

令和元年度 第2回 資産運用委員会・議事要旨

【開催日時】 令和元年11月29日（金）14時00分～16時30分

【開催会場】 独立行政法人中小企業基盤整備機構 6階第一役員会議室

【議 題】

1. 令和元年度上半期の資産運用状況等の報告
2. 国内株式のアクティブ・ファンドの見直し
3. 基本ポートフォリオの検証
4. 資産間リバランス・ルールの見直し

【議事要旨】

事務局より、議題1・2・3・4について説明した。

1. 令和元年度上半期の資産運用状況等の報告
 - (1) 令和元年度上半期の資産運用状況について
 - ・ 令和元年度上期の運用資産額は97,492億円(前年度末対比+882億円)、利益剰余金2,706億円(前年度末対比+153億円)。ポートフォリオ全体の運用利回りは0.67%(年率1.34%)
 - ・ 自家運用資産のうち令和元年度上期に購入した満期保有目的債券の平均利回りは0.15%。
 - ・ 委託運用資産の収益率は1.24%。超過収益率は▲0.30%。
 - ・ 委託運用資産の外国株式について、アクティブ運用機関の選定が完了。
2. 国内株式のアクティブ・ファンドの見直し
 - ・ 委託運用における国内株式アクティブ・ファンドについて、定量面・定性面から評価を行い、一部のアクティブ・ファンドを解約する。
3. 基本ポートフォリオの検証
 - ・ 先行きの市場金利見通しの低下により、国内債券（簿価）の期待収益率が大きく低下し、ポートフォリオ全体の期待収益率も低下。
 - ・ 今後も極端な低金利水準が継続すると想定した場合、来年度の検証時にも、ポートフォリオ全体の期待収益率が必要利回り1.13%を割り込む可能性があることが示唆された。
 - ・ 更に、期待収益率の推計誤差や経済変数の変動性から基本ポートフォリオの見直しの要否について検討すると、見直しについての検討は有効であると考察された。
 - ・ 以上を踏まえて、新たな基本ポートフォリオ案の検討着手を提案する。見直しの方向としては、ポートフォリオ全体の期待収益率低下を抑制するため、国内債券（簿価）の購入を抑制し、リスクの増加に留意しつつ、

委託運用資産を増やすことや、低流動性オルタナティブなど、債券投資の代替となりうる投資手法を組み入れることを検討する。

4. 資産間リバランス・ルールの見直し

- ・ 現行の委託運用資産間における許容乖離幅の算出方法については、①資産間のリターンとの相関 ②資産配分比率の大小 ③長期的なリバランス効果の低減による影響を考慮すべきとの指摘があったため、許容乖離幅の算出方法を変更し、新たな許容乖離幅に改定する。

【主な意見・質疑等】

1. 令和元年度上半期の資産運用状況等の報告

- (委員) 外国株式におけるアクティブ・ファンドの選定については、長期的にみれば、必ずしもアクティブ・ファンドがパッシブ・ファンドに比べて良好な成績を収めているわけではないと思われることから、アクティブ比率を上げずにパッシブ比率を高めても良いのではないか。
- (事務局) 昨年度の当委員会において諮った、アクティブ比率を抑えながらも、超過収益獲得の確度の高いファンドを厳選して採用していく方針に従い、進めている。ただし、今後アクティブ・ファンドのパフォーマンスが不芳であれば方針の見直しが必要となるだろう。
- (委員) 今回採用するファンドは集中型の投資スタイルが多く、アクティブ・ファンド全体でみた場合、結果として特定の国に投資対象が偏るリスクはないだろうか。
- (事務局) ご指摘の懸念はあると思うので、特定の国への傾斜に対して、ウォッチしていく。
- (委員) アクティブ・ファンドについては、採用後にリスクを抑えていく傾向があることから、しっかりリスクを取った運用をしているかについて継続的に見ていく必要があるだろう。
- (委員) 特徴のあるマネジャーを上手く組み合わせることによって、付加価値を生み出すことができるようにマネジャー・ストラクチャーの構築に留意してほしい。

2. 国内株式のアクティブ・ファンドの見直し

- (委員) 解約対象にバリュー特性のファンドがあるが、バリュー特性の比率が低下することに懸念はないか。
- (事務局) 解約対象ファンドとは別にバリュー特性のファンドが残ることから問題ないとする。
- (委員) 解約の基準について、前回解約時と違いはあるか。また今回の基準を今後も継続するのか。

(事務局) 今回は前回解約時よりも定量面での判断軸を増やしたことに加え、定性面からも評価をした。今回の基準は一般的な手法と認識しているが、これで方針を固めるのではなく、今後も必要に応じ都度検討していく。

3. 基本ポートフォリオの検証

- (委員) 今回の試算では、効率的フロンティア上で基本ポートフォリオと同等のリスク水準のポートフォリオをみると、特定の資産に配分が偏る結果となる。策定方法の見直しが必要とは思いますが、そのための技術的問題に取り組む時間は相応にかかると思われるので、早めに見直しに着手すべきであろう。
- (委員) 効率的フロンティアからの乖離の一番の要因は、期待収益率の推計値が毎年大きく変動することと思われる。どの程度の期待収益率を目標とするかという政策的な話と、効率的フロンティアからどれだけ乖離しているかという効率性の話は分けて考えた方が良いでしょう。
- (委員) 期待収益率の推計値については、年金のような長期の運用においては、1～2年の短期で大きく見方が変わるものではないのではないかと。数十年単位で考えるのは難しいだろうが、期待収益率の推計についてはもう少し検討の余地があるのではないかと。
- (委員) 平均分散法による最適化には限界があるので、平均分散法をベースに考える場合には期待収益率の推定値の予測誤差を勘案して求めた多数の効率的フロンティアを基準に資産配分を選択するのが良いでしょう。また、期待収益率の推計に関してはBlack=Littermanの方法などの活用も検討する価値がある。
- (委員) 国内債券(簿価)を抑制し、リスクに留意しつつ委託運用資産を増やしていくという方針には賛成である。ただその際、オルタナティブ資産を組み入れる場合は、専門的なスタッフの拡充等が必要で相応のコストがかかることが想定されることから、費用対効果を十分に考えて検討すること。

4. 資産間リバランス・ルールの見直し

- (委員) 今回の事務局案では、外国債券の許容乖離幅が一番小さくなっている。外国債券の配分比率やリスクが小さいことを考えれば、直観的にも違和感のない値になっていると思う。
- (委員) 全体としては提案内容に賛成である。しかしながら、市場のショック時等においては取引コストの高まりや分散共分散行列の変化などが想定されるので、そうした状況での対応は今後も検討していくこと。

以上