



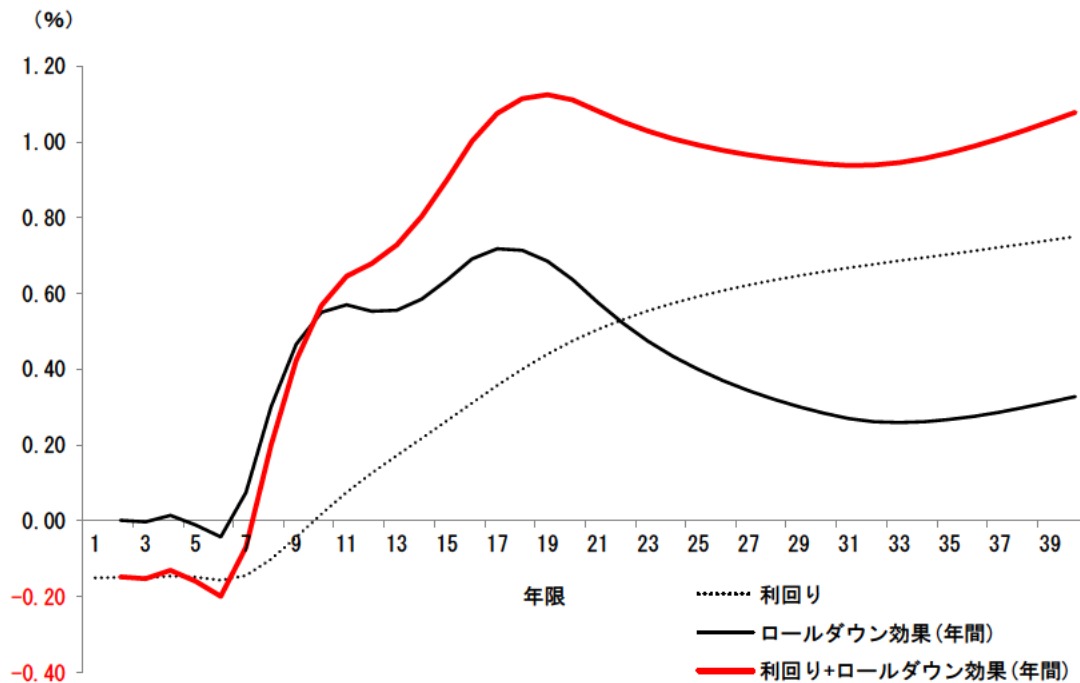
国内債券運用の在り方について

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 国内債券運用とその代替運用の在り方に関するこれまでの対応状況と今後の方針を報告。			
バックグラウンド - リスク（VaR）の約7割は株式、約3割は為替が占め、それらと負の相関がある国内債券については、10年以下の利回りがマイナスとなっており、市場ベンチマークに沿った機械的な投資は、受益者の利益とならない可能性。 - 外国債券については、為替ヘッジを行った場合には、国内外の株式と負の相関を持つ。		フィードバック期間及び検証方法 - フィードバック期間：運用リスク管理委員会で確認。 - 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 - 国内債券の代替運用の在り方について、次回以降の経営委員会で審議。 ①為替ヘッジ付き外国債券の資産区分の在り方 ②米国住宅ローン担保証券(MBS)の先渡（TBA）取引		便益及びリスク - 便益：ポートフォリオ全体に対するリスク削減効果。 - リスク：国内金利上昇時における損失。	
		KPI 国内債券の資産配分効果。	
		その他 なし	

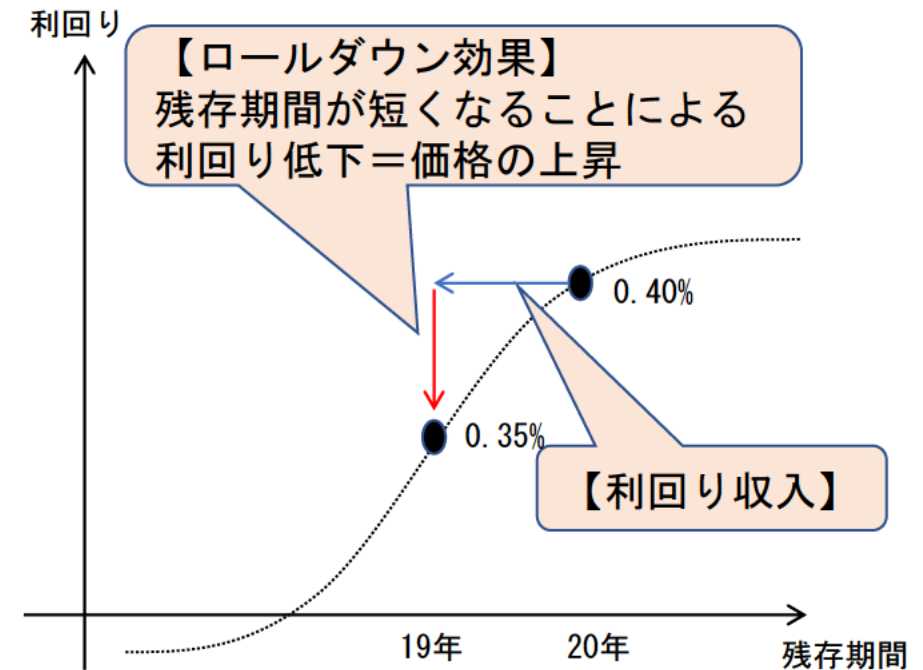
国内債券市場の動向（１）

- 国内債券市場の大半を占める国債については、10年以下の利回りがマイナスとなっており、市場ベンチマークに沿った機械的な投資は、受益者の利益とならない可能性。
- 一方、日本銀行は、10年国債利回りを0.2%以下とする金融政策（イールドカーブ・コントロール）を実施しており、こうした状況下においては、超長期国債への投資は、表面的な利回り以上の収益（ロールダウン収益）をもたらす。

＜日本国債のイールドカーブとロールダウン効果＞



＜ロールダウン効果の説明＞



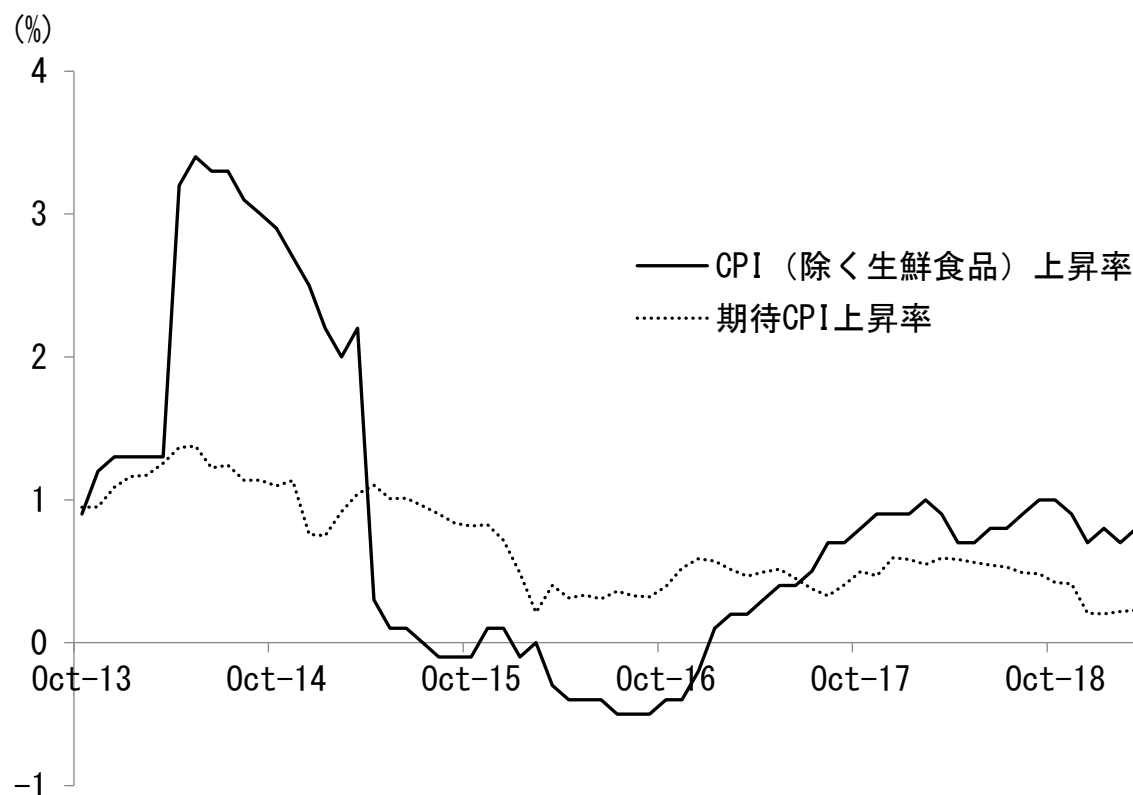
※上記データは2019年3月5日時点。1～40年債の利回り・修正Dur（マイナス利回りの年限は年限＝修正Durと仮定）を基に、1年間のロールダウン効果を算出。

例. 現時点における5年債の利回りが2.0%、4年債の利回りが1.8%、4年債のデュレーションが3.5年とすると、5年債の1年間のロールダウン効果は $(2.0\% - 1.8\%) \times 3.5年 = 0.7\%$ 。

国内債券市場の動向（２）

- 消費者物価指数（CPI）は、日本銀行の政策目標である2%を下回って推移しており、今後も、帰属家賃の下落等の構造的な要因に加えて、幼児教育の無償化や携帯電話料金の引下げ等の一時的な要因もあり、低位で推移する見込み。このため、イールドカーブ・コントロールも長期化する可能性。

<CPI（除く生鮮食品）上昇率と期待CPI上昇率※の推移>



※物価連動国債市場が想定する今後10年間のCPI（除く生鮮食品）上昇率の平均。

株式のヘッジ効果

- 超長期国債は、相対的に高い利回りとロールダウン効果に加えて、株式のヘッジ効果も高い。
- 外国債券については、為替をヘッジした場合には、株式のヘッジ効果がある。

資産	ベンチマーク	標準偏差	対国内株式		対外国株式	
			相関係数	感応度※	相関係数	感応度※
国内債券	BPI「除くABS」	1.75%	-0.48	-0.05	-0.41	-0.05
	BPI国債	1.95%	-0.47	-0.06	-0.41	-0.05
	BPI国債（11年以上）	4.35%	-0.43	-0.12	-0.37	-0.11
外国債券	WGBI除く日本（為替ヘッジなし）	7.89%	0.59	0.31	0.74	0.39
	WGBI除く日本（為替ヘッジあり）	3.38%	-0.33	-0.07	-0.26	-0.06
国内株式	TOPIX（配当込み）	15.30%	1.00	1.00	0.88	0.89
外国株式	MSCI ACWI（除く日本）	15.10%	0.88	0.87	1.00	1.00

※感応度は、対株式の相関係数と債券の標準偏差との積を株式の標準偏差で除したもので、株式リターンが1%変化した時の変化率を示す。

※過去5年（2014年4月～2019年3月）の月次リターンを用いて算出。

これまでの対応状況と今後の方針

＜これまでの状況＞

- キャッシュアウト等対応ファンドの償還金と利金のうち、キャッシュアウトに充当する必要がなくなった資金について、国内超長期国債に再投資。
- また、市場規模が大きく流動性の高い外国債券についても、為替をヘッジした上で投資（2019年3月末の投資実績は、米ドルヘッジ付き米国債が5,900億円、ユーロヘッジ付き欧州国債が6,700億円）。



＜今後の方針＞

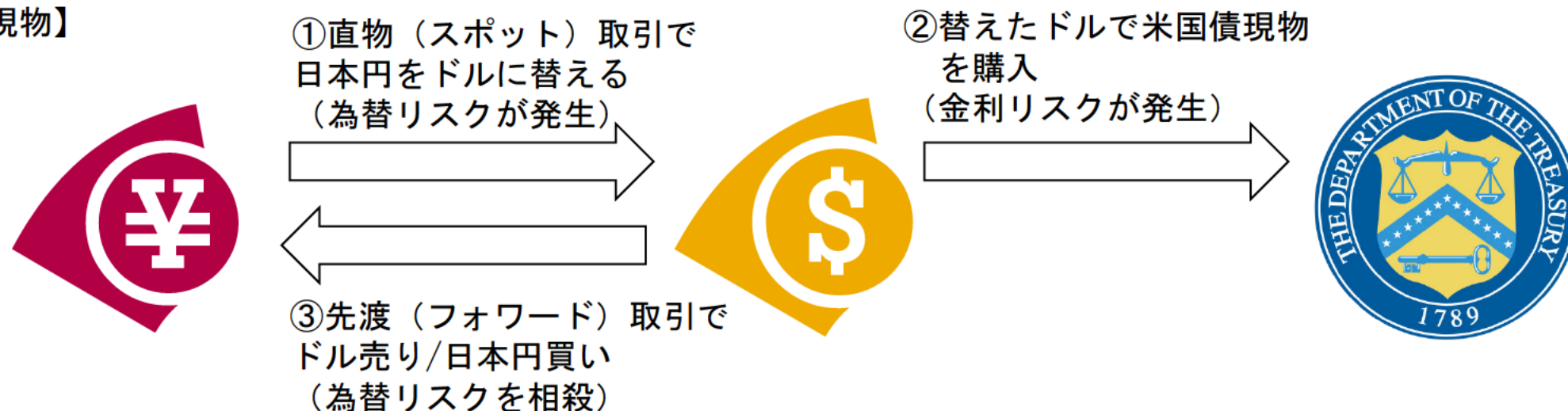
- 国内超長期国債への再投資を継続。
- 為替ヘッジ付き外国債券については、米ドルのヘッジコストが上昇しているため、米国債について債券先物による代替運用を準備中（第17回経営委員会（2018年12月17日開催）に報告）。
- さらに、米国債と同等の市場規模と流動性がある一方、利回りの高い米国住宅ローン担保証券（MBS）についても、為替リスクをヘッジした上で投資を検討中。為替ヘッジにおいては、MBS市場特有の先渡（TBA）取引により、米国債における債券先物による代替運用と同様の経済効果を得る予定（今後の経営委員会で審議）。
- 債券先物による代替運用やTBA取引によるMBSを含めた、広義の為替ヘッジ付き外国債券については、現在の基本ポートフォリオの枠組みでは外国債券に区分されるが、リスク・リターン特性上は国内債券に近いため、資産区分の変更についても検討する予定（今後の経営委員会で審議）。

米ドルヘッジ付き米国債投資における債券先物の活用

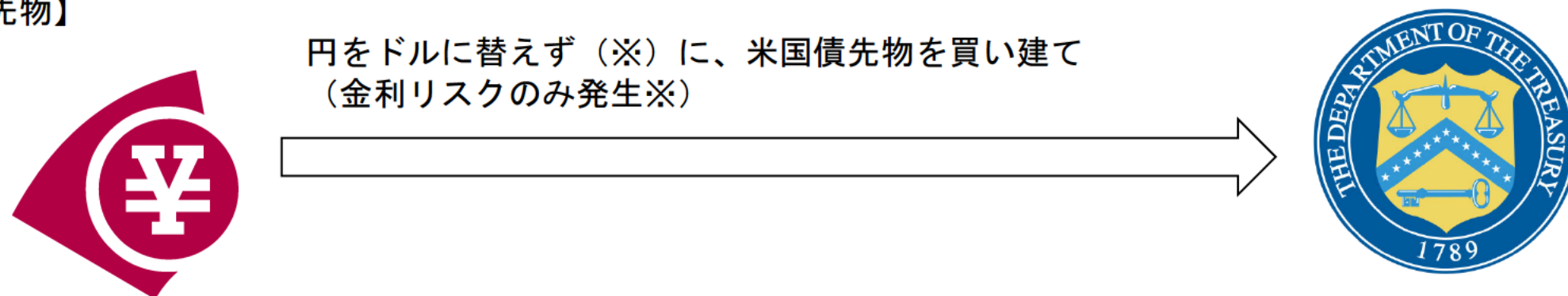
- 米国債現物に投資して為替フォワード取引を実施する代わりに、米国債先物に投資することで、ベースコストを削減しつつ、同じ経済効果を楽しむ。

<現物⇄先物の比較図>

【現物】



【先物】



※正確には、先物取引に係る証拠金の分については、円をドルに替えてその証拠金の分だけ為替ヘッジを行う。なお、残りの円は日本の短期国債等で運用。

TBA取引によるMBS投資

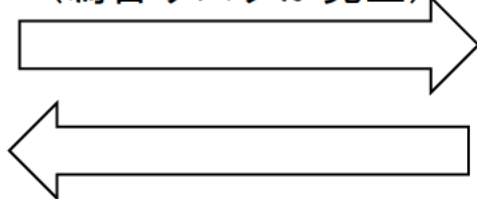
- 住宅ローン担保証券（MBS）に投資して為替フォワード取引を実施する代わりに、TBA(先渡)取引を行うことで、ベースコストを削減しつつ、同じ経済効果を楽しむ。

<現物⇔TBA(先渡)の比較図>

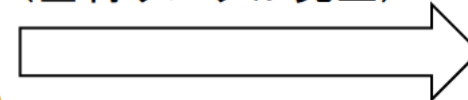
【現物】



①直物（スポット）取引で
日本円をドルに替える
（為替リスクが発生）



②替えたドルで住宅ローン担保証券（MBS）
を購入
（金利リスクが発生）



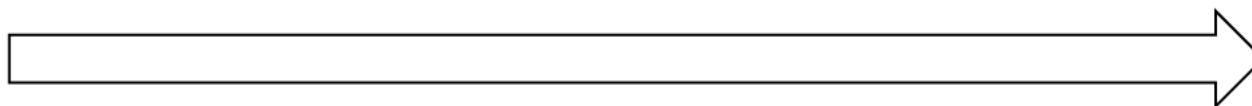
etc.

③先渡（フォワード）取引で
ドル売り/日本円買い
（為替リスクを相殺）

【TBA(先渡)】



円をドルに替えず（※）に、TBA(先渡)取引を行う
（金利リスクのみ発生※）



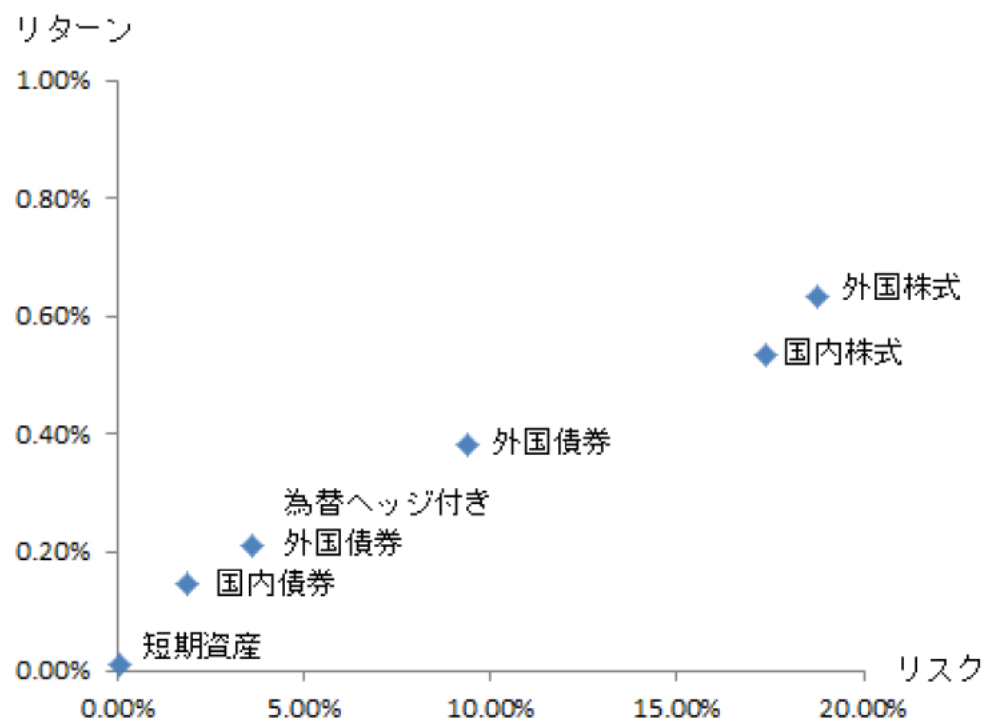
etc.

※正確には、TBA(先渡)取引に係る決済資金の分については、円をドルに替えてその
決済資金の分だけ為替ヘッジを行う。なお、残りの円は日本の短期国債等で運用。

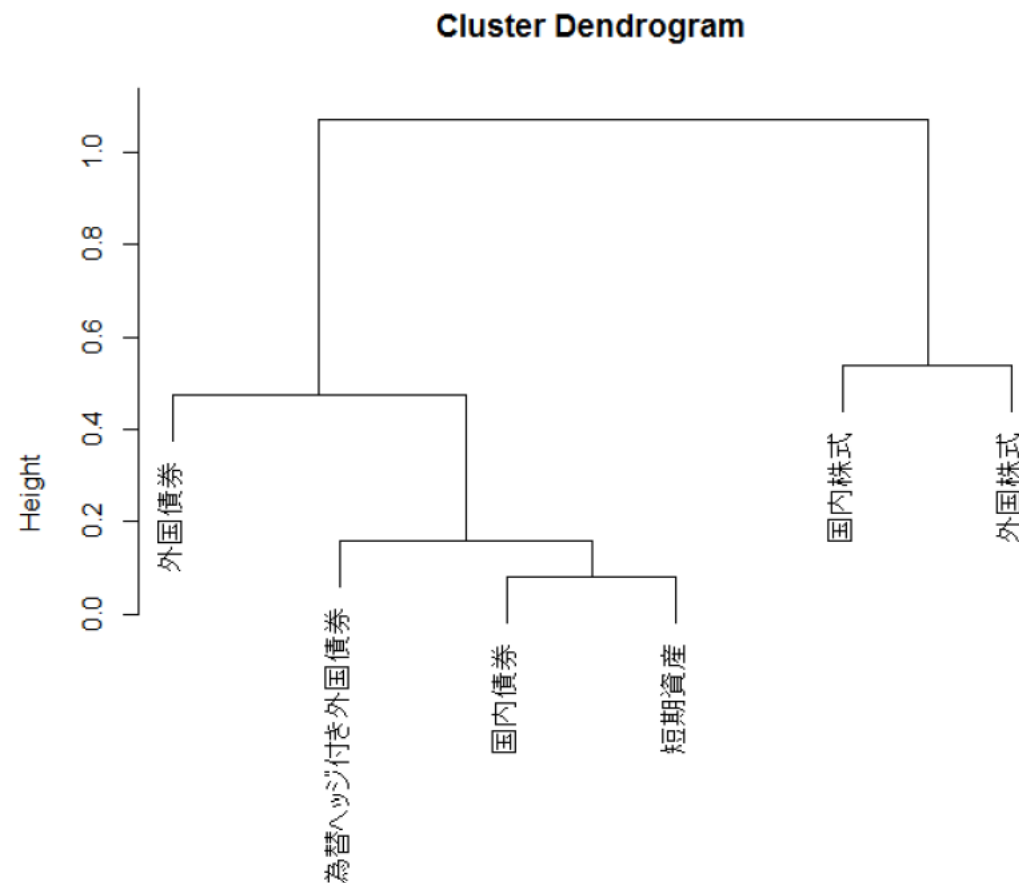
為替ヘッジ付き外国債券のリスク・リターン特性

- 為替ヘッジ付き外国債券は、リスク・リターン上は国内債券に近いが、現在の基本ポートフォリオ上の位置づけは外国債券としている。

＜各資産のリスク・リターン＞



＜クラスター分析（ワード法）＞



（2002年2月～2018年10月の月次リターンから計算）

参考資料

運用資産のリスク寄与度

- 2019年3月末時点の運用資産のリスク（VaR:1標準偏差（84%信頼水準）で算出）は12.1兆円で、その内訳は株式が75.3%、為替が25.2%、債券が▲0.9%。
- 債券はわずかではあるがマイナスに寄与。

＜VaRの寄与度分析＞

	単体リスク	寄与率
全リスク(分散共分散法) 1σ (資産額ベース(兆円))	7.6% (12.1)	100.0%
株式関連リスク合計	6.0%	75.3%
通貨関連リスク合計	2.7%	25.2%
米ドル / 円	1.6%	12.6%
ユーロ / 円	0.7%	5.3%
債券関連リスク合計	0.8%	-0.9%
金利関連リスク	0.7%	-2.2%
円金利	0.3%	-0.9%
米ドル金利	0.2%	-1.0%
ユーロ金利	0.2%	-0.7%
スプレッド関連リスク	0.2%	1.3%
インフレ連動リスク	0.0%	0.1%
オルタナティブ・リスク	0.0%	0.2%

為替ヘッジ付き外国債券運用について

区 分	報 告	対象範囲	外国債券（伝統的資産）
エグゼクティブサマリー 為替ヘッジ付き外国債券運用において、ヘッジコストを削減するため、債券先物を活用した代替運用を準備中。			
バックグラウンド - 運用の多様化とリスク管理を目的に、通貨別・年限別の外国債券パッシブ運用とともに、為替ヘッジ付き外国債券パッシブ運用を開始。 2018年10月末までに累計1.1兆円の為替ヘッジを実施するが、対米ドルでのヘッジコストが上昇。		フィードバック期間及び検証方法 - フィードバック期間：運用リスク管理委員会で確認。 - 検証方法：為替先渡取引を前提としたマネジャー・ベンチマークからの超過収益率を計測。	
戦略プラン - 住宅ローン担保証券（MBS）等を活用した代替運用の検討。 - 基本ポートフォリオにおける位置付けの検討。		便益及びリスク - 便益：ヘッジコストの削減。 - リスク：マネジャーベンチマークとのトラッキングエラーの拡大。	
		KPI 為替先渡取引を前提としたマネジャー・ベンチマークからの超過収益率。	
		その他 なし	

外国債券運用の多様化

- 第112回運用委員会（2016年12月16日開催）では、運用の多様化とリスク管理を目的に、通貨別・年限別の外国債券パッシブ運用を開始することを報告。
- さらに第116回運用委員会（2017年3月29日開催）では、為替ヘッジ付きの外国債券パッシブ運用を開始することを報告。
- 2018年6月以降の円安局面において順次為替ヘッジを積み増し、2018年10月末時点で米ドルで0.5兆円、ユーロで0.6兆円、累計1.1兆円の為替ヘッジを実施。

<第116回運用委員会資料(2017年3月)>

世界国債インデックス



(平成28年12月実施済)

米国債インデックス

米国債・短期

(今回対応するもの)

米国債・為替ヘッジ付

ユーロ国債インデックス

ユーロ国債・短期

ユーロ国債・為替ヘッジ付

その他（上記以外）

通貨リスク：あり
金利リスク：抑制

通貨リスク：なし
金利リスク：あり

<外国債券運用残高内訳（2018年10月末時点）>

資産種別	運用方法・スタイル	ベンチマーク	201810残高 (兆円)
外国債券	パッシブ合計		
	世界	世界国債 除く日本	
	米国		
	ドル短期	シティ米国債 1～3年	
	全年限	シティ米国債インデックス（円ベース）	
	為替ヘッジ	シティ米国債（ヘッジあり）	
	欧州		
	全年限	シティEMU国債	
	為替ヘッジ	シティEMU国債（ヘッジあり）	
	その他		
	為替ヘッジ	WGBI分解の残り	
アクティブ合計			

為替ヘッジコストの上昇

- 先渡（フォワード）為替レートは、理論的には直物（スポット）為替レートと内外金利差によって決定されるはずであるが、実際には市場における需給によって理論値からの乖離（ベースス）が発生。
- 日本円と米ドルについては、本邦投資家による米ドル建て資産の為替ヘッジや、海外発行体による円建て負債の為替ヘッジの需要等を背景に、恒常的にベーススコストが発生し、特に米ドルの資金需要が高まる年末にかけて上昇。

<ヘッジコスト（金利差＋ベースス）の時系列推移

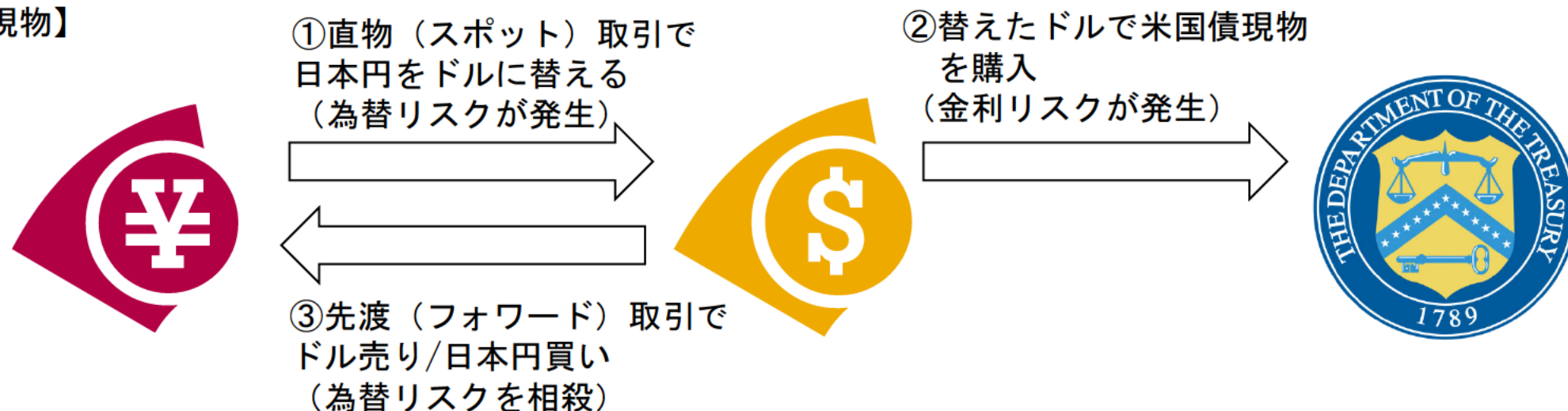
>

国債先物の活用（１）

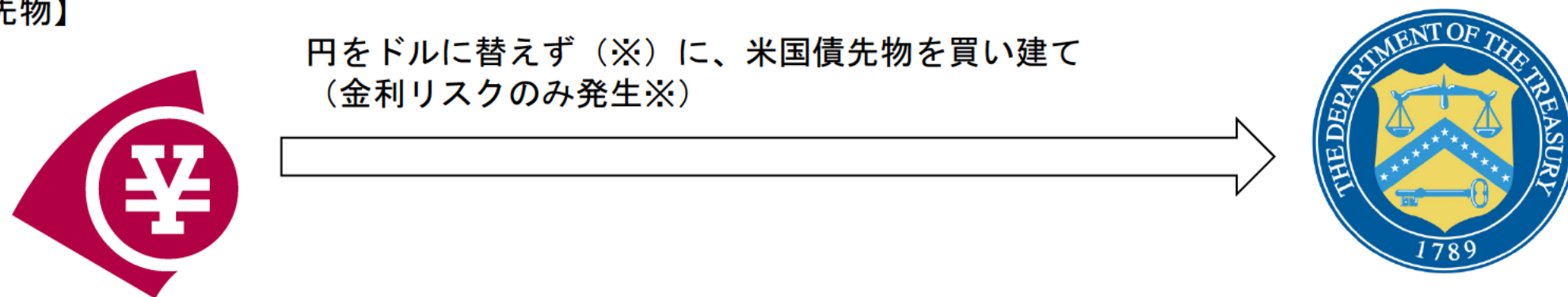
- 米国債現物に投資して為替フォワード取引を実施する代わりに、米国債先物に投資することで、ベースコストを削減しつつ、同じ経済効果を楽しむ。

＜現物⇄先物の比較図＞

【現物】



【先物】



※正確には、先物取引に係る証拠金の分については、円をドルに替えてその証拠金の分だけ為替ヘッジを行う。なお、残りの円は日本の短期国債等で運用。

国債先物の活用（2）

- また、為替フォワード取引は、ベンチマークのルールにあわせて1ヶ月先の取引とすることが一般的であり、為替ヘッジを継続している間、毎月取引を更新する必要があるため、その際の取引コスト（アスク・ビッド・コスト）が恒常的に発生するが、米国債先物を活用する場合、米ドルで供託する証拠金の部分を除いて為替ヘッジをする必要がないため、アスク・ビッド・コストも削減することが可能。

＜現物⇄先物のシュミレーション＞

＞

ヘッジ付米国債(全年限)戦略における為替ヘッジ後収益率の比較

現時点で先物に乗り換えた場合の利回りシミュレーション

	米国債利回り (年率)	米国短期金利 (年率)	先物利回り (年率)	円資金運用 (年率)	ヘッジコスト (年率)	推定乗り換え 取引コスト (片道)	取引コスト 控除後利回り (年率)
前提条件	3.07%	-2.32%	0.75%	-0.35%	-3.14%		
現物ポートフォリオ	3.07%				-3.14%	0.00%	-0.07%
先物ポートフォリオ			0.75%	-0.34%*	-0.09%*	-0.06%	+0.25%

前提条件（11月2日時点）

- 米国債利回り：FTSE WGBI米国債全年限
- 米国短期金利：インプライド・レポレート
- 先物証拠金比率：ポートフォリオの3%
- 円資金運用：短期日本国債利回りとして仮定

国債先物の活用（3）

- なお、為替ヘッジ付き欧州国債パッシブ運用についても、債券先物を活用することが考えられるが、日本円とユーロについてはベーススが小さく、また、欧州国債については、米国債と異なり、各国・各年限の債券先物の品揃えが十分でなく、ベンチマークに対して大きな乖離（トラッキング・エラー）が発生することとなるため、

＜日本円とユーロのヘッジコスト（金利差＋ベースス）の時系列推移

>

＜欧州国債先物の品揃え

>

	ドイツ国債 2年物	ドイツ国債 5年物	ドイツ国債 10年物	ドイツ国債 30年物	イタリア国債 3年物	イタリア国債 10年物	フランス国債 10年物	英国債 10年物
正式名称	Euro-schatz Futures	Euro-Bobl Futures	Euro-Bond Futures	Euro-Buxl Futures	Short-Term Euro-BTP Futures	Long-Term Euro- BTP Futures	Long-Term Euro- OAT Futures	Long Gilt Futures
想定原資産	2年、6%	5年、6%	10年、6%	30年、4%	3年、6%	10年、6%	10年、6%	10年、4%
取引単位	€100,000	€100,000	€100,000	€100,000	€100,000	€100,000	€100,000	£100,000
受渡資格銘柄	1.75～2.25年	4.50～5.50年	8.50～10.50年	24.00～35.00年	2.00～3.25年	8.50～11.00年	8.50～10.50年	8.75～13.00年
呼値	0.005	0.01	0.01	0.02	0.01	0.01	0.01	0.01
1tickの価値	€5	€10	€10	€20	€10	€10	€10	£10

住宅ローン担保証券の活用

- 米国債よりも利回りの高い住宅ローン担保証券（MBS）について、先渡（TBA）取引を活用し、米国債先物を活用した場合と同様の方法で、為替ヘッジ付き外国債券パッシブ運用を、低コストで実施することも検討中。
- 投資対象を、さらに利回りの高い社債や債権（ローン）等に拡大することも考えられるが、その場合、分散投資効果が低下する（株価暴落時、米国債は質への逃避で買われるが、低格付の社債等は株式と一緒に売られる）ため、慎重に検討。

<MBS指数と米国債指数の比較（ ）>

	MBS固定利付債指数	米回国債指数
時価総額	5.7兆ドル	7.6兆ドル
利回り	3.49%	2.83%
OAS	0.29%	-
リスク	2.60%	4.04%
修正デュレーション	5.19年	6.03年
平均格付け	AAA	AAA

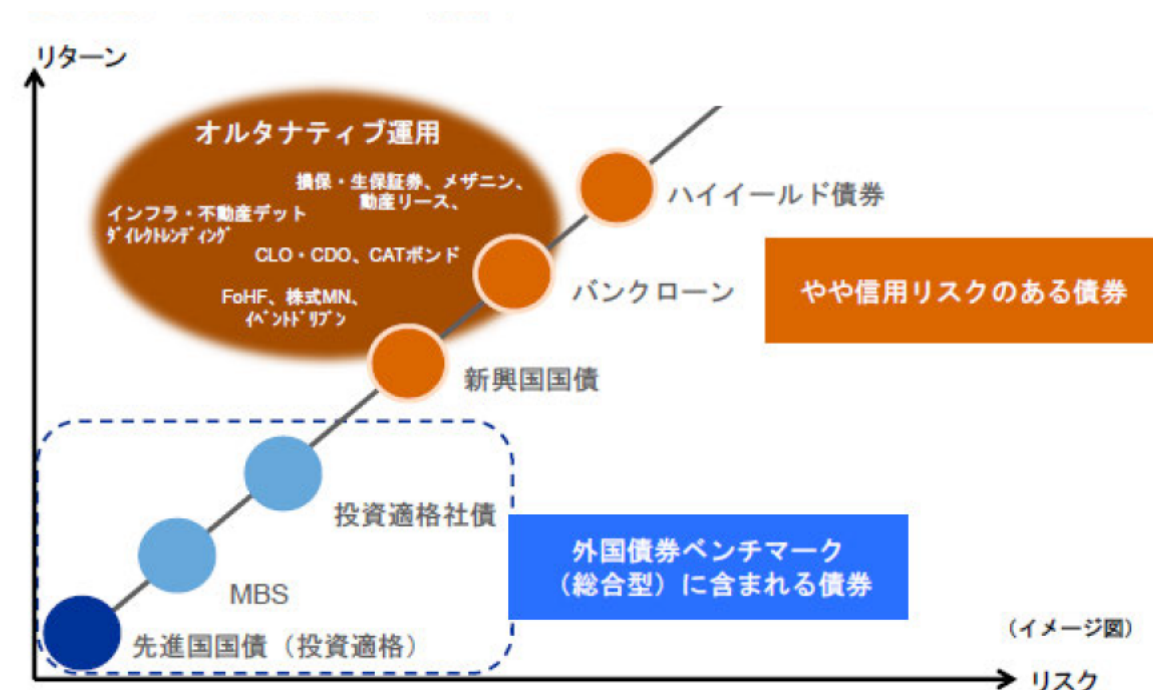
2018年7月末現在
リスクは過去10年の円ヘッジベース月次リターン標準偏差
出所:ブルームバークレイズ。

<各資産の1日あたりの取引金額比較（2017年）>

(兆円)		
米国(利付) 国債		
	現物	39.3
	先物	33.3
(Agency) MBS		20.9
	内TBA	19.4

※1ドル=100円換算

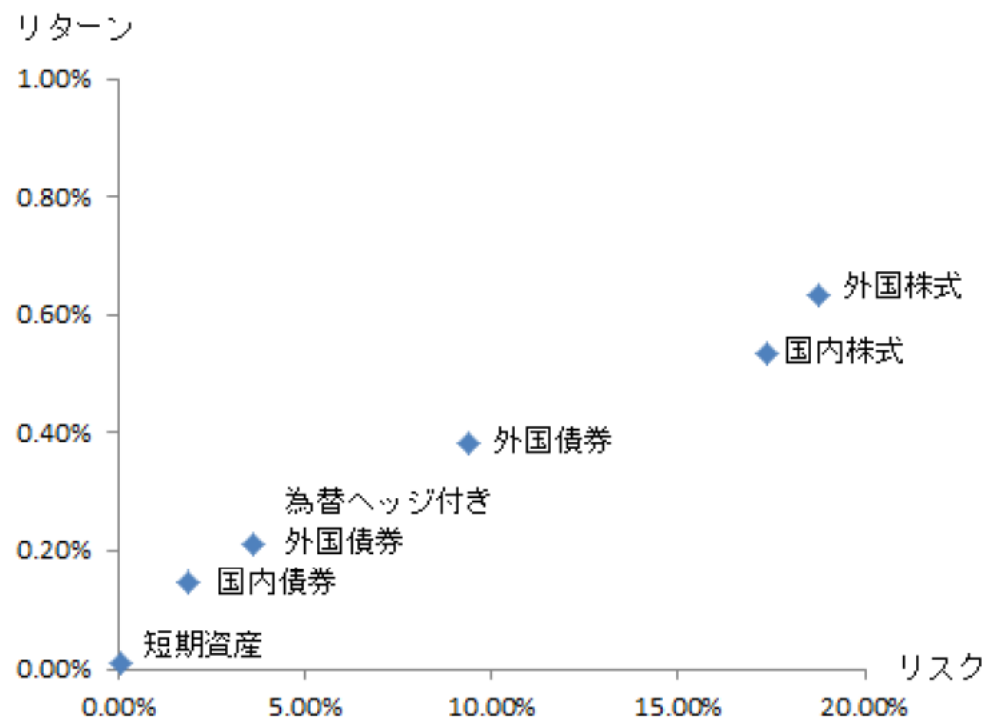
<投資対象比較（ : イメージ図）>



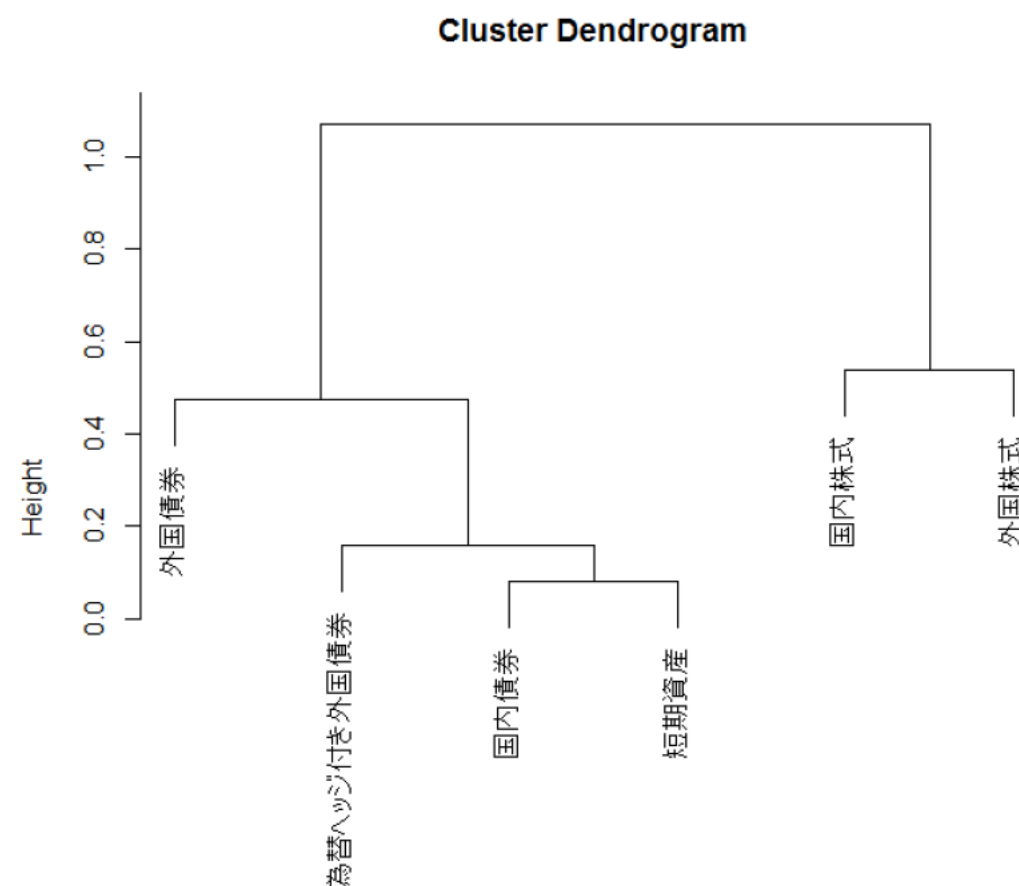
基本ポートフォリオ上の位置づけ

- 為替ヘッジ付き外国債券は、リスク・リターン上は国内債券に近いが、現在の基本ポートフォリオ上の位置づけは外国債券としているため、政策/評価ベンチマーク（FTSE Russell世界国債インデックス（WGBI））に対するトラッキング・エラーを一定水準以下に抑制するため、その規模についても一定水準以下に抑制していく方針。

<各資産のリスク・リターン>



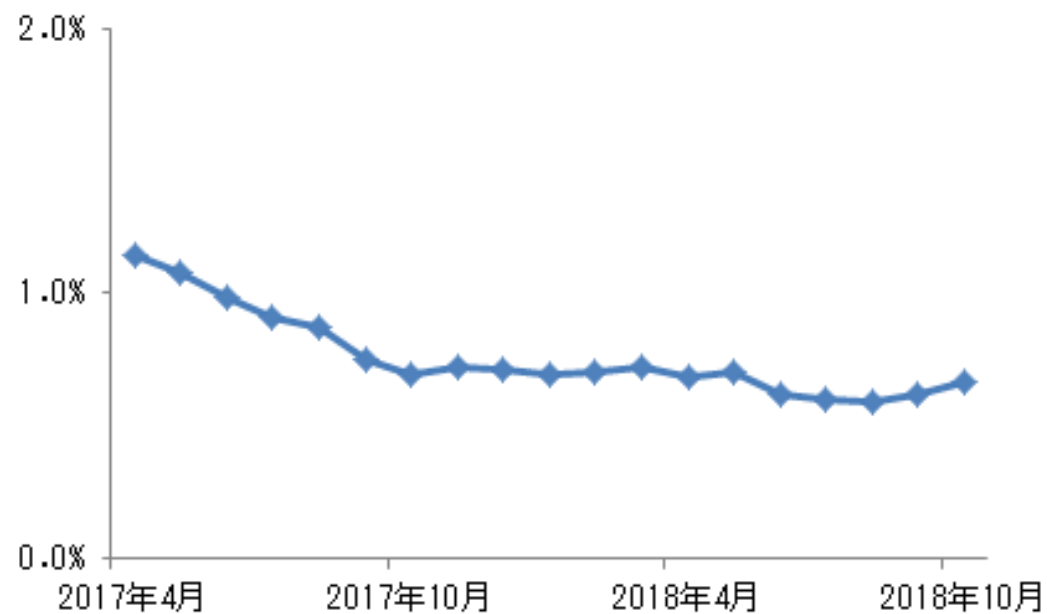
<クラスター分析（ワード法）>



(2002年2月～2018年10月の月次リターンから計算)

参考資料

＜外国債券全体の推定トラッキング・エラー＞



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 - 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。	
		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	
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。		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）

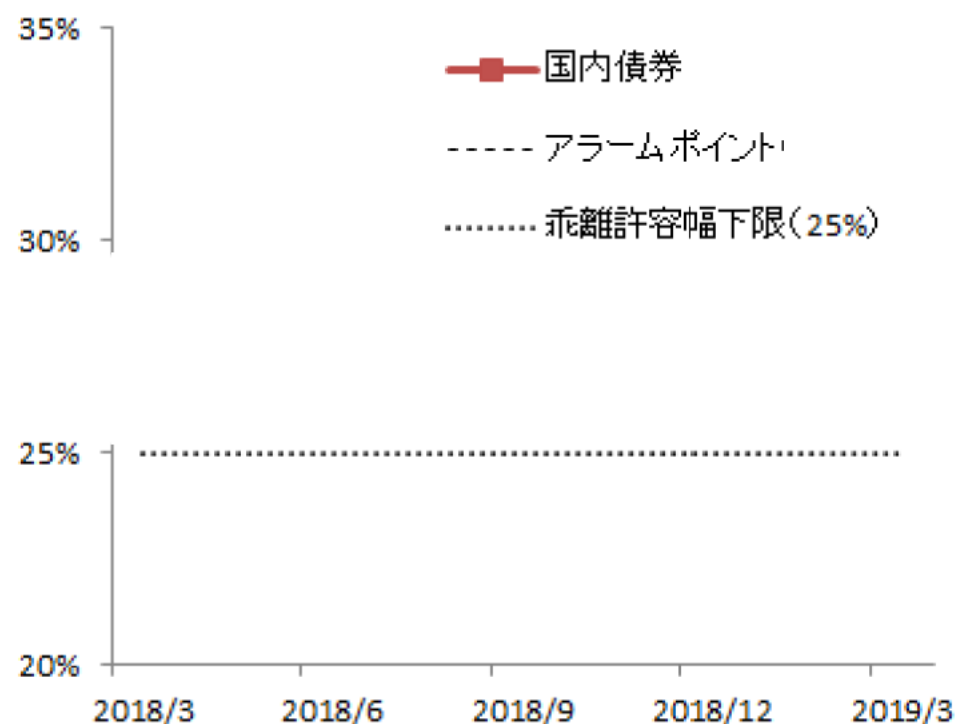
短期資産、国内債券の扱いは、中期目標・中期計画を策定する際に短期資産はゼロ%と国内債券とは分けて設定して、中期計画を策定した経緯があるので、場合によっては中期計画の見直しに関わるのでどういう形がよいのかよく議論、必要に応じて整理する必要があるのでは。

日本国債イールドカーブ（2018年6月末）

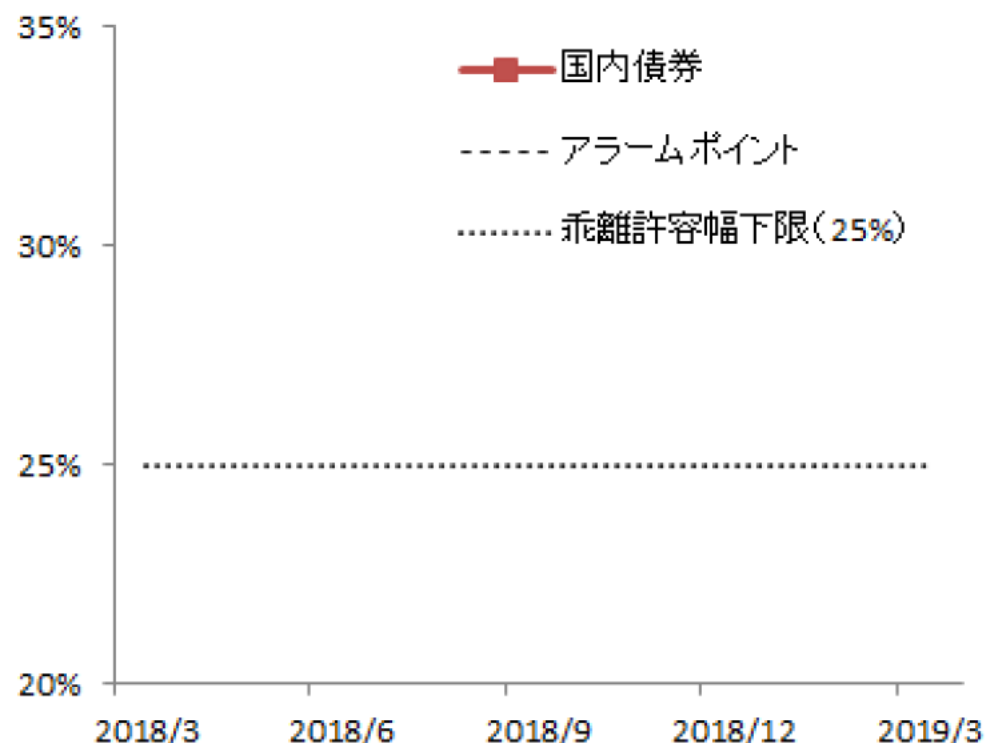
- ・ 5年以下の国債利回りは、日銀当座預金のうち政策金利残高に付利される金利（▲0.1%）よりも低い。
（なお、日銀は2018年4月27日の決定会合で、2%のインフレ目標について、「2019年度頃」としてきた達成時期の目標を撤廃。）

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