

第 40 回運用委員会議事要旨

1. 日 時:平成 22 年 7 月 28 日 (水) 9:30~11:30

2. 場 所:年金積立金管理運用独立行政法人 会議室

3. 出席者:・植田委員長 ・宇野委員長代理 ・稲葉委員 ・臼杵委員 ・小幡委員
・草野委員 ・佐藤委員 ・能見委員 ・村上委員 ・山崎委員

4. 議事要旨

- (1) 外国債券・外国株式パッシブ運用受託機関の選定 (第 2 次審査結果) について
事務局より外国債券・外国株式パッシブ運用受託機関の選定 (第 2 次審査結果) について説明が行われた後に、選定結果、評価の仕組み等に関する質疑等が行われた。質疑等の概要は、以下のとおりである。

委 員 総合評価の点数とは別に各項目の点数が付されている。総合評価のメカニズムはどうなっているのか。

事務局 評価に当たっては、3 つないし 4 つのパートに区分してそれぞれ評価を行い、それを基に最終的な総合評価としている。その際、投資方針・運用プロセス、組織・人材は運用にとってかなり決定的な部分になる。投資方針・運用プロセス、組織・人材において両方とも高い評価が得られないと総合評価は高いものとはならない。

委 員 既存の運用機関でコンプライアンスと事務処理の評価が悪いところには、改善するための指導は行うのか。

事務局 これまでも先方にはいろいろと申し上げてきている。仮にまた継続となれば、先方にお話しさせていただくことになると思う。

委 員 機会をみて運用オフィスをチェックすることは実務的には意外と大事なことである。また、経営者と主要ファンドマネジャーの期中の異動、メンバー交代はウオッチする必要がある、これらについては、何か条件を付けたり、契約上制限すること等は行っているのか。

事務局 既に契約しているところについては、ガイドラインにおいて主要な経営者、C I O、ファンドマネジャーといった者が交代する場合には、予め届けるよう義務づけている。頻繁にそういった者が替わる時には、警告を発する場合もあり、それが最終的に解約につながるようなケースも出てくると考えている。

委 員 パッシブの場合には、ある程度規模が大きい方がよいとして、社数を絞って

いくということを考えていくのか。

事務局 社数を絞るということも1つあり得る。ただ、一方で、既に2兆円に近い水準の規模を1つのファンドでやっている。このため、例えば、システムダウンなどにより、突然委託しているファンドの運用ができなくなるといったことも考えられ、あまり絞り込んでしまうとオペレーショナルリスクがかえって発生していかかかということになる。最終的には3次審査で手数料を含めて提案の状況を見ながら判断をしたい。

委員 ベンチマークは全部一緒にする予定なのか。評価されるベンチマークが決まっても、敢えて委託するときに多様性を持たせ、アルファをとりに行くという考え方もある。またリスク分散の観点からベンチマークを多様化させておく考え方もあり、どこかで議論すべきではないか。

事務局 パッシブではあっても、ベンチマークを一種のアクティブなものでやる場合には、アクティブの中で位置付けた議論をするといったことではないかと考えている。

委員 厚労省から示されている中期目標では、パッシブ中心にするよう指示されているが、パッシブの言葉の意味自体はあまり明確ではないということか。

事務局 運用の中心となるパッシブ運用の基になる評価ベンチマークは、基本的に基本ポートフォリオのベースとなっているものを用いている。パッシブ運用でとっているリスクが基本ポートフォリオで想定しているリスクと違えば、基本ポートフォリオに影響を与えることになるため、アクティブ運用という枠組みの中でご議論いただくべきものと考えている。

委員 これまで順繰りに運用機関の選定は行われてきているが、マネジャーストラクチャー全体としてどうなっていて、どういう考えでできているのかなどについて共通の理解はあった方がよいのではないか。

事務局 アクティブとパッシブを同時期に見直すのが1つ理想形であるが、パッシブの見直しがずっと行われずアクティブ中心に行われてきたことから、今回はまずパッシブの見直しを行うこととしたもの。今後パッシブ、アクティブ比率を見直す、あるいはアクティブの新しい戦略の中でパッシブをどう位置付けるかといったことは、再度議論していただくことになると思う。

(2) エマージング株式に関する論点について

事務局よりエマージング株式に関する論点について説明が行われた後に、エマージング株式の投資の目的、ベンチマーク等に関する質疑等が行われた。質疑等の概要は、以下のとおりである。

委員 既存の外国株式アクティブ運用機関でエマージング投資を行っている社があるが、これらはエマージングを入れる了解を求めてきたので、認めたということか。

事務局 前回の外国株式アクティブの見直しの際に一部エマージング株式を入れたいと提案のあった社について、各社のリサーチ能力等を審査し、一定の割合に限定して認めたものである。

委員 資産運用において投資の目的と評価の基準は一致していなければならないというのが大原則としてある。エマージング投資の目的を収益機会の拡大としたときに、評価はMSCI-KOKUSA I インデックスに対する収益が取れていたかということになると思われるが、見解はどうか。

事務局 評価ベンチマークは、MSCI-KOKUSA I とMSCI-Emerging を複合化したものとした方がいいのではないかと考えている。エマージング株式の目的を収益機会の拡大を図ることと考えると、エマージング株式運用がエマージング市場に対してアルファを獲得したかどうかを見た方がよいのではないかと考えている。

委員 評価の基準は複合ベンチマークでよいと思うが、その場合、ある程度の期間単位では複合ベンチマークに対してリスク・リターンの関係でどうかということを見ていくことになるのではないか。投資機会だけでなく、複合ベンチマークに対する投資効率がよかったのかどうかの評価が必要になってくるのではないか。

委員 投資機会の拡大を前面に出して始めた場合に、外から常に収益機会の拡大がされていたかどうかの評価基準となってしまうのではないか。長期的には収益機会を目指していくのだろうが、短期的には非常にボラティリティの高い市場であるため、そのときにどう表現するのが非常に大きな問題となってくるのではないか。

事務局 超過収益機会の拡大ということであれば、まさにアルファということであり、評価ベンチマークはMSCI-KOKUSA I のままとなる。ただし、収益機会の拡大ということは、まさにKOKUSA I という β があり、また別の β' に行くということである。そういった意味では、評価ベンチマークは複合ベンチマークになると考えている。

委員 将来的にはエマージング株式の外国株式におけるウエイトがある程度高まるとするならば、GPIFもそれぐらい持つことが必要になるのではないかという認識を持っている。そのために今やらなければいけないことは、情報収集体制の整備、この市場に入る上でのノウハウの蓄積といった点にある。いきなり収益機会の拡大を目的とするのではなく、経験知を深めるということで限定さ

れた資金を数年運用していく中で、どういう成果を上げたか、どういう点で改善したかを運用委員会に報告してもらい、本格的にアセットクラスを設けるか、否かといったレベルの議論をする上での情報を集めるという位置付けにすべきではないか。

委員 新興国と先進国の経経済成長の規模そのものの絶対額も向こう6、7年間を考えた時には過去と比べて、新興国の方が大きくなるという状況を迎えており、ここを完全に排除してしまえばβすら取れないという状況になってくる。前回の基本ポートフォリオの検討においては、アセットクラスに入れるまでには我々運用サイドの体制が整っていない、あるいは運用機関が限られていること、中国のような大きなマーケットでさえ現実の株価と実態がどれくらいあっているかはまだ分からないといった技術的な問題もあった。今回は、数年行った上で、運用委員会で評価や実績の検討を行い、将来的にはアセットクラスにまでもっていく展望を持ちながら、今何をやるべきかという位置付けになるのではないか。

委員 既に投資している先進国の大企業の中にもエマージングに売上を依存しているところは相当ある。企業の投資行動を見ると、新興国に注目しており、ここをカバーしていかないのはかえって問題がある。先進国でもいろいろなリスクが出てきており、広く投資対象を分散することには意義がある。いずれかの段階では、ベンチマーク自体を先進国だけでなく、オールカントリーまで広げたグローバル投資の構築といったことまで進めていってもよいのではないか。

委員 これまでの動きを見ていても収益機会の拡大につながり、この地域は成長性があり成長の果実を取れるだろう、全体的に見れば国際分散投資にも資する、そういった位置付けで将来性があるということであればここで踏み込んでいいのではないか。ただし、最も重要なポイントは、洗練された形で運用ができるかということについてまだ発展段階であるので、ある種の実験的なプロセスを経ながらやっていく必要があるのではないか。

委員 あらゆる運用機関に共通だが、アクティブはパッシブに比べて勝率が悪い市場が圧倒的に多い。運用機関の超過収益の獲得能力について、しっかりとしたプロセスで評価していかなければいけないと思うが、そのあたりの対応等はどうか。

事務局 評価の基本は先進国と同じだが、各社のリサーチ体制やカントリーリスクへの対応等が違ってくるのではないか。

委員 価格形成が先進国と比べて非効率的な部分が多くなると、超過収益の安定性も相対的にそこに引っ張られることが非常に多いと思われるが、その点についてはどうか。

事務局 エマージング市場では、先進国以上に超過収益のばらつきが大きい。単にデータだけを見るのではなく、年度、国、様々なイベントへの対応等、定性的なものを丁寧に見ていく必要があると考えている。

委員 エマージング投資をやるに当たっては、国民から大事なお金を預かっていることを踏まえ、考え方をしっかりとした上で、ノウハウ等を積み重ねていかなければいけないため、慎重に行うといったことを明確に世間に対してメッセージとして出す必要があるのではないか。

委員 GPIFの運用スタンスは、ものすごく注目を集めていることを考慮する必要がある、国民の負託を受けて、非常に重要な年金基金を運用しているということに対する責務と運用の成果を上げることのバランスが非常に大事である。

(3) 平成 21 年度委託調査研究・平成 22 年度調査研究について

事務局より平成 21 年度委託調査研究・平成 22 年度調査研究について説明が行われた後に、委託調査内容等に関する質疑等が行われた。質疑等の概要は、以下のとおりである。

委員 平成 22 年度の委託研究の件数が前年に比べると大幅に増えているが、その背景は何か。

事務局 平成 21 年度は基本ポートフォリオの議論がかなり本格化していたため、調査研究に割ける時間がなかったこと等によるものである。

委員 平成 22 年度の調査研究において、債券のマーケット・インパクトに関する調査研究があるが、あまりこの分野での分析は見たことがない。公募に当たって、何かアイデアはあるのか。

事務局 これは非常に難しい話で、ほとんど研究者がいない、またデータの制約もあるということで、海外の研究者にも目を向ける必要があるかと考えている。

委員 現在、委託している運用機関などにも少し聞いてみるという手もあるだろう。

(4) リスク管理状況等の報告（平成 22 年 5 月）

事務局よりリスク管理状況（平成 22 年 5 月）等について報告が行われた。

以上