

平成 28 年度の委託調査研究について

テーマ	基本ポートフォリオの策定方法に関する調査研究業務
目的	現在の基本ポートフォリオは伝統的 4 資産で構成されており、非伝統的資産（オルタナティブ資産）についても伝統的 4 資産のいずれかに区分して管理することとしているが、実物資産など非伝統的資産の市場が拡大している中で、これらを予め考慮して基本ポートフォリオを策定する方法を、文献や海外年金基金等へのヒアリングを活用して調査する。
委託先	ステート・ストリート・グローバル・マーケッツ証券株式会社
概要	<ul style="list-style-type: none"> ・ 基本ポートフォリオの策定方法に関する文献を調査するとともに、海外 8 ヶ国の年金基金やソブリン・ウェルズ・ファンドなど 17 機関を訪問し、ヒアリングを行った。 ・ 基金の責務や権限（マンドート）は抽象的に示されることが多く、基金の理事会と執行部、年金財政を分析する数理人（アクチュアリー）等が合議してマンドートを解釈し、運用目標について共通の認識を持つとともに、リスクの許容度（リスク・アペタイト）を明確化し、基本ポートフォリオの構成割合（アロケーション）を決定している。 ・ 運用目標としては、一定の運用収益率（絶対リターン）の確保や、消費者物価指数（CPI）との連動を掲げる基金がほとんどで、調査対象の中で GPIF のように賃金上昇率との連動を掲げる基金はなかった。 ・ 現実世界の不確実性に対して、全ての基金がポートフォリオの分散化により対応しており、先進的な基金では、将来起こりえるシナリオを想定して資産と負債の確率分布を統合的に分析し、必要な積立比率を達成するためのアロケーションを策定している。 ・ アロケーションの対象としては、資産の残高、資産のリスク、資産のリスク・リターンの源泉（ファクター）等があり、アロケーションの手段としては、現代ポートフォリオ理論に基づいた平均分散最適化法、異なるシナリオにおいても安定的なリターンが期待できるシナリオ・バランス、ポートフォリオの目的を負債対応と収益追求に二分したバーベル等があるが、これら複数の対象や手段は、それぞれ排他的な関係にあるものではなく、重複する部分もある。 ・ GPIF の置かれた現状を踏まえると、従来どおり資産の残高を対象にアロケーションを策定することが現実的であるが、オルタナティブ資産を含む各資産のリスク・リターン特性を正確に把握し、リスクを適切に分散するため、ファクターを意識したアプローチを併用することが考えられる。
契約金額	13,932,000円

テーマ	各資産におけるファンド規模と超過収益獲得の関係についての調査研究業務
目的	アクティブファンドにおいては、同種の戦略の資産額の拡大により超過収益の獲得機会が縮小し、またインパクトコスト等の取引コストが上昇し、超過リターンを獲得が困難となる可能性がある。巨額な資産を運用する機関投資家にとって、どの資産において超過収益獲得機会があるのか、1ファンド当たりの資産規模がどのくらいが適正な水準なのかについて提案を求めるもの。
委託先	ラッセル・インベストメント株式会社
概要	<ul style="list-style-type: none"> ・調査では、米国本社において長年の運用経験を持つマルチ・マネジャー運用のヘッド、マネジャー調査手法の研究ヘッドが主に担当し、過去の調査及び運用経験に基づく実践的なノウハウを活用するとともに、マネジャー調査チームへのインタビュー、マネジャーユニバースデータに基づくシミュレーション等、リソースを幅広く活用した。また日本法人においては、コンサルタント経験豊富な担当者がGPIFの問題意識、ニーズの把握のため密にコミュニケーションをとった。 ・調査は以下の3ステップで実施した。 <ol style="list-style-type: none"> 1) どの資産クラスで、より超過収益獲得の余地があるのか。各資産クラスで期待できる超過収益の水準はどの程度か。 2) どのように超過収益獲得能力のあるマネジャーを選定するのか。個々のマネジャーの最大受託可能額はどの程度か。 3) 個々のマネジャーの最大受託可能額を踏まえ、各市場にどの程度資金を配分し、どのようなファクターエクスポージャーをとるか。 ・GPIFにおいては、大規模な資産が超過収益獲得の制約になっており、各運用戦略のファンド規模に対して、十分な注意を払うことが重要である。具体的には、投資対象市場毎にファンド規模とアルファ(銘柄選択による超過収益)の関係を調査し、各ファンドへの委託額の適正化を図ることが必要となる。 ・実証研究の結果からは、債券よりも株式で、株式の中でもいくつかの資産クラスにおいて高い超過収益が期待できる。 ・運用資産増大に伴うファンド特性の観察ポイントを示し、また同社運用機関調査チームのキャパシティについての意見等に基づき、キャパシティ上限が低いと考えられる資産クラスを指摘した。また債券については、ほとんどの資産クラスで資産残高と超過収益との間で関係性が観察されなかった。 ・上記の結果及び GPIF の体制を踏まえ、取組み可能なアクティブ運用資産残高を推計した。いくつかの資産クラスでは、キャパシティ制約が生じている。ただし、マネジャー調査能力の向上により、キャパシティ制約を緩和することは可能である。
契約金額	27,000,000円

最終報告 (概要)