

事業協同組合等の余裕金運用に関する検討会（第1回）

議事要旨

- 日 時：令和5年12月1日（金）10：00～12：00
- 場 所：経済産業省別館2階236会議室
- 出席委員：神作座長、川口委員、佐久間委員、鷹野委員、菱沼委員、松尾委員 [全員出席]
- オブザーバー：国土交通省住宅局

○出席委員・オブザーバーからの主な意見

1. 総論

- 事業協同組合等の資産運用ニーズについてヒアリングしたところ、例えば、元本割れの可能性があるものでは運用しない方針、運用のプロがいるわけではないので元本割れリスクがある商品での運用は行わない、そもそも余裕資金がない、選択肢が増えるのであれば検討する余地あり等の意見があった。ただし、これらは一部の組合からの声であって、組合全体の意見ではない。
- 国土交通省所管の共済事業を行う組合において、REITによる余裕金運用ニーズが存在する。
- 資産運用においてはリスクをとらないこともリスクであって、特にインフレが課題になってくる局面では、預貯金で資産を保有しておくこと自体もリスクである。
- 資産運用にかかるリスク管理を適切に行う必要があり、利益相反を抑えることも重要となる。運用担当者がプライベートベネフィットに釣られておかしなことをやってしまうことがないように十分に留意しつつ運用対象を拡大していくことはよいのではないか。
- 米国では金融リテラシーがない者は投資顧問にお願いするというのが一般的であり、一朝一夕にはいかないが、取得を認める有価証券の拡大と並行して少しずつ専門家の活用について検討していくことも必要ではないか。

2. REIT（不動産投資法人）が発行する投資口について

- J-REITにつき、過去20年及び過去10年におけるリスクリターンを見てみると、過去20年ではハイリスクであったが、市場が徐々に成熟するにつれてリスクが収束してきており、過去10年ではミドルリスクの商品となっている。
- J-REITは日々の市場価格で時価が変動するため株式市場の影響を受けやすいが、私募REITは不動産鑑定価格をベースにその価格が決定されるため価格が安定している。
- 個別のREITにおける分散の観点では、インカムをメインで求める投資家に対してはできるだけリスクを減らすことが求められるため、複数の不動産を保有していることが一般的で、1棟単位で運営するというのではなく、分散が効いていることが多い。一方で、セクターの分散や、地域的な分散に関しては、投資法人によってまちまちで、地域限定的なものもある。また、オフィスや商業施設等に分散している総合型もあれば、オフィスに特化しているものもある。
- REITが投資する先について分散が効いているということであるならば、個別のREITが発行する投資口についても認めてもよいと考えている。

- J-REITについては現行法令でも証券投資信託を通じれば購入でき、事実上そのリスクを保有することが認められていることからすれば、個別のJ-REITが発行する投資口についても認めてもよいと考えている。
- 私募REITの流動性リスクについては、そもそも分散投資を行うべきであることからすれば、伝統的な4資産（国内株式、国内債券、外国株式、外国債券）に加えてオルタナティブ資産にも投資するということであり、例えば、持っている資産10億円の中の9～10億を私募REITに投資するというのにはありえない。資産のごく一部を流動性のない資産に投資するというのであるならば、流動性も重要なファクターではあるものの、そこまで流動性リスクにとらわれすぎる必要まではない。ポートフォリオ全体の中でどのように流動性を確保していくかが重要である。
- 私募REITは基本的に適格機関投資家向けの商品であるが、現状の事業協同組合が適格機関投資家になるには限界があるだろうこと等も踏まえると、私募REITを追加することには疑問を感じなくもない。
- プルーデント・インベスター・ルール観点から言えば分散投資が基本だが、現在の事業協同組合等のアロケーションから言えば、分散が効いていないのではないかと。リーマンショック以降、不動産やインフラ等のオルタナティブ資産に投資家の目が向いており、GPIF等も不動産への投資を増やしてきている。コロナ禍においても日本の不動産価格は下がっておらず、リーマンショックによる株価の変動で損失を経験したことから、投資家の私募REIT人気が高まっている。ギリシャが良い例だが、「国破れて不動産あり」で、国が破綻しても不動産収入（家賃）は途絶えない。分散投資先を増やす観点からも、REITを追加してもよいのではないかと。
- 不動産を含めいずれの資産であろうと将来の動向は分からないことに留意する必要がある。

3. 外国債券について

- 外国債券は現行法でも証券投資信託を通じれば購入できるものではあるが、個別の外国債券に対する組合のニーズが顕在化していない現状において認めていく必要があるとまでは言えないと考えている。個別の外国債券を購入することは、国内の巨大適格機関投資家でさえ為替ヘッジを行うべきか等について対応方針に悩んでいるところでもあり、リスク管理も相応に難しい。分散効果の効いたインデックスのような投資信託で購入が望ましいと考えている。
- 資産運用立国が掲げる「貯蓄から投資へ」という目標を踏まえれば、外国債券についても検討してみてもどうか。
- 分散投資が前提とはなるが、個別の外国債券についても将来的には認める余地があるのではないかと。ただし、これも資産運用にかかるリスク管理、利益相反の抑止、投資顧問等プロへの委託といった運用対象の外の課題がどこまで進んでいくかとの見合いの話であるため、一挙にという話ではないと考えている。

以上