

## 令和３年度 第３回 資産運用委員会・議事要旨

【開催日時】 令和４年１月２０日（木）１３時３０分～１６時３０分

【開催会場】 Web 会議

【議 題】

- １．令和３年度上半期の資産運用状況報告
- ２．ESG 投資に係る投資環境と投資推進の考え方
- ３．新基本ポートフォリオのリバランス・ルール（案）と資産移管計画（案）

【議事要旨】

事務局より、議題１・２・３について説明した。

- １．令和３年度上半期の資産運用状況報告
  - ・ 令和３年度上半期の運用資産額は 106,590 億円（前年度末対比＋1,572 億円）、利益剰余金 6,127 億円（前年度末対比＋470 億円）。ポートフォリオ全体の運用利回りは 1.05%（4～9 月期間率）。
  - ・ 自家運用資産のうち令和３年度上半期に購入した満期保有目的債券の平均利回りは 0.23%。
  - ・ 委託運用資産の収益率は 3.53%。超過収益率は 0.15%
- ２．ESG 投資に係る投資環境と投資推進の考え方
  - ・ ESG 投資における、市場規模、取組状況、パフォーマンスや ESG スコアの課題等の現在の投資環境。
  - ・ 事務局で検討した、取り組みの目的や妥当性、具体的手法。
- ３．新基本ポートフォリオのリバランス・ルール（案）と資産移管計画（案）
  - ・ 自家－委託、委託各資産、外国株式（先進国-新興国）における許容乖離幅の変更案。
  - ・ 自家－委託及び委託各資産における移管作業スケジュール、個別ファンドの移管方針、ベンチマーク等。

【主な質疑等】

- １．令和３年度上半期の資産運用状況報告

（委 員）外国株式について、スタイルマップで見ると、直近は非常にグロースに偏っているのだが、そもそもベンチマークがグロース寄りになってきている印象がある。しかしながら、現在の状況を考えると先々の予測が非常に難しいことから、スタイルについては、分散投資の観点で中立が望ましく感じる。そうなると、バリュー型マネジャーの採用も必要となってくるのではないか。

（事務局）ベンチマークの話は非常に貴重な意見に感じる。今後の重要な課題

としたい。

- (委 員) ファンドBは、集計期間の前半と後半とで運用スタイルが異なっているように見えるのだが、体制等の変化によるものか。
- (事務局) マルチマネジャー型のファンドである。スタイルマップの推移と完全に一致するかは不明だが、実際、過去にファンドマネジャーの入れ替えが行われている。
- (委 員) ファンドCは小型株ということだが、サイズが中立の水準まで来ているのは、ファンドの規模が大きくなり大型～中型株を入れていかざるを得なかったということか。
- (事務局) 運用会社からは、組み入れの銘柄自体が変わってきたということではなく、組み入れた後で、投資先が順調に成長し時価が増大したことにより、サイズの変化を及ぼしたとの説明を受けている。
- (委 員) マネジャーストラクチャーの際には、スタイルの偏り等も、事前の段階で本委員会に確認や審議を行うべきである。また、ファンドCについては、従前は好調だったパフォーマンスが近時において少し落ちてきている印象だ。そのこととスタイルドリフトについては、何等かの関係があるかもしれないので、今後も注視していく必要がある。
- (事務局) 今後、スタイルについても、検討の段階で事前にお示ししていく。また、ファンドCの状況についても、スタイルやファクター等の分析を行いながら、モニタリングを継続していく。

## 2. ESG 投資に係る投資環境と投資推進の考え方

- (委 員) ESG 投資への取り組みだが、優先すべき事項は、共済加入者に対し最小のリスクで予定利率を上回るリターンを確保していくことであると考え。その目的達成のための ESG であって、パフォーマンスや分散投資の精神が犠牲になることはないようお願いする。
- (委 員) また、ESG 投資のパフォーマンスを参照する場合は、例えばグロースや大型といったスタイル特性ではなく、本当に ESG を考慮した運用によって収益を上げているのかという視点での判断が必要である。また、ESG スコアについても、スコアの高い企業を集めたファンドに投資しても良好なパフォーマンスを得られない、あるいは、作成機関毎にスコアの基準が異なっていて、殆ど相関がないというような話も聞くので、慎重に取り組まれない。
- (事務局) 共済加入者の資金である点は認識しており、加入者にとって、どうあるべきかというスタンスで判断していく。
- (委 員) ESG については、純粹に投資効率向上の手段とする考え方と、その社会理念の重要性から推進するという考え方の2つがあると思う。まず、投資効率向上の手段として考えた場合に、説明資料のパフォ

ーマンス状況では、バックテストの数値も含まれていることから内容として十分とは言えないと感じる。また、全体のスタイルの偏りを是正するため、バリュー型の採用を企図した場合、グロース型と異なりユニバースが非常に限られてしまう点も、投資効率の向上にとっては妨げとなる。

(委員) 次に、ESG をその社会理念の重要性から推進するという場合には、定量的な判断が難しいことから、投資額は最小にした上で取り組むべきであろう。また、発行済株式を購入したとしても、当該企業に直接資金が入るわけではないことから、むしろ直接的な目的に合致した債券投資の方が手法としては適切に感じる。

(委員) 基本的にリターン追求が優先事項になると思うが、そのリターン追求に当たっては、ESG 要素が、その企業の将来 CF にどのように影響するのかという視点を持って分析してすべきだと思う。また、指数投資の場合、実質的に殆どエンゲージメントができないと思われることから、ジャッジメンタルな運用の選択にも力を入れてはどうか。

(委員) 将来 CF への影響に関連してだが、やはりインテグレーションを中心とした ESG 投資が望ましいと感じる。一方で、ネガティブ・スクリーニングについては、分散投資を損なう点を鑑み、慎重に考えるべきだ。

### 3. 新基本ポートフォリオのリバランス・ルール（案）と資産移管計画（案）

(委員) 委託資産間リバランスでは、発生頻度が債券側に集中している。その要因として、リバランスコストが株式よりも債券が小さいためであるとのことだが、債券、特にヘッジ外債は為替ヘッジのオペレーションが加わることを考慮すると、分析で使用しているコストの水準には違和感を覚える。

(事務局) リバランスコストは運用会社から提供を受けたものである。ご指摘の内容は、当方からも何度か運用会社に確認している事項なのだが、彼らの試算では誤りはないとの回答を受けている。

(委員) 外国株式における許容乖離幅については、事務局が提案している水準よりも、1 ランク乖離幅の大きい水準の所の方が、目的関数の値は僅かに悪くなるものの、それよりもリバランス回数が減ることに伴う負担の軽減を考慮すれば、宜しいのではないかと思う。

(事務局) いずれも対応は可能である。ただ、今回の提案により、確かに外国株式におけるリバランス回数は増加が見込まれるのだが、委託資産間リバランスの回数はそれ以上となる。そのため、その委託資産間のリバランス時に、同時に外国株式の調整も行うようにすれば、負担はそれほどないとの認識である。

- (委員) 事務局の説明により、現行よりもリバランスの回数が増える要因としては、リスク回避度の影響よりも、ヘッジ外債が新しく加わることによるものと認識した。
- (委員) 今までに実際に行われたリバランスの内容を確認すると、事務局での判断にかなりの労力を割いているように見受けられる。今後においては、判断は極力介さず、いわば年に何回か発生する定例業務ということを前提で、ルールに基づき行うようにすれば、より負担感は抑えられると思う。
- (委員) 今後、インフレや海外の金融政策の転換等によりボラティリティは高くなる可能性がある。リバランス回数について負担はないとのことだが、市場が荒れて回数が増えてくるような場合は気に掛かる。
- (事務局) 今回は、まず提案の内容で変更を実施する。ただ、実際に運用が始まり、やはりこの許容乖離幅では狭く感じるようであれば、改めてリバランス・ルールについては再考するものとしたい。
- (委員) バックテストの結果でも、結構な頻度で年間のリバランスが発生している。繰り返しとなるが、ある程度の頻度で発生することを前提に、より効率的なオペレーションへの見直しを図っていくべきであろう。

以上