

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)

令和6年7月1日

独立行政法人勤労者退職金共済機構

目次

1. 新基本ポートフォリオ	
1) 基本ポートフォリオ見直しの背景	P2
2) 考え方	P3
3) 資産構成割合	P4
4) 基本ポートフォリオ見直しにおけるポイント	P5
2. 背景となるデータ	
1) 各資産の期待収益率	P7
2) 最新の日本経済見通しまとめ	P8
3) リスク値・相関係数	P9
4) 最適化結果の選択肢	P10
3. 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)	P11
2) 令和5年度第5回資産運用委員会(令和6年2月26日)	P12
3) 令和6年度第1回資産運用委員会(令和6年4月19日)	P13
4. 特退共の新基本ポートフォリオ	
1) 建退共の新基本ポートフォリオ(資産構成割合)	P14
2) 清退共の新基本ポートフォリオ(資産構成割合)	P16
3) 林退共の新基本ポートフォリオ(資産構成割合)	P17
(参考資料)資産運用委員会 委員名簿	P18

1. 新基本ポートフォリオ 1)基本ポートフォリオ見直しの背景

- 中退共の基本ポートフォリオについては、令和3年10月に見直しを行った。
- 基本ポートフォリオは中長期的に維持されるべきものであり、通常は5年程度が見直しの周期と考えている。ただし、基本ポートフォリオ策定の重要な前提条件が変化した場合には、5年を待たずに見直しを検討する方針としている。
- 令和4年度第3回資産運用委員会(令和4年9月26日)において、基本ポートフォリオ策定の最も重要な前提条件の一つである金融経済情勢の見通しに変化した可能性が高いと思われるが、当面は状況の帰趨を見守る方針とし、以降重要な前提条件についての検証を行ってきた。
- 令和6年度第1回資産運用委員会(令和6年4月19日)において、注目していた物価動向が明らかに変化し、金融政策が変更されたことを踏まえ、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すると判断し、基本ポートフォリオを見直すこととした。
- 本資料は、今回の見直しに際しての機構の基本的スタンスや考え方、主な論点、結論の背景となる主要データ、主な議論の内容等を総括したものである。

1. 新基本ポートフォリオ 2) 考え方

- 今回の基本ポートフォリオ見直しにおいても、「安全かつ効率的な運用」を行う、即ち中期的に必要な利回りを最低限のリスクで確保するとの従来の考え方を踏襲した。

中退共制度の特徴

- 運用資産は中小企業従業員の大切な退職金の原資であり、確実な支払いが求められる。
- 賦課方式でなく、積立型の退職金共済制度であり、掛金とその運用益のみを原資として、将来にわたり退職金を確実に給付する仕組みである。
- 累積欠損金が発生しても政府や他事業から補填を受ける仕組みがない。

「安全かつ効率的な運用」の考え方

- 中退共制度の特徴を踏まえ、「資産運用の基本方針」(令和4年7月1日策定)では、機構の資産の運用は、「安全かつ効率的に行う」としており、資産運用の目標を「中期的に必要な利回りを最低限のリスクで確保する」としている。
- 「必要な利回り」については、累積剰余金の水準や市場環境等を踏まえると、リスクを極力抑制した「予定運用利回り+業務経費率」に相当する水準とすることが適当。具体的には、予定運用利回り1%に業務経費率0.1%程度を加えた1.10%となる。

1. 新基本ポートフォリオ 3) 資産構成割合

	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
現行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%
新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、現行基本ポートフォリオでは為替ヘッジを行うが、新基本ポートフォリオでは為替ヘッジを行わない。

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

今回の見直しに関する方針

- ・ 今回の見直しは、基本ポートフォリオ策定の最も重要な前提条件の一つである金融経済情勢の見通しが変化したことを契機としたものであるため、新しい金融経済見通しで最適化計算に基づき、資産構成割合を算出する。
- ・ 現行基本ポートフォリオ策定時に採用した、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などは、それらに係る重要な前提条件が変化するという明確な状況証拠が無い限りにおいては、不変とする。

重要な前提条件(金融経済情勢)に係る検証の推移

- ・ 令和4年度第3回資産運用委員会（令和4年9月26日）
 - ✓ 基本ポートフォリオ策定の最も重要な前提条件の一つである金融経済情勢の見通しの変化した可能性が高いと思われるが、当面は状況の帰趨を見守る方針とした。
- ・ 令和5年度第3回資産運用委員会（令和5年9月12日）
 - ✓ 1年前に注視するポイントとして挙げたものは、いずれも先行きを見定めにくい状況にある。引き続き、各ポイントの動向を注視しつつ、具体的な資産構成割合の再計算作業開始のタイミングを計ることとした。
 - ✓ 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、前回見直しから2年しか経っていないことから、今回の見直しは、国内長期金利に係る前提条件（超低位安定）が大きく変化したことに伴う見直しという位置付けとし、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とした。
- ・ 令和5年度第4、5回資産運用委員会（令和5年12月24日、令和6年2月24日）
 - ✓ 物価動向や日銀の金融政策をみるに、金融経済情勢の見通しの変化したと判断するタイミングが近づいている可能性が高く、春闘の結果や日銀の政策等を確認する方針とした。
- ・ 令和6年度第1回資産運用委員会（令和6年4月19日）
 - ✓ 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の見通しの変化した、と判断し、基本ポートフォリオ見直しに着手する方針とした。

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

為替リスク保有資産の構成割合上限の導入

- 為替リスクを現状より拡大させないという趣旨で、為替リスクを有する資産（＝為替ヘッジの無い外国債券及び外国株式）の資産構成割合合計を、現行基本ポートフォリオにおける同資産構成割合合計である7.9%以下、とする条件を導入した。

最低資産配分の導入

- 最新の期待収益率・リスク・相関係数を元に最適化計算をすると、外国株式の構成割合がゼロとなるが、国際分散投資を重視する観点から、この結果は回避することが適当と考えられる。最適化計算にて導かれる各資産クラスの構成割合の順番は変えない範囲で、最低資産配分を2%に設定し（P10参照）、外国株式の組み入れを維持した。

制約条件を設定しなかった場合の最適化結果

	期待 収益率	リスク	資産構成割合						
			国内債券 自家運用 (既存)	国内債券 自家運用 (新規)	国内債券 委託運用	国内株式	外国債券	外国株式	ヘッジ付き 外国債券
今回推計									
現行基本ポートフォリオ	1.16%	1.98%	56.9%	0.0%	21.8%	3.9%	0.0%	7.9%	9.5%
期待リターン: 1.10%	1.10%	1.47%	56.9%	0.0%	28.6%	4.5%	10.0%	0.0%	0.0%
期待リターン: 1.20%	1.20%	1.69%	56.9%	0.0%	25.9%	5.1%	12.1%	0.0%	0.0%
リスク: 1.92%	1.30%	1.92%	56.9%	0.0%	23.3%	5.6%	14.2%	0.0%	0.0%
参考									
現行基本ポートフォリオ策定時	1.10%	1.92%	56.9%	0.0%	21.8%	3.9%	0.0%	7.9%	9.5%

(注1) 計算に用いた各資産の期待収益率は、2023年度～2027年度の5年間を対象に推計したものであり、P7右表の数値とは異なる。

(注2) 計算に用いたリスク値と相関係数は、2003年4月～2023年3月の期間のデータを用いて推計したものであり、P9右表の数値とは異なる。

2. 背景となるデータ 1)各資産の期待収益率

- 現行基本ポートフォリオ策定時の各資産の期待収益率と比べて、今回新基本ポートフォリオ策定時の各資産の期待収益率は、国内外の長期金利水準の上昇に伴い、国内債券・外国債券の期待収益率が上昇している。

現行基本ポートフォリオ策定時

期待収益率	自家運用	自家運用 (新規)	国内債券 (委託)	国内株式	外国債券	外国株式	ヘッジ付き 外国債券	委託運用 計	ポートフォリオ 全体
2021年度	0.50%	0.33%	1.13%	6.44%	-0.35%	10.21%	0.96%	3.23%	1.68%
2022年度	0.44%		0.43%	5.62%	-0.41%	7.43%	0.26%	2.13%	1.17%
2023年度	0.36%		0.43%	5.33%	0.47%	5.80%	0.26%	1.81%	0.99%
2024年度	0.35%		0.43%	5.17%	0.58%	5.28%	0.26%	1.70%	0.93%
2025年度	0.34%		-0.18%	4.88%	1.48%	5.53%	-0.35%	1.28%	0.74%
5年平均	0.40%	0.33%	0.45%	5.49%	0.35%	6.83%	0.28%	2.03%	1.10%
資産配分	56.9%	0.0%	21.8%	3.9%	0.0%	7.9%	9.5%	43.1%	100.0%

新基本ポートフォリオ策定時

期待収益率	自家運用	自家運用 (新規)	国内債券 (委託)	国内株式	外国債券	外国株式	ヘッジ付き 外国債券	委託運用 計	ポートフォリオ 全体
2024年度	0.44%	1.12%	-0.30%	6.75%	1.90%	5.03%	-0.49%	0.90%	0.64%
2025年度	0.50%		1.14%	5.25%	4.98%	5.08%	0.95%	2.23%	1.25%
2026年度	0.58%		0.50%	4.85%	5.49%	5.62%	0.31%	1.82%	1.11%
2027年度	0.64%		1.22%	4.45%	3.72%	5.71%	1.03%	2.07%	1.26%
2028年度	0.69%		1.22%	4.45%	3.12%	5.78%	1.03%	1.99%	1.25%
5年平均	0.57%	1.12%	0.75%	5.15%	3.83%	5.44%	0.57%	1.80%	1.10%
資産配分	56.9%	0.0%	31.2%	4.0%	5.9%	2.0%	0.0%	43.1%	100.0%

(注1)金利・経済シナリオは、国内は内閣府ベースラインケース(2024年1月)、海外はEIU予測(2024年1月)を使用。

(注2)推計に用いたベンチマークはNOMURA-BPI総合、TOPIX(配当込み)、FTSE WGBI(除く日本、除く中国、円ベース)、MSCI Kokusai(配当込み、円ベース)、FTSE WGBI(除く日本、除く中国、円ヘッジ・円ベース)

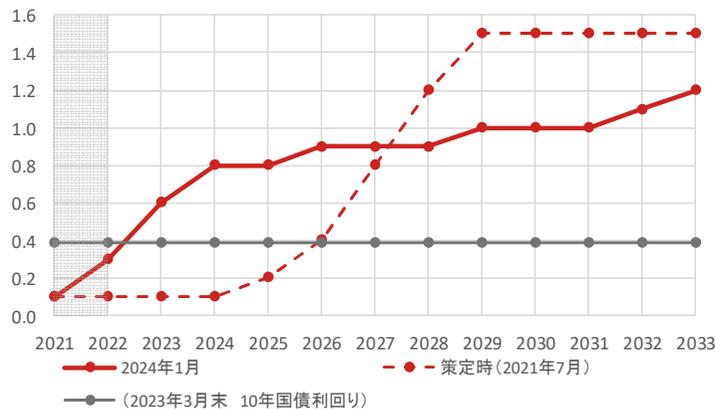
2. 背景となるデータ 2)最新の日本経済見通しまとめ

- 現行基本ポートフォリオ策定時と比較すると、実質GDP成長率予測が、下方修正された一方で、2024年度から2027年度において、消費者物価上昇率予測及び名目長期金利予測が上方修正された。

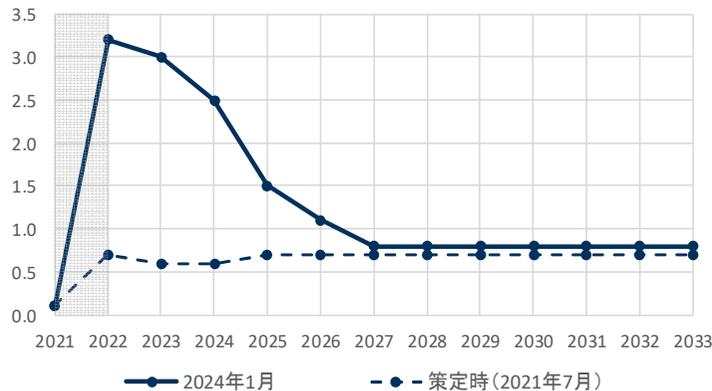
内閣府「中長期の経済財政に関する試算」ベースラインケースによる見通し

		→5年・10年平均対象期間												単位:%	
名目長期金利予測(日本)	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	5年平均	10年平均
2024年1月	0.1	0.3	0.6	0.8	0.8	0.9	0.9	0.9	1.0	1.0	1.0	1.1	1.2	0.86	0.96
策定時(2021年7月)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2	0.4	0.8	1.2	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	0.54	1.02
(2023年3月末 10年国債利回り)	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.39	0.39
		単位:%													
消費者物価上昇率予測(日本)	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	5年平均	10年平均
2024年1月	0.1	3.2	3.0	2.5	1.5	1.1	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	1.34	1.07
策定時(2021年7月)	0.1	0.7	0.6	0.6	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	0.68	0.69
		単位:%													
実質GDP成長率予測(日本)	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	5年平均	10年平均
2024年1月	2.6	1.5	1.6	1.3	0.8	0.7	0.6	0.6	0.5	0.5	0.5	0.4	0.4	0.80	0.63
策定時(2021年7月)	3.7	2.2	2.0	1.8	1.5	1.2	0.9	0.9	0.9	0.8	0.8	0.8	0.8	1.26	1.04

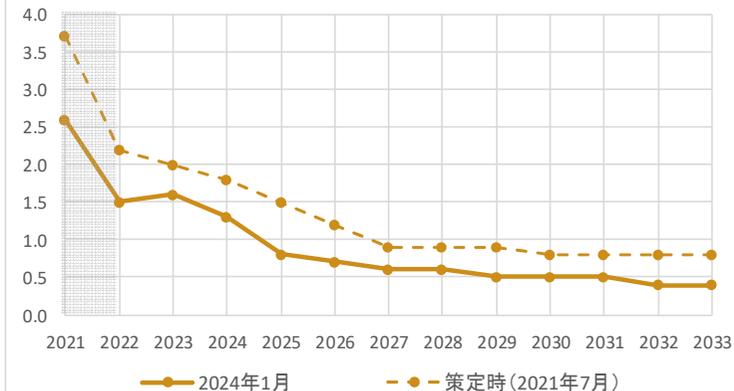
名目長期金利予測(日本)



消費者物価上昇率予測(日本)



実質GDP成長率予測(日本)



(注1) 名目長期金利の「2023年3月末 10年国債利回り」は2023年3月末時点の10年国債利回りを横這いとしている

(注2) 名目長期金利予測値は、策定時(2021年7月)では起点を2021年3月末の10年国債利回りとして修正している

(注3) 5年平均、10年平均は2024年をスタートとした各期間単純平均

(注4) 図表のグレー部分は予測期間外の値(実績値または横置き)

(出所) 内閣府、財務省公表資料よりNFRC作成

2. 背景となるデータ 3)リスク値・相関係数

- ・ リスク値・相関係数は、過去20年間のデータから推計する。
- ・ ITバブル崩壊が観測対象期間から抜けたことで、国内債券・ヘッジ付き外国債券を除く各資産クラスのリスク値は、現行基本ポートフォリオ策定時と比べて低下している。
- ・ 委託運用資産全体、及び自家運用資産も合わせたポートフォリオ全体でのリスク値は現行基本ポートフォリオ策定時に比べて大幅に低下している。

現行基本ポートフォリオ策定時：過去20年間(2001/4～2021/3)

	国内債券 自家運用	国内債券 委託運用	国内株式	外国債券	外国株式	ヘッジ付き 外国債券	委託運用 計	ポートフォリオ 全体
リスク	0.18%	1.90%	17.46%	9.02%	19.25%	3.72%	4.48%	1.92%

相関	国内債券 自家運用	国内債券 委託運用	国内株式	外国債券	外国株式	ヘッジ付き 外国債券
国内債券 自家運用	1.00	0.03	-0.09	0.06	-0.08	0.03
国内債券 委託運用	0.03	1.00	-0.32	-0.05	-0.21	0.46
国内株式	-0.09	-0.32	1.00	0.46	0.75	-0.30
外国債券	0.06	-0.05	0.46	1.00	0.60	0.08
外国株式	-0.08	-0.21	0.75	0.60	1.00	-0.38
ヘッジ付き 外国債券	0.03	0.46	-0.30	0.08	-0.38	1.00

(出所)MSCI、FTSE RussellのデータよりNFRC作成

(注1)ベンチマークデータ(月次)のリスク値(標準偏差)、相関係数を算出

(注2)推計に用いたベンチマークはNOMURA-BPI総合、TOPIX(配当込み)、FTSE WGBI(除く日本、除く中国、円ベース)、MSCI Kokusai(配当込み、円ベース)、FTSE WGBI(除く日本、除く中国、円ヘッジ・円ベース)

(注3)各資産クラスの構成比は小数点第一位まで丸めて算出。そのため新基本ポートフォリオ全体のリスク値(1.43%)はP10表 赤囲みのリスク値(1.42%)と異なる。

新基本ポートフォリオ策定時：過去20年間(2004/4～2024/3)

	国内債券 自家運用	国内債券 委託運用	国内株式	外国債券	外国株式	ヘッジ付き 外国債券	委託運用 計	ポートフォリオ 全体
リスク	0.13%	2.03%	16.82%	8.46%	18.65%	4.25%	3.29%	1.43%

相関	国内債券 自家運用	国内債券 委託運用	国内株式	外国債券	外国株式	ヘッジ付き 外国債券
国内債券 自家運用	1.00	0.16	-0.07	0.01	-0.06	0.15
国内債券 委託運用	0.16	1.00	-0.22	-0.05	-0.15	0.55
国内株式	-0.07	-0.22	1.00	0.60	0.81	-0.21
外国債券	0.01	-0.05	0.60	1.00	0.71	0.00
外国株式	-0.06	-0.15	0.81	0.71	1.00	-0.21
ヘッジ付き 外国債券	0.15	0.55	-0.21	0.00	-0.21	1.00

2. 背景となるデータ 4)最適化結果の選択肢

- 各資産の期待収益率・リスク値はP7及びP9の値を使用し、下記の制約条件を設定した。
- ポートフォリオ全体の期待収益率は1.10%とし、委託運用各資産の最低配分を1%刻みで、最適化のケース分けを行った。
- 全体での為替リスクは増やさない、配分ゼロの資産ができることは避ける、資産クラスごとの配分順位は付ける、リスク値を抑制する、といった諸条件のバランスを考慮すると、最低資産配分を2%に設定することが妥当、と判断した。

最適化結果

	ポートフォリオ全体		自家運用	委託運用		資産構成割合							
	期待 収益率	リスク	期待 収益率	期待 収益率	リスク	国内債券 自家運用 (既存)	国内債券 自家運用 (新規)	国内債券 委託運用	国内株式	外国債券	外国株式	ヘッジ付き 外国債券	(為替リスク 保有資産)
為替リスク保有資産(外国債券+外国株式) ≤ 7.9%													
現行基本ポートフォリオ	1.17%	2.01%		1.97%	4.65%	56.9%	0.0%	21.8%	3.9%	0.0%	7.9%	9.5%	7.9%
最低資産配分 0%	1.10%	1.36%			3.14%	56.9%	0.0%	30.5%	4.7%	7.9%	0.0%	0.0%	7.9%
最低資産配分 1%	1.10%	1.39%			3.21%	56.9%	0.0%	30.9%	4.3%	6.9%	1.0%	0.0%	7.9%
最低資産配分 2%	1.10%	1.42%	0.57%		3.29%	56.9%	0.0%	31.2%	4.0%	5.9%	2.0%	0.0%	7.9%
最低資産配分 3%	1.10%	1.47%		1.80%	3.39%	56.9%	0.0%	31.6%	3.6%	4.9%	3.0%	0.0%	7.9%
最低資産配分 4%	1.10%	1.55%			3.59%	56.9%	0.0%	31.1%	4.0%	2.9%	4.0%	1.1%	6.9%
最低資産配分 5%	1.10%	1.69%			3.91%	56.9%	0.0%	28.1%	5.0%	0.2%	5.0%	4.8%	5.2%
最低資産配分 6%	解なし												
参考													
現行基本ポートフォリオ策定時	1.10%	1.92%	0.40%	2.03%	4.48%	56.9%	0.0%	21.8%	3.9%	0.0%	7.9%	9.5%	7.9%

(出所)機構提供資料よりNFRC作成

※1制約条件

- ✓ 制約条件①: 国内債券自家運用(既存)の比率は、現行の56.9%を維持する。
- ✓ 制約条件②: 為替リスク保有資産(外国債券、外国株式)の合計 ≤ 7.9%(現行基本ポートフォリオと同等)

※2最適化のケース分け

- ✓ 外国債券については、「外国債券」と「ヘッジ付き外国債券」の2資産の和について最低資産配分を適用する。

(上記2資産は為替ヘッジの有無のみが異なり、リターン源泉となる資産(先進国国債)は同一のため。)

3. 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。

3. 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行きたい。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も、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。

3. 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ことにより、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。

4. 特退共の新基本ポートフォリオ 1) 建退共の新基本ポートフォリオ(資産構成割合)

- 中退共資産に係る前記基本ポートフォリオ見直しの結果、委託運用部分について合同運用を行っている建退共資産に係る基本ポートフォリオも下記のとおり変更する。

	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
現行基本ポートフォリオ (A) (令和4年4月1日改定)	※1 1.02%	※1 1.47%	68.5%	16.0%	2.8%	6.9%	5.8%
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%
新基本ポートフォリオ (B) (令和6年7月1日改定)	0.97%	1.03%	68.5%	22.9%	2.9%	4.3%	1.4%
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)	△0.05%	△0.44%	0.0%	6.9%	0.1%	△2.6%	△4.4%

※1 今回推計し直した数値を表示。

前回改定時点(令和4年4月1日)では、期待収益率は0.95%、リスクは1.41%。

※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、現行基本ポートフォリオでは為替ヘッジを行うが、新基本ポートフォリオでは為替ヘッジを行わない。

4. 特退共の新基本ポートフォリオ 1) 建退共の新基本ポートフォリオ(資産構成割合)

- 中退共資産に係る前記基本ポートフォリオ見直しの結果、委託運用部分について合同運用を行っている建退共資産(特別給付経理)に係る基本ポートフォリオも下記のとおり変更する。

	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
現行基本ポートフォリオ (A) (令和4年4月1日改定)	※1 0.93%	※1 1.47%	68.5%	16.0%	2.8%	6.9%	5.8%
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%
新基本ポートフォリオ (B) (令和6年7月1日改定)	0.87%	1.03%	68.5%	22.9%	2.9%	4.3%	1.4%
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)	△0.06%	△0.44%	0.0%	6.9%	0.1%	△2.6%	△4.4%

※1 今回推計し直した数値を表示。

前回改定時点(令和4年4月1日)では、期待収益率は0.84%、リスクは1.41%。

※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、現行基本ポートフォリオでは為替ヘッジを行うが、新基本ポートフォリオでは為替ヘッジを行わない。

4. 特退共の新基本ポートフォリオ 2) 清退共の新基本ポートフォリオ(資産構成割合)

- 中退共資産に係る前記基本ポートフォリオ見直しの結果、委託運用部分について合同運用を行っている清退共資産に係る基本ポートフォリオも下記のとおり変更する。

	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)	委託運用(時価)			
				国内債券	国内株式	外国債券 ※2	外国株式
現行基本ポートフォリオ (A) (令和3年10月1日改定)	※1 0.66%	※1 1.04%	77.8%	11.2%	2.0%	4.9%	4.1%
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%
新基本ポートフォリオ (B) (令和6年7月1日改定)	0.62%	0.74%	77.8%	16.1%	2.1%	3.0%	1.0%
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)	△0.04%	△0.30%	0.0%	4.9%	0.1%	△1.9%	△3.1%

※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0.57%、リスクは0.99%。

※2 外国債券について、現行基本ポートフォリオでは為替ヘッジを行うが、新基本ポートフォリオでは為替ヘッジを行わない。

4. 特退共の新基本ポートフォリオ 3) 林退共の新基本ポートフォリオ(資産構成割合)

- 中退共資産に係る前記基本ポートフォリオ見直しの結果、委託運用部分について合同運用を行っている林退共資産に係る基本ポートフォリオも下記のとおり変更する。

	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)	委託運用(時価)			
				国内債券	国内株式	外国債券 ※2	外国株式
現行基本ポートフォリオ (A) (令和3年10月1日改定)	※1 1.01%	※1 1.83%	60.8%	19.9%	3.5%	8.6%	7.2%
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%
新基本ポートフォリオ (B) (令和6年7月1日改定)	0.94%	1.29%	60.8%	28.4%	3.6%	5.4%	1.8%
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%	△0.54%	0.0%	8.5%	0.1%	△3.2%	△5.4%

※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0.93%、リスクは1.75%。

※2 外国債券について、現行基本ポートフォリオでは為替ヘッジを行うが、新基本ポートフォリオでは為替ヘッジを行わない。

第5期委員＜令和5年10月～令和7年9月＞

大野 早苗	武蔵大学副学長
○黒木 彰子	帝京大学経済学部教授
菅原 周一	文教大学国際学部教授
◎玉木 伸介	大妻女子大学短期大学部教授
馬庭 昭弘	全労済グループ企業年金基金常務理事

◎委員長
○委員長代理

(五十音順、敬称略)