

年度計画の変更について

区 分	議 決	対象範囲	国内債券（伝統的資産）
エグゼクティブサマリー 各資産の資産構成割合が乖離許容幅に抵触した場合、現行のルールでは、乖離許容幅の内側に戻す方向でリバランスを行う必要があるが、国内債券の償還金及び利金が積み上がる中、近時の市場環境において国内債券への機械的な再投資は必ずしも被保険者の利益にならない可能性があることを踏まえ、当面の対応として、国内債券の資産構成割合の乖離許容幅については、弾力的に適用するため、年度計画の変更を行う。			
バックグラウンド - 第7回経営委員会（18年3月）でアラームポイントと乖離許容幅の管理に関する執行部の検討状況を報告した際、複数の経営委員から短期資産を国内債券の一部と看做すべきとの発言。 - 第13回経営委員会（18年7月）で国内債券の資産構成割合の乖離許容幅については、特殊な状況下において一定の条件のもとで例外的な措置として弾力的に適用すること、またその際、年度計画の修正による対応とし、執行部が具体的な案を作成の上、今回の経営委員会（18年9月）で議決する方針で一致。		フィードバック期間及び検証方法 - フィードバック期間：経営委員会に対して四半期ごとに報告。アラームポイントと乖離許容幅の超過時には随時報告。 - 検証方法：複合ベンチマーク収益率に対する超過収益率を要因分解し、国内債券の資産配分効果を計測。	
戦略プラン - 国内債券を代替する資産または投資戦略を検討。 - 次期基本ポートフォリオにおける国内債券の在り方を検討。		便益及びリスク - 便益：国内金利上昇時の損失の危険の回避 - リスク：機会収益の逸失	
		K P I 国内債券の資産配分効果	
		その他 なし	

国内債券の乖離許容幅管理の状況

- 各資産の乖離許容幅の 水準にアラームポイントを設定し、月末に各資産の構成比がアラームポイントを超過した場合には、経営委員会に報告。



- 厚生年金基金の代行返上等に伴うキャッシュアウトの減少、国内外の株式市場の上昇により、国内債券の構成比が低下。



- 月末時点の各資産の構成比はアラームポイントの範囲内にあるものの、18年1月の月中には国内債券の構成比がアラームポイントの下限に抵触したため、アラームポイントと乖離許容幅の管理に関する執行部の検討状況を第7回経営委員会（18年3月14日）で報告。



- 国内債券の乖離許容幅の管理に関する論点について、第13回経営委員会（18年7月31日）で審議。

第13回（18年7月）経営委員会議事概要（抜粋）※未確定稿

（理事長） 国内債券の投資環境で、機械的に投資するののかについては、内部でも随分検討した。基本ポートフォリオを変えるのか、ルールそのものを変えるのかについては、あと1年半経つと次の基本ポートフォリオの策定があるので、その議論に委ねる部分は委ねて、あと1年半をどうこらえるかということに集中する。通常の投資行動の中で乖離許容幅管理に少しアローワンスをいただくという方向で検討していただきたい。

（委員） 私もそのとおりだと思う。専ら被保険者にとって利益にかなうのかという観点からすると、特殊な状況下において一定の条件のもとで例外的な措置として認めることを中心に考えるべきだと思う。ただ、いつまでやるのかという期間については共通認識に立っておくべきだと思うし、仮に乖離許容幅の下限に達した場合には、透明性ということからも、社会保障審議会の関連部会に報告をすることが必要ではないかと思う。

（委員） 規範的な面から意見を言うと、結論は同じだが、説明ぶりはきちんと整理したほうがいいと思う。基本ポートフォリオが守るべきルールであるならば、それを簡単に変えるというのはおかしいし、例外が恒常的にあるのもおかしいと思う。したがって、特殊状況下での、緊急避難的な、あるいは時限的な対応なのであるという整理をすべきではないか。当然ながら特殊状況が解消されたときには原則に戻るという考え方に基づいて当面は対応するという事ではないかと思う。

（執行部） 規範的なところについては、本来であれば基本ポートフォリオを定めている中期計画を変更して、例外的な取り扱いをすべきではないかという意見もあったが、厚生労働省とも相談をして、今回は、各委員からご発言があったように、時限的あるいは一定の条件下で、例外的な取り扱いをするものである。恒久的な措置でないのであれば、例えば年度計画は毎年経営委員会の議決を経て厚生労働大臣に提出するので、年度計画の中で例外的な取り扱いを位置づけることもできる。今回はマイナス金利下である、あるいはキャッシュインが非常に大きく発生するという特殊状況下で生じている問題でもあり、キャッシュアウトの状況等を年度単位でモニターするので、年度計画で例外的な取り扱いをするというやり方があるのではないかと厚生労働省とも相談をしている。もしその方向性でよろしければ、次回以降に経営委員会で具体的な年度計画の変更案を議論いただきたい。

（委員） とりあえず次のところまでのものは、基本を変えるのではなくて例外的にしたほうがいいのでは。合理的に考えれば、次の中期計画にあわせて、もう一回市場の方向感がきちんと定まったときに決めればいいのでは。

（委員） 大きな方向感においては合意があったと思う。特殊な状況下において一定の条件のもとで例外的な措置として認める、具体的には執行部から発言があったように、年度計画の修正という対応をする。執行部に具体的な案をつくってもらい、次回の経営委員会で決めたいと思う。

国内債券の乖離許容幅管理

<第7回経営委員会 報告事項>

- 国内債券の構成比が乖離許容幅の下限を下回った場合には、中期計画を遵守するため、国内債券への資金配分を行うが、その場合においても、米国を中心とする海外金利の上昇や日本銀行の金融政策等の投資環境に留意し、慎重に執行を行う。



<第13回経営委員会 審議事項>

- 各資産の資産構成割合が乖離許容幅に抵触した場合、現行のルールでは、乖離許容幅の内側に戻す方向でリバランスを行う必要があるが、引き続き国内金利がマイナスまたは極めて低い水準にある環境下において、国内債券の資産構成割合が乖離許容幅の下限に抵触した場合に、機械的に国内債券に投資することを、経済合理性や被保険者の利益の観点からどのように考えるべきかを議論する必要がある。

⇒特殊な状況下において一定の条件のもとで例外的な措置として弾力的に適用すること、またその際、年度計画の修正による対応とし、執行部が具体的な案を作成の上、今回の経営委員会（18年9月）で議決する方針で一致。



- 国内債券の償還金及び利金が積み上がる中、近時の市場環境において国内債券への機械的な再投資は必ずしも被保険者の利益にならない可能性があることを踏まえ、当面の対応として、国内債券の資産構成割合の乖離許容幅については、弾力的に適用するため、年度計画の変更を行う。
- なお、弾力的に適用する場合であっても、国内債券と短期資産を合算した資産構成割合は国内債券の乖離許容幅の範囲内にとどめるとともに、市場環境を踏まえたリスク管理を徹底した上で、経営委員会に適切に状況報告を行い、市場環境等に変化があれば、本措置を見直すこととする。

乖離許容幅管理における年度計画の変更（案）

改正案（下線は追記部分）	(参考)平成26年度 年度計画(平成26年3月25日届出)																																	
5. 年金積立金の管理及び運用における長期的な観点からの資産の構成に関する事項 (1)基本ポートフォリオ モデルポートフォリオに即し、次の基本ポートフォリオに基づき、年金積立金の管理及び運用を行う。 <u>ただし、国内債券の償還金及び利金が積み上がる中、近時の市場環境において国内債券への機械的な再投資は必ずしも被保険者の利益にならない可能性があることを踏まえ、当面の対応として、国内債券の資産構成割合の乖離許容幅については、弾力的に適用する。</u> <u>なお、弾力的に適用する場合であっても、国内債券と短期資産を合算した資産構成割合は国内債券の乖離許容幅の範囲内にとどめるとともに、市場環境を踏まえたリスク管理を徹底した上で、経営委員会に適切に状況報告を行い、市場環境等に変化があれば、本措置を見直すこととする。</u> <table><tr><td></td><td>国内債券</td><td>国内株式</td><td>外国債券</td><td>外国株式</td></tr><tr><td>資産構成割合</td><td>35%</td><td>25%</td><td>15%</td><td>25%</td></tr><tr><td>乖離許容幅</td><td>±10%</td><td>±9%</td><td>±4%</td><td>±8%</td></tr></table> (注) 運用体制の整備に伴い管理・運用されるオルタナティブ資産（インフラストラクチャー、プライベートエクイティ、不動産その他経営委員会の議を経て決定するもの）は、リスク・リターン特性に応じて国内債券、国内株式、外国債券及び外国株式に区分し、資産全体の5%を上限とする。 また、経済環境や市場環境の変化が激しい昨今の傾向を踏まえ、基本ポートフォリオの乖離許容幅の中で市場環境の適切な見通しを踏まえ、機動的な運用ができる。ただし、その際の見通しは、決して投機的なものであってはならず、確度が高いものとする。		国内債券	国内株式	外国債券	外国株式	資産構成割合	35%	25%	15%	25%	乖離許容幅	±10%	±9%	±4%	±8%	4. 年金積立金の管理及び運用における長期的な観点からの資産の構成に関する事項 (1)基本ポートフォリオ 次の基本ポートフォリオに基づき、年金積立金の管理及び運用を行う。 <u>ただし、次期中期計画の基本ポートフォリオの見直しに着手することから、乖離許容幅については運用委員会の意見を聴きつつ、弾力的に適用する。</u> <table><tr><td></td><td>国内債券</td><td>国内株式</td><td>外国債券</td><td>外国株式</td><td>短期資産</td></tr><tr><td>資産構成割合</td><td>60%</td><td>12%</td><td>11%</td><td>12%</td><td>5%</td></tr><tr><td>乖離許容幅</td><td>±8%</td><td>±6%</td><td>±5%</td><td>±5%</td><td>—</td></tr></table>		国内債券	国内株式	外国債券	外国株式	短期資産	資産構成割合	60%	12%	11%	12%	5%	乖離許容幅	±8%	±6%	±5%	±5%	—
	国内債券	国内株式	外国債券	外国株式																														
資産構成割合	35%	25%	15%	25%																														
乖離許容幅	±10%	±9%	±4%	±8%																														
	国内債券	国内株式	外国債券	外国株式	短期資産																													
資産構成割合	60%	12%	11%	12%	5%																													
乖離許容幅	±8%	±6%	±5%	±5%	—																													

参考資料

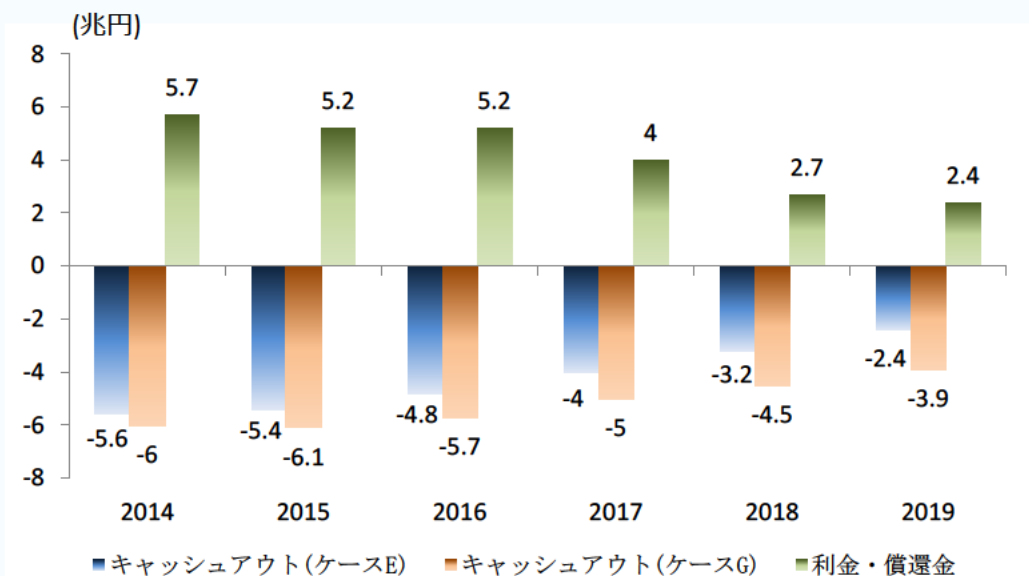
乖離許容幅管理について

区 分	報 告	対象範囲	国内債券（伝統的資産）
エグゼクティブサマリー 月末時点の各資産の構成比はアラームポイントの範囲内にあるものの、今年1月の月中には国内債券の構成比がアラームポイントの下限を超過したため、アラームポイントと乖離許容幅の管理に関する当時の検討状況を報告するもの。			
バックグラウンド - 各資産の乖離許容幅の水準にアラームポイントを設定し、月末に各資産の構成比がアラームポイントを超過した場合には、経営委員会に報告することとしている。 - 厚生年金基金の代行返上等に伴うキャッシュアウトの減少、国内外の株式市場の上昇により、国内債券の構成比が低下している。		フィードバック期間及び検証方法 - フィードバック期間：経営委員会に対して四半期ごとに報告。アラームポイントと乖離許容幅の超過時には随時報告。 - 検証方法：複合ベンチマーク収益率に対する超過収益率を要因分解し、国内債券の資産配分効果を計測。	
戦略プラン - 国内債券を代替する資産または投資戦略を検討。 - 次期基本ポートフォリオにおける国内債券の在り方を検討。		便益及びリスク - 便益：国内金利上昇時の損失の危険の回避 - リスク：機会収益の逸失	
		KPI 国内債券の資産配分効果	
		その他 なし	

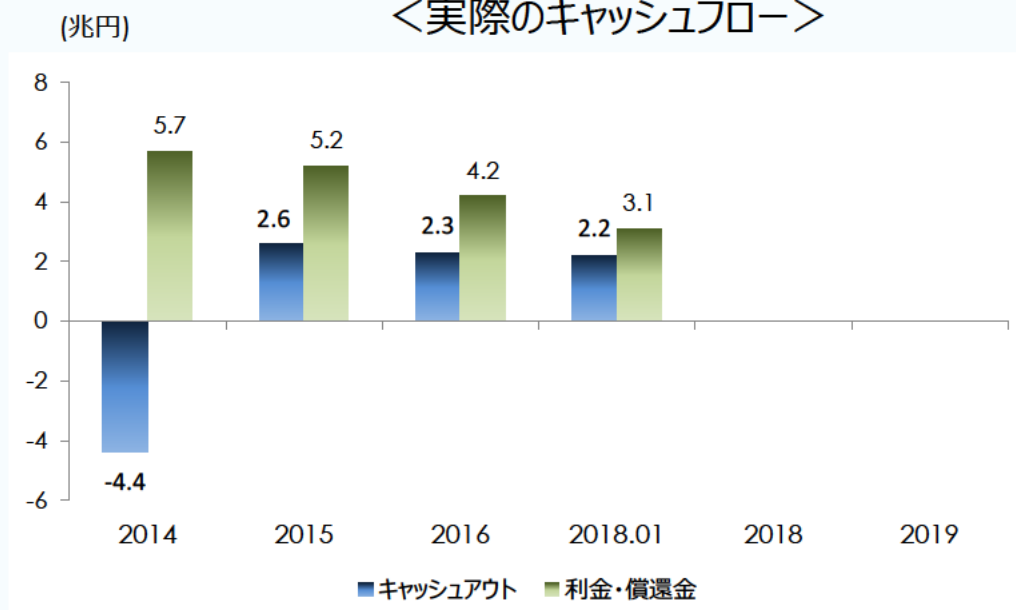
キャッシュアウトの状況

- 市場に過度な影響を与えることなく、確実に年金給付等のためのキャッシュアウトを実施するため、財政検証で想定されているキャッシュアウト額について、保有資産を市場で売却することなく、保有する国内債券の償還金と利金で概ね充当することができるよう、キャッシュアウト等対応ファンドを設定した。
- 実際には、厚生年金基金の代行返上等により、キャッシュアウト額の減少またはキャッシュインの状態となった。

＜想定されたキャッシュフロー＞



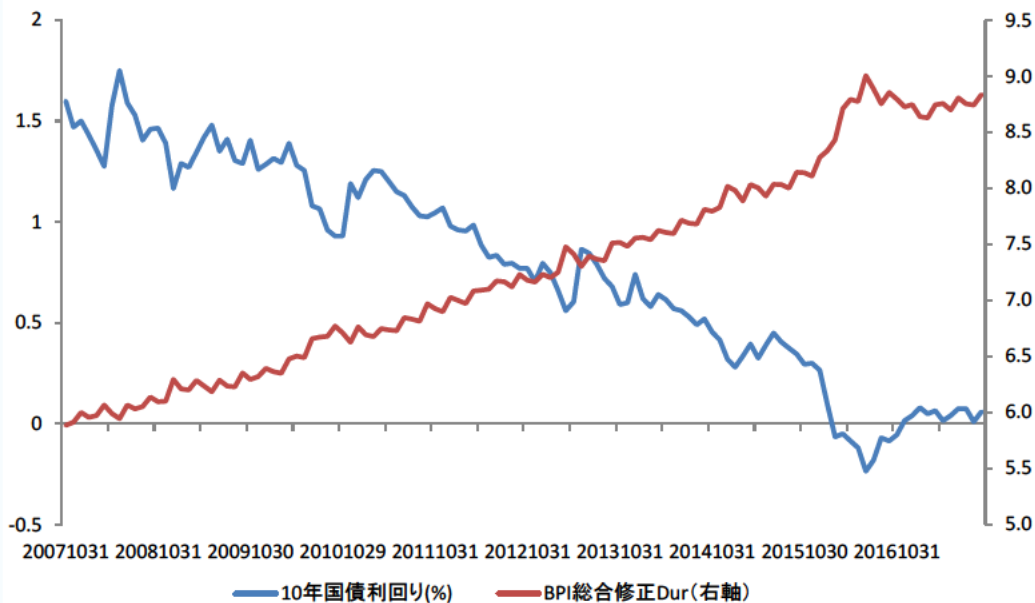
＜実際のキャッシュフロー＞



国内債券の金利リスク（１）

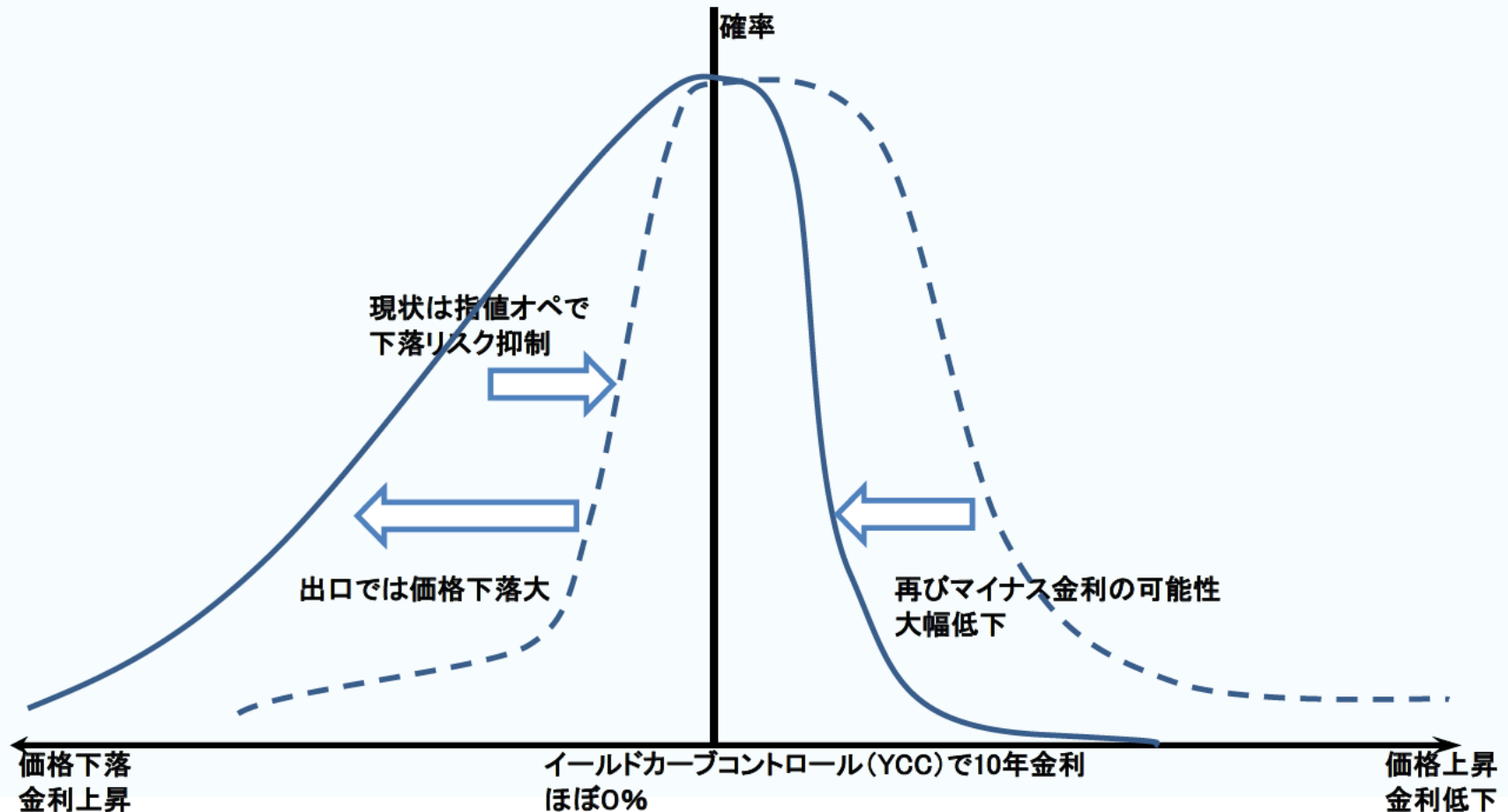
- キャッシュアウトに充当する必要のなくなった償還金と利金については、資産構成割合を維持する観点からは国内債券に再投資することとなるが、
リスクとリターンを比較検討した結果、物価連動国債を除き、国内債券への再投資は見合わせてきた。

＜BPI総合の修正デュレーションと10年国債利回りの推移＞



国内債券の金利リスク（２）

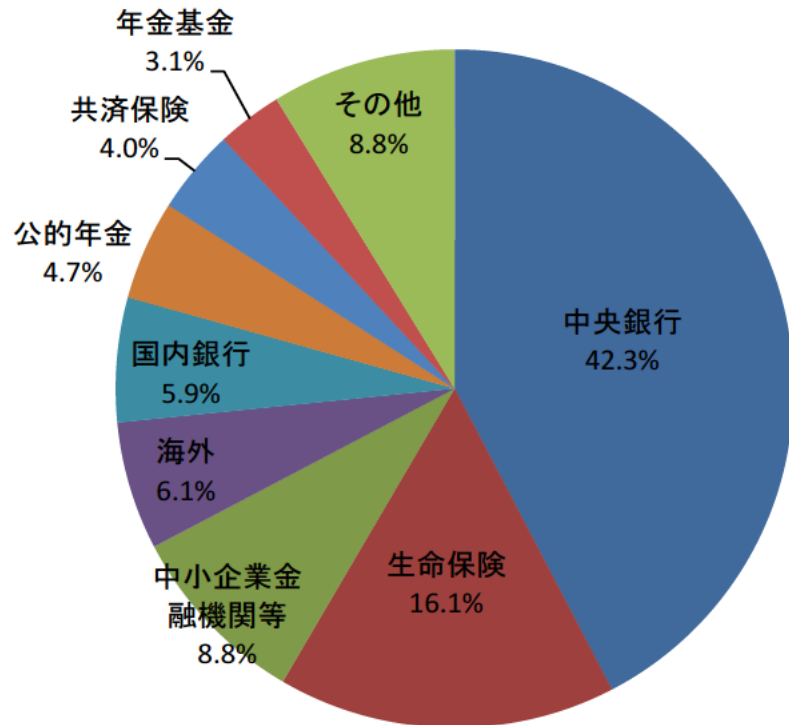
- 日本国債の期待リターンの分布は、正規分布ではなく、価格下落（金利上昇）方向に歪んでいる可能性。
- 現在は、日本銀行のイールド・カーブ・コントロールにおける指値オペで価格下落（金利上昇）を防いでいるが、2%のインフレ目標が達成され、金融政策が引き締めへ転じれば、価格下落（金利上昇）に歯止めがかからない可能性も。



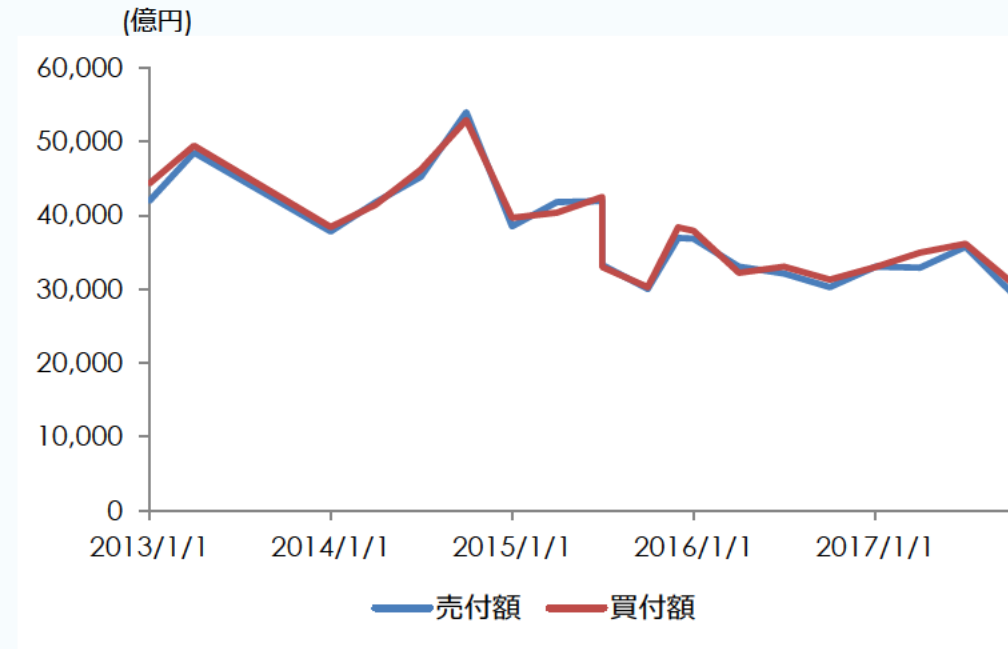
国内債券の流動性リスク（１）

- 国内債券の80%（2018年1月末時点）を占める日本国債（JGB）については、これまで最も流動性の高い資産として認識してきた。
- しかし、日本銀行の量的金融緩和政策の結果、JGBの42%は日本銀行が保有し、責任準備金対応債券等として投資する生命保険とあわせると、JGBの58%は原則として満期まで持ち切られ、セカンダリー市場で売買されることはない。

<国債保有比率（2017年9月末）>



<国債売買高の推移>



国内債券の流動性リスク（２）

- この結果、セカンダリー市場におけるJGBの流動性は低下しており、112兆円の石油ファンドを運用するノルウェー中央銀行の運用部門（NBIM）は、監督官庁である同国財務省に対し、債券のベンチマークからJGBを除くことを提案している。

Letter to the Ministry of Finance, 1 September 2017



We propose that the Ministry goes back to a specific list of currencies for the bond index rather than leaving this decision to the index supplier. The currencies on the list must be liquid and investable for the fund. The most liquid market for bonds is currently that for US Treasuries, followed by those for bonds issued by countries in the euro area and the UK. **The Japanese bond market is large but far less liquid than those for the other currencies that currently have a substantial weight in the index.** An index consisting of bonds issued in dollars, euros and pounds alone will be sufficiently liquid and investable for the fund.

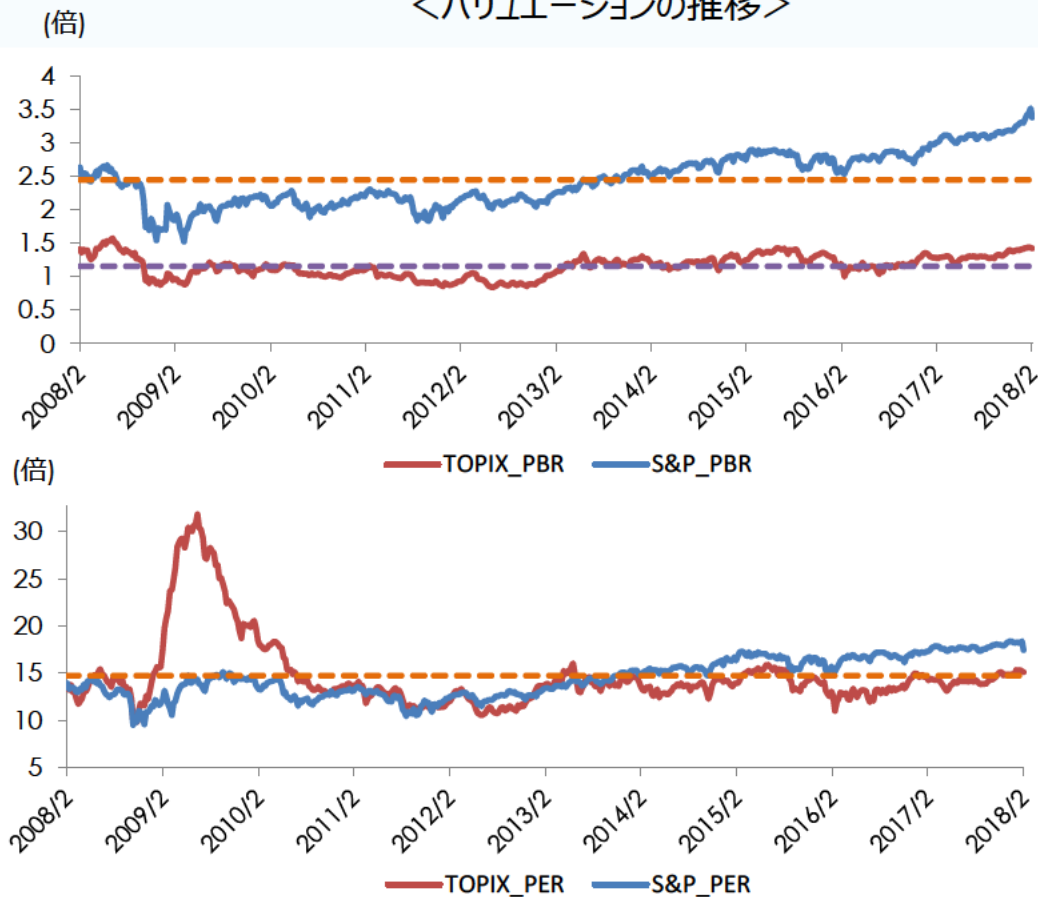
財務省への書簡（2017年9月1日）

債券インデックスの通貨構成については、インデックス提供者の決定に委ねるのではなく、任意の構成に戻すことを提案する。通貨は、ファンドにとって流動性があり、投資可能なものでなければならない。最も流動性の高い債券市場は米国債であり、ユーロ国債と英国債がそれに続く。**日本の債券市場は、規模は大きいものの、流動性については、インデックスで大きな割合を占める他の通貨と比較して、著しく劣っている。**ドル、ユーロ、ポンド建ての債券だけで構成されたインデックスは、ファンドにとって十分に流動性があり、投資可能なものとなる。

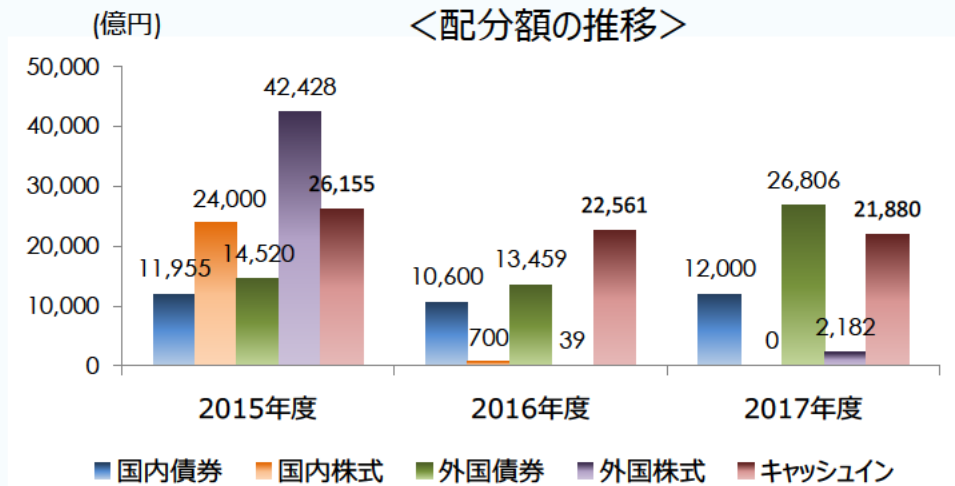
<https://www.nbim.no/en/transparency/submissions-to-ministry/2017/bonds-in-the-government-pension-fund-global/>

国内債券以外の資産への再投資

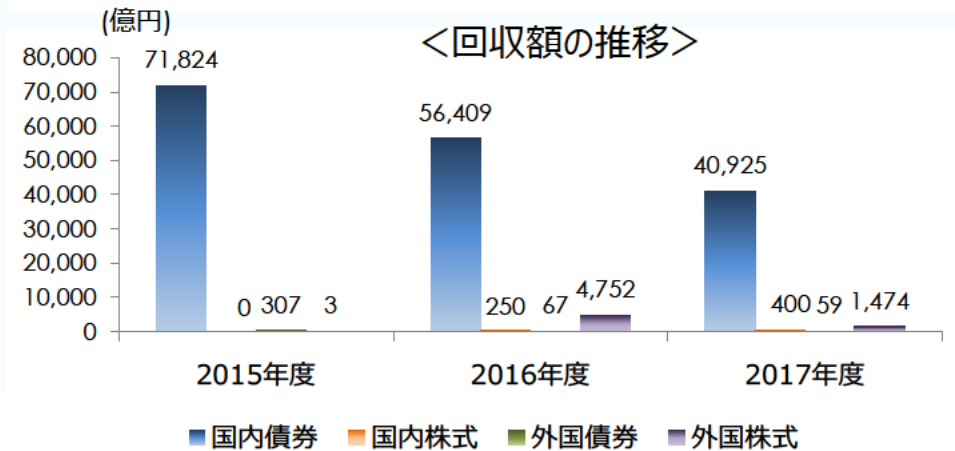
＜バリュエーションの推移＞



＜配分額の推移＞



＜回収額の推移＞



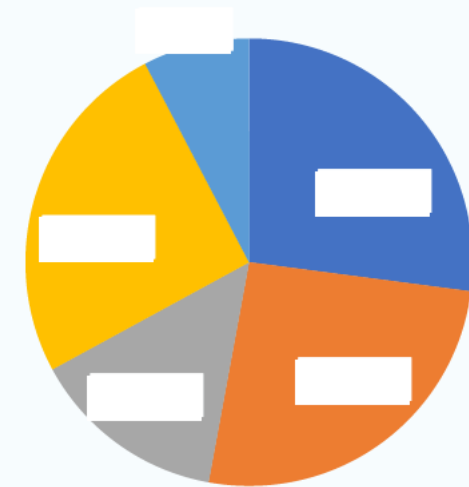
国内債券の乖離許容幅管理



<基本ポートフォリオの乖離許容幅とアラームポイント>

	国内債券	国内株式	外国債券	外国株式
資産構成比	35%	25%	15%	25%
乖離許容幅	±10%	±9%	±4%	±8%
アラームポイント				

<1月末時点の資産構成割合>



■ 国内債券 ■ 国内株式 ■ 外国債券 ■ 外国株式 ■ 短期資産

乖離許容幅管理について（２）

区 分	審 議	対象範囲	国内債券（伝統的資産）
エグゼクティブサマリー			
各資産の資産構成割合が乖離許容幅に抵触した場合、現行のルールでは、乖離許容幅の内側に戻す方向でリバランスを行う必要があるが、引き続き国内金利がマイナスまたは極めて低い水準にある環境下において、国内債券の資産構成割合が乖離許容幅の下限に抵触した場合に、機械的に国内債券に投資することを、経済合理性や被保険者の利益の観点からどのように考えるべきかを議論する必要がある。			
バックグラウンド		フィードバック期間及び検証方法	
- 厚生年金基金の代行返上等に伴うキャッシュアウトの減少、国内外の株式市場の上昇により、国内債券の構成比が低下。資金構成割合を維持する観点からは国内債券に再投資することとなるが、近時の市場状況等を踏まえ、リスクとリターンを比較検討し、物価連動国債を除き、国内債券への再投資を見合わせてきた。 - 上記のような、アラームポイントと乖離許容幅の管理に関する執行部の検討状況を第7回経営委員会（2018年3月）で報告した際、複数の経営委員から短期資産を国内債券の一部と看做すべきとの発言。		- フィードバック期間：経営委員会に対して四半期ごとに報告。アラームポイントと乖離許容幅の超過時には随時報告。 - 検証方法：複合ベンチマーク収益率に対する超過収益率を要因分解し、国内債券の資産配分効果を計測。	
戦略プラン		便益及びリスク	
		- 便益：国内金利上昇時の損失の危険の回避 - リスク：機会収益の逸失	
		K P I	
- 国内債券を代替する資産または投資戦略を検討。 - 次期基本ポートフォリオにおける国内債券の在り方を検討。		国内債券の資産配分効果	
		その他	
		なし	

国内債券の乖離許容幅管理の状況

- 各資産の乖離許容幅の水準にアラームポイントを設定し、月末に各資産の構成比がアラームポイントを超過した場合には、経営委員会に報告。



- 厚生年金基金の代行返上等に伴うキャッシュアウトの減少、国内外の株式市場の上昇により、国内債券の構成比が低下。



- 月末時点の各資産の構成比はアラームポイントの範囲内にあるものの、2018年1月の月中には国内債券の構成比がアラームポイントの下限に抵触したため、アラームポイントと乖離許容幅の管理に関する執行部の検討状況を第7回経営委員会（2018年3月14日）で報告。



複数の経営委員より、短期資産を国内債券の一部として整理すべきとの意見

第7回（2018年3月）経営委員会議事録（抜粋）

（高橋理事長）

現在の国内債の代替の部分の投資できるかどうかの状況、それから、今の日本国債に大量に投資してそれがどうなるかという状況を考えますと、場合によっては時間をいただいて戻していくこともあり得るのでは。

（堀江委員）

会計検査院からも、たびたび短期資産を保有していることに対して指摘あり。

ここに挙げた事項はリーズナブルな理由であり、経営委員会として、国内債券の一部として短期資産は認めると議決しておいたほうが良い。

金利想定等が基本ポート策定時と全然違うわけで、それを前提に乖離許容幅の管理だけで十分かそうではない。現在の管理方法では十分ではないと思うので、国内資産の中で、短期資産の位置づけを経営委員会として承認しておいた方が、執行部がやりやすいのでは。

（新井委員）

堀江委員の発言に賛成。国内債券というところにキャッシュも含むと読みかえるのが、今の金利水準を考えると合理的。

（年金局：宮崎課長）

短期資産、国内債券の扱いは、中期目標・中期計画を策定する際に短期資産はゼロ%と国内債券とは分けて設定して、中期計画を策定した経緯があるので、場合によっては中期計画の見直しに関わるのでどういう形がよいのかよく議論、必要に応じて整理する必要があるのでは。

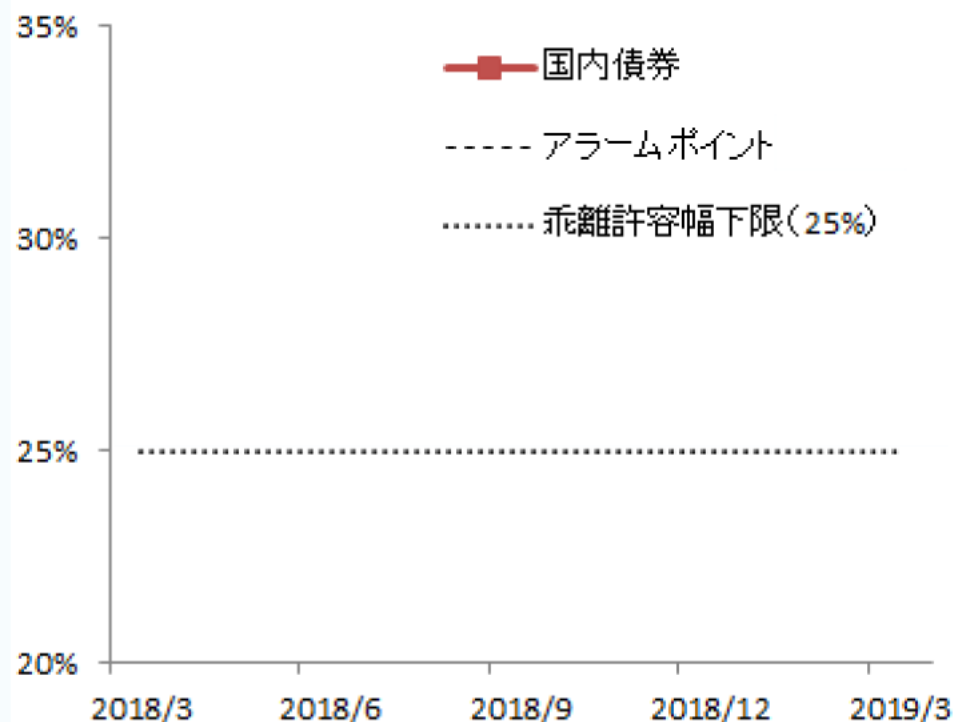
日本国債イールドカーブ（2018年6月末）



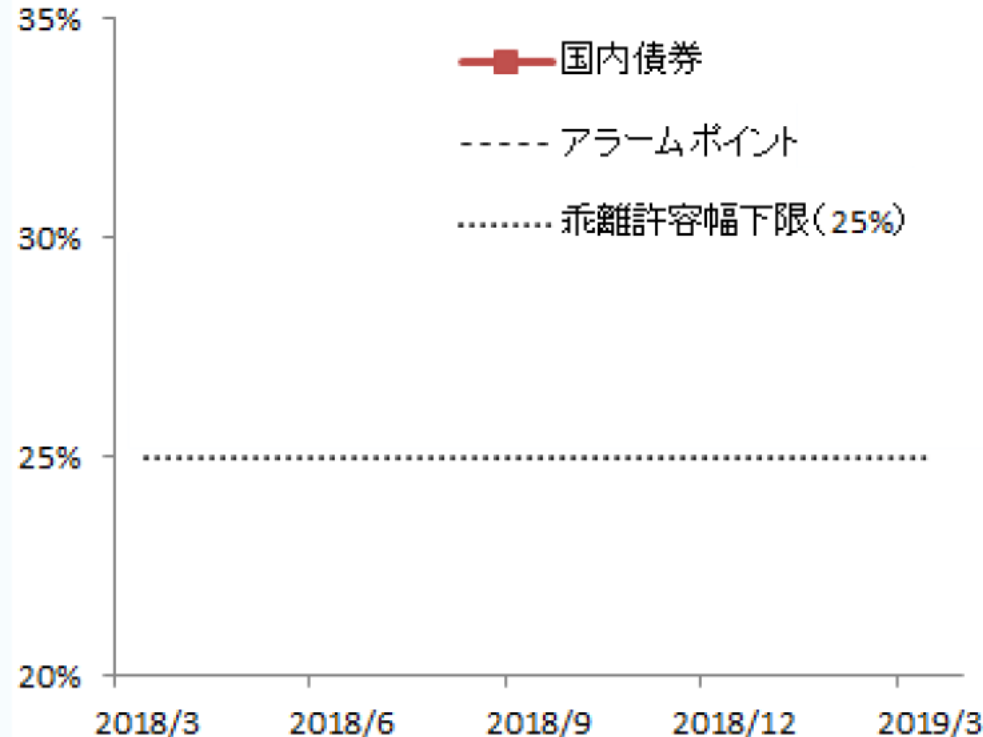
- ・ 5年以下の国債利回りは、日銀当座預金のうち政策金利残高に付利される金利（▲0.1%）よりも低い。
（なお、日銀は2018年4月27日の決定会合で、2%のインフレ目標について、「2019年度頃」としてきた達成時期の目標を撤廃。）

資産構成割合の簡易シミュレーション

<市場基準ケース>



<経済中位ケース>



※2018年3月及び6月は実績値、2018年9月以降は見込値。

※各資産のリターン（年率）は、平成29年度基本ポートフォリオの定期検証時の名目リターン（業務概況書にも記載有）

市場基準ケース：国内債券：1.0%、国内株式：4.1%、外国債券：3.3%、外国株式：7.3%

経済中位ケース：国内債券：1.5%、国内株式：5.5%、外国債券：3.8%、外国株式：7.8%

国内債券の乖離許容幅管理に関する論点

<背景>

○事前の想定と異なるキャッシュフロー

- ・財投債ファンドとキャッシュアウト等対応ファンドで保有する国内債券の償還金と利金は、財政検証で想定されていたキャッシュアウトに充当する予定であったが、厚生年金基金の代行返上等によりキャッシュアウト額の減少またはキャッシュインの状態に。

第7回経営委員会資料10 p.2

○国内債券への再投資の見合わせ

- ・キャッシュアウトに充当する必要のなくなった償還金と利金は、資金構成割合を維持する観点からは国内債券に再投資することとなるが、近時の市場状況等を踏まえ、リスクとリターンを比較検討し、物価連動国債を除き、国内債券への再投資を見合わせ。

第7回経営委員会資料10 p.3

○国内債券比率の漸減

- ・上記に加え、国内外の株式市場の上昇等により、国内債券の資産構成割合は、昨年度末時点でアラームポイントの下限に近づき、この傾向が続けば今年度中に乖離許容幅の下限（25％）に抵触する可能性もある。

<直面している課題>

○国内債券の乖離許容幅下限抵触時の対応

- ・現行のルールでは、各資産の資産構成割合が乖離許容幅に抵触した場合、乖離許容幅の内側に戻す方向でリバランスを行う必要があるが、引き続き国内金利がマイナスまたは極めて低い水準にある環境下において、国内債券の資産構成割合が乖離許容幅の下限に抵触した場合に、機械的に国内債券に投資することを、経済合理性や被保険者の利益の観点からどのように考えるべきか。

国内債券の乖離許容幅管理に関する論点

<論点>

- (1) 仮に市場動向等に変化がない状況で、国内債券の乖離許容幅下限に抵触した場合に
- ① 基本ポートフォリオ管理の原則に従い、機械的にリバランスを行うのか
 - ② 機械的なリバランスは行わず、乖離許容幅下限に抵触することを許容するのか
→経済合理性や被保険者の利益の観点等からどのように考えるか
→国内債券の株式に対する負の相関効果（＝株価下落に対するヘッジ効果）をどう考えるか（短期資産によるヘッジ効果は国内債券に比べて小さい） 等
- (2) 仮に乖離許容幅下限に抵触することを許容とした場合（（1）②）
- ① 基本ポートフォリオを変更し、現行ルールそのものを見直すのか
 - ② 基本ポートフォリオは変更せず、現行ルール下での例外的取扱いとするのか
→国内債券比率が乖離許容幅下限（25％）を下回ることを恒常的に認めるか否か
市況の変化等があれば基本ポートフォリオの資産構成、管理ルールに戻ることを前提とするか等
- (参考) 中期目標期間中における基本ポートフォリオの変更等について
- これまでに中期目標期間中に基本ポートフォリオを変更した例は、過去2度（いずれも第2期中期目標期間（平成22～平成26年度））。
 - ・平成25年 6月：国内債券の割合を67％→60％ 等
 - ・平成26年10月：国内債券の割合を60％→35％ 等
 - また、平成26年度計画において、基本ポートフォリオを変更せず、乖離許容幅について、運用委員会の意見を聴きつつ、弾力的に適用することとした例がある。
 - なお、基本ポートフォリオを変更する場合、中期計画の変更が必要となり、経営委員会での議決のほか、社会保障審議会資金運用部会における諮問答申、財務大臣への協議等の手続きが必要。

国内債券の乖離許容幅管理に関する論点

<論点>

[基本ポートフォリオを変更する場合] ((2) ①)

- 「資産の定義」そのものを変更するのか、「乖離許容幅管理のルール」を変更するのか
 - ・「短期資産を国内債券の一部として整理する」との指摘もあるが、基本ポートフォリオを構成する国内債券の定義を変更するのか、国内債券の乖離許容幅管理のルールとして短期資産も考慮する等の管理ルールの変更をするのか
- この場合、次期基本ポートフォリオ変更の議論との整理をどう考えるか、手続き・タイミング等
- 短期資産の保有目的（流動性の確保）をどう考えるか

[基本ポートフォリオを変更せず、例外的取扱いとして認める場合] ((2) ②)

- キャッシュアウト状況や金利水準等を総合的に勘案した上での例外的な取扱いとして認める場合に、どのような内容とするか。
- 例えば、乖離許容幅の管理の例外として、国内債券・短期資産と合算して国内債券の乖離許容幅内であれば、一時的に国内債券が乖離許容幅の下限に達しても機械的再投資をしない 等
- 機械的再投資をしないにとどめるのか、積極的に国内債券を売却することも認めるのか 等

[その他の論点]

- 金利水準を理由に国内債券への再投資を行わないと整理する場合、国内債券の委託運用部分の再投資の取扱いをどう考えるか