

令和6年度 第1回 資産運用委員会・議事要旨

【開催日時】 令和6年7月30日（火）9時30分～12時10分

【開催会場】 Web 会議

【議 題】

1. 令和5年度の資産運用状況の報告・評価
2. 外国株式及びヘッジ付外国債券アクティブファンドの見直しについて
3. 基本ポートフォリオの検証
4. アセットオーナー・プリンシプルの受け入れについて

【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5年度の資産運用状況報告・評価
 - ・ 令和5年度の運用収益は全体で3,888億円、運用利回り3.44%、期末時点の利益剰余金7,296億円。
 - ・ 自家運用資産は、日銀のYCC柔軟化、及びマイナス金利解除による金利上昇によって新規購入債券の利回りは上昇。全体の利回りが改善し、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。アウトパフォームした主な理由は、全体でのベンチマーク収益率対比で大きく上昇した内外株式のオーバーウェイト、下落した国内債券（時価）とヘッジ外債のアンダーウェイトによる資産配分効果。
 - ・ なお、平成21年8月に策定した「繰越欠損金削減計画」は令和5年度末で期間終了、繰越欠損金を解消し利益剰余金を確保した状況となっていることをあわせて報告する。
2. 外国株式及びヘッジ付外国債券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。
3. 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。
4. アセットオーナー・プリンシプルの受け入れについて
 - ・ アセットオーナー・プリンシプルについては、受け入れを表明する方針。
 - ・ 今後の対応が必要と判断した項目において、特に専門的知見を要する事項や運用に関する重要事項にも関連する事項においては、資産運用委員会等を通じて検討を進めていく方針。

【主な質疑等】

1. 令和5年度の資産運用状況報告・評価

- (委員) 内外株式において、スタイル調整後のパフォーマンス評価および適切なマネージャー管理を行うため、運用実態に即したマネージャーベンチマークとした方がよろしいのではないか。
- (事務局) 現在のマネージャーベンチマークは中立のベンチマーク。幅広い銘柄群からの銘柄選択の結果としてスタイル・バイアスが出ており、スタイルに応じたベンチマークとすると、超過収益獲得機会を制限する可能性もある。但し、パフォーマンスの出方は、月次でスタイルベンチマークとの比較を行い、モニタリングを行っているところ。
- (委員) 自家運用で満期保有している債券にデフォルトリスクが生じた場合、速やかに売却等の対応は可能なのか。
- (事務局) 債券の格付が投資不適格もしくは時価が著しく下落した債券については、原則売却というルールとなっている。
- (委員) 国内株式において、スタイル・サイズの中立化を目指していくべき。
- (事務局) 国内株式アクティブ全体では、やや小型にシフトしているものの、スタイルは中立であると思料。
- (委員) 多くの委託先マネージャーがベンチマーク対比で劣後するのは、何らかの構造的な問題が理由かもしれないので、母集団全体の中での位置を確認したほうがよい。
- (委員) 為替リスクの管理については、計画策定時に意識した金利リスクの市場分散、およびその後の市場局面で意識された逆イールド時のヘッジコスト管理などと合わせて引き続き検討を進めてほしい。

2. 外国株式及びヘッジ付外国債券アクティブファンドの見直しについて

- (委員) 今回の解約後、新たなアクティブファンドを採用する予定なのか。アクティブファンドを見直すきっかけというのはあるのか。
- (事務局) 今のところは考えていない。外国株式については、ベンチマークをMSCI-ACWI から MSCI-Kokusai へ戻している機関もあり、その動向も見ながら検討していきたい。
- (委員) 中国のエクスポージャーは、パッシブファンドに移管したとき大きく変わるのか。ベンチマークから中国を除いたものを採用している機関もあるようだが、機構はどのような方針か。
- (事務局) アクティブファンドが中国に大きくオーバーウェイトしているわけではないので、大きな変化はないと認識している。また、今のところは現状のベンチマークでのパッシブ運用とする方針。

3. 基本ポートフォリオの検証

- (委員) 株式の期待収益率については、過去5年で見ると大きく上昇した年が2年含まれており、市場の過度なポジティブ・バイアスが織り込まれる

ことを踏まえると、多少慎重な見方も必要ではないか。活用するビューが分析結果に大きな影響を及ぼすことに留意してほしい。

(事務局) 今回の検証も毎年度と同様の手法で5年のコンセンサスという形でビューを入れている。しかし、ご指摘のとおりビューが非常に良く出てしまっていることもあり、期待リターンが高めに出ており、全体の期待リターン推計結果を押し上げている。ビューを保守的に考えるというのもあるかと思うが、バリュー・アット・リスクやストレステストも見ているので、大きなリスクが顕在化しても現在の剰余金水準で考えれば問題ないと評価できると考えている。

(委員) 各資産の期待収益率の評価値が計画策定時に比べて、年々上昇している。また、上昇程度が資産別に相当異なるため、単純なシナリオ法の最適資産配分はかなり偏ったものになっている。次回の計画見直し時に備えて、十分留意していただきたい。

(委員) バリュー・アット・リスクの推計において、正規分布で行っているので、99%というのは現実味がなく、実際には60~70%くらいでかなりファット・テールとなっているのではないかと思うので、そのあたりも見の方がよいのではないか。

(委員) 自家運用の抱えている本質的なリスクは、将来的に予定利率の引き上げを検討する際の影響と考えている。影響の度合いを今後数値で見せていただくことを検討いただきたい。

4. アセットオーナー・プリンシプルの受け入れについて

(委員) オルタナティブ投資は、運用及びリスクの管理に相当のコスト負担が生じることもあり、慎重に検討した方がよろしいのではないか。また、サステナビリティ投資について、受益者の経済的な利益を優先するのか、あるいはそれ以上に社会的なリターンを重視するのか。

(事務局) 「新しい資本主義のグランドデザイン及び実行計画 2024年版改訂版」に「インパクトを含む非財務的要素を考慮することは、ESGの考慮と同様、多事考慮に当たらない」と敢えて記載されているところから考えても、業界全体として議論の過程段階かと思料。他公的機関の動向を見ながら、可能な範囲で対応できることを検討していく。

(委員) 専門的人材の登用だけでなく、本格的に資産運用担当責任者を外部招聘することを検討し、これを契機に人的体制を充実させていくことにつなげていくべきではないか。

(事務局) 内部人材の育成とともに、外部のしかるべき知見を有した人材を内部に取り入れていくことを検討している。

(委員) プリンシプルを受け入れると、情報開示が一層重要になる。他公的機関が公表している運用報告書や業務概況書レベルでの情報開示が必要になるのではないか。

(事務局) 契約者の方々により分かりやすい資料を提供できるよう努めていく

い。他公的機関とも連携、情報交換を図っていきたいと考えている。

以上