

令和6年度

資産運用に関する評価報告書

令和7年6月30日

独立行政法人勤労者退職金共済機構
資産運用委員会

目次

はじめに	3
略語、用語の説明	4
1. 概論	6
2. 運用実績	
(1) 中退共（給付経理）	10
(2) 建退共（給付経理）	13
(3) 建退共（特別給付経理）	16
(4) 清退共（給付経理）	19
(5) 清退共（特別給付経理）	22
(6) 林退共（給付経理）	24
3. 機構資産の運用の基本的な方針	
(1) 基本的な考え方	27
(2) 資産運用の目標	27
4. 機構資産の運用に関し遵守すべき事項	
(1) 受託者責任の徹底	29
(2) 市場及び民間の活動への影響に対する配慮	29
5. 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	
(1) 基本ポートフォリオ	30
(2) 運用手法等について	33
(3) 運用受託機関の選定、評価及び管理等について	36
(4) 機構資産の運用におけるリスク管理	37
6. ガバナンス体制	
(1) ガバナンス体制の確立及び業務運営の透明性の確保	40
(2) スチュワードシップ責任に係る取組	41

7. その他機構資産の適切な運用に関し必要な事項	
(1) 透明性の向上 -----	43
(2) 運用管理体制 -----	44
資産運用委員会 委員名簿 -----	45
令和6年度資産運用委員会 開催実績 -----	46

別紙	令和6年4月～令和7年3月の資産運用実績報告
別添1	資産運用におけるプロセス評価のイメージ
別添2	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）

はじめに

資産運用委員会（以下「当委員会」という。）は、中小企業退職金共済法第六十九条の二～第六十九条の四に基づき、独立行政法人勤労者退職金共済機構（以下「機構」という。）が行う退職金共済業務に係る業務上の余裕金の運用に関する業務の適正な運営を図るために設置された（委員名簿は P45 参照）。

この目的を果たすため、当委員会は、「資産運用の基本方針」の作成又は変更に関する審議や、業務上の余裕金の運用状況その他の運用に関する業務の実施状況の監視、その他重要事項に関する理事長への助言・提言等を行うこととされている。

令和 6 年度においても、5 回開催された当委員会の場で、機構の資産運用業務について様々な側面・観点から審議し、意見を述べてきたところである（開催実績は P46 参照）。

本報告書は、厚生労働大臣の評価に資するために、令和 6 年度中の当委員会の活動を総括しつつ、令和 6 年度の資産運用実績も踏まえて、機構による資産運用業務に対する当委員会の見解を取りまとめたものである。

なお、評価の基準となる「資産運用の基本方針」については、令和 4 年 7 月に制定、令和 6 年 7 月に改正されたものを使用している。

※数値の端数処理については四捨五入としている。

略語、用語の説明

- 中退共
一般の中小企業退職金共済制度を指す。
- 建退共
建設業退職金共済制度を指す。
- 清退共
清酒製造業退職金共済制度を指す。
- 林退共
林業退職金共済制度を指す。
- 給付経理
中小企業者を対象とした退職金共済事業の経理。
- 特別給付経理
中小企業者以外の者であって、特定業種に属する事業の事業主を対象とした退職金共済事業の経理。
- 労政審
厚生労働省労働政策審議会中小企業退職金共済部会を指す。
- 付加退職金
中退共において、基本退職金に上積みするもので、運用収入の状況等に応じて定められる金額。具体的には、掛金納付月数の43月目とその後12か月ごとの基本退職金相当

額に、厚生労働大臣が定めるその年の支給率を乗じて得た額を、退職時まで累計した総額。現在、各年度の利益見込額の2分の1を付加退職金に充てるが、利益見込額が単年度累積剰余金積立目標額の2倍を下回る場合は、当該目標額を優先的に剰余金の積立てに充てることとされている。また令和4年度決定分からは、制度の財政の安定性を損なわないような取扱いに見直すことが適当との観点から、付加退職金に充てる額に上限（注）が設定されている。

（注）前年度の決算における累積剰余金の額×0.01（0.01は予定運用利回り）。

- ・ 中期目標

中期目標管理型の独立行政法人に対し、主務大臣が指示する、業務運営に関する目標を指す。機構の中期目標期間は5年間。

- ・ 中期計画

独立行政法人が、主務大臣に指示された中期目標を達成するために定める計画であり、主務大臣による認可を受けて策定される。

1. 概論

〔運用実績〕

- ・ 機構は、清退共（特別給付経理）を除く5経理の委託運用部分を合同運用している。令和6年度における当該5経理の収益率実績は、基本ポートフォリオ設定時の期待収益率（注）を下回った。
（注）基本ポートフォリオ設定時の期待収益率は、1年毎に推計され、5年間通算の利回りが必要な利回りに見合う水準になるように設定されている。
- ・ 収益率実績は、自家運用部分においては各経理の期待収益率と大きな差異はなかったが、委託運用部分で期待収益率を大きく下回った。委託運用部分のマイナス寄与に関する要因を分解すると、市場収益要因（委託運用のベンチマーク収益率と期待収益率の差異、以下同じ）のマイナス寄与が最も大きく影響している。超過収益要因（委託運用の収益率実績とベンチマーク収益率との差異、以下同じ）は僅かなプラス寄与に留まった。
- ・ 上記の運用実績を受けた、各経理の令和6年度末の利益剰余金をみると、まず中退共（給付経理）では5,410億円と前年度末対比921億円減少した。向こう5年間に想定し得る最悪の状況で発生する損失額（以下「想定損失額」という。）を上回る水準は維持しており、財務基盤に特段の不安はない。
- ・ 建退共（給付経理）では、利益剰余金は734億円と前年度末対比で136億円減少した。中退共同様、想定損失額を上回る水準は維持しており、財務基盤に特段の不安はない。
- ・ 清退共（給付経理）では、利益剰余金は24億円と前年度末対比微減となった。責任準備金の2倍という極めて高い

水準が維持されており、財務基盤に不安はない。

- ・ 林退共（給付経理）では再び1億円強の累積欠損金となった。ただし累積欠損金の水準は、令和2年に策定した累積欠損金解消計画の範囲内に収まっている。

〔機構資産の運用の基本的な方針〕

- ・ 資産運用の目的との関係では、金融経済環境の大きな変化を踏まえ、基本ポートフォリオの見直しを実施したほか、分散投資と長期的投資の観点からの運用受託機関管理に加え、マネジャー・ストラクチャーの見直しに着手している。またサステナビリティ関連でも活発に活動している。以上のように、適切な対応がなされている。
- ・ 資産運用の目標との関連では、今第5期中期目標において、機構の資産運用評価方法が、定性的にプロセス責任を問う形に見直されている。令和6年度の運用実績は上述のとおり、各経理ともに基本ポートフォリオの期待収益率を下回る結果となった。機構はこの収益下振れについて要因分析を行って、必要な対応を検討しており、適切な行動をとっているものと評価できる。

〔機構資産の運用に関し遵守すべき事項〕

- ・ 受託者責任の考え方は、適切に理解されて「資産運用の基本方針」等に反映され、役職員への浸透度合いも問題ない水準にあるものと評価できる。

〔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〕

- ・ 基本ポートフォリオについては、重要な前提条件である金融経済情勢が変化した可能性について令和4年度より検討を継続してきた。春季労使交渉や日本銀行の金融政策の動向などを注視しつつ検討を行った結果、令和6年7月付けで基本ポートフォリオ改定を実施した。注視するポイン

トを明確にしつつ適切な手順を踏んで検討を行ってきたものと評価できる。

- ・ 運用手法については、委託運用における清退共（特別給付経理）を除く全経理が合同運用となっており、機構横断的な運用体制が構築され、運用の効率化、ノウハウの共有化と均質化が進められたことは評価できる。
- ・ 運用受託機関の選定・評価については、定期的な書面報告と面談、更には随時の情報提供依頼などを通じて適切に実施されている。また、アクティブ運用について、前回のマネジャー・ストラクチャー見直し時から5年超が経過し、当初見込んだスタイル分散やポートフォリオ特性からの乖離が大きくなってきたことに鑑み、マネジャー・ストラクチャー見直しに着手したことは、適切な対応であると評価できる。
- ・ リスク管理については、資産全体としてのリスク量（即ち、想定損失額）の定期的把握に加え、リバランスの実施による資産構成割合の適切な管理、個々のファンドのトラッキングエラー（TE）（注）等によるリスクテイク状況のモニタリングなど、必要な措置が適切に行われているものと評価できる。

（注）ファンドとベンチマークの収益率の乖離度合いを表す数値。

[ガバナンス体制]

- ・ 厚生労働省や労政審に対しては、毎年度実施している、中退共の付加退職金支給率の算定に向けた利益見込額等の情報提供に加え、令和6年度は特退共の財政検証に必要な資産運用関連データを適時適切に提供してきた。関係機関への情報提供責任を適切に果たしていると評価できる。
- ・ スチュワードシップ活動については、平成30年度に活動

を活発化させてから7年目に入った。大手金融機関及びそのグループのトップマネジメントと理事長との面談（以下「トップ面談」という。）、実務レベルでのエンゲージメント実施部署との意見交換という複層的かつ充実した活動を継続している点は、積極的に評価できる。

さらに「資産運用立国実現プラン」の一環として公表されたアセットオーナーの運用・ガバナンス・リスク管理に係る共通の原則（アセットオーナー・プリンシプル）を踏まえ、令和6年9月に「アセットオーナー・プリンシプルに関する受入れ及び取組方針の表明について」を策定・公表した。公的アセットオーナーとして、スチュワードシップ責任を十分に果たすことを目指す姿勢は、高く評価できる。

〔総括〕

- ・ 上述のとおり、機構における令和6年度中の資産運用は、環境変化に的確に対応しつつ、運用の目的に則し、運用の目標を踏まえて適切に実施されたものと評価できる。
- ・ 重要な前提条件である金融経済情勢の変化がないか等につき、検討を重ねた上で基本ポートフォリオの見直しを実施したことや、当初期待したスタイル分散やポートフォリオ特性からの乖離を分析した上でマネジャー・ストラクチャー見直しに着手したことは、プロセス責任を果たし、運用の目標達成に向けた取組を適切に行っているものと評価できる。
- ・ また同時に、活発なサステナビリティ関連活動を継続し、アセットオーナー・プリンシプルを受け入れるなど公的アセットオーナーとしての責任を果たすべく行動していることは、高く評価できる。
- ・ 以下に項目ごとに敷衍する。

2. 運用実績

(1) 中退共（給付経理）

ア. 運用実績

【中退共（給付経理）運用状況】（収益率実績は委託手数料控除後）（単位：%）

	令和 2 年度	令和 3 年度	令和 4 年度	令和 5 年度	令和 6 年度	5年平均 (R2～ R6)
予定運用利回り(年率)	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
必要な利回り(年率) ※1	1.10	1.10	1.10	1.10	1.10	1.10
期待収益率 (A) ※2、3	1.00	1.68	1.17	0.99	0.71	1.11
うち自家運用(簿価) ※4	0.57	0.50	0.44	0.36	0.42	0.46
うち委託運用(時価)	1.64	3.23	2.13	1.81	1.10	1.98
収益率実績 (B)	5.25	0.78	△ 0.68	4.50	△ 0.75	1.79
うち自家運用(簿価) ※4	0.50	0.44	0.35	0.39	0.53	0.44
うち委託運用(時価)	12.17	1.25	△ 2.04	10.16	△ 2.36	3.66
実績－期待 (B-A)	4.25	△ 0.90	△ 1.85	3.51	△ 1.47	0.68
うち自家運用(簿価) ※4	△ 0.07	△ 0.06	△ 0.09	0.03	0.12	△ 0.02
うち委託運用(時価)	10.54	△ 1.98	△ 4.17	8.35	△ 3.46	1.68
市場収益要因	8.52	△ 1.25	△ 4.20	6.43	△ 3.41	1.09
超過収益要因	2.14	△ 0.62	0.12	2.03	0.03	0.69
資産配分効果	0.93	△ 0.48	0.03	1.70	0.17	0.50
個別資産効果	1.17	△ 0.35	0.13	0.26	△ 0.17	0.21
複合効果	0.04	0.20	△ 0.04	0.06	0.03	△ 0.02
手数料要因	△ 0.12	△ 0.11	△ 0.10	△ 0.11	△ 0.08	△ 0.10

※1 必要な利回りは、予定運用利回りと業務経費率の和である。

※2 基本ポートフォリオの期待収益率は、金融経済環境の見通しを前提に1年ごとに推計し、5年間通算の利回りが必要な利回りに見合う水準になるように設定している。本表の期待収益率(A)は、基本ポートフォリオ策定時点の年度別内訳である。令和2年度については平成28年度改定の、令和3年度～5年度については令和3年度改定の、令和6年度については令和6年度改定の基本ポートフォリオ（5年間平均期待収益率は1.1%）に基づく。

【中退共（給付経理）現行基本ポートフォリオ(R6策定)の年度別期待収益率】（単位：%）

	令和 6 年度 (7月以降)	令和 7 年度	令和 8 年度	令和 9 年度	令和 10 年度	5年平均 (R6～ R10)
期待収益率	0.71	1.25	1.11	1.26	1.25	1.10

- ※3 令和3年度は基本ポートフォリオ見直しを行い、10月に新基本ポートフォリオに移行した。その後令和6年度にも見直しを行い、7月に新基本ポートフォリオに移行した。向こう5年間の平均期待収益率は、「資産運用の基本方針」に定められた運用の目標を踏まえ、引き続き、予定運用利回り年1.0%と業務経費率0.1%を加えた必要な利回りの水準（年1.1%）に設定された。
- ※4 自家運用（簿価）には生命保険資産と有価証券信託を含む。

【中退共(給付経理) 運用損益】(委託手数料控除後)

(単位:億円)

	令和 2 年度	令和 3 年度	令和 4 年度	令和 5 年度	令和 6 年度	5年累計 (R2～ R6)
運用損益	2,588	410	△ 360	2,388	△ 418	4,609
うち自家運用(簿価) ※	146	132	105	121	165	668
うち委託運用(時価)	2,442	279	△ 465	2,267	△ 582	3,941

※ 自家運用（簿価）には生命保険資産と有価証券信託を含む。

- 令和6年度の資産全体の収益率実績は△0.75%となり、同年度の基本ポートフォリオ期待収益率+0.71%を1.47%下回った。内訳をみると、自家運用の収益率実績が期待収益率を上回った（+0.12%）一方で、委託運用の収益率実績が△2.36%と、同期期待収益率+1.10%を大きく下回った（△3.46%）ことが影響している。資産全体の運用損益額は△418億円となった。内訳は、自家運用が+165億円、委託運用が△582億円である。
- 委託運用の収益率実績が期待収益率を下回った要因をみると、市場収益要因が△3.41%となったことが最も大きく影響している。超過収益要因は小幅のプラス寄与（+0.03%）となっている。
- 超過収益要因の寄与の内訳をみると、資産配分効果が+0.17%、個別資産効果が△0.17%と、両効果が相殺する状況となっている。
- 個別資産効果はマイナスとなったが、特殊要因の影響が大きい。基本ポートフォリオ改定に向けて6月に資産間での移

受管を行った際、一部資産の一時的な現金化が生じ、外国株式の収益率にマイナスの影響が発生した。これにより個別資産効果が0.3%強押し下げられたと試算される。当該特殊要因がなければ、個別資産効果は小幅のプラスだったと考えられる。

イ. 利益剰余金

【中退共(給付経理) 利益剰余金の推移】

(単位:億円)

	令和 元 年度末	令和 2 年度末	令和 3 年度末	令和 4 年度末	令和 5 年度末	令和 6 年度末
必要な利益剰余金 (A) ※1	5,150	5,025	5,290	5,218	5,276	4,024
利益剰余金 (B)	3,742	5,317	5,272	4,475	6,331	5,410
利益剰余金過不足(B-A)	△1,408	292	△18	△743	1,055	1,386
付加退職金 ※2	-	599	-	-	45	-

※1 必要な利益剰余金は、向こう5年間を対象としたモンテカルロシミュレーションにおける下位1パーセント水準の想定損失額であり、機構が算出した額である。

※2 付加退職金は、厚生労働大臣が定めた支給率をもとに機構で算出した金額である。

- ・ 前述のような運用状況により、令和6年度の当期損益金の見込額がマイナスとなったため、令和6年度決定分の付加退職金支給率は0となった。令和6年度末の利益剰余金は5,410億円となり、令和5年度末の水準6,331億円から921億円減少した。
- ・ 基本ポートフォリオを改定して資産全体のリスクを引き下げた(後述5.(1)参照)ことにより、想定損失額が5,276億円から4,024億円に減少している。こうした措置もあって、令和6年度末の利益剰余金水準は、想定損失額を上回る水準を維持している。財務基盤に特段の不安はないものと判断される。

(2) 建退共（給付経理）

ア. 運用実績

【建退共（給付経理）運用状況】（収益率実績は委託手数料控除後）（単位：%）

	令和 2 年度	令和 3 年度	令和 4 年度	令和 5 年度	令和 6 年度	5年平均 (R2～ R6)
予定運用利回り(年率) ※1	3.00	1.30	1.30	1.30	1.30	1.64
必要な利回り(年率) ※2	2.12	1.88	0.95	0.95	1.03	1.38
期待収益率 (A) ※3	1.78	1.27	1.03	0.89	0.66	1.13
うち自家運用(簿価) ※4	1.34	0.60	0.53	0.46	0.46	0.68
うち委託運用(時価)	2.68	2.62	2.13	1.81	1.10	2.07
収益率実績 (B)	3.99	1.03	△ 0.35	3.50	△ 0.49	1.52
うち自家運用(簿価) ※4	0.60	0.52	0.44	0.45	0.47	0.50
うち委託運用(時価)	11.24	2.18	△ 2.04	10.16	△ 2.36	3.67
実績－期待 (B-A)	2.21	△ 0.24	△ 1.38	2.61	△ 1.15	0.39
うち自家運用(簿価) ※4	△ 0.74	△ 0.08	△ 0.09	△ 0.01	0.01	△ 0.18
うち委託運用(時価)	8.56	△ 0.44	△ 4.17	8.35	△ 3.46	1.60
市場収益要因	7.69	△ 1.24	△ 4.20	6.43	△ 3.41	0.92
超過収益要因	1.12	1.03	0.12	2.03	0.03	0.83
資産配分効果	0.52	0.07	0.03	1.70	0.17	0.50
個別資産効果	0.57	0.60	0.13	0.26	△ 0.17	0.28
複合効果	0.03	0.35	△ 0.04	0.06	0.03	0.06
手数料要因 ※5	△ 0.25	△ 0.23	△ 0.10	△ 0.11	△ 0.08	△ 0.15

※1 令和3年10月1日に予定運用利回りを改定した。令和3年度の予定運用利回りの数値は、改定後のものである。

※2 必要な利回りは手帳更新期間等により変動するため、利益剰余金水準が増減しない水準の利回りを事後的に計算して必要な利回りとしている。令和4年度以降は、令和4年度に見直した計算式による数値を記載している。

※3 基本ポートフォリオの期待収益率は、金融経済環境の見通しを前提に1年ごとに推計し、5年間通算の利回りが必要な利回りに見合う水準になるように設定している。本表の期待収益率(A)は、基本ポートフォリオ策定時点の年度別内訳である。令和2年度～3年度については平成27年度改定の、令和4年度～5年度については令和4年度改定の、令和6年度については令和6年度改定の基本ポートフォリオ（5年間平均期待収益率は0.97%）に基づく。

【建退共(給付経理) 現行基本ポートフォリオ(R6策定)の年度別期待収益率】 (単位:%)

	令和 6 年度 (7月以降)	令和 7 年度	令和 8 年度	令和 9 年度	令和 10 年度	5年平均 (R6～ R10)
期待収益率	0.66	1.05	0.97	1.09	1.12	0.97

- ※4 自家運用(簿価)には生命保険資産と有価証券信託を含む。
 ※5 令和3年度は、既存包括信託契約解約の令和4年3月2日までの手数料である。

【建退共(給付経理) 運用損益】(委託手数料控除後) (単位:億円)

	令和 2 年度	令和 3 年度	令和 4 年度	令和 5 年度	令和 6 年度	5年累計 (R2～ R6)
運用損益	396	107	△36	360	△51	775
うち自家運用(簿価) ※	40	35	31	32	33	171
うち委託運用(時価)	356	72	△67	328	△84	604

※ 自家運用(簿価)には生命保険資産と有価証券信託を含む。

- 令和6年度の資産全体の収益率実績は $\Delta 0.49\%$ となり、同年度の基本ポートフォリオ期待収益率 $+0.66\%$ を 1.15% 下回った。内訳をみると、自家運用の収益率実績が期待収益率を小幅に上回った($+0.01\%$)一方で、委託運用の収益率実績が $\Delta 2.36\%$ と、同期待収益率 $+1.10\%$ を大きく下回った($\Delta 3.46\%$)ことが影響している。
- 委託運用に係る評価は、中退共と同様である(注)。
 (注) 令和4年度から中退共と合同運用を行っているため。
- 資産全体の運用損益額は $\Delta 51$ 億円となった。内訳は、自家運用が $+33$ 億円、委託運用が $\Delta 84$ 億円である。

イ. 利益剰余金

【建退共(給付経理) 利益剰余金の推移】

(単位:億円)

	令和 元 年度末	令和 2 年度末	令和 3 年度末	令和 4 年度末	令和 5 年度末	令和 6 年度末
必要な利益剰余金 (A) ※	1,311	1,345	829	738	790	613
利益剰余金 (B)	630	811	725	600	871	734
利益剰余金過不足(B-A)	△681	△534	△104	△138	81	121

※ 必要な利益剰余金は、向こう5年間を対象としたモンテカルロシミュレーションにおける下位1パーセント水準の想定損失額であり、機構が算出した額である。

- ・ 前述の運用実績の結果、令和6年度末の利益剰余金は734億円となり、令和5年度末の水準871億円から137億円減少した。
- ・ 基本ポートフォリオを改定して資産全体のリスクを引き下げた（後述5.(1)参照）ことにより、想定損失額が790億円から613億円に減少している。こうした措置により、令和6年度末の利益剰余金水準は想定損失額を上回る水準を維持している。財務基盤に特段の不安はないものと判断される。

(3) 建退共（特別給付経理）

ア. 運用実績

【建退共(特別給付経理) 運用状況】（収益率実績は委託手数料控除後）（単位：%）

	令和 2 年度	令和 3 年度	令和 4 年度	令和 5 年度	令和 6 年度	5年平均 (R2～ R6)
予定運用利回り(年率) ※1	3.00	1.30	1.30	1.30	1.30	1.64
必要な利回り(年率) ※2	1.76	2.10	1.21	1.21	1.51	1.56
期待収益率 (A) ※3	1.78	1.28	0.90	0.76	0.56	1.05
うち自家運用(簿価) ※4	1.17	0.44	0.33	0.27	0.31	0.50
うち委託運用(時価)	2.55	2.33	2.13	1.81	1.10	1.98
収益率実績 (B)	4.50	0.94	△ 0.51	3.47	△ 0.67	1.52
うち自家運用(簿価) ※4	0.48	0.35	0.21	0.23	0.28	0.31
うち委託運用(時価)	9.14	1.68	△ 2.04	10.16	△ 2.36	3.17
実績－期待 (B-A)	2.72	△ 0.34	△ 1.41	2.71	△ 1.23	0.47
うち自家運用(簿価) ※4	△ 0.69	△ 0.09	△ 0.12	△ 0.04	△ 0.03	△ 0.19
うち委託運用(時価)	6.59	△ 0.65	△ 4.17	8.35	△ 3.46	1.19
市場収益要因	5.63	△ 1.50	△ 4.20	6.43	△ 3.41	0.48
超過収益要因	1.21	1.08	0.12	2.03	0.03	0.86
資産配分効果	△ 0.02	0.41	0.03	1.70	0.17	0.46
個別資産効果	1.23	0.32	0.13	0.26	△ 0.17	0.35
複合効果	0.00	0.34	△ 0.04	0.06	0.03	0.05
手数料要因 ※5	△ 0.25	△ 0.23	△ 0.10	△ 0.11	△ 0.08	△ 0.15

※1 令和3年10月1日に予定運用利回りを改定した。令和3年度の予定運用利回りの数値は、改定後のものである。

※2 必要な利回りは手帳更新期間等により変動するため、利益剰余金水準が増減しない水準の利回りを事後的に計算して必要な利回りとしている。令和4年度以降は、令和4年度に見直した計算式による数値を記載している。

※3 基本ポートフォリオの期待収益率は、金融経済環境の見通しを前提に1年ごとに推計し、5年間通算の利回りが必要な利回りに見合う水準になるように設定している。本表の期待収益率(A)は、基本ポートフォリオ策定時点の年度別内訳である。令和2年度～3年度については平成27年度改定の、令和4年度～5年度については令和4年度改定の、令和6年度については令和6年度改定の基本ポートフォリオ（5年間平均期待収益率は0.87%）に基づく。

【建退共(特別給付経理) 現行基本ポートフォリオ(R6策定)の年度別期待収益率】 (単位:%)

	令和 6 年度 (7月以降)	令和 7 年度	令和 8 年度	令和 9 年度	令和 10 年度	5年平均 (R6~ R10)
期待収益率	0.56	0.96	0.87	1.00	1.03	0.87

※4 自家運用(簿価)には生命保険資産を含む。

※5 令和3年度は、既存包括信託契約解約の令和4年3月2日までの手数料である。

【建退共(特別給付経理) 運用損益】(委託手数料控除後) (単位:百万円)

	令和 2 年度	令和 3 年度	令和 4 年度	令和 5 年度	令和 6 年度	5年累計 (R元~ R5)
運用損益	1,381	293	△ 155	1,019	△ 197	2,341
うち自家運用(簿価) ※	78	55	44	47	53	276
うち委託運用(時価)	1,303	239	△ 199	973	△ 250	2,065

※ 自家運用(簿価)には生命保険資産を含む。

- 令和6年度の資産全体の収益率実績は $\Delta 0.67\%$ となり、同年度の基本ポートフォリオ期待収益率 $+0.56\%$ を 1.23% 下回った。内訳をみると、自家運用、委託運用とも、収益率実績が期待収益率を下回っているが、大部分は委託運用の収益率実績が $\Delta 2.36\%$ と、同期待収益率 $+1.10\%$ を大きく下回った($\Delta 3.46\%$)ことによる。
- 委託運用に係る評価は、中退共と同様である(注)。
(注) 令和4年度から中退共と合同運用を行っているため。
- 資産全体の運用損益額は $\Delta 197$ 百万円となった。内訳は、自家運用が $+53$ 百万円、委託運用が $\Delta 250$ 百万円である。

イ. 利益剰余金

【建退共(特別給付経理) 利益剰余金の推移】

(単位:億円)

	令和 元 年度末	令和 2 年度末	令和 3 年度末	令和 4 年度末	令和 5 年度末	令和 6 年度末
必要な利益剰余金 (A) ※	-	-	-	-	-	-
利益剰余金 (B)	133	141	136	130	137	131
利益剰余金過不足(B-A)	-	-	-	-	-	-

※ 必要な利益剰余金は、向こう5年間のモンテカルロシミュレーションにおける下位1パーセント水準の想定損失額であり、機構が算出した額である。

利益剰余金が高い水準に達しているため、モンテカルロシミュレーションの実施及び必要な利益剰余金の算出は、令和元年度末以降省略している。

- ・ 前述の運用実績の結果、令和6年度末の利益剰余金は131億円となり、令和5年度末の水準137億円から6億円減少した。
- ・ 利益剰余金の水準は、責任準備金(158億円)の8割強に達しており、財務基盤に不安のない水準を確保している。

(4) 清退共（給付経理）

ア. 運用実績

【清退共（給付経理）運用状況】（収益率実績は委託手数料控除後）

（単位：％）

	令和 2 年度	令和 3 年度	令和 4 年度	令和 5 年度	令和 6 年度	5年平均 (R2～ R6)
予定運用利回り(年率)	2.30	2.30	2.30	2.30	2.30	2.30
必要な利回り(年率) ※1	2.28	1.99	1.94	1.94	2.21	2.07
期待収益率 (A) ※2	0.51	0.87	0.61	0.51	0.39	0.58
うち自家運用(簿価)	0.23	0.20	0.18	0.14	0.19	0.19
うち委託運用(時価)	1.64	3.23	2.13	1.81	1.10	1.98
収益率実績 (B)	2.59	0.44	△ 0.34	2.57	△ 0.48	0.95
うち自家運用(簿価)	0.22	0.21	0.19	0.16	0.20	0.20
うち委託運用(時価)	12.17	1.25	△ 2.04	10.16	△ 2.36	3.59
実績－期待 (B-A)	2.08	△ 0.43	△ 0.95	2.06	△ 0.88	0.37
うち自家運用(簿価)	△ 0.01	0.01	0.01	0.02	0.01	0.01
うち委託運用(時価)	10.54	△ 1.98	△ 4.17	8.35	△ 3.46	1.61
市場収益要因	8.52	△ 1.25	△ 4.20	6.43	△ 3.41	1.09
超過収益要因	2.14	△ 0.62	0.12	2.03	0.03	0.62
資産配分効果	0.93	△ 0.48	0.03	1.70	0.17	0.47
個別資産効果	1.17	△ 0.35	0.13	0.26	△ 0.17	0.21
複合効果	0.04	0.20	△ 0.04	0.06	0.03	△ 0.05
手数料要因	△ 0.12	△ 0.11	△ 0.10	△ 0.11	△ 0.08	△ 0.10

※1 必要な利回りは手帳更新期間等により変動するため、利益剰余金水準が増減しない水準の利回りを事後的に計算して必要な利回りとしている。令和4年度以降は、令和4年度に見直した計算式による数値を記載している。

※2 基本ポートフォリオの期待収益率は、金融経済環境の見通しを前提に1年ごとに推計し、5年間通算の利回りが必要な利回りに見合う水準になるように設定している。本表の期待収益率(A)は、基本ポートフォリオ策定時点の年度別内訳である。令和2年度については令和2年度改定の、令和3年度～5年度については令和3年度改定の、令和6年度については令和6年度改定の基本ポートフォリオ（5年間平均期待収益率は0.62％）に基づく。

【清退共（給付経理）現行基本ポートフォリオ(R6策定)の年度別期待収益率】

（単位：％）

	令和 6 年度 (7月以降)	令和 7 年度	令和 8 年度	令和 9 年度	令和 10 年度	5年平均 (R6～ R10)
期待収益率	0.39	0.69	0.63	0.71	0.72	0.62

【清退共(給付経理) 運用損益】(委託手数料控除後)

(単位:百万円)

	令和 2 年度	令和 3 年度	令和 4 年度	令和 5 年度	令和 6 年度	5年累計 (R2~ R6)
運用損益	99	16	△ 12	89	△ 17	175
うち自家運用(簿価)	7	6	5	4	5	27
うち委託運用(時価)	92	10	△ 17	85	△ 22	148

- 令和6年度の資産全体の収益率実績は△0.48%となり、同年度の基本ポートフォリオ期待収益率+0.39%を0.88%下回った。内訳をみると、自家運用の収益率実績が期待収益率を小幅に上回った(+0.01%)一方で、委託運用の収益率実績が△2.36%と、同期待収益率+1.10%を大きく(△3.46%)下回ったことが影響している。
- 委託運用に係る評価は、中退共と同様である(注)。
(注) 令和2年度から中退共と合同運用を行っているため。
- 資産全体の運用損益額は△17百万円となった。内訳は、自家運用が+5百万円、委託運用が△22百万円である。

イ. 利益剰余金

【清退共(給付経理) 利益剰余金の推移】

(単位:百万円)

	令和 元 年度末	令和 2 年度末	令和 3 年度末	令和 4 年度末	令和 5 年度末	令和 6 年度末
必要な利益剰余金 (A) ※	415	419	439	-	-	-
利益剰余金 (B)	2,547	2,552	2,495	2,411	2,436	2,351
利益剰余金過不足(B-A)	2,132	2,133	2,056	-	-	-

※ 必要な利益剰余金は、向こう5年間を対象としたモンテカルロシミュレーションにおける下位1パーセント水準の想定損失額であり、機構が算出した額である。

利益剰余金が高い水準に達しているため、モンテカルロシミュレーションの実施及び必要な利益剰余金の算出は、令和4年度末以降省略している。

- ・ 前述の運用実績の結果、令和6年度末の利益剰余金は2,351百万円となり、令和5年度末の水準2,436百万円から85百万円減少した。
- ・ 利益剰余金の水準は、責任準備金（1,086百万円）の2倍以上に達しており、財務基盤に不安のない水準を確保している。

(5) 清退共（特別給付経理）

ア. 運用実績

【清退共(特別給付経理) 運用状況】（収益率実績は委託手数料控除後）（単位：%）

	令和 2 年度	令和 3 年度	令和 4 年度	令和 5 年度	令和 6 年度	5年平均 (R2～ R6)
予定運用利回り(年率)	2.30	2.30	2.30	2.30	2.30	2.30
必要な利回り(年率) ※1	0.42	0.55	0.52	0.52	0.52	0.51
期待収益率 (A) ※2	0.04	0.00	0.00	0.00	0.00	0.01
うち自家運用(簿価)	0.04	0.00	0.00	0.00	0.00	0.01
うち委託運用(時価)	-	-	-	-	-	-
収益率実績 (B)	0.03	0.00	-	-	0.02	0.01
うち自家運用(簿価)	0.03	0.00	-	-	0.02	0.01
うち委託運用(時価)	-	-	-	-	-	-
実績－期待 (B-A)	△ 0.01	0.00	-	-	0.02	0.00
うち自家運用(簿価)	△ 0.01	0.00	-	-	0.02	0.00
うち委託運用(時価)	-	-	-	-	-	-
市場収益要因	-	-	-	-	-	-
超過収益要因	-	-	-	-	-	-
資産配分効果	-	-	-	-	-	-
個別資産効果	-	-	-	-	-	-
複合効果	-	-	-	-	-	-
手数料要因	-	-	-	-	-	-

※1 必要な利回りは手帳更新期間等により変動するため、利益剰余金水準が増減しない水準の利回りを事後的に計算して必要な利回りとしている。令和4年度以降は、令和4年度に見直した計算式による数値を記載している。

※2 期待収益率(A)は、各年度の基本ポートフォリオ検証時の期待収益率である。

【清退共(特別給付経理) 運用損益】(委託手数料控除後)

(単位:百万円)

	令和 2 年度	令和 3 年度	令和 4 年度	令和 5 年度	令和 6 年度	5年累計 (R2~ R6)
運用損益	0.1	0.0	-	-	0.1	0.1
うち自家運用(簿価)	0.1	0.0	-	-	0.1	0.1
うち委託運用(時価)	-	-	-	-	-	-

- ・ 清退共(特別給付経理)については従来、自家運用の決済用預金のみでの運用が続いていたが、市中金利上昇を考慮し、令和6年度より一部を大口定期預金とした。令和6年度の資産全体の収益率実績は+0.02%、運用損益額は+0.1百万円となった。

イ. 利益剰余金

【清退共(特別給付経理) 利益剰余金の推移】

(単位:百万円)

	令和 元 年度末	令和 2 年度末	令和 3 年度末	令和 4 年度末	令和 5 年度末	令和 6 年度末
必要な利益剰余金 (A) ※	-	-	-	-	-	-
利益剰余金 (B)	210	209	208	206	205	204
利益剰余金過不足(B-A)	-	-	-	-	-	-

※ 必要な利益剰余金は、向こう5年間を対象としたモンテカルロシミュレーションにおける下位1パーセント水準の想定損失額であり、機構が算出した額である。

利益剰余金が高い水準に達していること、かつ委託運用を行わずリスクの高い資産を保有していないため、モンテカルロシミュレーションの実施及び必要な利益剰余金の算出は省略している。

- ・ 令和6年度末の利益剰余金は204百万円となり、令和5年度末の水準205百万円から1百万円減少した。
- ・ 利益剰余金の水準は、責任準備金(63百万円)の3倍以上に達しており、財務基盤に不安のない水準を確保している。

(6) 林退共（給付経理）

ア. 運用実績

【林退共(給付経理) 運用状況】（収益率実績は委託手数料控除後）（単位：%）

	令和 2 年度	令和 3 年度	令和 4 年度	令和 5 年度	令和 6 年度	5年平均 (R2～ R6)
予定運用利回り(年率) ※1	0.50	0.10	0.10	0.10	0.10	0.18
必要な利回り(年率) ※2	1.19	1.42	0.64	0.64	0.57	0.89
期待収益率 (A) ※3	0.84	1.46	0.99	0.84	0.59	0.94
うち自家運用(簿価)	0.37	0.32	0.25	0.21	0.26	0.28
うち委託運用(時価)	1.64	3.23	2.13	1.81	1.10	1.98
収益率実績 (B)	4.70	0.67	△ 0.66	4.11	△ 0.86	1.57
うち自家運用(簿価)	0.37	0.30	0.24	0.21	0.24	0.27
うち委託運用(時価)	12.17	1.25	△ 2.04	10.16	△ 2.36	3.66
実績－期待 (B-A)	3.86	△ 0.79	△ 1.65	3.27	△ 1.45	0.62
うち自家運用(簿価)	0.00	△ 0.02	△ 0.01	0.00	△ 0.02	△ 0.01
うち委託運用(時価)	10.54	△ 1.98	△ 4.17	8.35	△ 3.46	1.68
市場収益要因	8.52	△ 1.25	△ 4.20	6.43	△ 3.41	1.09
超過収益要因	2.14	△ 0.62	0.12	2.03	0.03	0.69
資産配分効果	0.93	△ 0.48	0.03	1.70	0.17	0.50
個別資産効果	1.17	△ 0.35	0.13	0.26	△ 0.17	0.21
複合効果	0.04	0.20	△ 0.04	0.06	0.03	△ 0.02
手数料要因	△ 0.12	△ 0.11	△ 0.10	△ 0.11	△ 0.08	△ 0.10

※1 令和3年10月1日に予定運用利回りを改定した。令和3年度の予定運用利回りの数値は、改定後のものである

※2 必要な利回りは手帳更新期間等により変動するため、利益剰余金水準が増減しない水準の利回りを事後的に計算し、かつ累積欠損金解消充当分の利回りを上乗せして、必要な利回りとしている（ただし令和6年度については、前年度末時点で累積欠損金が解消されたため、累積欠損金解消充当分の利回りを上乗せしていない）。令和4年度以降は、令和4年度に見直した計算式による数値を記載している。

※3 基本ポートフォリオの期待収益率は、金融経済環境の見通しを前提に1年ごとに推計し、5年間通算の利回りが必要な利回りに見合う水準になるように設定している。本表の期待収益率(A)は、基本ポートフォリオ策定時点の年度別内訳である。令和2年度については令和2年度改定の、令和3年度～5年度については令和3年度改定の、令和6年度については令和6年度改定の基本ポートフォリオ（5年間平均期待収益率は0.94%）に基づく。

【林退共(給付経理) 現行基本ポートフォリオ(R6策定)の年度別期待収益率】 (単位:%)

	令和 6 年度 (7月以降)	令和 7 年度	令和 8 年度	令和 9 年度	令和 10 年度	5年平均 (R6~ R10)
期待収益率	0.59	1.07	0.94	1.09	1.09	0.94

【林退共(給付経理) 運用損益】 (委託手数料控除後) (単位:百万円)

	令和 2 年度	令和 3 年度	令和 4 年度	令和 5 年度	令和 6 年度	5年累計 (R2~ R6)
運用損益	703	105	△ 104	640	△ 137	1,207
うち自家運用(簿価)	35	29	23	20	22	129
うち委託運用(時価)	668	76	△ 127	620	△ 159	1,078

- 令和6年度の資産全体の収益率実績は△0.86%となり、同年度の基本ポートフォリオ期待収益率+0.59%を1.45%下回った。内訳をみると、自家運用、委託運用とも、収益率実績が期待収益率を下回っているが、大部分は委託運用の収益率実績が△2.36%と、同期待収益率+1.10%を大きく下回った(△3.46%)ことによる。
- 委託運用に係る評価は、中退共と同様である(注)。
(注)平成28年度から中退共と合同運用を行っているため。
- 資産全体の運用損益額は△137百万円となった。内訳は、自家運用+22百万円、委託運用が△159百万円である。

イ. 利益剰余金

【林退共(給付経理) 利益剰余金の推移】

(単位:百万円)

	令和 元 年度末	令和 2 年度末	令和 3 年度末	令和 4 年度末	令和 5 年度末	令和 6 年度末
必要な利益剰余金 (A) ※	1,378	1,234	1,240	1,066	1,209	875
利益剰余金 (B)	△704	△187	△306	△486	116	△145
利益剰余金不足額(B-A)	△2,082	△1,421	△1,546	△1,552	△1,093	△1,020

※ 必要な利益剰余金は、向こう5年間を対象としたモンテカルロシミュレーションにおける下位1パーセント水準の想定損失額であり、機構が算出した額である。

- 林退共では、累積欠損金解消計画に沿った運営により、令和5年度末に一旦累積欠損金を解消した。しかし想定損失額を確保する剰余金水準には至らないため、財務基盤に比して多めのリスクを取った資産運用を継続している中、令和6年度末では△145百万円と、再び累積欠損金の状態となった。令和5年度末の利益剰余金116百万円から261百万円の悪化である。ただし累積欠損金の水準は、令和2年に策定した累積欠損金解消計画の範囲内に収まっている。

3. 機構資産の運用の基本的な方針

(1) 基本的な考え方

- ・ 令和6年度は引き続き分散投資と長期的投資の観点から運用受託機関のパフォーマンス管理に継続的に取り組んだほか、金融経済環境の大きな変化を踏まえて基本ポートフォリオの見直しを実施した。またアクティブ運用についてスタイル分散やポートフォリオ特性の状況を分析した上で、マネジャー・ストラクチャーの見直しに着手した。

サステナビリティを重視した運用の観点では、PRI署名機関として活発なスチュワードシップ活動を行い、「責任投資活動報告書」の公表を開始した。また、「アセットオーナー・プリンシプルに関する受入れ及び取組方針の表明について」の策定・公表も行った。

これらの活動は、「資産運用の基本方針」に規定された、「専ら受益者たる共済契約者及び被共済者の利益のために長期的な観点から安全かつ効率的に行うことにより、将来にわたって退職金共済事業を安定的に運営していく上で必要とされる収益を長期的に確保」という目的に適う運用が行われたものと評価できる。

(2) 資産運用の目標

- ・ 今第5期中期目標において、機構の資産運用業務の評価方法が、従来の資産毎の超過収益率を単年度ごとに評価する、定量的に単年度の結果責任を問う形から、定性的にプロセス責任を問う形に見直しが行われている。
- ・ 令和6年度の運用実績は、2.運用実績で記載したとおり、清退共（特別給付経理）を除く5経理について、基本ポートフォリオの期待収益率を下回る結果となった（注）。

（注）いずれの経理についても、令和2年度～6年度の

5年平均でみると、期待収益率を上回る運用実績を実現している。

- ・ 令和6年度の収益の下振れは、ほぼ委託運用部分によるものである。委託運用の収益下振れを要因分解すると、市場収益要因のマイナス寄与が大部分を占める。超過収益要因の内訳では、資産配分効果のプラス寄与と個別資産効果のマイナス寄与が相殺する形となった。ただし個別資産効果のマイナスは、前述のとおり（2.（1）ア.）、主として基本ポートフォリオ改定時の特殊要因によるものである。

機構は基本ポートフォリオの重要な前提条件である、金融経済情勢が変化した可能性が高いと判断し、7月に基本ポートフォリオを改定している（後述5.（1）参照）。この基本ポートフォリオ見直しによって市場収益要因のブレが収束してくるか、引き続き注視していく姿勢である。

資産配分効果のプラス寄与は、収益率の高かった外国株式の資産構成割合が高めに推移したことによるが、期中に2回、リバランスルールに基づく資産間リバランスを行っており、この影響で振れ幅は比較的小幅に収まったものとみられる。なお、基本ポートフォリオ改定の際に、乖離許容幅の妥当性についても検証し、従前の方針を踏襲することとしている。

個別資産効果は既述の特殊要因を除けばプラス寄与となっ
てはいるが、スタイル分散やポートフォリオ特性の分析をもとに、マネジャー・ストラクチャーの見直しに着手している（後述5.（2）イ.参照）。

以上、機構は運用実績と期待収益率との差異の原因を分析、確認し、その原因を踏まえて必要な対応を検討、実施しているものと評価する。

4. 機構資産の運用に関し遵守すべき事項

(1) 受託者責任の徹底

- ・ 受託者責任については、令和3年7月にガバナンスに係る議論を集約する形で制定された「資産運用業務に携わる役職員の行動規範」の中に明記され、職員への意識の浸透が図られている。
- ・ また、受託者責任のあり方に関する理解と検討結果は、厚生労働省とも共有され、第5期中期目標において採用された資産運用業務の評価方法変更に結び付いていることは、機構の理解や取組姿勢の適切さを示すものとして評価される。

(2) 市場及び民間の活動への影響に対する配慮

- ・ 資産規模の大きい公的アセットオーナーとしては、その資産運用が市場に過大な影響を与えないよう、十分な留意が必要である。

令和6年度は、資産間リバランスを3回実施している。1度目と3度目のリバランスは、それぞれ資産構成割合が乖離許容幅を超えたことによりリバランスルールに則って実施したものである。なお、1度目のリバランスは令和6年3月末時点における4資産それぞれの資産構成割合、3度目のリバランスは10月末時点における外国株式の資産構成割合の基本ポートフォリオからの乖離が乖離許容幅を超えたことを受け、いずれも翌月に実施している。また、2度目のリバランスは、基本ポートフォリオ移行によるものであり、6月に実施した。それぞれの資産間リバランスの際、機構内部は勿論、資産運用受託機関や資産管理受託機関を含めて、情報管理を徹底した。また、売買に際しては、十分な期間を取って取引を行い、市場への影響を抑制

した。

以上はひとつの代表例であるが、機構の資産運用においては常日頃より市場への影響を抑制するよう適切な措置が採られているものと評価される。

5. 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

(1) 基本ポートフォリオ

- ・ 機構では「資産運用の基本方針」に基づいて毎年度、基本ポートフォリオの定例検証を実施している。検証の結果、策定時に想定した重要な前提条件が変化し、修正する必要があると認められる場合には、基本ポートフォリオの見直しを検討するとしている。

令和4年9月開催の当委員会以降、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かどうかの検討が行われてきた。令和6年4月開催の当委員会において、春季労使交渉の賃上げ等注目していた物価動向が明らかに変化し、日本銀行の金融政策が変更されたことを踏まえ、金融経済情勢が変化したと判断して、基本ポートフォリオを見直すこととした。これにより、令和6年7月1日に基本ポートフォリオを改定した。

- ・ 当機構は積立型の退職金共済という制度設計上、収入源は基本的に掛金と運用益のみであり、累積欠損金が発生しても政府や他の事業から補填を受ける仕組みがないことに特に留意し、専ら受益者の利益のために長期的な観点から安全かつ効率的な運用を行うことを求められている。「資産運用の基本方針」においても「必要な利回りを最低限のリスクで確保する」としているが、物価動向、金融政策スタンスの変更等を背景とする金融経済情勢の変化を考慮し、

必要な利回りをより小さなリスクで確保するポートフォリオの構築が可能になった状況を受け、基本ポートフォリオの見直しを行っている（具体的な見直し内容については、別添2を参照）。

【令和6年7月改定前後の基本ポートフォリオ】

【中退共(給付経理)】

	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
改定前	※1 1.17%	※1 2.01%	56.9%	21.8%	3.9%	9.5%	7.9%
改定後	1.10%	1.43%	56.9%	31.2%	4.0%	5.9%	2.0%

【建退共(給付経理)】

	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
改定前	※1 1.02%	※1 1.47%	68.5%	16.0%	2.8%	6.9%	5.8%
改定後	0.97%	1.03%	68.5%	22.9%	2.9%	4.3%	1.4%

【建退共(特別給付経理)】

	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
改定前	※1 0.93%	※1 1.47%	68.5%	16.0%	2.8%	6.9%	5.8%
改定後	0.87%	1.03%	68.5%	22.9%	2.9%	4.3%	1.4%

【清退共(給付経理)】

	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 ※3	外国株式
改定前	※1 0.66%	※1 1.04%	77.8%	11.2%	2.0%	4.9%	4.1%
改定後	0.62%	0.74%	77.8%	16.1%	2.1%	3.0%	1.0%

【林退共(給付経理)】

	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 ※3	外国株式
改定前	※1 1.01%	※1 1.83%	60.8%	19.9%	3.5%	8.6%	7.2%
改定後	0.94%	1.29%	60.8%	28.4%	3.6%	5.4%	1.8%

※1 改定前の基本ポートフォリオの期待収益率とリスクは、令和6年に推計し直した数値を表示。

※2 中退共(給付経理)と建退共(給付経理)は、自家運用(簿価)に生命保険資産と有価証券信託を含む。建退共(特別給付経理)は、自家運用(簿価)に生命保険資産を含む。

※3 外国債券について、改定前の基本ポートフォリオでは為替ヘッジを行ったが、改定後の基本ポートフォリオでは為替ヘッジを行わない。

- 令和4年から行われてきた前提条件に関する一連の検証プロセスは、「資産運用の基本方針」に即したものであり、春季労使交渉や日本銀行の金融政策の動向などを注視しつつ行った今回の対応は適切なものと評価する。
- 見直しの結果に加え、背景のデータや主な論点を取りまとめた資料は、令和6年7月に機構ホームページに掲載された(別添2参照)。開示の適時性、また内容についても詳しく記述されており、公的機関としての信頼性、透明性に向けた取組の一環として評価できる。
- なお、見直し後の基本ポートフォリオにおける財務状況(剰余金と想定損失額のバランス)については、中退共、建退共では、現状の財務基盤および将来シミュレーション結果に鑑み、問題がない剰余金の水準と考えられる。

清退共についても、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、基本ポートフォリオの見直しが必要な状況にはないものと考えられる。

一方、林退共については、令和6年度末で再び累積欠損金の状態となった。ただし累積欠損金の水準は、累積欠損金解消計画の範囲内に収まっている。

(2) 運用手法等について

ア. 自家運用の運用手法

- ・ 自家運用については、退職金等支払のための流動性を確保する役割を割り当てている。このため、資金フローを安定させる趣旨から、簿価評価が認められる満期保有を前提とし、投資戦略としてラダー型戦略（注）を採用することで毎年の償還金額をほぼ同額となるようにしている。投資期間については、各制度における掛金納付期間に応じて設定されている。中退共は 20 年、建退共は 15 年、清退共、林退共は 10 年のラダー型運用を目指している。

（注）債券のポートフォリオ運用形式の一つ。償還期限の異なる債券を、各期間にほぼ同額ずつ組み込む方式であり、期間毎の償還金額の水準が同一であるため、残存期間と投資額の間をグラフにした際にはしごのような形状となることから、「はしご（ラダー）型」と呼ばれている。機構では、毎年度の元利金受取額を平準化させ、退職金支払額の変動による収支差の変動が、元利金受取額の変動によって増幅されることを回避する目的で採用している。

- ・ 入金と出金のタイミングのずれ等に備えるための銀行預金等流動性資産については、基本的に出来るだけ金額を抑えている。ただし、令和 2 年度以降は、コロナ禍等による資金フローの急激な変化に備え、債券投資額を一部抑制し、各経理とも退職金支払額の 10 か月相当を超える豊富な流動性を確保していた。

令和 5 年度に入り、新型コロナウイルス感染症が 5 類に移行、経済活動もコロナ禍以前の状態に戻る中、各経理の収支状況に極端な動きがみられないことから、当委員会への報告の上で、流動性を従来水準まで段階的に引き下げ

る方針に切り替えた。足元ではコロナ前の手元流動性の水準に戻している。

こうした環境変化を見据えた柔軟な対応は、制度の安定性を維持する上で必要なものであり、適切なものとして評価できる。

- ・ なお機構は、自家運用資産の利回りが低位に留まり、全体の運用利回りを引き下げる状態が続くことについて、課題として認識しており、令和6年度は対応の可能性を探る検討を行った。まず一定期間の余裕金については、市中金利上昇を考慮し、大口定期預金等の短期運用によって利回り向上を目指したとのことである。清退共（特別給付経理）については、1億円の大口定期預金を実施した。生命保険資産の解約に伴う余裕金については、建退共（給付経理）で300億円の大口定期預金を3月に実施した。また、円金利の上昇基調が強まるなか、自家運用保有債券の利回り向上策を検討したが、自家運用債券は満期保有目的としているために、低利回り債の入れ替えを行うにはいくつかの条件を満たす必要がある。さらに、売却損発生時の財務への影響も考慮する必要があるため、継続検討となっている。

短期運用の改善については、金利の動向を注視しつつ、適切な対応を図ったと言えるが、引き続き検討が必要であろう。債券利回り向上についても、諸々の課題解決は決して容易なものではないとみられるが、検討の継続に期待したい。

イ．委託運用の運用手法

- ・ 委託運用については、令和4年4月から清退共（特別給付経理）を除く全経理で、包括信託に関する合同運用が行

われており、その内訳としては国内外の債券・株式の資産ごとに特化型アクティブ運用とパッシブ運用が併用されている。

- ・ アクティブ運用については、採用時に期待された要件が満たされているか否かを定性的及び定量的に評価するほか、個別ファンドのパフォーマンスだけでなく、全体としてのスタイル分散の有効性についてもモニタリングし、マネジャー・ストラクチャー見直しの要否を継続的に確認している。今回の基本ポートフォリオ改定でベンチマーク及び資産構成割合が変更になったことに加え、前回見直し時（平成30年～令和元年）のスタイル分散やポートフォリオ特性からの乖離が大きくなったことから、マネジャー・ストラクチャー見直しに着手した。

運用機関の選考に当たっては、金融の知見の深い理事長及び資産運用担当理事に加え、資産運用の専門人材である運用調査役他のメンバーで選考委員会を組成し、書面審査や面談での質疑応答を通して充実した吟味が行われていることは、高く評価できよう。

また、採用ファンドの評価の手法については、当委員会への年度評価結果報告等を通じて、各評価項目に沿った適切なチェックがなされていることを確認した。

ウ．委託運用の合同運用

- ・ 委託運用については、平成28年度より、最も規模が大きく、既に資産ごとに特化した委託形態を採用していた中退共の運用に林退共が参加する形で合同運用が開始されたが、そこに清退共が令和2年度から、建退共が令和4年度から参加している。
- ・ 委託運用を行っている全ての経理が合同運用に参加した

ことを受け、運用受託機関のモニタリングやスチュワードシップ活動は、中退共と特退共を分けず、機構横断的に実施されている。

このことは、ノウハウの共有や事務効率性改善等を通じて資産運用体制の強化に繋がるものとして評価できる。

(3) 運用受託機関の選定、評価及び管理等について

- ・ 機構は既存ファンドに関し、収益の獲得能力や運用スタイル・戦略の将来的な継続性や安定性についてどの程度確信が得られるかという観点で、複数の定量情報と定性情報を用いて複合的に評価している。その評価の結果、令和6年度は2ファンドを解約した。
- ・ また、上述のとおり、前回見直し時（平成30年～令和元年）のスタイル分散やポートフォリオ特性からの乖離が大きくなったことから、マネジャー・ストラクチャー見直しに着手した。
- ・ 各ファンドのパフォーマンス管理については、毎月の報告書の内容確認に加え、半期に一度の報告会を通じて、適切に行われている。報告会には毎回、資産運用担当理事、資産運用部長、運用調査役、運用リスク管理役他の専門性を有するメンバーが出席し、運用内容を確認しているとのことである。運用や管理の体制についても、年次の調査票に加え、事務ミス発生時や体制変更時の報告書等の提出を受けており、適切な把握に努めているものと評価する。

【令和6年度資産運用・管理委託状況（包括信託）】

		合同運用資産 *	清退共 (特別給付経理)
運用を委託している機関数**		17(△2)	—
うち	運用機関	17	—
	管理機関	1	—
運用形式		特化型	—
ファンド数		28	—
うち	国内債券アクティブ	6	—
	国内債券パッシブ	2	—
	国内株式アクティブ	6	—
	国内株式パッシブ	2	—
	外国債券アクティブ	4	—
	外国債券パッシブ	2	—
	外国株式アクティブ	4	—
	外国株式パッシブ	2	—
運用シェア変更ファンド数		21	—
うち	減額	16	—
	解約	3	—
	増額	2	—
管理シェア変更機関数		0	—
うち	減額	0	—
	解約	0	—
	増額	0	—
法令違反・運用ガイドライン 抵触事案（件）		0	—

委託機関・ファンド数は令和6年度末の状況。

()内は期中増減数。

* 合同運用しているのは、中退共（給付経理）、建退共（給付経理）、建退共（特別給付経理）、清退共（給付経理）、林退共（給付経理）の、計5経理。

** 運用機関と管理機関で重複があるため、機関数の合計は内訳と必ずしも一致しない。

(4) 機構資産の運用におけるリスク管理

ア. 資産全体

- 資産全体のリスクについては、基本ポートフォリオの定例検証時に、モンテカルロシミュレーションによる想定損失額の推計を中心としつつ、リーマンショック時と同様のストレステストやVaR、CVaR分析（注）も補完的に実施している。このフォワードルッキングの観点を取り入れた一連の分析により、剰余金水準との比較におけるリスクテイ

ク水準の妥当性検証がなされている。

(注) 市場リスク定量化の手法の一つ。VaR (バリューアットリスク) は、現在の保有資産が将来のある一定期間に、ある一定の確率の範囲内で被る可能性がある最大損失額を、統計的手法で推計したもの。CVaR(条件付バリューアットリスク)は、現在の保有資産が将来のある一定期間に、ある確率水準を上回る場合の平均損失額を、統計的手法で推計したもの。

- ・ リスク管理の強化については、機構も課題として認識している。令和6年度は、発行体集中リスクについての検証など一定の取組がみられたが、更なる強化に向けた継続的な取組を期待する。

イ. 自家運用

- ・ 令和6年度における自家運用の投資対象金融資産は、全て円建てであり、満期前に売却された資産はなく、基本方針に沿った運用が行われている。
- ・ 将来の償還金額を安定させるラダー型ポートフォリオを構築するため、7年～20年の残存期間の債券を購入している。
- ・ 各経理において毎年の退職金等支払に必要な流動性を確保する金額でのラダー型運用に向けた債券取得が行われており、残存期間の分散化が図られている。発行体別の構成比は、「資産運用の業務方針」における規定の範囲内に収まっており、発行体の分散化も実施されている。
- ・ 掛金収入額と退職金支払額の動向について適時の情報更新を行いながら、ALMの観点でポートフォリオと将来収支の整合性を長期にわたり確認することは、機構も課題認識しており、今後の取組に期待する。

【令和6年度末における運用の内訳】

構成比%	中退共 (給付経理)	建退共 (給付経理)	建退共 (特別 給付経理)	清退共 (給付経理)	清退共 (特別 給付経理)	林退共 (給付経理)
委託運用	46.63	33.18	35.63	26.44	-	41.64
自家運用	53.37	66.82	64.37	73.56	100.00	58.36
国債	30.07	20.92	12.08	27.86	-	13.66
地方債	5.77	12.58	13.13	-	-	-
政府保証債	9.62	17.99	24.30	35.25	-	35.51
財投機関債	0.04	3.59	-	-	-	-
金融債	6.13	5.16	1.04	-	-	-
預金	1.73	6.57	13.82	10.45	100.00	9.19

※委託運用には生命保険資産を含む。

※端数処理の関係で、構成比の合計が100%にならないことがある。

【自家運用債券の償還年限別構成比】

(構成比：%)

	中退共 (給付経理)	建退共 (給付経理)	建退共 (特別給付 経理)	清退共 (給付経理)	清退共 (特別給付 経理)	林退共 (給付経理)
令和7年度	8.2	9.3	10.3	9.5	-	16.9
8年度	8.1	7.3	10.3	9.5	-	11.7
9年度	5.4	7.9	11.0	9.5	-	13.0
10年度	5.4	11.2	10.3	9.5	-	5.2
11年度	5.4	8.3	10.3	14.3	-	20.8
12年度	5.4	6.3	6.8	9.5	-	7.8
13年度	5.4	6.2	10.3	9.5	-	9.1
14年度	5.4	6.3	10.3	9.5	-	1.3
15年度	5.4	6.3	10.3	9.5	-	6.5
16年度	5.4	6.3	10.3	9.5	-	7.8
17年度	4.6	1.3	-	-	-	-
18年度	4.6	5.4	-	-	-	-
19年度	4.4	5.4	-	-	-	-
20年度	4.3	6.3	-	-	-	-
21年度	4.1	6.3	-	-	-	-
22年度	4.0	-	-	-	-	-
23年度	4.2	-	-	-	-	-
24年度	4.1	-	-	-	-	-
25年度	3.8	-	-	-	-	-
26年度	2.5	-	-	-	-	-

※端数処理の関係で、各経理の合計が100%にならないことがある。

ウ. 委託運用

- ・ 機構はポートフォリオを適切に管理するため、委託運用資産の資産構成割合と基本ポートフォリオとの乖離状況を毎月把握し、必要な場合はリバランスルールに則って調整を行っている。
- ・ 令和6年度は、令和6年3月末時点で国内株式と外国株式の資産構成割合が乖離許容幅を超えて上昇し、かつ国内債券と外国債券の資産構成割合が乖離許容幅を超えて低下したことを受け、リバランスルールに則り、4月に国内株式・外国株式から国内債券・外国債券への一部資産移管を実施した。また、10月末時点で外国株式の資産構成割合が乖離許容幅を超えて上昇したことを受け、リバランスルールに則り、11月に外国株式から、基本ポートフォリオからのマイナス乖離幅が最も大きい資産であった国内債券への、一部資産移管を実施した。
- ・ また、運用受託機関から徴求している毎月の報告書を基に、トラッキングエラー（TE）の動向をモニタリングし、運用受託機関が過剰ないし過少なリスクテイクを行っていないかを検証するなど、ファンド毎にも適切なリスク管理が行われているものと評価する。

6. ガバナンス体制

(1) ガバナンス体制の確立及び業務運営の透明性の確保

- ・ 機構の資産運用業務の推進に当たっては、厚生労働省をはじめ関係機関との連携によって、退職金制度の運営・運用に関わる諸課題を解決しながら進めていくことが肝要である。
- ・ 令和6年度は特退共の財政検証が実施された。機構は厚生労働省勤労者生活課を通して労政審に対し、財務シミュ

レーションに必要な資産運用関連データを適時適切に提供した。こうした対応は、関係機関への情報提供責任を適切に果たしたものと評価できる。

(2) スチュワードシップ責任に係る取組

- ・ 機構のスチュワードシップ活動は、運用受託機関とその先の投資先企業を意識した建設的な対話を行うことによつて、制度の受益者の利益を高めていくことを目指すものであるが、機構自身もアセットオーナーとしての責務を果たすことが重要と認識している。
- ・ 機構は、平成 29 年 11 月の日本版スチュワードシップ・コード改訂版の受入れを踏まえ、公的アセットオーナーとして、平成 30 年度よりスチュワードシップ活動への取組を一段と活発化させており、令和 5 年度には PRI への署名や、機構における責任投資の考え方や方針を定めた「責任投資方針」を策定・公表した。
- ・ 令和 6 年度も、エンゲージメント実施部署から実務レベルの報告を受けるスチュワードシップ活動報告会と、理事長による大手金融機関及びそのグループにおけるトップマネジメントとのトップ面談という複層的な活動が実施された。

理事長も参加したスチュワードシップ活動報告会では、エンゲージメントの内容や議決権行使における考え方等について説明を受け、意見交換が行われている。

トップ面談では、運用受託機関と親会社の間でのファイアウォールに反しないよう配慮しつつ、グループにおける資産運用分野を巡る長期的戦略や ESG 課題等について、意見交換が行われている。

「資産運用立国」政策の一環でもある「資産運用の高度化」

はわが国の喫緊の課題ともなっており、運用分野における長期的経営戦略や資源投入は経営トップや親会社の意向も欠かせないため、このような取組は運用の質的な維持・向上にとっても意義深いものと考えます。

また、ESG 課題については、公的アセットオーナーの立場から、以下の二点を挙げた。

一点は厚生労働省が所管する中小企業における従業員の福利厚生拡充を目指す独立行政法人として、社会（S）要素において、大企業だけでなく中小企業や非正規労働者も含めた労働環境の改善や多様性への取組が重要であるとの問題意識を共有するとともに、足許の取組状況を確認した。

もう一点は、環境（E）要素についてである。林退共を運営する機関として、2050年カーボンニュートラルを実現するには、炭酸ガスの排出量削減だけでなく吸収を図ることが必要であり、その方策として日本の国土の3分の2を占める森林を、日本固有の里山文化も活かして活用することが、林業の振興にも繋がり望ましいと考えられる、との意見を述べ、実装に向けた課題や足許の取組状況を共有した。加えて、気候変動対応におけるトランジション・ファイナンスの重要性について共有するとともに、具体的な取組状況を確認した。

上記のテーマについては、トップ面談などにおける意見交換を通じ、多くのトップマネジメントと問題意識、足許の取組状況や課題を共有できたとのことである。6.6兆円という資産規模を有する公的アセットオーナーとして、受益者の利益に反しない形でESG課題などに係る発信力を高めていることは評価できる。

- ・ 上記に加え令和6年度には、運用受託機関のスチュワードシップ活動への評価導入（投資戦略におけるESG要素の考慮を含む）を実施するとともに、機構のスチュワードシ

ップ活動も含めた責任投資への取組状況について、「令和 5 年度責任投資活動報告書」（令和 6 年 6 月）として公表した。

- ・ さらに、「資産運用立国実現プラン」の一環として、アセットオーナーシップ改革の観点から 8 月に公表された、アセットオーナーの運用・ガバナンス・リスク管理に係る共通の原則（アセットオーナー・プリンシプル）を踏まえ、「アセットオーナー・プリンシプルに関する受入れ及び取組方針の表明について」を 9 月に策定・公表した。
- ・ こうした取組は、受益者に対して長期安定的な利益をもたらすという機構の投資目的の範囲内であり、6.6 兆円という大きな資金を運用する公的アセットオーナーとしてステewardシップ責任を果たす上で適切なものであると高く評価できる。

7. その他機構資産の適切な運用に関し必要な事項

(1) 透明性の向上

- ・ 対外公表については、財務諸表等は官報に公告している（令和 6 年 9 月）。また、当委員会の議事要旨をはじめ、年度及び四半期毎の運用実績と資産構成のほか、令和 5 年度運用結果報告（令和 6 年 8 月）、令和 5 年度責任投資活動報告書（令和 6 年 6 月）、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）、等がホームページ上で公表された。
- ・ 議事要旨については、概ね委員会後 2 か月以内に公表されている。
- ・ 当委員会の議事録については、各委員会の開催日から 7 年経過したものから半年分ずつ順次公表するものとしている。令和 6 年 7 月には平成 28 年度第 8 回から平成 29 年度

第2回までの委員会議事録が、令和7年1月には平成29年度第3回から第5回までの委員会議事録が、ホームページに掲載された。

- ・ 上記のとおり、各種資料の公開については、適切に実施されていると評価する。

(2) 運用管理体制

- ・ 運用業務を行う資産運用部には、業務を的確に遂行できる専門的知識及び経験を有する担当者として、運用調査役、運用リスク管理役及びサステナビリティ統括役を配置している。
- ・ 専門的知識を持った人材の育成については、機構も課題として認識しているとのことである。令和6年度も、準備段階で毎回内部の議論を重ねた上で5回に亘る当委員会での審議を受けたこと、金融機関主催の研修等を積極的に受講したこと等に加え、中堅・若手向けを中心にOJTや資格取得サポートを強化するなどの取組を行っている。「責任投資活動報告書」等の公表資料の内容充実に、成果の一端が現れており、資産運用関係職員の資産運用に係る専門的知見の向上がみられるものと評価する。
- ・ 機構は、機構資産の運用に関する基本方針の案、運用計画及び資産の配分等の重要事項を審議することを目的として、担当役職員で構成する資産運用企画会議を設置している。従来は原則経理毎に会議を開催していたが、令和5年度より全経理で一本化している。令和6年度は、月次の定例会議を12回、臨時会議を6回開催している。

以上

資産運用委員会 委員名簿

第5期（令和5年10月～令和7年9月）

○	おお の さ なえ 大 野 早 苗	武蔵大学副学長
○	くろ き しょう こ 黒 木 彰 子	帝京大学経済学部教授
	すが わら しゅう いち 菅 原 周 一	文教大学国際学部教授
◎	たま き のぶ すけ 玉 木 伸 介	大妻女子大学短期大学部教授
	ま にわ あき ひろ 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）

【令和6年度資産運用委員会 開催実績（全5回）】

第1回（令和6年4月19日）

- ・〈審議事項〉中退共の基本ポートフォリオ見直しについて
- ・〈審議事項〉令和5年度資産運用に関する評価報告書（案）
- ・〈審議事項〉令和5年度責任投資活動報告書（案）

第2回（令和6年6月17日）

- ・〈審議・報告事項〉基本ポートフォリオ見直しについて
- ・〈審議事項〉令和5年度資産運用に関する評価報告書（案）
- ・〈報告事項〉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〉マネジャー・ストラクチャー見直しについて
- ・〈報告事項〉PRI 年次報告について

第3回（令和6年9月10日）

- ・〈審議事項〉基本ポートフォリオの定例検証について
- ・〈報告事項〉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〉アセットオーナー・プリンシプル受入れ表明案について

第4回（令和6年12月24日）

- ・〈報告事項〉マネジャー・ストラクチャー見直しについて
- ・〈報告事項〉令和6年度責任投資活動について（スチュワードシップ活動報告会）

第5回（令和7年2月27日）

- ・〈報告事項〉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〉マネジャー・ストラクチャー見直しについて
- ・〈報告事項〉令和6年度責任投資活動について（トップ面談など）

令和6年4月～令和7年3月の資産運用実績報告

別紙

退職金共済事業経理別運用状況(令和7年3月末)

1.運用概要

	中退共事業 給付経理	建退共事業		清退共事業		林退共事業 給付経理	
		給付経理	特別給付経理	給付経理	特別給付経理		
運用利回り(手数料控除後)	△ 0.75	△ 0.49	△ 0.67	△ 0.48	0.02	△ 0.86	
(%)	自家運用利回り	0.47	0.46	0.26	0.20	0.24	
	委託運用利回り	△ 2.09	△ 2.22	△ 2.13	△ 2.37	-	△ 2.37
運用損益	△ 417.67	△ 51.16	△ 1.97	△ 0.17	0.00	△ 1.37	
(億円)	自家運用	135.39	31.30	0.47	0.05	0.00	0.22
	委託運用	△ 553.06	△ 82.46	△ 2.44	△ 0.22	-	△ 1.59
運用資産総額 (億円)	55,263	10,470	289	34	3	158	

※1. 上段の表においては、自家運用は、国内債券(簿価)のほか、預金を含む。委託運用は、包括信託のほか、生命保険(一般勤定)及び有価証券信託を含む。

(単位:%)

		1.00	1.30	1.30	2.30	2.30	0.10	
予定運用利回り		1.00	1.30	1.30	2.30	2.30	0.10	
必要な利回り(推計値)※3		1.10	1.03	1.51	2.21	0.52	0.57	
基本ポートフォリオ (括弧内は乖離許容幅)	自家運用(簿価)	56.9	68.5	68.5	77.8	100.0	60.8	
	委託運用(時価)	国内債券	31.2	22.9	22.9	16.1	-	28.4
		国内株式	4.0	2.9	2.9	2.1	-	3.6
		外国債券※4	5.9	4.3	4.3	3.0	-	5.4
		外国株式	2.0	1.4	1.4	1.0	-	1.8
	委託運用小計	43.1	31.5	31.5	22.2	-	39.2	
	うち委託運用のみ(時価)	国内債券		72.4 (±3.6)				72.4 (±3.6)
		国内株式		9.3 (±2.3)				9.3 (±2.3)
		外国債券※4		13.7 (±1.7)				13.7 (±1.7)
		外国株式		4.6 (±1.3)				4.6 (±1.3)
リターン予想値※5	1.23	1.01	0.86	0.67	0.00	0.92		
リスク値(標準偏差)※5	1.43	1.03	1.03	0.74	0.00	1.29		

累積剰余(欠損)金 (A) (億円)	令和5年度末	6,331.43	870.75	136.58	24.36	2.05	1.16
	令和6年度末	5,409.98	734.48	130.87	23.51	2.04	△ 1.45
責任準備金 (B) (億円)	令和5年度末	48,157.80	9,693.99	163.74	11.12	0.65	160.22
	令和6年度末	48,570.07	9,715.92	157.96	10.86	0.63	158.73
リスク・バッファ 比率 (A)/(B)	令和5年度末	13.15	8.98	83.41	219.06	315.38	0.72
	令和6年度末	11.14	7.56	82.85	216.48	323.81	△ 0.91
想定損失額 ※6(億円)		4,024	613	-	-	-	8.75

※2. 中段の表においては、自家運用(簿価)は、国内債券(簿価)のほか、生命保険(一般勤定)、預金を含む。委託運用(時価)は、包括信託のみである。

※3. 中退共給付経理は、予定運用利回り+業務経費相当分。その他の経理は、責任準備金必要利回り(資産運用ベース)+業務経費相当分の推計値。

※4. 外国債券については、為替ヘッジを行わない。

※5. 令和6年度基本ポートフォリオ検証時の数値(データは令和6年7月時点)。

※6. モンテカルロシミュレーション1%tile。令和6年度基本ポートフォリオ検証時の数値(データは令和6年7月時点)。

令和6年4月～令和7年3月の資産運用実績報告

2. 運用実績

(単位:%)

	中退共事業 給付経理	建退共事業		清退共事業		林退共事業 給付経理
		給付経理	特別給付経理	給付経理	特別給付経理	
予定運用利回り(年間)	1.0	1.3	1.3	2.3	2.3	0.1
必要な利回り(推計値、年間) ※2	1.10	1.03	1.51	2.21	0.52	0.57
期待収益率 (A)	0.71	0.66	0.56	0.39	0.00	0.59
うち自家運用(簿価)	0.42	0.46	0.31	0.19	0.00	0.26
うち委託運用(時価)	1.10	1.10	1.10	1.10	-	1.10
収益率実績 (B)	△ 0.75	△ 0.49	△ 0.67	△ 0.48	0.02	△ 0.86
うち自家運用(簿価)	0.53	0.47	0.28	0.20	0.02	0.24
うち委託運用(時価)	△ 2.36	△ 2.36	△ 2.36	△ 2.36	-	△ 2.36
実績 - 期待 (B-A)	△ 1.47	△ 1.15	△ 1.23	△ 0.88	0.02	△ 1.45
うち自家運用(簿価)	0.12	0.01	△ 0.03	0.01	0.02	△ 0.02
うち委託運用(時価)	△ 3.46	△ 3.46	△ 3.46	△ 3.46	-	△ 3.46
市場収益要因	△ 3.41	△ 3.41	△ 3.41	△ 3.41	-	△ 3.41
超過収益要因	0.03	0.03	0.03	0.03	-	0.03
資産配分効果	0.17	0.17	0.17	0.17	-	0.17
個別資産効果	△ 0.17	△ 0.17	△ 0.17	△ 0.17	-	△ 0.17
複合効果	0.03	0.03	0.03	0.03	-	0.03
手数料要因	△ 0.08	△ 0.08	△ 0.08	△ 0.08	-	△ 0.08

※1. 本表においては、自家運用(簿価)は、国内債券(簿価)のほか、生命保険(一般勘定)、有価証券信託、及び預金を含む。委託運用(時価)は、包括信託のみである。

※2. 中退共給付経理は、予定運用利回り+業務経費相当分。その他の経理は、責任準備金必要利回り(資産運用ベース)+業務経費相当分の推計値。

3. 包括信託の内訳

(単位:%)

	合同運用資産					
	構成比	ベンチマーク 収益率 (a)	時間加重収益率 (手数料控除前) (b)	超過収益率 (b-a)	手数料率 (c)	手数料控除後収益率 (b-c)
国内債券	66.12	△ 4.73	△ 4.57	0.16	0.04	△ 4.61
国内株式	9.58	△ 1.55	△ 1.08	0.46	0.20	△ 1.28
外国債券	14.97	△ 5.33	△ 5.26	0.07	0.12	△ 5.38
外国株式	9.33	6.82	4.55	※4 △ 2.27	0.21	4.34
合計	100.00	△ 2.31	△ 2.28	0.03	0.08	△ 2.36

	個別資産効果	資産配分効果	複合効果
	△ 0.17	0.17	0.03
国内債券	0.10	0.00	0.03
国内株式	0.05	0.00	△ 0.01
外国債券	0.00	0.03	0.00
外国株式	△ 0.32	0.14	0.00

※1. 合同運用資産は、中退共給付経理、建退共給付経理、建退共特別給付経理、清退共給付経理及び林退共給付経理の、包括信託による委託運用部分を、合同して運用しているものである。

※2. 単位未満は四捨五入しているため、内訳と計が一致しないことがある。

※3. 委託運用(包括信託)の資産クラス毎のベンチマークは、資産運用の基本方針に定める以下の指標による。

- ・国内債券 NOMURA-BPI総合
- ・国内株式 TOPIX(配当込み)
- ・外国債券 《6月まで》FTSE世界国債インデックス(除く日本、除く中国、円ヘッジ・円ベース)
《7月以降》FTSE世界国債インデックス(除く日本、除く中国、円ベース)
- ・外国株式 MSCI KOKUSAI(円ベース、配当込み、GROSS)

※4. 7月1日付けの基本ポートフォリオ改定に向けて、6月に資産間で移受管を行った。一部資産の一時的な現金化に伴い、外国株式の超過収益率に約▲2.0%の影響が生じている。

※5. 外国債券については、為替ヘッジを行っていたが、6月28日にヘッジを解除し、以降はヘッジを行っていない。

令和6年4月～令和7年3月の資産運用実績報告

4.資産状況

(1)経理別資産状況

(単位:億円、%)

運用の方法等		中退共事業(給付経理)			建退共事業(給付経理)			建退共事業(特別給付経理)		
		資産額	構成比	利回り	資産額	構成比	利回り	資産額	構成比	利回り
自家運用	有価証券	28,534	51.63	0.48	6,308	60.24	0.49	146	50.55	0.31
	預金	958	1.73	0.02	688	6.57	0.03	40	13.82	0.01
委託運用	包括信託	24,014	43.45	△ 2.37	3,474	33.18	△ 2.37	103	35.63	△ 2.37
	生命保険資産	1,757	3.18	1.26	-	-	0.74	-	-	0.63
	有価証券信託	(16,153)	(56.61)	0.04	(2,237)	(35.47)	0.03	-	-	-
合計		55,263	100.00	△ 0.75	10,470	100.00	△ 0.49	289	100.00	△ 0.67

運用の方法等		清退共事業(給付経理)			清退共事業(特別給付経理)			林退共事業(給付経理)		
		資産額	構成比	利回り	資産額	構成比	利回り	資産額	構成比	利回り
自家運用	有価証券	21	63.11	0.23	-	-	-	78	49.16	0.27
	預金	4	10.45	0.01	3	100.00	0.02	15	9.19	0.02
委託運用	包括信託	9	26.44	△ 2.37	-	-	-	66	41.64	△ 2.37
	生命保険資産	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	有価証券信託	-	-	-	-	-	-	-	-	-
合計		34	100.00	△ 0.48	3	100.00	0.02	158	100.00	△ 0.86

(注1)包括信託は時価総額、その他の資産は帳簿価額である。

(注2)利回りは決算利回りであり、計算式は「収益額/平均残高」である。(費用控除後)

(注3)有価証券信託は自家運用により取得した有価証券の信託による運用であり、内数である。また、構成比は有価証券に対する構成比である。

(注4)包括信託について、会計文書の勘定科目名は「金銭信託」を使用している。

(注5)単位未満は四捨五入しているため内訳と合計額が一致しないことがある。

※「包括信託」の利回りと前ページ「3.包括信託の内訳」に掲載の「手数料控除後収益率」は同じものであるが、算出方法が異なるため、必ずしも一致しない。

(2)経理別資産構成割合

(単位:%)

	中退共事業 給付経理		建退共事業				清退共事業				林退共事業 給付経理	
			給付経理		特別給付経理		給付経理		特別給付経理			
	構成比	基本 ポート フォリオ	構成比	基本 ポート フォリオ	構成比	基本 ポート フォリオ	構成比	基本 ポート フォリオ	構成比	基本 ポート フォリオ	構成比	基本 ポート フォリオ
自家運用(簿価)	56.5	56.9	66.8	68.5	64.4	68.5	73.6	77.8	100.0	100.0	58.4	60.8
委託運用(時価)	43.5	43.1	33.2	31.5	35.6	31.5	26.4	22.2	-	-	41.6	39.2
合計	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

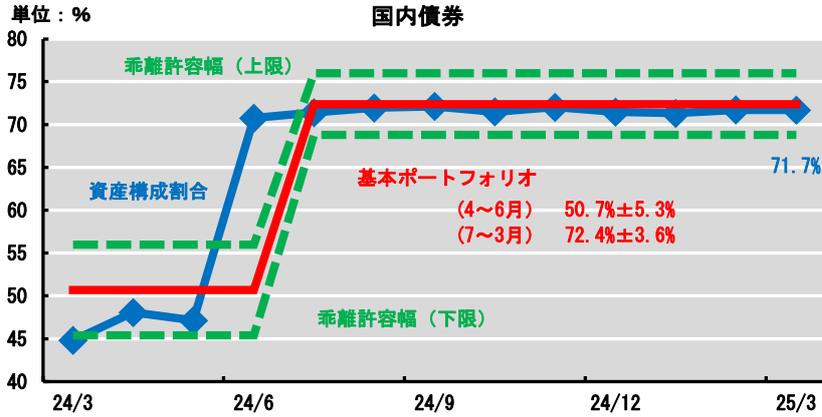
(注6)本表で、自家運用(簿価)は、国内債券(簿価)のほか、生命保険(一般勘定)、預金を含む。委託運用(時価)は、包括信託のみである。

(単位:億円、%)

	合同運用資産		
	資産残高	構成比	基本ポートフォリオ
国内債券	19,834	71.7	72.4±3.6
国内株式	2,610	9.4	9.3±2.3
外国債券	3,755	13.6	13.7±1.7
外国株式	1,466	5.3	4.6±1.3
合計	27,666	100.0	-

令和6年4月～令和7年3月の資産運用実績報告

(3) 合同運用資産 資産構成割合の推移

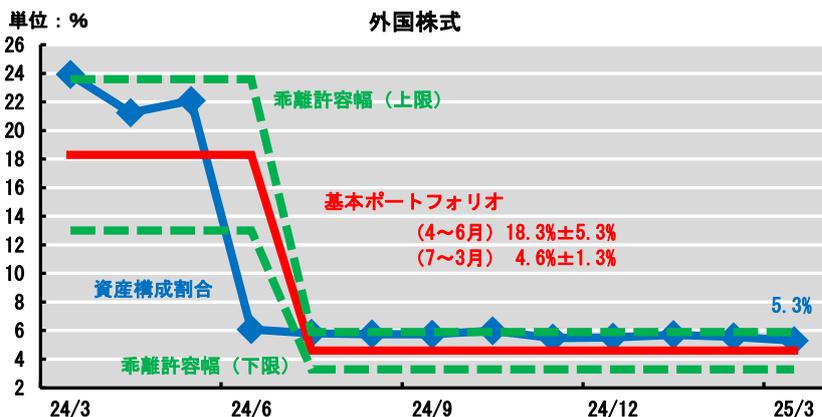
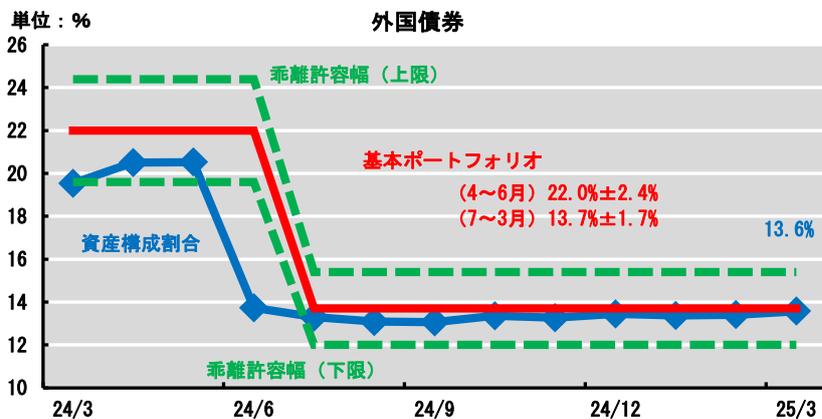
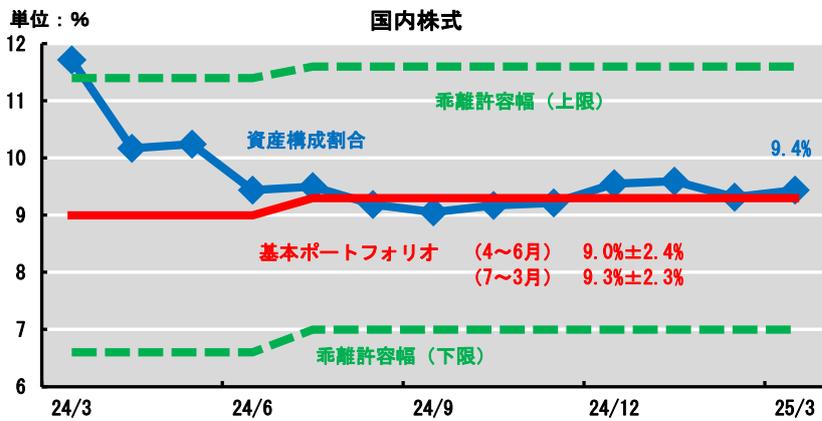


・ 令和6年3月末時点で、国内株式と外国株式の資産構成割合が乖離許容幅の上限を超過し、かつ国内債券と外国債券の資産構成割合が下限を超過した。

このため4月に、国内株式及び外国株式から、国内債券及び外国債券へ一部資産移管する、資産間リバランスを実施した。

・ 令和6年10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11月に、外国株式から国内債券へ一部資産移管する、資産間リバランスを実施した。



勤退機構の資産運用業務の評価における留意事項

ー 各種利回りの読み方について ー

○ 勤退機構における資産運用実績や基本ポートフォリオを評価するに際しては、各経理（共済制度）の制度上の特徴点と、財務状況を勘案する必要がある点に留意が必要である。

1. 必要な利回り

必要な利回りとは、「資産運用の基本方針」において「資産運用の目標」として掲げられているものであり、「中期的に退職金共済事業の運営に必要な利回り」と定義されている。「資産運用の目標」では、この「必要な利回り」を「最低限のリスクで確保すること」、が求められている。

必要な利回りの内訳は、基本的には「予定運用利回りに従って増加する責任準備金の額」と「業務経費」の合計の資産に対する割合、で定義される。林退共については、更に「累積欠損金の計画的な解消を図るための費用」を加えることとしているが、令和5年度末に累積欠損金を解消したことを受けて、令和6年度での計算においてはこの加算を行っていない。

中退共の場合は、加入期間と就労期間が基本的に等しいため、予定運用利回りに業務経費率を加えたものが必要な利回りになる。

一方、特退共については、予定運用利回りと必要な利回りの関係は、次の2. で記すとおり、制度や経済情勢等様々な影響を受けて変動する。

2. 予定運用利回りと必要な利回り

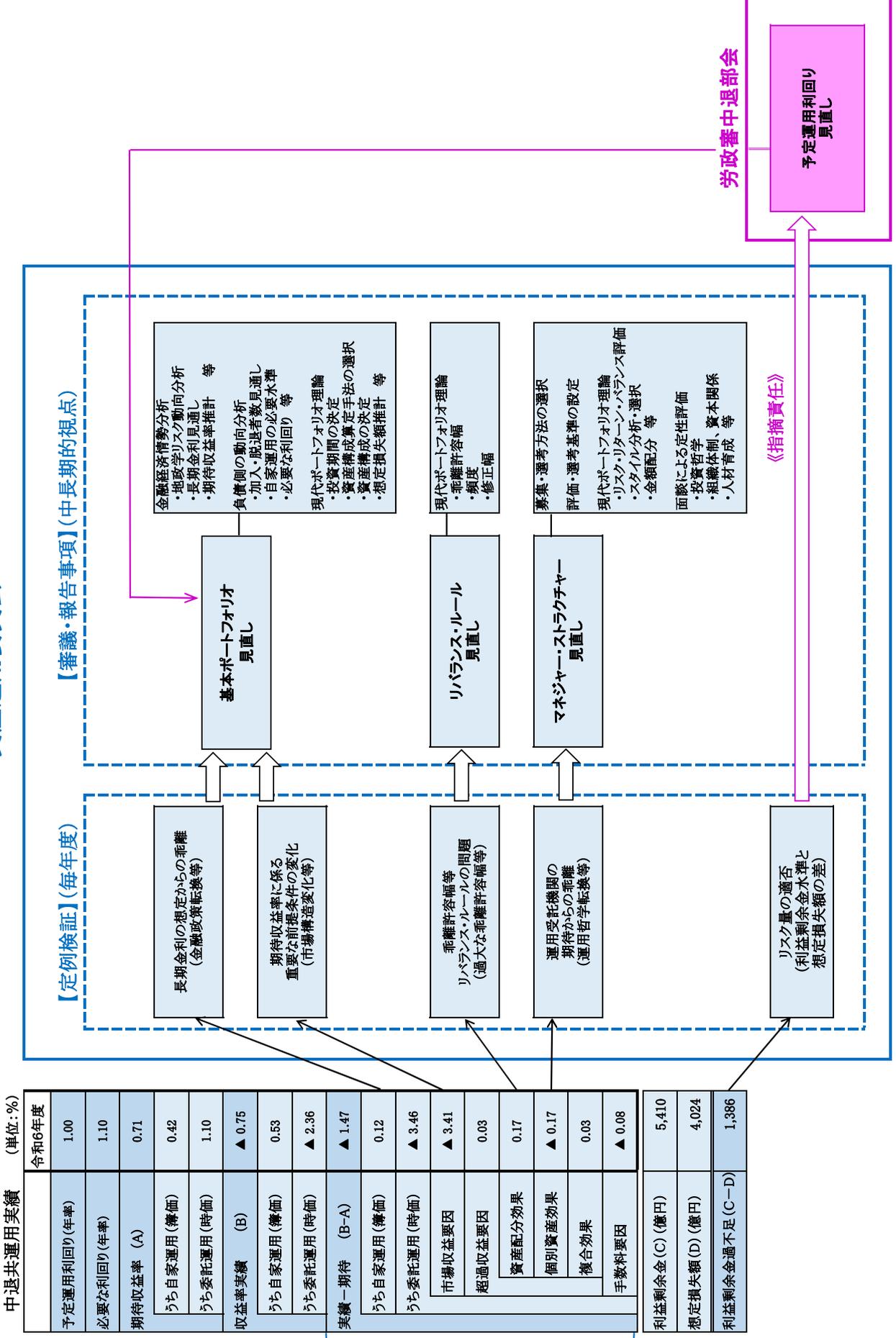
中退共については、毎月積み立てられる掛金に対して制度全体として付与されるのが予定運用利回り（1.0%）であり、それに業務経費率（0.1%）を加えたのが必要な利回りであって、分かり易い構造であるが、特退共（建退共、清退共、林退共）における予定運用利回りと必要な利回りの関係は中退共とは異なるため、留意が必要である。

特退共（建退共、清退共、林退共）では、期間雇用労働者を対象としているため、就業形態の特殊性（非連続的就労、職場の異動）から1日分の就労に対して証紙1枚を手帳に貼付する仕組みで運営されている。証紙貼付日数（掛金納付日数）を業種ごとに定められた1月分の日数（建退共：21日、清退共：15日、林退共：17日）で割って掛金納付月数を求め、その月数に応じて退職金額が算定されるが、その際の算定の基礎として平均的な年利として設定されるのが予定運用利回りである。ただし、1年（12カ月）分（＝手帳1冊分）の証紙が貼られるのに要する平均的な期間は1年を上回っていることから、必要な利回りが予定運用利回りよりも低くなり得る。

以 上

資産運用におけるプロセス評価のイメージ (長期投資家としての視点での評価)

資産運用委員会



中退共運用実績 (単位:%)	
	令和6年度
予定運用利回り(年率)	1.00
必要な利回り(年率)	1.10
期待収益率 (A)	0.71
うち自家運用(簿価)	0.42
うち委託運用(時価)	1.10
収益率実績 (B)	▲ 0.75
うち自家運用(簿価)	0.53
うち委託運用(時価)	▲ 2.36
実績-期待 (B-A)	▲ 1.47
うち自家運用(簿価)	0.12
うち委託運用(時価)	▲ 3.46
市場収益要因	▲ 3.41
超過収益要因	0.03
資産配分効果	0.17
個別資産効果	▲ 0.17
複合効果	0.03
手数料要因	▲ 0.08
利益剰余金(C)(億円)	5,410
想定損失額(D)(億円)	4,024
利益剰余金超過不足(C-D)	1,386

要因分解・分析

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が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したと判断し、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%
	—	—	—	50.7%	9.0%	22.0%	18.3%
うち委託運用部分 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%
	—	—	—	72.4%	9.3%	13.7%	4.6%
うち委託運用部分 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、資産構成割合を算出する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し、このうち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が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、この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が変化し、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が変化し、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 (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 全体
2021年度	0.50%	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%	5.49%	0.35%	6.83%	0.28%	2.03%	1.10%
資産配分	56.9%	0.0%	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 (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 全体
2024年度	0.44%	1.12%	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%	5.15%	3.83%	5.44%	0.57%	1.80%	1.10%
資産配分	56.9%	0.0%	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。

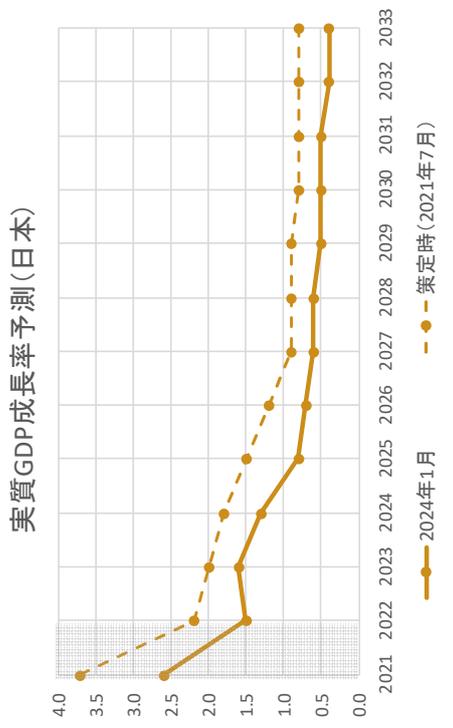
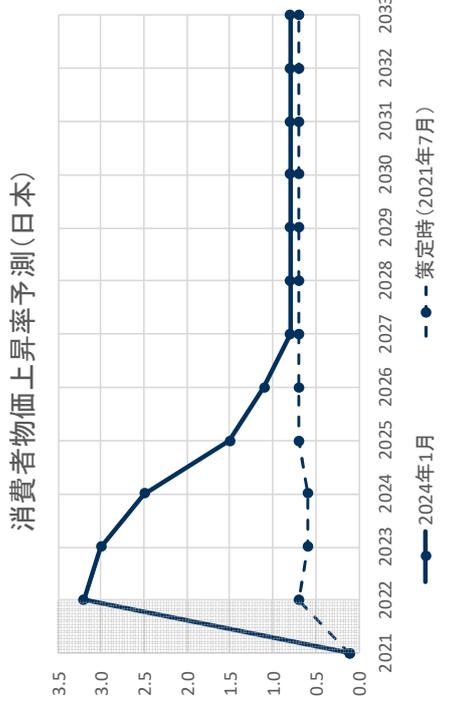
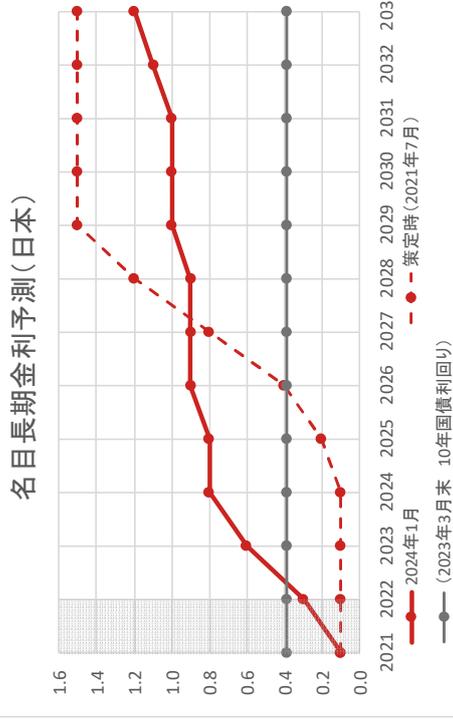
(注2) 推計に用いたベンチマークはNOMURA-BPI総合、TOPIX(配当込み)、FTSE WGBI(除く日本、除く中国、円ベース)、MSCI Kokusai(配当込み、円ベース)、FTSE WGBI(除く日本、除く中国、円ヘッジ・円ベース)

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														
	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	5年平均	10年平均
名目長期金利予測(日本)	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
2024年1月				0.1	0.2	0.4	0.8	1.2	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	0.54	1.02
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
消費者物価上昇率予測(日本)	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
2024年1月				0.6	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	0.68	0.69
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
実質GDP成長率予測(日本)	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
2024年1月				1.8	1.5	1.2	0.9	0.9	0.9	0.8	0.8	0.8	0.8	1.26	1.04
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



- (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年国債利回りを横置きとしている
(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NFRIC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 全体
リスク	0.18%	1.90%	17.46%	9.02%	19.25%	3.72%	4.48%	1.92%

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 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	0.03	-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

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

(出所)MSCI、FTSE RussellのデータよりNFRFC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) 各資産クラスの前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。

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列は付ける、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	リスク	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)
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NFR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プションの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、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。今回の委員会では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る。

主な質問、意見等

(委員) 最適化計算は、少し前提を変えた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ころはないか。相関係数によつ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。一方で、資産配分が極端な結果にならないようには、制設計の方法論を取り入れ、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ふということがある程度確実なのかということも疑問であったが、目標回りりが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ことがなく、金利が上がるにつれて、ばきやシミュレーション・マツチアロ一子もあつた水を得る魚ということがある。原則として結果に従うべきだが、議論を行い資産配分について結論を出し、自分たち結論が納得するまで、外部への説明ができればいいと思う。

(事務局) 外国株式の配分がゼロになつてしまふかどうかは、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ーを基に最適化の作業をする。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から、分散することによってリスクを減らすことが重要である。分散することによってリスクを減らすことが重要である。分散することによってリスクを減らすことが重要である。

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の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列は付ける、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始める準備を始めたこと、今回資産構成割合の再計算を行った。

(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。

(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く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と考えると考えるため、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える。

(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ふ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点は、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ふことであれば、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と案に関して、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ことである。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直し変化に対して、外国株式の配分を下げるのは何故か、フォークラスを当てていくかりと説明をしていくことである。

(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が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の水準から考えると、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考える。与えられた制約条件下で行うと、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、リスクがもとも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、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ところは、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られる。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き、収益機会を十分に得ることができなくなると考えられる。機構が保有する

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%	
	—	—	—	50.7%	9.0%	22.0%	18.3%	
	—	—	—	±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%	
	—	—	—	72.4%	9.3%	13.7%	4.6%	
	—	—	—	±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%	
	—	—	—	50.7%	9.0%	22.0%	18.3%	
	—	—	—	±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%	
	—	—	—	72.4%	9.3%	13.7%	4.6%	
	—	—	—	±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%	
	—	—	—	50.7%	9.0%	22.0%	18.3%	
	—	—	—	±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%	
	—	—	—	72.4%	9.3%	13.7%	4.6%	
	—	—	—	±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%
	-	-	-	50.7%	9.0%	22.0%	18.3%
うち委託運用部分 乖離許容幅	-	-	-	±5.3%	±2.4%	±2.4%	±5.3%
	0.94%	1.29%	60.8%	28.4%	3.6%	5.4%	1.8%
新基本ポートフォリオ(B) (令和6年7月1日改定)	-	-	-	72.4%	9.3%	13.7%	4.6%
	-	-	-	±3.6%	±2.3%	±1.7%	±1.3%
うち委託運用部分 乖離許容幅	△0.07%	△0.54%	0.0%	8.5%	0.1%	△3.2%	△5.4%
	変化幅(B-A)						

※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。

(参考資料)資産運用委員会 委員名簿

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)