

令和5年度第3回資産運用委員会議事要旨

【開催日時】 令和5年9月12日（火）13：55～15：25

【開催場所】 勤労者退職金共済機構9階A・B会議室

【出席者】 村上委員長、玉木委員長代理、大野委員、中島委員、馬庭委員

※中島委員は、WEB会議システムにより出席。

※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。

【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6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、令和5年度第1四半期（4～6月）は、経理により差異はあるものの、全体的に比較的高い利回りとなった。内訳については、委託運用利回りが高い伸びになり、全体を押し上げた。
- ・委託運用の高い利回りの要因は、国内株式と外国株式の収益率がいずれも高い伸びを示したことである。
- ・資産クラスごとの超過収益率は、国内債券・国内株式・外国債券ではプラス、外国株式がマイナスで、全体ではプラスとなった。超過収益率の要因分解では、資産配分効果が大宗を占めている。株価上昇と債券価格下落が続いたため、オーバーウエイトになっている国内外の株式の収益率がプラスに、アンダーウエイトになっている外国債券の収益率がマイナスになったことが、いずれも資産配分効果のプラスに寄与している。
- ・この期間の国内外の株式の収益率は、明らかに異常といえる水準の高さであり、どこかで反動の来ることが懸念されるが、一方で、何らかの構造変化が起こっている可能性もあるため、基本ポートフォリオ見直しに向けて注視が必要な状況と考えている。
- ・超過収益要因については、委託運用の期待収益率程度ということで、市場収益要因がゼロでも期待収益率を達成できると考えれば悪くない水準と言える。ただ、大宗は資産配分効果であり、相場動向に起因する部分が多いので、運用受託機関のパフォーマンスである個別資産効果としては若干物足りない水準と言える。
- ・資産配分効果については、プラスであっても余りに大きくなると、相場が反転したときの影響が過大になるため、引き続き注視したい。ただ、現状はそこまで大きなもの

ではなく、過剰なリスクを抱え込んでいるわけではないと考えている。

- ・ 4～6月の運用損益額について、中退共においては、予定運用利回り相当の責任準備金増加分と業務経費を差し引いても剰余金が発生する水準であり、仮にこのまま年度末を迎えるとすれば、累積剰余金水準がほぼ想定損失額をカバーする水準にまで回復することとなるため、財務上の問題はないと考えている。なお、他の経理についても、合同運用を行っているため、委託運用の状況は中退共と基本的に同様となっている。

2. 基本ポートフォリオの見直しの検討について〈審議事項〉

事務局より、基本ポートフォリオについて、現状に関する認識の擦り合わせと、それを踏まえた今後の方針に関する相談事項について、以下のとおり説明があり、了承された。

- ・ 1年前の委員会では、当面は状況の帰趨を見守るが、多くの市場関係者が予想する日銀総裁交代に伴う金融政策の変更が実現した場合、見直し作業開始のタイミングは1年後の秋頃、としていたが、金融政策の明示的な変更は行われず、1年前の予想とは異なる展開になっている。このため、もう一度現状に係る認識を擦り合わせるとともに、今後の方針について御審議頂きたい。

1年前に注視するポイントとして挙げたものは以下の6点であるが、いずれにおいても先行きを見定めにくい状況にあり、中期的に維持すべき基本ポートフォリオの具体的な再計算を行うべき環境にはなっていないと思料される。したがって、引き続き、各チェックポイントの動向を注視しつつ、具体的な資産構成比の再計算作業開始のタイミングを計りたいと考えている。

(1) ウクライナ情勢

ウクライナが反転攻勢に出たこと、ワグネルの反乱などの大きな変化はあったものの、戦況は膠着状態であり、引き続き先行き不透明感が強い状況である。

(2) 気候変動問題対応

地球温暖化問題に関する「締約国会議 (Conference of the Parties)」における議論の動向が世界的な動きの方向性を決める重要な要素である。世界的な異常気象の発生とウクライナ問題によるエネルギー供給制約という相反する要素が見られる中、これも先行きがなかなか見通しにくい状況にあると考えている。

このほか、今年の会議の開催場所が資源国である UAE であり、議長も石油会社の経営者ということで、早くも議論後退観測が流れているが、一方で世界的な猛暑や大規模な山火事の発生など、異常気象に係る危機感は強まっており、議論の帰趨は予測しがたいものがある。

(3) 物価動向

原油価格について、2022年6月の120ドル台から一時70ドル台まで低下し、欧米の消費者物価の上昇率も大きく低下している。ただし、上昇率の水準自体はターゲットを上回っており、先行きについても警戒感が残っている状況である。日本ではターゲットを超えた状態にあるものの、日銀は、輸入物価上昇分の転嫁が一巡すればまた低下するとの見方であり、安定的な状況には至っていないとの見方である。

消費者物価に関する見通しの変化については、米国はこの1年間ほぼ変化はなく、日本も若干上振れもあったが大きな変化は見られない。物価についても、引き続き先行きが見通し難い状況と考えられる。

(4) 景気動向

予測機関の実質GDP成長率見通しにおいて、米国については、金融政策の効果から来年まで成長率が鈍化し、その後回復していく姿となっている一方、日本については、先行きに従って成長率が少しずつ低下していく姿になっている。こうした姿は、この1年間で日米とも大きな変化は生じていない。

(5) 金融政策

米国、欧州ともに、インフレと景気の両にらみスタンスを取って、今後はデータに基づいて決定するとしており、一段と先行きを読みづらい状況になっていると考えられる。

また日本についても、日銀総裁交代後の政策変更は実現せず、政策決定会合にてYCCの柔軟化は発表されたものの、政策の正常化へ歩みだす動きではなくYCCの持続性を高める動きと説明しており、政策変更時期が読みづらい状況となっている。

(6) 市場の反応

金融市場の動向は、為替が円安方向に振れている以外は、個別ニュースに散発的に反応している状況と考えている。機構の運用受託機関各社に対し、今般のYCC柔軟化に関する見方と対応方針を聴取したところ、多くは、運用面で特段の対応を行っておらず、日銀の今後の政策姿勢については、いまだ様子見の状況にあることがわかった。

- ・再検討作業開始の環境が整ったと判断された場合に、見直し作業が円滑かつ効率的に進められるようあらかじめ見直しに際してのポイントや見直しの範囲について方針を確認しておきたいと考えている。具体的には以下のとおり。

(1) 見直しの根拠

①どのような状況になった場合に重要な前提条件が崩れたと判断するか。国内長期金利に関する見直しを見直す場合に、どの機関の予測を使うか。

現行基本ポートフォリオにおける重要な前提条件の一つである国内長期金利

の見通しが、妥当なものではなくなる可能性が高いと考えているが、明確に金融政策変更が宣言されずに現在のような微妙な対応が続いた場合、政策変更宣言を待たずに金利の水準あるいは方向性で判断するのか、その場合の基準値ほどのぐらいか、という点が論点である。

また、内閣府の見通しは無条件で受け入れるべきものではないとすると、妥当性をどのように判断するかも論点となる。

これらは、今回の見直しの最重要ポイントになると考えている。

②国内長期金利以外に、何か重要な前提条件の変化とみなし得る事象はあるか、ある場合はそれに対してどう対応すべきか。

(2) 見直しにおける再検討項目の選択

基本ポートフォリオは、中期的に維持されるべきものであり、前回の見直しからまだ2年しか経っていないことを踏まえると、今回の見直しは、国内長期金利に係る前提条件が崩れたことに伴う緊急見直しという位置付け。

したがって、基本的には、その部分をアップデートすることが見直しの内容になる。前回の基本ポートフォリオ構築時に決定した外国債券の取扱い、各資産クラスのリスク値等の計算期間、自家運用資産の水準の決定方法については、それらに係る重要な前提条件が変化したという明確なエビデンスがない限りは、改めて議論はしない方向で考えている。

無論、今後、これらの論点に関する経済変数や制度等の動向は継続的にチェックし、大きな変化が認められれば見直しの対象に加えることとする。

<主な質問、意見等>

(委員) 物価動向を見極めるのも重要だが、物価は遅行指数のため、判断のタイミングとしては遅くなってしまふ。今回は賃金動向が一番重要ではないか。日銀の政策に大きな影響を与えるエビデンスになるので、賃金が安定的、継続的に上昇していくのか、注視すべきである。

(事務局) 物価動向については、決してCPIの実績の動きから先行きを見定めようとしているわけではない。ご覧いただいた資料も物価上昇率の見通しの変化であり、そこには賃金動向なども反映されている。昨年の議論でも、物価動向の決定要因として賃金の動向を挙げている。物価動向については、今後、賃金に影響を与える企業業績なども含めて注視して、判断していきたい。

(委員) ヘッジ付き外国債券の期待収益率について、現行基本ポートフォリオ策定時には、国内債券の期待収益率からヘッジコストを引く形で推計したが、最近の現実の動きはそこから大きく乖離している。こうした乖離が構造的な要因によるものでないか、検証が必要。

(事務局) 前回見直しから2年間という短い期間であり、かつ債券市場がかなりイレギ

ユラーな動きをしていたことを勘案すると、この2年間のデータを加えただけで構造的な変化を特定し、新たなモデルを構築するのは難しいのではないかと
思料する。無論、データ以外で構造的な変化が見えてくれば、見直すことになる。
現段階で見直しの可能性を排除するものではない。

(委員) ヘッジなしの外国債券の収益率が非常に大きく変動した一方、国内債券については殆ど動いていない。そこにヘッジコストを加えれば、ヘッジ付き外国債券の収益率がマイナスになっているのは事実である。こうした構造がしばらく続くとすれば、現在の運用方法には問題があるのではないか。

(委員) 金融政策の変更という明確な形で基本ポートフォリオ見直しのきっかけが出てくるかどうかはわからない。基本ポートフォリオ見直しの理由については、政策変更ではなく金融情勢の変化というとらえ方の方が、説明力の観点からも良いのではないか。半年くらいのスパンでは春闘に向けた動き、中期的には人手不足の影響が注目されるが、新聞等で報道される前に水面下で変化が始まっていることが多い。そうした兆候を丹念に拾いながら、情勢を見極めて、金融政策の変更など形式的、表面的な変化に依存せず、変更を決断すれば良いと考える。

(事務局) 突然に枠組みが変更される可能性もあるので、後手に回らないよう、賃金、物価等、先を見据えて身構えておく必要がある、難しい局面と考えている。

(委員) 外国債券はフルヘッジとのことだが、現状、ヘッジコストが非常に高くなっているため、このままヘッジ付きで運用していくのかは検討の余地があるのではないか。今すぐ基本ポートフォリオを変更するというのではなく、例えばヘッジ比率を変えてみたらどのような結果になるのか、シミュレーションを行ってみることは可能か。

(事務局) ヘッジ比率を変えてのシミュレーションではないが、最適化の計算をする際、資産クラスにはオープン外債とフルヘッジの外債の両方を入れている。したがって、その組み合わせの結果が、より効率的なヘッジ比率の有無を確認することと実質的に同じことをやっていることになるのではないかと考えている。

(委員) 基本ポートフォリオ見直しに際して、例えば物価上昇率が一時的な上昇ではなく、定着していくという想定をした場合に、その下で想定される基本ポートフォリオをシミュレーションして見ることは可能か。すぐにポートフォリオを変える必要性はないと思うが、その準備のため、異なる前提条件の下での基本ポートフォリオの姿を確認することは有意義ではないか。

(事務局) 実施する方向で検討する。

(委員) 米国では1年前のこの議論の後、逆イールドとなり、1%を超える水準の逆イールドが続いている。向こう1年くらいはこの状況が続く蓋然性が高いと考えるが、そうなるとヘッジ付き外国債券の収益率は期待収益率を大きく下回る

可能性が高く、あまり有利な資産とは言えない。個人的に向こう1年間ヘッジ付き外国債券を買うかと言われてたらやめておく。逆イールドが5年間続くとは思わないが、向こう1年間、かなり不利な資産になることが見えている中で今の基本ポートフォリオを維持するのは、運用の自由度の観点から問題ではないか。5年計画を基本としつつ、向こう1年間の見通しでそれを少し変える実践ポートフォリオのような運用を行っている機関もある。運用の自由度について、機関の見解如何。

(事務局) 現在の基本ポートフォリオにとって不利な状況が、どのくらい続くのか明確には判断できない状況で、博打を打つような変更を行うことは、中長期的な収益の安定性を重視する観点からは難しいと考える。株式においても、バリュー型運用スタイルにとって厳しい環境が続いている状況でも、反転した時に備えてバリュー型運用ファンドへの委託を続けているのと同様の考え方である。ある程度運用の自由度が犠牲になるのもやむを得ないものと思料する。

(委員) 株式の相場動向と債券の相場動向は同一には論じられないのではないかと。逆イールドは少なくとも向こう1か月、2か月は続く蓋然性が高い。そうすると、1か月、2か月の意思決定としては博打とは言えないのではないかと。逆イールドが解消されるまでは基本ポートフォリオからの乖離を許容するという意思決定もあると思われるので、検討してほしい。

(委員) ヘッジコストがかなり高い状態がまだしばらく続きそうだという前提の下で、どのように対応すべきか、という問題でもある。

(事務局) 他機関における実践ポートフォリオの運用方法等を調査してみたい。

(委員) 賃金上昇や物価について、賃上げの持続性等は、日本企業の収益構造が変化していくのかに懸かっている。長期的にはその点に関する見方が非常に重要。

為替相場については、円ドル相場が、過去四半世紀に亘って続いてきた100円～120円のボックス圏相場から抜け出した可能性がある。その場合、ヘッジ付き外国債券投資は非常にコスト高な投資になってしまうので、そうした構造変化が起こっていないか、早めに検証しておくことが必要。

(委員) 運用受託機関にはヘッジ比率の裁量は与えられているのか。

(事務局) 原則として対円では100%ヘッジとしている。為替を収益源とするファンドは、国別ウエイトをベンチマークから乖離させて収益源としている。

(委員) 運用の自由度という観点からは、運営上のアクティブ度合いについても検討の対象となると思料する。ただし、自由度を大きくしたからといって必ずしもうまくいくとは限らないというのは肝に銘じておく必要はある。

3. PRI 署名に関する状況について〈報告事項〉

事務局より、PRI 署名について以下のとおり報告があり、了承された。

- ・7月に申請し、8月に会費振込を完了して、正式にPRI署名機関となった。8月28日には機構ホームページで公表し、併せて厚生労働省の記者クラブにも投げ込みをした。
- ・今後は、10月上旬に初めて日本で開催されるPRIの年次カンファレンス、PIP（PRI in Person）への参加を予定している。そこでの情報収集や意見交換、カンファレンスの模様については、次回の資産運用委員会で報告する。

4. その他

(1) 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。

- ・8月末時点で、国内株式の資産構成比が乖離許容幅の上限を、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、国内株式の資産構成比を引き下げ、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、国内株式を一部売却し、その資金を外国債券の購入に当てた。売買はいずれもパッシブファンドから行った。

(2) 独立行政法人評価について〈報告事項〉

厚生労働省勤労者生活課長より、機構の独立行政法人評価について以下のとおり報告・説明があり、委員会として情報を共有した。

- ・今回の評価の対象期間は、令和4年度と第4期中期目標期間全体の2つである。一般の中退共事業については、いずれも標準よりも一段階高い評価となった。
- ・令和4年度分については、資産運用の基本方針に基づいた資産運用が着実に実施されている点、委託運用における全経理合同運用が実現された点、サステナビリティ活動のための高度人材確保がされた点、中退共の付加退職金見直しのための厚生労働省への情報提供が行われた点などが評価された。
- ・第4期中期目標期間全体については、令和4年度分と同様の点に加え、機構が直近5年間で自主的に資産の運用を含めた枠組み作りに取り組んだ点、スチュワードシップ活動などによって公的機関のアセットオーナーとしての社会的使命に応えた点なども評価された。
- ・中期目標における指標の設定については、令和5年度から始まる中期目標期間より、

資産運用の目標を変更する。定量的な指標からプロセス評価の指標に変更するというものであり、具体的には、今までベンチマーク収益率の確保という数量的な指標であったところ、令和5年度からは資産運用委員会が策定する資産運用に関する評価報告書における、年間を通じて運用の目標達成に向けた取組等が適切に実施されたか、という点についての評価が、資産運用に関する評価の指標となる。次回、令和5年度分の評価からはこの新しい指標に基づいた評価が行われることとなる。

(了)