

令和8年度 第1回 資産運用委員会・議事要旨

【開催日時】 令和8年6月11日（木）9時30分～12時10分

【開催会場】 Web 会議

【議 題】

1. 令和7年度の資産運用状況の報告・評価
2. アクティブファンドの見直し
3. 国内株式アクティブファンドの公募について
4. 基本ポートフォリオの検証および見直しの検討について

【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説明内容について了承を得た。

1. 令和7年度の資産運用状況報告・評価

- ・ 令和7年度の運用収益は全体で3,297億円、運用利回り2.72%、期末時点の利益剰余金6,964億円。
- ・ 自家運用資産は、国内金利上昇によって全体の利回りが改善。満期保有目的債券の目標残存年限構成を短期化する運用方針に変更し、手元の流動性に留意しながら、安定した運用収益を確保した。
- ・ 委託運用資産のベンチマークに対する超過収益率はプラスとなった。アウトパフォームした主な理由は、好調であった内外株式のオーバーウェイト、下落した国内債券（時価）のアンダーウェイトによる資産配分効果。
- ・ 令和7年4月に運用担当責任者を外部より招聘し、運用体制を強化した。また、国内金利の状況等を踏まえ、満期保有目的債券は可能な限り短期年限の債券を中心とし、流動性を高めることとした。

2. アクティブファンドの見直し

- ・ 運用パフォーマンスへの貢献度が低いファンドの整理を目的として、一部のアクティブファンドの解約を検討。

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公募の応募状況、選考状況、並びに今後の方針について報告。

4. 基本ポートフォリオの検証および見直しの検討について

- ・ 現行基本ポートフォリオの効率性および安定的な利益剰余金の確保見通しに係る検証結果を確認した上で、金利水準などの状況変化を踏まえ、基本ポートフォリオの見直しを開始する旨を報告。

【主な質疑等】

1. 令和7年度の資産運用状況報告・評価

- (委員) 委託運用先のパフォーマンス評価時のファクターモデルについて、現状の市況を正しく補足できていないように感じる。また、現在の株式市場ではAI関連銘柄が非常に高く評価されているが、イノベーションの初期には株価が過大評価される傾向があるため要警戒と思うが、何らかの調整が必要ではないか。
- (コンサル) 一般的なファーマフレンチの3ファクターモデルで評価しているが、ファクターの追加等も検討する。また、外国株式アクティブファンドを中心に、短期的には負けが続く状況が続いているものの、長期で見てアルファを獲得できているかを評価していくことが必要と考える。
- (事務局) 3ファクター分解後の残差リターンが大きい先もある。ファクターは委託運用先を比較する上で重要な指標であるため、3ファクターに囚われずにどのようなファクターが必要か検討する。
- (委員) 融資経理貸付金の残高が大きく増加しているが、共済契約者からの借り入れが急増しているのか。
- (事務局) 共済契約者からの借り入れが急増したわけではない。融資経理貸付金は共済契約者への貸付を行っている経理口への貸付金であり、令和元年度から調達レートの低い他の経理口からの借り入れを行っていたが、調達レートの上昇に伴って本経理口（給付経理）へ借り換えただけである。なお、月次で推移を確認しており、契約者貸付自体は増加しているが、急激なものではない。
- (委員) ヘッジ外債のベンチマーク収益率が若干マイナスとなっているが国内債券は上回っており、ヘッジ外債の位置づけを国内債券の代替であると考え、その役割は果たしていると言える。
- (委員) 外国株式アクティブファンドのパフォーマンス不芳が長期化している。他の機関投資家も同様にアクティブファンドがうまくいっていないければパッシブファンドにすべきで、うまくいっている事例があれば機構の選定方法を見直すといった二段階での対応を検討すべき。
- (事務局) ご意見を踏まえ、基本ポートフォリオの見直しを検討していく中で、アクティブファンドの要否について検討を進めたい。
- (委員) 国内債券(時価)の収益率が過去7年間マイナスとなっており、収益率も下がっている。株式については詳細に分析されているものの、資産構成割合の大きい債券の分析は薄いため、債券に係る分析を広く深く行うべきである。
- (委員) 外国株式のアクティブ運用については全般的に苦戦している状況であるが、うまくいっている他の機関投資家との情報交換も大切である。アクティブ運用からパッシブ運用への移行については、ベンチ

マークは時価総額加重型になっていることから、テック領域に集中してしまうなどの課題もあり、慎重に検討すべき。

(委員) 国内金利が上昇している中で、ヘッジ外債への投資意義がこれからもあるかは検討が必要。また、自家運用資産の流動性・柔軟性を高めることも重要な課題だが、色々な検討を進めるためには更なる体制強化が必要である。

(事務局) 外部からの採用だけでなく、職員の配置をできるだけ長くするなどし、体制整備を進めていきたい。

2. アクティブファンドの見直し

(委員) アクティブファンドの必要性も検討すべき。選定の難易度が高く、機構の運用管理人員も少ないということであれば、アセットアロケーションの小さいアセットクラスはパッシブファンドのみでもよいのではないか。

(事務局) 基本ポートフォリオ見直しの中で、必要なアセットクラスとそのアセットクラスに対するアクティブファンドの必要性は検討していく。

3. 国内株式アクティブファンドの公募について（経過報告）

(委員) 選定時の定量・定性評価のバランスについて、過去の定量評価が良くても重要なのは再現性。定性評価も重視して選定を進めるべき。

(委員) 定性評価が重要ではあることは同意だが、定量分析での評価も重要。今回の公募ではTOPIXをベンチマークとしているが、スタイルを明確に打ち出しているファンドには、TOPIX対比だけでなくスタイルインデックス対比での運用実績をどう見ているのか確認したほうがよい。

(事務局) 直近のパフォーマンスに関わらず幅広く応募を募っているため、ファクター分析等によりアルファの出方を見ながら確認する。

(委員) 再現性という観点では実績トラッキングエラーを重視すべき。また、できる限り多くの運用機関にヒアリングすることで、知見を高めていただきたい。

(事務局) 再現性は意識しており、スタイルを分散しながらアルファが獲得できるストラクチャーを組めるように分析を進める。また、運用機関に直接話を聞く機会は重要であるため、ご指摘も踏まえて選定を行う。

4. 基本ポートフォリオの検証および見直しの検討について

(委員) 基本ポートフォリオの検証結果で期待収益率が上昇しているが、ブラックリッターマン法を用いた期待収益率算出における技術的な要因もあり、今回の結果については、その点を踏まえた上で解釈すべ

きである。

- （委 員）金利シナリオがシンプル過ぎる。先物のレートと一定のモデルの前提を活用して将来の金利を推計する、もしくは 1980 年代からの長期の実績リターンを基に推計するなど、もう少し洗練されたモデルで金利を予想すべきではないか。
- （事務局）今回は現行基本ポートフォリオ検証のため、従来どおりの方法で実施したが、今後、将来の金利シナリオはコンサルと連携しながら検討する。
- （委 員）次期基本ポートフォリオを検討していく上では、重要性の高い課題から検討する必要がある。金利上昇を受けて、基本ポートフォリオ策定にあたっての前提条件の変更や自家運用資産の柔軟性向上について、コンサルと連携しながら重点的に対応すべきである。
- （事務局）リスクシナリオに比重を置き、コンサルだけでなく外部の有識者等を含めて取り組んでいく。
- （委 員）基本ポートフォリオの見直しにあたり、重要な前提がいくつかある。それらの前提条件についてどのような考えを持っているのか。
- （事務局）現状、期待収益率などの前提条件を決めることは難しい。そのため、前提条件が変わった場合もできるだけ低コストで対応できるよう、柔軟性を高めた基本ポートフォリオを設計する方針である。
- （委 員）国内金利が上昇する見通しが強いのであれば、満期保有目的債券の在り方を慣習にとらわれず再検討する必要があるのではないか。
- （事務局）ご指摘を踏まえて、検討する。

以上