

第53回地方公務員共済組合連合会資金運用委員会議事要旨

1. 日 時：令和7年12月12日（金） 11：16～12：57
2. 場 所：地方公務員共済組合連合会 特別会議室
3. 出席委員：
 - ・若杉座長 ・川北委員 ・喜多委員 ・佐藤委員 ・高山委員
 - ・徳島委員
4. 議 事
 - (1) 令和7年度第2四半期の各積立金の運用状況（地共連）
 - (2) 令和7年度の資産配分状況
 - (3) 令和7年度第2四半期の各積立金のリスク管理の状況（地共連）
 - (4) ESG株式投資の振り返りについて
 - (5) 国内債券・自家運用におけるデュレーション調整について
 - (6) 内外株式のマネジャー・ストラクチャーの方針について
 - (7) 日本版スチュワードシップ・コード（第三次改訂版）の受け入れ表明について

〈議事の概要〉

- ・事務局から上記議題について資料の説明が行われた。
- ・その後、意見交換及び質疑応答が行われた。

(2) 令和7年度の資産配分状況

【委 員】

短期で月々の見通しを立てるなどしているが、年金としての中長期運用との整合性についてはどのように考えるか。

【事務局】

超長期は基本的には基本ポートフォリオで反映される場所であるが、それより短い期間の景気サイクルなどを踏まえ、若干ではあるが強弱をつけている。
基本的には基本ポートフォリオ、長期的なものを軸とした運営がベースである。

(3) 令和7年度第2四半期の各積立金のリスク管理の状況（地共連）

【委 員】

総括するとどうということなのか、リスクをつぶさに把握して冷静にリ balan

スを行って、推定トラッキングエラーも、絶対リスクも抑える形でリスクが推移したということが非常に重要であるので、文章化して欲しい。

【委員】

外債でBBになったから売却したとのことであるが、なぜ売却したかの判断が重要なことだと思っている。

格付が下がって、その後もどんどん下がるのか、安定するのか、格付けが戻ってくるのか、そういった判断をきっちりしていただくことがリスク管理としては重要かと思っている。

【事務局】

今回の格下げは格付け基準の見直しによるものである。

保有し続けるかは、そのマネジャーと委託運用課で連携して適切に判断している。

【事務局】

格下げについての対応は、一定程度の期間の中でマネジャーが適切だと判断したタイミングで売却している。

(4) ESG株式投資の振り返りについて

【委員】

ESGの投資は長期だと思っている。そのような観点も含めてバリューとグロースに分けている意味がよく分からないのが1点。

もう1点は、長期の投資という観点からすると、売買回転率がどうなっているのか。

【事務局】

運用スタイルは、運用会社の考え方を踏まえて分類している。

例えば、ESGに取り組む企業は成長性があるという運用哲学のファンドは、グロース型に分類している。

売買回転率については、各ファンドとも長期保有を原則としているところは共通している。売買回転率や銘柄の入替えの割合が高い年もあるが、株価の割安・割高評価やリスク調整など、ESG以外の要因であることを確認している。

【委員】

ESGにウェイトを置いていないと意味がないので、ESGファンドの性格を再確認したらどうか。

【委員】

ESG投資のパフォーマンスが常によいことはなく、勝ったり負けたりする。

ESG投資に腰を据えて取り組むには、通常の運用機関管理とは別の工夫が必要ではないか。

【委員】

アメリカの状況を見ると、ESGを推進している企業は、短期的にはコストがかかるが、長期的には株主価値にプラスという考えのようだが、今はESGに対してプラスとマイナスの評価が半々くらいの印象。

運用機関のESG評価についても、評価機関が統一されておらず、コンセンサスがない点が問題ではないか。

一方で、ESG評価が高いと株価が高いという意見もある。

【委員】

ESG投資を行うことで企業のESG改善の取組を促すという目的は達成されていると思う。

日本企業においては、経営会議や取締役会でESGを議題にする頻度が上がっている。企業と投資家の対話においても、ESGを企業価値につなげることが重要というメッセージが伝わっている。

一方で、企業においては、ESGレーティングを上げることはできても、ESGと企業価値・株主価値を実際につなげること、そしてそれを示すことは難しい。多くの企業がその課題に真剣に取り組んでいる状況であるので、はしごを外さないように、地共連においては、引き続きESGが重要であり、企業価値の向上につながると考えているというメッセージを出してほしい。

【委員】

ESG投資は引き続きしっかりやってほしいが、銘柄選択効果がマイナスのアクティブファンドには強く指摘するべきである。

パッシブファンドであっても、あまりにも不芳なファンドについては指数会社に対してインデックスの在り方を指摘することが、ESG投資を高めるために必要である。

【事務局】

ESG投資を後退させることは考えておらず、引き続きESG投資に取り組んでいく。

振り返りは個別ファンドを分析しており、ESG投資全体の話とは切り分けて考えないといけない。

今回の分析対象期間においては、各ファンドのESG評価のポリシーにより、運用の柔軟性を欠いて、市場環境の変化に対応しづらいところがあったと感じる。

(5) 国内債券・自家運用におけるデュレーション調整について

【委員】

基本的にデュレーションのコントロールという範疇なので、全然違和感はないが、1点目は自家運用の総額がどんどん減っていく理解で良いのか。

2点目は、JFM（地方公共団体金融機構）に対して縁故債の発行額を増やしてもらうことは不可能なのか。

3点目としては、地共連の国内債券運用の将来像としてどういったことを考えているのか。

【事務局】

1点目、自家運用が減っていくかについて、機構債ファンドとデュレーション調整ファンドについては、将来的にその残高はなくなっていくことになるが、3点目の国内債券運用全体の将来像については、現状、特段の方向性は決めていないところ。

2点目の機構への要望について、今回の地共連の厚年において機構債を購入しなくなったきっかけは、地共済全体での退年における償還金再投資による機構債の投資需要の増加を受けたものである。

機構においても、縁故債の発行額を増額していくのは難しいものと考えている。

(6) 内外株式のマネジャー・ストラクチャーの方針について

【委員】

外国株式はマネジャーと間接的なコンタクトしか取れていないのではないかと。また、外株は地共連だけでなく他の機関でも負けている。

国内の運用機関を通して、ファンドを選んでいると思うが、国内の運用機関が良いファンドをカバーできていないのではないかと思っている。

それであれば、外国株式は全てパッシブ運用にすべきではないか。

【事務局】

ファンドについては、投資一任の形態で委託しており、投資一任のファンドへの理解力や説明能力を、採用において適正に評価している。

マネジャーについては、地共連に訪問する機会もあり、情報が取れないということはないという認識である。

パッシブ運用にした場合、配当課税による影響などで必ずベンチマーク収益率を下回る事となる。

すべてのファンドが負けているわけではないので、アクティブマネジャーをしっかりと見極めて、アクティブ運用は継続していきたいと考えている。

【委員】

資金規模、組織規模共に十分なリソースを持つ連合会には、アクティブを諦めず取り組んで欲しい。

【委員】

PDC Aサイクルはきっちり回して、当初の意図どおりにマネジャーが運用しているかをきちんと確認することが非常に大事ではないかと思う。

市場環境の変化のスピードは非常に速くなっているため、そういうところについていけるかも重要なポイントではないかと思うことが1点目。

2点目は、リスク削減のタイミングは慎重にやっていただきたい。

一度にリスク削減すると、そこが最悪のタイミングとなる可能性が十分にあるので、慎重に対応していただきたい。

3点目は総合評価であるが、過去5年の実績に定量評価は頼っていることがあると思う。

ずっと勝ち続けるマネジャーは非常に少ないので、成績が不振だったとしても、回復の兆しが見られるのかどうか、そこが非常に重要かと思う。

そういったところもポイントに含めて総合評価のやり方を考えていただきたい。

また、アクティブ運用から撤退してほしい。

【委員】

外株のアクティブは、アルファを取りづらいため、パッシブ運用でも良いと思っている。

もし、アクティブをやるのであれば、ジャッジメンタルだけでなく、クオンツ運用や、スマートβなども活用すべきである。

また、リバランスによるアクティブ比率の調整は適切に行ってもらいたい。

【委員】

成績の良いファンドに単純に積み上げると、何かあった時のインパクトが大きくなる。成績の良いものは、リバランスにより淡々と残高を削っていくのがよいと思う。

また、そうするとマネジャーの意欲が下がるので、成功報酬体系を導入するなどの対応が必要である。

スタイルごとのリバランスを年度ごとに考えるのは、非常に重要だと思う。

その場合、アクティブ比率から考えるのではなく、ファンドの個性を加味して考えるべきである。

【事務局】

過去はパフォーマンスが良かったのに、急に悪くなるファンドは、地共連でも発生している。

足元マグニフィセント7の台頭などの市場環境の変化により、アクティブリスクを適切に管理できていないことが影響している。

今後は、定性評価でもリスク管理を評価し、超過収益の再現性が確認できないものは解約し、超過収益の獲得を目指していきたい。

【委員】

アクティブへの期待は高いが、勝てていないのが現実。一度、しっかりと総括が必要である。本日は結論を出さずに、過去のパフォーマンスを再度整理して改めて委員会で報告してほしい。

結論を簡単にらせる問題ではないので、その後、もう一度委員会で考え直したい。

【事務局】

各委員からご指摘いただいた部分について、しっかり検討していきたい。

(7) 日本版スチュワードシップ・コード（第三次改訂版）の受け入れ表明について

【委員】

日本企業の強い要請により、実質株主の透明性向上が求められることになった。

受け入れ表明の内容は、運用受託機関に対してスチュワードシップ・コードの内容を重視することを求めており、コードの内容に沿っているので良いと思う。

一方で、地共連が今まで行ってきたことについて、コードの改正に合わせて新たに開始するとも解釈できる文言があるので、誤解を避けるために、一部修正してはどうか。

【事務局】

ご指摘踏まえて、文言について検討して、最終的に今年中に公表手続進めてまいりたい。

【事務局】

修正後の文案については、委員の皆様にもメール等の方法で提供させていただく。

以上