

## 令和3年度 第2回 資産運用委員会・議事要旨

【開催日時】 令和3年10月19日（火）15時00分～17時30分

【開催会場】 Web会議

【議題】

1. 現行基本ポートフォリオの検証
2. 新基本ポートフォリオの検討

【議事要旨】

事務局より、議題1・2について説明した。

### 1. 現行基本ポートフォリオの検証

- ・ 約8割を占める自家運用部分につき、将来の毎年の利回りは低下が見込まれ、期待収益率は引き続き低水準に留まる可能性があることが確認された。
- ・ 委託運用資産の資産配分については、内外株式比率の歪みによる、効率性の低下が示唆された。
- ・ 以上への対応として、自家運用比率の引下げと委託運用部分の構成比率見直しが必要である。
- ・ 現在の利益剰余金水準を勘案すると、ポートフォリオ全体の期待収益率を引き下げて、リスク抑制を図る余地がある。

### 2. 新基本ポートフォリオの検討

- ・ 自家運用比率の引き下げの有効性を定量面から評価した上で、自家運用から委託運用への現実的な移管可能金額を考慮し、新たな自家運用比率を決定する。
- ・ 偏りのない資産配分、投資家見通しの変化に左右されにくい安定性のあるポートフォリオを策定するため、ブラックリッターマン法で算出した期待収益率を用いて、最適化を実施する。
- ・ ブラックリッターマン法で活用する投資家見通しでは、予測機関のメインシナリオに加えて、リスクシナリオとして「日本市場回避シナリオ」を織り込む。
- ・ 分散効果の強化と明確化によるリスク抑制と投資効率向上を図る為に、資産クラスは伝統4資産に為替ヘッジ付き外国債券(以下、ヘッジ外債)を加えた5資産とする。
- ・ 期待収益率やリスク等の複数の評価軸に加えて、現在の利益剰余金水準等を勘案した上で、新たな基本ポートフォリオを選定する。

## 【主な質疑等】

### 1. 現行基本ポートフォリオの検証

- (委員) 委託運用に求められる収益率を計算する際の、達成すべきポートフォリオ全体の期待収益率の基準について、予定利率のみの値としているのだが、これは費用込みの水準の方が適切ではないか。また、コストの区分に信託報酬とあるが、これは信託銀行以外の運用会社に支払う運用報酬も含めた金額という解釈で良いか。
- (事務局) 前年度の計算でも予定利率のみの値を用いており、継続性の観点から今年度もこの値を用いたのであり、特段の意図はない。信託報酬については、ご指摘の通り、運用報酬も含めたものである。
- (委員) ポートフォリオ全体の期待収益率 1.20%というのは、3月末の金利水準をベースとした値なのか。それとも、先ほど3月末の金利が高かったとの話もあったが、何か調整をされているのか。
- (事務局) 7月末の金利水準が横ばいで推移したと仮定して導出している。
- (委員) 大局的には事務局案に同意する。ただ、直近の金利を見ると、米国の長期債などは3月の水準に近づいているようだ。

### 2. 新基本ポートフォリオの検討

- (委員) 自家運用比率の引き下げに賛成である。そもそも自家運用のリスクを簿価評価によりゼロと考えることは経済実態を正しく反映しておらず、引き下げない方が、ポートフォリオ全体のシャープレシオが高くなるというのは概念上、全く意味をなさない。加えて、他の公的年金機関と比べても、機構の自家運用比率は突出して高いので、引下げの幅は5%より大きくても良いと思う。
- (委員) 私も自家運用比率の引き下げに賛成である。ただ引き下げた場合、実質的に保有債券が自家から委託にシフトするだけとなる点を踏まえると、今回は、まず自由度を確保するという観点で、5%の引下げ幅から始めるのが良いと考える。
- (委員) 私も引き下げに賛成である。委託資産の量を増やすことで、委託資産部分でのリスクや期待収益率水準を抑えられる。
- (委員) ヘッジ外債を別枠の資産クラスとして最適化やポートフォリオ管理をすることについては、かなり疑問に感じる。理由として、1つは、資産クラスの数を増やすと、最適化の計算をした時に解が不安定になる度合いが大きくなると考えられるためである。もう1つは、ヘッジ外債の期待リターンは、内外の長短金利差や通貨の需給の影響を受けることから、他の資産クラスと比べても非常に難しいためである。今回は、これで良いとしても、次回は、最適化計算等につき、より精緻な分析をしていくべきだと思う。
- (委員) 1年にわたって議論してきている状況も鑑み、今回はヘッジ外債を含

めた5資産による資産配分を認めるとしても、やはり、ヘッジなし外債とヘッジ外債を異なる資産クラスで考えることには違和感を覚える。それよりも、外貨建て資産と為替エクスポージャーの2つによって考えていくのが適切ではないか。

(委員) 私は、これまでの議論の通り、ヘッジなし外債とヘッジ外債は別の資産クラスで考える方が良く考えている。理由としては、ヘッジ外債を加えることで、為替リスクを切り離して金利系資産の投資ユニバースを海外まで広げることができる点。それがヘッジなし外債の場合だと、為替リスクの方が大きく、金利リスク多様化による効果を圧倒してしまう。次の理由として、最適化の不安定性についてである。問題となるのは、資産間の相関係数がかかなり高い場合であるが、ヘッジ外債と他資産の相関係数は、他の4資産間の相関係数と比べてそこまで高くなってはいないことから、頑健性は維持されるものと考えられる。

(委員) 高金利国へ投資したとしても、その金利差が消失する方向に為替が調整されることから意味がないという理屈がある。しかしながら、現実には実証データから、高金利国への投資リターンの方が高いということが明らかであり、ヘッジ外債は無意味ではなく、理屈と現実では状況が異なっている。

(委員) 今のご意見についてだが、「金利平価」や「フォワードバイアス」で調べれば、サポート資料は多数出てくると思われる。

(委員) 金利リスクの多様化を図っていくという論点については賛成する。ただ、適切なタイミングを計ってヘッジ外債に投資することはよいが、ヘッジ外債を資産クラスとみなして基本ポートフォリオを作成することについてはあまり賛成できない。次回の基本ポートフォリオ策定時にはより詳しい検討が必要だろう。また、為替エクスポージャー管理が体制的に無理との話だが、機構の運用規模を考えれば、主導的、機動的に行えるよう体制強化を図っていくことが、本来的には重要なのではないか。

(委員) 日本市場回避シナリオについての話だが、日本固有の理由で日本株が下落した時に、外国株も同じ水準で下落するというのは、やはり無理がある。また、現地通貨ベースと為替ベースを合わせて円ベースの期待収益率を算出するには、値が小さいときは足し算という近似方式で十分だが、数十%と大きい場合は、正確な掛け算方式で行うべきである。今回はともかく、以上の点については、もう少し検討すべきかと思う。

(委員) 加えて、株式や為替の変動と比べて、国内金利の変動幅が小さいことにも違和感を覚える。

(委員) 日本発の危機と言っても、原因によってその出方も変わってくる。

次回以降で良いのだが、複数のシナリオのもとでどういう影響が出るのかを考えていくべきだろう。そうすることで、理屈に合うシナリオが描けるのではないか。

(委員) 剰余金のシミュレーションの話だが、50%タイルの中心値はやや抑えられるものの、下方1%タイルでリスクを大幅に圧縮できているということで、トレードオフの関係とはなるが、現行のものよりも新基本ポートフォリオの方が優れているという理解で良いか。

(事務局) その通りである。

(委員) 今回の検討内容を見てもわかる通り、資産運用業務は内容が複雑で多岐に亘るようになってきており、それ以外でも、例えば、ESG等検討すべき項目が増えつつある状況にある。そのような点を踏まえ、人員面を含めた体制強化も今後進めていただきたいという点も伝えたい。

以上