

令和5年度 第1回 資産運用委員会・議事要旨

【開催日時】 令和5年6月29日（木）9時30分～12時10分

【開催会場】 Web会議

【議 題】

1. 令和4年度の資産運用状況の報告・評価
2. 外国株式の公募結果について
3. 外国株式アクティブファンドの見直しについて
4. 基本ポートフォリオの検証

【議事要旨】

事務局より、議題1・2・3・4について説明した。

1. 令和4年度の資産運用状況報告・評価
 - ・ 令和4年度の運用収益は全体で403億円、運用利回り0.36%、期末時点の利益剰余金4,599億円。
 - ・ 自家運用資産は、市場の超低金利環境の影響を受けてはいるものの、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マイナスとなった。アンダーパフォームした理由は、外国株式においてアクティブファンドのスタイルの偏りを主な要因としてパフォーマンスが不芳であったことや、基本ポートフォリオ変更による全資産間にまたがる大規模な現金移管の実施によるもの。
2. 外国株式の公募結果について
 - ・ 外国株式のアクティブファンドに係る投資スタイルのグロース特性への偏りの是正を目的として、バリュー特性を持つファンドを採用。
3. 外国株式アクティブファンドの見直しについて
 - ・ 運用コスト抑制および運用パフォーマンスへの貢献度が低いファンドの整理を目的として、一部のアクティブファンドの解約を検討。
4. 基本ポートフォリオの検証
 - ・ 基本ポートフォリオの効率性および安定的な利益剰余金の確保見直しについて検証。

【主な質疑等】

1. 令和4年度の資産運用状況報告・評価
(委員) 内外株式において、バリュー/グロースのスタイルが極めて明確だが、スタイル中立の指数がマネジャーベンチマークとなっているファンドがある。適切なマネジャー管理・パフォーマンス評価を行う

ために、マネジャーベンチマークの変更を検討した方がよい。

- (事務局) 既に一部のファンドにおいて実質的なスタイル特性も踏まえたモニタリングをしているが、変更の必要性を検討していきたい。
- (委員) 自家運用の利回り低下傾向は続いており、満期保有目的債券の短い年限を積み増し、市況に応じて償還部分を委託運用に回せるようにする等、柔軟性を持ったラダー運用を行ってもよいのではないか。
- (事務局) 現在の金利情勢から見て、5年未満の部分の積み増しは難しい。ただし、ある程度金利が上昇した段階になれば、ラダー構成については改めて検討する必要があると考えている。
- (委員) 委託運用の利回りの分散は、必要利回りに対して大きすぎる印象。また、スタイルマネジメントにおいては、特定ファクター係数の低下を目的にファンドを入れ替えても、特定した以外のファクターへの影響はよく分からないという分散共分散の構造を踏まえた、スタイル是正の議論なのか疑問だ。
- (事務局) 特定のファクターの中立化が全体のリスクを抑えることにならない可能性についてのご指摘ではあるが、現場では「グロース/バリュー」「大型/小型」がファクター管理の太宗として対応してきた。
- (事務局) 外国株式アクティブの全体構成を考えていく中でグロースに偏っている現状はベンチマークに対するトラッキングエラーが大きくなっており、その是正という観点での対応である。
- (委員) 適切に管理すべきは、各ファンドの超過収益率の振れ幅が事前想定範囲内であったかということ。設定しているトラッキングエラーに対する超過収益の結果について、どのように評価しているのか。振れ幅に対する改善を要求する必要はないか。
- (事務局) ファンド毎にトラッキングエラーへの姿勢は上限値、目安値と異なり、特に目安値として提示しているファンドを注視。パフォーマンス不芳のファンドは、所定の投資行動や課題への改善方針を定性的に確認できれば挽回を期待するが、確認できなければ解約を検討する。各ファンドの本来的な方針に基づいたパフォーマンスを期待しており、リスク管理の観点から運用方針の変更は要請していない。
- (委員) アクティブファンドの運用報酬は高い。従来、これらファンドのリスクテイクは、むしろ過小でパッシブ運用に近付きがち傾向が見受けられた。引き続き、運用報酬に見合ったリスクを取っているかについての注視が必要。
- (委員) 特定ファクター対応における実効性に関する委員のご意見については、理論的には可能性を否定できないものの、実際のマーケットでは、資産の変動の説明において、スタイルマネジメントで使用しているファクターが圧倒的に大きな影響力があり、結果として大きな問題を引き起こすようなことではなからう。

2. 外国株式の公募結果について

- (委員) 採用ファンドにおいて、強いバリュー特性を持つにも関わらず、マネジャーベンチマークはバリュー指数としないファンドがある。また、マネジャーベンチマークが異なるファンドにも関わらず、スタイル特性がかなり重複している。
- (事務局) マネジャーベンチマーク以外のバリュー系指数に対するパフォーマンスのモニタリングも検討する。スタイル特性の重複は、今回報告したスタイル特性の計測期間が影響しており、さらに長い期間で計測すると特性も変化し、パフォーマンス結果もばらついてくる。

3. 外国株式アクティブファンドの見直しについて

- (委員) 解約対象の1つのファンドは長期間委託してきたファンドであるが、このようなファンドを解約するにあたり、どのような知見が得られたか。
- (事務局) アクティブファンドは良いパフォーマンスが発揮できる期間に限られる傾向があり、定期的なマネジャーの見直しが必要ということ。定量面だけでなく定性面も総合的に踏まえて、全体として適切なマネジャーストラクチャーの必要性も改めて認識している。

4. 基本ポートフォリオの検証

- (委員) 過去20年の実績リターンに基づき、標準偏差と相関係数の推定がされているが、分散共分散行列は、時間によっても大きく変化することから、ブラックリッターマン法の期間5年、シナリオ法の10年に合わせ、相関係数等を計算しても良いと思う。
- (事務局) ご指摘のとおり、相関係数の検証を期間5年や10年にて行うことも適切であると考える一方で、基本的にリスクの推計期間を20年として推計してきた経緯があり、過去を踏襲する形で行っている背景がある。
- (委員) 従来から繰り返し指摘しているが、ヘッジ外債という形で為替リスクを100%ヘッジしてしまうものを資産クラスとして扱う考え方については、かなり懐疑的である。
- (委員) 為替リスクは大きいので政策段階で管理すべき。また、金利リスクの国際分散をする場合、ヘッジ外債は外債の一部ではなく、金利リスクの国際分散を為替リスクと切り離して行うための独立した資産になるという見解である。
- (委員) 従前のシナリオ法による検証結果は、前提値の更新により効率的フロンティアからの乖離がかなり大きくなっている。一方、新たに導入したブラックリッターマン法による検証では、乖離はわずかであり誤差の範囲と考えられる。ただし、このわずかの乖離によって、最適な資産配分構成が大きく変化してしまっていることに

については、次のポートフォリオ見直し時に活かすべき知見である
と考える。

- (委員) 基本ポートフォリオの検証という観点では、有効フロンティアからの距離の近さよりも、10年後の50%、25%、5%tileの剰余金水準が、策定時より「改善」または「劣化」しているのかどうかを比較し、見直しが必要かどうかを判断することが最も重要と考える。
- (事務局) 資産運用の本来の目的は、共済制度を安定的に運営していく上で、剰余金をきちんと積み増していくことと認識。前回検証時と比較しても、自家運用資産の利回りが上昇する影響で、50%tile等の剰余金水準の改善傾向が確認されており、今回の基本ポートフォリオの検証結果としても適切であると考えている。
- (委員) 自家運用資産の満期保有目的債券の簿価評価方式は世界的にも少数派で、今後の金利上昇や予定利率変更の可能性も踏まえて、長期的な視点から簿価評価が与える影響について検討する必要がある。

以上