

平成29年度 第2回 資産運用委員会・議事要旨

【開催日時】 平成29年12月21日（木）15時30分～17時30分

【開催会場】 独立行政法人中小企業基盤整備機構 第一役員会議室

【議 題】

1. 平成29年度上半期の資産運用状況について
2. 基本ポートフォリオの効率性の検証について
3. 委託運用の国内債券のマネジャー・ストラクチャーについて（報告）

【議事要旨】

事務局より、議題1・2・3について説明した。

1. 平成29年度上半期の資産運用状況について
 - ・ 4月中旬までは、北朝鮮情勢が緊迫化したことから、国内株式を中心に弱含みの展開となった。その後は、欧州の政治情勢の不透明感が後退したこと、税制改革期待の高まりから米国株価が堅調となったことなどから、上昇基調で推移した。
 - ・ 8月から9月前半までは、北朝鮮情勢を巡る地政学リスクが重しとなり、国内株式は軟調な動きとなったが、年内利上げの可能性の高まりから米国金利が上昇に転じたことを背景に円安米ドル高が進んだこと、米国の税制改革案が好感されたことを受けて、9月末にかけては上昇基調で推移した。
 - ・ 平成29年度上期の運用資産額は前年度末対比+1,839億円、運用利回り1.91%、期末時点の利益剰余金2,467億円。
 - ・ 自家運用資産のうち満期保有目的債券の平均利回りは、市場金利の低下を受けて、前年度対比で小幅低下した。
 - ・ 委託運用資産のベンチマークに対する超過収益率は、国内株式・国内債券・外国株式がアウトパフォーマンス、外国債券はアンダーパフォーマンスした。
2. 基本ポートフォリオの効率性の検証について
 - ・ 基本ポートフォリオの標準偏差は、運用資産全体または委託運用部分だけで見ても効率的フロンティア近傍に位置しており、基本ポートフォリオの効率性は維持されているものと考えられる。
3. 委託運用の国内債券のマネジャー・ストラクチャーについて（報告）
 - ・ アンコンストレインド戦略はマネジャーリスクが大きく、金利上昇への耐性が必ずしも高いとは言い難い。一方、デュレーションを短期化すると、期待収益率は低下する。このように、収益性と金利上昇への耐性を兼ね備えた戦略は、現時点では見出しにくい。
 - ・ 最新のフォワードルッキングのシナリオ上では、金利上昇懸念は一旦後

退しているが、金利は既に超低金利で、下方に硬直的であることから、先行きの金利上昇懸念も拭いきれない。

- ・ 国内債券（時価）のマネジャー・ストラクチャーについては、現在推進している外国債券のマネジャー・ストラクチャーや内外株式のマネジャー・ストラクチャーを優先させつつ、収益性と金利上昇への耐性に留意して、今後も引き続き検討継続することとする。

【主な質疑等】

1. 平成29年度上半期の資産運用状況について

- (委員) 国内債券（簿価）の購入資金を委託運用の短期資産で保有していたため、委託運用全体のパフォーマンスが低下してしまったとの説明があった。これは、新基本ポートフォリオの資産配分に合わせるために、移受管コストが掛かったとの認識で良いのか？
- (事務局) 本来は、自家運用で保有すべき資金だったが、預金での受入れに応じる金融機関が無かったため、止むを得ず委託運用の短期資産で保有していたものである。
- (委員) コストと言うよりは、マイナス金利の制度的な制約による結果と考えて良いのだろう。上半期の運用状況としては、特段問題ないと思われる。相場環境が良好であったこともあり、パフォーマンスは好調であったと評価できる。

2. 基本ポートフォリオの効率性の検証について

- (委員) 効率的フロンティアから基本ポートフォリオがどの程度乖離したならば問題になるのか、メルクマールのような具体的な尺度の導入を、今後の課題として検討して欲しい。例えば、アクティブ運用に委託運用費用全体のカバーを期待する現在の考え方を、基本ポートフォリオに対する限界的なリスクの評価基準にしてはどうだろうか。または、リバランスの乖離許容幅をメルクマールとする考え方もあるかもしれない。いずれにせよ、リバランスのコストや基本ポートフォリオを見直すためのコスト等、コストとの兼ね合いがポイントになる。
- (委員) 期待リターンはフォワードルッキングを使用しているのに対して、リスクと相関係数は過去のデータから推定しているため、見通しの立て方の方法論の違いから、効率的フロンティアとの乖離が生じているように思われる。経済予測から期待リターンを推定しているのであれば、リスクについても、過去のデータだけでなく、将来見通しを考慮して算出する必要があるのではないか。
- (委員) 資産別の期待リターンは決め打ちの一つの数字としているが、これには推定誤差があるはずで、推定誤差があることを前提として最適化

を行うと、効率的フロンティアは帯状の領域になる。基本ポートフォリオが、この帯状領域に入っていればリバランスしなくてよいという判断になるのではないか。

- (委員) 経済予測等の前提に、弱気予想の場合、強気予想の場合の期待リターンを推定して、過去のデータと合わせてベイジアン的なアプローチを行うことも考えられる。
- (委員) 前提となる経済見通しの推定誤差が非常に大きく、様々な結果が生じているが、一つの前提に賭けてしまえばリスクを負うため、複数の経済見通しを見ながら、合理的な検証方法を模索していくのが良いだろう。
- (委員) 経済見通しの平均値を前提として見れば、概ね基本ポートフォリオの効率性は保たれているように見える。今回、検証方法については、効率性の数値基準や全体の整合性、経済前提の立て方等について、様々な意見があった。今後の課題として検討して頂きたい。

3. 委託運用の国内債券のマネジャー・ストラクチャーについて（報告）

- (委員) 基本的な方向性としては同意できるが、今後の経済・金利環境を考えた場合に中長期的には、例えばインフラ投資のようなオルタナティブ投資を、債券運用代替として検討する必要があるのではないか。
- (委員) 11月に実施したリバランス自体は問題無いのだが、日銀の国債買入れで割高になっている国内債券を購入しているため、勿体無いように感じる。債券代替運用を導入した方が、運用の効率はより高まるのではないかと思う。今後の資産運用委員会では、NOMURA-BPIをベンチマークとするアクティブ運用を採用するのか、債券代替的なアセットクラスを導入するのか、議論の方向性を明確に示して欲しい。