

令和3年度 第1回 資産運用委員会・議事要旨

【開催日時】 令和3年7月6日（火）13時00分～16時30分

【開催会場】 Web会議

【議 題】

1. 令和2年度の資産運用状況の報告・評価
2. 外国債券指数について
3. 基本ポートフォリオの見直しに係る検討

【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年度の資産運用状況の報告・評価
 - ・ 令和2年度の運用収益は全体で5,227億円、運用利回り5.26%、期末時点の利益剰余金5,657億円。
 - ・ 自家運用資産は、市場の超低金利環境の影響を受け、運用利回りは低下傾向にあるものの、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。これは、アクティブファンドのパフォーマンスが総じて良好であったことその他、相対的にパフォーマンスが良好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プラスとなったこと等によるもの。
2. 外国債券指数について
 - ・ 委託運用資産のうち、外国債券における政策ベンチマークの近時の動きについて報告をした。
3. 基本ポートフォリオの見直しに係る検討
 - ・ 期待収益率が、目標収益率よりもやや高めな水準での、委託運用資産での伝統4資産と、為替ヘッジ付き外国債券（以下、ヘッジ外債）を含めた5資産の比較、および自家運用比率を変えた場合の比較を行った。

【主な質疑等】

1. 令和2年度の資産運用状況の報告・評価
 - （委員）国内株式アクティブファンドのマネジャー・ストラクチャーについては、他の優先事項が終わり次第、取り組まれる必要があると思う。また、その際には、スタイル特性の状況・変化についても、事前に資産運用委員会に報告いただきたい。
 - （事務局）マネジャー・ストラクチャーにおいては、ESG投資の検討も考えており、スタイル特性も含めて、資産運用委員会にお諮りした上で

進めていく。

- (委員) 国内株式と外国株式のパフォーマンスが良かったのだが、これについては、銘柄選択等により個別のアクティブファンドが優れていたと看做せるのか。
- (事務局) 昨年度は、運用スタイルと保有銘柄が相場にフィットし良好なパフォーマンスを実現できたが、だからと言って、これらのファンドが優れており、今年度以降も令和2年度水準の優れたパフォーマンスが期待できると考えるのはやや楽観的にすぎるだろうと考える。
- (委員) 外国株式では、集中型のファンドがかなり好調だったようだが、集中あるいは分散への方針はどう定めているのか。
- (事務局) 定量的に明確な方針を定めているわけではない。ただ採用時においては、ファンド間の相関等を見て、全体として、ある程度分散は効くであろうとの判断はしている。
- (委員) 外国債券でも、かなり好調なファンドがある。ただ、それらのファンドについては、国債型のマネジャーベンチマークであるにもかかわらず、クレジットリスクを大きく取りに行っていることが好調の要因のようにも見えるのだが、実際はどうか。
- (事務局) 各ファンドともに、クレジットに投資を傾ければ良いというスタンスではないことは確認している。実際に、前年度当初から1年で、クレジットのポジションは相応に落としているファンドもある。
- (委員) 自家運用において、現在の超低金利を受けた国内債券（簿価）の利回り低下は重要な課題であり、引き続き注視していく必要があるだろう。

2. 外国債券指数について

- (委員) 他の関係機関の動向も見据えつつ、情報を集めていく必要があるだろう。
- (事務局) 今、基本ポートフォリオ見直しについての検討を進めている所なので、それと絡めながら、検討を進めていくこととしたい。

3. 新基本ポートフォリオの見直しに係る検討

- (委員) 現在の低金利については長期化する可能性があることから、自家運用比率はやはり下げた方が良い。今回、定量的な分析を試みていただいているが、まだ理由付けが十分でないと思う。一層の定量的な分析が必要ではないか。
- (委員) 今回の案では外国株式の比率が国内株式の比率よりも大きく、現行の基本ポートフォリオと逆になっていることについては適切かと思われる。
- (委員) ヘッジ外債については、内外の短期金利差の影響を大きく受けるわ

けだが、金利が大きく低下した過去 20 年のデータをリスク指標に用いているなど、課題が多くあると思う。まず、伝統 4 資産での最適化を始めに行った上で、ヘッジ外債については、マネジャー・ストラクチャー等により、別枠で考えていく方が良いのではないか。

(委員) しかしながら、為替のリスクは非常に大きなリスクであることから、やはり、マネジャー・ストラクチャーではなく、基本ポートフォリオの検討段階で扱うべきものと思う。これまでの経緯も踏まえ、全体の建て付けは変えず、入力値の見直しにより再検討はできないであろうか。

(委員) それが現実的であると思う。投資家ビューや分散共分散行列の再推定等により、極端な形の資産配分とはならないような解を得ることができるのではないか。

(事務局) 以上の意見を踏まえて、検討を見直すものとする。

以上