

## 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ド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)