

第 28 回運用委員会議事要旨

1. 日 時：平成 21 年 6 月 23 日（火）14:00～16:00
2. 場 所：年金積立金管理運用独立行政法人 会議室
3. 参加者：・米澤委員長 ・宇野委員長代理 ・臼杵委員 ・鹿毛委員
・草野委員 ・小峰委員 ・佐藤委員 ・富田委員 ・能見委員
・引馬委員 ・本多委員
4. 議事録（○は委員、●は事務局（オブザーバーを含む））

議事（1）平成 20 事業年度 財務諸表等（案）について
《事務局より説明。以下、質疑等》

—質疑等—
特になし。

議事（2）平成 20 年度 業務概況書（案）について
《事務局より説明。以下、質疑等》

—質疑等—

- GPIF の市場運用分の収益率マイナス 10.03% に対して、企業年金は平均どのくらいであったか。
- 国内の企業年金の平均は、R&I の推計値でマイナス 17% 程度と出ている。また、海外の公的年金では、例えば CalPERS は約マイナス 30%、カナダの CPPIB はマイナス 19% であり、これも併せて記者レクのとくに説明したいと思っている。
- この運用損は企業の損益などと同じように、返ってこない損みたいにいわれており、一般の人も結構そう思っているが、これはあくまでも一時的な断面に過ぎない。市場が戻れば戻るものということを上手に説明していく必要があるのではないか。
- 平成 20 年度は、約 9 兆数千億円のマイナスではあるが、実際に 4 月以降は株式市場が戻ってきており、半分まではゆかなくともかなりマイナスを取り戻している。これがどこまで続くかはもちろんわからないが、そういうことも織りまぜながらと思っている。
- 大体こういうときには、マスコミに最後に将来の給付に非常に懸念があるという持って行き方がされる。この法人の場合、これだけの積立金があって、現実には毎年の給付にいくら使われて、しかも足りないのはいくらということだと考えると、全く

給付には懸念がないということが断言できると思うが、この辺のことがマスコミとの間に非常に大きなギャップがある。

- 年金財政との関係で我々に本来的に求められているのは、長期的に賃金上昇率プラスアルファのパフォーマンスを出すことであり、これを平成 16 年財政検証の推計初年度である平成 15 年度からの 6 年間で見ると、短期間で見るとはどうかということはあるが、十分にクリアしているということはきっちり説明しようと思っている。
- もちろん運用はきちんとやらなければならないが、年金給付に与える影響は、恐らくは人口の影響の方が相当大きく、例えば出生率が 0.1 上がることの方が給付を考える上で重要となるのではないか。

議事（3）平成 20 事業年度 業務実績の個別評価シート（案）について

〈事務局より説明。以下、質疑等〉

—質疑等—

特になし。

議事（4）次期基本ポートフォリオについて

〈事務局より説明。以下、質疑等〉

- 本日はオルタナティブ投資について議論をしていただくが、この問題は外からの関心が非常に強い問題である。その要因の一つは資産運用業界の収益に大きく影響するということであろう。オルタナティブ投資の運用手数料は一般に 2 / 20、すなわち固定手数料 2 % プラス目標を超えた分の 20 % といわれている。我々が現在、現実に支払っている運用手数料は運用資産 120 兆円に対して 300 億円を下回っている。仮に資産の 1 % をオルタナティブに投資すると 240 億円プラスパフォーマンスフィーで、それだけで現在の総手数料に匹敵する額になる。オルタナティブ比率 5 % で 6 兆円を投資すると、その分だけで 1, 200 億円プラスパフォーマンスフィーでそれだけで現在の 5 倍になる。いかに運用業界の関心が高いかお分かりいただけると思う。逆に我々はそれだけのコストを支払うわけだから我々にとっても影響は大きい。いろいろな側面からご議論いただきたい。
- (オルタナティブ投資の種類、商品概要、市場規模、リスク・リターン特性、伝統的資産との相関等について説明。)

これから議論いただく上でのポイントをいくつかお示しする。一つ目は、オルタナティブ投資それぞれのリスク・リターンの特性をどう評価するのかという点。伝統的資産との相関をどう見るのか、そもそもこれらのデータが、伝統的資産のデータに比べてどのくらい客観性、信頼性があるのかといったこと。また、公的年金運

用の投資対象としての適格性をどう考えるか。例えばバイアウトファンドの裏に年金マネーが入っていたときに社会的にどのようなことになるかといった点である。二つ目は、伝統的資産との相関が低い投資対象を組み込むと、ポートフォリオ全体の効率が高まるということはどう考えるのかという点。つまり、オルタナティブ投資自体に、非伝統的資産との低い相関関係を認めるというか、分散効果をオーソライズするのかどうかというところ。三つ目は、ポートフォリオのリスク・リターンの改善のためということでオルタナティブを位置づけると、ポートの3%、5%ぐらいの割合で入ってこないという意味がないということになるだろうが、我々の規模でそれを実際にできるのかどうか。四つ目は、伝統的資産と比べ、少なくとも同じ、あるいはそれ以上のレベルでファンドのリスク管理をしなくてはならないが、そのための人的リソースの問題をどう考えるかといった点である。

- 基本的にはオープンマインドで見たほうがいいのではないか。また、新しい投資機会というのがあるのであれば、こういう機会に積極的に一応評価してみるべきであろう。伝統的資産との関係をどのように評価していいのか、去年の秋の崩れからあまり時間が経っていない中で正確な評価はしにくいところもあるが、どれぐらい組み入れることがいいのかということも含め、議論してはどうか。
- 私の意見はやや保守的かも知れないが、我々への法律上の要請は、長期の観点から安全かつ効率的に運用を行うことであり、この観点から考えると、一つは分散投資効果が本当に働く資産なのかどうかということがある。市場規模を念頭に置くと、ヘッジファンドぐらいがまあまあの規模であるとはそれほどではない。例えば海外プライベート・エクイティは、外国株式との相関が極めて高いので、市場規模がそれほどない中で考えると、本当の意味で分散投資効果が働くといっても限界があるのではないか。そういう意味で、市場の規模で見ると投資対象として魅力的であっても、実際に分散投資効果が働くかという観点で詰めて考えてみると、それほどではないのではないか。

二つ目は、国民の財産を預かっているということは、透明性のある運用であることが非常に重要ではないかと思うが、時価評価が困難というのはどうかなという感じがある。ヘッジファンドについて見ても、いろんな指数にバイアスがあるというか、市場のもろもろの統計データも含めて成熟したマーケットであるのかどうかという点にも疑問符がつくと思う。

三つ目は、ヘッジファンドはそれなりの市場規模ということで、これを対象に考えるかどうかということなのだが、レバレッジを効かせたり、空売りをやったり、デリバティブを組み合わせてやっている。振り返ってみると、10年ぐらい前にLTCMの破綻というのがあって、次第に投機的な傾向を強めていって巨額の損失を出した。また、今度の金融危機でも、サブプライムローン関連の証券化商品というのかなり金融技術を駆使した複雑な商品で、そういう中でいくつか盲点があって、思わぬ損失が出た。債券とか株式というのはリターンの変動をリスクというぐあい

に観念しているが、ヘッジファンドはデフォルトリスク的なものがある、公的年金運用の投資対象としての適格性を考える場合にリスクの性格がかなり違う。しかも透明性に限界があるとなると慎重に考えたほうがよいのではないか。

- 基本的にポートフォリオミックスとして、こういうものを対象にするかどうかという議論の中で、この公的年金基金の積立金の大きさということは意識せざるを得ない。また、分散という観点からいうと、それなりに組み合わせることに意味はあると思う。その中でもまず市場規模で少し選別ができる。それから、本当はコモディティなども分散効果としてはいいのだが、非常に庶民の生活に直結するような物資などに資金が入っている場合に説明が相当難しくなることを考えると、一番この中で対象としやすいのは、ヘッジファンドと私募不動産ではないか。ヘッジファンドにだけ絞っていうと、ヘッジファンド自体にいくつかの戦略があり、また、個別のヘッジファンドでも戦略分散があって、何よりもポートフォリオで一番大きい国内債券との相関でいうと、かなり分散効果が出てくるだろう。

それから、ポートフォリオの中にベータリスクだけでなくアルファリスクも入れておくということに意味がある。その場合に合理的に説明できる投資ができるか、あるいは比較ができるかという点、技術的には可能で、戦略の分散、ファンド会社の分散の限度をそれぞれオーダーとして入れておけばよくて、戦略の分散の仕方とVWAPやインデックスと比較して、戦略分散のいろいろな計数的な比較も可能であると思う。ヘッジファンドが一番ターゲットとしては可能性があるし、意味があると思う。実際に入れる場合、例えば3%で3兆円であっても平均的なリターンとしては10%以上をターゲットとするわけだから、リターンからすればポートフォリオに組み入れる意味のある金額になるのではないか。また、物すごく長いトレンドをとったときのリスク・リターンでいっても、こういう長期的な資産にはそれなりに意味があると思うので、合理的な投資とそういった分散についてきちんと説明ができれば可能ではないかと思う。

- オルタナティブとかヘッジファンドも含めて、今までこれだけリターンが出ていたという実績やデータがあるのだが、これが今後どうかという点、特にこの1~2年は、それぞれのアセットクラスを支えてきた論理という点、正当性が相当大きく崩れてきている。2桁のリターンを上げてきた優秀なヘッジファンドが、この1~2年はほとんどマイナス2桁になってしまい、非常に個性の差、個社の差というのが大きく出てしまっている。ですから今この時期に、他のこともそうだが、大きな決定をするに当たって本当に何に依拠すれば議論ができるのかが問題となる。例えば低相関という話も、世界の株とクレジットが全て値下がりしてしまったら、結局それに引きずられてオルタナティブもマイナスになった。これが一体、一時的な現象で将来的には元に戻ってくるのかどうかという読みも非常に難しいし、個々のファンド会社についても、今後どうなるのか正直いってわからない。だから、今、この時点で、これで行こうと決めるリスクというのは結構あるのではないか。

コメントとして感じることを申し上げる。一つは、サイズからいうと、仮にポートフォリオの2～3%まで入れるのがぎりぎりだとして、全体のアセットアロケーション、リスク管理上本当に意味があるのかどうか、これを論証するのは結構難しいのではないか。もう一つは、低相関だから意味があるということが今までの論理だったが、これはかなり打ち砕かれてしまっている。また、資産全体としてのリスク・リターンというものはあり得ないとすると、個々のヘッジファンドとかプライベート・エクイティのリスク・リターンということにならざるをえず、これ自体が非常に不安定で、ポリシーミックスの中で位置づけるのは技術的にはかなり難しい。

もう一つは、アセットアロケーションとは別に、少なくとも運用対象として意味がありそうだというものを最初から門前払いはないのだろうと思う。世界のマーケットの動きを典型的に示しているような面もあるので、オルタナティブを全く見ずには市場の動きを議論できないという意味で、そこそこの情報は持ち、理解と認識をしておくことは大事ではないか。一方で、マネージャーの質はものすごく玉石混漚で、ぜひ使いたいというようなマネージャーは世界中の資金が行くので基本的にはクローズされていて入れない。また、立派なプレーヤーを見つけて入っていくというのも大変で、そのためには相当の決意とスタッフリソースが要る。まずは、勉強のつもりで専門の担当者を置いて、5年、10年かけて育てていくというような意味はあるのではないか。

また、ここへ来てヘッジファンドと通常の運用の差がどんどん少なくなってきた。伝統的資産のマネージャーの中でも、リターンの源泉が限られてきたということで、デリバティブを使ったり、ショートを使ったり、エマージングをやったりするマネージャーが出てきている。むしろ一流のマネージャーで信頼と実績があるようなところで、従来以上のものを始めるということをしつづつやって、結果的には10年たったならヘッジファンドのカテゴリーに入るものがポートの何%までになり、リターンに寄与しているとか、そういうやり方が、このような法人の場合には現実的ではないか。

- 何をやるか別として、いわゆる準備期間というのは必要だろうということで、それは将来十二分にやることも含めてスタートアップしておく必要があるのではないだろうか。
- でも実際にやらないと勉強しただけでは体得しない。やらないと情報が入って来ない。GPIFには大きなアドバンテージがあると思う。確かにいいファンドに入るというのは大変なことだが、ここが入るといふことの意味が強くて、日本で一番チャンスがあるのはGPIFである。それから、2つ目のアドバンテージとしては、バブルが崩壊して有象無象が淘汰されたということで、今、すごくいいタイミングであるということではないか。それから、例えば1%以下の組み入れで意味があるかどうかについては、実額的な利益ということでは結構意味があるし、ファンドの中で様々な投資をするので勉強となり、管理する人たちのレベルも上がってくる。

そういう意味で、世界中の長期的な基金はほとんどヘッジファンドをやっていると思うのだが、日本のようなアカウンタビリティーの非常に厳しいところに置かれてやるとすれば、今まで抑えていたけれどもここで一步を踏み出すという意味は物すごく大きいと思う。

- この問題を考える場合には、いわゆる分散効果というものをどう考えるかというのが一つのポイントだと思う。分散によるリスクの低下というのは運用における黄金律の一つではあるが、相関が低ければ何にでも分散すればいいということではないのではないか。海外の年金で、分散を進めるといって音楽版權や映画ファンドに投資するという動きがあるが、それでポートフォリオ全体のリスクが低下するのだろうか。ヘッジファンドはそれまで高いリターンを出してきたが、今回の金融危機で運用対象がサブプライム関連の証券化商品等であるとかレバレッジを効かせるとかの問題がはっきりした。我々はそのようなリスクをとる必要があるのだろうか。

また、分散効果を考える場合、アセット総体としてのリスク・リターン特性をみる必要があるが、ヘッジファンドにしるプライベート・エクイティにしる、一応、ベンチマークは公表されているが、現実には個別ファンドによる差が大きい。また、ヘッジファンドでは3年経つと半数のファンドがクローズするという話もあり、アセットの一つとして他資産との相関を計測して分散効果を算定するというのは難しいのではないかと。

リスクの性格という面でも、先程ある委員が指摘されたところであるが、株式・債券のリスクというのは期待リターンを中心とする収益率の振れ幅の問題で、値下がりによるロスがリスクとして顕現化しても、そのまま保持していれば元に戻ると期待できる。ヘッジファンド等でロスが生じた場合は、そのままファンドで資産を維持することはできないし、本当に資金が戻ってこないという意味のロスで、株式・債券の場合とは相当に性格が違う。違うもの同士でリスクの分散というのは、どれだけ意味があるのだろうか。

これだけヘッジファンドやプライベート・エクイティというものが世の中で行われているのに、それをやらないのはおかしくないかという考え方はあるのだろうが、企業年金等多くの年金と我々の公的年金とは事情が違う。企業年金は名目リターンをターゲットにやっているから、債券の金利が低い場合、株式をある程度入れなければ目標に届かない。それでもまだターゲットに届かない場合に、株式リスクがあまり高くなりすぎないように、ヘッジファンドなどに投資するといった事情もあろう。我々の場合は、ターゲットが名目ではなくて実質であるから、金利が低いときにはターゲットが下がるという性質を持っている。いわば債券の金利と一緒に名目ターゲットが下がるという非常に特殊なものなので、無理をしてリスクをとってリターンを上げに行く必要はないのではないかと。もう一つ、我々のポートフォリオは株式の比率が非常に少ないわけで、仮に何らかの要請でリターンを上げなければいけない場合でも、株の比率を少し上げるという対応が考えられ、その方が一番透明性も

あるし、良くわからないリスクをとらなくて済むように思う。ファンドの巨額性という点でも我々は他の年金とは異なっている。

- ヘッジファンドについて誤解があるようだが、もっと正確に理解しなければいけないと思う。例えばLTCMの場合、投資対象は全部国債である。アービトラージをしてレバレッジはかかったが、投資対象そのものが危険なものだというのは誤解をしている。それから、ヘッジファンドのヘッジという意味は、売り買い両方やって、例えば損するところを売りヘッジをかけて損失を少なくしてそれでプラスだけを積み上げるというのがもともとの手法の発想であり、その誤解も一つ。それから、アルファリスクは説明がつかないということであれば、なぜ株についてのアクティブ運用をやるのかということになるのではないか。その辺はもう少し合理的な議論をしないといけないと思う。
- 議論の途中ではあるが、今日は予定の時間も過ぎているので、為替の方は次回に延ばすとともに、もう一回時間をとってオルタナティブに関する議論を続けることにしたい。

議事（5）その他

（リスク管理状況等の報告（平成21年3月～4月））

《事務局より説明。以下、質疑等》

—質疑等—

特になし。

以上