

第 27 回運用委員会	資料 1
平成 21 年 5 月 18 日	

平成 20 年度の委託調査研究について

1. 委託調査研究について

国内外の金融資本市場の動向の把握や、管理運用の高度化等を進める観点からの調査研究を、専門調査機関も活用して積極的に行うこととしている。

2. 平成 20 年度の委託調査研究について

別紙一覧表のとおり。

平成20年度の委託調査研究について

調査研究テーマ	調査研究趣旨	調査研究の概要	委託先
<p>(1) 基本ポートフォリオ策定における期待リターンに関する調査研究</p>	<p>基本ポートフォリオを構成する各資産の期待リターン予測値は標準的な基本ポートフォリオ策定の際の必須パラメータであり、その予測精度はポートフォリオの投資成果に重大な影響を与える。</p> <p>期待リターンの推計においては、前提となる値を一意に決定しにくいという問題点が多くの投資家の課題となっているが、公的年金基金等における期待リターンの設定に際しては、制度設計において用いられた経済前提との関係に留意して実施する必要があるものと考えられる。</p> <p>本件では、諸外国の公的年金基金が「制度設計の段階で策定された経済前提を踏まえて、基本ポートフォリオの期待リターンをどのように導出しているか」について調査を行うことにより、次期基本ポートフォリオを策定する際の参考情報を提供することを目的とする。併せて、海外資産の期待リターンの推計方法について調査する。</p>	<p>(主な調査研究項目)</p> <p>(1) 諸外国の公的年金基金の基本ポートフォリオ策定における期待リターンの設定方法及び公的年金基金における経済前提と基本ポートフォリオとの関連。</p> <p>(2) 外国債券・外国株式の期待リターン推計方法</p> <p>(主なインプリケーション)</p> <p>(1) 調査対象とした年金基金は、運用におけるターゲットリターンやリスクレベルの抑制といった指示を、政府制度サイド等から明示的に与えられる仕組みとなっていない。</p> <p>(2) スウェーデンとカナダの基金は、政府等と負債側の情報を共有し、独自にALM分析を行い、それを踏まえてポートフォリオの期待リターンを設定している。なお、その際、政府アクチュアリーとの緊密な意見交換がなされており、結果としての期待リターンは政府等の想定運用利回りと同等かそれ以上であった。</p> <p>(3) 各基金は、各資産の期待リターン推計方法として、均衡アプローチや、GPIFも用いているビルディング・ブロック法を採用していた。また、GPIFが国内資産用に用いている「マクロ経済と関連づけた期待リターンモデル」を採用している例は無かった。</p> <p>(4) GPIF では、外国資産のリスクプレミアムは基本的に過去法により推定している。この方式の推計精度は高くはないが、調査対象基金では、定性的な判断を加えた上で、類似の手法を用いていた。</p>	<p>みずほ総合研究所(株)</p>

調査研究テーマ	調査研究趣旨	調査研究の概要	委託先
<p>(2) 負債のキャッシュフローに対応した基本ポートフォリオの策定にかかる研究</p>	<p>現行の基本ポートフォリオの策定方法である「MV 法に基づく単一戦略」に代わる代替案の候補として、「二元化ポートフォリオ戦略」による基本ポートフォリオの有効性とその実現可能性を確認することを目的とする。</p> <p>具体的には、公的年金制度の「財政の健全性確保」「実質的利回り確保」を具現化した『年金財政計画』に焦点を当て、年金積立金運用における「負債」を「GPIF に要請される年金財政計画でのキャッシュフロー+確保すべき資産残高」として捉える。そのうえで、リスク重視の観点から「可能な限りのリスク排除」を目指し、いわゆる「負債」の将来価値を可能な限り確保した上で、適切なリスクの下でのより高いリターンを追求する基本ポートフォリオの構築の可能性を検討する。</p>	<p>(主な調査研究項目)</p> <ol style="list-style-type: none"> (1) ラッセル簡易版財政計画分析モデルの構築 (2) 経済変化と GPIF の資産運用への影響度合いの確認 (3) リスク・ゼロ・ポートフォリオの構築 (4) リターン追求ポートフォリオの代替案と ALM 分析の実施 (5) 提案する二元化基本ポートフォリオと導入に向けた課題の確認 <p>(主なインプリケーション)</p> <p>現行基本ポートフォリオ構築方法の持つ課題に対応するため、二元化基本ポートフォリオの有効性と実現可能性を、平成16年財政再計算で見込まれたキャッシュフローが確定していることを前提に確認した。</p> <p>この二元化ポートフォリオは、一定期間のキャッシュアウト原資を確保することで、流出資金対応時の市場タイミング・リスクの排除を目的とする「リスク・ゼロ・ポートフォリオ」と、長期投資のメリットを享受しつつ公的年金の財政健全性を長期的に確保（2100年度の積立度合1.0を確保し、かつ、実質的利回りの確保を前提条件として）することを目的とする「リターン追求ポートフォリオ」から構成される。</p> <p>結果として、二元化ポートフォリオ全体と現行基本ポートフォリオの構成割合の差は、5%程度に抑えることができた。</p>	<p>ラッセル・インベストメント(株)</p>

調査研究テーマ	調査研究趣旨	調査研究の概要	委託先
<p>(3) オルタナティブ投資 (内外不動産投資) に関する調査</p>	<p>オルタナティブ投資は、分散投資効果や運用効率性の改善効果がある一方で、流動性やリスク管理、評価の問題があるとされており、その導入に関しては、公的年金積立金の特性に留意しつつ、慎重に検討を進めることが必要であると考えられる。</p> <p>オルタナティブ投資については、次期基本ポートフォリオ策定における論点の一つになる可能性があり、平成19年度においてオルタナティブ投資のうちヘッジファンドについて調査を行った。これに引き続き、内外不動産投資に関連する論点について調査することで、オルタナティブ投資に関する検討に資することを目的とする。</p>	<p>(主な調査研究項目)</p> <ol style="list-style-type: none"> (1) 内外不動産投資について、そのリスクリターンの特徴と要因分析 (2) 内外不動産投資の運用手法、ベンチマーク、投資スキームについての調査 (3) 内外主要公的年金基金の不動産投資状況についての調査 <p>(主なインプリケーション)</p> <ol style="list-style-type: none"> (1) 内外私募不動産投資の長期累積リターン (各種指数から算出したトータルリターン) は物価上昇率 (CPI) を上回っていた。 (2) 海外における私募不動産の投資には、直接投資 (投資家自らによる直接投資と不動産運用会社への投資運用委託 (セパレートアカウント) がある。)、共同投資 (JV 等) 及び合同運用ファンドの形態がある。日本では、多くが合同運用ファンドへの投資となっている。 (3) 国内外とも REIT は私募不動産に比べ市場規模が小さい。 (4) 海外大型年金基金は分散投資効果やリターン向上を目的として不動産投資を行っており、ターゲットアロケーションは10%前後となっている。(REITについては、株に含めている場合と不動産に含めている場合がある。) また、体制面では、不動産投資専任者を多数配置している。日本では、企業年金の不動産投資比率は平均で1%程度であり、不動産投資専任者を配置する基金はほとんどない。 	<p>(株)住信基礎研究所</p>

調査研究テーマ	調査研究趣旨	調査研究の概要	委託先
<p>(4) 平成20年度国内株式における株主総会議案の概要及び議案に対する企業情報の調査</p>	<p>当法人では各運用受託機関における議決権行使の取り組みに対し評価を行っているところである。評価において、各社のガイドラインに対して各議案が的確に判断がなされているかを効率的にチェックするためには重要個別議案に関する情報を入手する必要がある。</p>	<p>(主な調査項目)</p> <p>平成20年度(4月から6月)における国内株式の株主総会議案の概要及び重要個別議案に関する基礎情報(反社会的行為、独立性、企業業績、買収防衛策及びその関連役員など)の調査を行い、データベースを作成した。</p>	<p>みずほ証券(株) (株)日本投資環境研究所</p>