



乖離許容幅管理について（３）

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			
18年7・8月末で国内債券の資産構成割合がアラームポイントの下限を超過したため、その対応方針について報告するもの。 - アラームポイント抵触時の対応については、国内債券のリスクとリターンを比較検討し、運用資産における国内債券の構成比がアラームポイントの下限を下回った場合でも、国内債券への資金配分は原則として行わない方針を継続する。 - また、国内債券の乖離許容幅管理を弾力的に適用することについて、年度計画の変更が議決されたことを受け、アラームポイントについても国内債券と短期資産を合算して管理する方針とし、関連する法人内部の手続きを変更する。			
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。 - 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。 - 第7回経営委員会（18年3月）で国内債券のリスクとリターンを比較検討し、運用資産における国内債券の構成比がアラームポイントの下限を下回った場合でも、国内債券への資金配分は原則として行わない旨、報告を行った。		- 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。		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えた場合には、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。

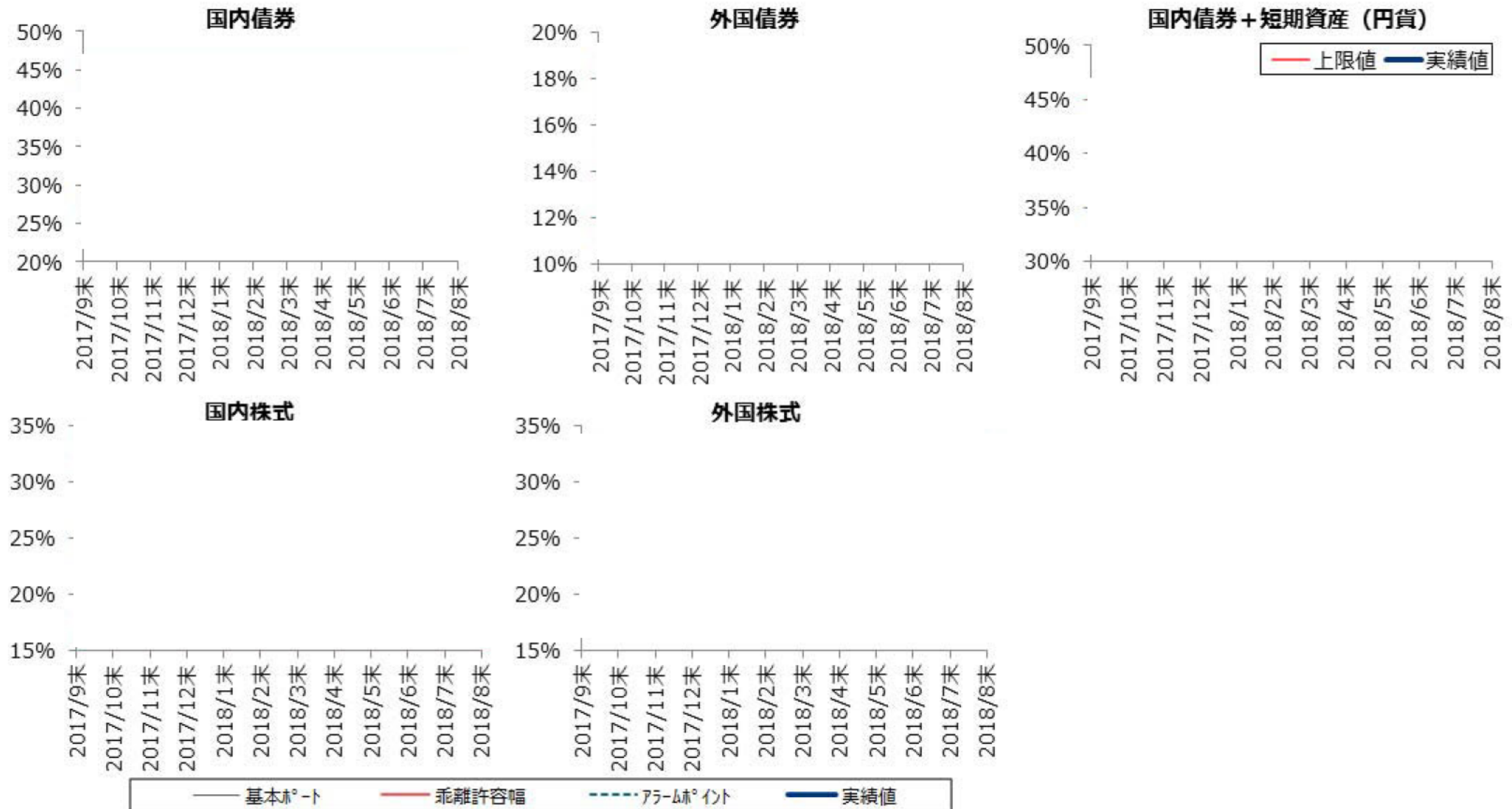


- 月末時点の各資産の構成比はアラームポイントの範囲内にあるものの、18年1月の月中には国内債券の構成比がアラームポイントの下限に抵触したため、アラームポイントと乖離許容幅の管理に関する執行部の検討状況を第7回経営委員会（18年3月14日）で報告。

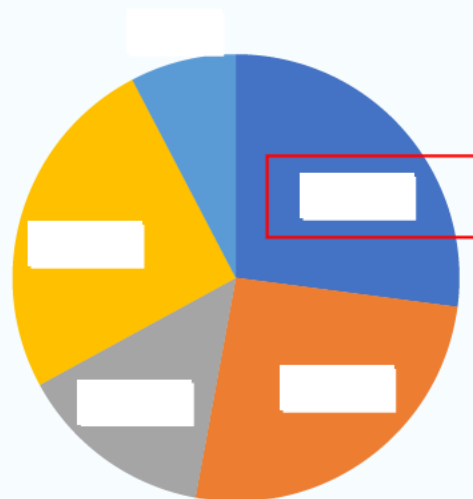


- 国内債券の乖離許容幅の管理に関する論点について、第13回経営委員会（18年7月31日）で審議。

資産構成割合の推移



資産構成割合（18年8月末時点：速報値）



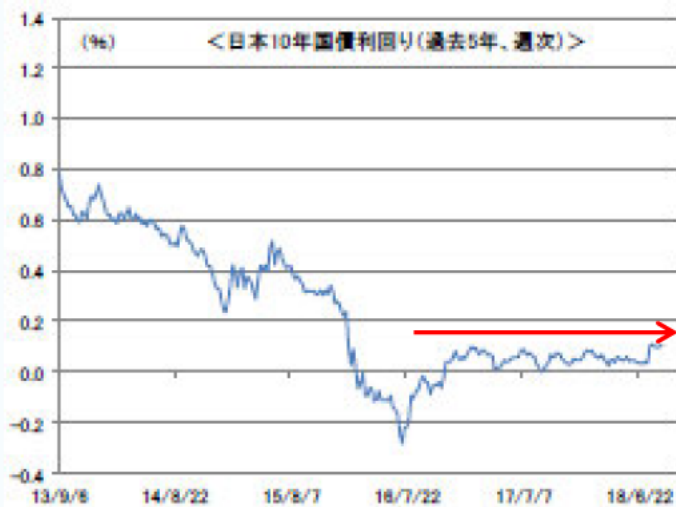
■ 国内債券 ■ 国内株式 ■ 外国債券 ■ 外国株式 ■ 短期資産

<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				

市況環境

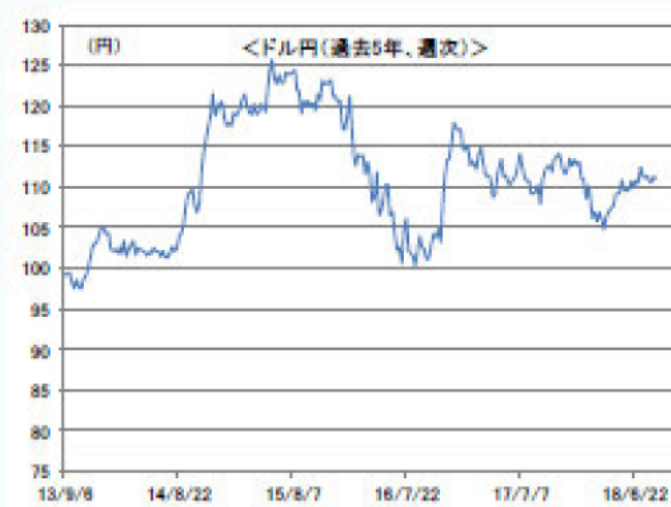
<国内債券>



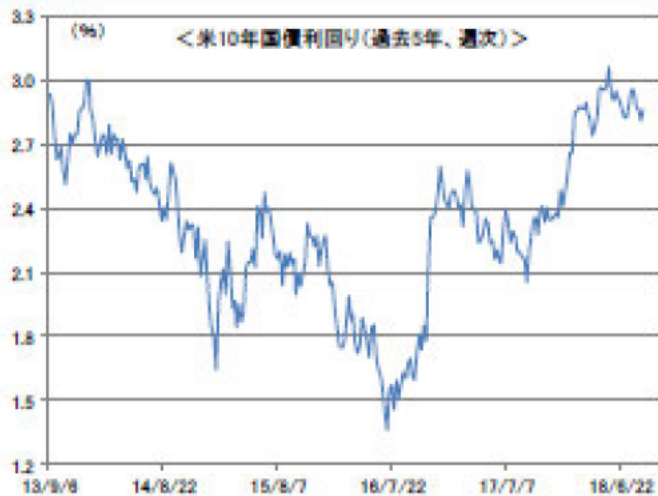
<国内株式>



<為替(ドル円)>



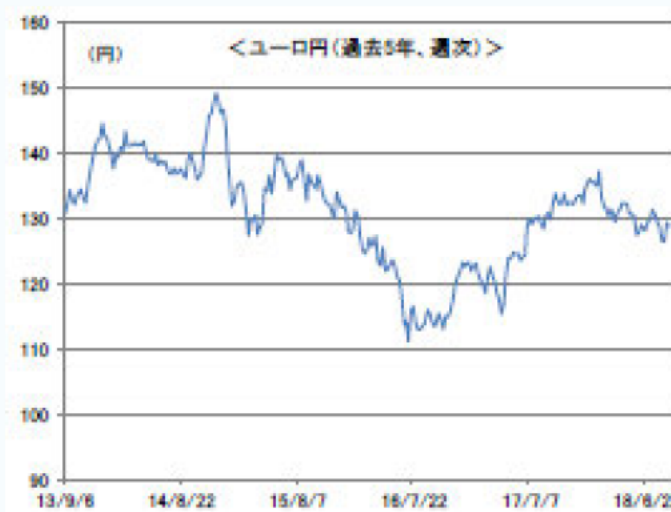
<外国債券>



<外国株式>



<為替(ユーロ円)>



日本銀行による金融政策

2018年7月31日
日本銀行

強力な金融緩和継続のための枠組み強化

1. 日本銀行は、本日、政策委員会・金融政策決定会合において、強力な金融緩和を粘り強く続けていく観点から、政策金利のフォワードガイダンスを導入することにより、「物価安定の目標」の実現に対するコミットメントを強めるとともに、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」の持続性を強化する措置を決定した。

(1) 政策金利のフォワードガイダンス (注1)

日本銀行は、2019年10月に予定されている消費税率引き上げの影響を含めた経済・物価の不確実性を踏まえ、当分の間、現在のきわめて低い長短金利の水準を維持することを想定している。

(2) 長短金利操作（イールドカーブ・コントロール）（賛成7反対2） (注2)

次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針は、以下のとおりとする。

短期金利：日本銀行当座預金のうち政策金利残高に▲0.1%のマイナス金利を適用する。

長期金利：10年物国債金利がゼロ%程度で推移するよう、長期国債の買入れを行う。その際、金利は、経済・物価情勢等に応じて上下にある程度変動しうるものとし¹、買入れ額については、保有残高の増加額年間約80兆円をめどとしつつ、弾力的な買入れを実施する。

＜黒田総裁7/31会見＞

なお長期金利の変動幅についてはイールドカーブ・コントロール導入後の金利変動幅、おおむねプラスマイナス0.1%の幅から、上下その倍程度に変動しうることを念頭に置いています。もっとも金利が急速に上昇する場合には、迅速かつ適切に国債買い入れを実施する方針であり、金利水準が切り上がっていくことを想定しているものではありません。

¹ 金利が急速に上昇する場合には、迅速かつ適切に国債買い入れを実施する。

直近の日本国債の値動き（左10年債・右イールドカーブ）

- ・ 日銀の金融政策決定会合（7/31）前後、市場のボラティリティが上昇し、利回り上昇圧力が高まったが、現時点での上昇幅は限定的。
- ・ 短～中期債の国債利回りについては、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。

みずほ総研レポート（8/2）

- ・ 消費増税の日本の景気に対する影響を見極めるためには、増税後、半年から1年程度の期間が必要になると想定される。フォワードガイダンスによる金融政策の出口論を封じる効果から、短期金利・長期金利両面に低下圧力が掛かり続けることが想定される。
- ・ 一方で、10年国債の変動幅について、「経済・物価上昇に応じてある程度変動しうる」とされていることから、やや長い目でみれば、徐々に10年利回りは0%を上振れていくだろう。

平成30年度短期資産残高の見通し（18/8/15時点）

（単位：億円）

	GPIF・短期資産											
	キャッシュアウト				キャッシュイン					短期資産ファンド残高		
	寄託金償還	国庫納付	経費支払	計	寄託金受入	COF	財投債	その他	計	キャッシュアウト待機資金	リバランス資金	外貨建て短期資産
4月												
5月												
6月												82,528
7月												
8月												
9月												103,285
10月												
11月												
12月												97,479
1月												
2月												
3月												95,674
計	12,646	11,655	506	① 24,807	② 16,283	27,541	172	9	③ 44,005			

平成30年度は、対年金特別会計では ▲ 8,525億円 のキャッシュアウトとなる見込み(②-①)

財投債及びキャッシュアウト対応ファンドの満期償還金・利金を合わせると +19,198億円 のキャッシュインとなる見込み(③-①)

国内債券のアラームポイント抵触時の対応

<第7回経営委員会 報告事項>

- 国内債券のリスクとリターンを比較検討し、運用資産における国内債券の構成比がアラームポイントの下限を下回った場合でも、国内債券への資金配分は原則として行わない。



- アラームポイント抵触時の対応については、第7回経営委員会報告事項の方針を継続する。
- また、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、国内債券の乖離許容幅管理を弾力的に適用することについて、年度計画の変更が議決されたことを受け、アラームポイントについても国内債券と短期資産を合算して管理する方針とし、関連する法人内部の手続きを変更する。

参考資料

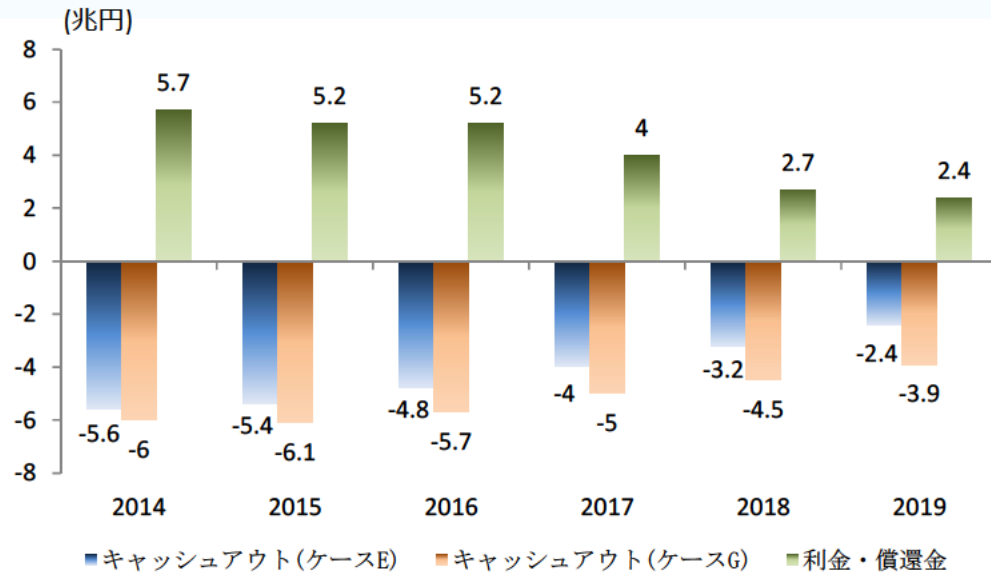
乖離許容幅管理について

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	

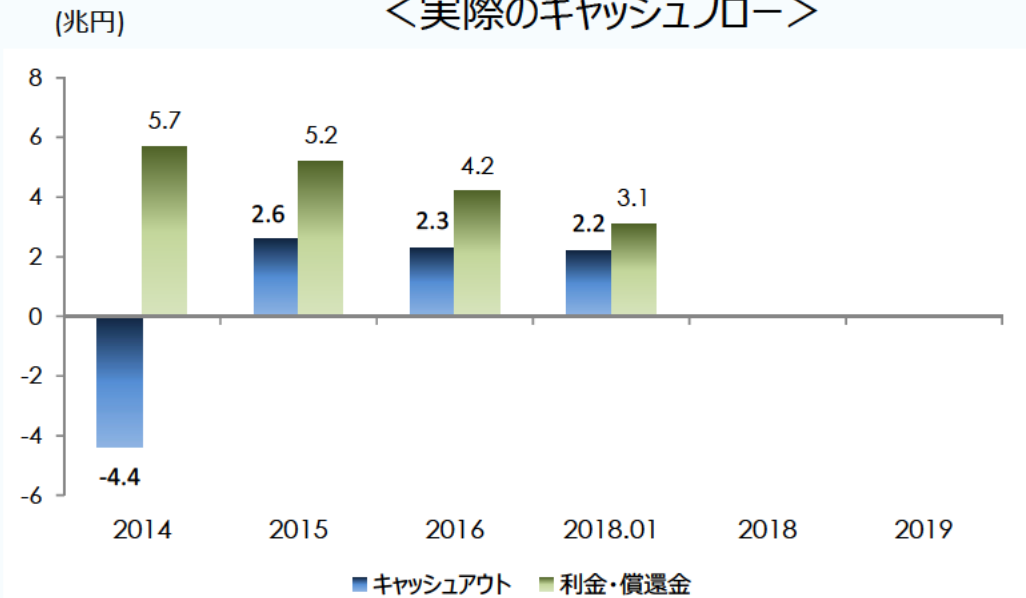
キャッシュアウトの状況

- 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＞



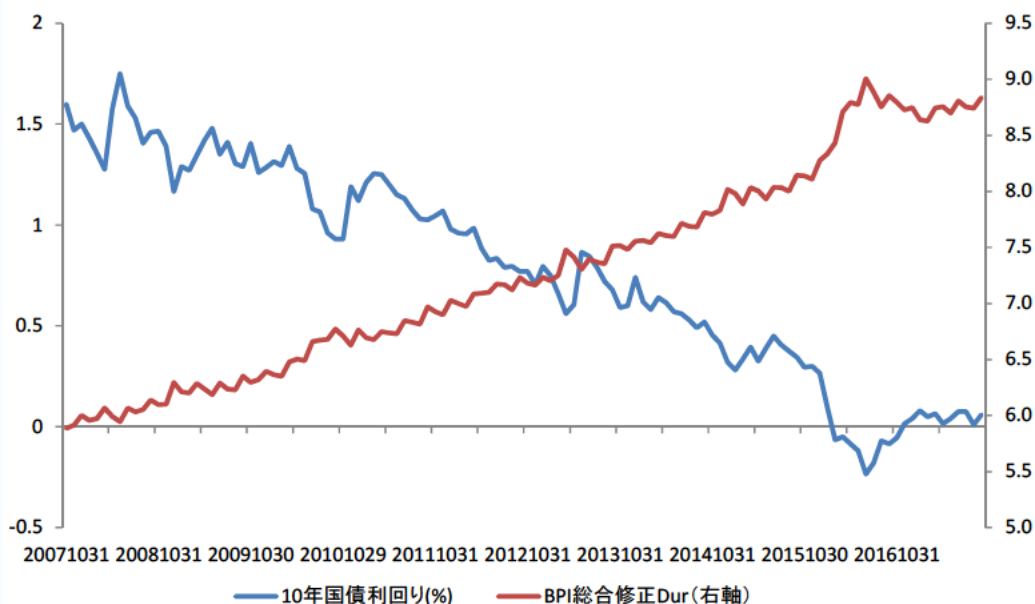
＜実際のキャッシュフロー＞



国内債券の金利リスク（１）

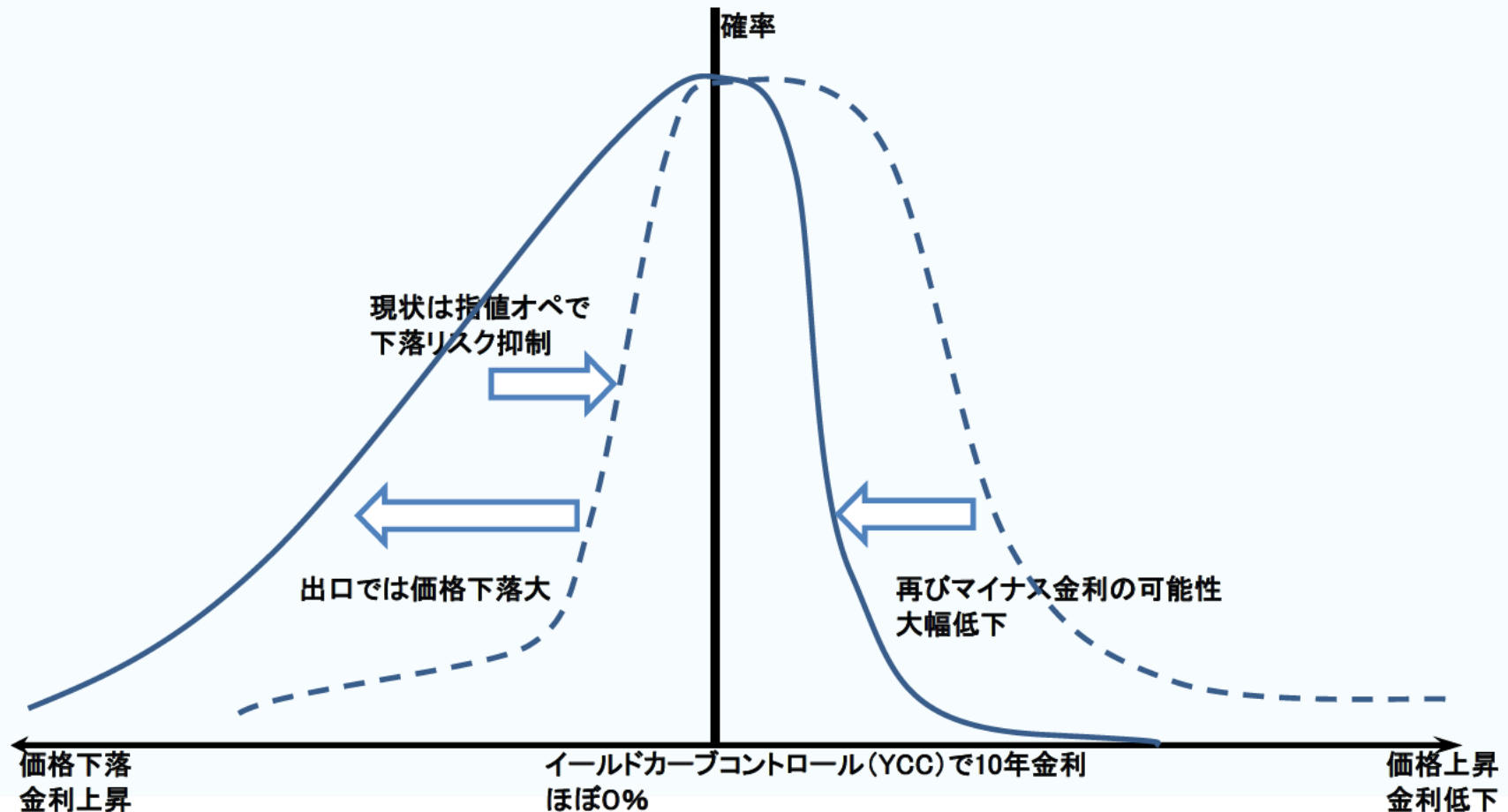
- キャッシュアウトに充当する必要のなくなった償還金と利金については、資産構成割合を維持する観点からは国内債券に再投資することとなるが、
スクとリターンを比較検討した結果、物価
連動国債を除き、国内債券への再投資は見合わせてきた。

＜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）

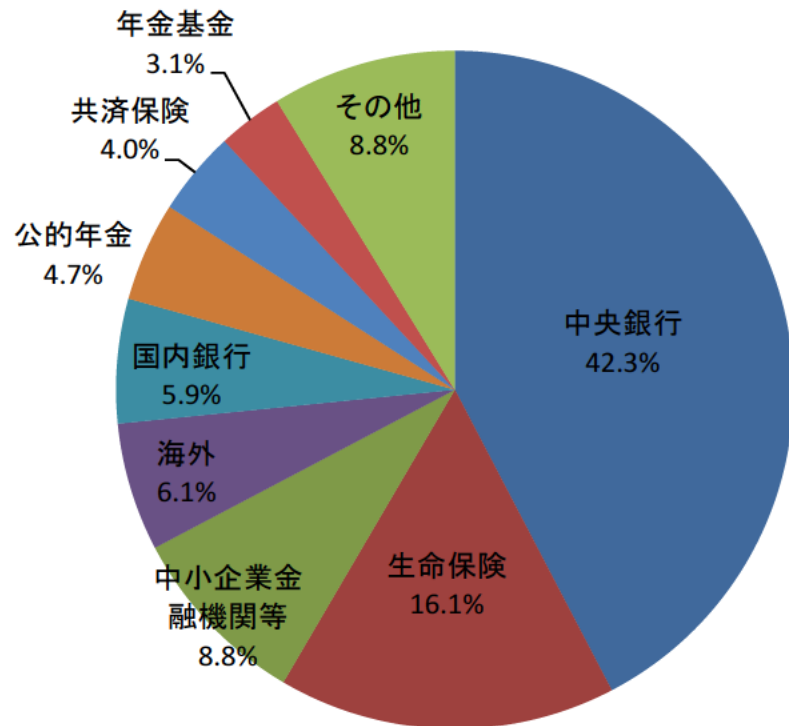
- 日本国債の期待リターンの分布は、正規分布ではなく、価格下落（金利上昇）方向に歪んでいる可能性。
- 現在は、日本銀行のイールド・カーブ・コントロールにおける指値オペで価格下落（金利上昇）を防いでいるが、2%のインフレ目標が達成され、金融政策が引き締めへ転じれば、価格下落（金利上昇）に歯止めがかからない可能性も。



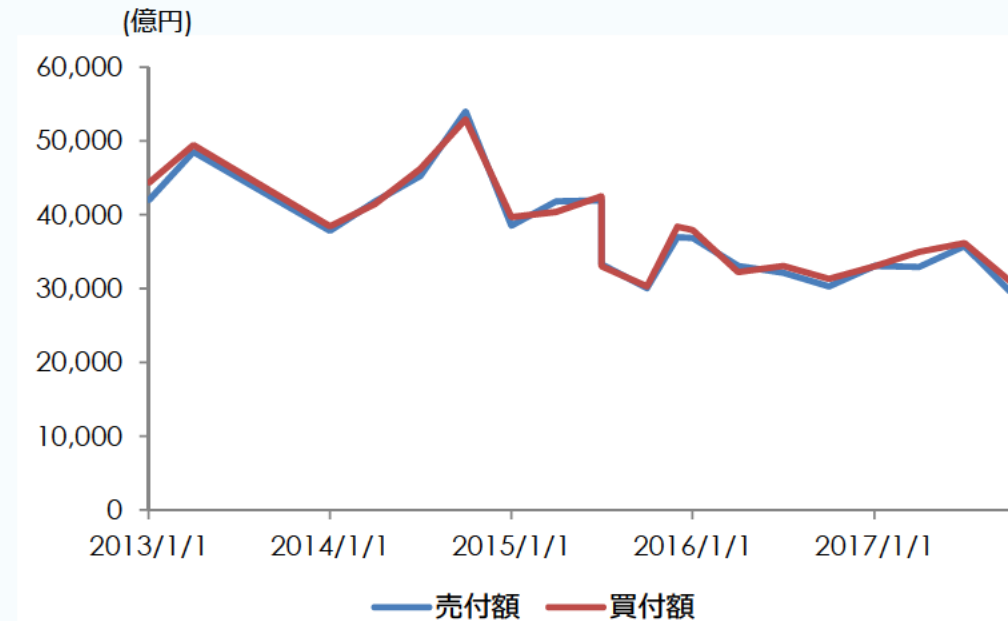
国内債券の流動性リスク（１）

- 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.

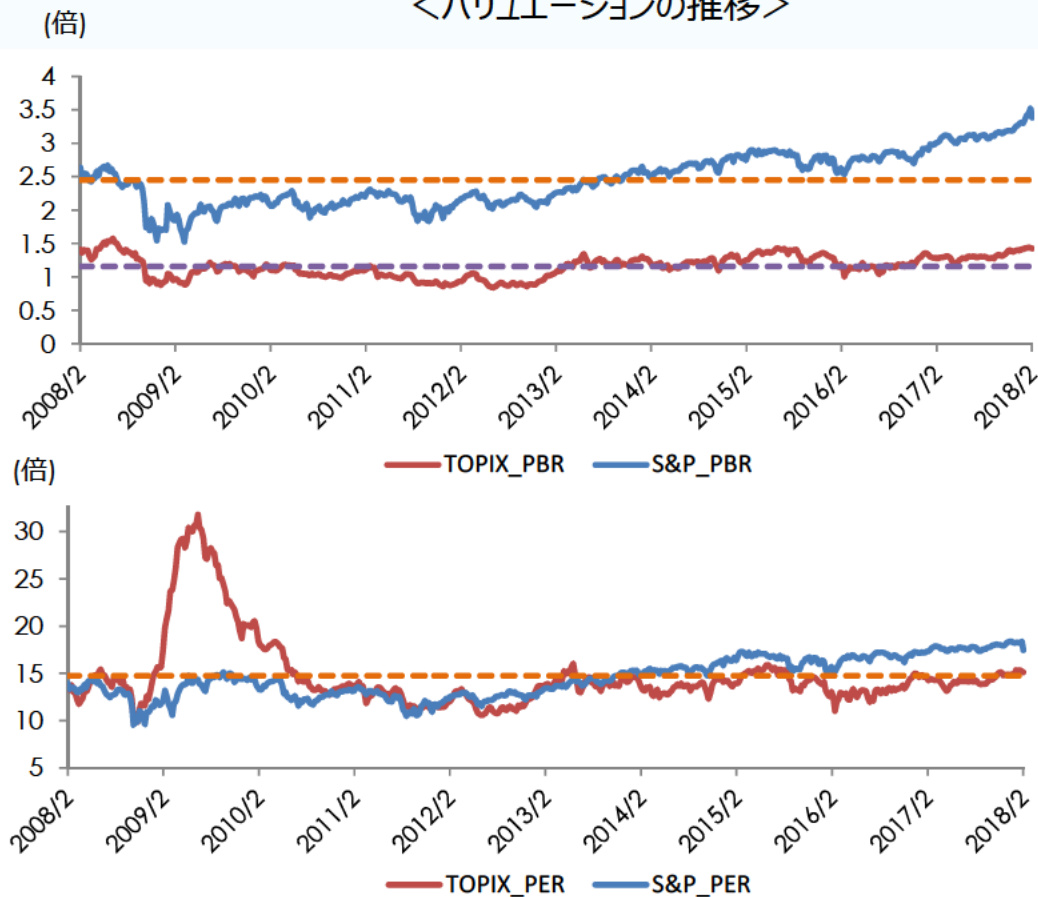
財務省への書簡（2017年9月1日）

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。

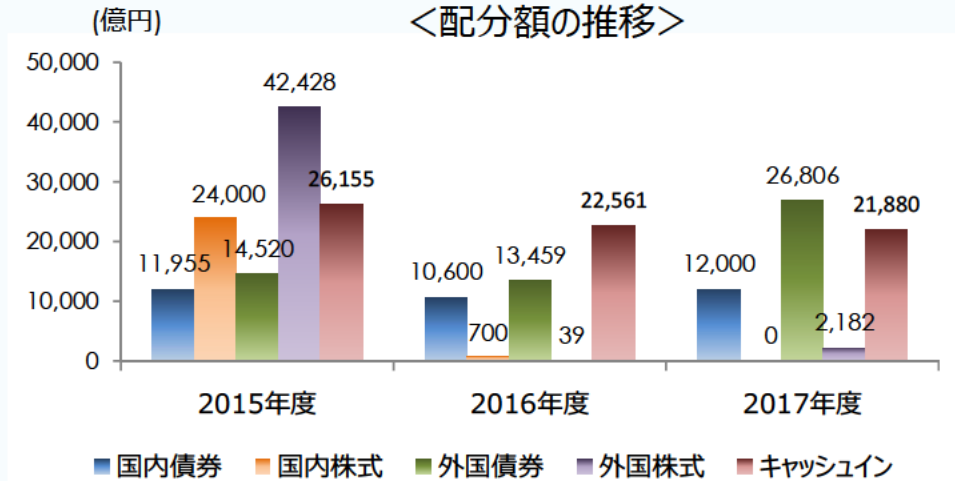
<https://www.nbim.no/en/transparency/submissions-to-ministry/2017/bonds-in-the-government-pension-fund-global/>

国内債券以外の資産への再投資

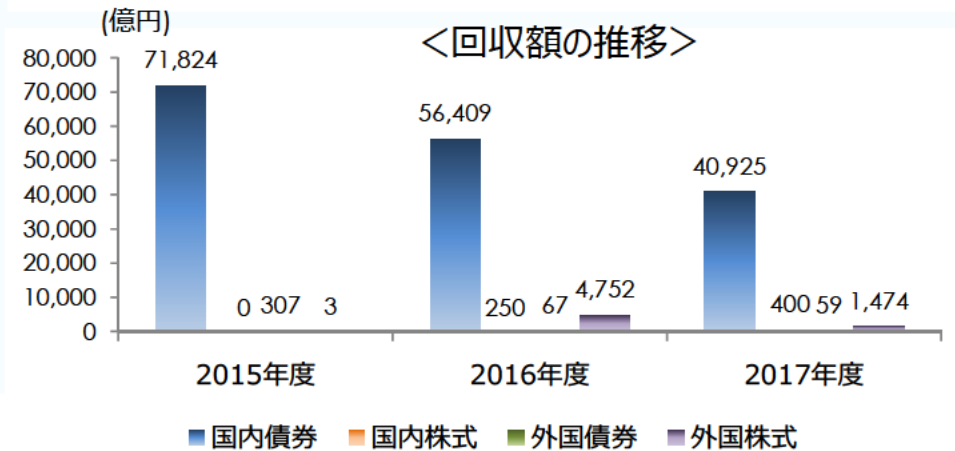
＜バリュエーションの推移＞



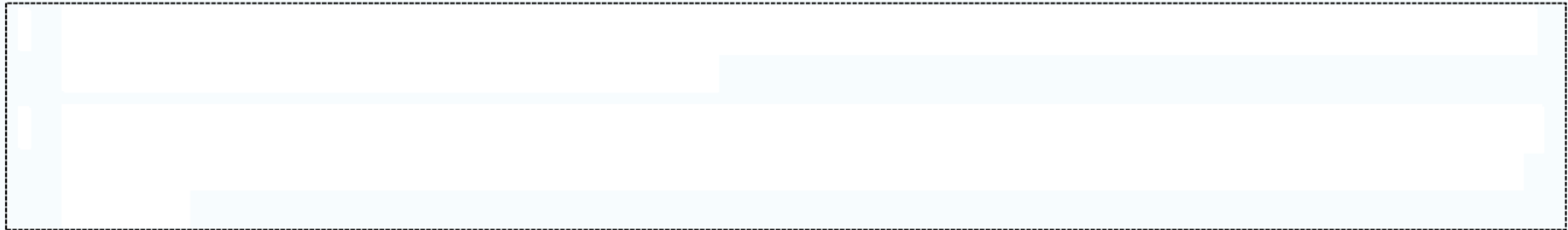
＜配分額の推移＞



＜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えた場合には、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と思うではない。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。

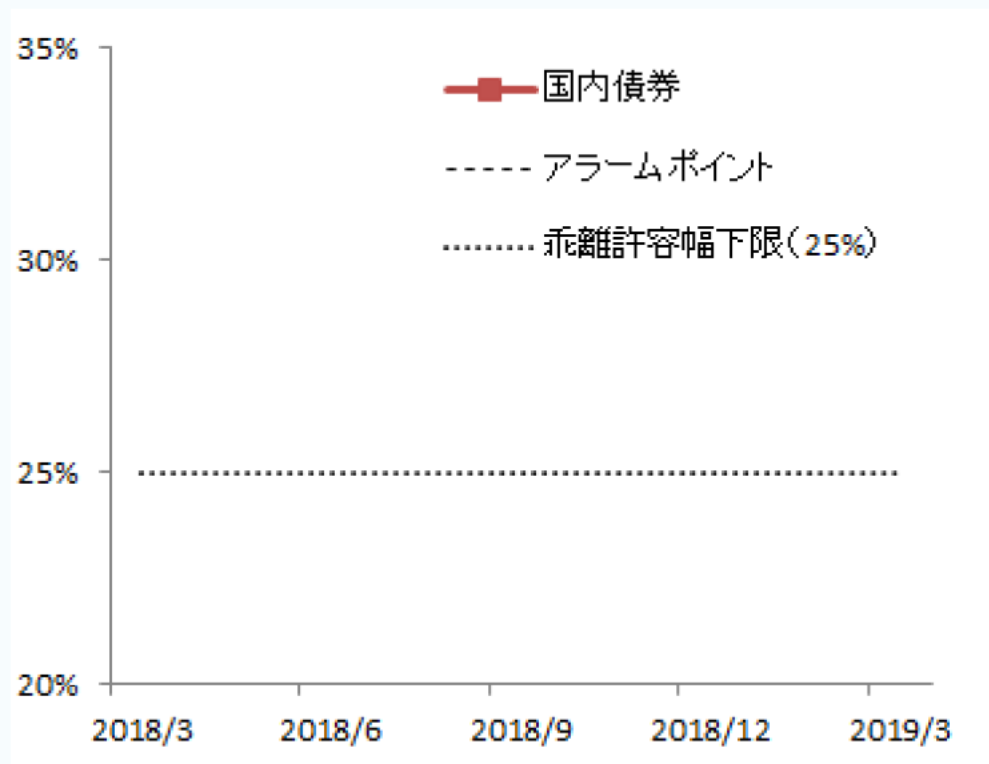
日本国債イールドカーブ（2018年6月末）



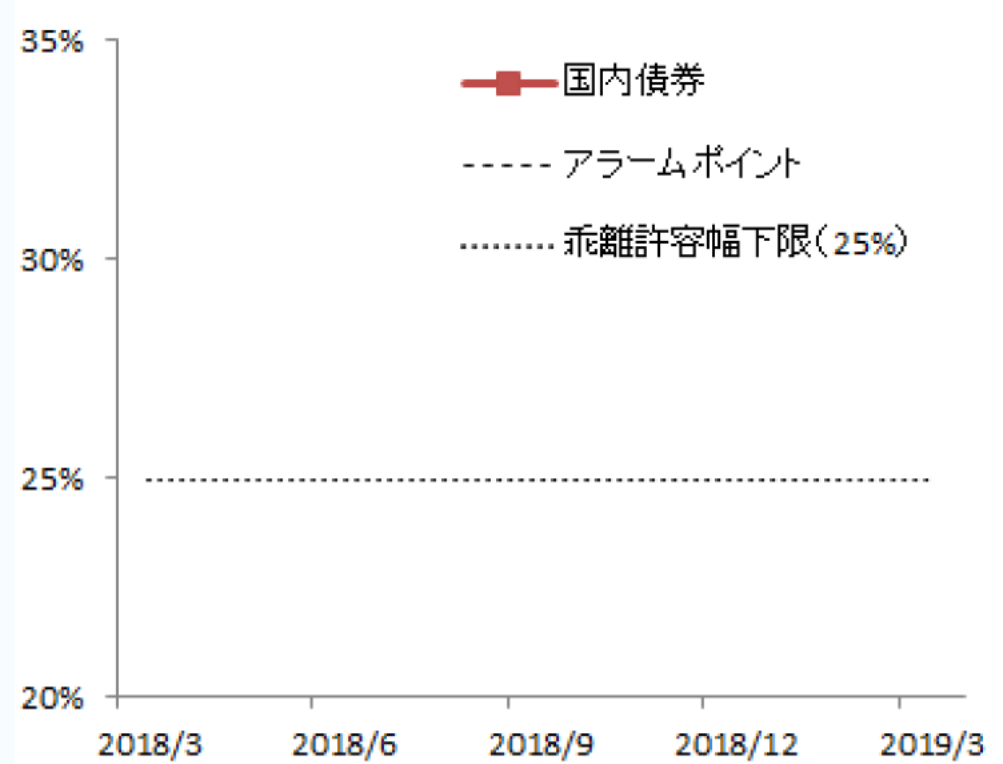
- ・ 5年以下の国債利回りは、日銀当座預金のうち政策金利残高に付利される金利（▲0.1%）よりも低い。
（なお、日銀は2018年4月27日の決定会合で、2%のインフレ目標について、「2019年度頃」としてきた達成時期の目標を撤廃。）

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

基本ポートフォリオとの乖離に係る諸管理について

第1 乖離許容幅の遵守管理

2. アラームポイント超過状態の対応

- (1) 運用リスク管理室は、資産構成割合がアラームポイント超過状態にあたるかどうか確認する。ここでの資産構成割合は、即時取得の観点から、国内債券、国内株式、外国債券及び外国株式についてはGPDRにて取得する速報値をもととし、短期資産について取得した関連情報をもとに算出したものとする。
- (2) 運用リスク管理室は、アラームポイント超過状態であると判断した場合は、当日中に、理事長、両理事、監査委員、審議役及び部長級の職員（以下「関係役職員」という。）に報告する。
- (3) 投資委員会の委員長は、当月内のできる限り速やかな時期に投資委員会を開催し、当面の対応方針について決定する。
- (4) 投資委員会における審議・決定事項については、（3）の投資委員会以降で最も早く開催される経営委員会に報告する。