理) 運用損益】(委託手数料控除後)

(単位:億円)

	平成 30 年度	令和 元 年度	令和 2 年度	令和 3 年度	令和 4 年度	5年累計 (H30～ R4)
運用損益	85	△ 31	396	107	△ 36	520
うち自家運用 ※	54	47	40	35	31	207
うち委託運用	31	△ 78	356	72	△ 67	313

※ 自家運用には生命保険資産と有価証券信託を含む。

- ・ 資産全体の収益率実績は△0.35%となり、基本ポートフォリオの期待収益率+1.03%を下回った(△1.38%)。内訳をみると、自家運用、委託運用とも、収益率実績が期待収益率を下回っているが、大宗は委託運用の収益率実績が△2.04%と、同期期待収益率+2.13%を大きく下回ったことによる(△4.17%)。
- ・ 委託運用に係る評価は、中退共と同様である(注)。  
(注) 令和4年度から中退共と合同運用を行っているため。
- ・ 手数料要因は△0.10%となり、令和3年度(△0.23%)から大きく縮小した。合同運用参加による経費節減効果が顕著に表れている。
- ・ 資産全体の運用損益額は△36億円、内訳は自家運用+31億円、委託運用が△67億円となった。

②利益剰余金

【建退共(給付経理) 利益剰余金の推移】

(単位:億円)

	平成 29 年度	平成 30 年度	令和 元 年度	令和 2 年度	令和 3 年度	令和 4 年度
必要な利益剰余金 (A) ※	1,191	1,236	1,311	1,345	829	738
利益剰余金 (B)	937	844	630	811	725	600
利益剰余金不足額(B-A)	△254	△392	△681	△534	△104	△138

※ 必要な利益剰余金は、モンテカルロシミュレーションにおける下位1パーセンタイル水準の想定損失額であり、機構が算出した額である。

- ・ 前述の運用実績の結果、令和4年度末の利益剰余金は600億円となり、令和3年度末の水準725億円から125億円減少した。
- ・ 建退共では、令和3年10月の予定運用利回り引き下げと、令和4年4月の委託運用部分の合同運用参加に伴う基本ポートフォリオ改定により、想定損失額の水準が大幅に低下した。このため、令和4年度末の利益剰余金の水準は、中退共同様、想定損失額の8割強の水準を確保しており、財務基盤に特段の不安ないものと考え得る。この点を考慮しても、予定運用利回り引き下げと基本ポートフォリオ改定は適切な判断であったと言える。

(3) 建退共 (特別給付経理)

① 運用実績

【建退共(特別給付経理) 運用状況】 (収益率実績は委託手数料控除後) (単位:%)

	平成 30 年度	令和 元 年度	令和 2 年度	令和 3 年度	令和 4 年度	5年平均 (H30~ R4)
予定運用利回り(年率) ※1	3.00	3.00	3.00	1.30	1.30	2.32
必要な利回り(年率) ※2	1.93	2.08	1.76	2.10	1.21	1.82
期待収益率 (A) ※3	1.11	1.35	1.78	1.28	0.90	1.28
うち自家運用 ※4	0.96	0.98	1.17	0.44	0.33	0.78
うち委託運用	1.30	1.82	2.55	2.33	2.13	2.03
収益率実績 (B)	0.55	△ 0.63	4.50	0.94	△ 0.51	0.95
うち自家運用 ※4	0.56	0.54	0.48	0.35	0.21	0.43
うち委託運用	0.58	△ 1.99	9.14	1.68	△ 2.04	1.39
実績-期待 (B-A)	△ 0.56	△ 1.98	2.72	△ 0.34	△ 1.41	△ 0.33
うち自家運用 ※4	△ 0.40	△ 0.44	△ 0.69	△ 0.09	△ 0.12	△ 0.35
うち委託運用	△ 0.72	△ 3.81	6.59	△ 0.65	△ 4.17	△ 0.63
市場収益要因	0.49	△ 3.54	5.63	△ 1.50	△ 4.20	△ 0.69
超過収益要因	△ 0.97	△ 0.02	1.21	1.08	0.12	0.27
資産配分効果	△ 0.09	0.09	△ 0.02	0.41	0.03	0.08
個別資産効果	△ 0.88	△ 0.11	1.23	0.32	0.13	0.14
複合効果	0.01	0.01	0.00	0.34	△ 0.04	0.05
手数料要因 ※5	△ 0.24	△ 0.25	△ 0.25	△ 0.23	△ 0.10	△ 0.21

※1 令和3年10月1日に予定運用利回りを改定した。令和3年度の予定運用利回りの数値は、改定後のものである。

※2 必要な利回りは手帳更新期間等により変動するため、利益剰余金水準が増減しない水準の利回りを事後的に計算して必要な利回りとしている。

※3 期待収益率(A)は、当時の基本ポートフォリオ期待収益率の年度別内訳である。平成30年度～令和3年度については平成27年度改定の、令和4年度については令和4年度改定の基本ポートフォリオ(5年間平均期待収益率は0.84%)に基づく。

※4 自家運用には生命保険資産を含む。

※5 令和3年度は、既存包括信託契約解約の令和4年3月2日までの手数料である。

【建退共(特別給付経理) 運用損益】 (委託手数料控除後) (単位:百万円)

	平成 30 年度	令和 元 年度	令和 2 年度	令和 3 年度	令和 4 年度	5年累計 (H30～ R4)
運用損益	177	△ 201	1,381	293	△ 155	1,495
うち自家運用 ※	95	92	78	55	44	364
うち委託運用	82	△ 293	1,303	239	△ 199	1,131

※ 自家運用には生命保険資産を含む。

- ・ 資産全体の収益率実績は△0.51%となり、基本ポートフォリオの期待収益率+0.90%を下回った(△1.41%)。内訳をみると、自家運用、委託運用とも、収益率実績が期待収益率を下回っているが、大宗は委託運用の収益率実績が△2.04%と、同期期待収益率+2.13%を下回ったことによる(△4.17%)。
- ・ 委託運用に係る評価は、中退共と同様である(注)。  
(注) 令和4年度から中退共と合同運用を行っているため。
- ・ 手数料要因は△0.10%となり、令和3年度(△0.23%)から大きく縮小した。合同運用参加による経費節減効果が顕著に表れている。
- ・ 資産全体の運用損益額は△155百万円、内訳は自家運用+44百万円、委託運用が△199百万円となった。

②利益剰余金

【建退共(特別給付経理) 利益剰余金の推移】 (単位:億円)

	平成 29 年度	平成 30 年度	令和 元 年度	令和 2 年度	令和 3 年度	令和 4 年度
必要な利益剰余金 (A) ※	48	46	-	-	-	-
利益剰余金 (B)	146	141	133	141	136	130
利益剰余金不足額(B-A)	-	-	-	-	-	-

※ 必要な利益剰余金は、モンテカルロシミュレーションにおける下位1パーセント水準の想定損失額であり、機構が算出した

額である。

- ・ 前述の運用実績の結果、令和4年度末の利益剰余金は130億円となった。令和3年度末の水準136億円から6億円減少した。
- ・ 利益剰余金の水準は、責任準備金（169億円）の7割強に達しており、財務基盤に特段不安のない水準を確保している。

#### （４） 清退共（給付経理）

##### ① 運用実績

【清退共（給付経理） 運用状況】（収益率実績は委託手数料控除後）（単位：%）

	平成 30 年度	令和 元 年度	令和 2 年度	令和 3 年度	令和 4 年度	5年平均 (H30～ R4)
予定運用利回り(年率)	2.30	2.30	2.30	2.30	2.30	2.30
必要な利回り(年率) ※1	△ 3.67	1.84	2.28	1.99	1.94	0.85
期待収益率 (A) ※2	0.63	0.62	0.51	0.87	0.61	0.65
うち自家運用	0.34	0.30	0.23	0.20	0.18	0.25
うち委託運用	2.22	2.36	1.64	3.23	2.13	2.31
収益率実績 (B)	△ 0.60	△ 0.53	2.59	0.44	△ 0.34	0.30
うち自家運用	0.24	0.23	0.22	0.21	0.19	0.22
うち委託運用	△ 3.44	△ 3.08	12.17	1.25	△ 2.04	0.93
実績－期待 (B-A)	△ 1.23	△ 1.15	2.08	△ 0.43	<b>△ 0.95</b>	△ 0.34
うち自家運用	△ 0.10	△ 0.07	△ 0.01	0.01	0.01	△ 0.03
うち委託運用	△ 5.66	△ 5.44	10.54	△ 1.98	△ 4.17	△ 1.56
市場収益要因	△ 2.78	△ 5.99	8.52	△ 1.25	△ 4.20	△ 1.25
超過収益要因	△ 2.60	0.82	2.14	△ 0.62	0.12	△ 0.14
資産配分効果	△ 0.27	0.06	0.93	△ 0.48	0.03	0.05
個別資産効果	△ 2.36	0.76	1.17	△ 0.35	0.13	△ 0.14
複合効果	0.03	0.01	0.04	0.20	△ 0.04	△ 0.05
手数料要因 ※3	△ 0.28	△ 0.28	△ 0.12	△ 0.11	△ 0.10	△ 0.18

※1 必要な利回りは手帳更新期間等により変動するため、利益剰余金水準が増減しない水準の利回りを事後的に計算して必要な利回

りとしている。

平成 30 年度は推定脱退者（加入後 10 年経過かつ掛金納付実績 24 月未満）を除外したことにより責任準備金が減少したことから、必要な利回りがマイナスとなっている。

※2 期待収益率（A）は、当時の基本ポートフォリオ期待収益率の年度別内訳である。平成 30 年度～令和元年度については平成 25 年度改定の、令和 2 年度については令和 2 年度改定の、令和 3 年度～4 年度については令和 3 年度改定の基本ポートフォリオ（5 年間平均期待収益率は 0.57%）に基づく。

※3 令和元年度までは単独運用での手数料である。

【清退共(給付経理) 運用損益】（委託手数料控除後）

（単位:百万円）

	平成 30 年度	令和 元 年度	令和 2 年度	令和 3 年度	令和 4 年度	5年累計 (H30～ R4)
運用損益	△ 24	△ 21	99	16	△ 12	58
うち自家運用	8	7	7	6	5	33
うち委託運用	△ 32	△ 28	92	10	△ 17	25

- ・ 資産全体の収益率実績は△0.34%となり、基本ポートフォリオの期待収益率+0.61%を下回った（△0.95%）。内訳をみると、自家運用、委託運用とも、収益率実績が期待収益率を下回っているが、大宗は委託運用の収益率実績が△2.04%と、同期期待収益率+2.13%を大きく下回ったことによる（△4.17%）。
- ・ 委託運用に係る評価は、中退共と同様である（注）。  
（注）令和 2 年度から中退共と合同運用を行っているため。
- ・ 資産全体の運用損益額は△12 百万円、内訳は自家運用+5 百万円、委託運用が△17 百万円となった。

## ② 利益剰余金

### 【清退共(給付経理) 利益剰余金の推移】

(単位:百万円)

	平成 29 年度	平成 30 年度	令和 元 年度	令和 2 年度	令和 3 年度	令和 4 年度
必要な利益剰余金 (A) ※	-	490	415	419	439	-
利益剰余金 (B)	2,478	2,640	2,547	2,552	2,495	2,411
利益剰余金不足額(B-A)	-	-	-	-	-	-

※ 必要な利益剰余金は、モンテカルロシミュレーションにおける下位1パーセント水準の想定損失額であり、機構が算出した額である。

- ・ 前述の運用実績の結果、令和4年度末の利益剰余金は2,411百万円となり、令和3年度末の水準2,495百万円から84百万円減少した。
- ・ 利益剰余金は、責任準備金(1,157百万円)の2倍以上に達しており、財務基盤に不安のない水準を確保している。
- ・ もっとも、責任準備金と比べて不釣り合いとも見える利益剰余金の水準は、掛金と給付、運用経費率のバランスを見直す必要性を示唆している。厚生労働省が、第5期中期目標期間において、そうした観点からも制度のあり方の検討を予定されていることは、適切な対応と思料する。

(5) 清退共 (特別給付経理)

① 運用実績

【清退共(特別給付経理) 運用状況】 (収益率実績は委託手数料控除後) (単位:%)

	平成 30 年度	令和 元 年度	令和 2 年度	令和 3 年度	令和 4 年度	5年平均 (H30~ R4)
予定運用利回り(年率)	2.30	2.30	2.30	2.30	2.30	2.30
必要な利回り(年率) ※1	△ 8.00	0.58	0.42	0.55	0.52	△ 1.25
期待収益率 (A) ※2	0.21	0.10	0.04	0.00	0.00	0.07
うち自家運用	0.21	0.10	0.04	0.00	0.00	0.07
うち委託運用	-	-	-	-	-	-
収益率実績 (B)	0.08	0.06	0.03	0.00	0.00	0.03
うち自家運用	0.08	0.06	0.03	0.00	0.00	0.03
うち委託運用	-	-	-	-	-	-
実績-期待 (B-A)	△ 0.13	△ 0.04	△ 0.01	0.00	<b>0.00</b>	△ 0.04
うち自家運用	△ 0.13	△ 0.04	△ 0.01	0.00	0.00	△ 0.04
うち委託運用	-	-	-	-	-	-
市場収益要因	-	-	-	-	-	-
超過収益要因	-	-	-	-	-	-
資産配分効果	-	-	-	-	-	-
個別資産効果	-	-	-	-	-	-
複合効果	-	-	-	-	-	-
手数料要因	-	-	-	-	-	-

※1 必要な利回りは手帳更新期間等により変動するため、利益剰余金水準が増減しない水準の利回りを事後的に計算して必要な利回りとしている。

平成30年度は推定脱退者(加入後10年経過かつ掛金納付実績24月未満)を除外したことにより責任準備金が減少したことから、必要な利回りがマイナスとなっている。

※2 期待収益率(A)は、各年度の基本ポートフォリオ検証時の期待収益率である。



【清退共(特別給付経理) 運用損益】 (委託手数料控除後) (単位:百万円)

	平成 30 年度	令和 元 年度	令和 2 年度	令和 3 年度	令和 4 年度	5年累計 (H30～ R4)
運用損益	0.2	0.2	0.1	0.0	0.0	0.5
うち自家運用	0.2	0.2	0.1	0.0	0.0	0.5
うち委託運用	-	-	-	-	-	-

- ・ 清退共（特別給付経理）については、自家運用の預金のみでの運用であり、収益率実績としては+0.00%であった。
- ・ 資産全体の運用損益額は+0.0百万円となった。

②利益剰余金

【清退共(特別給付経理) 利益剰余金の推移】 (単位:百万円)

	平成 29 年度	平成 30 年度	令和 元 年度	令和 2 年度	令和 3 年度	令和 4 年度
必要な利益剰余金 (A)	-	-	-	-	-	-
利益剰余金 (B)	177	212	210	209	208	206
利益剰余金不足額(B-A)	-	-	-	-	-	-

- ・ 前述の運用実績の結果、令和4年度末の利益剰余金は206百万円となり、令和3年度末の水準208百万円から2百万円減少した。
- ・ 利益剰余金は、責任準備金（64百万円）の3倍以上に達しており、財務基盤に不安のない水準を確保している。
- ・ もっとも、責任準備金と比べて不釣り合いとも見える利益剰余金の水準は、掛金と給付、運用経費率のバランスを見直す必要性を示唆している。厚生労働省が、第5期中期目標期間において、そうした観点からも制度のあり方の検討を予定されていることは、適切な対応と思料する。

(6) 林退共 (給付経理)

① 運用実績

【林退共(給付経理) 運用状況】 (収益率実績は委託手数料控除後) (単位:%)

	平成 30 年度	令和 元 年度	令和 2 年度	令和 3 年度	令和 4 年度	5年平均 (H30~ R4)
予定運用利回り(年率) ※1	0.50	0.50	0.50	0.10	0.10	0.34
必要な利回り(年率) ※2	0.98	0.36	1.19	1.42	0.64	0.92
期待収益率 (A) ※3	0.65	0.81	0.84	1.46	0.99	0.95
うち自家運用	0.49	0.44	0.37	0.32	0.25	0.37
うち委託運用	0.95	1.51	1.64	3.23	2.13	1.89
収益率実績 (B)	0.71	△ 0.25	4.70	0.67	△ 0.66	1.02
うち自家運用	0.56	0.48	0.37	0.30	0.24	0.39
うち委託運用	0.98	△ 1.51	12.17	1.25	△ 2.04	2.05
実績-期待 (B-A)	0.06	△ 1.06	3.86	△ 0.79	△ 1.65	0.07
うち自家運用	0.07	0.04	0.00	△ 0.02	△ 0.01	0.02
うち委託運用	0.02	△ 3.02	10.54	△ 1.98	△ 4.17	0.16
市場収益要因	0.62	△ 2.28	8.52	△ 1.25	△ 4.20	0.20
超過収益要因	△ 0.50	△ 0.63	2.14	△ 0.62	0.12	0.06
資産配分効果	△ 0.40	△ 0.50	0.93	△ 0.48	0.03	△ 0.11
個別資産効果	△ 0.08	△ 0.16	1.17	△ 0.35	0.13	0.14
複合効果	△ 0.02	0.03	0.04	0.20	△ 0.04	0.04
手数料要因	△ 0.09	△ 0.11	△ 0.12	△ 0.11	△ 0.10	△ 0.11

※1 令和3年10月1日に予定運用利回りを改定した。令和3年度の予定運用利回りの数値は、改定後のものである

※2 必要な利回りは手帳更新期間等により変動するため、利益剰余金水準が増減しない水準の利回りを事後的に計算し、かつ累積欠損金解消充当分の利回りを上乗せして、必要な利回りとしている。

※3 期待収益率(A)は、当時の基本ポートフォリオ期待収益率の年度別内訳である。平成30年度～令和元年度については平成28年度改定の、令和2年度については令和2年度改定の、令和3年度～4年度については令和3年度改定の基本ポートフォリオ(5年間平均期待収益率は0.93%)に基づく。

【林退共(給付経理) 運用損益】(委託手数料控除後)

(単位:百万円)

	平成 30 年度	令和 元 年度	令和 2 年度	令和 3 年度	令和 4 年度	5年累計 (H30～ R4)
運用損益	106	△ 37	703	105	△ 104	773
うち自家運用	53	46	35	29	23	186
うち委託運用	53	△ 83	668	76	△ 127	587

- ・ 資産全体の収益率実績は△0.66%となり、基本ポートフォリオの期待収益率+0.99%を下回った(△1.65%)。内訳をみると、自家運用、委託運用とも、収益率実績が期待収益率を下回っているが、大宗は委託運用の収益率実績が△2.04%と、同期期待収益率+2.13%を下回ったことによる(△4.17%)。
- ・ 委託運用に係る評価は、中退共と同様である(注)。  
(注)平成28年度から中退共と合同運用を行っているため。
- ・ 資産全体の運用損益額は△104百万円、内訳は自家運用+23百万円、委託運用が△127百万円となった。

②利益剰余金

【林退共(給付経理) 利益剰余金の推移】

(単位:百万円)

	平成 29 年度	平成 30 年度	令和 元 年度	令和 2 年度	令和 3 年度	令和 4 年度
必要な利益剰余金(A)※	-	1,353	1,378	1,234	1,240	1,066
利益剰余金(B)	△572	△613	△704	△187	△306	△486
利益剰余金不足額(B-A)	-	△1,966	△2,082	△1,421	△1,546	△1,552

※ 必要な利益剰余金は、モンテカルロシミュレーションにおける下位1パーセント水準の想定損失額であり、機構が算出した額である。

- ・ 前述の運用実績の結果、令和4年度の累積欠損金は△486百万円となった。令和3年度末の水準△306百万円から、累積欠損金が180百万円拡大した。

- ・ 林退共では、令和3年10月の予定運用利回りの引き下げにより、想定損失額の水準が低下した。また、令和4年度末の累積欠損金の水準は、なお、令和2年度に策定した累積損解消計画において想定された水準（△723百万円）の範囲内である。但し同計画は、加入者数の維持・増加、経費節減等を前提条件とし、本来取るべきではない水準のリスクを取っているだけに、前提条件の実現可能性等を注視し、必要に応じた見直しが求められる。

### 3. 機構資産の運用の基本的な方針

#### (1) 基本的な考え方

- ・ 令和4年度は引き続き分散投資と長期的投資の観点から運用受託機関のパフォーマンス管理に継続的に取り組んだほか、金融経済環境の大きな変化に直面したことによる、基本ポートフォリオの有効性、変更の必要性の検証にいち早く取り組んだ。

また、サステナビリティを重視した運用の観点からは、スチュワードシップ活動におけるESG要素への言及に加え、PRI署名の検討等サステナビリティに係る活動や体制整備にも取り組んだ。

これらの活動は、令和4年7月制定の資産運用の基本方針に規定された、「専ら受益者たる共済契約者及び被共済者の利益のために長期的な観点から安全かつ効率的に行うことにより、将来にわたって退職金共済事業を安定的に運営していく上で必要とされる収益を長期的に確保」という目的に適う運用が行われたものと評価できる。

#### (2) 資産運用の目標

- ・ 令和4年度は、コロナ禍に加え、ウクライナ問題等地政

学リスクの顕在化、世界的な金利と物価の上昇などを背景に先行き不透明感が高まった。こうした中、退職金共済制度への新規加入者数が減少、退職者数は増加するなど、掛金収入や退職金支払の動向について不透明感が払拭されなかったことから、引き続き潤沢な手元流動性を確保した。

また、委託運用において、資産ごとにリターン・リスク等の特性の異なるファンドを採用していることによる分散投資が機能していることを継続的にモニタリングするなど、運用受託機関の管理も適切に行われている。

これらの対応は、資産運用の基本方針に定める目標「退職金支給に必要な流動性を確保しつつ、中期的に退職金共済制度の運営に必要な利回りを最低限のリスクで確保すること」に沿うものであったと評価する。

- ・ また、令和4年7月に「資産運用の基本方針」とともに新たに制定された「資産運用の業務方針」においては、資産運用の目標を達成するために踏むことが必要と考えられるプロセスが「運用の目標達成に向けた取り組み」として具体化されている。
- ・ このように目標達成のためのプロセスを明確化することは、目標達成の可能性を高める方策として評価する。

また運用機関のパフォーマンス評価方法としてグローバルスタンダードとなっているプロセス評価に耐える体制を整備するものとしても、評価できる。

- ・ なお、令和5年4月から始まる第5期の中期目標において、機構の資産運用業務の評価方法が、従来の資産毎の超過収益率を単年度ごとに評価する、定量的に単年度の結果責任を問う形から、定性的にプロセス責任を問う形に見直しが行われた（別添）。

機構は永続的な退職金制度の将来を見据えた長期的な投

資家であるが、それに短期の収益率目標に偏った評価方法が適用されるとショートターミズム的なインセンティブとなって長期投資家としての行動を歪める可能性があるため、当委員会としてはかねてより懸念を抱いていたが、この度の厚生労働省の的確な判断はその懸念を払拭したものとする。

- ・ こうした運用の質的向上に資することに重点を置いた資産運用業務の評価方法見直しという画期的な判断は、厚生労働省と機構の円滑な意思疎通、情報共有と、その結果としての信頼関係の賜物であり、当委員会として高く評価している。

#### 4. 機構資産の運用に関し遵守すべき事項

##### (1) 受託者責任の徹底

- ・ 受託者責任については、令和3年7月にガバナンスに係る議論を集約する形で制定された「資産運用業務に携わる役職員の行動規範」の中に明記され、職員への意識の浸透が図られている。
- ・ また、受託者責任のあり方に関する理解と検討結果は、厚生労働省とも共有され、第5期中期計画において採用された資産運用業務の評価方法変更に結び付いていることは、機構の理解の深さと取組姿勢の真剣さを示すものとして高く評価される。

##### (2) 市場及び民間の活動への影響に対する配慮

- ・ 資産規模の大きい公的アセットオーナーとしては、その資産運用が市場に過大な影響を与えないよう、十分な留意が必要である。

令和4年度には、11月に外国株式から外国債券へ一部資

産移管する、資産間リバランスを行った。その際、機構内部は勿論、資産運用受託機関、資産管理受託機関まで含めて、情報管理を徹底した。また、売買に際しては、十分な期間を取って取引を行い、市場への影響を抑制した。

以上はひとつの代表例であるが、機構の資産運用においては常日頃より市場への影響を最小限に抑えるよう適切な措置が採られているものと評価される。

## 5. 機構資産の運用における長期的な観点からの資産の構成に関する事項

### (1) 基本ポートフォリオ

- ・ 機構では資産運用の基本方針に基づいて毎年度、基本ポートフォリオの定例検証を実施している。
- ・ 令和4年度については、海外主要国における金融政策の転換と金利の急速な上昇傾向等を眺め、基本ポートフォリオ変更の要件である「重要な前提条件の変化」(注)が生じている可能性がある、との問題意識の下、従来よりも早い段階から基本ポートフォリオ変更に関する審議が当委員会を含めて行われた。

(注) 平成30年度第8回の当委員会において、定例検証は「中長期的に維持されるべき基本ポートフォリオについて、再構築が必要となるような前提条件の変化が発生しているか否か、を検証するもの」と位置付けられた。

- ・ 結論としては、本邦の金融政策やウクライナ問題等不確実な要素が多い中で、定常状態の見極めがつくまでは状況を注視しつつ、環境が整えば迅速に基本ポートフォリオ変更に取り組むべく準備を行うということであったが、その機構の方針は、適切なものと評価する。
- ・ なお、財務状況(剰余金と想定損失額のバランス)から

みた基本ポートフォリオ変更の可否については、中退共、建退共では現状の財務基盤および将来シミュレーション結果からして変更が必要な状況にはないものと思料する（前述2（1）②、同（2）②参照）。

清退共についても、極めて安定した財務基盤からして基本ポートフォリオ見直しが必要な状況にはない。しかし、責任準備金の2倍以上という大きな剰余金の水準に鑑みると、掛金と給付と運用のバランスをいま一度検証する必要があるものと思料する。

一方、林退共については、合同運用を含む4つの施策（注）のパッケージによって累損解消を目指しているが、重要な施策である「加入促進」の実現が厳しい状況にあるのであれば、それを踏まえた計画の見直しが求められる。

（注） 合同運用、予定運用利回り引下げ、経費節減、加入促進

## （2） 運用手法等について

### イ. 自家運用の運用手法

- ・ 自家運用については、退職金等支払のための流動性を確保する役割を割り当てている。このため、資金フローを安定化させる趣旨から、簿価評価が認められる満期保有を前提とし、債券投資の期間構造についてはラダー型戦略（注）を採用している。投資期間については、各制度における掛金納付期間に応じて設定されている。中退共は20年、建退共は15年、清退共、林退共は10年のラダー型運用を目指している。

（注） 債券のポートフォリオ運用形式の一つ。償還期限の異なる債券を、各期間にほぼ同額ずつ組み込む方式であり、期間毎の償還金額の水準が同一であるため、



幅が変わらないという意味で、「はしご（ラダー）型」と呼ばれている。機構では、毎年度の元利金受取額を平準化させ、退職金支払額の変動による収支差の変動が、元利金受取額の変動によって増幅されることを回避する目的で採用している。

- ・ 入金と出金のタイミングのずれ等に備えるための銀行預金等流動性資産については、基本的に出来るだけ金額を抑え、また CD 等による短期運用も行って運用の効率性の向上に努めている。ただし、令和 2 年度以降は、コロナ禍等による資金フローの急激な変化に備え、債券投資額を一部抑制し、各経理とも退職金支払い額の 10 か月相当を超える豊富な流動性を確保している。こうした環境変化を見据えた柔軟な対応は、制度の安定性を維持する上で必要なものであり、極めて適切なものとして評価できる。

#### ロ. 委託運用の運用手法

- ・ 委託運用については、令和 4 年 4 月から清退共（特別給付経理）を除く全経理で、包括信託に関する合同運用が行われており、その内訳としては国内外の債券・株式の資産ごとに特化型アクティブ運用とパッシブ運用が併用されている。
- ・ アクティブ運用については、採用時に期待された要件が満たされているか否かを定性的及び定量的に評価するほか、個別ファンドのパフォーマンスだけでなく、全体としてのスタイル分散の有効性についてもモニタリングし、マネジャー・ストラクチャー見直しの要否を継続的に確認している。

評価の手法については、当委員会への評価結果報告等における委員の指摘も踏まえて継続的に改善に努めており、

適切な管理が行われているものと評価できる。

#### ハ. 委託運用の合同運用

- ・ 委託運用部分については、平成 28 年度より、最も規模が大きくて既に資産ごとに特化した委託形態を採用していた中退共の運用に林退共が乗る形で合同運用が開始されたが、そこに清退共が令和 2 年度から、建退共が令和 4 年度から参加している。
- ・ 委託運用を行っている全ての経理が合同運用に参加したことを受け、運用受託機関のモニタリングやスチュワードシップ活動が、中退共と特退共を分けず、機構横断的に実施されることとなった。

このことは、ノウハウの共有や事務効率性改善等を通じて資産運用体制の強化に繋がるものとして評価できる。

#### (3) 運用受託機関の選定、評価及び管理等について

- ・ 令和 3 年度の基本ポートフォリオ変更によって外国株式の構成比が増加、令和 4 年度初には建退共資産が合同運用に参加したことにより、外国株式パッシブ運用の資産額がマネジャー・ストラクチャー見直し実施前の約 5 倍に増加した。

これを受けて、リザーブファンドとして指定していた 1 社が正式採用された。パッシブファンドにおいても、運用受託機関間の競争的環境を作ることはパフォーマンスの維持・改善に有効な手段であり、手数料等が割高にならない範囲で運用受託機関数を増やすことは適切な対応であると評価できる。

また、正式採用に際しては、リザーブファンドに内定した時点から継続的に提出を受けていたファンドのパフォー

マンスに関するデータの分析に加え、運用体制等定性的な要素が当初の期待に沿っていることを確認した上で判断している。リザーブファンドの使い方として適切なものと評価する。

- ・ なお、既存ファンドにおける委託金額の変更は行われなかったが、各ファンドのパフォーマンス管理については、毎月の報告書と、半期に一度の報告会に加え、事務ミス発生時や体制変更時の報告書、さらに令和5年3月の米国における銀行の連続破綻等、運用結果に大きな影響を及ぼし得るイベント発生時の情報提供力の比較等、適切に実施されているものと評価する。

【令和4年度資産運用・管理委託状況（包括信託）】

		合同運用資産 *	清退共 (特別給付経理)
運用を委託している機関数**		19(0)	—
うち	運用機関	19	—
	管理機関	1	—
運用形式		特化型	—
ファンド数***		31	—
うち	国内債券A	6	—
	国内債券P	2	—
	国内株式A	6	—
	国内株式P	2	—
	外国債券A	5	—
	外国債券P	2	—
	外国株式A	6	—
	外国株式P	2	—
運用シェア変更ファンド数		12	—
うち	減額	7	—
	解約	0	—
	増額	5	—
管理シェア変更機関数		0	—
うち	減額	0	—
	解約	0	—
	増額	0	—
法令違反・運用ガイドライン 抵触事案(件)		0	—

委託機関・ファンド数は令和4年度末の状況。

( )内は期中増減数。

- \* 合同運用しているのは、中退共（給付経理）、建退共（給付経理）、建退共（特別給付経理）、清退共（給付経理）、林退共（給付

- 経理) の、計 5 経理。
- \* \* 運用機関と管理機関で重複があるため、機関数の合計は内訳と必ずしも一致しない。
  - \* \* \* A はアクティブ運用、P はパッシブ運用。

#### (4) 機構資産の運用におけるリスク管理

##### イ. 資産全体

- ・ 資産全体のリスクについては、基本ポートフォリオの定例検証時に、フォワードルッキングなリスク分析（モンテカルロシミュレーション）による想定損失額の推計を実施し、剰余金水準との比較においてリスクテイク水準の妥当性が検証されている。

##### ロ. 自家運用

- ・ 令和 4 年度における自家運用の投資対象金融資産は、全て円建てであり、満期前に売却された資産はなく、基本方針に沿った運用が行われている。
- ・ 将来の償還金額を安定させるラダー型ポートフォリオを構築するため、7 年～20 年の残存期間の債券を購入した。
- ・ 各経理において毎年の退職金等支払に必要な流動性を確保する水準でのラダー型運用に向けた債券取得が行われており、残存期間の適切な分散化が図られている。発行体別の構成比は、規定の範囲内に収まっており、発行体の分散化も適切に実施されている。
- ・ ただし、10 年のラダー型運用を目指している清退共（特別給付経理）については、残存年数の短い債券がマイナス利回りとなったため、必要な残存年数の債券購入が進んでいない。今後、コロナ禍対応のために高水準を維持している預金残高を低減させていく方向にあることも勘案すると、運用の効率性の観点からは、対策の検討が望まれる。

【令和4年度末における運用の内訳】

構成比%	中退共 (給付経理)	建退共 (給付経理)	建退共 (特別 給付経理)	清退共 (給付経理)	清退共 (特別 給付経理)	林退共 (給付経理)
委託運用	45.28	33.73	36.77	23.62	—	38.81
自家運用	54.72	66.27	63.23	76.38	100	61.19
国債	18.97	16.27	1.00	21.52	—	8.11
地方債	5.56	10.48	12.04	—	—	—
政保債	17.38	24.16	29.94	39.52	—	43.21
財投機関債	0.04	3.66	—	—	—	—
金融債	6.74	5.43	2.34	—	—	—
円貨建外国債	—	—	—	—	—	—
預金	6.04	6.28	17.92	15.33	100	9.88

※端数処理の関係で、構成比の合計が100%にならないことがある。

【自家運用債券の償還年限別構成比】

(構成比:%)

	中退共 (給付経理)	建退共 (給付経理)	建退共 (特別給付 経理)	清退共 (給付経理)	清退共 (特別給付 経理)	林退共 (給付経理)
令和5年度	9.2	7.6	7.4	9.5	—	7.5
6年度	9.2	9.6	11.9	9.5	—	10.0
7年度	9.3	9.6	11.1	9.5	—	16.3
8年度	9.2	7.5	11.1	9.5	—	11.3
9年度	6.1	8.2	11.9	9.5	—	12.5
10年度	6.1	11.5	11.1	9.5	—	5.0
11年度	6.1	8.5	9.6	14.3	—	20.0
12年度	6.1	6.5	7.4	9.5	—	7.5
13年度	6.1	6.4	7.4	9.5	—	8.8
14年度	6.1	6.5	11.1	9.5	—	1.3
15年度	5.2	1.3	—	—	—	—
16年度	3.5	1.4	—	—	—	—
17年度	3.3	1.3	—	—	—	—
18年度	3.3	5.6	—	—	—	—
19年度	3.1	3.1	—	—	—	—
20年度	2.6	1.2	—	—	—	—
21年度	2.4	4.2	—	—	—	—
22年度	1.5	—	—	—	—	—
23年度	1.1	—	—	—	—	—
24年度	0.6	—	—	—	—	—

※端数処理の関係で、各経理の合計が100%にならないことがある。

## ハ．委託運用

- ・ 基本ポートフォリオを適切に管理するため、委託運用資産の資産構成割合と基本ポートフォリオとの乖離状況は毎月把握し、必要な場合はリバランスルールに則って調整を行っている。
- ・ 令和4年度は、10月末時点で外国債券の資産構成比が乖離許容幅を超えて低下したことを受け、リバランスルールに則り、11月に外国株式から外国債券への一部資産移管が実施された。
- ・ また、運用受託機関から徴求している毎月の報告書を基に、トラッキングエラー（TE）の動向をモニタリングし、運用受託機関が過剰ないし過少なリスクテイクを行っていないかを検証するなど、ファンド毎にも適切なリスク管理が行われているものと評価する。

## 6. ガバナンス体制

### (1) ガバナンス体制の確立及び業務運営の透明性の確保

- ・ 機構の資産運用業務の推進に当たっては、厚生労働省をはじめ関係機関との連携によって、退職金制度の運営・運用に関わる諸課題を解決しながら進めていくことが肝要である。
- ・ 令和4年度は中退共の財政検証が行われたが、機構は労政審に対し、想定損失額推計に関するデータや、付加退職金の計算に必要なデータ、さらに付加退職金制度見直しに係る情報を適時適切に提供した。
- ・ 従来 of 付加退職金制度については、当委員会でも、発足当初から、実績利回りが予定運用利回りを上回ると利回りを上乘せする一方、下回った場合は予定運用利回りを保証するという上下非対称性に因る中長期的な財務基盤への悪影響や、中小企業のための退職金共済制度への適合性への疑問、という問題を指摘してきたところである。

- ・ 今般の財政検証における検討の結果、こうした問題を解決する新しい付加退職金支給ルール（注）が、労政審における労働者代表、使用者代表、公益代表全ての賛同を得て承認されたことは、極めて大きな成果である。中退共の、積立型の財務構造と市場変動リスクのただ中で行われるという運用の基本的な枠組みを前提に、退職金支給の長期的な安定性や公平性に向けた深い議論が厚生労働省及び労政審で積み重ねられたことの成果と言える。
- ・ この過程において、機構は指摘責任を十全に果たしたと評価できる。

（注）単年度の付加退職金の支給額に、前年度の決算における累積剰余金額の1%という上限を設定し、実績利回りの変動が財務基盤脆弱化に繋がらないようにしたものの。

## （2） スチュワードシップ責任に係る取組

- ・ 機構のスチュワードシップ活動は、運用受託機関とその先の投資先企業を意識した建設的な対話を行うことによって、制度の受益者の利益を高めていくことを目指すものであるが、機構自身もアセットオーナーとして充実していくことが求められており、ガバナンス上も重要な事項として認識される。
- ・ 機構は、平成29年11月の日本版スチュワードシップ・コード改訂版の受入れを踏まえ、公的機関のアセットオーナーとして、平成30年度よりスチュワードシップ活動への取り組みを一段と活発化させたが、そのような取り組みを続けてきて令和4年度は5年目となる。
- ・ 令和4年度も、エンゲージメント実施部署から実務レベルの報告を受けるスチュワードシップ活動報告会と、理事長

による主要運用機関トップマネジメントとのトップ面談という複層的な活動が実施された。

スチュワードシップ活動報告会では、エンゲージメントの内容や議決権行使における考え方等について説明を受け、意見交換が行われている。

トップ面談では、運用受託機関と親会社の間でのファイヤーウォールに反しないよう配慮しつつ、グループにおける資産運用分野を巡る長期的戦略や同分野への資源投入等について、意見交換が行われている。

運用分野における長期的経営戦略や資源投入は経営トップや親会社の意向も欠かせないため、このような取り組みは運用の質的な維持・向上にとっても意義深いものとする。加えて、「資産運用の高度化」はわが国の喫緊の課題ともなっており、大きな資金を運用する公的機関のアセットオーナーの行動としても極めて適切なものであると評価できる。

令和4年度は、理事長も参加したスチュワードシップ活動報告会において、例年通りエンゲージメントの内容や議決権行使における考え方の説明を受ける一方で、公的機関のアセットオーナーの立場から、特に留意しているESG課題として、以下の二点を挙げた。

一点は厚生労働省が所管する中小企業における従業員の福利厚生拡充を目指す独立行政法人として、社会（S）要素において、大企業だけでなく中小企業や非正規労働者も含めた労働環境の改善や多様性への取り組みが重要であるとの問題意識を提起した。

もう一点は、林退共を運営する機関として、環境（E）要素について、2050年カーボンニュートラルを実現するには、炭素ガスの排出量削減だけでなく吸収を図ることが必要であり、その方策として日本の国土の3分の2を占める森林を、



日本固有の里山文化も活かして活用することが、林業の振興にも繋がり望ましいと考えられる、との意見を述べている。

上記の ESG 課題については、トップ面談においても意見交換を行ったところ、多くのトップマネジメントと問題意識を共有できたとのことである。

6兆円という資産規模を有する公的機関のアセットオーナーとして、受益者の利益に反しない形で ESG 課題に係る発信力を高めていることは評価できる。

- ・ なお、機構のステュワードシップ活動については、「ステュワードシップ活動状況の概要」（令和5年5月）として公表された。
- ・ さらに機構は公的機関のアセットオーナーとして、ステュワードシップ活動を含むサステナビリティ関連の活動の拡充を志向しており、PRI への署名の可否についても、コンサルタントも活用して、検討を進めている。
- ・ PRI 署名は、毎年の英文レポートの提出など負担も伴うものであるが、機構では、ステュワードシップ活動の一層の充実や将来の気候関連財務情報開示タスクフォース（以下、TCFD）等サステナビリティ関連の活動拡大を見据え、高度な専門知識を有する要員の確保も実現している。
- ・ こうした取組みは、受益者に対して長期安定的な利益をもたらすという機構の投資の目的に反しないものであり、最近の ESG 課題の重要性に対する認識が世界的に高まる中、6兆円という資産規模を有する公的機関のアセットオーナーとしての責任を果たすものとして評価できる。

## 7. その他機構資産の適切な運用に関し必要な事項

### (1) 透明性の向上

- ・ 対外公表については、財務諸表等は官報に公告している

(令和4年7月)。また、当委員会の議事要旨をはじめ、年度及び四半期毎の運用実績と資産構成のほか、令和3年度運用結果報告(令和4年7月)、スチュワードシップ活動状況の概要(令和5年5月)等について、ホームページ上で公表された。

- ・ 議事要旨については、概ね委員会後2か月以内に公表されている。
- ・ 当委員会の議事録については、各委員会の開催日から7年経過したものから半年分ずつ順次公表するものとしている。令和5年1月には、予定通り、平成27年度第1回及び第2回の委員会議事録がホームページに掲載された。
- ・ 上記の通り、各種資料の公開については、適切に実施されていると評価する。

## (2) 運用管理体制

- ・ 運用業務を行う資産運用部には、業務を的確に遂行できる専門的知識及び経験を有する担当者として、運用調査役と運用リスク管理役を配置している。
- ・ 専門的知識を持った人材の養成については、令和4年度も、5回に亘る当委員会での審議を受ける過程で、資産運用関係役職員の資産運用に係るリテラシーは一層向上したものと評価する。
- ・ 機構は、機構資産の運用に関する基本方針の案、運用計画及び資産の配分等の重要事項を審議することを目的として、担当役職員で構成する資産運用企画会議を設置している。

令和4年度は、中退共部会を12回、建退共部会を5回、清退共部会を5回、林退共部会を5回、中建清林合同部会を9回開催している。

全経理の合同運用参加や「資産運用の基本方針」一本化に

より共有される課題が増える中、令和5年度以降、資産運用企画会議も一本化することが決定されたことから、円滑な情報共有やサービス水準の格差低減等に寄与するものと思われる。

- ・ 建退共の委託運用資産における合同運用とスチュワードシップ活動への参画や、経理毎に分かれていた資産運用の基本方針一本化などは、機構における資産運用に係るサービス水準の平準化やノウハウの均霑にも繋がる体制整備として評価する。
- ・ さらに令和4年度は、組織体制面でも大きな見直しが行われた。具体的には以下の通りであり、令和5年度から実施される。何れも運用リスクの適切な管理及び運用管理の効率性の向上・コスト削減に繋がる施策として評価できる。

#### ①資産運用部の組織再編

従来の中退共資産を担当する「資産運用第一課」と、特退共を担当する「資産運用第二課」の経理別二課体制から、主に委託運用関連業務を担当する「運用企画課」と、主に自家運用関連業務を担当する「自家運用課」の業務別二課体制に再編。

- ― 業務の効率性向上、資産運用部内でのノウハウ均霑、情報共有、コミュニケーションの一層の円滑化等を企図。

#### ②運用リスク管理役の位置付け変更

リスク管理役を、資産運用部長の下から資産運用担当理事直轄に変更。

- ― 業務執行部門から分離したリスク管理の実施。

#### ③サステナビリティ統括役の新設

PRI署名やスチュワードシップ活動などサステナビリティに係る業務を総括する役職を新設、要員を調達した。

- ― PRIへの年次報告に加え、海外運用受託機関とのエン

ゲージメント、TCFD 対応など、今後、サステナビリティ関連業務が増加することを見越し、国際的な業務に堪える見識と能力を有する人材を確保し、体制を整備。

#### 8. 基本方針の変更

- ・ 機構は、令和 4 年 7 月に新しい「資産運用の基本方針」を制定した。
- ・ これまでの経理毎に設定されていた「資産運用の基本方針」を廃止し、平成 27 年以降実施して来た一連の改革を踏まえた抜本的な見直しであり、これまで 6 つある経理毎に制定されていた基本方針を一本化したものである。
- ・ 廃止前の経理毎の基本方針に含まれていた技術的・実務的な内容を整理し、同時に制定した「資産運用の業務方針」としてまとめる一方、ガバナンスやスチュワードシップ活動など、近年、急速に重要性を増している項目を新設するなど、先駆的取り組みもなされている。
- ・ 平成 27 年の独立行政法人通則法の改正の趣旨を踏まえた一連の改革の集大成として、高く評価できる。

以 上

資産運用委員会 委員名簿

第4期（令和3年10月～令和5年9月）

○	おお の さ なえ 大 野 早 苗	武蔵大学副学長
	たま き のぶ すけ 玉 木 伸 介	大妻女子大学短期大学部教授
	なか しま ひで き 中 島 英 喜	名古屋大学経済学研究科准教授
	ま にわ あき ひろ 馬 庭 昭 弘	全労済グループ企業年金基金 常務理事
◎	むら かみ まさ と 村 上 正 人	公益財団法人年金シニアプラン 総合研究機構 特任研究員

◎ 委員長

○ 委員長代理

（五十音順、敬称略）

## 【令和4年度資産運用委員会 開催実績（全5回）】

### 第1回（令和4年4月25日）

- ・〈審議事項〉 「資産運用の基本方針」の制定について
- ・〈報告事項〉 「資産運用の業務方針」の制定について
- ・〈審議事項〉 令和3年度資産運用に関する評価報告書（案）について
- ・〈報告事項〉 令和3年スチュワードシップ活動状況の概要について
- ・〈報告事項〉 ウクライナ情勢を受けた対応について
- ・〈報告事項〉 建退共資産の合同運用資産への移管完了報告

### 第2回（令和4年6月6日）

- ・〈審議事項〉 令和3年度資産運用に関する評価報告書（案）について
- ・〈報告事項〉 令和3年4月から令和4年3月の運用実績報告（6経理）
- ・〈報告事項〉 令和3年度スチュワードシップ活動状況の概要について
- ・〈報告事項〉 資産運用委員会議事録の確認

### 第3回（令和4年9月26日）

- ・〈審議事項〉 基本ポートフォリオの前提条件に関する認識と対応について

### 第4回（令和4年12月21日）

- ・〈審議事項〉 基本ポートフォリオの定例検証について

### 第5回（令和5年3月28日）

- ・〈報告事項〉 令和4年度スチュワードシップ活動状況の概要（案）について
- ・〈報告事項〉 PRI署名に向けた検討状況について
- ・〈報告事項〉 組織改正について
- ・〈報告事項〉 為替取引におけるCLS決済導入について

## 令和4年4月から令和5年3月の資産運用実績報告

## 1.運用概要

	中退共事業 給付経理	建退共事業		清退共事業		林退共事業 給付経理
		給付経理	特別給付経理	給付経理	特別給付経理	
運用利回り(手数料控除後)	△ 0.68	△ 0.35	△ 0.51	△ 0.34	0.00	△ 0.66
(%)						
自家運用利回り	0.29	0.42	0.27	0.19	0.00	0.24
委託運用利回り	△ 1.80	△ 1.83	△ 1.69	△ 2.04	-	△ 2.04
運用損益	△ 359.74	△ 35.87	△ 1.55	△ 0.12	0.00	△ 1.04
(億円)						
自家運用	83.34	28.90	0.34	0.05	0.00	0.23
委託運用	△ 443.08	△ 64.77	△ 1.89	△ 0.17	-	△ 1.27
運用資産総額 (億円)	53,125	10,281	299	35	3	157

※1.上段の表においては、自家運用は、国内債券(簿価)のほか、預金を含む。委託運用は、包括信託のほか、生命保険(一般勘定)及び有価証券信託を含む。

(単位:%)

		1.0	1.3	1.3	2.3	2.3	0.1	
予定運用利回り		1.0	1.3	1.3	2.3	2.3	0.1	
必要な利回り(推計値)※3		1.10	0.95	1.21	1.94	0.52	0.64	
基本 ポート フォリオ (乖離許 容幅)	自家運用	56.9	68.5	68.5	77.8	100.0	60.8	
	委託 運用	国内債券	21.8	16.0	16.0	11.2	-	19.9
		国内株式	3.9	2.8	2.8	2.0	-	3.5
		外国債券※4	9.5	6.9	6.9	4.9	-	8.6
		外国株式	7.9	5.8	5.8	4.1	-	7.2
	委託運用小計	43.1	31.5	31.5	22.2	-	39.2	
	うち 委託 運用 部分 のみ	国内債券	50.7 (±5.3)					50.7 (±5.3)
		国内株式	9.0 (±2.4)					9.0 (±2.4)
		外国債券※4	22.0 (±2.4)					22.0 (±2.4)
		外国株式	18.3 (±5.3)					18.3 (±5.3)
リターン予想値※5		1.22	0.99	0.89	0.62	0.00	1.01	
リスク値(標準偏差)※5		1.92	1.39	1.39	0.99	0.00	1.73	

累積剰余(欠損)金 (A) (億円)	令和3年度末	5,272.20	725.46	136.38	24.95	2.08	△ 3.06
	令和4年度末	4,475.05	600.10	129.72	24.11	2.06	△ 4.86
責任準備金 (B) (億円)	令和3年度末	46,781.13	9,640.24	172.47	12.05	0.66	161.34
	令和4年度末	47,528.17	9,668.59	168.75	11.57	0.64	162.14
リスク・バッファ 比率 (A)÷(B)	令和3年度末	11.27	7.53	79.07	207.05	315.15	△ 1.90
	令和4年度末	9.42	6.21	76.87	208.38	321.88	△ 3.00
想定損失額 ※6(億円)		△ 5,218	△ 738	-	-	-	△ 10.66

※2.中段の表においては、自家運用は、国内債券(簿価)のほか、生命保険(一般勘定)、預金を含む。委託運用は、包括信託のみである。

※3.中退共給付経理は、予定運用利回り+業務経費相当分。その他の経理は、責任準備金必要利回り(資産運用ベース)+業務経費相当分の推計値。なお、林退共給付経理については、累積欠損金解消計画(令和2年)における累積欠損金解消目安額も加算した推計値。

※4.外国債券については、為替ヘッジを行う。

※5.令和4年度基本ポートフォリオ検証時の数値(データは令和4年7月時点)。

※6.モンテカルロシミュレーション1%tile。令和4年度基本ポートフォリオ検証時の数値(データは令和4年7月時点)。うち中退共給付経理は、付加退職金について、上限を設定する新ルールに準拠したケースの数値とした。

## 2.運用実績

(単位:%)

	中退共事業 給付経理	建退共事業		清退共事業		林退共事業 給付経理
		給付経理	特別給付経理	給付経理	特別給付経理	
予定運用利回り	1.0	1.3	1.3	2.3	2.3	0.1
必要な利回り(推計値)※2	1.10	0.95	1.21	1.94	0.52	0.64
期待収益率 (A)	1.17	1.03	0.90	0.61	0.00	0.99
うち自家運用	0.44	0.53	0.33	0.18	0.00	0.25
うち委託運用	2.13	2.13	2.13	2.13	-	2.13
収益率実績 (B)	△ 0.68	△ 0.35	△ 0.51	△ 0.34	0.00	△ 0.66
うち自家運用	0.35	0.44	0.21	0.19	0.00	0.24
うち委託運用	△ 2.04	△ 2.04	△ 2.04	△ 2.04	-	△ 2.04
実績 - 期待 (B-A)	△ 1.85	△ 1.38	△ 1.41	△ 0.95	0.00	△ 1.65
うち自家運用	△ 0.09	△ 0.09	△ 0.12	0.01	0.00	△ 0.01
うち委託運用	△ 4.17	△ 4.17	△ 4.17	△ 4.17	-	△ 4.17
市場収益要因	△ 4.20	△ 4.20	△ 4.20	△ 4.20	0.00	△ 4.20
超過収益要因	0.12	0.12	0.12	0.12	-	0.12
資産配分効果	0.03	0.03	0.03	0.03	0.00	0.03
個別資産効果	0.13	0.13	0.13	0.13	-	0.13
複合効果	△ 0.04	△ 0.04	△ 0.04	△ 0.04	0.00	△ 0.04
手数料要因	△ 0.10	△ 0.10	△ 0.10	△ 0.10	-	△ 0.10

※1.本表においては、自家運用は、国内債券(簿価)のほか、生命保険(一般勘定)、有価証券信託、及び預金を含む。委託運用は、包括信託のみである。

※2.中退共給付経理は、予定運用利回り+業務経費相当分。その他の経理は、責任準備金必要利回り(資産運用ベース)+業務経費相当分の推計値。なお、林退共給付経理については、累積欠損金解消計画(令和2年)における累積欠損金解消目安額も加算した推計値。

## 3.包括信託の内訳

(単位:%)

	合同運用資産					
	構成比	ベンチマーク 収益率 (a)	時間加重収益率 (手数料控除前) (b)	超過収益率 (b-a)	手数料率 (c)	手数料控除後収益率 (b-c)
国内債券	50.71	△ 1.65	△ 1.67	△ 0.02	0.05	△ 1.71
国内株式	9.60	5.81	6.15	0.34	0.19	5.96
外国債券	20.84	△ 10.48	△ 9.60	0.88	0.11	△ 9.72
外国株式	18.84	2.36	1.93	△ 0.43	0.17	1.75
合計	100.00	△ 2.07	△ 1.94	0.12	0.10	△ 2.04

\* 合同運用資産は、中退共給付経理、建退共給付経理、建退共特別給付経理、清退共給付経理及び林退共給付経理の、包括信託による委託運用部分を、合同して運用しているものである。

\* 単位未満は四捨五入しているため、内訳と計が一致しないことがある。

\* 委託運用(包括信託)の資産クラス毎のベンチマークは、資産運用の基本方針に定める以下の指標による。

- ・ 国内債券 NOMURA-BPI総合
- ・ 国内株式 TOPIX(配当込み)
- ・ 外国債券 FTSE世界国債インデックス(除く日本、除く中国、円ヘッジ・円ベース)
- ・ 外国株式 MSCI KOKUSAI(円ベース、配当込み、GROSS)

\* 外国債券については、為替ヘッジを行っている。

	個別資産効果	資産配分効果	複合効果
	0.13	0.03	△0.04
国内債券	△ 0.01	△ 0.06	△ 0.03
国内株式	0.03	0.04	0.00
外国債券	0.21	0.10	△ 0.01
外国株式	△ 0.09	△ 0.05	0.00



#### 4.資産状況

##### (1)経理別資産状況

(単位:億円、%)

運用の方法等		中退共事業(給付経理)			建退共事業(給付経理)			建退共事業(特別給付経理)		
		資産額	構成比	利回り	資産額	構成比	利回り	資産額	構成比	利回り
自家運用	有価証券	25,861	48.68	0.33	6,168	59.99	0.47	135	45.31	0.27
	預金	3,208	6.04	0.00	645	6.28	0.00	54	17.92	-
委託運用	包括信託	22,330	42.03	※△ 2.04	3,230	31.42	※△ 2.04	96	32.07	※△ 2.04
	生命保険資産	1,725	3.25	1.07	238	2.32	0.80	14	4.70	0.70
	有価証券信託	(9,121)	(35.27)	0.02	(1,662)	(26.95)	0.03	-	-	-
合計		53,125	100.00	△ 0.68	10,281	100.00	△ 0.35	299	100.00	△ 0.51

運用の方法等		清退共事業(給付経理)			清退共事業(特別給付経理)			林退共事業(給付経理)		
		資産額	構成比	利回り	資産額	構成比	利回り	資産額	構成比	利回り
自家運用	有価証券	22	61.04	0.23	-	-	-	81	51.31	0.28
	預金	5	15.33	-	3	100.00	-	16	9.88	-
委託運用	包括信託	8	23.62	※△ 2.04	-	-	-	61	38.81	※△ 2.04
	生命保険資産	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	有価証券信託	-	-	-	-	-	-	-	-	-
合計		35	100.00	△ 0.34	3	100.00	0.00	157	100.00	△ 0.66

(注1) 包括信託は時価総額、その他の資産は帳簿価額である。

(注2) 利回りは決算利回りであり、計算式は「収益額/平均残高」である。(費用控除後)

(注3) 有価証券信託は自家運用により取得した有価証券の信託による運用であり、内数である。また、構成比は有価証券に対する構成比である。

(注4) 包括信託について、会計文書の勘定科目名は「金銭信託」を使用している。

(注5) 単位未満は四捨五入しているため内訳と合計額が一致しないことがある。

※「包括信託」の利回りと前ページ「3.包括信託の内訳」に掲載の「手数料控除後収益率」は同じものであるが、算出方法が異なるため、必ずしも一致しない。

##### (2)経理別資産構成割合

(単位:%)

	中退共事業 給付経理		建退共事業				清退共事業				林退共事業 給付経理	
			給付経理		特別給付経理		給付経理		特別給付経理			
	構成比	基本 ポート フォリオ	構成比	基本 ポート フォリオ	構成比	基本 ポート フォリオ	構成比	基本 ポート フォリオ	構成比	基本 ポート フォリオ	構成比	基本 ポート フォリオ
自家運用	58.0	56.9	68.6	68.5	67.9	68.5	76.4	77.8	100.0	100.0	61.2	60.8
委託運用	42.0	43.1	31.4	31.5	32.1	31.5	23.6	22.2	-	-	38.8	39.2
合計	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

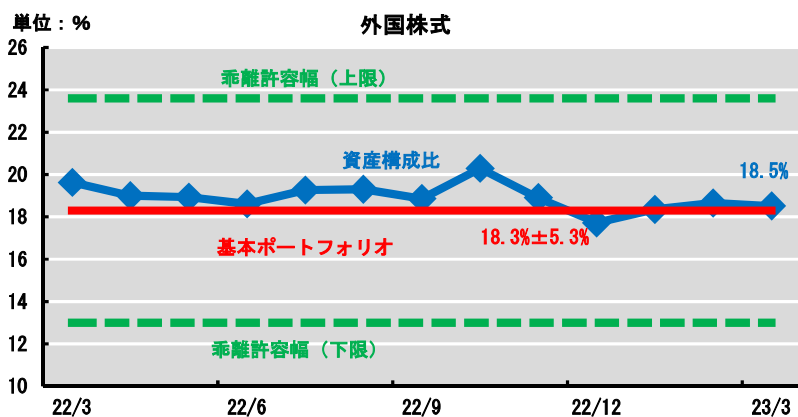
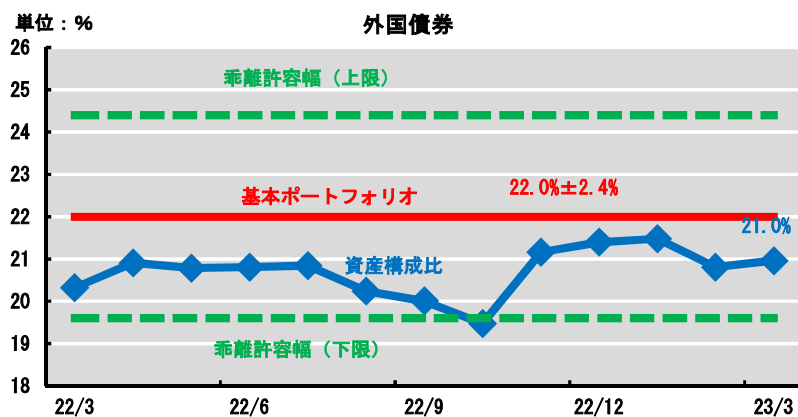
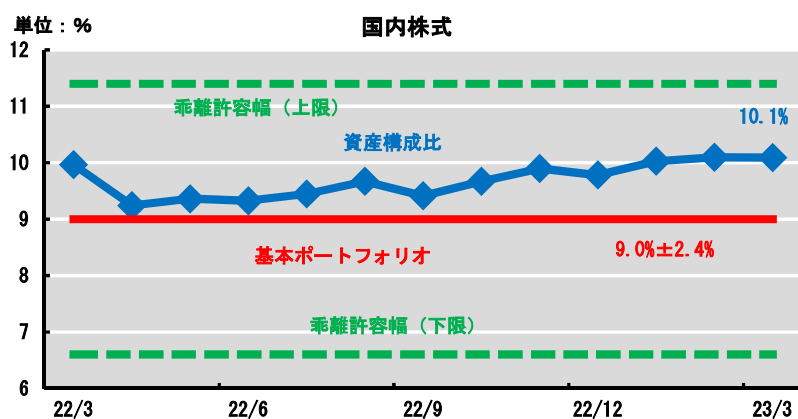
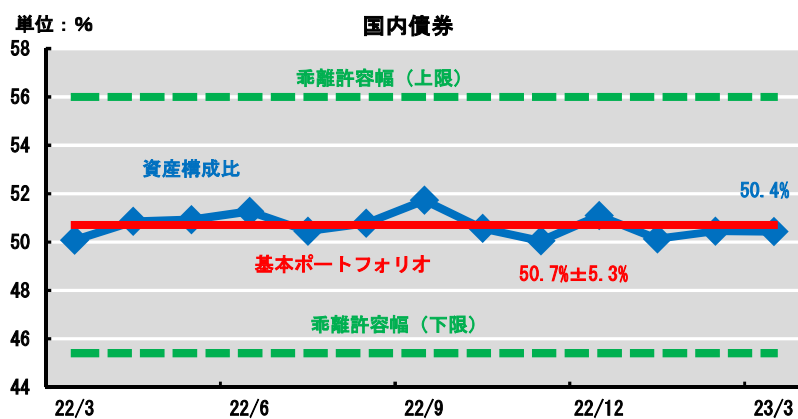
(注) 本表では、自家運用は、国内債券(簿価)のほか、生命保険(一般勘定)、預金を含む。委託運用は、包括信託のみである。

(単位:億円、%)

	合同運用資産		
	資産残高	構成比	基本ポートフォリオ
国内債券	12,973	50.4	50.7±5.3
国内株式	2,596	10.1	9.0±2.4
外国債券	5,393	21.0	22.0±2.4
外国株式	4,764	18.5	18.3±5.3
合計	25,725	100.0	-

(注) 外国債券については、為替ヘッジを行っている。

(3) 合同運用資産 資産構成割合の推移



(注) 令和4年10月時点で、外国債券の資産構成比が乖離許容幅の下限を超過した。  
このため11月に、外国株式から外国債券へ一部資産移管する、資産間リバランスを実施した。

## 勤退機構の資産運用業務の評価における留意事項

### － 各種利回りの読み方について －

○ 勤退機構における資産運用実績や基本ポートフォリオを評価するに際しては、各経理（共済制度）の制度上の特徴点と、財務状況を勘案する必要がある点に留意が必要である。

#### 1. 必要な利回り

必要な利回りとは、「資産運用の基本方針」において「資産運用の目標」として掲げられているものであり、「中期的に退職金共済事業の運営に必要な利回り」と定義されている。「資産運用の目標」では、この「必要な利回り」を「最低限のリスクで確保すること」、が求められている。

必要な利回りの内訳は、基本的には「予定運用利回りに従って増加する責任準備金の額」と「業務経費」の合計の資産に対する割合、で定義される。ただし、累積欠損金を抱える林退共については、「累積欠損金の計画的な解消を図るための費用」が加えられている。

中退共の場合は、加入期間と就労期間が基本的に等しいため、予定運用利回りに業務経費率を加えたものが必要な利回りになる。

一方、特退共については、予定運用利回りと必要な利回りの関係は、次の2. で記すとおり、制度や経済情勢等様々な影響を受けて変動する。

#### 2. 予定運用利回りと必要な利回り

中退共については、毎月積み立てられる掛金に対して制度全体として付与されるのが予定運用利回り（1.0%）であり、それに業務経費率（0.1%）を加えたのが必要な利回りであって、分かり易い構造であるが、特退共（建退共、林退共、清退共）における予定運用利回りと必要な利回りの関係は中退共とは異なるため、留意が必要。

特退共（建退共、林退共、清退共）では、非正規雇用者を対象としているため、就業形態の特殊性（非連続的就労、職場の異動）から1日分の就労に対して証紙1枚を手帳に貼付する仕組みで運営されている。証紙貼付日数（掛金納付日数）を業種ごとに定められた1月分の日数（建退共：21日、清退共：15日、林退共：17日）で割って掛金納付月数を求め、その月数に応じて退職金額が算定されるが、その際の算定の基礎として平均的な年利として設定されるのが予定運用利回りである。ただし、1年（12カ月）分（＝手帳1冊分）の証紙が貼られるのに要する平均的な期間は1年を上回っていることから、必要な利回りが予定運用利回りよりも低くなり得る。

累積欠損金を抱えている林退共については、責任準備金を下回る運用資産額で予定運用利回りを達成する必要があるほか、運用資産額が中退共、建退共に比べて小さく、業務経費率の割合が高くなっているため、必要な利回りが予定運用利回りを上回っている。

以 上

# 資産運用におけるプロセス評価のイメージ (長期投資家としての視点での評価)

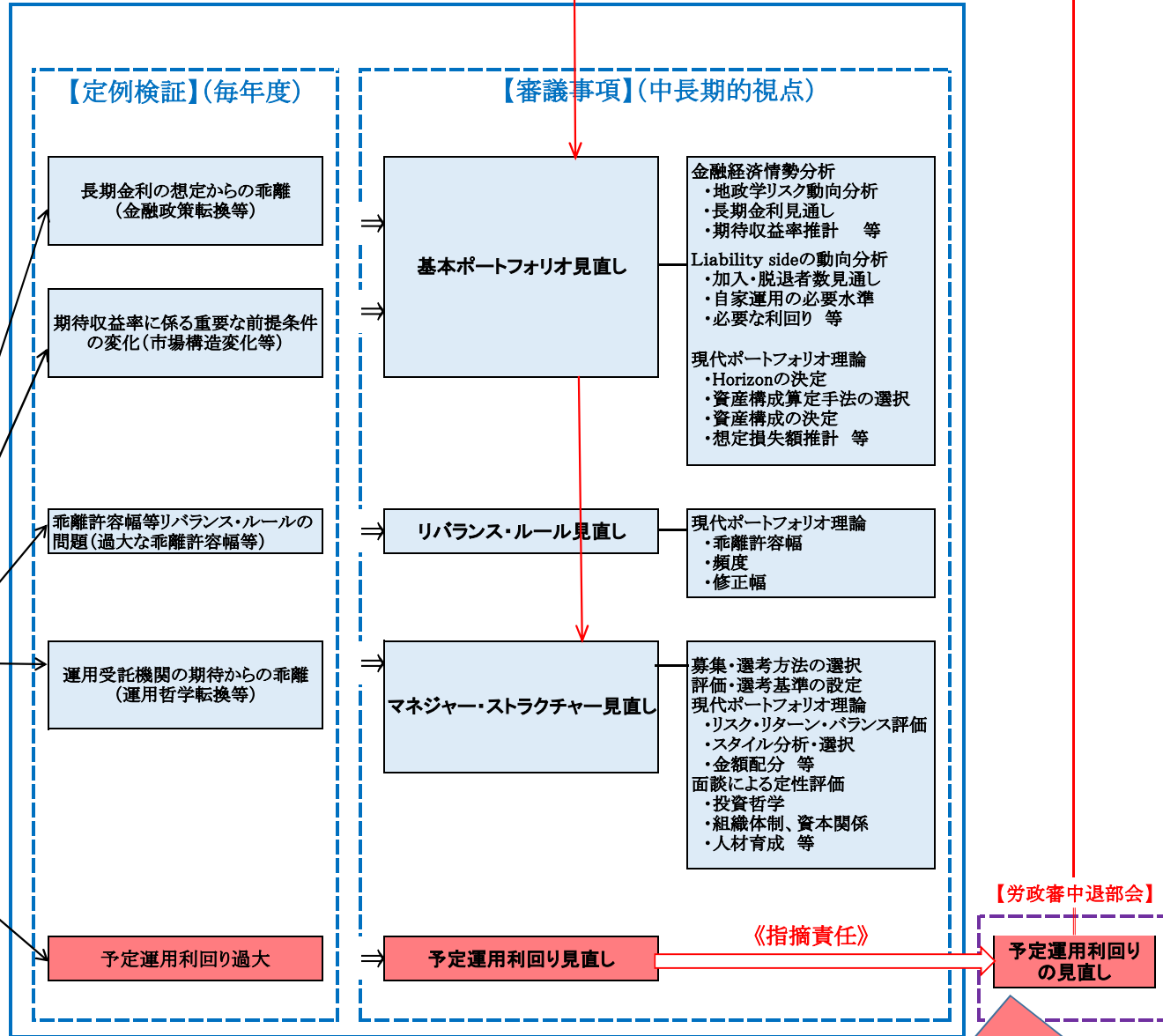
## 資産運用委員会

5年間のローリングでも分析

(単位:%)

	令和〇年度
予定運用利回り(年率)	1.00
必要な利回り(年率)	1.10
期待収益率 (A)	1.68
うち自家運用	0.50
うち委託運用	3.45
収益率実績 (B)	1.46
うち自家運用	0.44
うち委託運用	3.00
実績-期待 (B-A)	▲ 0.22
うち自家運用	▲ 0.06
うち委託運用	▲ 0.45
市場収益要因	▲ 0.21
超過収益要因	▲ 0.13
資産配分効果	▲ 0.48
個別資産効果	0.35
複合効果	0.00
手数料要因	▲ 0.11
利益剰余金(C)(億円)	3,400
想定損失額(D)(億円)	4,400
利益剰余金過不足(C-D)	▲ 1,000

要因分解・分析



\*「予定運用利回り」の決定は、「想定損失額」(制度全体に於ける下回ることの出来ない下限のリスク値)の決定になる。それは、運用において取るべき(許容する)リスク水準を概ね決定する。

令和4年度

資産運用に関する評価報告書 別冊

—第4期中期目標期間評価に係る評価報告書—

令和5年6月29日

独立行政法人勤労者退職金共済機構  
資産運用委員会

## 目次

はじめに	3
略語、用語の説明	5
1. 概論	7
(1) 中退共	7
(2) 建退共	11
(3) 清退共	12
(4) 林退共	12
2. 運用実績	
(1) 中退共（給付経理）	14
(2) 建退共（給付経理）	18
(3) 建退共（特別給付経理）	23
(4) 清退共（給付経理）	26
(5) 清退共（特別給付経理）	30
(6) 林退共（給付経理）	33
3. 機構資産の運用の基本的な方針	
(1) 基本的な考え方	37
(2) 資産運用の目標	38
4. 機構資産の運用に関し遵守すべき事項	
(1) 受託者責任の徹底	39
(2) 市場及び民間の活動への影響に対する配慮	40
5. 機構資産の運用における長期的な観点からの資産の構成に関する事項	
(1) 基本ポートフォリオ	41
(2) 運用手法等について	44
(3) 運用受託機関の選定、評価及び管理等について	46
(4) 機構資産の運用におけるリスク管理	48

6. ガバナンス体制	
(1) ガバナンス体制の確立及び業務運営の透明性の確保	----- 49
(2) スチュワードシップ責任に係る取組	----- 51
7. その他機構資産の適切な運用に関し必要な事項	
(1) 透明性の向上	----- 53
(2) 運用管理体制	----- 54
8. 基本方針の変更	----- 55
【総合評価】	----- 57
〈参考〉 歴代資産運用委員名簿	----- 59

別添 1	内部統制 新規施策
別添 2	資産運用業務における取組み
別添 3	資産運用に係る制度全体のガバナンス体制
別添 4	経理別 利回りと利益剰余金の推移
別添 5	中退共 運用利回りの長期推移

## はじめに

資産運用委員会（以下「当委員会」という）は、平成 27 年度の独立行政法人通則法改正により求められた“実効性のあるリスク管理体制の整備”のため、中小企業退職金共済法（以下「中退法」という。）の改正により（注 1）、独立行政法人勤労者退職金共済機構（以下「機構」という。）が行う退職金共済業務に係る業務上の余裕金の運用に関する業務の適正な運営を図るために設置された（委員会設置以降の歴代の委員名簿は P59 参照）。

この目的を果たすため、当委員会は、「資産運用の基本方針」の作成又は変更に関する審議や、業務上の余裕金の運用状況その他の運用に関する業務の実施状況の監視、その他重要事項に関する理事長への助言・提言等を行うこととされている。

当委員会は、平成 27 年 10 月の創設以降、7 年半に渡り、機構の資産運用業務について様々な側面・観点から審議し、意見を述べている（注 2）。

資産運用に関する評価報告書は、主務大臣である厚生労働大臣が機構の評価を行う際の参考資料として、同大臣の任命を受けた当委員会が、同大臣に提出するものである。

令和 5 年度は、通常 of 年度評価に加え、中期目標期間に関する評価も実施されることから、第 4 期中期目標期間に係る本評価報告書も作成した。

第 4 期中期目標期間は平成 30 年度から令和 4 年度までの期間であるが、機構における資産運用業務については、平成 27 年度 10 月 1 日の当委員会設置以降に改革が進められているため、第 4 期中期計画以前の期間の施策等についても言及している。



(注1) 独立行政法人に係る改革を推進するための厚生労働省関係法律の整備等に関する法律（平成27年法律第17号）により、中退法第六章第四節第六十九条の二～第六十九条の四が追加された（平成27年10月1日施行）。

(注2) 当委員会は平成27年度から令和4年度までの期間で58回開催された。うち、平成30年度から令和4年度までの5年間では38回である。

#### 【本報告書 別冊 の記載対象期間について】

「2.運用実績」を除き、平成28年度～令和4年度の7年間の記載対象とした。第4期中期計画の資産運用に係る骨子は平成28年度のローリングプランで固められ、基本ポートフォリオ改定やマネジャー・ストラクチャー見直し、日本版スチュワードシップ・コード改訂の受入表明等、ゼロベースからの改革を行ってきた。改革の総仕上げが全経理の資産運用の基本方針の策定であり、第4期中期目標期間の最終年度の令和4年度に完了した。この間の活動を記載対象としたものである。

「2.運用実績」については、各経理とも第4期中期目標期間である平成30年度～令和4年度の5年間の記載対象とした。但し中退共については、後述の資産運用業務に関する一連の改革を平成28年度より開始しているため、平成28年度からの変化についても言及した。また林退共についても、平成28年度の中退共との合同運用開始という大きな変革があるので、平成28年度からの変化についても触れた。

※数値の端数処理については四捨五入としている。

## 略語、用語の説明

- ・ 中退共  
一般の中小企業退職金共済制度を指す。
- ・ 建退共  
建設業退職金共済制度を指す。
- ・ 清退共  
清酒製造業退職金共済制度を指す。
- ・ 林退共  
林業退職金共済制度を指す。
- ・ 労政審  
厚生労働省労働政策審議会中小企業退職金共済部会を指す。
- ・ 付加退職金  
中退共において、基本退職金に上積みするもので、運用収入の状況等に応じて定められる金額。具体的には、掛金納付月数の43月目とその後12か月ごとの基本退職金相当額に、厚生労働大臣が定めるその年の支給率を乗じて得た額を、退職時まで累計した総額。現在、各年度の利益見込み額の2分の1を付加退職金に充てるが、利益見込み額が単年度累積剰余金積立目標額の2倍を下回る場合は、当該目標額を優先的に剰余金の積立てに充てることとされている。また令和4年度決定分からは、付加退職金に充てる額に上限（注）が設定されている。

(注) 前年度の決算における累積剰余金の額×0.01 (0.01は予定運用利回り)。

- ・ 中期目標

中期目標管理型の独立行政法人に対し、主務大臣が指示する、業務運営に関する目標を指す。機構の中期目標期間は5年間。

- ・ 中期計画

独立行政法人が、主務大臣に指示された中期目標を達成するために定める計画であり、主務大臣による認可を受けて策定される。

## 1. 概論

- ・ 機構は、平成 25 年 12 月 24 日閣議決定により金融業務を行う法人とされた。平成 27 年度の独立行政法人通則法（以下「独法通則法」という）改正では、中期目標管理型の法人に分類されると共に、実効性のあるリスク管理体制とガバナンス体制の構築が課せられた。それに伴う関係法令整備の一環として中退法が改正され平成 27 年 10 月に当委員会が設置された。
- ・ こうした資産運用業務を巡る環境変化を踏まえ、平成 28 年度に第 3 期中期計画のローリングプランを策定（別添 1）、必要な対応を整理し、その実施のための体制を整備した。具体的な一連の施策は以下の通りである（別添 2）。

### （1）中退共

- ・ まず平成 28 年度には、かつて 3 千億円を超える累積欠損金を抱えていた中退共が、過大なリスクを取っている状況を可及的速やかに解消すべきとの問題意識に立ち、翌年度の財政検証に先駆け、基本ポートフォリオ見直しを実施した。その際、新設された当委員会においてゼロベースから審議を行った。審議の過程で長期金利見通しについては、上昇を見込む内閣府の金利見通しに依らず、ゼロ金利横這いの独自見通しを採用したことは、フィデューシャリー・デューティーを踏まえた対応として評価できる。
- ・ リスクとリターンの関係も整理し、リスクテイクは利益剰余金の範囲内という基本的なあるべき姿を確認すると共に、平成 30 年度には、機構、機構に設置された当委員会と運営委員会、厚生労働省勤労者生活課、厚生労働省に設置された労政審等の関係機関の役割分担と協力関係、即ち制度全体のガバナンスを整理した（別添 3）。

- ・ 基本ポートフォリオ見直し終了後、平成 29 年度より、速やかにマネジャー・ストラクチャー見直しに着手し、募集方法、選定手順、評価項目・基準に至るまで、ゼロベースからの審議を行いながら実施した。
- ・ さらに、スチュワードシップ活動について、2 度にわたる日本版スチュワードシップ・コード改訂の受入表明に際しても、当委員会において、受益者に関する中退法の解釈等根本から議論を行った。
- ・ 特に令和 2 年の日本版スチュワードシップ・コード再改訂に際しては、同コードがソフト・ローとは言えローであることを踏まえ、“Comply or Explain” に則り、「最終受益者の視点を意識した活動」の文言について、自らの解釈を明確化した上で受入れを表明したことは、遵法精神の観点から適切な対応と評価できる。
- ・ アセットオーナーによるスチュワードシップ活動の必要性が明記された、平成 29 年度の 1 度目の改訂の受入時には、形式的な受入れに留まらず、スチュワードシップ活動を本格化した。この際、上記マネジャー・ストラクチャー見直しにおける面談の経験を踏まえ、理事長が、運用受託機関の親会社のトップマネジメントとの面談の必要性を痛感し、トップ面談を開始した。即ち、本邦資産運用機関によるスチュワードシップ活動の実効性を海外並みに引き上げていくためには、資産運用分野における長期的戦略と資源投入に関する権限と最終責任を有している親会社のトップマネジメントとの建設的な対話が不可欠であるとの判断によるものである。こうした取組は、機構独自のものであり、大変意欲的な試みであるが、5 年目を迎えて面談先との間でも定着、本来の趣旨に適う実績も上げつつあることは特筆出来る。

さらに、令和4年度には、責任投資原則（以下、PRI）署名等、今後のサステナビリティ関連活動の拡充を見据え、要員の確保を含む体制を整備したことも高く評価される。

- ・ 上記の一連の改革は、積立型等の制度上の特性を勘案した上で、「公的・準公的資金の運用・リスク管理等の高度化等に関する有識者会議報告書（平成25年）」（注）で挙げられた提言を参考にして実施されたものであり、実現し得る課題はほぼ達成されている。

（注）当有識者会議は「日本再興戦略」（平成25年6月14日閣議決定）に基づき、公的・準公的資金について、各資金の規模や性格を踏まえつつ、運用（分散投資の促進等）、リスク管理体制等のガバナンス、株式への長期投資におけるリターン向上のための方策等に係る横断的な課題について提言を得るために、経済再生担当大臣の下に設置された。

- ・ 改革の結果を運用実績からみると（別添4及び別添5）、平成28年度の基本ポートフォリオ見直しによるリスク削減及びその後のマネジャー・ストラクチャー見直しによるリスク分散体制の導入の結果、明らかに運用利回りの変動は抑制されている。積立型退職金という原資の性格を踏まえ、より厳格な債券格付基準の設定による信用リスクの抑制や、アセットマネジャーのスタイル分散によるボラティリティ抑制等を行った。これらの施策はベンチマーク対比超過収益率の観点からはマイナスに作用することもあり得るが、リスクを抑制するために欠かせないものとの認識である。
- ・ このように、リスクを抑制する一方で、リスクの推計方法の見直しを提案、労政審の理解を得られた。中退共には付加退職金制度があるが、付加退職金支給の目途となる必

要な利益剰余金水準の引上げにつながった。

- この期間中は、世界的な金融緩和が続き、リスクを取らない運用を基本とする自家運用利回りが低下傾向を余儀なくされ、必要な利回りを達成するためのリスク値（想定損失額）は増加傾向を辿っている（後述 2（1）②参照）ほか、コロナ禍による世界的な株式市況急落、世界的な物価と金利の上昇による債券価格と株式市況の同時下落等が発生したが、上記の施策の結果、特段不安のない利益剰余金水準を実現させている。
- このように取らざるを得ないリスクの水準が上昇する運用環境において、制度の特性を踏まえてリスクを極力抑制しつつ、リスク推計方法の見直しにより必要な利益剰余金水準を引き上げることで、利益剰余金の一段の積み増しを実現し、財務の安定性を格段に向上させたことは、高く評価することが出来る。
- 一連の改革は、機構の中で最大の資産規模を有し、かつて巨額の累損を抱えていた中退共から着手され、基本ポートフォリオ及びマネジャー・ストラクチャーの見直し、並びに機構独自のスチュワードシップ活動が実現されたが、当委員会では、その結果として生じた経理間でのサービス水準の格差について問題を提起した。この点、対外公表情報の内容や形式の統一を順次進めると共に、平成 28 年度の林退共、令和 2 年度の清退共に続き、令和 4 年度には建退共が委託運用部分について中退共資産との合同運用に踏み切り、スチュワードシップ活動を含め、資産運用の受託者としてのサービス水準の平準化が実現された。
- 加えて、これまで経理毎に設定されていた「資産運用の基本方針」を廃止し、内容も一連の改革に沿う形でゼロベースから検討し、抜本的に見直した「資産運用の基本方

針」を制定したことは、一連の改革及び経理間のサービス水準平準化の集大成となった。

- ・ 中退共から始めて各経理に拡大、中期的に運用目標を達成するための体制づくりと、このような弛まぬ改革を続けて形あるものとし、資産運用の質的な向上またそれを維持していくための基盤を築いてきたことは、「将来にわたって退職金共済事業を安定的に運営していく上で必要とされる収益を長期的に確保し、退職金を将来にわたり確実に給付する」という資産運用の目的を、より確実・安定的に実現するものとして極めて高く評価できる。

## (2) 建退共

- ・ 建退共の基本ポートフォリオについては、令和2年度の当委員会において、令和3年10月1日から予定運用利回りの引下げが行われても、なお逆ザヤが残ることを勘案すれば、基本ポートフォリオの見直しが必要であることを指摘した。さらに、マネジャー・ストラクチャーについては、現在の金融経済情勢を勘案すれば、リスク分散等の観点から一刻も早く見直すべきであることを指摘した。加えて、経理間で、スチュワードシップ活動等資産運用に関するサービスの水準に差異が生じている問題にも言及した。しかし、建退共部門単独ではこれら見直しを実施することが体制上の制約から難しい中、予定運用利回りが3.0%から1.3%と中退共に近い水準まで引下げになったこともあり、建退共からは、委託運用部分の中退共等との合同運用が提案され、当委員会として合同運用移行方針を了承した。
- ・ ただし、今後、単独運用の方が受益者の利益に適う状況になった場合に備え、単独で中退共と同レベルのサービスを提供できる体制に向けた強化に着手すべきである旨、付



言した。

### (3) 清退共

- ・ 令和2年度より委託経費節減、投資対象の拡大によるリスク分散効果の向上等のメリットが期待できる中退共、林退共との合同運用を開始し、それに伴って基本ポートフォリオを改定した。令和4年度末の利益剰余金は責任準備金の2倍以上の水準となり、財務の健全性の観点からは問題はないものと考えられる。
- ・ ただし、妥当な剰余金水準からみた掛金と給付、運用のバランスについては、今後検討していくことが必要と思料する。

### (4) 林退共

- ・ 平成27年度の財政検証を受けて策定された、累積欠損金解消に向けた4施策（注）の一環として、平成28年度より委託運用部分に関する中退共との合同運用を開始した（基本ポートフォリオも改定）。さらに、令和2年度には、同年の財政検証結果を踏まえ、新累積欠損金解消計画を策定及び基本ポートフォリオを改定した。その後、好調な株式市況もあって、累積欠損金解消のペースは早まり、令和2年度末には累積欠損金が187百万円まで減少したが、その後の物価、金利の上昇等環境変化の下で、令和4年度末には486百万円まで増加した。なおも前述した累損解消計画は上回る水準ではあるものの、財務状態に照らして過大なリスクを取っている事実を踏まえれば、楽観できる状況にはない。この点、退職金制度の安定性を実現するには、加入者数の維持・増加が不可欠であり、資産運用がその点を代替することは現実的ではないし、実施すべきでもない。積極

的な加入促進や業務経費削減等の施策に引き続き取り組み、資産運用額の増加を図ることが必要であることを当委員会として確認、強調しておきたい。

(注) ① 予定運用利回り引下げ、② 経費削減、③ 積極的な加入促進活動、④ 合同運用の4施策。

- ・ 以下は、まず平成30年度から令和4年度にかけての5年間の運用実績について記載する。その後、7年間の活動実績を項目ごとに具体的に記す。

## 2. 運用実績

### (1) 中退共（給付経理）

#### ① 運用実績

- 平成 28 年度から令和 2 年度までの 5 年間については、平成 28 年度改定の基本ポートフォリオを元に、令和 3 年度から 4 年度までの 2 年間については、令和 3 年度改定の基本ポートフォリオを元に、運用を行った。平成 30 年度から令和 4 年度までの 5 年間の運用実績を以下に総括する。

【中退共(給付経理) 運用状況】(収益率実績は委託手数料控除後) (単位:%)

	平成 28 年度	平成 29 年度	平成 30 年度	令和 元 年度	令和 2 年度	令和 3 年度	令和 4 年度	5年平均 (H30~ R4)
予定運用利回り(年率)	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
必要な利回り(年率) ※1	1.10	1.10	1.10	1.10	1.10	1.10	1.10	1.10
期待収益率 (A) ※2、3	1.64	1.04	0.83	1.00	1.00	1.68	1.17	1.14
うち自家運用 ※4	0.92	0.82	0.74	0.66	0.57	0.50	0.44	0.58
うち委託運用	2.70	1.36	0.95	1.51	1.64	3.23	2.13	1.89
収益率実績 (B)	2.30	2.29	0.74	△ 0.32	5.25	0.78	△ 0.68	1.13
うち自家運用 ※4	0.72	0.62	0.57	0.53	0.50	0.44	0.35	0.48
うち委託運用	4.66	4.69	0.98	△ 1.51	12.17	1.25	△ 2.04	2.05
実績－期待 (B-A)	0.66	1.25	△ 0.09	△ 1.32	4.25	△ 0.90	△ 1.85	△ 0.00
うち自家運用 ※4	△ 0.20	△ 0.20	△ 0.17	△ 0.13	△ 0.07	△ 0.06	△ 0.09	△ 0.10
うち委託運用	1.96	3.33	0.02	△ 3.02	10.54	△ 1.98	△ 4.17	0.16
市場収益要因	1.46	2.78	0.62	△ 2.28	8.52	△ 1.25	△ 4.20	0.20
超過収益要因	0.61	0.65	△ 0.50	△ 0.63	2.14	△ 0.62	0.12	0.06
資産配分効果	0.23	0.38	△ 0.40	△ 0.50	0.93	△ 0.48	0.03	△ 0.11
個別資産効果	0.62	0.39	△ 0.08	△ 0.16	1.17	△ 0.35	0.13	0.14
複合効果	△ 0.23	△ 0.12	△ 0.02	0.03	0.04	0.20	△ 0.04	0.04
手数料要因	△ 0.11	△ 0.10	△ 0.09	△ 0.11	△ 0.12	△ 0.11	△ 0.10	△ 0.11

※1 必要な利回りは、予定運用利回りと業務経費率の和である。

※2 期待収益率(A)は、当時の基本ポートフォリオ期待収益率の年度別内訳である。平成28年度～令和2年度については平成28年度改定の、令和3年度～4年度については令和3年度改定の基本ポートフォリオ(5年間平均期待収益率は1.1%)に基づく。

※3 令和3年度は基本ポートフォリオ見直しを行い、10月に新基本ポートフォリオに移行した。向こう5年間の平均期待収益率は、資産運用の基本方針に定められた運用の目標を踏まえ、引き続き、予定運用利回り年+1.0%と業務経費率+0.1%を加えた必要な利回りの水準(年1.1%)に設定された。

※4 自家運用には生命保険資産と有価証券信託を含む。

## 【中退共(給付経理) 運用損益】(委託手数料控除後)

(単位:億円)

	平成 28 年度	平成 29 年度	平成 30 年度	令和 元 年度	令和 2 年度	令和 3 年度	令和 4 年度	5年累計 (H30~ R4)
運用損益	1,052	1,076	359	△ 158	2,588	410	△ 360	2,840
うち自家運用 ※	195	172	162	153	146	132	105	697
うち委託運用	857	904	197	△ 310	2,442	279	△ 465	2,143

※ 自家運用には生命保険資産と有価証券信託を含む。

- 平成 28 年度の基本ポートフォリオ改定時は、予定運用利回りは年 1.0% であり、業務経費率も加味した必要な利回りは年 1.1% となった。このため、基本ポートフォリオの期待収益率は、必要な利回りを確保するため、年 1.1% で設計されている。なお、予定運用利回り及び必要な利回りは、5 年間通して不変であった。
- 5 年間の中退共資産の収益率実績は年率+1.13% となり、基本ポートフォリオの期待収益率 (+1.14%) (注) をほぼ達成した (△0.00%)。

(注) 令和 3 年 10 月に基本ポートフォリオを改定したことにより、最終年度は新基本ポートフォリオの初年度で高めの期待収益率となったため、5 年間平均の期待収益率が必要な利回りを上回っている。

- 内訳をみると、自家運用の収益率実績が+0.48% と同期待収益率+0.58% を下回る (△0.10%) 一方、委託運用の収益率実績が+2.05% と同期待収益率+1.89% を上回った (+0.16%) ことから、全体では期待収益率にほぼ等しい水準となっている。
- なお、自家運用における収益率下振れについては、令和 2 年度以降、コロナ禍等による不測の事態に備え手元流動性を通常よりも厚くしていることも影響しているものと思われる。

- ・ 5年間の運用損益額は+2,840億円であり、内訳は、自家運用が+697億円、委託運用が+2,143億円である。
- ・ 委託運用の収益率実績が期待収益率を上回った（+0.16%）が、内訳は、市場収益要因（委託運用のベンチマーク収益率と期待収益率の差異）が+0.20%、超過収益要因（運用受託機関のパフォーマンス）が+0.06%である。
- ・ 市場収益要因については年度により振れが大きいですが、うちマイナス寄与については、令和元年度のコロナ禍による株価下落と、令和3～4年度の世界的な金利上昇下での債券価格及び株価下落の影響が大きい。機構では、毎年、基本ポートフォリオの重要な前提条件に変化がないか、検証を行っている。そうした中、令和4年度については、主要国における物価上昇率の高まりと海外における金融政策の変更及びそれに伴う金利上昇などを受け、重要な前提条件が変化した可能性が高いと判断し、例年より早めに基本ポートフォリオ見直しに係る審議を開始した。
- ・ 市場動向等を適時に把握しつつ、運用結果も踏まえて機動的に対応したことは、プルーデント・エキスパート・ルールに適うものと評価する。
- ・ 超過収益要因+0.06%の内訳は、資産配分効果が△0.11%、個別資産効果が+0.14%となっている。資産配分効果が個別資産効果を相殺した形であるが、令和3年10月の基本ポートフォリオ改定以前においては、簿価評価の自家運用部分も含めて乖離許容幅を設定するリバランスルールを採用していたため、資産配分効果の数値が自家運用部分の資産配分効果の影響を受け、資産配分効果の分析・解釈が困難であった。基本ポートフォリオ改定時に委託運用部分のみを対象とするリバランスルールに見直ししており、今後は資産配分効果の分析をもとに、リバランスルールの見

直しの要否を検討していくことが期待される。

個別資産効果については、第4期中期目標期間中は、コロナ禍による相場急落時の国内株式市場での中央銀行による株式購入や、令和3年度以降の海外における急激な金利上昇など、長期的投資家にとって逆風となる環境が続いたが、厳しい環境下でも成果を達成しており、平成30年度から2年間かけて実施したマネジャー・ストラクチャー見直しは、所期の目的を達したとの評価が可能である。特に、全体としてのパフォーマンスを安定させるために実施した運用スタイル分散や、中長期的な観点からの定性評価を取り入れて全面的に見直された評価基準には、今後、資産運用の目的を安定的に達成するための基盤として機能することが期待される。

## ② 利益剰余金

【中退共(給付経理) 利益剰余金の推移】

(単位:億円)

	平成 27 年度	平成 28 年度	平成 29 年度	平成 30 年度	令和 元 年度	令和 2 年度	令和 3 年度	令和 4 年度
必要な利益剰余金 (A) ※1	4,353	4,436	4,268	4,675	5,150	5,025	5,290	5,218
利益剰余金 (B)	3,151	3,813	4,335	4,300	3,742	5,317	5,272	4,475
利益剰余金不足額(B-A)	△1,202	△623	-	△375	△1,408	-	△18	△743
付加退職金 ※2	-	-	174	-	-	599	-	-

※1 必要な利益剰余金は、モンテカルロシミュレーションにおける下位1パーセント水準の想定損失額であり、機構が算出した額である。

※2 付加退職金は、厚生労働大臣が定めた支給率をもとに機構で算出した金額である。

- ・ 前述の運用実績の結果、令和4年度末の利益剰余金は4,475億円となった。前中期計画期間末である平成29年度末の水準と比べると、140億円増加した。

なお、中退共は独法通則法改正等を踏まえて平成28年度に中期計画ローリングプランを策定し、資産運用に係る一連の改革を行っているが、この間の成果という観点から利

益剰余金を平成 27 年度末の水準と比較すると、1,324 億円の増加を果たしている。

その水準は、令和 2 年度、同 3 年度には、必要な利益剰余金（想定損失額）の水準に達しており、令和 4 年度には水準を落としたものの、なお想定損失額の 8 割超をカバーする水準にある。堅実な運用方針と相俟って、強固と言える財務基盤を確立したことは、特筆すべき成果である。

## （２） 建退共（給付経理）

### ① 運用実績

- ・ 建退共では、平成 27 年度に基本ポートフォリオ改定を行った。その後、金利想定と実際の金利の乖離が拡大し、当委員会において基本ポートフォリオ改訂の必要性を指摘したところである。しかし、財政検証や業務における重要懸案（掛金等手続きにおける電子申請方式の導入）を控え、また体制上の制約もあって実施が見送られてきた。基本ポートフォリオの改定は、令和 4 年度に、中退共との合同運用開始に伴い実現した。平成 30 年度から令和 4 年度までの 5 年間を中心に運用実績を以下に総括する。

【建退共(給付経理) 運用状況】 (収益率実績は委託手数料控除後)

(単位:%)

	平成 30 年度	令和 元 年度	令和 2 年度	令和 3 年度	令和 4 年度	5年平均 (H30~ R4)
予定運用利回り(年率) ※1	3.00	3.00	3.00	1.30	1.30	2.32
必要な利回り(年率) ※2	1.83	1.88	2.12	1.88	0.95	1.73
期待収益率 (A) ※3	1.35	1.52	1.78	1.27	1.03	1.39
うち自家運用 ※4	1.28	1.31	1.34	0.60	0.53	1.01
うち委託運用	1.49	1.95	2.68	2.62	2.13	2.17
収益率実績 (B)	0.86	△ 0.32	3.99	1.03	△ 0.35	1.03
うち自家運用 ※4	0.82	0.70	0.60	0.52	0.44	0.62
うち委託運用	0.97	△ 2.40	11.24	2.18	△ 2.04	1.87
実績-期待 (B-A)	△ 0.49	△ 1.84	2.21	△ 0.24	△ 1.38	△ 0.36
うち自家運用 ※4	△ 0.46	△ 0.61	△ 0.74	△ 0.08	△ 0.09	△ 0.40
うち委託運用	△ 0.52	△ 4.35	8.56	△ 0.44	△ 4.17	△ 0.30
市場収益要因	0.21	△ 4.05	7.69	△ 1.24	△ 4.20	△ 0.42
超過収益要因	△ 0.50	△ 0.06	1.12	1.03	0.12	0.33
資産配分効果	△ 0.25	△ 0.23	0.52	0.07	0.03	0.03
個別資産効果	△ 0.23	0.17	0.57	0.60	0.13	0.25
複合効果	△ 0.01	0.00	0.03	0.35	△ 0.04	0.05
手数料要因 ※5	△ 0.24	△ 0.24	△ 0.25	△ 0.23	△ 0.10	△ 0.21

※1 令和3年10月1日に予定運用利回りを改定した。令和3年度の予定運用利回りの数値は、改定後のものである。

※2 必要な利回りは、手帳更新期間等により変動するため、利益剰余金水準が増減しない水準の利回りを事後的に計算して必要な利回りとしている。

※3 期待収益率(A)は、当時の基本ポートフォリオ期待収益率の年度別内訳である。平成30年度～令和3年度については平成27年度改定の、令和4年度については令和4年度改定の基本ポートフォリオ(5年間平均期待収益率は0.95%)に基づく。

※4 自家運用には生命保険資産と有価証券信託を含む。

※5 令和3年度は、既存包括信託契約解約の令和4年3月2日までの手数料である。



## 【建退共(給付経理) 運用損益】(委託手数料控除後)

(単位:億円)

	平成 30 年度	令和 元 年度	令和 2 年度	令和 3 年度	令和 4 年度	5年累計 (H30～ R4)
運用損益	85	△ 31	396	107	△ 36	520
うち自家運用 ※	54	47	40	35	31	207
うち委託運用	31	△ 78	356	72	△ 67	313

※ 自家運用には生命保険資産と有価証券信託を含む。

- 5年間の建退共資産の収益率実績は年率+1.03%となり、基本ポートフォリオの期待収益率を下回った(△0.36%)。内訳をみると、自家運用の収益率実績が+0.62%と同期待収益率の+1.01%を下回った(△0.40%)ほか、委託運用の収益率実績も+1.87%と同期待収益率+2.17%を下回った(△0.30%)。
- 自家運用の収益率実績の下振れは、長期金利の実績が、平成27年度に基本ポートフォリオを策定した際の見通しを大きく下回っていたことが主因である。
- 長期金利見通しの大幅な下振れは、基本ポートフォリオが「安全かつ効率」的であるための前提条件が崩れたことを示唆するものであった。
- さらに、平成28年度の中退共基本ポートフォリオ見直しを踏まえて導入され、平成29年度の労政審における財政検証でも採用された想定損失額の算定方法を適用すると、利回りが下振れした際の令和元年度末時点の利益剰余金の水準が、必要な水準(想定損失額:1,311億円)を大きく下回っていることが判明した。このため、当委員会では、平成30年度の基本ポートフォリオ定例検証時から、基本ポートフォリオ見直しの必要性を指摘したところである。
- しかしながら、建退共では、令和2年度は財政検証、令和3年度は掛金等の手続における電子申請方式本格導入を

控えていて、労力の多くをそちらに注いでいたため、基本ポートフォリオ見直しを見合わせた。

- ・ 令和2年度には、財政検証結果を踏まえ、労政審において令和3年10月から予定運用利回りを3.0%から1.3%に引き下げることが決定されたが、その後に行われた令和2年度の基本ポートフォリオ定例検証では、その効果を踏まえても逆ザヤが解消されない見通しが示されたため、当委員会では基本ポートフォリオ見直しを喫緊の課題として指摘した。
- ・ これを受けて、令和3年度に基本ポートフォリオ見直しの検討が始まったが、委託運用部分について、中退共と同水準のサービスの提供（安全かつ効率的な運用を実現するための委託形態採用やマネジャー・ストラクチャー見直しの実施）を単独で早急に実現することが、組織・人材の制約の下では困難であった。このため、令和4年4月から包括信託による委託運用部分について中退共・清退共・林退共との合同運用を行うこととし、必要な利回りを確保する基本ポートフォリオへの見直しが行われた。
- ・ 基本ポートフォリオ見直しの必要性の認識と、見直し実施のタイミングは遅くなったが、委託運用部分の合同運用を決断したことは評価し得る。
- ・ 委託運用の収益率が期待収益率を下回った（ $\Delta 0.30\%$ ）主因は市場収益要因（ $\Delta 0.42\%$ ）であり、超過収益要因は $+0.33\%$ とプラス寄与であった。
- ・ 市場収益要因のマイナス寄与については、令和元年度のコロナ禍による株価下落と、令和3～4年度の世界的な金利上昇下での債券価格及び株価下落の影響が大きい。ただし、市場収益要因の拡大が重要な前提条件の変化等基本ポートフォリオに起因する場合は、基本ポートフォリオを見

直し、市場環境の変化に合わせる事が原則であるが、前述の令和2年度の財政検証、及び令和3年度の電子申請方式本格導入に労力の多くを注いでいたため見直しが遅れた間、基本ポートフォリオの効率性が低下していた可能性も示唆される。

- ・ 超過収益要因のうち、合同運用参加前の令和3年度以前は、個別資産効果を中心にプラスとなったが、運用受託機関のパフォーマンス評価と委託金額の調整について、リスク分散等が十分考慮されずに実施されてきた結果、マネジャー・ストラクチャーに問題があった。このため、収益の良さに関わらず、委員会としてはマネジャー・ストラクチャー見直しの必要性を指摘したところである。体制上の制約から建退共単独での見直し実施が難しい状況にあったが、関係機関との調整を経て、令和4年度に合同運用参加の形で実現したことは現実的かつ妥当な判断と評価できる。
- ・ 令和4年度の手数料要因は△0.10%と、令和3年度（△0.23%）から大きく縮小しており、合同運用参加による経費節減効果が顕著に表れている。
- ・ 5年間の運用損益額は+520億円、内訳は、自家運用が+207億円、委託運用が+313億円である。

## ② 利益剰余金

【建退共(給付経理) 利益剰余金の推移】

(単位:億円)

	平成 29 年度	平成 30 年度	令和 元 年度	令和 2 年度	令和 3 年度	令和 4 年度
必要な利益剰余金 (A) ※	1,191	1,236	1,311	1,345	829	738
利益剰余金 (B)	937	844	630	811	725	600
利益剰余金不足額(B-A)	△254	△392	△681	△534	△104	△138

※必要な利益剰余金は、モンテカルロシミュレーションにおける下位1パーセント水準の想定損失額であり、機構が算出した額である。

- ・ 前述の運用実績の結果、利益剰余金は600億円となった。平成29年度末の水準と比べると、337億円減少している。
- ・ しかし、令和3年10月の予定運用利回りの大幅引き下げと、令和4年4月の合同運用参加による基本ポートフォリオ改定により必要な利益剰余金（想定損失額）の水準の大幅な引き下げを実現していた（令和2年度1,345億円→令和4年度738億円）ため、不足額は2割弱に止まり、財務基盤に特段不安のない水準を確保している。

### （3） 建退共（特別給付経理）

#### ① 運用実績

- ・ 平成27年度に基本ポートフォリオ改定を行った後、中退共との合同運用開始に伴い、令和4年にまた基本ポートフォリオを改定した。平成30年度から令和4年度までの5年間の運用実績を中心に以下に総括する。

【建退共(特別給付経理) 運用状況】 (収益率実績は委託手数料控除後) (単位:%)

	平成 30 年度	令和 元 年度	令和 2 年度	令和 3 年度	令和 4 年度	5年平均 (H30～ R4)
予定運用利回り(年率) ※1	3.00	3.00	3.00	1.30	1.30	2.32
必要な利回り(年率) ※2	1.93	2.08	1.76	2.10	1.21	1.82
期待収益率 (A) ※3	1.11	1.35	1.78	1.28	0.90	1.28
うち自家運用 ※4	0.96	0.98	1.17	0.44	0.33	0.78
うち委託運用	1.30	1.82	2.55	2.33	2.13	2.03
収益率実績 (B)	0.55	△ 0.63	4.50	0.94	△ 0.51	0.95
うち自家運用 ※4	0.56	0.54	0.48	0.35	0.21	0.43
うち委託運用	0.58	△ 1.99	9.14	1.68	△ 2.04	1.39
実績－期待 (B-A)	△ 0.56	△ 1.98	2.72	△ 0.34	△ 1.41	△ 0.33
うち自家運用 ※4	△ 0.40	△ 0.44	△ 0.69	△ 0.09	△ 0.12	△ 0.35
うち委託運用	△ 0.72	△ 3.81	6.59	△ 0.65	△ 4.17	△ 0.63
市場収益要因	0.49	△ 3.54	5.63	△ 1.50	△ 4.20	△ 0.69
超過収益要因	△ 0.97	△ 0.02	1.21	1.08	0.12	0.27
資産配分効果	△ 0.09	0.09	△ 0.02	0.41	0.03	0.08
個別資産効果	△ 0.88	△ 0.11	1.23	0.32	0.13	0.14
複合効果	0.01	0.01	0.00	0.34	△ 0.04	0.05
手数料要因 ※5	△ 0.24	△ 0.25	△ 0.25	△ 0.23	△ 0.10	△ 0.21

- ※1 令和3年10月1日に予定運用利回りを改定した。令和3年度の予定運用利回りの数値は、改定後のものである。
- ※2 必要な利回りは手帳更新期間等により変動するため、利益剰余金水準が増減しない水準の利回りを事後的に計算して必要な利回りとしている。
- ※3 期待収益率(A)は、当時の基本ポートフォリオ期待収益率の年度別内訳である。平成30年度～令和3年度については平成27年度改定の、令和4年度については令和4年度改定の基本ポートフォリオ(5年間平均期待収益率は0.84%)に基づく。
- ※4 自家運用には生命保険資産を含む。
- ※5 令和3年度は、既存包括信託契約解約の令和4年3月2日までの手数料である。

## 【建退共(特別給付経理) 運用損益】(委託手数料控除後)

(単位:百万円)

	平成 30 年度	令和 元 年度	令和 2 年度	令和 3 年度	令和 4 年度	5年累計 (H30～ R4)
運用損益	177	△ 201	1,381	293	△ 155	1,495
うち自家運用 ※	95	92	78	55	44	364
うち委託運用	82	△ 293	1,303	239	△ 199	1,131

※ 自家運用には生命保険資産を含む。

- 5年間の建退共資産の収益率実績は年率+0.95%となり、基本ポートフォリオの期待収益率を下回った(△0.33%)。内訳をみると、自家運用の収益率実績は+0.43%と同期待収益率の+0.78%を下回り(△0.35%)、委託運用の収益率実績も+1.39%と同期待収益率+2.03%を下回っている(△0.63%)。
- 自家運用の収益率実績の下振れは、長期金利の実績が、平成27年度に基本ポートフォリオを策定した際の見通しを大きく下回っていたことが主因である。
- 委託運用の収益率実績が期待収益率を下回ったのは、市場収益要因(△0.69%)によるものであり、超過収益要因は+0.27%とプラスに寄与している。
- 市場収益要因の動向及びその評価は建退共(給付経理)と概ね同様である。
- 令和4年度の手数料要因は△0.10%と、令和3年度(△0.23%)から大きく縮小しており、合同運用参加による経費節減効果が顕著に表れている。
- 5年間の運用損益額は+1,495百万円、内訳は、自家運用が+364百万円、委託運用が+1,131百万円である。

## ② 利益剰余金

### 【建退共(特別給付経理) 利益剰余金の推移】

(単位:億円)

	平成 29 年度	平成 30 年度	令和 元 年度	令和 2 年度	令和 3 年度	令和 4 年度
必要な利益剰余金 (A) ※	48	46	-	-	-	-
利益剰余金 (B)	146	141	133	141	136	130
利益剰余金不足額(B-A)	-	-	-	-	-	-

※必要な利益剰余金は、モンテカルロシミュレーションにおける下位1パーセント水準の想定損失額であり、機構が算出した額である。

- ・ 前述の運用実績の結果、令和4年度末の利益剰余金は130億円となった。平成29年度末の水準と比べると、16億円減少している。但し利益剰余金の水準は高く、財務基盤に特段不安はない。

## (4) 清退共(給付経理)

### ① 運用実績

- ・ 平成30年度から令和元年度までの2年間については、平成25年度改定の基本ポートフォリオを元に運用を行った。令和2年度については、この年度からの合同運用参加に伴い基本ポートフォリオを改定しており、それを元に運用を行った。令和3年度には、中退共の基本ポートフォリオ改定により、合同運用している清退共(給付経理)の基本ポートフォリオも改定された。令和3年度から4年度までの2年間については、当該基本ポートフォリオをもとに運用が行われた。この間の運用実績を以下に総括する。

【清退共(給付経理) 運用状況】 (収益率実績は委託手数料控除後)

(単位:%)

	平成 30 年度	令和 元 年度	令和 2 年度	令和 3 年度	令和 4 年度	5年平均 (H30～ R4)
予定運用利回り(年率)	2.30	2.30	2.30	2.30	2.30	2.30
必要な利回り(年率) ※1	△ 3.67	1.84	2.28	1.99	1.94	0.85
期待収益率 (A) ※2	0.63	0.62	0.51	0.87	0.61	0.65
うち自家運用	0.34	0.30	0.23	0.20	0.18	0.25
うち委託運用	2.22	2.36	1.64	3.23	2.13	2.31
収益率実績 (B)	△ 0.60	△ 0.53	2.59	0.44	△ 0.34	0.30
うち自家運用	0.24	0.23	0.22	0.21	0.19	0.22
うち委託運用	△ 3.44	△ 3.08	12.17	1.25	△ 2.04	0.93
実績－期待 (B-A)	△ 1.23	△ 1.15	2.08	△ 0.43	△ 0.95	△ 0.34
うち自家運用	△ 0.10	△ 0.07	△ 0.01	0.01	0.01	△ 0.03
うち委託運用	△ 5.66	△ 5.44	10.54	△ 1.98	△ 4.17	△ 1.56
市場収益要因	△ 2.78	△ 5.99	8.52	△ 1.25	△ 4.20	△ 1.25
超過収益要因	△ 2.60	0.82	2.14	△ 0.62	0.12	△ 0.14
資産配分効果	△ 0.27	0.06	0.93	△ 0.48	0.03	0.05
個別資産効果	△ 2.36	0.76	1.17	△ 0.35	0.13	△ 0.14
複合効果	0.03	0.01	0.04	0.20	△ 0.04	△ 0.05
手数料要因 ※3	△ 0.28	△ 0.28	△ 0.12	△ 0.11	△ 0.10	△ 0.18

※1 必要な利回りは手帳更新期間等により変動するため、利益剰余金水準が増減しない水準の利回りを事後的に計算して必要な利回りとしている。

平成30年度は推定脱退者(加入後10年経過かつ掛金納付実績24月未満)を除外したことにより責任準備金が減少したことから、必要な利回りがマイナスとなっている。

※2 期待収益率(A)は、当時の基本ポートフォリオ期待収益率の年度別内訳である。平成30年度～令和元年度については平成25年度改定の、令和2年度については令和2年度改定の、令和3年度～令和4年度については令和3年度改定の基本ポートフォリオ(5年間平均期待収益率は0.57%)に基づく。

※3 令和元年度までは単独運用での手数料である。



【清退共(給付経理) 運用損益】(委託手数料控除後)

(単位:百万円)

	平成 30 年度	令和 元 年度	令和 2 年度	令和 3 年度	令和 4 年度	5年累計 (H30～ R4)
運用損益	△ 24	△ 21	99	16	△ 12	58
うち自家運用	8	7	7	6	5	33
うち委託運用	△ 32	△ 28	92	10	△ 17	25

- 平成 25 年度の基本ポートフォリオ改定時も、予定運用利回りは 2.3% であり、令和 4 年度まで変更はない。この予定運用利回りにおける必要な利回り(注)は、5 年平均で 0.85% である。

(注) 必要な利回りについては、【清退共(給付経理) 運用状況】の脚注 1 を参照。

- 平成 30 年度は、推定脱退者(加入後 10 年経過かつ掛金納付実績 24 月未満)を在籍者数より除外する措置を実施したことにより責任準備金が減少したことから、必要な利回りがマイナスとなっている。
- 一方、制度が成熟し、退職金等支払が恒常的に掛金等収入を上回り、資産運用額が減少傾向を辿る中、運用対象資産を国内資産 2 資産に絞り込まざるを得ない状況は、効率的な資産運用とは言い難いものであった。
- こうした状況を踏まえ、委託運用部分について、委託経費節減、投資対象の拡大によるリスク分散効果の向上等のメリットが期待できる中退共、林退共との合同運用を提案し、運営委員会の合意を得たことは、大きな成果であった。なお令和 2 年度より、委託運用部分については中退共、林退共との合同運用となり、それに伴って基本ポートフォリオを改定した。
- 5 年間の清退共資産の収益率実績は年率+0.30% となり、基本ポートフォリオの期待収益率を下回った(△0.34%)。

うち、自家運用の収益率実績は+0.22%と同期待収益率の+0.25%を下回り（△0.03%）、委託運用の収益率実績も+0.93%と同期待収益率+2.31%を下回った（△1.56%）。

- ・ 自家運用の期待収益率比マイナス幅は、合同運用参加時に金利想定を見直したことで、令和2年度以降は概ね解消されている。
- ・ 委託運用の収益率実績が期待収益率を下回った主因は市場収益要因が△1.25%とマイナス寄与したことにあるが、超過収益要因も小幅ながらマイナスであった（△0.14%）。
- ・ 市場収益要因については、合同運用参加後の令和2年度以降は中退共と同様であるが、合同運用参加前の平成30年度、令和元年度は、国内債券、国内株式のみで運用し、リスク分散機能が限定される中、損失が拡大したものと考えられる。こうした状況を勘案すると、合同運用参加の決断は適切な判断であったと評価される。
- ・ 手数料要因については、令和元年度（△0.28%）に比較し、令和2年度（△0.12%）以降は大きく水準が縮小している。合同運用参加による経費節減効果が顕著に表れている。
- ・ 5年間の運用損益額は+58百万円、内訳は自家運用が+33百万円、委託運用が+25百万円である。

## ② 利益剰余金

【清退共(給付経理) 利益剰余金の推移】

(単位:百万円)

	平成 29 年度	平成 30 年度	令和 元 年度	令和 2 年度	令和 3 年度	令和 4 年度
必要な利益剰余金 (A) ※	-	490	415	419	439	-
利益剰余金 (B)	2,478	2,640	2,547	2,552	2,495	2,411
利益剰余金不足額(B-A)	-	-	-	-	-	-

※必要な利益剰余金は、モンテカルロシミュレーションにおける下位1パーセンタイル水準の想定損失額であり、機構が算出した額である（平成30年度より算出）。

- ・ 利益剰余金は、平成20年度～22年度及び30年度に実施した在籍者数見直し調査結果を踏まえた長期未更新者を推定脱退者として在籍者から除く措置（責任準備金削減）が寄与し、責任準備金を大きく上回る高い水準にあり、財務上の健全性に問題はない。
- ・ 前述の運用実績の結果、令和4年度の利益剰余金は2,411百万円となった。平成29年度末の水準と比べると、67百万円減少している。
- ・ 上記の水準は、責任準備金の2倍以上に相当し、財務基盤に不安のない水準を確保しているが、余りに多い剰余金水準は、掛金と給付、運用のバランスが崩れていることを示唆しており、これらの関係の見直しが必要と思料する。厚生労働省が、第5期中期目標期間において、そうした観点からも制度のあり方の検討を予定されていることは、適切な対応と思料する。

#### （5）清退共（特別給付経理）

##### ① 運用実績

- ・ 平成30年度から令和4年度までの5年間については、平成15年度策定の基本ポートフォリオを元に運用を行った。この間の運用実績を以下に総括する。

【清退共(特別給付経理) 運用状況】 (収益率実績は委託手数料控除後) (単位:%)

	平成 30 年度	令和 元 年度	令和 2 年度	令和 3 年度	令和 4 年度	5年平均 (H30~ R4)
予定運用利回り(年率)	2.30	2.30	2.30	2.30	2.30	2.30
必要な利回り(年率) ※1	△ 8.00	0.58	0.42	0.55	0.52	△ 1.25
期待収益率 (A) ※2	0.21	0.10	0.04	0.00	0.00	0.07
うち自家運用	0.21	0.10	0.04	0.00	0.00	0.07
うち委託運用	-	-	-	-	-	-
収益率実績 (B)	0.08	0.06	0.03	0.00	0.00	0.03
うち自家運用	0.08	0.06	0.03	0.00	0.00	0.03
うち委託運用	-	-	-	-	-	-
実績-期待 (B-A)	△ 0.13	△ 0.04	△ 0.01	0.00	0.00	△ 0.04
うち自家運用	△ 0.13	△ 0.04	△ 0.01	0.00	0.00	△ 0.04
うち委託運用	-	-	-	-	-	-
市場収益要因	-	-	-	-	-	-
超過収益要因	-	-	-	-	-	-
資産配分効果	-	-	-	-	-	-
個別資産効果	-	-	-	-	-	-
複合効果	-	-	-	-	-	-
手数料要因	-	-	-	-	-	-

※1 必要な利回りは手帳更新期間等により変動するため、利益剰余金水準が増減しない水準の利回りを事後的に計算して必要な利回りとしている。

平成30年度は推定脱退者(加入後10年経過かつ掛金納付実績24月未満)を除外したことにより責任準備金が減少したことから、必要な利回りがマイナスとなっている。

※2 期待収益率(A)は、各年度の基本ポートフォリオ検証時の期待収益率である。

【清退共(特別給付経理) 運用損益】 (委託手数料控除後) (単位:百万円)

	平成 30 年度	令和 元 年度	令和 2 年度	令和 3 年度	令和 4 年度	5年累計 (H30~ R4)
運用損益	0.2	0.2	0.1	0.0	0.0	0.5
うち自家運用	0.2	0.2	0.1	0.0	0.0	0.5
うち委託運用	-	-	-	-	-	-

- 平成 15 年度の基本ポートフォリオ策定時も、予定運用利回りは 2.3% であり、令和 4 年度まで変更はない。この予定運用利回りにおける必要な利回りは、5 年平均で  $\Delta 1.25\%$  である。
- 平成 30 年度は、推定脱退者（加入後 10 年経過かつ掛金納付実績 24 月未満）を在籍者数より除外する措置を実施したことにより責任準備金が減少したことから、必要な利回りがマイナスとなっている。この影響を除けば、必要な利回りの平均は  $+0.50\%$  前後である。
- 清退共（特別給付経理）においては、資産規模の観点から委託運用は行っておらず、自家運用による国内債券、預金のみで運用した。
- 5 年間の清退共資産の収益率実績は年率  $+0.03\%$  となり、基本ポートフォリオの期待収益率を下回った（ $\Delta 0.04\%$ ）。
- 基本ポートフォリオの期待収益率を下回る（ $\Delta 0.04\%$ ）結果となった要因は、基本ポートフォリオ策定期が平成 15 年度であり、長期金利の実績が基本ポートフォリオ策定時の見通しを大きく下回ったことによるものである。
- 5 年間の運用損益額は  $+0.5$  百万円で、全て自家運用によるものである。

## ② 利益剰余金

### 【清退共(特別給付経理) 利益剰余金の推移】

(単位:百万円)

	平成 29 年度	平成 30 年度	令和 元 年度	令和 2 年度	令和 3 年度	令和 4 年度
必要な利益剰余金 (A)	-	-	-	-	-	-
利益剰余金 (B)	177	212	210	209	208	206
利益剰余金不足額(B-A)	-	-	-	-	-	-

- 利益剰余金は、平成 29 年度末の 177 百万円から、令和 4

年度末までの5年間で29百万円増加し、令和4年度の利益剰余金は206百万円となった。

- ・ 増加の主因は、前述の平成30年度に実施された推定脱退者の在籍者からの除外措置等により約35百万円増加したことである。
- ・ 令和4年度末の利益剰余金は、責任準備金の3倍という高水準にあり、財務基盤に特段不安のない水準を確保している。
- ・ もっとも、責任準備金と比べて不釣り合いとも見える利益剰余金の水準は、掛金と給付、運用経費率のバランスを見直す必要性を示唆している。厚生労働省が、第5期中期計画期間において、そうした観点からも制度のあり方の検討を予定されていることは、適切な対応と思料する。

## (6) 林退共（給付経理）

### ① 運用実績

- ・ 平成27年度の財政検証を受けて策定された、累積欠損金解消に向けた4施策（注）の一環として、平成28年度より委託運用部分に関する中退共との合同運用を開始した。

（注）① 予定運用利回り引下げ、② 経費削減、③ 積極的な加入促進活動、④ 合同運用の4施策。

- ・ 平成28年度は中退共が基本ポートフォリオを改定したので、合同運用している林退共も改定した。平成28年度から令和元年度までの4年間については、当該基本ポートフォリオをもとに運用を行った。令和2年度は4月に合同運用部分増額という基本ポートフォリオ改定が実施されており、当該基本ポートフォリオをもとに運用を行った。令和3年度には、中退共の基本ポートフォリオ改定により、合同運用している林退共の基本ポートフォリオも改定され

た。令和3年度から4年度までの2年間については、当該基本ポートフォリオをもとに運用が行われた。この間の運用実績を以下に総括する。

- ・ 累積欠損金を抱える林退共では、平成17年度に累積欠損金解消計画を定めて取り組んできたが、その後の国債利回りの低下等により期限までの解消が困難になったと目された。このため、第4期中期目標において、「平成31年度までに行われる予定の財政検証の結果を踏まえ、機構は累積欠損金解消計画の見直しを行うこと」とされた。令和2年8月の財政検証で「予定運用利回りの見直し等（0.5%⇒0.1%への引き下げ）について」がとりまとめられたので、その財政検証を踏まえ、新累積欠損金解消計画が策定された（令和2年11月）。

（注） 予定運用利回りの引下げ（0.5%⇒0.1%）の実施は令和3年10月1日。

【林退共(給付経理) 運用状況】(収益率実績は委託手数料控除後)

(単位:%)

	平成 28 年度	平成 29 年度	平成 30 年度	令和 元 年度	令和 2 年度	令和 3 年度	令和 4 年度	5年平均 (H30~ R4)
予定運用利回り(年率) ※1	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.10	0.10	0.34
必要な利回り(年率) ※2	1.08	0.63	0.98	0.36	1.19	1.42	0.64	0.92
期待収益率 (A) ※3	1.37	0.83	0.65	0.81	0.84	1.46	0.99	0.95
うち自家運用	0.65	0.54	0.49	0.44	0.37	0.32	0.25	0.37
うち委託運用	2.70	1.36	0.95	1.51	1.64	3.23	2.13	1.89
収益率実績 (B)	2.10	2.04	0.71	△ 0.25	4.70	0.67	△ 0.66	1.02
うち自家運用	0.69	0.57	0.56	0.48	0.37	0.30	0.24	0.39
うち委託運用	4.66	4.69	0.98	△ 1.51	12.17	1.25	△ 2.04	2.05
実績-期待 (B-A)	0.73	1.21	0.06	△ 1.06	3.86	△ 0.79	△ 1.65	<b>0.07</b>
うち自家運用	0.04	0.03	0.07	0.04	0.00	△ 0.02	△ 0.01	0.02
うち委託運用	1.96	3.33	0.02	△ 3.02	10.54	△ 1.98	△ 4.17	0.16
市場収益要因	1.46	2.78	0.62	△ 2.28	8.52	△ 1.25	△ 4.20	0.20
超過収益要因	0.61	0.65	△ 0.50	△ 0.63	2.14	△ 0.62	0.12	0.06
資産配分効果	0.23	0.38	△ 0.40	△ 0.50	0.93	△ 0.48	0.03	△ 0.11
個別資産効果	0.62	0.39	△ 0.08	△ 0.16	1.17	△ 0.35	0.13	0.14
複合効果	△ 0.23	△ 0.12	△ 0.02	0.03	0.04	0.20	△ 0.04	0.04
手数料要因	△ 0.11	△ 0.10	△ 0.09	△ 0.11	△ 0.12	△ 0.11	△ 0.10	△ 0.11

※1 令和3年10月1日に予定運用利回りを改定した。令和3年度の予定運用利回りの数値は、改定後のものである。

※2 必要な利回りは手帳更新期間等に依り変動するため、利益剰余金水準が増減しない水準の利回りを事後的に計算し、かつ累積欠損金解消充当分の利回りを上乗せして、必要な利回りとしている。

※3 期待収益率(A)は、当時の基本ポートフォリオ期待収益率の年度別内訳である。平成28年度～令和元年度については、平成28年度改定の、令和2年度については令和2年度改定の、令和3年度～4年度については令和3年度改定の基本ポートフォリオ(5年間平均期待収益率は0.93%)に基づく。

【林退共(給付経理) 運用損益】(委託手数料控除後)

(単位:百万円)

	平成 28 年度	平成 29 年度	平成 30 年度	令和 元 年度	令和 2 年度	令和 3 年度	令和 4 年度	5年累計 (H30~ R4)
運用損益	296	296	106	△ 37	703	105	△ 104	773
うち自家運用	63	53	53	46	35	29	23	186
うち委託運用	233	243	53	△ 83	668	76	△ 127	587

- ・ 5年間の林退共資産の収益率実績は年率+1.02%となり、基本ポートフォリオの期待収益率を上回った(+0.07%)。内訳をみると、自家運用の収益率実績は+0.39%と同期待収



益率の+0.37%を若干上回り（+0.02%）、委託運用の収益率実績も+2.05%と同期待収益率+1.89%を上回った（+0.16%）。

- ・ 自家運用の収益率実績と期待収益率の差異は僅かである。
- ・ 委託運用の収益率実績が期待収益率を上回ったこと（+0.16%）については、市場収益要因（+0.20%）、超過収益要因（+0.06%）ともプラスに寄与している。

（注）平成 28 年度から中退共と合同運用を行っているため、市場収益要因、超過収益要因の評価については中退共と同様。

- ・ 5 年間の運用損益額は+773 百万円、内訳は自家運用が+186 百万円、委託運用が+587 百万円である。

## ② 利益剰余金

【林退共(給付経理) 利益剰余金の推移】

(単位:百万円)

	平成 27 年度	平成 28 年度	平成 29 年度	平成 30 年度	令和 元 年度	令和 2 年度	令和 3 年度	令和 4 年度
必要な利益剰余金 (A) ※	-	-	-	1,353	1,378	1,234	1,240	1,066
利益剰余金 (B)	△911	△776	△572	△613	△704	△187	△306	△486
利益剰余金不足額(B-A)	-	-	-	△1,966	△2,082	△1,421	△1,546	△1,552

※ 必要な利益剰余金は、モンテカルロシミュレーションにおける下位 1 パーセント水準の想定損失額であり、機構が算出した額である（平成 30 年度より算出）。

- ・ 前述の運用実績の結果、累積欠損金は、平成 27 年度末の△911 百万円から、令和 4 年度末には△486 百万円まで 425 百万円減少した。令和 4 年度末の水準は、令和 2 年度に策定した累損解消計画の範囲内に収まっている。また、令和 3 年 10 月の予定運用利回り引き下げにより、想定損失額は減少している。
- ・ 退職金制度の安定性を実現するには、加入者数の維持・増加が不可欠であり、資産運用がその点を代替することは

現実的ではなく、行おうとすれば過剰なリスクを取ることでになり不適切である。令和2年度のように偶々株式市況が好調で、計画を大きく上回る成果が出た年度もあるが、こうした状況が続くことを期待するべきではない。積極的な加入促進や業務経費削減等の施策に引き続き取り組み、資産運用額の増加を図ることが必要であるとともに、前提条件の実現可能性等を注視し、必要に応じた見直しが求められることを当委員会として確認、強調しておきたい。

### 3. 機構資産の運用の基本的な方針

#### (1) 基本的な考え方

- ・ 平成28年度の基本ポートフォリオ見直しに際し、まずは機構の特性を踏まえた資産運用業務における基本的な方針について、ゼロベースでの審議を行った。
- ・ 特に、従来、類似の組織として同様の対応を期待されることの多かった年金積立金管理運用独立行政法人(GPIF)との関係について、同法人と機構の特性の違いを踏まえ、機構独自の方針の確立を行ったことは、特筆すべき重要な転換であった。具体的には下記の通りである。
- ・ 中退共制度は積立型の退職金共済制度であり、掛金と運用益のみが収入源であって、仮に累積欠損金が発生しても他から補填を受ける仕組みがない。この特性を踏まえて、運用の基本原則として定められている「安全かつ効率」的な運用については、「必要な収益を最低限のリスクで確保する」と定義づけた。
- ・ この定義も踏まえ、リスクテイクのあるべき姿、「リスクテイクは利益剰余金の範囲内」を理事長方針として打ち出すと共に、リスクテイクの水準を測る指標としてフォワードルッキングな手法を取り入れ、労政審でも付加退職金の

額を決定する際の指標として採用された。これによって、利益剰余金の水準と想定損失額の関係を基に、リスクテイク水準の適否を測ることが可能となったことは、リスク管理上の大きな進歩である。

- ・ 上記の検討結果は、第4期中期目標に反映され、予定運用利回りに従って増加する責任準備金の額及び業務経費の合計の、資産に対する比率を「必要な利回り」と定義された。

## (2) 資産運用の目標

- ・ 前記(1)のとおり、積立型基金であること等の機構の特性を踏まえ、基本原則の「安全かつ効率」の具体的な意味について、「必要な収益を最低限のリスクで確保すること」との解釈が確立された。この解釈は、平成30年度から始まる第4期中期目標に反映され、基本方針における「運用の目標」は「必要な利回りを最低限のリスクで確保すること」とされた。「運用の目標」の具体的な設定基準が基本原則と整合的な形で決定されたことは、安定性、透明性の観点から評価できる。
- ・ こうした設定基準に関する考え方を基に、第4期中期計画における「資産運用の目標」は、「退職金支給に必要な流動性を確保しつつ、中期的に中退共事業の運営に必要な利回り（予定運用利回りに従って増加する責任準備金の額及び業務経費の合計の資産に対する比率をいう。）を最低限のリスクで確保すること」（注）と定められた。

（注）一般の中小企業退職金共済においては、現在は予定運用利回り1%、及び業務経費0.1%の合計の1.1%を必要な利回りとしている。

- ・ しかしながら、資産運用業務の評価においては、上記の

目標の達成状況ではなく、数値指標として設定された「ベンチマーク収益率対比の超過収益率」が重視された。超過収益率は、市場要因による評価の振れを回避するための指標として合理性を有するものの、こうした定量指標を唯一の評価指標とし、かつ単年度の短期的評価にも使用して結果責任を問うことは、本来の「資産運用の目標」との関係が不明確になると共に、長期的投資家としての行動を歪める恐れもある、という意味で問題があり、海外では運用受託機関の評価指標としては使用されなくなって久しいものである。現在のグローバルスタンダードはプロセス責任等を問う定性評価の部分に軸足が置かれている。

- ・ 当委員会のこうした問題意識は、マネジャー・ストラクチャー見直しに際し、評価・選定基準に定性評価を取り入れる形で活かされたが、さらに、令和4年度に制定された「資産運用の業務方針」において、「運用の目標」を達成するためのプロセスが明文化された。このプロセスが、令和4年度に策定された第5期中期計画において、機構の資産運用業務の評価方法に定性評価、プロセス評価を導入という形で結実したことは、「運用の目標」の中長期的な実現可能性を高め得るものとして特筆すべき成果である。

#### 4. 機構資産の運用に関し遵守すべき事項

##### (1) 受託者責任の徹底

- ・ 機構にとっての受託者責任については、平成29年度に議論を整理した。即ち、共済契約者及び被共済者を受益者とした上で、機構は慎重な専門家の注意義務及び忠実義務の遵守を徹底する、というものである。令和2年度の日本版スチュワードシップ・コード再改訂に際しては、新たに付け加えられた「最終受益者の視点を意識しつつ」という文

言の解釈についてソフト・ローであるスチュワードシップ・コードで採られている手法「コンプライ・オア・エクスプレイン(Comply or Explain)」のエクスプレインを行った上で、受け入れを表明した。また令和3年度には受託者責任に関する議論の集大成として、資産運用業務に携わる役職員の行動規範を制定するなど、受託者責任という基本に真摯に向き合ってきたことは評価できる。

なお、この行動規範では、冒頭で民法第1条第2項の信義誠実の原則を根本理念として謳っているが、機構の、金融を業とする公的機関として「高い職業倫理」を重んじる姿勢を端的に示すものと評価できる。

## (2) 市場及び民間の活動への影響に対する配慮

- ・ 資産の運用に当たって、情報発信を含む機構の行動が市場に過大な影響を与えないよう、十分な留意が必要である。この間に行われた基本ポートフォリオの改定や、マネジャー・ストラクチャーの見直しに当たっては、機構内部や当委員会の委員は勿論、運用コンサルタント、資産運用受託機関、資産管理受託機関まで含めて、情報管理を徹底した。これらの議題を審議した回の当委員会議事要旨についても、市場に影響を及ぼすおそれのある内容については即時の開示を控え、後日の総括公表資料で詳細な情報開示を行うこととした。また、基本ポートフォリオ改定やマネジャー・ストラクチャー見直し、合同運用開始など多額の売買を行う必要がある場合には、市場への影響を考慮し、1日当りの売買金額が価格に大きな影響を与えない水準になるように売買期間が設定されている。以上より、市場への影響に配慮した適切な措置が採られたものと評価できる。

5. 機構資産の運用における長期的な観点からの資産の構成に関する事項

(1) 基本ポートフォリオ

イ. 基本ポートフォリオの基本的考え方

- ・ 機構では資産運用の基本方針に基づいて、各経理別に基本ポートフォリオを策定し、毎年度定例検証を実施している。
- ・ 中退共は積立型の退職金共済制度であり、掛金と運用益のみを原資として退職金給付を賄う必要がある。このことから、資産運用に際しては、信用リスク及びボラティリティの抑制を、対ベンチマーク超過収益の獲得より優先するとした。また、資産運用業界において評価が確立されていない手法を他に先駆けて使用することはしない、との方針も示した。これらは制度の特徴を踏まえた適切な方針であると思料する。

ロ. 基本ポートフォリオの策定

- ・ 平成28年度、令和3年度に行った基本ポートフォリオ策定に当たっては、ゼロベースから当委員会における度重ねでの審議を経て、議を尽くした上で決定しており、内外の経済動向を考慮し、フォワード・ルッキングなリスク分析を踏まえて、長期的な観点から行っているものと評価する。

また、様々な論点における選択に際しては、フィデューシャリー・デューティーにおける忠実義務に則って判断を下している。例えば、公的機関でありながら、期待収益率算出のための金利見通しについて内閣府見通しと異なる数値を選択したり、資産構成の選択に当たり、ホームカンントリーバイアスを排除して国内株式よりも外国株式を多く保有する

決断を下したことが典型例であるが、前例や慣習に捉われず、あるべき姿を追求した姿勢は高く評価出来る。

#### ハ．資産区分ごとの構成割合と乖離許容幅

- ・ 基本ポートフォリオを構成する資産区分については、自家運用、委託運用（国内債券、国内株式、外国債券及び外国株式）としている。各資産において基本とする構成比率からの乖離許容幅を定めて、乖離をその範囲内に収める管理を行っており、妥当な管理がなされているものと思料する。
- ・ 中退共の乖離許容幅とリバランスルールについては、平成 28 年度の基本ポートフォリオ改定に合わせて見直しを行い、かつ平成 29 年度には同ルールの検証を実施した。また、令和 3 年度の基本ポートフォリオ改定に合わせて、改めて委託運用部分のみを対象とするルールに見直しを行った。それぞれ合理的な議論を踏まえてルール作りをしてきたものと評価する。

#### ニ．基本ポートフォリオの見直し

- ・ 平成 27 年度以降、中退共では、2 回の基本ポートフォリオ見直しを実施している。

平成 28 年度は、累積欠損金解消の達成、国債を中心とする自家運用利回りの低下、資産間の相関の高まりといった環境変化を考慮し、翌年度予定の財政検証に先んじて基本ポートフォリオ見直しを行った。

令和 3 年度は、前回見直しから 5 年が経過し、また自家運用利回りの低下などを主因に令和 2 年度定例検証にて必要性が指摘されたことを踏まえ、基本ポートフォリオ見直しを行った。

この間、平成30年には、見直しを実施する場合の条件についても審議を重ね、基本ポートフォリオ策定の際の重要な前提条件が変化した場合に実施する、という基準を設けたことも、恣意性を排除し、タイムリーな見直しを実現する観点から評価できる。以後の基本ポートフォリオ定例検証では、そうした観点からの検証が実施され、令和4年度には、早期の情報収集及び検討の開始に繋がっている。

- ・ 特退共においては、委託運用部分を中退共との合同運用とする施策を進めた（後述5（2）ハ参照）。結果、清退共（特別給付経理）を除く5経理の委託運用が合同運用になった。

#### ホ．退職金給付のための流動性の確保

- ・ 各経理ともに、退職金給付等に必要な流動性については、自家運用部分での確保を図っている（後述5（2）イ参照）。
- ・ 新型コロナウイルス感染拡大が金融経済ひいては退職金共済制度の掛金等収入や退職金等支払に与える影響が予測し難いことを踏まえ、令和2年5月に臨時の当委員会を開催し、流動性確保の観点から、自家運用における再投資を原則として見合わせることにした。

その後、コロナ禍に係る各種補助政策終了や、原材料価格上昇、人件費の上昇等中小企業経営にとって厳しい情勢が続き、新規加入者数の大幅減少等が見られる中、高水準の流動性が維持されている。

こうした対応は、未曾有の環境におけるリスクマネジメントとして、妥当な対応であったと評価する。引き続き情報収集と時期と状況を見極めながらの適切な対応に努めることを希望する。



## (2) 運用手法等について

### イ. 自家運用の運用手法

- ・ 中退共の自家運用については、平成 28 年度に債務の期間構造の分析を行った上で、運用戦略を見直した。具体的には、以下のとおり。
- ・ 機構では、自家運用部分に、退職金等支払のための流動性を確保する役割を割り当てている。このため、資金フローを安定化させる趣旨から、簿価評価が認められる満期保有を前提とし、債券投資の期間構造についてはラダー型戦略（注）を採用している。投資期間については、各制度における掛金納付期間に応じて設定されている。

（注）債券のポートフォリオ運用形式の一つ。償還期限の異なる債券を、各期間にほぼ同額ずつ組み込む方式であり、期間毎の償還金額の水準が同一であるため、幅が変わらないという意味で「はしご（ラダー）型」と呼ばれている。機構では、毎年度の元利金受取額を平準化させ、退職金支払額の変動による収支差の変動が、元利金受取額の変動によって増幅されることを回避する目的で採用している。

- ・ 中退共については、従来、平均掛金納付期間を 10 年と認識し、10 年ラダー型戦略を採用して来た。しかしながら、改めてその妥当性を検証したところ、平均掛金納付期間は 20 年とみることが適切、との結果となった。これを受け、従来の“10 年ラダー型運用”から“20 年ラダー型運用”への切り替えが行われた。
- ・ こうした見直しは、資金の運用効率向上という観点からはもとより、前例踏襲に陥らず最善の運用を模索する姿勢は、フィデューシャリー・デューティーの観点からも評価

される。

- ・ この間、建退共の自家運用についても、長く10年ラダー型戦略と認識される中、見直しは行われてこなかったが、令和2年度に、コロナ禍対応として流動性の水準について検討する過程で、抜本的な見直しが行われた。見直しに際しては、制度の将来的な加入者数の推移の推計等を踏まえた資金需給見通しの作成から着手し、資金フロー分析を経て、“15年ラダー型戦略”が適当という結論を得た。
- ・ なお、自家運用における投資戦略の策定は、中長期的な資金フロー（掛金等収入と退職金等支払）の分析が必要なため、事業本部の知見と協力が不可欠であるほか、統計的な分析についてのノウハウが必要となる。建退共資産運用部の限られた人員だけで対応することは困難であったが、理事長以下、機構を挙げて取り組み、見直しの成果を上げたことは、「区分経理の原則」の下で経理毎に運用を行う中でも、勤労者退職金共済機構として合併したことのシナジー効果が発揮されたものとして評価する。

#### ロ．委託運用の運用手法

- ・ 平成27年度以前は、運用規模の大きい中退共では特化型の委託を行い、建退共、清退共、林退共では、それぞれにバランス型の委託を行っていた。平成28年度に林退共が中退共のポートフォリオに加わる形で合同運用が開始されたため、合同運用資産については特化型での委託が行われている。その後、令和2年度から清退共が、令和4年度から建退共が、合同運用に参加したため、令和4年度時点では委託は全て特化型で行われている。
- ・ 合同運用資産では、アクティブ運用に加え、リスク分散及びリバランスの効率性の観点から、パッシブ運用を併用

している。

#### ハ．委託運用の合同運用

- ・ 特退共において、委託運用部分を中退共との合同運用とする施策を進めた。
- ・ 資産規模が相対的に小さく累積欠損金が残る林退共は、平成 28 年 4 月より中退共との合同運用を開始した。同じく資産規模が小さい清退共（給付経理）も、運用効率の向上を求めて、令和 2 年 4 月より合同運用に参加した。
- ・ 建退共については、基本ポートフォリオとマネジャー・ストラクチャーの見直しが喫緊の課題として指摘される一方で、建退共の陣容・体制が十分に整備されていないことを踏まえ、当面の措置として令和 4 年 4 月より合同運用に参加することが了承された。当時の金融情勢の中で、適切なリスク分散が行われていないという差し迫った状況を考えれば、合同運用への移行は現実的な選択肢として評価できると思料する。但し、今後、単独運用の方が受益者の利益に適う状況になった場合に備え、単独で中退共と同水準のサービスを提供し得る運用体制への強化は、引続き建退共の課題と言える。
- ・ 以上で清退共（特別給付経理）を除く 5 経理の委託運用が合同運用になった。5 経理がスチュワードシップ活動を含めた資産運用において同じサービスレベルを享受できるようになったことは、フィデューシャリー・デューティーの観点からも評価できる。

### (3) 運用受託機関の選定、評価及び管理等について

#### イ．運用受託機関の選定、評価及び管理等

- ・ 平成 30 年度より、合同運用資産のアクティブ運用のマネ

ジャー・ストラクチャー見直しを実施した。約2年間かけて、国内債券、外国債券、国内株式、外国株式の順に4資産全てのマネジャーを公募・選考した。当委員会においては、機構の特性を踏まえた最適なマネジャー・ストラクチャーを目指すため、多くの論点について検討を行った。株式のスタイル分散の考え方、またボラティリティ抑制のためのスマートベータ採用などである。

- ・ なお、運用受託機関の選考過程では、延べ50先、100時間に及ぶ全ての面接に理事長が参画した。この際の内外運用受託機関マネジャーとの対話が、本邦運用受託機関における大胆な経営資源投入の必要性等の問題意識をもたらし、スチュワードシップ活動における運用機関親会社のトップマネジメントとの面談に繋がり、機構のスチュワードシップ活動を機構独自のものとしている。こうした活動も、一連の改革の過程で生まれた成果の一つとして評価し得る。
- ・ 令和2年度には、合同運用資産のパッシブ運用のマネジャー・ストラクチャー見直しを実施した。これは資産運用受託機関に加えて資産管理受託機関も対象とし、公募・選考は国内外の株式・債券の4資産を連続して行った。
- ・ マネジャー・ストラクチャー見直しの議論と並行して、運用受託機関の評価基準の全面的な見直しも行った。短期の運用実績（超過収益率）に依拠するのではなく、超過収益の源泉に関する考え方の論理性と、その考え方に基づく運用の一貫性を、定性的に評価する方針で見直した。勿論、キーパーソンの異動といった運用体制の変化等もチェック対象としている。当委員会が指摘したポイントを的確に取り込んだ基準となっており、評価できる。
- ・ また、後述の「7.（1）透明性の向上」とも関連する

が、一連のマネジャー・ストラクチャー見直しの後に、その着眼点や議論の詳細が開示されていることは、運用受託機関や資産運用業界の質的な向上へ資する強いメッセージになるものとなると考える。現に、採用されなかった運用機関からもそのような声が寄せられているようである。この点に関しては高い評価に値する。

#### ロ．運用状況等に係る運用受託機関の報告

- ・ 機構は各経理とも定期的に運用受託機関による報告会を開催し、かつ、毎月、管理受託機関から信託財産に関する報告書等、資産運用受託機関から運用報告書の提出を受けた。また平成30年度からは、運用受託機関によるスチュワードシップ活動年次報告会を開始し、スチュワードシップ活動体制や年度の活動内容の確認を行った。運用受託機関の報告を適切に受け、適時に対話を行い得る体制が取れているものと評価する。

#### (4) 機構資産の運用におけるリスク管理

- ・ 機構は、その特性を踏まえ、リスク管理について、ボラティリティ（下方リスク）と信用リスクの抑制を重視することを基本的な方針として打ち出し、施策として、ボラティリティ抑制のためにマネジャー・ストラクチャーにおける分散投資（資産、スタイル等）やスマートベータ・ファンドの採用を、信用リスク抑制のために債券投資における厳しめの格付基準採用（注）を、それぞれ行っている。

（注）外国債券については、A格以上の格付を得ていることを投資条件とし、ベンチマークに含まれていてもBBB格以下は投資を禁じている。

- ・ こうした方針と施策の採用は、時としてベンチマーク対

比でのパフォーマンスに対してマイナスに作用するが、毀損することが許されない資金の性格や、資産運用以外の資金源がない等の制度上の特性を踏まえ、下方リスクを抑制することは合理的な選択と思料される。こうした方針は、労政審委員等ステークホルダーの代表者からも支持されているものと認識している。

- ・ 下方リスクの管理について、想定損失額の推定方法の変更も実施した。従来は、金融市場において、サブプライムローンショック及びリーマンショックが発生した際と同様の値動きが発生した場合の損失額を推定値としていたが、金融機関におけるリスク管理手法に関する検討も踏まえ、モンテカルロシミュレーションにおける下位1パーセントイル水準の損失額を推定値とするフォワードルッキングな手法を導入した。

中退共では、新たな手法による想定損失額は、従来の手法による想定損失額を上回ったことにより、それが付加退職金減少に繋がることから反対意見も聞かれたが、厚生労働省勤労者生活課と協力して丁寧に説明を行い、最終的には労政審で理解を得られ、付加退職金の金額を決定する際の指標として採用されたことは、リスク管理体制強化の観点から大きな成果である。

## 6. ガバナンス体制

### (1) ガバナンス体制の確立及び業務運営の透明性の確保

- ・ 資産運用業務の運営については、厚生労働省、厚生労働省内に設置された労政審、並びに機構に設置された当委員会及び運営委員会といった多くの機関が関係する。この各機関の役割分担の整理を関係者との協議を通じて平成30年度に行った。内容は以下の通り。

- ・ 予定運用利回りや付加退職金は、労政審への諮問・答申を経て、予定運用利回りについては政令により、付加退職金については省令及び告示により、それぞれ決定される。機構の役割は、決定された予定運用利回りに業務経費率を加味して必要な利回りを算出し、これを最小限のリスクで達成する運用を行うことである。このために基本ポートフォリオを策定し、それに基づいた運用を行う。当委員会 は、基本ポートフォリオ策定に際して判断基準や算定方法等の審議を行うほか、基本ポートフォリオの運営状況について監視と助言を行う。

なお機構は、基本ポートフォリオ策定時及び基本ポートフォリオ定例検証において、5年先を見越した利益剰余金のシミュレーションによって想定損失額、即ち必要な利益剰余金水準を試算して、積立不足額を把握する。この情報を答申の判断材料として、労政審に提供する責任、即ちリスクの指摘責任を持つ。厚生労働省勤労者生活課長は当委員会と労政審の間のブリッジ役を務めており、機構の当該リスク指摘を労政審に伝える役割を果たす。

- ・ 以上の整理によって、資産運用業務に係る制度全体のガバナンス体制が確立されたと思料する。
- ・ 上記の体制の下で、労政審が、モンテカルロシミュレーションにおける下位1パーセントに相当する想定損失額を踏まえて付加退職金や予定運用利回りを答申するようになったことは、制度全体のリスク管理、ガバナンスの観点から、画期的な成果であった。
- ・ なお、リスクの指摘責任については、特退共では、業界の代表である運営委員会等に対する責任も負っている。清退共、林退共では理事長が、当該指摘責任を担い、林退共の累損解消計画の策定等において責任を果たしている。建

退共では理事長権限を代理する理事長代理が当該責任を担い、合同運用導入時の説明等において責任を果たしている。建退共については、合同運用移行に至るまでの当委員会からの指摘内容を改めて認識し、引き続きその責任を果たすことが望まれる。

- ・ 令和4年度には、厚生労働省に対する適切な情報提供が、付加退職金支給ルールの見直しや中期計画における資産運用業務の評価方法見直しの実現に繋がったことは高く評価される。

## (2) スチュワードシップ責任に係る取組

- ・ 機構は平成26年8月に日本版スチュワードシップ・コードの受け入れを表明しており、その後平成29年11月には、同コードの改訂版、令和2年9月には再改訂版の受け入れを表明した。

アセットオーナーによるスチュワードシップ活動の必要性が明記された平成29年の改訂版コード受け入れ後、公的機関のアセットオーナーとして、平成30年からスチュワードシップ活動への一段と強い取り組みを開始した。中退共では、実務レベルで運用受託機関から活動内容の説明を受ける年度報告会に加え、理事長による運用受託機関の親会社トップマネジメントとの面談を実施し、重層的な活動を展開している。

機構は、本邦資産運用機関によるスチュワードシップ活動の実効性を海外並みに引き上げていく必要があるとの問題意識を持っている。そのためには、運用受託機関の資産運用分野における長期的戦略と資源投入に関する権限と最終責任を有している親会社のトップマネジメントとの建設的対話が不可欠であると判断して、理事長によるトップ面



談を実施しているとのことである。

- ・ 本邦資産運用機関の運用能力強化については、令和5年4月の経済財政諮問会議でも取り上げられるなど、本邦経済の持続的成長のために必要な課題として注目を集めつつある。機構におけるトップ面談は、そうした動きを先取りした取組みとしても評価される。
- ・ 本邦金融市場や資産運用業界全体に関する広い見地からの意見交換により、双方に重要な気付きをもたらす貴重な機会になっていることが伺える。
- ・ トップ面談は、開始から5年を経て、面談先からも評価され、確りと定着したようであるが、アセットオーナーによるスチュワードシップ活動の新しいモデルを作ったものとする。令和3年度は、アセットマネジャーのガバナンスに関する知見の不足（株式会社制度における定款の位置付けに関する誤解）について問題を提起、ガバナンスに明るいスチュワードシップ活動用人材の養成・確保の必要性について、親会社のトップマネジメントと問題意識を共有したとのことである。
- ・ また、運用受託機関のスチュワードシップ活動報告会等を通じたスチュワードシップ活動担当者とのエンゲージメントにおいては、一部の運用受託機関における議決権行使基準の見直しにも繋がったようである。運用受託機関による適切なスチュワードシップ活動を促すという観点から、機構のスチュワードシップ活動が発展・深化していることを示すものであり、スチュワードシップ・コードでアセットオーナーに期待される役割に応えるものとして評価する。
- ・ 令和2年の日本版スチュワードシップ・コード再改訂では、運用戦略に応じたサステナビリティ（ESG要素を含む）

の考慮が求められた。機構では、スチュワードシップ活動の中で、従来からS要素の重要性、特にサプライチェーンの重要な部分を担う中小企業まで含めた働き方改革の必要性等について発信してきたが、令和3年度は、前述の定款を巡る議論において、ガバナンスの問題に言及したほか、林退共運営主体として、気候変動問題、カーボンニュートラルに向けた取り組みにおける林業の重要性に言及した。令和4年度は、資産運用のグローバル化が進む中での本邦運用機関の経営及び人材育成戦略のほか、アセットオーナーとしてのESG課題への取り組みについて意見交換を行うなど、発信力を高めている。これもエンゲージメントを通じたサステナビリティへの配慮として評価し得る。

## 7. その他機構資産の適切な運用に関し必要な事項

### (1) 透明性の向上

- ・ 対外公表においては、当委員会の議事要旨をはじめ、年度及び四半期毎の運用実績と資産構成、年度の運用結果報告、スチュワードシップ活動状況の概要等がホームページ上で公表された。当委員会の議事要旨については、開催頻度が増した折に公表がやや遅れることがあったが、近年は改善し、迅速に公表されている。

当委員会の議事録については、各委員会の開催日から7年経過したものから半年分ずつ順次公表するものとしている。令和5年1月には、予定通り、平成27年度第1回及び第2回の委員会議事録がホームページに掲載された。

- ・ 基本ポートフォリオの見直し（平成29年2月及び令和3年10月）とマネジャー・ストラクチャーの見直し（令和元年11月及び令和3年6月）については、実施後に内容を総括した資料をホームページ上に公表した。それぞれ、透明

性、アカウンタビリティに配慮した充実した開示内容であると評価する。

## (2) 運用管理体制

- ・ 機構は資産運用部を置いており、同部が資産運用管理の実務を担っている。同部は令和4年度まで経理別の二課体制としており、中退共資産については資産運用第一課が、特退共資産については資産運用第二課が担当した。
- ・ 資産運用に係る日程管理や会計処理等の実務や、自家運用における債券投資に必要な資金フローの把握等は、実務に長けた約15名の機構プロパー職員が、退職金共済制度を熟知した各事業本部職員とも連携して、堅確に遂行している。
- ・ 運用機関等でキャリアを積んできた専門人材の陣容の観点では、平成27年度末時点で資産運用専門職は4名（うち受入出向者2名）であった。この期間に採用を進め、令和4年度末時点では6名（うち受入出向者0名）まで拡充ができており、評価できる。機構の資金特性や規模に鑑みれば、引き続き専門人材を拡充していくことを望みたい。

人材の質の観点でも、基本ポートフォリオ見直しやマネジャー・ストラクチャー見直しをはじめとする当委員会での徹底した審議の経験や、コンサルタントとの度重なる議論、マネジャー・ストラクチャー見直しの際の運用受託機関の選考（50先100時間）、トップ面談の内容の共有等を通して、職員の資産運用業務に係る知識、経験が大いに引き上げられたものとみられる。今後は、こうした施策を、共同運用における共同作業等を通じ、課題となっている建退共の体制強化にもつなげることが望ましい。
- ・ 令和4年度に準備され、令和5年度から実施されること

となった下記の組織体制面の見直しのうち、資産運用部の組織再編は、合同運用等における経理横断的な共同作業がより円滑に実施され、建退共の体制強化にもつながる施策として評価できる。資産運用部長の下から切り離した運用リスク管理役の位置付け変更も、リスク管理体制の一層の整備の観点から評価される。さらに、今後、社会的な要請が高まることが予想されるサステナビリティ関連業務について、中核となる要員を確保して体制を整備したことは、適切な対応と思料される。

#### ① 資産運用部の組織再編

従来 of 経理別二課体制を見直し、委託運用業務担当と自家運用業務担当の業務別二課体制に再編。

#### ② 運用リスク管理役の位置付け変更

資産運用部長の下から資産運用担当理事直轄に変更。

#### ③ サステナビリティ統括役の新設

サステナビリティに係る業務を総括する役職を新設し、要員を調達。

- ・ なお、前述の通り機構では、持続的な組織作りを目指し、専門性のある職員の育成・拡大に取り組んでいるが、資産運用は専門性が高く、かつ変化の激しい分野であるだけに、外部からの人材登用が必要である。高度な専門性を有する人材の獲得には、処遇面での限界が存在するのも事実であり、この点は機構だけでは解決出来ない面がある。厚生労働省とも相談し、解決策を模索することが必要と思料する。

### 8. 基本方針の変更

- ・ 機構は、令和4年7月に新しい「資産運用の基本方針」を制定した。これまで経理毎に設定されていた「資産運用

の基本方針」を廃止し、平成 27 年以降実施して来た一連の改革を踏まえた抜本的な見直しであり、これまで 6 つある経理毎に制定されていた基本方針を一本化したものである。これは平成 27 年の独立行政法人通則法の改正の趣旨を踏まえた一連の改革の集大成と言える。当委員会の設置などで新たな運用体制となって 7 年余りの間、機構の資金の本質を見据えつつ、受益者利益本位で改革を進め、効率性も含めて実効的な基盤を築いてきてここに至っていることは、極めて高く評価したい。

## 【総合評価】

- 資産運用委員会は平成 27 年 10 月の中退法改正により設置された。その趣旨は、資産運用業務に関し実効性あるリスク管理体制を整備することである。
- 機構は積立型の退職金共済制度であり、掛金と運用益のみが収入源であって、仮に累積欠損金が発生しても他から補填を受ける仕組みがないという特性を持つ。
- 機構は上記中退法改正の立法趣旨に基づき、かつ機構の特性を踏まえて、第 3 期中期計画中の平成 28 年度に中期計画のローリングプランを策定した。資産運用委員会での熟議を経て同プランを実行した成果は、機構の資産運用に対する経営理念そのものを変革するものであった。
- 持続可能性（高い質の運用業務の遂行を継続的に行っていくこと）も経営の最優先事項においており、中途採用、職員の育成にも意を用いている。
- この一連の成果は機構の資産運用業務を構築し直したと言っても決して過言ではない。その集大成が従来の「資産運用の基本方針」を廃止し、新しい「資産運用の基本方針」を制定、且つ従来 6 経理毎にあったものを一本化したことであるが、平成 27 年度の独法通則法改正とそれを踏まえた中退法改正において求められたガバナンス強化とリスク管理体制整備の観点からも顕著な成果を上げたものと高く評価される。
- 今後を展望すると、主要先進国における金融政策の変更やその副作用とも言える金融機関の破綻、地政学リスクの高まりなど、リスク要因が目白押しの状況にある。この 7 年間で培った過去からの慣習に捉われずに本質を追求する姿勢と改革マインドを梃子に、環境変化に柔軟に対応しつつ、更なる充実に繋げることを大いに期待したい。

以 上

〈参考〉 歴代資産運用委員名簿

※表は五十音順、敬称略。

職名は着任時のものを記載。

◎は委員長、○は委員長代理を指す。

第1期（平成27年10月～平成29年9月）

○	うす き まさ はる 臼 杵 政 治	名古屋市立大学経済学研究科 教授
	え がわ まさ こ 江 川 雅 子	一橋大学大学院商学研究科教授
	すえ なが みつ お 末 永 光 男	元労働金庫連合会常務理事
	とく しま かつ ゆき 徳 島 勝 幸	(株)ニッセイ基礎研究所 金融研 究部 年金総合リサーチセンター年金研 究部長
◎	むら かみ まさ と 村 上 正 人	(株)みずほ年金研究所理事長

第2期（平成29年10月～令和元年9月）

	いな がき さとし 稲 垣 聡	(株)中央ろうきんサービス 代表取締役社長 (前中央労働金庫専務理事)
	こ えだ じゅん こ 小 枝 淳 子※	早稲田大学政治経済学術院 准教授
	た なか まり こ 田 中 茉莉子※	武蔵野大学経済学部経済学科 准教授
○	とく しま かつ ゆき 徳 島 勝 幸	(株)ニッセイ基礎研究所 年金総合リサーチセンター長
	なか しま ひで き 中 島 英 喜	名古屋大学経済学研究科准教授
◎	むら かみ まさ と 村 上 正 人	公益財団法人年金シニアプラン 総合研究機構 特任研究員

※小枝委員の在任期間は平成29年10月～平成31年3月。

田中委員の在任期間は令和元年6月～同年9月。



第3期（令和元年10月～令和3年9月）

○	たなか まり こ 田中 茉莉子	武蔵野大学経済学部経済学科 准教授
	たま き のぶ すけ 玉 木 伸 介	大妻女子大学短期大学部教授
	なか しま ひで き 中 島 英 喜	名古屋大学経済学研究科准教授
	ま にわ あき ひろ 馬 庭 昭 弘	全労済グループ企業年金基金 常務理事
	◎ むら かみ まさ と 村 上 正 人	公益財団法人年金シニアプラン総 合研究機構 特任研究員

第4期（令和3年10月～令和5年9月）

○	おお の さ なえ 大 野 早 苗	武蔵大学経済学部金融学科教授
	たま き のぶ すけ 玉 木 伸 介	大妻女子大学短期大学部教授
	なか しま ひで き 中 島 英 喜	名古屋大学経済学研究科准教授
	ま にわ あき ひろ 馬 庭 昭 弘	全労済グループ企業年金基金 常務理事
	◎ むら かみ まさ と 村 上 正 人	公益財団法人年金シニアプラン総 合研究機構 特任研究員

# 内部統制(1) 新規施策

独法評価有識者会議資料  
(平成29年7月10日開催)より引用

別添1

## <自己評価の基準>

- 平成28年度は、内部統制について、中計期間内に発生した大きな環境変化を踏まえ、**新規施策**を実施(ローリング)

**【基本認識】** 当機構は金融業務を行う中期目標管理型の独立行政法人であり、国民から2つの貴重な財産(運用資産、個人情報)をお預かりしている。資産運用と情報セキュリティ、双方の分野に共通する急速な情勢変化に対応していくことが必要であり、システム投資面では弛まざるバックアップ(資源投入)が不可欠。

## <環境変化>

### (1)法改正

- ①改正独法通則法施行(27年4月)⇒ガバナンス強化の要請(監査室、リスク管理・コンプライアンス委員会設置等)、資産運用に係る実効性のあるリスク管理体制を整備⇒資産運用委員会設置(27年10月)
- ②中退法改正(27年5月)

### (2)情報セキュリティ問題の深刻化

- ①政府系機関からの個人情報大量漏洩事案発生⇒個人情報の防衛が喫緊の課題に
- ②世界的サイバーテロ脅威の高まり⇒頻度上昇、悪質・巧妙化

## <組織/体制/予算面での対応>

### 1. 組織【ガバナンス強化に向けた外部有識者の知見活用】

- (1) **資産運用委員会**(平成28年度は9回、延べ約20時間の審議)
  - ・資産運用状況等の監視等
  - ・厚生労働大臣任命による有識者委員5名
  - ・機構の特性(注)に関する認識を共有、同特性を踏まえてあるべき姿を審議・判断  
(注) 積立方式、国による補填なし、運用が唯一の収益源、中退共付加退職金制度の非対称性
  - ・運用の基本方針「安全かつ効率」について機構としての解釈を具体化
    - － 「必要な収益を最低限のリスクで獲得」、「必要な収益率=予定運用利回り+業務経費率」
  - ・特性と現行体制を踏まえ、中退共基本ポートフォリオの過剰なリスクテイクを修正
    - － リスクテイクは累積剰余金の範囲内
  - ・財政検証に先駆け基本ポートフォリオ見直し実施(期待収益率1.41%⇒1.10%、リスク値3.53%⇒1.88%)
  - ・基本ポートフォリオ策定時の金利見通しに独自シナリオ(横這い)を採用
  - ・制度設計を所掌する労政審への情報提供・提言ルート確立
    - － 機構資産運用行動の決定要因(予定運用利回り累積剰余金/付加退職金)に関する要望

### (2)リスク管理・コンプライアンス委員会

- ・コーポレートガバナンス専門の弁護士を招聘
  - － 個人情報流出時の退職金支払可否判断、役員に関する検討
  - － リスク管理におけるリスクマップ(後述)の位置付けの明確化

### (3)CIO補佐官報告会

- ・NISCサイバーセキュリティ補佐官を招聘
  - － CIO補佐官の活動状況の評価
  - － 世界的サイバーテロ対策に関する理事長への助言
  - － システム投資額のレベル感の提言

## 2. 体制改編

- 資源投入に関する優先順位付けのための体制・プロセスの明確化

### (1)情報セキュリティ体制再編

- ①情報セキュリティ委員会委員長を理事長に格上げ
  - － 最重要案件との位置付け、トップダウン体制明確化
- ②総務部、システム管理部の責任分担明確化
  - － 情報セキュリティ体制の企画・立案・実施はCISO・総務部ライン
  - － 機構内システム案件の総括的把握・管理はシステム管理部
  - － インシデント対応は総務担当理事、総務部ライン

### (2)リスク管理・コンプライアンス委員会

- ①リスクマップ作成(約300項目)
    - － 資源投入の対象、優先順位の明確化
  - ②外部有識者委員による点検・助言
- ### (3)システム化委員会
- ①システム化案件の全体像の一元把握
  - ②システム化案件の質・運用の基準統一化
  - ③優先順位付け(平成29年度分は当初要望 24件⇒15件へ査定)
  - ④一元的予算管理(機構全体としてのシステム化予算の執行進捗状況の随時把握)

### (4)監事/監査室

- ・モニタリング本格実施

## 3. 予算措置

- ・物理的分離早期実現等のための予算措置
  - － 第3期中期計画において予定外の大規模システム化案件であったが、その重要性、緊要性に鑑み、元号改正対応等と合わせ、約8億円を予算措置

## 4. 情報セキュリティ対策

### (1)ハード面の対応

- ・情報システムと業務システムの論理的分離(28年5月)と物理的分離(29年5月)
  - － 物理的分離については、29年1月に機軸横断的なプロジェクトチームを立ち上げ(プロジェクト・オーナーは理事長、CISOがプロジェクト・リーダー)、年度を跨いで貫徹
- ・業務系データのNASからサーバへの移行(個人情報約150万件含む:29年4月完了)
  - － ログ保存機能確保による事後対応(調査・分析)力強化、データ防衛力強化

### (2)ソフト面の対応

- ①ヒューマンエラー対応
    - ・PDCA体制の構築(規程整備/研修/訓練/モニタリング/フィードバック)
    - (P)記憶媒体管理規程、インシデント対応手順書の整備
    - (D)役職員全員参加研修、新人・転入者・派遣職員研修等啓発施策の継続的実施、インシデント対応訓練
  - (C)監査室・監事監査によるモニタリング、第3者による情報セキュリティ監査、標的型メール訓練、ペネトレーション・テスト、メール・Webサイト利用実態調査
    - － 28年度中、標的型メール訓練2回、抜線訓練2回、ペネトレーション・テスト2回等を実施
  - (A)規程整備、理事長メッセージ、システム対応(ファイアウォール強化等)
- ### ②インシデント対応
- ・インシデント対応手順書作成
    - － 必須対応項目確認(抜線・報告⇒コールセンター⇒ログ分析⇒支払可否判断)
  - ・コールセンター機能強化(非常時回線数増加:20回線⇒46回線)
  - ・システム保守業者によるバックアップ体制強化
    - － 本部からの追加的人員投入体制確立

## 5. 次期中計期間中の課題

### (1)資産運用

- ①リスクテイク体制の強化
  - ・リスク度に見合った累積剰余金の確保等体制面の整備が前提
  - ・運用資金量横這い/低金利継続(自家運用利回り低下)/業務経費率上昇(情報セキュリティコスト増嵩)という環境を展望した必要な運用収益確保のための体制等
- ②機構行動規範・判断基準の確立
  - ・Fiduciary Duty(専ら受益者の利益を勧案)を巡る最近の議論を踏まえ、当機構の行動規範を確立
- ③ステewardシップ・コード、ESG投資への対応
  - ・機構業務の目的・政策的位置付け(厚労省所管部署)を踏まえて検討

### (2)システム

- ①中退共システムの再構築
  - ・言語変更(Cobolからの変更)
  - ・予定運用利回り等制度の改定に柔軟・機動的に対応できるシステムの構築。
- ②建退共システムの刷新と建退共掛金納付システムの新設
  - ・平成22年度運用開始の特退共システムの刷新
  - ・建退共証紙に代わるものとして、インターネットを活用した掛金納付システムの新設
  - ・情報セキュリティ確保を最優先とし、特退共システムと掛金納付システムを分離
- ③BCP体制構築
  - ・自然災害対応を含むBCP体制の強化

資産運用業務における取組み

別添2

令和5年6月

独立行政法人勤労者退職金共済機構

年度	第3期中期計画			第4期中期計画				
	H28	H29	H30	H31 (R1)	H32 (R2)	H33 (R3)	H34 (R4)	
厚生労働省による財政検証		中退財政検証	H30.3.12とりまとめ ・予定運用利回り 1.0%据置 ・付加退職金ルールの変更	特退財政検証	R2.8.26とりまとめ ・予定運用利回り 建退3.0%⇒1.3%へ引下げ(R3.10~) 清退2.3%据置 林退0.5%⇒0.1%へ引下げ(R3.10~)		中退財政検証 R5.3.10とりまとめ ・予定運用利回り 1.0%据置	
ガバナンス	(H27.10 新設)	H29.9.8 フィデューシャリー・デューティーの議論の整理	H30.5.25 各機関の役割分担整理(勤生課長)			・資産運用委員会と運営委員会の関係整理	R5.1 高度専門人材採用※	
資産運用委員会	(H27 4回開催)	9回開催	7回開催	8回開催	7回開催	10回開催	8回開催	5回開催
ローリングプラン策定	【独法通則法、中退法改正】 中計ローリング実施	<ul style="list-style-type: none"> <li>・機構の特性を踏まえ、リスクテイクは累積剰余金の範囲内とする</li> <li>・運用の基本方針である「安全かつ効率」、および必要な利回りを定義</li> <li>・国内金利見直しを横這いとする独自シナリオを採用</li> <li>・勤生課長をブリッジ役として、労政審への情報提供・提言ルートを確立</li> </ul>				「最終受益者の視点」について、 エクスペイン条項を活用して受入れ	行動規範の確立	資産運用に関する 評価体系の見直し
基本ポートフォリオ改定		中退基本ポートフォリオ改定 H29.2.1公表			建退基本ポートフォリオ改定の検討		中退基本ポートフォリオ改定 R3.10.1公表 清退、林退基本ポートフォリオ改定 R3.10.1公表	
リバランスルール		うち自家運用投資手法の見直し 債券格付基準の検討…緩和を見送り		H30.1.26 中退、リバランスルールの検証	うち自家運用投資手法の見直し (特退4名に加え機構要員7名を投入)		建退基本ポートフォリオ改定 R4.4.1公表	
合同運用	H28.4.1 中退、林退の合同運用開始		【包括信託の合同運用】		コロナ禍に対応した流動性確保策実施	R2.4.1 清退(給付)が合同運用に参加	R4.4.1 建退(給付、特別)が合同運用に参加	
マネジャーストラクチャーの見直し		国内債券 合同運用資産 アクティブ運用 マネスト見直し	外国債券	国内株式	合同運用資産 パッシブ運用 マネスト見直し (管理機関含む)	4資産	R3.6.18パッシブマネスト総括資料公表	
			外国株式		R1.11.21アクティブマネスト総括資料公表			
中退	★	★	★★	★★	★	★	★★	★
建退(給付)	H28.4.1	H29.1.30	★★	★★	★	★	★★	★
建退(特別)			★★	★★	★	★	★★	★
清退(給付)	合同運用開始	基本ポート フォリオ改定	★★	★★	★	★	★★	★
清退(特別)			★★	★★	★	★	★★	★
林退	★	★	★★	★★	★	★	★★	★
資産運用の基本方針の改正		H29.11.30 スチュワードシップ・ コード改訂版受入れ対応	H30.5.1 有託取引形態変更対 応		R2.7.1 運用受託機関 の評価基準変更		R3.10.1 基本ポー トフォリオ改定	R4.4.1 建退(給付、特別)の合 同運用参加等
スチュワードシップ活動	(H26.8.29 スチュワード シップ・コード 受入れ)	【スチュワード シップ・コード 受入れ対応】	H29.11.30 改訂版コード受入れ	H30.12 年度活動報告公表	R2.1 年度活動報告公表	R2.9.23 再改訂版コード受入れ	R3.2 年度活動報告公表	R4.6 年度活動報告公表
			トップ面談(8-9月) 受託機関活動報告会(11月)	トップ面談(7-12月) 受託機関活動報告 会(10-11月)	トップ面談(10-1月) 受託機関活動報告会(11月)	トップ面談(10-1月) 受託機関活動報告 会(9-10月)	トップ面談(10-1月) 受託機関活動報告 会(9-10月)	トップ面談(10-1月) 受託機関活動報告 会(9-10月)
林退共 累損解消計画	(H17.10 累損解消計画策定)		H30.2 計画見直しの方針を決定			R2.11 見直し計画を策定		

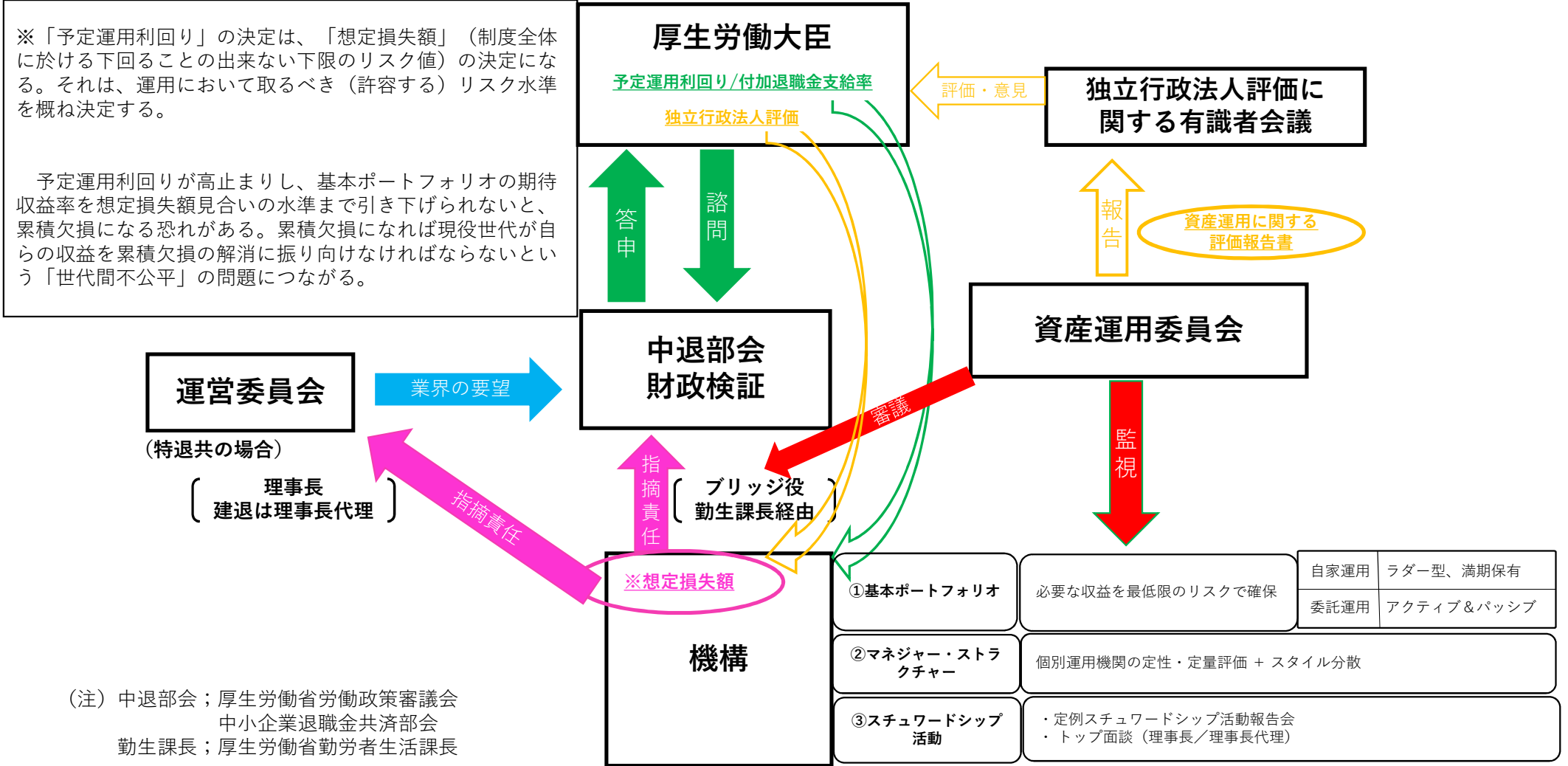
資産運用委員会開催回数  
累計58回、  
うち第4期中  
計期間38回

★ R4.7.1 全経理一本  
化、新規制定

黒字…中退、合同運用、または機構全体に関する事項  
青字…特退に関する事項

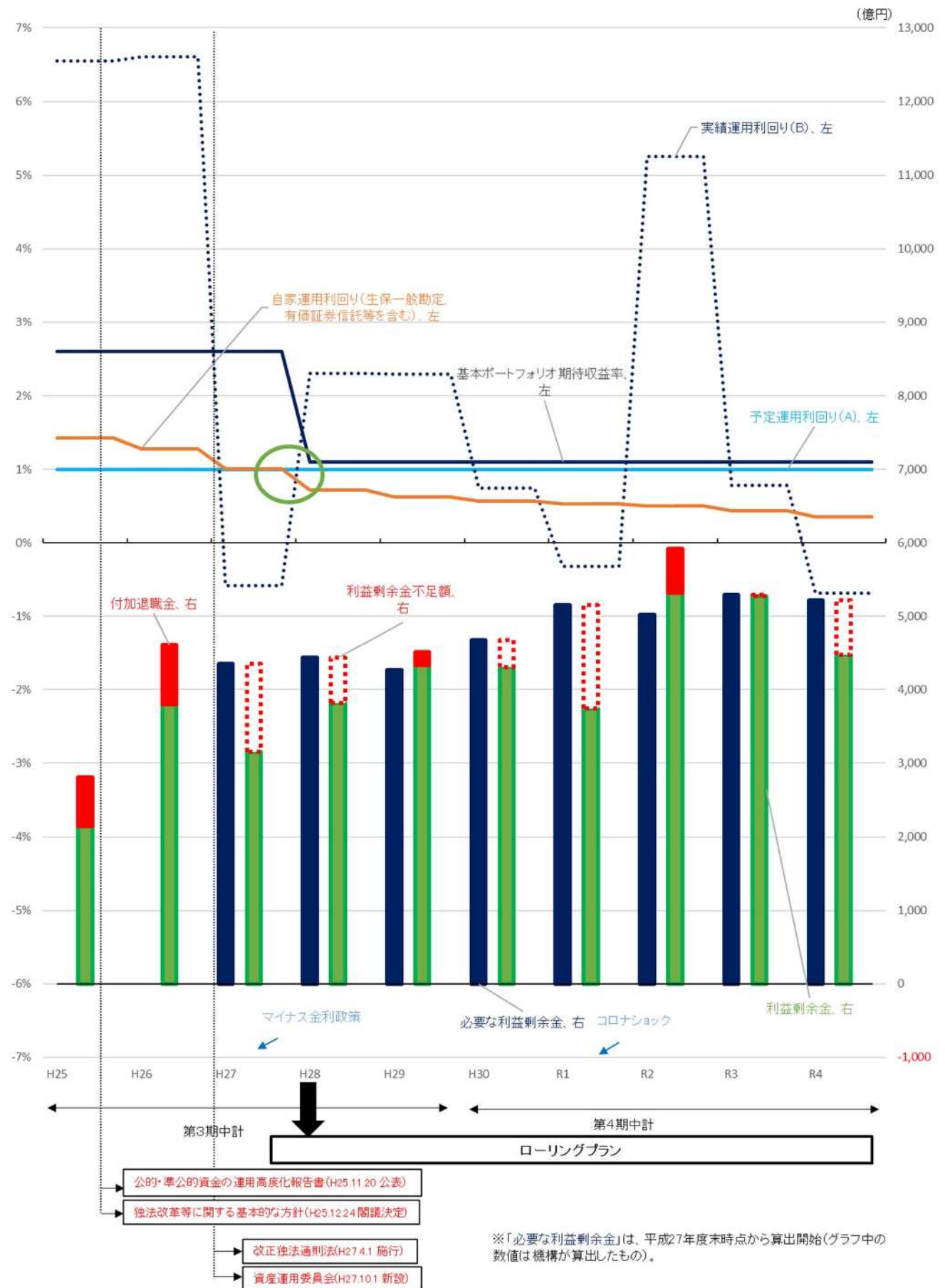
※高度専門人材は、PRI署名、ス  
チュワードシップ活動等を担当。  
R5年7月着任予定。

# 資産運用に係る制度全体のガバナンス体制



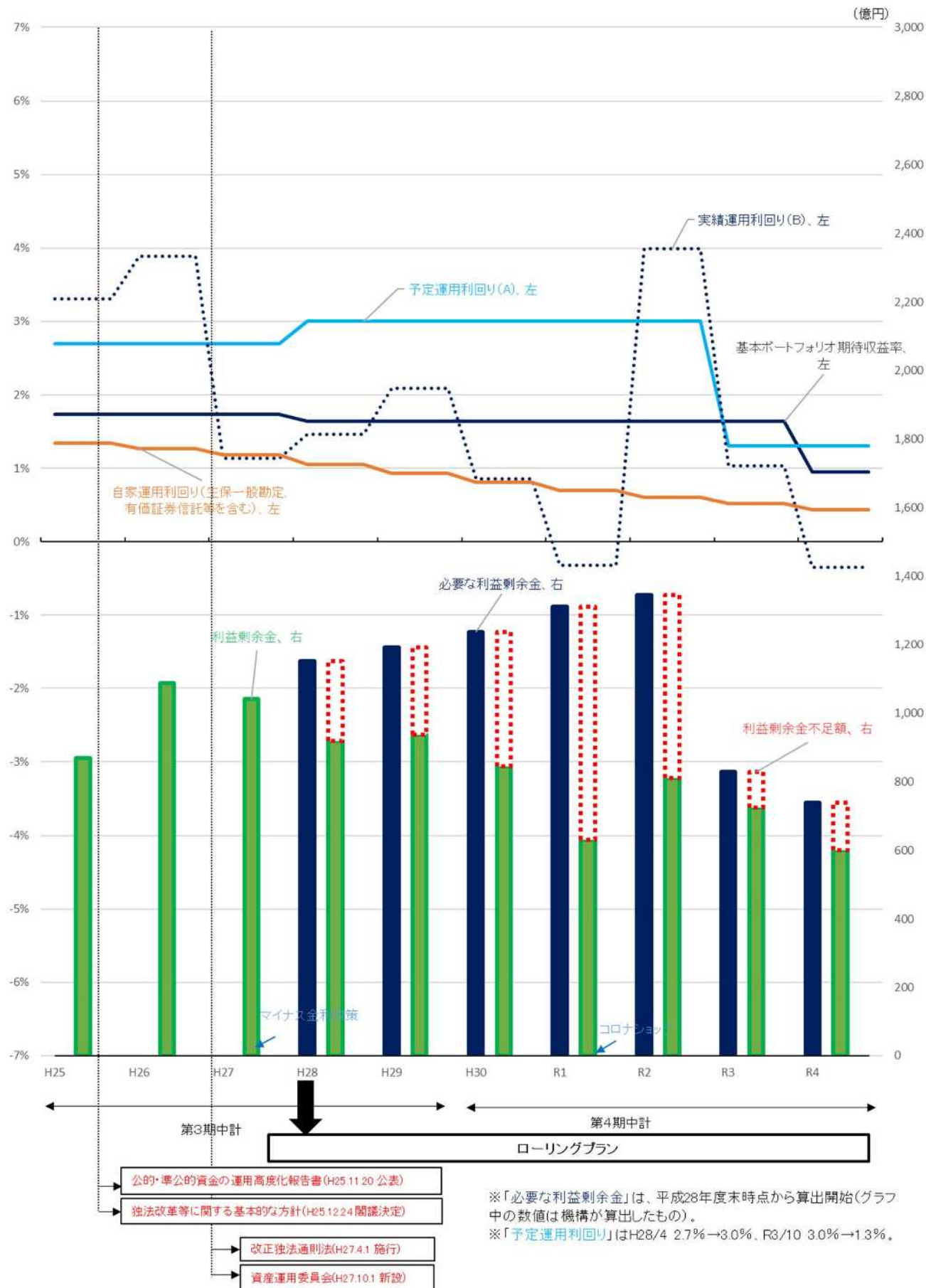
中退共 利回りと利益剰余金の推移 (平成25年度～令和4年度)

別添4



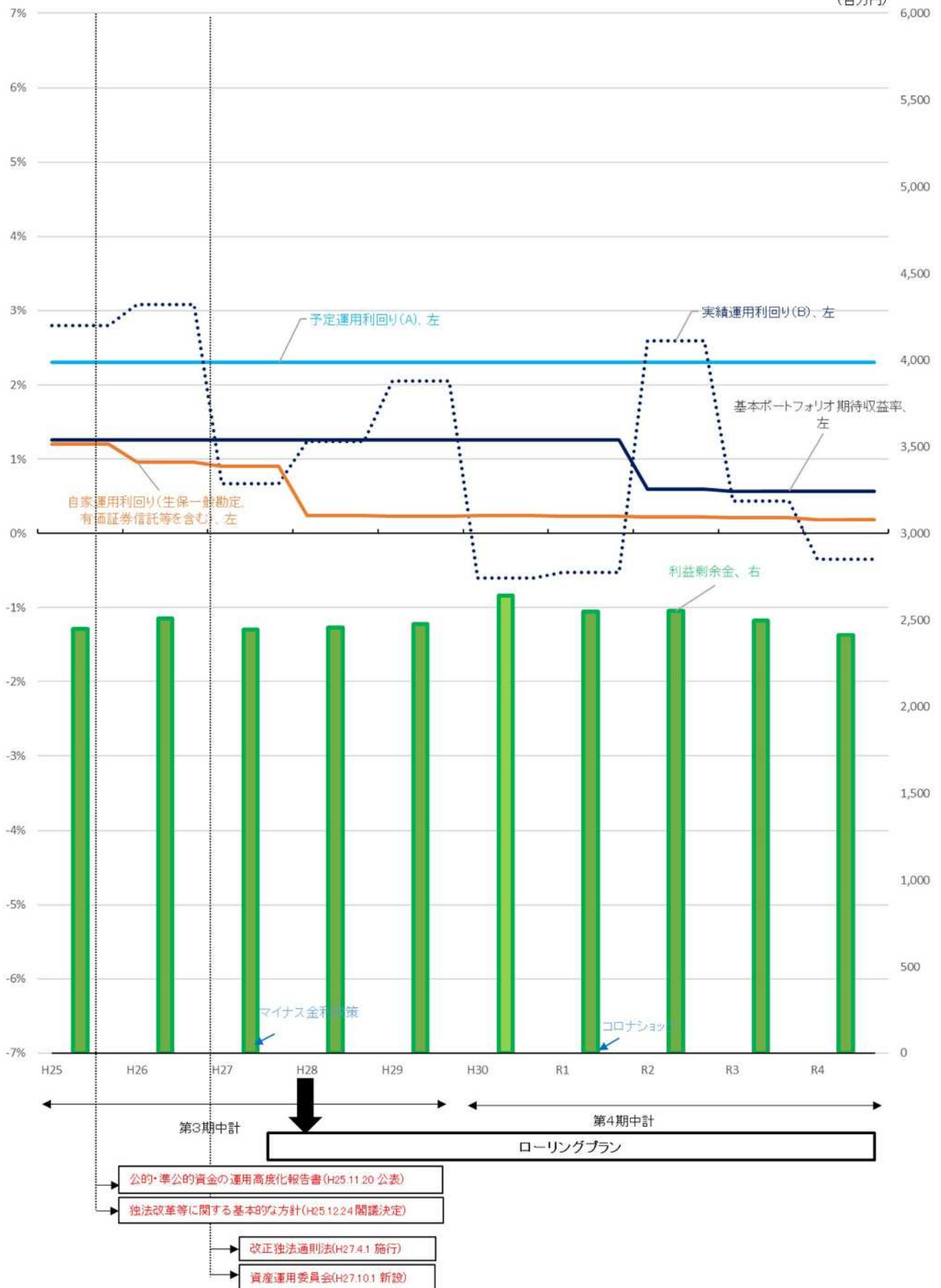
※「必要な利益剰余金」は、平成27年度末時点から算出開始(グラフ中の数値は機構が算出したもの)。

# 建退共 利回りと利益剰余金の推移 (平成25年度～令和4年度)



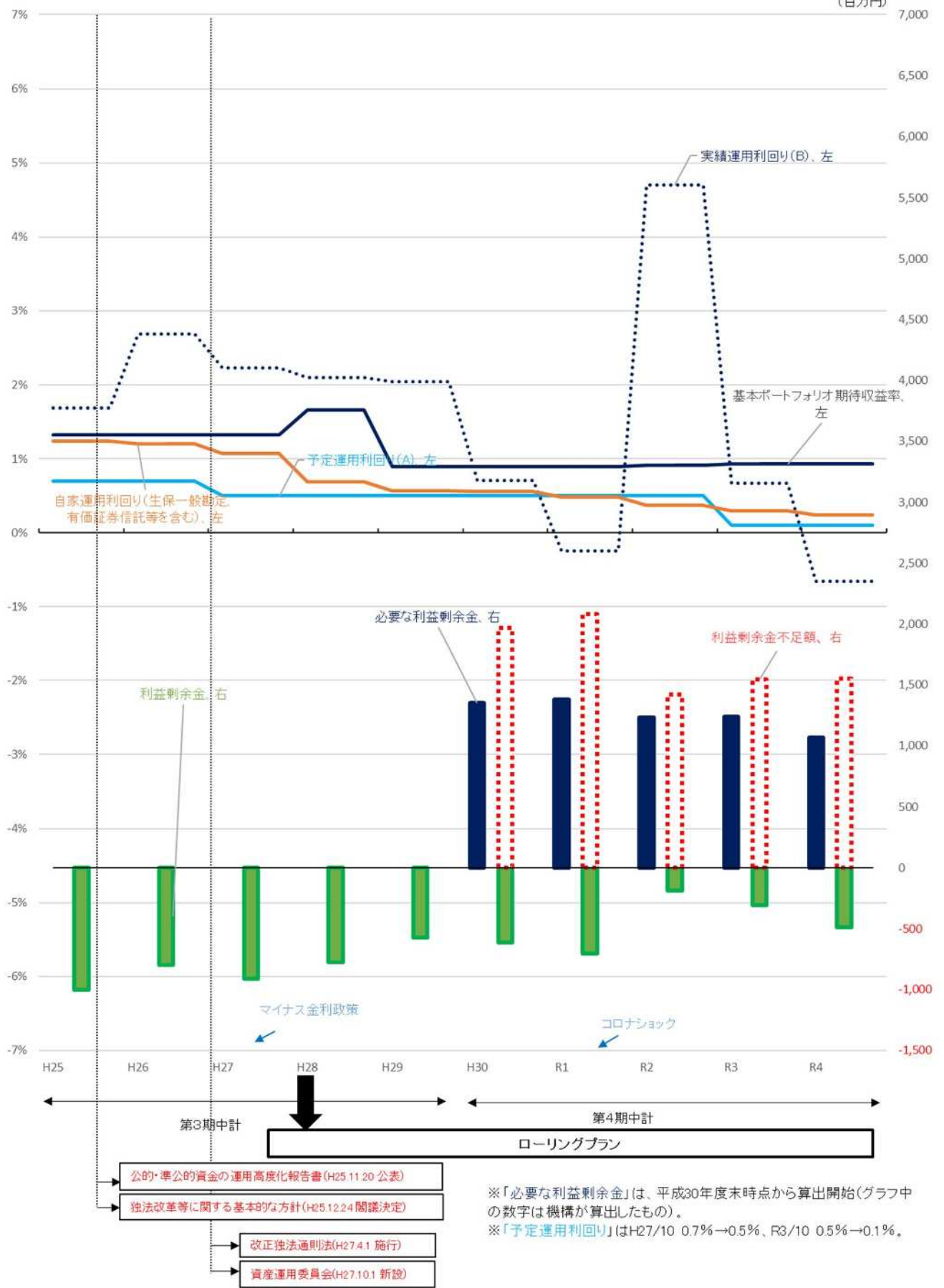
清退共 利回りと利益剰余金の推移 (平成25年度～令和4年度)

(百万円)



# 林退共 利回りと利益剰余金の推移 (平成25年度～令和4年度)

(百万円)



- 公的・準公的資金の運用高度化報告書(H25.11.20公表)
- 独法改革等に関する基本的な方針(H25.12.24閣議決定)
- 改正独法通則法(H27.4.1施行)
- 資産運用委員会(H27.10.1新設)

※「必要な利益剰余金」は、平成30年度末時点から算出開始(グラフ中の数字は機構が算出したもの)。  
 ※「予定運用利回り」はH27/10 0.7%→0.5%、R3/10 0.5%→0.1%。



中退共 運用利回りの長期的推移（平成16年度～）

(億円)

