

令和 5 年度第 5 回資産運用委員会議事要旨

【開催日時】 令和 6 年 2 月 26 日（月）10：00～12：00

【開催場所】 勤労者退職金共済機構 9 階 A・B 会議室

【出席者】 玉木委員長、黒木委員長代理、菅原委員、馬庭委員

※資産運用委員会規程に基づき、議題 2 については、委員長が機構の運用業務に関するコンサルタントの同席を要請。

【欠席者】 大野委員

【議事要旨】

1. 退職金共済業務に係る業務上の余裕金の運用状況について（6 経理）〈報告事項〉

事務局より、令和 5 年 4 月から 12 月における 6 経理（注）の運用状況について以下のとおり報告・説明があり、了承された。

（注）中退共給付経理、建退共給付経理・特別給付経理、清退共給付経理・特別給付経理、林退共給付経理

- ・運用利回り（手数料控除前）について、4～12 月の年率換算値は、第 3 四半期（10～12 月）に収益の積み上げができたため、経理により差異はあるものの、2 %弱から 3 %となった。清退共を除く経理で、必要な利回りを上回る水準を確保している。内訳については、委託運用利回りが全体を押し上げる形となった。
- ・委託運用の高い利回りの要因は、国内株式と外国株式のベンチマーク収益率が高い伸びとなり、全体を押し上げているためである。令和 5 年度第 3 四半期には金利が低下する動きはあったが、年度初来では、依然として国内債券と外国債券はマイナスとなった。
- ・超過収益率は外国株式以外の資産においてプラスで、全体でもプラスとなった。要因分解をすると、資産配分効果が大宗を占める。
- ・足元までの状況について補足する。1 月は国内外の株式市場が好調で、委託運用の収益率が 12 月末時点より更に上昇した。2 月に入っても、国内外の株式市場が好調を継続しており、委託運用の収益が順調に積み上がっている。
- ・第 4 回資産運用委員会で、生命保険資産を自家運用に含める場合と委託運用に含める場合が混在していてわかりにくいと指摘があった。生命保険資産は、生保各社に運用を委託しているものとして、委託運用資産に分類することを原則としている。ただ、生命保険資産は簿価評価しており、リスク特性上は自家運用債券と類似していることから、基本ポートフォリオの資産構成比を検討する上では例外的に自家運用資産に分類している。そのため、基本ポートフォリオの構成比に関する資料や収益率分析に関する資料は、生命保険資産を自家運用資産に含めている。公表資料の内容に応じ

て今後も使い分けるが、わかりやすくするために、今回から、生命保険資産を含めた自家運用を「自家運用（簿価）」、生命保険資産を除いた委託運用を「委託運用（時価）」という表記にする。

＜主な質問、意見等＞

（委員） 包括信託の収益率の表について、各資産の超過収益率と、要因分解した後の当該資産に係る数値の合計値が一致しないのはなぜか。

（事務局） 前者は各資産クラスの超過収益率であるが、後者は資産全体の超過収益率に対する寄与度を表しており、各資産が全体に占める割合を加味している。このため、要因分解における各資産クラスに係る数値の合計は、当該資産クラスの超過収益率とは一致しない。

（委員） 包括信託のパフォーマンスで、アクティブ・パッシブの比率は現状どれぐらいなのか。また、各資産のうち超過収益率が最も高い国内株式と、最も低い外国株式の要因は何か。

（事務局） アクティブとパッシブの比率は、国内債券が1対2程度、国内株式が3対2程度、外国債券と外国株式はほぼ同じ比率である。各資産のアクティブファンด์はスタイル分散を意識して数ファンドずつ持っており、そのアルファの合計がそのような結果となっている。

2. 基本ポートフォリオの定例検証について〈審議事項〉

毎年度実施される基本ポートフォリオの定例検証について、今年度は2回に分けて報告することとされ、今回は検証の後半部分の報告・説明が行われた。審議の結果、重要な前提条件である金融経済情勢の見通しが変化すると判断するタイミングが近付いている可能性が高く、今後の動向を注視する方針が了承された。

（注）一部、将来の基本ポートフォリオの見直しに関連する審議もなされたが、その内容については、公表することで市場に影響を与える可能性等に配慮し、本議事要旨上の記載を見送る。後日、基本ポートフォリオ見直しを行った場合に結果を総括する資料の中で公表することを予定。

事務局による報告・説明の概要は下記のとおり。

- ・基本ポートフォリオの再構築が必要となるような重要な前提条件の変化が起こっているか否かの検証と、想定損失額と剰余金のバランスの点検を実施した。

（1）重要な前提条件の変化の検証

①金融経済情勢の確認

- ・1月の日銀政策会合で、「マイナス金利解除を含めた政策修正の要件は満たされつ

つある」との発言はあったが、3月春闘の結果を見る必要があり、もう少し注目ポイントの動向を確認していきたいと考える。

②内閣府等予測機関による金融・経済見通し

- ・令和4年度検証時との比較結果は以下のとおり。国内外の金利や経済見通しには相応の変更があったと評価するが、3月春闘の結果とその後の日銀の金融政策を見ていきたい。

<国内：内閣府>

- ・国内長期金利については、令和4年度検証時と比べると、金利が上昇に転じるタイミングは5年ほど前倒し。今後の日銀の金融政策正常化の行方が焦点。
- ・消費者物価については、先々は0.6%~0.8%に収斂していくものの、2026年度までは数値が大幅に引き上げられている。
- ・実質GDP成長率については、2025年度以降は下振れしている。

<海外：EIU>

- ・長期金利と実質GDP成長率については、国ごとにまちまちの動きとなっていた。
- ・物価上昇率については、2023年度は上振れしているが、その後は2%に収斂していく見通し。

(2) 想定損失額と剰余金のバランスの点検結果（令和4年度末時点）

- ・想定損失額の試算、及び令和4年度末時点での剰余金とのバランスを点検したところ、このタイミングで予定運用利回りや基本ポートフォリオの見直しを行うことを促す結果ではないと判断した。各経理の点検結果は以下のとおり。
- ・中退共については、令和4年度末時点の剰余金水準は、モンテカルロ・シミュレーション1%tileでの想定損失額の大半をカバーしており、万全とは言えないが問題のない状況と判断。
- ・建退共給付経理については、令和4年度末時点の剰余金水準は、中退共ほどではないがモンテカルロ・シミュレーション1%tileでの想定損失額の多くをカバーしており、基本ポートフォリオの見直しを行わなければいけない水準ではないと考える。
- ・建退共特別給付経理、清退共給付経理、同特別給付経理は、責任準備金対比、かつリスク対比で十分な剰余金を有しているため、問題のない状況と判断。
- ・林退共は、累損を有しているため想定損失額と剰余金のバランスは崩れているが、これは、平成26年度の財政検証の折、累損解消施策パッケージの一つとして認められた合同運用により敢えてリスクをとっていることの結果であり、想定範囲の結果と考えている。ただし、累損が3倍強に膨れ上がるリスクを取っていることは認識しておくべきと思料。既に予定運用利回りは0.1%であり、これ以上の引下げ余地はないものとする。

3. ESG 課題の投資戦略への組入れについて〈報告事項〉

事務局より、ESG 課題の投資戦略への組入れについて以下のとおり報告・説明があり、了承された。

- ・当機構は昨年 8 月に PRI に署名すると共に、「責任投資方針」を策定したことを踏まえ、PRI 署名機関としての基盤整備を令和 6 年度にかけて検討・実施する方針である。
- ・アセットオーナーとして運用受託機関を通じて ESG 課題を投資戦略・方針に反映させることは、責任投資を行う上で必須と考えており、基盤整備のための新たな取組の一つとして、当機構による運用受託機関のスチュワードシップ活動への評価を導入する。運用受託機関の年度評価において、従来は評価項目に準じた参考項目の位置付けに留めていたが、株式ファンドについては今回から評価項目へ格上げするもの。
- ・なお債券ファンドに関しては、議決権のない中でのスチュワードシップ活動をどのように行っていくか、より洗練されていくべき分野であると感じたため、今後の課題という位置付けとした。
- ・スチュワードシップ活動の開示は、スチュワードシップ活動報告書の形で公表していたが、今後は、トップメッセージ、ガバナンス体制などの項目を加えた責任投資報告書を作成し、公表する方針。

<主な質問、意見等>

- (委員) 運用受託機関のエンゲージメント活動について、実際にどのような価値をもたらしているか、何か変化があったかということまで上手く汲み取ってほしい。議決権行使についても同じである。
- (事務局) どのような効果があったかということについては、極力具体的に聞くようにしている。今後も心がけたい。
- (委員) 債券については、議決権がないということのほか満期があるという特徴があるため、流動性に関わる問題が出てくる。債券を持ち流動性を供給していることにより、エンゲージメントで経営に影響を与えようとしても、よほど相手が困っていないと難しい。投資適格の債券をパッシブ運用等で保有しているような場合のエンゲージメントの力は、どれほどなのか。株式と同じ有価証券なのでスチュワードシップ活動を行うという理由ではなく、しっかりと検討を加えながら活動を行ってほしい。

4. 手元流動性の水準について〈報告事項〉

事務局より、手元流動性の水準について以下のとおり報告・説明があり、了承された。

- ・コロナ禍対応で令和２年度に水準を高めた流動性について、新型コロナウイルス感染症の５類移行等を踏まえ、令和５年６月に水準引下げを行った。それ以降、掛金収入急減や退職金支払い急増といった極端な動きはない。このため、手元流動性月数をコロナ前の水準まで戻すこととしたい。
- ・清退共は収支差が継続的にマイナスのため、他事業と比較し高い手元流動性月数を維持する。
- ・運用資産残高の大きい中退共と建退共は、ほぼ毎月保有債券の償還があるため、今回のコロナ禍のような突発事象が発生した場合は、令和２年に行ったように債券購入を見合わせることで、手元流動性を比較的短期間で増やすことが可能である。

<主な質問、意見等>

- (委員) 令和４年度末の中退共の手元流動性金額は全額普通預金だったということか。金利は付いていたのか、それともマイナスか。
- (事務局) 決済用預金であるため金利は付かず、ゼロである。
- (委員) 今後、短期金利がプラスになることが考えられるので、手元流動性金額をどのような形態で保持するかは考えどころになるだろう。
- (委員) コロナ以前とコロナ禍における手元流動性月数の伸び率が経理によって異なるのは、各経理の収支状況を反映しているからだろうと推察する。コロナ以前において、適切な水準に手元流動性月数が設定されていたのであれば、５類移行後はコロナ以前の水準に戻すということで問題ないかと思う。

(了)

令和6年度第1回資産運用委員会議事要旨

【開催日時】 令和6年4月19日（金）13：00～15：00

【開催場所】 勤労者退職金共済機構9階A・B会議室

【出席者】 玉木委員長、大野委員、菅原委員、馬庭委員

※資産運用委員会規程に基づき、議題1については、委員長が機構の運用業務に関するコンサルタントの同席を要請。

【欠席者】 黒木委員長代理

【議事要旨】

1. 中退共の基本ポートフォリオ見直しについて〈審議事項〉

事務局より、前回委員会で確認した論点についての説明及び審議が行われた。

（注）上記に関する審議内容については、公表することで市場に影響を与える可能性等に配慮し、本議事要旨上の記載を見送る。後日、基本ポートフォリオ見直しを行った場合に結果を総括する資料の中で公表することを予定。

2. 令和5年度資産運用に関する評価報告書（案）〈審議事項〉

事務局より「令和5年度資産運用に関する評価報告書」（注）の素案が示され、ポイントが説明された。本案は、当委員会後に改めて各委員からの意見を集約して最終案を作成し、次回6月の委員会における最終承認後、6月中に厚生労働省に提出する予定とされた。説明の概要は以下のとおり。

（注）機構が、厚生労働大臣から年度の業務実績に対する評価を受けるため提出する業務実績等報告書に添付される。専門性の高い資産運用分野の業績を評価するための参考とされる。

- ・資産運用の評価の基本的な軸は、「資産運用の基本方針」に沿った運用が行われているか否かとなる。このため評価報告書の構成は、令和4年7月に制定した「資産運用の基本方針」に合わせている。
- ・第2章の運用実績の評価については、まだ実績値が確定していないため未記載である。実績値判明後に記載し、報告する予定。
- ・第3章「機構資産の運用の基本的な方針」では、当年度よりプロセス評価となったため、プロセス評価に沿って分析した結果を記載している。なお、具体的な数値については第2章に記載する予定。
- ・第4章「機構資産の運用に関し遵守すべき事項」では、受託者責任の徹底に関することを記載している。具体的には、売買を行った際に市場への影響を配慮した事などが

説明されている。

- ・第5章「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」は、基本ポートフォリオ、運用手法、運用受託機関の選定・評価、リスク管理の4項目で構成されている。

基本ポートフォリオについては、令和4年度以降、基本ポートフォリオの重要な前提条件の変化の有無について委員会において議論してきたので、その内容について記載している。

運用手法に関するパートでは、流動性管理や、委託運用の合同運用などに言及している。

運用受託機関の選定・評価のパートでは、複数の定量情報と定性情報を複合的に評価している旨を記載している。

リスク管理のパートでは、リバランスの実施や、リスクの側面からの運用受託機関の管理などを記載している。

- ・第6章「ガバナンス体制」では、「ガバナンス体制」、「スチュワードシップ責任に係る取組」の2つを取り上げている。

「ガバナンス体制」のパートでは、関係機関との連携という観点から、厚生労働省、労働政策審議会への適切な情報提供を行ったことを記載している。

「スチュワードシップ責任に係る取組」のパートでは、令和5年度は責任投資方針の策定やPRI署名を行ったので、その点についても言及している。

- ・第7章「その他機構資産の適切な運用に関し必要な事項」では、トピックとして資産運用部の組織再編による、具体的な成果について言及している。

<主な質問、意見等>

(委員) 自家運用の利回りが低位に留まっていることへの対応の可能性について、具体的な「対応の可能性」とは何か。また、自家運用は現在どのような運用か。

(事務局) 国内債券を満期保有目的で保有しており、満期時期を10年超の期間に分散したラダー型運用を行っている。自家運用の利回りが低位に留まっているのは、十数年間の長期金利の平均値のようになっているためである。対応については、会計上の観点などから可能か否かといったことも含めて、幅広く検討していきたい。

(委員) 機構の組織図を添付することを検討して欲しい。全体像の中の資産運用部の位置付けを示すことにより、体制面が整っていることを示せるだろう。

(委員) 組織改編について、組織を改編することによって、具体的にどのようなリターンを得やすいか明記することを検討して欲しい。

(委員) 資産運用関係役職員の資産運用に係るリテラシーの向上について、資産運用委員会での審議を受けるだけでは足りないと思う。日々の業務で行っているこ

となど、総合的に記載した方がよい。

3. 令和5年度責任投資活動報告書（案）〈報告事項〉

事務局より「令和5年度責任投資活動報告書」の素案が示され、ポイントが説明された。本案は、当委員会後に改めて各委員からの意見を集約して最終案を作成し、機構ホームページで公表される予定。説明の概要は以下のとおり。

- ・令和5年7月の責任投資方針策定、8月のPRI署名を踏まえ、拡充した機構の活動をより分かりやすく説明するために、サステナビリティ全般に関する活動を記載した「責任投資活動報告書」として作成することとした。
- ・従来のスチュワードシップ活動報告書はワードで作成していたが、責任投資活動報告書はパワーポイントで作成した。文量を2分の1から3分の1程度に減らし、図表を増やすことにより、より見やすさや分かりやすさを重視した。
- ・従来のスチュワードシップ活動報告書の内容に加え、理事長からの「1. トップメッセージ」、「2. 責任投資の概況」、「3. 責任投資アプローチ」、「4. 責任投資活動の状況」のうち「5）運営上の取組」と「6）今後の方針」を追加した。
- ・「3. 責任投資アプローチ」では、運用受託機関に対するエンゲージメントを行う際の、運用受託機関の選定・評価・管理などについて記載している。前回の本委員会で報告した、ESG要素の投資戦略への組入れを、今年度より開始している「当機構による、運用受託機関のスチュワードシップ活動への評価導入」を通じて実施することを説明している。
- ・「4. 責任投資活動の状況」のうち「5）運営上の取組」では、機構が行っている環境・社会へ配慮した取組を記載しており、「6）今後の方針」では、受託者責任の範囲内で、持続可能な社会の実現を後押しするための活動について引き続き検討することを記載している。

4. その他

（1）第86回中退部会関係〈報告事項〉

厚生労働省勤労者生活課より、令和6年3月18日に開催された労働政策審議会中退部会の模様について説明が行われ、委員会として情報が共有された。説明の概要は以下のとおり。

- ・3月開催の中退部会では、「令和6年度の付加退職金の支給率」が議題となった。厚生労働大臣から労働政策審議会へ、「令和6年度の付加退職金支給率を0.0010とする」という内容が諮問された。令和4年度財政検証で決めた付加退職金上限ルールを、今回初めて適用している。審議会に諮ったところ、公・労・使の委員から特段異論は

なく、妥当であるという答申をいただいた。したがって、令和6年度の付加退職金の支給率は0.0010で確定した。

(2) 資産間リバランスについて〈報告事項〉

事務局より、合同運用資産における資産間リバランスの実施について報告が行われ、了承された。資産間リバランスの事由と内容は下記のとおり。

- ・3月末時点で、国内株式と外国株式の資産構成比が乖離許容幅の上限を、国内債券と外国債券の資産構成比が乖離許容幅の下限を、それぞれ超過した。このため、リバランスルールに則り、国内株式と外国株式の資産構成比を引き下げ、国内債券と外国債券の資産構成比を引き上げるオペレーションを実施した。
- ・具体的には、国内株式と外国株式を一部売却し、その資金を国内債券と外国債券の購入に充てた。売買はいずれもパッシブファンドから行った。

<主な質問、意見等>

(委員) 国内株式と外国株式は、割と株価が高いときに売却したということか。

(事務局) 然り。

(了)

令和6年度第2回資産運用委員会議事要旨

【開催日時】 令和6年6月17日（月）13：00～15：00

【開催場所】 勤労者退職金共済機構9階A・B会議室

【出席者】 玉木委員長、黒木委員長代理、大野委員、馬庭委員

※資産運用委員会規程に基づき、議題1については、委員長が機構の運用業務に関するコンサルタントの同席を要請。

【欠席者】 菅原委員

【議事要旨】

1. 基本ポートフォリオ見直しについて〈審議・報告事項〉

（ア）乖離許容幅・リバランスルールについて〈審議事項〉

事務局より、中退共資産に係る乖離許容幅・リバランスルールについて説明が行われ、審議の結果、委員会として了承された。説明の概要は下記のとおり。

- ・乖離許容幅、及びリバランスルールについては、その決定方法については決まったルールがなく、当機構においては、過去シミュレーションによって、リバランスの回数やコストを確認しながら決定してきた。
- ・今回の基本ポートフォリオ見直しは、金融経済情勢の見通しが変化したことを契機に資産構成割合を見直すことが主であるため、乖離許容幅・リバランスルールについては従来の方法を踏襲する方針である。但し、今回は外国債券をヘッジ無しとするため、「国内債券の乖離許容幅を、リスク資産である国内株式と外国株式の乖離許容幅の合計値」となるように変更を行った。
- ・新たな乖離許容幅をもとに、現行基本ポートフォリオと比較すると、新基本ポートフォリオではリバランスコストは抑えられる試算結果となった。

＜主な質問、意見等＞

（委員） リバランスの回数が増えても、リバランスコストが上がらないのはどのような理由か。

（事務局） 資産ごとにリバランスコストが異なる前提のため、どの資産がリバランス対象になるかでコストが変わってくる。

（イ）特退共の基本ポートフォリオ変更について〈報告事項〉

合同運用資産は、中退共の基本ポートフォリオ見直しや資産間リバランスルールにより、資産構成割合が見直される。従って、今回の中退共の基本ポートフォリオ見直しにより、特退共資産の資産構成割合も連動して変更となる。この変更について事務局よ

り説明が行われ、委員会として了承された。

(ウ)「資産運用の基本方針」の改正について〈審議事項〉

事務局より、基本ポートフォリオ改定に伴う「資産運用の基本方針」の改正について説明が行われ、中退法第六十九条の二 第二項（注）に基づく審議の結果、委員会として了承された。

（注）中退法第六十九条の二 第二項「第七十八条第一項に規定する基本方針の作成又は変更は、資産運用委員会の議を経なければならない。」

(エ) 対外公表資料について〈報告事項〉

事務局より、対外公表資料「中退共資産等に係る基本ポートフォリオ見直しについて（令和6年度）」について説明があり、了承された。説明の概要は下記のとおり。

☞「中退共資産等に係る基本ポートフォリオ見直しについて（令和6年度）」は[こちら](#)をご覧ください。

- ・資料内容は、令和6年度第1回資産運用委員会で提出した資料をベースに、冒頭に見直しの背景、基本的な考え方の解説、見直しにおいて議論となった項目を説明し、背景となるデータを記載している。また、令和5年度第4回資産運用委員会以降の、基本ポートフォリオ見直しに関する議論の内容は、後日まとめて公表することとしていた。このため、資料後半には、未公表の議事要旨を加えている。
- ・「1. 新基本ポートフォリオ 4) 基本ポートフォリオ見直しにおけるポイント」は、今回の見直しに際しての議論をまとめたものである。

<主な質問、意見等>

（委員） 期待収益率を維持するためにリスクを落とすという点が、今回の見直しの最大のポイントだと思う。金融情勢変化によって国内債券等の各資産の期待収益率がどのように変わったのか、また最低資産配分を3%ではなく2%が妥当となぜ判断したのか、少し踏み込んで書くのが良い。

（事務局） 金融情勢の変化について、「重要な前提条件に係る検証の推移」という形で、令和4年9月から令和6年4月に至る資産運用委員会での議事内容の変遷を記載し、その中で、国内の物価動向や日銀の金融政策に着目したことを記述している。最低資産配分については、資産間の順位をはっきり付けるためには、最低資産配分2%がバランスとしては良いとの考えを記述している。

2. 令和5年度資産運用に関する評価報告書（案）〈審議事項〉

事務局より、令和6年度第1回資産運用委員会にて素案が審議された令和5年度資

産運用に関する評価報告書（案）について、その後に資産運用委員からのご意見や、厚生労働省や機構内からの指摘を踏まえて修正を重ねた第3次案が提示された。審議の結果、当日や委員会後に追加された修正を加えて最終案を作成、資産運用委員にご確認いただいた後、厚生労働省へ提出することが了承された。

☞「令和5年度資産運用に関する評価報告書」については[こちら](#)をご覧ください。

3. 令和5年4月から令和6年3月の資産運用実績報告（6経理）〈報告事項〉

事務局より、令和5年4月から令和6年3月における6経理（注）の運用実績について、資料の提示・報告が行われ、了承された。

（注）中退共給付経理、建退共給付経理・特別給付経理、清退共給付経理・特別給付経理、林退共給付経理

4. マネジャー・ストラクチャー見直しについて〈報告事項〉

事務局より、マネジャー・ストラクチャーの現状や検討ポイントについて報告・説明があり、了承された。

5. PRI 年次報告について〈報告事項〉

事務局より、PRI 年次報告について説明があり、了承された。説明の概要は以下のとおり。

- ・昨年8月に PRI 署名機関になったことに伴い、今後 PRI 宛てに活動報告を年次で行う必要がある。初回である今回は任意報告の位置付けであるが、報告を行う方針であり、PRI 年次報告書の作成を7月下旬迄に行う予定。
- ・前回の委員会で提示した「令和5年度責任投資活動報告書」については、ご意見等を反映した最終版を準備中であり、6月中旬に公表する予定である。

☞「令和5年度責任投資活動報告書」については[こちら](#)をご覧ください。

<主な質問、意見等>

（委員） 報告書にスチュワードシップ活動による成果は記載されるのか。

（事務局） 受託者責任の範囲内でこの活動を行っているということは報告書の中に記載する項目がある。ただ、定量的な効果検証を回答する項目はあまり見受けられない。

（委員） 定量的な効果検証まで求めるつもりはないが、このような活動が将来的には全体のリターンを底上げしていくというような、リターンの向上につながるプ

ロセスの説明があるとよい。

(事務局) 質問に応じ、そのような記述をしていきたい。

(委 員) 各運用機関のスチュワードシップ活動をヒアリングし、それを集約したものが本機構の PRI 報告書になっていくという理解でよろしいか。集約した各運用機関の考えを、当機構の方針に置き換えていくということか。

(事務局) 然り。但し、集約するだけでなく、運用受託機関のスチュワードシップ活動を評価しているため、当機構の意向も反映されていると考える。

(委 員) スチュワードシップ活動は、守るべき利益を守り、世の中で我々の置かれた位置というものも考えなければならないので、手探りの部分があり、扱いの難しいテーマと認識している。必要に応じて、委員会で審議してほしい。

(了)

資産運用委員会の議事要旨 1) 令和5年度第4回資産運用委員会(令和5年12月26日)

説明内容

○資産構成割合を再計算する際に想定される論点

・資産構成割合を再計算する際に想定される論点として、第一に、外国株式の配分がゼロとなる可能性、第二にヘッジ付き外国債券の配分がゼロとなる一方で為替オープンな外国債券が配分され、結果ポートフォリオ全体の為替リスクが増える可能性が挙げられる。これらの問題は平均分散法による資産構成割合の計算結果が前提のわずかな変化で大きく変動することからくるものであるが、資産構成割合の再計算に関して、平均分散法以外の手法で評価が確立している手法はない。資産運用の分野で評価が確立していない手法等に当機構が先鞭をつけてチャレンジしていくようなことは行わないという当機構の基本的なスタンスに基づき、引き続き今回も平均分散法を採用したい。

・対応策としては、①最適化結果に従う、②平均分散法モデルの使用データを再検討する、③配分ゼロを避けるために制約条件を設けるの3つを考えている。今回の委員会で結論を出すものではないが、後々、速やかなポートフォリオの組み換えができるように事前準備をしていきたい。なお、実際に1月の内閣府シナリオにて再計算した結果が、今回の論点と異なる場合がありうる。

主な質問、意見等

(委員) 最適化計算は、少し前提を変えると大きく結果が変わることがある。他機関では均等に資産を分散しているところもあり、分散することによりリスクを低減させる努力をしていると外からは見える。相関係数によってリスクを分散する、ポートフォリオ全体でボラティリティを抑える、リスクの低減効果というところは引き続き御検討いただきたい。また、資産の配分が極端に違っている場合には、その理由を説明できるようにしておいた方がよいのではないか。

(事務局) 他機関との大きな乖離が出ている場合については、制度設計の相違あるいは負債構造の相違を説明していくことになると思う。一方で、資産配分が極端な結果にならないようにする方法論を取り入れることも併せて考えていきたい。

(委員) 外国株式の配分がゼロになってしまうということがある程度確実なのかということがそもそも疑問であったが、目標利回りが1%台であると確かに外国株式の比率がゼロになる可能性がある。資産比率を均等にする必要はなく、金利が上がってくればキャッシュフロー・マッチング的なアプローチもあり得る水準である。最適化の手法を使うということであれば、原則としては結果に従うべきと考えるが、議論を行い資産配分について結論を出し、自分たちが納得した上で、外部への説明ができるよう準備していかなければならないだろう。

(事務局) 外国株式の配分がゼロになってしまうかどうかは、実際に1月に出てくる数値を基に最適化の作業をしてみなければわからない。そのためには、信頼のおける金融経済データを探し、どのように数値を見ていくかが重要である。機構の現在のポートフォリオは約7~8割が国債になっているというところで特徴付けられているものがあるが、分散することでリスクをマネージしているという状況に鑑み、極端に資産配分が違っている場合には議論が必要になってくると考える。

資産運用委員会の議事要旨 2) 令和5年度第5回資産運用委員会(令和6年2月26日)

説明内容

○資産構成割合の再計算 試行

・今回算出した期待収益率、リスク値で資産構成割合の再計算を行った。再計算の結果、外国株式の配分がゼロになり、また、ヘッジ付き外国債券の配分がゼロとなる一方で為替オープン外国債券が配分された。

・分散投資の観点から、為替リスク保有資産に上限を設け、各資産の最低配分を設定した。事務局としては、全体での為替リスクは増やさず、配分ゼロの資産ができることは避けつつ、資産クラスごとの配分順位は付ける、といったバランスを考慮すると、最低資産配分2%と置いたケースが望ましいと考える。

主な質問、意見等

(委員) 今回は基本ポートフォリオを見直さないという判断かと思ったが、資産構成割合の再計算を試行しているのはなぜか。

(事務局) 金融経済情勢が変わったと判断できれば基本ポートフォリオは変えるが、そう判断できるタイミングが近付いていると見ている段階であり、決断までには至っていない。基本ポートフォリオを変える準備を始めるということで、今回資産構成割合の再計算等を行った。

(委員) 5資産で分散した方が効率的なポートフォリオになるというのは資料を見れば一目瞭然であるため、最低資産配分を設定することに異論はない。ただ、ヘッジ付き外国債券の扱いについてはもう一度検討した方がよいと思う。また、世の中の経済環境が変わった時に、リスクを過大評価してしまっている状況になるのではないかと懸念している。

(事務局) ヘッジ付き外国債券については、中長期的なリターンを検討するプロセスに従って行っていきたい。また、リスクについて、より少ないリスクで求められるリターンを目指していくというのは、基本的なスタンスで合致していると考えている。

(委員) 定性的な判断を加えて、それを説明責任の観点や対外的な分かりやすさを踏まえて見直しを行うことについては賛成である。その中で、ヘッジ付き外国債券を一つのアセットクラスとして分けていることに違和感を感じる。他の公的年金と同様に、債券の手法の中に入れる方が対外的にも分かりやすいのではないか。また、本機構はPRIに署名して、グローバルに視野を広げてESG投資にも目を向けていくという重要なステージにいると考えるため、グローバル市場を視野に入れる点は、かなり意識していただきたい。

(事務局) 国内債券に対し、外国債券の比率が少ないため、為替のオーバーレイというオペレーションのカテゴリーを設けて為替のヘッジ率を決めていくやり方は、当機構では採用していない。資産カテゴリーの中で外国債券をヘッジ付きとヘッジなしに分けている点は、ややユニークな立ち位置であると考えている。

(委員) 中長期的に考えれば為替のリターンリスクは決して効率的ではないので、為替リスクの上限を設けるということに関しては良いと思う。また、ヘッジ付き外国債券を別建て資産にするのかということは、今後の課題ということで検討していただきたい。

(事務局) 今回の資産構成割合の再計算は、最小のリスクで期待リターンを獲得するための試算結果である。将来、財政検証が行われ、リターンが変わるということであれば、また違ったポートフォリオになるのかと思う。また、ヘッジ付き外国債券については、今まで100%ヘッジしてきたところから一歩踏み出すとどうなるかということを示した。

資産運用委員会の議事要旨 3) 令和6年度第1回資産運用委員会(令和6年4月19日)

説明内容

○重要な前提条件の変化の検証

・注目していた物価動向が明らかに変化し、金融政策が変更になったことを踏まえ、基本ポートフォリオ策定の重要な前提条件である金融経済情勢が変化したと判断した。

○基本ポートフォリオ見直しについて

・平均分散法による最適化結果について、分散の観点で各資産の最低配分を設定し、為替リスク・エクスポージャーについては現行基本ポートフォリオと同等以下とした。また、前回の委員会でのヘッジ付き外国債券を一つのアセットクラスに分ける必要があるのかとの指摘を踏まえ、ヘッジなし外国債券とヘッジ付き外国債券については、両者の合計について最低資産配分を設定した。

・事務局としては、全体での為替リスクは増やさず、配分ゼロの資産ができることは避けつつ、資産クラスごとの配分の順位は付けるといったバランスを考慮すると、各資産の最低配分を2%と置くケースが望ましいと考えるに至った。

・前回の委員会で、外国株式のウェイトを大きく下げるこの案に関して、委託運用のリスクを過大評価していないかとの指摘があった。最低限のリスクで必要な利回りを確保するという考え方は機構の資産運用で中核となるものであり、今後もその考え方を継続していく方針である。その上で、今後、予定運用利回りが引き上げられた際には、改めて基本ポートフォリオ見直しを議論していきたい。

主な質問、意見等

(委員) 外国株式の配分を7.9%から最低資産配分である2%まで下げることにについて、下げ過ぎではないかと思う。理由は4つあり、1つ目は、収益機会、その面での分散が十分図れなくなるおそれがあるのではないかと。2つ目は、ホームバイアスの問題。3つ目は、乖離許容幅の問題。4つ目は、今回の基本ポートフォリオの見直しの主な背景が金利見通し変化であるのに対して、外国株式の配分を下げるのは何故か、フォーカスを当ててしっかりと説明をしていく必要があるということである。

(事務局) 十分な分散が図られていない結果に陥っていないかという点は、その観点からすると結果そうになっている部分はあるかと思うが、最低限のリスクで必要な利回りを確保するための資産配分である。ホームバイアスが強過ぎるのではないかという指摘については、最適化計算の投入係数から出てきた結果をまずは尊重するという形でこのような結果になったという部分があるため、ホームバイアスの要素をプロセスに入れた部分というのは特段ない。乖離許容幅については次回の委員会で審議したい。

(委員) 今回の基本ポートフォリオの期待リターン水準とリスク水準から考えると、外国株式と外国債券の構成割合は必然的に下がらざるを得ないと思う。与えられた制約条件で行くと、為替のリスクは取りたくないということになって、このような結果になるのは仕方がないのかと数値を見て感じた。ホームバイアスの指摘については、リスクがもっと取れればホームバイアスが解消される方向になると思う。ただ、為替リスクを避けるということで、必然的に国内資産の構成割合が上がっているが、数値的には合理的な結果が出てきているのかと判断している。

(委員) 対外的な説明の仕方について、国内債券が増えてほかが減るのは、国内金利も上がっていて、運用環境がよくなったので期待リターンを獲得するためのリスクが減ったという説明になるだろう。

(委員) リスクを落とすということは、対外的に説明するときには強調した方がよいと考える。リスクを落とせばもしかしたらリターンは上がらない可能性もあるわけなので、注意が必要だと思う。

(委員) 全世界の時価総額の9割以上を占める外国株式の構成割合を大きく下げるにより、収益機会を十分に得ることができなくなると考える。機構が保有する外国株式の構成割合について、引上げと引下げが繰り返されており、ステークホルダーから見てもポリシーが一貫しているようには見えにくいのではないかと。

中退共の基本ポートフォリオ見直しについて

- 国内長期金利に係る前提条件（超低位安定）が変化したことに伴い、委託運用の資産構成割合の再計算を行った。
- 見直し前と比べて国内債券の期待収益率が高まったため比率が高くなったほか、内外株式の期待収益率の差が縮小し、相対的にリスクの大きい外国株式の比率が低下した。

基本ポートフォリオの見直し内容

	ポートフォリオ		資産構成割合				
	期待 収益率	リスク	自家運用 (簿価) ※2	委託運用(時価)			
				国内債券	国内株式	外国債券 ※3	外国株式
見直し前 基本ポートフォリオ (A) (令和3年10月1日改定)	※1 1.17%	※1 2.01%	56.9%	21.8%	3.9%	9.5%	7.9%
うち委託運用部分	—	—	—	50.7%	9.0%	22.0%	18.3%
乖離許容幅	—	—	—	±5.3%	±2.4%	±2.4%	±5.3%
見直し後 基本ポートフォリオ (B) (令和6年7月1日改定)	1.10%	1.43%	56.9%	31.2%	4.0%	5.9%	2.0%
うち委託運用部分	—	—	—	72.4%	9.3%	13.7%	4.6%
乖離許容幅	—	—	—	±3.6%	±2.3%	±1.7%	±1.3%
変化幅 (B-A)	△0.07%	△0.59%	0.0%	9.4%	0.1%	△3.6%	△5.9%

※1 今回推計し直した数値を表示。

前回改定時点(令和3年10月1日)では、期待収益率は1.10%、リスクは1.92%。

※2 自家運用(簿価)は、国内債券(簿価)のほか、生命保険資産(一般勘定)、短期資産を含む。

※3 外国債券について、見直し前の基本ポートフォリオでは為替ヘッジを行うが、見直し後の基本ポートフォリオでは為替ヘッジを行わない。