

令和7年度 第2回 資産運用委員会・議事要旨

【開催日時】 令和7年12月22日（月）13時00分～15時30分

【開催会場】 Web会議

【議 題】

1. 令和7年度上半期の資産運用状況報告
2. 日本版ステewardシップ・コード第三次改訂への対応について
3. 国内株式アクティブファンドの公募について
4. 今後の運用の方向性とその検討方針について

【議事要旨】

事務局より、議題1・2・3・4について説明を行い、それぞれの議題における事務局からの報告事項や説明内容について了承を得た。

1. 令和7年度上半期の資産運用状況報告
 - ・ 令和7年9月末の運用資産額は121,346億円(前年度末対比+2,151億円)、利益剰余金7,101億円(前年度末対比+1,152億円)。ポートフォリオ全体の運用利回りは1.82%(4～9月期間率)。
 - ・ 自家運用資産のうち、令和7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1.45%。国内金利上昇を受け、全体の利回りは上昇した。
 - ・ 委託運用資産の複合ベンチマークに対する超過収益率は僅かながらプラスとなった。主なプラスの要因は好調だった内外株式をオーバーウエイト、国内債券をアンダーウエイトしたことによる資産配分効果。
 - ・ 内外株式の上昇を主因とし、令和7年9月末基準までにリバランス・ルールに基づくリバランスを3回実施。なお、下半期の10月末基準では、委託運用資産から自家運用資産へのリバランスを実施した。
2. 日本版ステewardシップ・コード第三次改訂への対応について
 - ・ 日本版ステewardシップ・コードの第三次改訂を受け、受入れ表明文の変更内容について説明。
3. 国内株式アクティブファンドの公募について
 - ・ 国内株式アクティブファンドの公募概要及び公募方針について報告。
4. 今後の運用の方向性とその検討方針について
 - ・ 小規模企業共済制度を安定的に運営するための運用の方向性、基本ポートフォリオの見直しに向けての検討方針について説明。

【主な質疑等】

1. 令和7年度上半期の資産運用状況報告

- (委員) 満期保有目的債券を時価評価した場合と責任準備金の割引率を長期金利で計算した場合、利益剰余金の水準はどうか。
- (事務局) 責任準備金は現状のままで満期保有目的債券のみを時価評価すると、利益剰余金はマイナスになる。責任準備金の割引率は予定利率で計算しており、長期金利にした場合の試算は行っていないため、今後の検討課題としたい。
- (委員) 基本ポートフォリオのバランスが取れているかを見る上で、長期でのリバランスデータを開示してほしい。
- (事務局) 今後の基本ポートフォリオの見直しを検討していく中で、過去の各資産の乖離幅などについてお示しする。
- (委員) 委託運用について、マネジャーベンチマークと実際の運用スタイルが合っていないファンドがある。ファンドの公募を行う予定もあることを踏まえ、ベンチマークの与え方や運用スタイルの管理について、より適切な管理に努めるべき。
- (事務局) ファンド公募においては、スタイルの変動を見ながら選定を行い、委員会でも都度状況を報告する。
- (委員) ヘッジ外債アクティブファンドについて、単にクレジット戦略で超過収益率がプラスになっていないか。マネジャーベンチマークが政策ベンチマークと同じWBGIである場合は、金利戦略でプラスを獲得すべきではないか。
また、ヘッジ外債ファンドで為替ヘッジをフルヘッジとしていないファンドはないか。
- (事務局) クレジット戦略でプラスが出ている部分はあるものの、基本的には金利戦略でのプラスを狙っている。また為替ヘッジについては基本的にフルヘッジとなっている。
- (委員) 10年超のスパンで見ると、外国株式のパフォーマンスが芳しくない。アクティブファンドは高い報酬に見合った適切なリスクを取るべきである。この場合、スタイル調整後のリスクも見て確認すべきである。
- (事務局) リスクやリターンをアルファ要因とベータ要因に綺麗に分けることは難しいが、マネジャースキルか偶然なのかを見極めながら、評価したいと考えている。

3. 国内株式アクティブファンドの公募について

- (委員) 国内株式アクティブファンド採用後のアクティブ・パッシブ比率の設定根拠は。
- (事務局) 想定している上限を示している。この比率の理論値は、超過収益を得られるアクティブファンドの量が十分にある前提のもとで計算さ

れている。超過収益を獲得できる確信が持てなければ無理して採用はしない。

(委員) ベンチマークを TOPIX として公募すると、特定のスタイルに偏る懸念や相場付き後追いのスタイルローテーションを起こして負けてしまう懸念がある。各スタイルに分けて、数ファンドずつ採用するという方法もあるのではないか。

(事務局) スタイルローテーションの変動を分析することによって、スキルがあるファンドかを評価して採用する。また、スタイル毎のウェイトをアクティブにコントロールするのは困難であり、運用規模的にファンド数も限られる中で分散を図るため、ベンチマークは TOPIX とした。なお、完全にスタイルが偏っているファンドは対象外とするものの、多少のスタイル特性があっても対象となり、募集対象は広く見ている。

(委員) 運用機関の最低受託規模も踏まえて、1 ファンドあたりの委託額はどれくらいを想定しているか。また、各社の合同運用のファンドも対象とした方がよいのではないか。

(事務局) 報酬料率も勘案すると、1 ファンドあたりの最低委託額は 100~200 億円程度を想定。なお、合同運用は想定していない。

(委員) パフォーマンスが振るわないファンドを解約してきたことを踏まえると、ファンドを選ぶ能力がないのではないか。そうであれば、アクティブ比率はゼロに近い方がよいのではないか。

(委員) パッシブ運用はフリーライダーとの批判もある。一定以上の資金を預かる機関投資家は、市場を効率化するため、ある程度アクティブ運用を行う必要があるという考え方もあるだろう。アクティブ運用の超過収益の源泉はリスクであり、委託先の選定ではリスクテイクの量と質できちんとリターンが説明できるファンドを採用してほしい。

(事務局) 過去は、超過リターンがアルファによるものかベータ要因なのか、また偶然なのかスキルなのかの分析が不十分であったと考える。今回の公募ではその分析をしっかりと行うため、審査期間も長くスケジュールを組んでいる。

4. 今後の運用の方向性とその検討方針について

(委員) 次期基本ポートフォリオについては、自家運用資産の比率を大幅に引き下げたほうがよいと思うが、時価評価損が顕在化しないように留意が必要。そのため、満期保有目的債券の目標ラダー構成の見直しやデュレーションの短期化、変動利付債や物価連動債といった投資対象の多様化、ヘッジ外債への移管などの大々的な戦略立案を、スピード感をもって検討していくべき。

(委員) 満期保有目的債券で運用している中、金利が急速に上昇しており、

非常に難しい市場環境にある。制度を所管する負債部門との連携は必要不可欠であり、資産運用部門も人事ローテーションの中でスキルの蓄積は必ずしも十分ではないと思われるため、人材の育成・拡充も重要になってくる。

- (委員) 現状、重要なのは定量的な運用目標を明確化することではないか。アセットオーナー・プリンシプルにも運用目標の設定が明記されており、具体的な指標や目標数値が示されないと、資産運用委員会でも議論がしづらい。悲観的なシナリオも考慮しながら、負債部門と資産運用部門が連携して運用目標を決めるべきである。

以上