

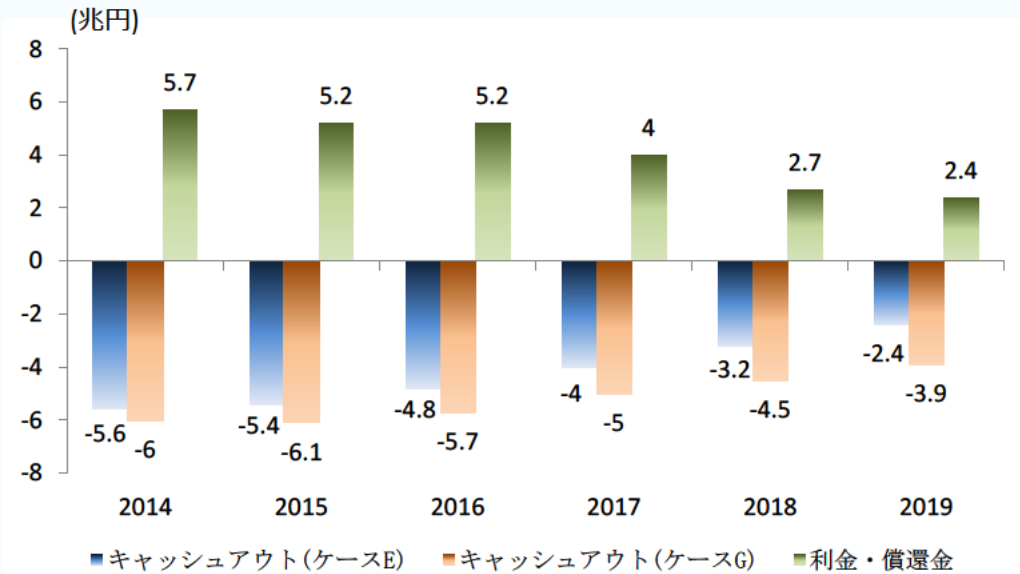
乖離許容幅管理について

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。		
	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		
戦略プラン	KPI 国内債券の資産配分効果		
	その他 なし		

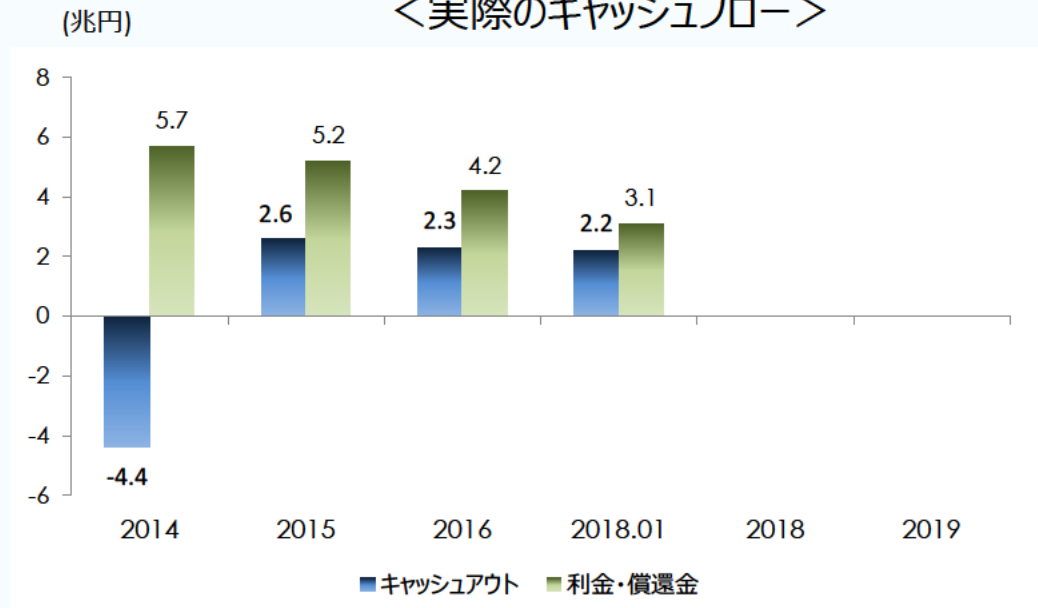
キャッシュアウトの状況

- 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＞

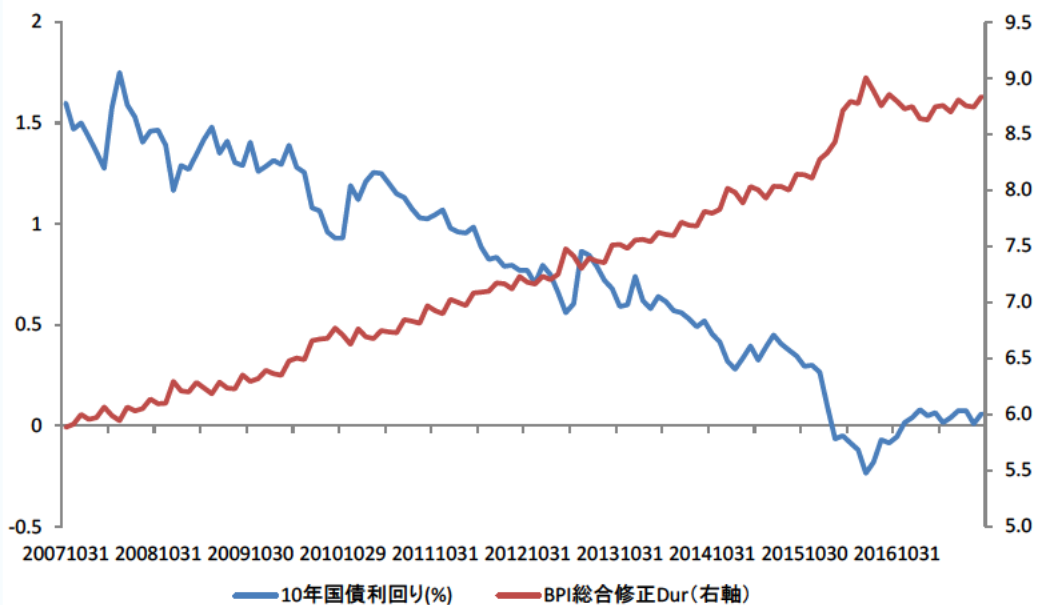


＜実際のキャッシュフロー＞



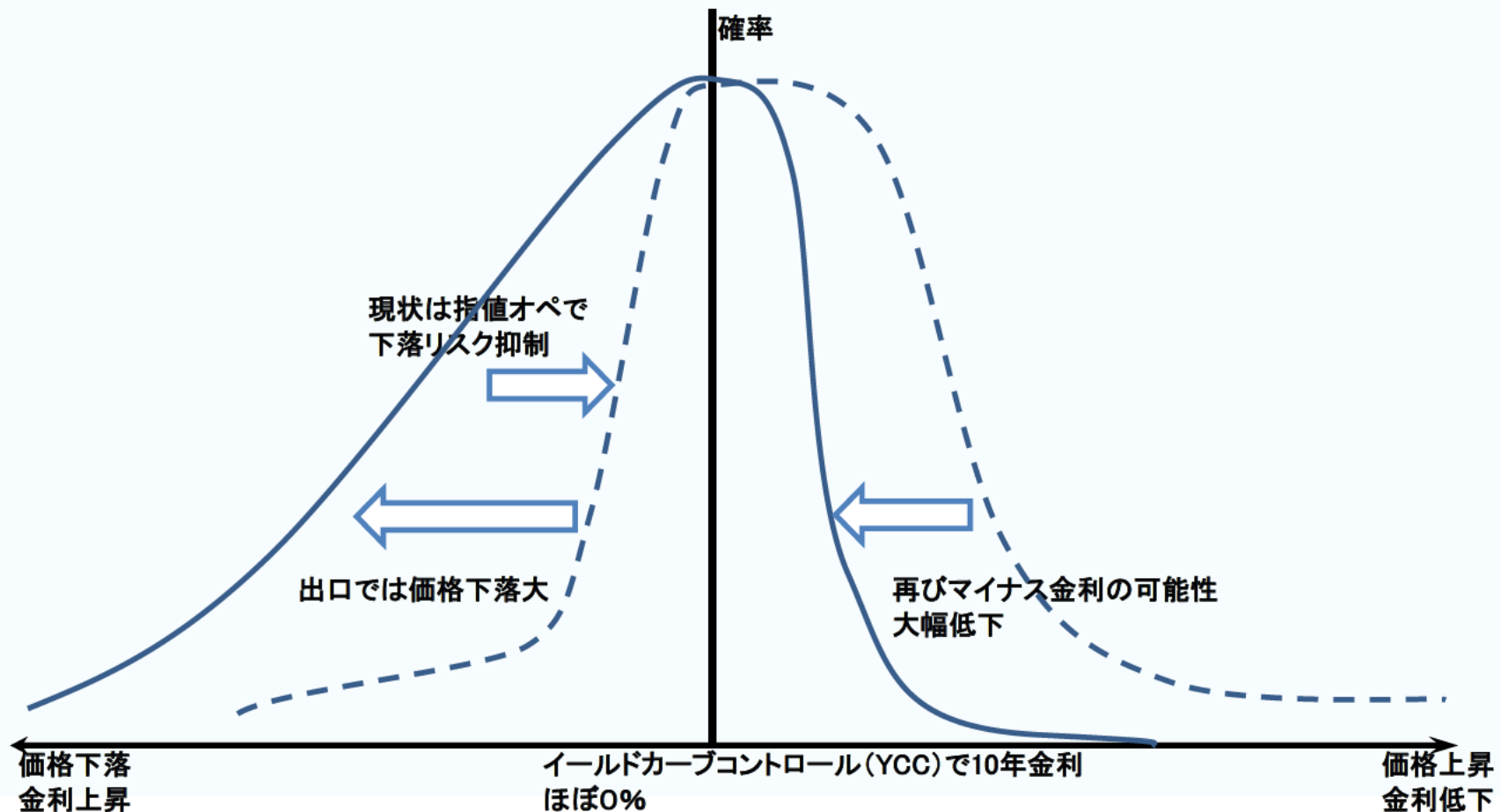
国内債券の金利リスク（１）

＜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）

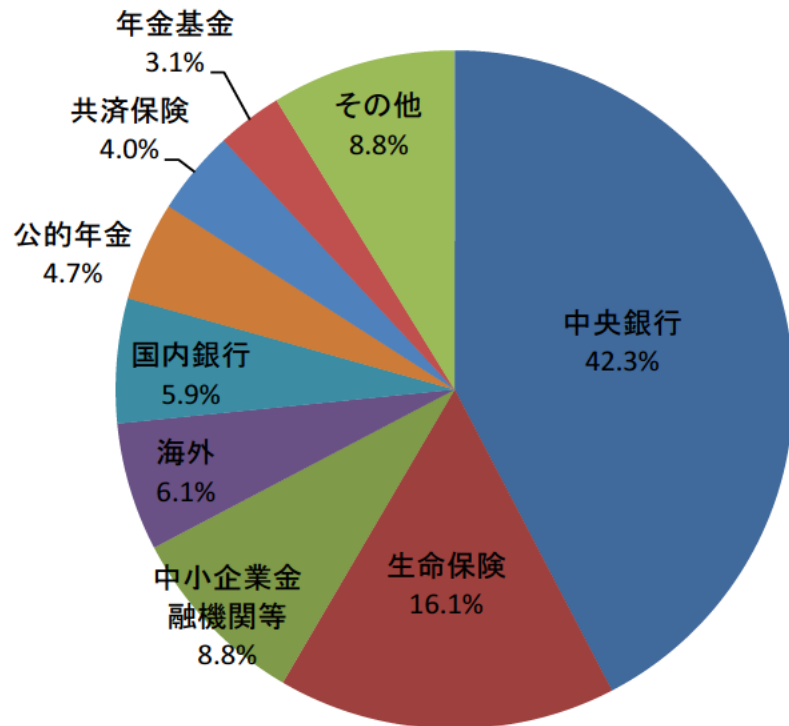
- 日本国債の期待リターンの分布は、正規分布ではなく、価格下落（金利上昇）方向に歪んでいる可能性。
- 現在は、日本銀行のイールド・カーブ・コントロールにおける指値オペで価格下落（金利上昇）を防いでいるが、2%のインフレ目標が達成され、金融政策が引き締めへ転じれば、価格下落（金利上昇）に歯止めがかからない可能性も。



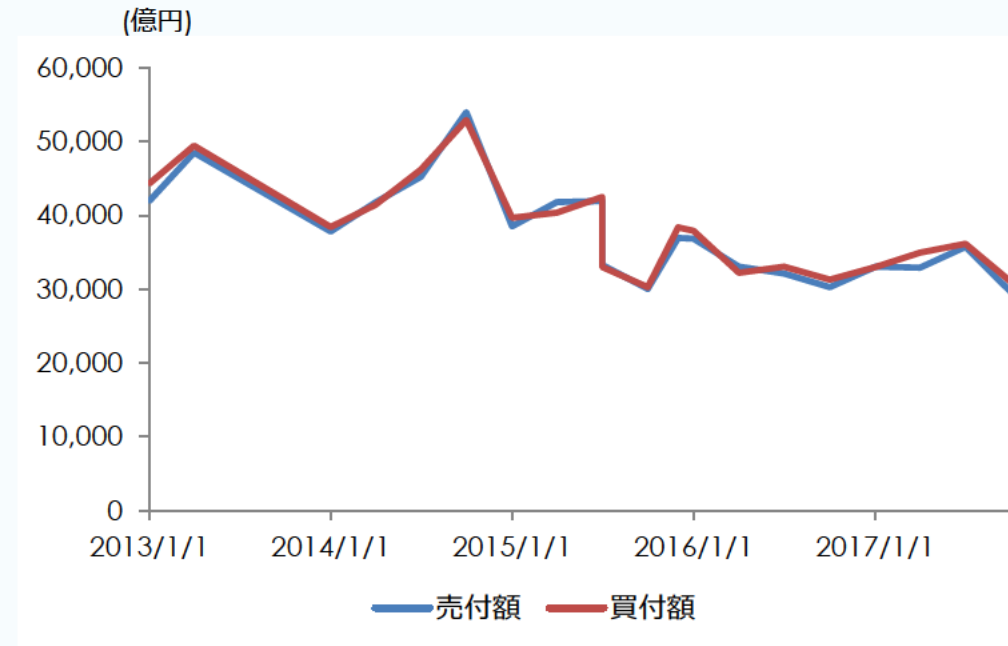
国内債券の流動性リスク（１）

- 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



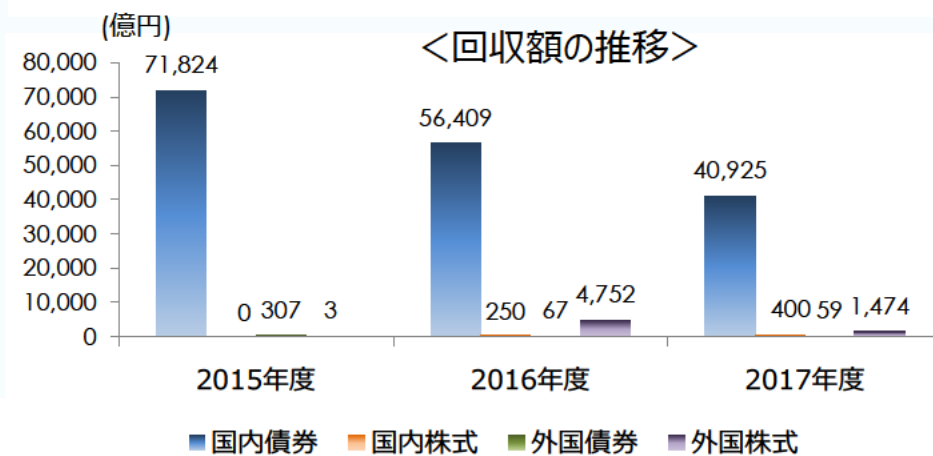
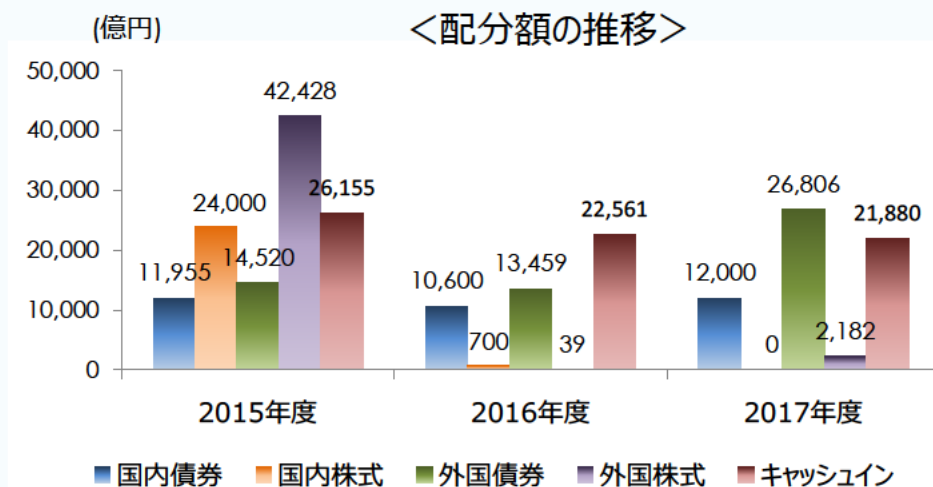
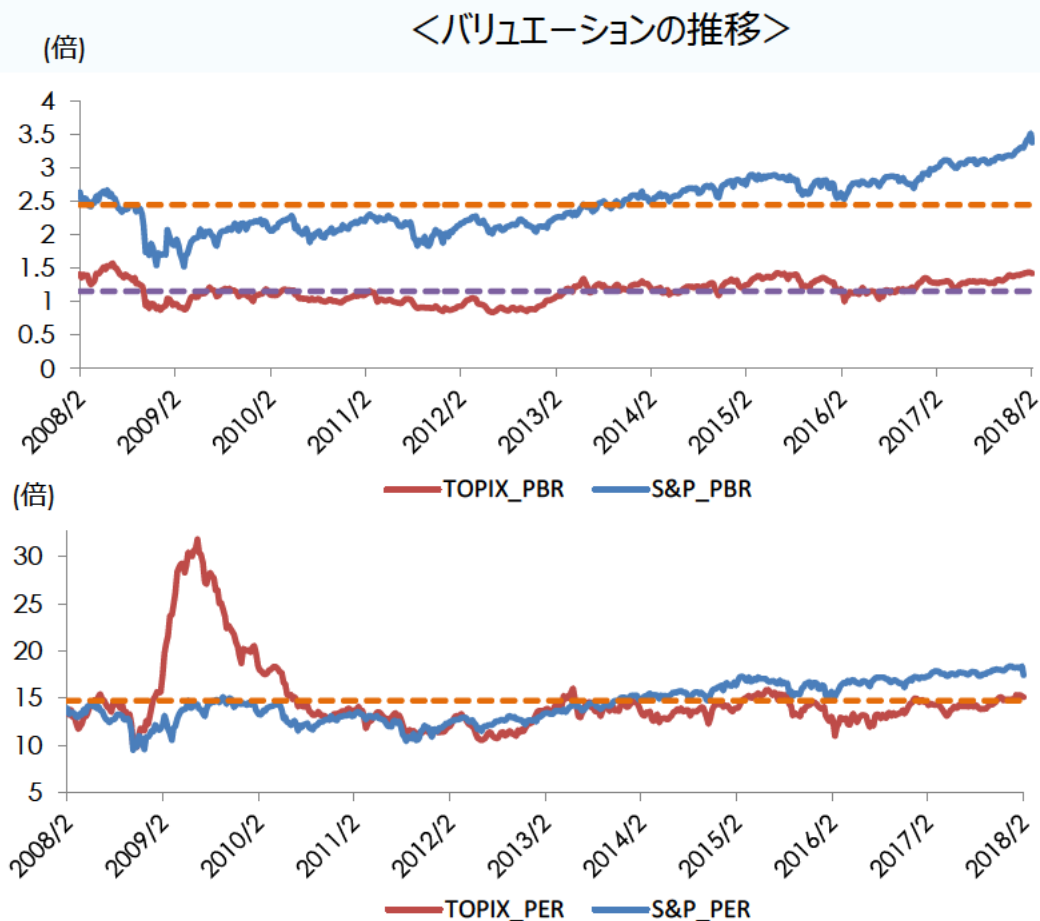
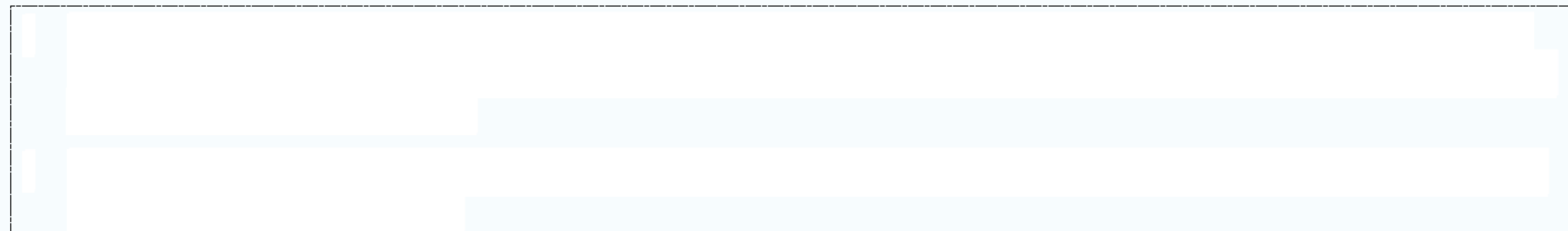
We propose that the Ministry goes back to a specific list of currencies for the bond index rather than leaving this decision to the index supplier. The currencies on the list must be liquid and investable for the fund. The most liquid market for bonds is currently that for US Treasuries, followed by 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）

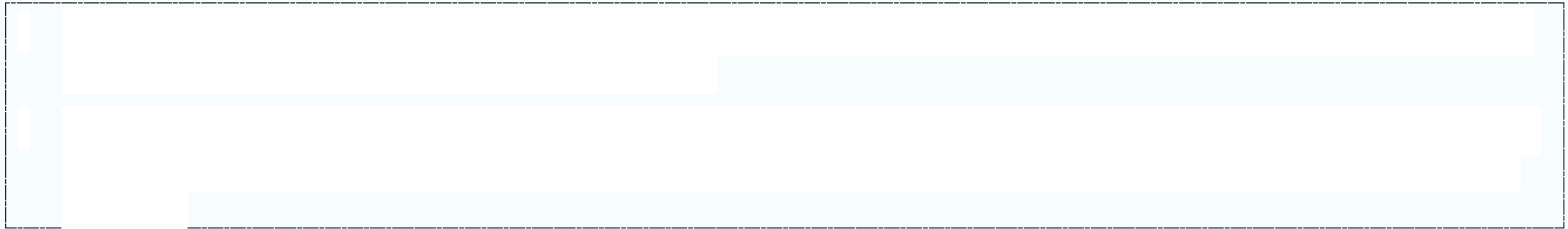
債券インデックスの通貨構成については、インデックス提供者の決定に委ねるのではなく、任意の構成に戻すことを提案する。通貨は、ファンドにとって流動性があり、投資可能なものでなければならない。最も流動性の高い債券市場は米国債であり、ユーロ国債と英国債がそれに続く。**日本の債券市場は、規模は大きいものの、流動性については、インデックスで大きな割合を占める他の通貨と比較して、著しく劣っている。**ドル、ユーロ、ポンド建ての債券だけで構成されたインデックスは、ファンドにとって十分に流動性があり、投資可能なものとなる。

<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



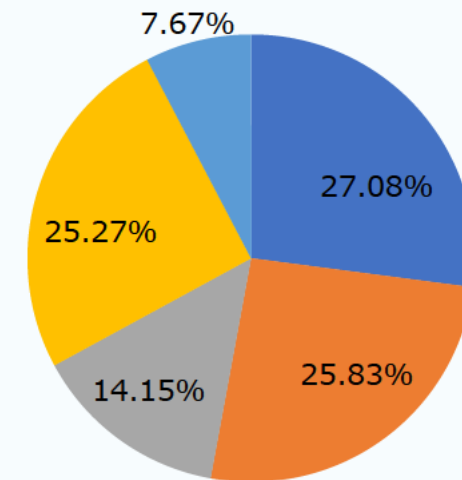
国内債券の乖離許容幅管理



＜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