

令和2年度 第1回 資産運用委員会・議事要旨

【開催日時】 令和2年6月26日（金） 15時00分～17時00分

【開催会場】 Web 会議

【議 題】

1. 令和元年度の資産運用状況の報告・評価
2. 満期保有目的債券のラダー構成見直しについて（案）
3. 基本ポートフォリオの見直しについて（案）

【議事要旨】

事務局より、議題1・2・3について説明した。

1. 令和元年度の資産運用状況の報告・評価
 - ・ 委託運用資産の国内株式は、5月は米国の対中追加関税引上げ等から貿易摩擦激化への懸念が高まり大幅に下落。6～7月にかけてはFRB、ECBの金融緩和期待の高まり等から上昇。8月は米国の対中追加関税発動等から下落。9～12月は米中通商協議の進展期待やFRBによる利下げ、ECBの金融緩和再開等から上昇となったが、1～3月は新型コロナウイルスの感染拡大による世界景気の先行きに対する懸念が高まり急落。通期の収益率は大幅なマイナスとなった。
 - ・ 外国株式も、国内株式とほぼ同様の動きとなったが、円高の進行の影響もあり通期の収益率は国内株式を超えるマイナスとなった。
 - ・ 外国債券は、5月は米中貿易摩擦激化への懸念、7月からはFRB、ECBによる利下げ期待により米欧金利が低下。1～3月には新型コロナウイルスの感染拡大によるリスク回避姿勢が急速に高まり、再び大幅低下し、円高の影響も若干あったものの通期の収益率はプラスとなった。
 - ・ 一方、自家運用資産は、満期保有目的債券が市場の超低金利環境の影響を受け、利回りの低下傾向が継続するも、安定的にプラスを維持。
 - ・ 結果、令和元年度の運用収益は全体で▲66億円、運用利回り▲0.07%、期末時点の利益剰余金1,470億円。
 - ・ 委託運用資産のベンチマークに対する超過収益率はマイナスとなった。これは主に、相対的にパフォーマンスが不芳であった外国株式のオーバーウェイトにより資産配分効果がマイナスとなったことその他、外国株式における一部のアクティブ・ファンドや、外国債券における一部のマネジャーベンチマークのパフォーマンスが不芳だったこと等によるものである。
2. 満期保有目的債券のラダー構成見直しについて（案）
 - ・ 自家運用資産における満期保有目的債券の目標ラダー構成を変更する。

3. 基本ポートフォリオの見直しについて（案）

- ・ 新たな基本ポートフォリオに求められる要件の再提案とその要件を具現化する方法（案）を提案する。

【主な質疑等】

1. 令和元年度の資産運用状況の報告・評価

- （委員）委託運用資産の外国株式と外国債券において、マイナス幅の大きなファンドが1ファンドずつあるが、その要因は把握しているか。
- （事務局）把握している。外国株式ファンドについては、バリュエーション格差の拡大が続き、バリューファクターが効かなかつたため。外国債券ファンドについては、クレジット重視の特性から、コロナ禍による金利スプレッド拡大の影響を受けたためという点が大きい。
- （委員）委託運用資産の国内株式及び国内債券のパッシブファンドではレンジングを実施しているか。
- （事務局）両方で実施しており、その収益については、ファンド全体のパフォーマンスに含められている。
- （委員）スタイルの推移をみると、その同一性にやや懸念を感じさせるファンドが一部あるので留意が必要であろう。
- （委員）また、ファンドとファンドの特性に応じたインデックスとの収益率の差異もわかるようにした方が良いだろう。
- （事務局）ご指摘を踏まえて、検討していきたい。

2. 満期保有目的債券のラダー構成見直しについて（案）

- （委員）満期保有目的債券は、途中売却を予定するものではないが、リスク管理の観点から時価や含み損益を見ていくことは必要だろうと考える。
- （事務局）数字については引続き確認に努める。
- （委員）ロング・タームの信用リスクの負担は難しいと思う。今回の変更により、信用リスクのある債券の購入は難しくなるのではないか。
- （事務局）残存20年という長い所で買うことは基本的に控えたい。但し、5年程度で目標のラダーに不足する部分については、金利水準やリスクを踏まえて検討するということはある。
- （委員）20年ラダーにしたとしても、キャッシュフロー的には問題ないとのことであり、満期保有のため容易に売却ができないことから、信用リスクのある債券の購入を控えるという事務局案で良いと思う。

3. 基本ポートフォリオの見直しについて（案）

- （委員）期待損失額に着目する意義は、リーマンショックやコロナウイルス等、市場が極端な動きを示した場合も反映できるという点にあると思うので、正規分布だけでなく経験分布でどうなるかは見ておいた方が良いでしょう。
- （事務局）計算負荷の問題があるが、算出する方向で検討したい。
- （委員）期待損失額最小時における4資産の資産配分に偏りが見られる。その理由には、最適化に用いる期待収益率が市場の想定と異なっているといったことがあるかと思うが、今回の結果は単なる試算で、今後、更に検討していくという理解で良いか。
- （事務局）その理解で良い。期待収益率は次回の資産運用委員会で議論する予定である。
- （委員）金利シナリオによっては、自家運用部分の期待損失額は時間の経過に従い拡大する。それに合わせて委託運用部分の資産配分を検討するとしたら、委託運用部分の資産配分は一定ではいられない。それに対し、例えば10年間のシミュレーションを行う場合は、10年間、資産配分が一定であるという前提をおいたものになっている。この点には十分留意して、シミュレーションを行うべきではないだろうか。
- （委員）それに関連するが、極端な低金利が続くようなシナリオの中では、予定利率自身が変わる可能性も想定される。そうした可能性にも留意すべきと考える。
- （委員）自家運用債券の利回り低下に対しては、毎年少しずつ委託運用比率を上げていくという考え方もあろうが、リスクはフラットに取っていた方が効率的であろう。
- （委員）期待損失額についてメルクマールを持つというのは難しいと思われるので、そうなると、剰余金を維持するためにリスクを取りすぎているかというチェックが重要となる。
- （事務局）各種の留意事項に関しては、今後も委員の方々からご助言を賜りながら、検討を進めていきたい。
- （委員）基本ポートフォリオの見直しに関する基本的な考え方や方向性については承知した。今後は、新たな基本ポートフォリオ選択の実作業を通じて、重要な問題・論点について深掘し、準備を進めて頂きたい。

以上