

## 令和7年度第3回資産運用委員会議事要旨

【開催日時】 令和7年9月12日（金）10：45～12：45

【開催場所】 勤労者退職金共済機構 19階役員会議室

【出席者】 玉木委員長、黒木委員長代理、大野委員、菅原委員、馬庭委員

※黒木委員長代理・菅原委員は、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。

### 【議事要旨】

#### 1. 基本ポートフォリオの定例検証について〈審議事項〉

毎年度実施する基本ポートフォリオの検証は、重要な前提条件の変化の有無の検証と、想定損失額と剰余金のバランスのチェックの二部構成としている。事務局より、重要な前提条件の変化の有無の検証結果について、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変化は発生していない旨、報告・説明がなされ、審議の結果、委員会として了承された。なお、想定損失額と剰余金のバランスのチェックについては、第4回委員会で審議の予定。説明の概要は下記のとおり。

- ・国内外の経済見通しについて、インフレが予想比高止まりしているほか、トランプ関税や地政学リスクの高まりによる不透明感等を背景に、GDP成長率や長期金利、消費者物価指数の予測値の修正があったが、基本ポートフォリオ策定時に用いたシナリオから金融経済の見方が顕著に変わったというほどの状況ではない、と判断した。
- ・リスク（標準偏差）と相関係数について、10年ローリングの推移をみると、大きな変化は生じていない。参考として5年ローリングの推移もみると、国内外債券と国内外株式との間の相関係数が足元で上昇しているが、これが長期的趨勢変化につながるのかは、まだ注視する段階だと思料する。

#### <主な質問、意見等>

（委員） 期待収益率の変化は基本ポートフォリオの最適化に大きな影響を与えるが、経済見通しを確認する限り、著変ない。また、リスクおよび相関係数の動向については、10年単位での確認が望ましいと考えるが、こちらも大きな変動は見られない。基本ポートフォリオの重要な前提条件に変化はない、との結論で良いと考える。

#### 2. 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7年4月から6月における6経理（注）の運用状況について報告・

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

### 3. 日本版スチュワードシップ・コード第三次改訂への対応（報告事項）

事務局より、令和7年6月に金融庁から日本版スチュワードシップ・コードの第三次改訂版が公表されたことを受け、受入れ案について以下のとおり報告・説明があり、了承された。

[☞「日本版スチュワードシップ・コード」の受入れ等の公表について（第三次改訂案）」はこちらをご覧ください。](#)

- ・日本版スチュワードシップ・コード第三次改訂版における主な変更点は、スチュワードシップ活動の実質化をはかる観点からの、協働エンゲージメントの促進と、実質株主の透明性向上の2点。また、策定・改訂時から一定期間が経過し実務への浸透が進んだ箇所等を削除・統合・簡略化するなど、スリム化・プリンシプル化も図られた。当機構の対応として、運用受託機関に対し、改訂内容に積極的に対応することを求める形式で、受入れ等内容の更新を行う。一方、スリム化・プリンシプル化については、実質的な内容の変更ではないため、対応は不要と判断している。
- ・本改訂版において、現在本コードを受け入れている機関投資家等は、本年12月末までに、改訂内容に対応した公表項目の更新を行うことが求められている。そのため、当機構は受入れ等の公表項目の更新を行ったうえで、遅滞なく公表したいと考えている。

#### <主な質問、意見等>

- (委員) スチュワードシップ活動の実質化に向けて、機構がどのように対応を行っていくのか、具体的な考えを聞きたい。
- (事務局) 実質株主の透明化については、各運用機関に対して、企業への保有株式の開示を促すように確認を行っていく。協働エンゲージメントについては、足元、機構自身として必要とされる場面はほとんどないと考えている。また、責任投資活動において、今年度から責任投資活動報告書に追加のページを設け、運用機関と各企業との対話におけるエンゲージメントの具体的な内容を公表する新しい取組を始めている。
- (委員) パッシブ運用は銘柄数も多いので、協働エンゲージメントの有効性が指摘されている。機構もパッシブ運用の規模は大きいので、パッシブ運用受託機関のスチュワードシップ活動も注視してほしい。
- (委員) 協働エンゲージメントの増加などで、運用受託機関の業務負担が大きくなると、運用報酬に影響が生じる懸念はあるか。

- (事務局) スチュワードシップ活動に伴うコスト増が収益を圧迫していることから、運用報酬への反映をしたいといった話も、運用受託機関から少し出始めている。
- (委員) 運用受託機関に対して、投資先企業からの求めに応じ、自らがどの程度株式を保有しているか説明することを求めるとあるが、社債については該当するのか。
- (事務局) 債券は株式と異なり、投資家が債券の発行体と自身の保有状況について情報交換を行うことは一般的ではない。本件には該当しないと認識している。
- (委員) 運用機関が株式をどの程度保有しているかを開示するということだと、株主名簿上は株式を保有しているのは資産管理信託銀行だが、その名義のもとに存在する運用機関やファンドの内訳がある程度把握可能になるということか。
- (事務局) 然り。
- (委員) 今回は機構として保有銘柄を全て開示するところまで求められているわけではないが、実質株主の可視化や、保有株式の公表を促す流れについては、今後もアンテナをはっておくことが望ましい。

#### 4. 運用資産の多様化に向けて〈報告事項〉

事務局より、運用資産の多様化に向け、オルタナティブ投資の検討について以下のとおり報告・説明があり、了承された。

- ・令和7年6月に閣議決定された「新しい資本主義のグランドデザイン及び実行計画 2025年改訂版」において、公的アセットオーナーに対して、運用対象資産の多様化、オルタナティブ資産への投資の引上げが求められている。また、当機構を含む主要なアセットオーナーと呼ばれる9主体のうち7主体が、すでにオルタナティブ投資を開始している状況にある。こうした背景を踏まえ、当機構においては、運用多様化の観点から、オルタナティブ投資に関する検討を開始する。
- ・オルタナティブ資産は、伝統4資産に比べ流動性が低く、時価評価額を即時に把握することが困難である等、留意すべき点がある。このような課題に適切に対応するため、外部コンサルタントのリソースを確保したうえで、投資の検討を行う。また、投資対象の選定にあたっては、中小企業退職金共済法の目的である「中小企業の従業員の福祉の増進と中小企業の振興に寄与すること」との親和性も考慮して、時間をかけて検討を進めたいと考えている。

#### <主な質問、意見等>

- (委員) 目指すべきリスクとリターンの関係の選択肢の一つとして、オルタナティブもしっかり選択肢に入れていくという、検討の目的を明確にした方が良い。中小企業の振興等の目的も大事だが、資産運用の効率性の観点からも優位性が

あることを説明できるファンドを選んでほしい。

(厚労省) 中退共制度の目的に十分配慮された説明であったと思う。実際にオルタナティブ投資を行った結果を踏まえ、制度の目的との整合性を確認しつつ、どのような位置づけになるかは、導入前後を含め、検討してほしい。

(委員) オルタナティブ投資は、マーケットとして未成熟のものであったり、伝統的資産のファンドマネジャーを選ぶ感覚でファンドを選ぶことはできなかったりと、敷居の高い面がある。現在の、正規分布を前提としたリスクでは測れないリスクを負うことにもなる。資産運用委員会の場でも今後、議論と検証が必要だろう。

(委員) オルタナティブ投資と中小企業退職金共済法との親和性は個別性が高く、一概に言えない。対外的に説明する際は、その親和性を過度に強調するのは気を付けた方がよい。

(委員) オルタナティブ投資は、運用のユニバースを広げていくという意味では、アセットオーナーとして合理的な面はある。一方で、他のアセットオーナーもオルタナティブ投資のウェイトを上げていくのは容易でなく、それはそれなりの理由がある。どこかにブルーオーシャンが広がっているわけではない。あくまで機構としての判断は、組織の特徴、資源配分やフィデューシャリー・デューティー等を踏まえて、合理的に行うべき。また、それに沿った整合的な説明が必要となってくる。

(事務局) 目的については、引き続き検討が必要であるが、運用資産の多様化をオルタナティブ投資の目的と位置付けたい。また、投資する際には、保有資産の定期的な評価を実施し、適切な対処を講じることで、リスク管理に努めていく必要がある。オルタナティブ投資は、伝統4資産におけるリスク・リターンの枠組みには当てはまらない面もあり、リスクの観点から見ても、超過収益の向上のために、オルタナティブ投資を行うとは、明言し難いと考えている。引き続き委員の皆さまのご意見を参考にしながら、検討を進めていきたい。

## 5. その他

### (1) 独立行政法人評価に関する有識者会議〈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報告・説明があり、委員会として情報を共有した。

### (2) 令和6年度の合同運用資産アクティブファンド評価結果〈報告事項〉

事務局より、令和6年度 合同運用資産アクティブファンド評価結果の概要について以下のとおり報告・説明があり、了承された。

・すべての受託機関について、ファンドの特性や選考時に期待されたパフォーマンスが

想定や期待から外れていないかを軸に、年に一度評価を実施している。うち、アクティブ運用を行っているファンドの年度評価について報告を行う。

- ・国内株式、外国株式を評価するにあたり、「スチュワードシップ責任への取組」は従来参考項目として位置付けていたが、令和5年度第5回資産運用委員会にて報告のとおり、投資戦略における ESG 要素の考慮として、正式な評価項目とした。

### (3) 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。

- ・令和7年7月末時点で、外国株式の資産構成割合が乖離許容幅の上限を超過した。このため、リバランスルールにのっとり、外国株式の資産構成割合を引き下げるオペレーションを実施した。
- ・具体的には、外国株式を一部売却し、その資金を国内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。

(了)