

令和4年度 第2回 資産運用委員会・議事要旨

【開催日時】 令和4年12月23日（金）9時30分～11時30分

【開催会場】 Web会議

【議 題】

1. 令和4年度上半期の資産運用状況報告
2. 外国株式のスタイル調整について
3. 生命保険資産の予定利率引き下げについて
4. その他報告事項

【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4年度上半期の資産運用状況報告
 - ・ 令和4年度上半期の運用資産額は108,328億円（前年度末対比 ▲519億円）、利益剰余金4,253億円（前年度末対比 ▲1,517億円）。ポートフォリオ全体の運用利回りは▲0.72%（4～9月期間率）。
 - ・ 自家運用資産のうち令和4年度上半期に購入した満期保有目的債券の平均利回りは0.26%。
 - ・ 委託運用資産のファンド収益率は▲5.19%。超過収益率は▲0.78%。
2. 外国株式のスタイル調整について
 - ・ 中長期的なパフォーマンスの安定に向けたスタイルの是正に向け、バリュー特性を持つファンドの採用を目的とした外国株式運用委託先の公募手続きを開始。
3. 生命保険資産の予定利率引き下げについて
 - ・ 前回の委員会で説明した、生命保険会社が予定利率を見直していることに関する今後の対応案についてのその後の経過。
4. その他報告事項
 - ・ 小規模企業共済制度における付加共済金の算出方法の見直しが決定した。

【主な質疑等】

1. 令和4年度上半期の資産運用状況報告
 - （委員） グロースインデックスをマネジャーベンチマークとしているわけではないのに、相当にグロースに偏ったポートフォリオを運用しているようだが、これは、スタイルマネジメントについてモニタリングをしていなかったということではないか。
 - （事務局） 運用機関からの報告等によりスタイルの確認は定期的に行っている

のだが、ご指摘のように、外国株式はグロース色が強いということ
を鑑みて、スタイルの是正をすべくバリューマネジャーの採用検討
を開始したところであり、後の議題にて報告する。

- (委 員) 国内株式小型のファンドについても、スタイルがグロースに偏りすぎ
てはいないか。
- (事務局) 元来グロース特性を持つファンドである点につき認識しているもの
の、偏りについては想定内であり問題はないと考えている。
- (委 員) ファンド間での超過リターンの相関関係を見ていくと、スタイル管
理が非常に重要であると感じさせる。あわせて、ファンド間の
重複感を考える場合には、スタイル調整後の残差リターンの相関に
ついては資料を作成し確認していくのが良い。
- (事務局) コンサル会社と相談の上、対応していきたい。
- (委 員) 新基本ポートフォリオの目的関数について確認したいのだが、そも
そも予定利率 1%とは目指すべき期待値なのか、あるいは下限値なの
か。
- (事務局) 予定利率に事務経費を加算した 1.13%である必要利回りを安定的に
達成できる基本ポートフォリオとして臨んでいる。
- (委 員) 制約としての具体的な数値としては、標準偏差の 1.43%ということ
になるのか。
- (事務局) ポートフォリオ全体ではその値を目線値としている。資産クラス毎
の標準偏差も踏まえた上で、各ファンドのリスク状況の妥当性をモ
ニタリングしている。
- (委 員) 先ほどの、国内株式小型について、グロースへの偏りが長期安定的
ということになると、グロースを考慮しないマネジャーベンチマー
クの付与は検討すべき問題かもしれない。
- (事務局) 運用機関側とも意見を交わしながら、必要な対応を検討していきた
い。
- (委 員) 長期的に見ても、ヘッジ付き外国債券については極めて良くない期
間であった。折悪く、今回基本ポートフォリオへの導入のタイミン
グに重なったので、年度のパフォーマンスの確認時には、ベンチマ
ークの観点で、原資産については長期金利の上昇要因、ヘッジコス
トについては内外の短期金利差やベースに分解し、どれほど特異
な状況であったかを確認されたい。
- (事務局) 手許の資料では、原資産のマイナスが特に大きかったとの認識だ
が、ご指摘のように、資料としてとり纏めたい。
- (委 員) ヘッジ付き外国債券で、直近の T E 値が下がっているように見える
ファンドがあるが、為替オープンからヘッジ付きへの移行によっ
て、アクティブリスクの取り方に変化が生じているということはない
か。
- (事務局) 市場のボラティリティの高さ等の外部環境的な要因に留意して、リ

スクを抑制的に動いているファンドがあるとの認識である。

- (委員) 了解した。ただ、目安のTEに対して実績値が低い傾向は続いていることから、引き続き長期的に見ていかれるのが良い。
- (委員) 自家運用資産については、制度上の理由により簿価による評価を勝手に変えられないとしても、内部管理的には時価ベースの値を重視した運用に変えていくべきであろう。
- (委員) ヘッジ付き外国債券のアクティブファンド間も相関が高いことに加えて、金利・クレジットのファクター感応度の値もファンド間で似通っていることから、スタイル管理上の重複感が認められるなら、全てのファンドを持ち続けることで良いのかを検討するべきであろう。あわせて、ヘッジ付き外国債券のファクター感応度の傾向について、どのファンドも同じような値にならざるを得ないものなのか、あるいは異なるパターンを持つファンドも存在するものなのか、ユニバースの調査をしてほしい。
- (事務局) コンサル会社の協力を仰ぎつつ検討していきたい。

2. 外国株式のスタイル調整について

- (委員) スタイルの是正が目的であれば、運用報酬を節約する意味で、バリュウ型のスタイルインデックスをトラックするようなパッシブファンドを選ぶのが良いのではないか。
- (事務局) ご指摘の通り、今回ファンドの評価については、指数にいかに関連するかということと、スタイル調整の度合いを評価していく。
- (委員) マネジャーの公募では、足元のリターンの良いファンドから残していくと、スタイルが一方に偏りがちとなるので、スタイル是正の観点から、リターンがマイナスのものでも残すようにするなど、ユニバースを拡げていくようなことを検討されたい。
- (委員) 加えて、事後においてしっかりとチェックできるように、事前の段階でスタイル特性等についてはシミュレーションを行い、その想定を残しておくべきである。
- (委員) 前回の外国株式のマネジャーストラクチャーは、全て決定後に報告のみを受けた印象である。これについては、意思決定のあり方として問題の有無を検証していくべきかと思う。その上で、今後マネジャーストラクチャーをどのように委員会に諮るかという点を含めて、先々の指標になるような総括もしていくべきかと思う。
- (委員) 現在のバリュウ・グロースの関係の逆転が一時的なものだとすると、非常にタイミングの悪い形でマネジャー構成の見直しを行う可能性もある点につき、留意された方が良い。
- (事務局) 前回のマネジャーストラクチャーについては、反省すべき点があったことを認識しつつ、今回の対応を進めていく。

以上