

## 令和2年度 第3回 資産運用委員会・議事要旨

【開催日時】 令和2年12月24日（木）13時30分～16時30分

【開催会場】 Web 会議

### 【議 題】

1. 令和2年度上半期の資産運用状況報告
2. 基本ポートフォリオの検証
3. 期待収益率の推計方法について（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2年度上半期の資産運用状況報告
  - ・ 令和2年度上半期の運用資産額は100,486億円（前年度末対比+2,504億円）、利益剰余金3,376億円（前年度末対比+1,905億円）。ポートフォリオ全体の運用利回りは2.45%（年率4.90%）。
  - ・ 自家運用資産のうち令和2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0.30%。
  - ・ 委託運用資産の収益率は11.77%。超過収益率は0.71%。
2. 基本ポートフォリオの検証
  - ・ 自家運用資産における、国内債券（簿価）の期待収益率の低下が継続しており、ポートフォリオ全体の期待収益率も低下。
  - ・ 委託運用資産については、現行の基本ポートフォリオの効率性が低下している可能性も示唆された。
  - ・ 以上から、期待収益率低下のペースを極力緩やかにするよう、基本ポートフォリオの見直しを図ることが適切であると考察された。
3. 期待収益率の推計方法について（案）
  - ・ 前回に引き続き、基本ポートフォリオ見直しに係る課題として検討を行い、期待収益率の推計方法については、シナリオ法からブラックリッターマン法へ変更する。
  - ・ あわせて、その際に使用する将来見通しに関するデータの入手先については、単独機関から複数機関へ変更する。

### 【主な質疑等】

1. 令和2年度上半期の資産運用状況報告  
（委員）外国株式と外国債券のアクティブ比率にかなりの開きがあるのだが、10%以上の差があるのはどういった経緯か。

- (事務局) 前年度に外国株式のマネジャーストラクチャーをするにあたり、アクティブ比率は外国債券以下にする方針で設定をした。
- (委員) 外国債券パッシブファンドについて、今年度はいずれのファンドもベンチマークから20ベース程度劣後する状況である。逆に前年度はプラスのようだが要因は何か。
- (事務局) 債券はベンチマークとファンドで採用する時価が異なることから評価差が発生するのだが、3月末はコロナウイルスの影響で市場のボラティリティが高くなったため、その評価差が特に大きくなったことによるもの。3月末の前後で均して見ると特段の影響はない。
- (委員) 外国株式はパフォーマンスが良好だが、スタイルがグロース中心に偏っているということはないか。
- (事務局) スタイルは基本的に中立である。好調の要因としては、採用したアクティブファンドは集中型が多いのだが、総じて銘柄選択が良かったためとの認識である。
- (委員) 外国債券などにおけるトラッキングエラーの低下には、その要因を分析するなど、留意していく必要があるだろう。

## 2. 基本ポートフォリオの検証

- (委員) 効率的フロンティア上で想定した資産配分にも偏りが出ていることについてだが、資産別で用いられている期待収益率やリスク等の指標を見ると必然と言える。
- (委員) 外国債券については、今後は為替オープンのものだけでなく、ヘッジ付きのものについても検討の余地があると思う。
- (委員) 自家運用部分の利回り低下の傾向が抜本的に解決されない点を考慮すると、基本ポートフォリオの見直し期間は従来よりも短めに考えた方がよい。
- (事務局) 引き続き基本ポートフォリオの見直しを推進する。

## 3. 期待収益率の推計方法について (案)

- (委員) シナリオ法の制約条件の設定方法について恣意的な印象を受けた。
- (委員) 一方、ブラックリッターマン法では、違和感のない資産配分を得られる可能性が高く、今後、期待収益率の推計は、こちらを用いた方がよいであろう。
- (委員) スタートポートフォリオだが、国内の公的年金機関を参照したポートフォリオとすることについては、推計方法変更の理解を得る上で、まずは簡明を優先するということがよいと思う。複数の機関を参照していく場合には、時価加重平均よりも単純平均にすべきであろう。ただ将来的には、グローバルポートフォリオを参照したスタ

ートポートフォリオに移行していくのが望ましい。

- (委員) 将来見通しについては、国内だけでなく外国の予測機関も含めるなど広がりを持たせた方が良い。
- (委員) 外国金利の将来見通しについては、利回り曲線に内包されているフォワードレートを使っていく手法もあると思う。
- (委員) ブラックリッターマン法での将来見通しについては、悲観シナリオのようなテールリスクを織り込む観点での使い方もあると思う。
- (委員) 為替についてだが、外国資産において、リスク値については為替変動を考慮している一方で、期待収益率の算定で一律横置きにするのは違和感を覚える。
- (事務局) 以上の意見を踏まえて検討を継続する。

以上