

## 平成29年度 第1回 資産運用委員会・議事要旨

【開催日時】 平成29年7月20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28年度の資産運用状況と評価について
2. 国内債券・外国債券のマネジャー・ストラクチャーの見直しについて
3. 国内株式・外国株式のアクティブ・ファンドの一部パッシブ化について

### 【議事要旨】

事務局より、議題1について説明、議題2・3について提案した。

1. 平成28年度の資産運用状況と評価について
  - ・ 平成28年度上半期は、6月に英国 EU 離脱選択の影響から国内株式を中心に大幅下落したが、その後の主要中央銀行の市場安定化に向けた対応が安心感をもたらし、国内株式は堅調に推移した。
  - ・ 下半期は、11月にトランプ氏が米大統領選に勝利すると、国内減税・公共投資への政策期待が高まり、米金利が急上昇。日米金利差拡大を受けて円安が進む中、国内株式は続伸した。年度末にかけては、トランプ政権の政策運営に対する不透明感から米国株価が軟調に推移したことを受けて、国内株式は下落した。
  - ・ 資産運用の基本方針に基づき、安全かつ効率的な運用を基本原則とし、その基本ポートフォリオは、長期的に収益を安定的に確保するとともに、共済金の支払いに必要な流動性を確保（運用資産の約7割を満期保有債券で安定的に運用し、市場運用で時価評価の対象となる委託運用資産の割合は2割程度）。
  - ・ 平成28年度は、満期保有債券利息を中心とするインカムゲイン955億円に加え、信託運用益1,161億円を計上。全体では2,115億円の運用収益をあげ、運用利回りはプラス2.39%となった（過去10カ年の算術平均運用利回りは1.83%）。また、前年度末は25億円の繰越欠損金があったが、今年度末は1,180億円の利益剰余金となった。
  - ・ 運用資産の約2割を占める委託運用資産（国内株式、国内債券（時価）、外国株式、外国債券）の平成28年度の収益率は6.99%、超過収益率（委託運用資産の収益率－複合ベンチマーク収益率）は+0.69%。
2. 国内債券・外国債券のマネジャー・ストラクチャーの見直しについて
  - ・ 国内債券については、引き続きパッシブを中核の戦略とするが、政策ベンチマークに大きく乖離しない範囲内で、期待収益率の底上げを図りつつ、金利上昇に耐性のある戦略を、国内債券の戦略の一つとして新たに採用したい。

- ・ 外国債券については、政策ベンチマークが「シティ世界国債（除く日本）」であることを念頭におき、クレジットへの傾斜を解消すると共に、アクティブ・マネジャーの入替えを実施し、政策ベンチマークに対する超過収益（運用報酬控除後）獲得の確度を高めたい。
3. 国内株式・外国株式のアクティブ・ファンドの一部パッシブ化について
- ・ 内外株式に関しては、ひとまず、運用報酬控除後で見ると貢献度の低いアクティブ・ファンドを解約し、運用報酬を抑える対応を行いたい。
  - ・ 外国株式の一部パッシブ化にあたっては、ひとまず、本年度4月から変更した政策ベンチマークとのミスフィットを極力抑える最小限の対応を行いたい。

#### 【主な質疑等】

1. 平成28年度の資産運用状況と評価について

（委員）平成29年3月末の短期資産が前年より1,000億円以上増加しているが、どのような要因によるものか？

（事務局）平成29年4月より適用する新しい基本ポートフォリオの資産構成に向けて、平成29年3月に資産移管を実施した結果、平成29年度上期に自家運用で国内債券を購入するための原資が、短期資産に一時的に滞留している影響が大きい。

2. 国内債券・外国債券のマネジャー・ストラクチャーの見直しについて

（委員）アクティブ・ファンドを採用するならば、そのファンドが何を収益の源泉としているのかを十分に把握した上で、それが収益の源泉として妥当であるかについて、どこまで納得できるかが大事だ。ファンドの評価、モニタリングを通じて、委託者としての経験値を上げていく必要もあるだろう。

（委員）新規に採用を想定しているファンドには、夫々どのような役割を持たせるのかを明確にしておいたほうが良い。

（事務局）円債アンコンストレインド戦略は金利上昇対応、タームプレミアム戦略は収益の底上げを担っている。タームプレミアム戦略については、デュレーションの短いファンドを採用することで、金利上昇にも対応できるものと考えている。

（委員）将来、国債市場がマイナスの金利環境からプラスの金利環境に転じた場合には、円債アンコンストレインド戦略を採用し続ける理由が無くなってしまわないか？

（事務局）国内債券の利回りが上昇して、円債アンコンストレインド戦略の目標収益を上回るような状況が示現したならば、ファンドの役割が終了

したことを確認して解約することになるだろう。

- (委員) 円債アンコンストレインド戦略で金利上昇に対応することだが、結局は、先物を利用した売りヘッジを行うことに帰着するのだろう。高い運用報酬を払ってまで採用する必要は無いと思う。また、タームプレミアム戦略は金利上昇の影響を受ける戦略なので、金利上昇への対応策にはなり得ないと思う。
- (委員) 金利上昇対応ならば、自家運用のデュレーションを短期化することで良いのではないか。
- (委員) 国内債券の今後5年間の期待収益率は▲1.0%であるため、NOMURA-BPIでの運用は、リスクを取りながらも、実質的にはコストになってしまっている。従って、今般のマネジャー・ストラクチャーについては、従来のアクティブ・ファンドの採用とは異なるものであり、主たる目的はコストを抑えることと整理すべきだろう。金利上昇対応とNOMURA-BPIのコスト化への対応は、分けて議論すべきである。
- (委員) 金利上昇への対応と、アクティブ運用の採用は別に考えるべきで、金利上昇への対応として、アクティブ運用を採用するというのは、論理が飛躍していると思う。国内債券のアクティブ運用については、そもそも有効性に懐疑的な意見が大勢であることも含めて、次回以降、改めて議論する必要があるだろう。一方、外国債券については、特に反対意見も述べられていないことから、今回の提案通りに実施して良いと思われる。

### 3. 国内株式・外国株式のアクティブ・ファンドの一部パッシブ化について

- (委員) スタイル調整後の超過収益がプラスの外国株式ファンドは、組合せ次第では全体での超過収益獲得に貢献できる可能性を持っているはずだが、組合せの観点からの分析が必要ではないか？
- (事務局) 今年度から、政策ベンチマークをMSCI-KOKUSAから、MSCI-ACWIに変更したこともあり、政策ベンチマークとのミスマッチを極力抑えたいとの考えもあった。
- (委員) ファンドの適切な組合せを考えることが、マネジャー・ストラクチャーの本旨であろう。次回以降、具体的内容に取組む際には、ストラクチャー全体のバランスについても、十分に検討して欲しい。
- (委員) 国内株式・外国株式のアクティブ・ファンドの一部パッシブ化については、今回の提案通りに実施して良いと思われる。