

## 資産運用委員会（平成 23 年 12 月 5 日開催）議事要旨

【開催日時】 平成 23 年 12 月 5 日（月）10 時 15 分～11 時 45 分

【開催会場】 中小機構 第一役員会議室

【議 題】

1. 平成 23 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

【議事要旨】

事務局より、以下のとおり説明。

1. 平成 23 年度上半期の資産運用状況について
  - ・ 上半期金融市況は、国内外の株式市場の低迷（3 月末比で日経平均 9 月末▲10.8%、NYダウ 9 月末▲11.4%）、円高（9 月末では対ドル 77 円、対ユーロ 103 円）の進行等から、厳しい資産運用環境にあった。
  - ・ 小規模企業共済資産では、リスク資産（国内外の株式、債券を市場で委託運用）を基本ポートフォリオで運用資産全体の 18.3%と定め運用しているが、時価評価額が低下。他の満期保有目的の国内債券などの資産は安定的に運用。各資産の構成は、基本ポートフォリオから大きく乖離していない。
  - ・ 委託運用資産の上半期のベンチマークに対する超過収益率は、わずかにアンダーパフォームした。
2. 基本ポートフォリオの効率性の検証について
  - ・ 9 月末の運用資産実績、及び今後 5 年のリターン、リスクの予測を前提に検証したところ、基本ポートフォリオの効率的フロンティア<sup>1</sup>からの乖離の程度は小さく（標準偏差で 0.07%）、効率性は保たれている。
  - ・ 将来収支シミュレーション（平成 23～37 年度）からは、繰越欠損金の解消年度は 50%の確率で平成 33 年度と推計。これは、平成 33～35 年度を目途に繰越欠損金を解消しようとする「繰越欠損金削減計画」の想定内。
  - ・ 以上の分析から現行の基本ポートフォリオを見直す必要はない。

【主な質疑等】

1. 平成 23 年度上半期の資産運用状況について  
(委 員) 委託運用資産のアンダーパフォームの要因は、これまで委員会でも議題となった外国株式での政策ベンチマーク<sup>2</sup>であるMSCI-KOKUSAI<sup>3</sup>（グロス、円換算、ヘッジなし）、外国債券での政策ベンチマークであるシ

<sup>1</sup> 効率的フロンティアとは、特性の異なる資産を組み合わせる保有するとき、どの比率で組み合わせると効率（リスクに対するリターンの大きさ）が良いか、縦軸にリターン、横軸にリスクを取り、同じリターンであればもっともリスクが小さい（同じリスクであればもっともリターンが大きい）組み合わせを示す点を結んだグラフ上の曲線のこと。

<sup>2</sup> 基本ポートフォリオ策定に用いるベンチマーク

<sup>3</sup> 米 MSCI 社が提供する外国株式インデックス（指数）。MSCI-KOKUSAI は、日本を除く先進国 23 カ国、1,312 銘柄数のインデックス（2011 年 11 月末現在）。

ティグループ世界国債インデックス<sup>4</sup>(除く日本、円換算、ヘッジなし)と、実際の運用マネージャーベンチマークの違いによるものなのか。政策ベンチマークの見直し状況についてはいかがか。

(事務局) ご指摘のとおり、個別運用ファンドのマネージャーベンチマークには、外国株式にはエマージングを含めているものもあり、外国債券では国債以外の社債を含めているものもある。

政策ベンチマークの見直しは、今後、基本ポートフォリオの見直しが必要になった際にリンクして行いたい。どうあるべきか運用機関等から情報集し、検討しているところ。

(委員) 今回の議題から少し離れるが、欧州の債務危機をみると、運用資産の約70%を満期保有目的の国内債券(簿価)でラダー型運用<sup>5</sup>しているが、将来、短期間に日本の国債が金利上昇した場合、従来の運用でいいのか、何らかのシミュレーションをした方がいいのではないか。

(事務局) 委員の先生方のご助言をいただき、可能なところで勉強してみたい。

(委員) ラダー型運用の構成は、マーケットの状況というよりもクーポン収入等から共済金の支払いを賄う観点で作られているのでは。

(事務局) 共済制度の負債に厳密な意味でデュレーション<sup>6</sup>を合わせてはいないが、各年度の共済金の支払いに対して、原則として償還の元本を取り崩すことなく、掛金収入とクーポン収入で賄えるようにラダー構築をしている。

(委員) 外国株式、外国債券について、政策ベンチマークとの乖離を明示的に報告してはいかがか。

(事務局) 外国株式については、MSCI-ACWI<sup>7</sup>(除く日本、グロス、円換算、ヘッジなし)を参考として資料に記載することで検討したいが、外国債券については、バークレイズ・キャピタル・グローバル総合インデックス(除く日本、円換算、ヘッジなし)<sup>8</sup>を記載するにしても、為替ミスフィットや為替ヘッジを考慮する必要があるので、検討する時間をいただきたい。

(委員) 運用ファンドのマネージャー交代は、一時的にパフォーマンスが悪いからということで、すぐに交代して裏目に出てしまうこともある。市場環境要因など考慮して慎重に行った方がいい。

(委員) 上半期の運用については、市場環境が厳しい中で、運用の基本方針に沿って、よくやっている。個々の運用ファンドのパフォーマンスについて、引き続き十分モニターしていただきたい。

---

4 シティグループ世界国債インデックスは、シティグループ・グローバル・マーケット社が提供する外国債券インデックス(指数)。世界の主要国の国債の総合投資収益を各市場の時価総額比率で加重平均し、指数化したもの。組入れ国22カ国、組入れ銘柄数630(2011年11月末現在)。

5 ラダー型運用とは、各年限の債券を均等な割合で組み入れた構成のことをいい、満期構成を見るとラダー(はしご)型になる。

6 デュレーションとは、債券を保有することによって利子および元本(=キャッシュフロー)を受け取ることでできるまでの期間を加重平均したもののこと。

7 米MSCI社が提供する外国株式インデックス(指数)。ACWIとはAll Country World Indexの略で、日本を含む先進国24カ国、新興国(エマージング)21カ国の45カ国、各国市場の時価総額上位約85%をカバーする広範なインデックス(2011年11月末現在)。

8 バークレイズ・キャピタル社が提供するグローバルベースの投資適格債券の値動きを示す代表的なインデックス(指数)。国債以外の債券を含んでいるため、国債インデックスよりも広く、組入れ銘柄数、組入れ国数ともに多い。組入れ国数70カ国、組入れ銘柄数12,250(2011年11月末現在)

## 2. 基本ポートフォリオの効率性の検証について

- (委員) この検証方法は、従来から行われている方法で、かなり練られている。基本ポートフォリオの効率性は十分なレベルであり見直しは必要ない。気になるのは、為替リスクが全体資産額を大きく変動させる要素になっていると思われること。外国為替のリスクはどのくらい占めているのか。特に外国債券については、現地通貨建てのリターンと、為替を分離する形で検討する必要があるのではないか。
- (事務局) 外国債券のリスクは、ほとんどが為替リスクであり、テクニカルに取りだすことは可能である。  
具体的にポートフォリオの構築に活かすかについては、今後、委員の先生方からご助言いただきたい。
- (委員) 将来収支シミュレーションで金利上昇シナリオを示しているが、比較的穏やかな金利上昇なので、議題1で指摘があったように、危機的な場合を想定した分析・検討もしてみてもいいか。
- (委員) 基本ポートフォリオの効率性が維持されていることを確認したので、現行の基本ポートフォリオに沿って引き続き運用されたい。

以上