

## 平成30年度 第1回 資産運用委員会・議事要旨

【開催日時】 平成30年6月22日（金） 16時00分～18時00分

【開催会場】 独立行政法人中小企業基盤整備機構 9階9C会議室

### 【議 題】

1. 平成29年度の資産運用状況と評価について
2. 外国債券のマネジャー・ストラクチャーの見直し結果について【報告】
3. 外国株式のマネジャー・ストラクチャーの見直し方針（案）について

### 【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年度の資産運用状況と評価について
  - ・ 平成29年度上半期は、4月上旬、北朝鮮情勢の緊迫化を受けて、国内株式を中心に弱含みとなったが、その後、欧州政治情勢の不透明感が後退したこと、税制改革への期待の高まりから米国株式が堅調となったこと等を受けて、国内株式は上昇基調で推移した。
  - ・ 下半期には、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、米国株式とともに国内株式は上昇を継続した。
  - ・ 平成30年2月初旬、好調な雇用統計を受けた利上げ観測の高まりから米長期金利が急上昇すると、リスク回避の強まりから米国株式が大幅に下落。国内株式も米国株式の下落や米ドル安円高を受けて下落した。その後も、米中貿易戦争への懸念が強まったことなどから、期末にかけて軟調に推移した。
  - ・ 平成29年度の運用収益は全体で2,338億円、運用利回り2.55%、期末時点の利益剰余金2,587億円。
  - ・ 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。
  - ・ 国内株式と外国株式のアクティブ・ファンドのパフォーマンスが総じて良好であった一方、外国債券のアクティブ・ファンドのパフォーマンスはやや不芳であった。
2. 外国債券のマネジャー・ストラクチャーの見直し結果について【報告】
  - ・ 政策ベンチマークが「FTSE 世界国債インデックス（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た。

3. 外国株式のマネジャー・ストラクチャーの見直し方針（案）について
- ・ マネジャー・ベンチマークに関しては、MSCI-ACWI を優先しつつも、MSCI-Kokusai と MSCI-EM についても対象とする。
  - ・ 先進国部分と新興国部分とで、アクティブ比率を調整できるストラクチャーとする。
  - ・ パッシブ運用部分においても、先進国部分と新興国部分を分けて設定し、必要に応じ、当該2ファンド間でリバランスを実施する。
  - ・ 外国株式のスマートベータ投資については、今後の課題として検討を継続する。

#### 【主な質疑等】

##### 1. 平成29年度の資産運用状況と評価について

- (委員) 委託運用資産の収益率を下押しした要因として、基本ポートフォリオ改定に伴う資産間リバランスのために、国内債券（簿価）の購入資金を委託運用の短期資金に計画的に滞留させていたことが分かるように記載したほうが良いだろう。
- (事務局) おっしゃる通り、表現振りについては工夫したい。
- (委員) 4資産のトータルリスクについて、2005年度からの計測値（年率）と比較して昨年度は大幅に低下しているが、リーマンショック時のボラティリティ上昇が影響しているのか？
- (事務局) 2005年度以降とリーマンショック以降の計測期間で計測値（年率）を比較しても、それほどの大きな変化は見られない。昨年度が特に低かったと考えられる。
- (委員) 将来的に市場金利が上昇すると、制度の魅力度が低下することによりキャッシュ・フロー必要額が増加したり、また、それに伴い自家運用で保有している国内債券を一部売却せざるを得なくなった場合には、含み損が顕在化することなどが懸念される。資産運用及び将来推計を検討する際には、金利上昇が引き起こす事象に留意して取組んでいただきたい。

##### 2. 外国債券のマネジャー・ストラクチャーの見直し結果について 【報告】

- (委員) 運用実績のTEを見ると、過去10年に対して、過去5年が大きく低下しているファンドがある。アクティブ・ファンドとして、適切にリスクをとっているか否かについて、しっかり管理していく必要があるだろう。
- (事務局) TEが低下しているファンドについては、近年のスプレッド縮小によるクレジット投資環境の悪化を受けて、ポジションを変更したことなどが影響していると見ている。ご指摘を踏まえて、リスクのとりか

たについては、十分注意して管理していきたい。

### 3. 外国株式のマネジャー・ストラクチャーの見直し方針（案）について

- （委員）良いファンドが見つからなければ無理にアクティブ・ファンドを採用する必要はない。ミスフィットリスクの抑制も好ましい。エマージングのアクティブ・ファンドについては、フィーが高いことが考えられるため、フィーの水準については特に注意して欲しい。
- （委員）良いアクティブ・ファンドが無ければ、スマートベータを検討するとあるが、リスク管理のしやすさなどを考えれば、良いスマートベータが無ければ、アクティブ・ファンドを検討するという考え方のほうが良いのではないか。
- （委員）スマートベータについては、指数レベルの分析では、複数のファクターを組み合わせることで、相場の上昇局面でも、下落局面でも安定的に超過リターンを獲得できることが示唆されている。現実的には様々な問題もあるだろうが、安定的に超過リターンを獲得できる可能性が期待できるように、スマートベータを導入する際には、組合せによる効果を含めて検討していただきたい。
- （事務局）スマートベータについては論点が多いため、今般の外国株式のマネジャー・ストラクチャーの見直し時に行うことは、適当でないと判断した。ご指摘の点を含めて、今後、検討していくこととしたい。