

内外区分の撤廃について ～ 資産区分を設ける意義（理念）

● 基本ポートフォリオにおける資産区分の基本的な考え方

- **資産運用の結果の90%程度**がポートフォリオの構成比率で説明されるといわれており、ポートフォリオを構成する資産区分の整理は非常に重要
- 基本ポートフォリオの策定にあたっては、分散投資により、運用目標をできるだけ低いリスクで達成できるよう資産の組み合わせを決定する
- 分散投資の効果を高めるためには、リターンの源泉が異なっていること、リスク特性が異なっていること、各資産間の相関が低いなどの観点から異なる資産を組み合わせることが一般的

● これまでの資産区分の位置付けに関する整理

① 運用対象資産

- リスクに見合った収益率が期待でき、流動性に問題がないと考えられる資産であって、その特性に関する情報が十分に開示されているもの。市場の規模、データ有無等の考慮も必要

② 各資産の位置付け

- 国内債券：債券は確定利付きであり、元本保証があるという意味で、安全確実を目指す運用対象
- 外国債券：外国債の投資収益率は長期的には国内債と同等になる。一方、積立金の規模が巨額であることを考慮すると、国内債券市場への影響を回避できる効果大きい
- 国内株式・外国株式：経済の成長と大きな関わりがあり、インフレに対するヘッジ機能も期待されるもの。時間分散の効果が高く、高いリターンを目指す運用対象

PTとしての理念

- **相関の高い資産**
 - **（リターンが期待できない資産）**
- を資産区分として設けることには意味がない**

内外区分の撤廃について ～ 現状の課題

株式の内外区分撤廃を検討している背景

- 企業活動や資本移動の国際化によって、内外株式の相関が高くなっていることを考慮すると、**内外区分を維持する意義はなくなっている**
- 日本と海外の区分があることで、**日本固有のリスクイベント**に対する影響が大きい
- 国内株式と外国株式はリスク特性が似通っており、多少の数値のずれによって最適な資産構成割合が**大きく変化**してしまう
- 実際、国内株式と外国株式の期待リターンの差が大きくなる中、目標を達成するための資産構成比率を試算すると、**国内株式の比率がゼロ**になるケースもある

債券の内外区分撤廃を検討している背景（撤廃に賛成する意見と反対する意見がある）

- 年金給付は円ベースで行われるものであり、安全確実かつ負債との連動性が高い国内債券を資産区分として設けることは一定の合理性があるものの、**一国の金融政策に過度に依存している**
- 国内債券の分散投資効果は、金利環境が正常的であれば有効性が高いものの、金利が限界的に低い中、株式に対するリスクオフセット効果は外国債券に頼らざるを得ない
- 国内債券は**安全資産としての位置付けが失われつつある**
- 国内債券にはリスクの**アンカー**としての役割があり、資産区分を撤廃すると為替リスクの上限が不明瞭となり、基本ポートのリスクが増大する懸念がある(撤廃反対)
- 国内債券の期待リターンが減少している中、目標を達成するための資産構成比率を試算すると**国内債券の比率がゼロ**になるケースもある

**基本ポートフォリオの規範性、安定性、効率性を維持・向上する上で
今後も資産区分として内外区分を設けることに疑義が生じている**

内外区分の撤廃について ～ 撤廃によるメリット・デメリット

	株式における内外区分の撤廃	債券における内外区分の撤廃
メリット	- リスク・相関特性の同じ資産を統合することで基本ポートフォリオの策定プロセスの改善が図られる - 金融政策の正常化に伴い、市場の不透明性が高まることが予想される中、国内債券と短期資産の乖離許容幅を合算したような弾力的な対応を、束縛するような事態を回避できる - 最適化の課題を軽減できる 【区分撤廃後の各資産の比率が時価総額加重でない場合】 - 市場から投資戦略が読まれにくい 【区分撤廃後の各資産の比率が時価総額加重の場合】 - 時価総額比率まで日本株式を引き下げた場合、長期的な国内株式市場への影響の最小化が期待できる（本格的なキャシュアウト局面における資産の売却時） - 日本固有のリスクイベントへの影響を軽減できる	- 金融政策の正常化に伴い、市場の不透明性が高まることが予想される中、国内債券と短期資産の乖離許容幅を合算したような弾力的な対応を、束縛するような事態を回避できる - 最適化の課題を軽減できる 【区分撤廃後の各資産の比率が時価総額加重でない場合】 - 市場から投資戦略が読まれにくい 【区分撤廃後の各資産の比率が時価総額加重の場合】 - 日本固有のリスクイベントへの影響を軽減できる
デメリット	- モデルポートフォリオへ影響をきたす 【区分撤廃後の各資産の比率が時価総額加重でない場合】 - 日本・外国株をどれだけ保有するのかが分かりにくい 【区分撤廃後の各資産の比率が時価総額加重の場合】 - 為替のリスク量が増大する懸念 - 日本株式の現在保有比率は、市場時価総額ベース（日本株式8%）との乖離が大きい。時価総額比率まで日本株を引き下げる場合、売却に相当の時間とインパクトを要する - 国内株式を売却するために区分を撤廃したと市場参加者が予想し、市場に影響を与える懸念	- モデルポートフォリオへの影響をきたす 【区分撤廃後の各資産の比率が時価総額加重でない場合】 - 日本・外国国債をどれだけ保有するのかが分かりにくい 【区分撤廃後の各資産の比率が時価総額加重の場合】 - 為替のリスク量が増大する懸念