

第54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8年3月12日（木） 14：44～17：03
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 ・竹原委員
 - ・徳島委員

4. 議 事

【報告事項】

- (1) 令和7年度第3四半期の各積立金の運用状況（地共連）
- (2) 令和7年度第3四半期の各積立金のリスク管理の状況（地共連）
- (3) 厚生年金給付調整積立金の基本ポートフォリオの検証
- (4) 経過的長期給付調整積立金の基本ポートフォリオの検証
- (5) 令和7年度スチュワードシップ活動報告書
- (6) 令和7年度の資産配分状況

【審議事項】

- (7) 令和8年度の運用方針（資産配分）
- (8) 基本方針の変更等
- (9) サステナビリティ投資方針
- (10) オルタナティブ資産の中期投資計画の見直し
- (11) 内外株式のマネジャー・ストラクチャーの方針

〈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。

- (1) 令和7年度第3四半期の各積立金の運用状況（地共連）

【委 員】

プライベートクレジットは現状どうなっているのか。

【事務局】

クレジットの信用リスクについては、地共連のファンドはシニア中心で担保も十分に確保しており、コベナンツも適切に確保している。

プライベート・デッド採用した際には、債務不履行時のワークアウト体制も確認しており、問題ないと判断している。

流動性リスクについては、地共連のファンドの多くはクローズエンド型で、長期投資家向けであるため、流動性の観点から、何か影響が生じるという懸念はない。

オープンエンド型については、現在、ロックアップ期間の段階であり、現時点において、解約はできない状況である。したがって流動性面も大きな問題とは考えていない。

運用機関の株価変動の影響については、当ファンドの運用そのものには直接的な影響を与えないと判断している。

これらとは別次元で、AI、インフレ率、金利の上昇などによる影響については、引き続き注視していきたい。

【委員】

もう一点懸念しているのは、その構造がサブプライムローンと似ているのではないかという点である。

現在のファンドがそのような状況に陥っているとは思わないが、審査の質や運用姿勢には十分注意してほしい。

【事務局】

シニア中心であるためデフォルトはほとんどないものの、万一デフォルトが発生した場合の体制について確認するとともに、個別の企業についても確認している。

ファンドの採用に当たっても、比較的細かいところまで、確認を行いながら慎重に採用を行っている。

(2) 令和7年度第3四半期の各積立金のリスク管理の状況（地共連）

【委員】

リスクについて、グラフの形で可視化されることで、資産運用のリスクを把握する上で有用なツールであると考えている。

【事務局】

ベンチマークの推移など、継続的にモニタリングすることにより知見を得ることができると考えている。

今後も引き続きモニタリングしながら、運用力強化に努めていきたい。

(5) 令和7年度スチュワードシップ活動報告書

【委員】

ESGについて、外株のパスシブでは、今はやっていないと理解しているが、

今後取り組む方向なのか。

【事務局】

情報ベンダーの会社、指数会社から情報収集はしているが、現時点では外株のESGパッシブは検討していない。

【委員】

ESG債という表現について、ESGのG（ガバナンス）の債券は存在しないので、どう表現するかを来年度の報告書に向けて考えていただきたい。

日本証券業協会は、SDGs債と整理しているので検討して欲しい。

【事務局】

検討する。

(6) 令和7年度の資産配分状況

(7) 令和8年度の運用方針（資産配分）

【委員】

イラン紛争が長期化した場合は、運用方針、資産配分はどうするか。

【事務局】

状況によってはリバランスを見合わせて、アンダーウェイトの状況を許容する等を検討する必要があると思う。

株価の下落状況なども勘案し、リバランスの必要性を判断する。

【委員】

イラン紛争の関係で売り買いが出来ないなど、実際の資産の売買に影響は出ているか。

【事務局】

現時点で資産の売り買いができない状況にはなっていない。

仮に今後多額の売買が必要になった際には、複数回に分けて売買を行うなどする。

国内資産に関しては、流動性に留意する必要がある、市場の状況を注視しながら対応していく。

【委員】

不確実性の高い状況が長期化した場合、株式の下割れリスクが高まるが、長期化はどのように判断するのか。

【事務局】

市場状況が読みづらい場合は、中立レンジから乖離しないようにリバランス

していく方針である。

長期化するかの判断については、具体的に明言できない。丹念に状況をみていくしかない。

【委員】

財政再検証を基に基本ポートフォリオが決まっているので、基本ポートフォリオに対するレンジは決められるが、長期的に25%から引き下げることにはできないのではないかと。

中立レンジの幅について、委員会の場で議論しておくことに尽きるのではないかと。

【事務局】

基本ポートフォリオの変更については、各団体の期待リターンの設定方法等によって変更することは必ずしも不可能ではないが、長期のリスク・リターン等を勘案して策定しているため、単年度の状況で変更するような性質のものではないと理解している。

【委員】

結局は基本ポートフォリオでできるのは、許容乖離幅の設定を緩めるかタイトにするか、それだけに尽きると思う。

【事務局】

許容乖離幅は制度上広く設定されているが、上下最大まで使った運用は基本ポートフォリオに対するリスクを大きくとることになるため、現実的にはより狭い範囲で運用していくのが、基本ポートフォリオに即した収益を上げていくという意味では重要ではないかと考えている。

許容乖離幅の中で、実際のポートフォリオをどう運営していくかが本議題の主眼である。

【委員】

委員会では、来年度に向けて実際のリバランスのレンジをどうするのか検討しておけば良いのではないかと。

【事務局】

そのとおりであるが、今後の投資行動をイメージしやすいように敢えて踏み込んだ説明をしている。

(9) サステナビリティ投資方針

【委員】

サステナビリティ投資により市場全体のリスクを低減するとの記載があるが、それは言い過ぎではないかと。

サステナビリティ投資を行うことで、企業の努力を促すことが市場全体のリスクを低減すると本来書かれているべきであるが、省略されているため、強引な印象を受ける。

【事務局】

記載の変更については、検討させていただく。

(10) オルタナティブ資産の中期投資計画の見直し

【委員】

基本的には賛成であるが、オルタナティブ投資が伝統的資産に対する下支えとなっているという表現がされていたかと思うが、下支え効果があるのかどうかは、まだ不明な点が多いので、より一層、オルタナの部分のリスク管理、パフォーマンス評価について拡充していただきたい。

【事務局】

オルタナティブ資産に内在するリスクについては、ツール等も活用しながら、今後、研究を進めていきたい。

【事務局】

現時点ではオルタナティブのリスク計測はテスト的な位置づけではあるが、来年度以降、オルタナと伝統資産を統合したリスク管理という形でリスクを評価できるようにしていきたい。

【委員】

第二次計画はどの頻度で見直しているのか。

オルタナ投資は積み上げに時間を要するので、計画の見直しの柔軟性について伺いたい。

【事務局】

厚年の実績を踏まえながら、積み上げを行うものの、積み上げの方法によって状況が変わることから、上限に対して、柔軟性を持たせながら進めていく。

(11) 内外株式のマネジャー・ストラクチャーの方針

【委員】

アクティブファンドをやるのは問題ないとは思いますが、定性的な分析まで含めてやって欲しい。

また、海外のファンドマネジャーが実際にどのような運用をしており、それが適切なのか、超過収益を生み出す体制になっているのかを見極めた上で、選定をするべきである。

【事務局】

地共連でも今後これまで以上に定性評価を重視し、かつ分析に時間をかけて選定などを行って行く方針である。

【委員】

賛成であるが、総合評価は定性、定量の合算であるとのことだが、定量評価に引きずられがちであることが懸念である。

評価の高さだけで配分するのではなく、トップダウンでスタイルや役割を決め、その役割に応じて資金を振り分けることが大切である。

また、運用会社の選定では運用会社が期待にそぐうのか、そぐわないのかにポイントを当てながら、なるべく運用実績に引きずらないように運用機関を入れていくやり方が良いと思う。期待するスタイルに合っているかを重視すべきである。

【事務局】

トップダウンでのプロダクト配分が抜けていたので、今後行っていきたい。

また、マグニフィセント7が台頭する中でもクオンツが堅調だったことを踏まえ、ジャッジメンタルとクオンツの分散も維持していく。

【委員】

市場は常に動いており、良いと選定したインデックスにも問題は出てくると思うので、その問題意識を認識することは非常に重要であり、その上でのリスク分散の観点におけるアクティブ運用には大きな意義があると思う。

ただし、定量面だけでなく、各運用機関が当初の期待と整合しているかといった定性的・全体的な視点を重視すべきである。

また、運用機関のユニバースの拡大について、日本に未進出の運用会社も含めて徹底的にリサーチし、より良い運用機関の選定を行うことが超過収益拡大に重要である。

【事務局】

地共連でも定性評価の充実を進めていきたい。

また、日本に進出していない運用機関へのアクセスは難しいところであるが、ぜひアクセスしていきたいと思う。

【委員】

アクティブを評価する際には運用手数料等のコストを全部込みでパッシブに勝てるかが重要であり、常に勝てるアクティブマネジャーは存在しないことは絶対忘れないほしい。

局面に応じたマネジャーの入れ替えが必要であり、負担がかかるのであれば、パッシブを重視することは否定しない。

優良なアクティブマネジャーを採用できないのであれば、パッシブで代用すべきではないか。

【事務局】

なるべく安定的に超過収益を獲得できるように、引き続き入替やリバランス等を行っていきたい。

【委員】

実績連動型の報酬制度について、今どのような議論が進んでいるのか。

【事務局】

アクティブ運用は全て成功報酬制を採用しており、過度なリスクテイクを防ぐために、プロダクトごとに成功報酬の上限を定めている。

以上