

第 42 回運用委員会議事要旨

1. 日 時:平成 22 年 10 月 25 日 (月) 14:00~15:30
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) 運用受託機関（外国債券・外国株式パッシブ）の選定について

事務局より運用受託機関（外国債券・外国株式パッシブ）の選定について説明が行われた後に、運用受託機関の選定における総合評価の結果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 総合評価は、投資方針、組織・人材等の運用能力と運用手数料により行っている。パッシブ運用であることを考慮すると、運用手数料をどのように評価に織り込むかが、一つの整理のポイントになるのではないかと。

事務局 一般的には、パッシブ運用の場合はここまで残るような運用機関であれば、運用能力の評価にさ程の差はない、という実態はあると思う。

委 員 例えば過去何年間の既存の運用先のパフォーマンスの差と、今回提示されている運用手数料の差の大小を比べることができるのか。

事務局 今回は、定量データに大きな差がなく、また運用手法についてもなかなか差がつかない中で、運用手数料においては明確に差がつくことになった。

委 員 運用手数料の水準について、運用会社が自ら提示した運用手数料をそのまま用いて評価しているということか。

事務局 運用手数料については、各社にベストエフォートベースで出していただくよう伝えており、その結果、各社の経営判断に基づいて提示していただいたものを評価している。

(2) リバランスの論点について

事務局よりリバランスの論点について説明が行われた後に、乖離許容幅の在り方、取引コストとの関係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 ニューマネーがあった時には、その都度モニタリングしながらトリガーに触れていればアクションを起こすといったようにやってきたと思うが、トリガーの範囲内では、どういったやり方でリバランスを行っていたのか。

事務局 乖離許容幅を超えた時にはリバランスをしなくてはいけない、こういうルールであったが、平成20年度までは、資産構成割合を見ながら、基本ポートフォリオに近づけるようにニューマネーを配分してきたところであり、結果的には乖離許容幅に達したことは一度もない。

委員 これまでは、比較的ウェイトが低くなっているところにニューマネーを配分しただけである。このため、厳密な意味でリバランスはやってきておらず、そういう判断を避けてきたというのが実態であったと思う。乖離許容幅の範囲内でも戦略的なリバランスをやるというのが、普通のリバランスの考え方である。ニューマネーもなく、また、キャッシュアウトとリバランスのどちらを優先するかというコンフリクトが起きてしまう可能性があるため、従来以上にリバランスの議論は大事になってきたと考えている。

委員 企業年金の場合には、期待収益率の確保のためにアセットアロケーションを決めており、アローアンスもあまり大きくないことから、その中にある場合には何もせず、そこから外れたら中心値に戻すというのが基本だと理解している。

委員 乖離許容幅を見直すべきかどうかに関しては、取引コストとの関係で、どれぐらいのリバランスのフィージビリティがあるのかを共通の認識として持たないと議論が空回りするのではないか。仮にある水準を乖離許容幅にした場合、それを超えたらそこへ戻すということになるが、その時にどれぐらいの取引コストがかかるのかと、やらないことによる問題とを天秤にかける必要がある。現在の乖離許容幅は広すぎるという認識もあり得るが、一方でリーマン・ショックの時のように、国内債券以外は全部下がって、国内債券は何も変わっていないのに自動的にオーバーウェイトになり、乖離許容幅を超える可能性もあるような状況等も考えると、安易に乖離許容幅を小さくすることは慎重に考えるべきではないか。また、あまりこれをタイトにして、積極的にリバランスをするということを公表するのはあまりメリットがない。むしろもっと重要なのは、キャッシュアウトとの関係で、マーケット環境により、リバランスの観点と逆の方向にキャッシュ化をやらなければならない時に、きちんとしたある程度の合意事項としての考え方があり、それに沿って運営していくほうがよいのではないか。

事務局 乖離許容幅の範囲内ではかなり自由度があるのではないか。取引コストとリバランスによる効率性の維持とのトレードオフを考慮した場合、コストに見合う効率性が得られないために、リバランスの意味がなくなる範囲、すなわちプ

ロヒビション・バンドという考え方が出てくるが、これは乖離許容幅の考え方とは異なるのではないか。取引コストについては、測定が非常に難しく、いろいろな仮定を置いてチャレンジしようと考えているところである。また、キャッシュアウトとリバランスがコンフリクトを起こすような状況が生じた時には、その時のマーケットをどうみるか、オーバーウエイト資産を売らないという判断をどの様に行っていくかということであり、これは検討課題であると考えている。

委員 乖離許容幅は、現状くらいの余裕があってもいいと考えている。しかし、キャッシュアウトとかマーケットインパクト等、いろんなことが出てきているので、運用主体としてその範囲内で柔軟にリバランスの戦略を考えたらよいのではないか。現存の乖離許容幅の中でキャッシュアウトという一つのニーズがあって、それを戦略的にやるためにフルインベストに絶対的にこだわるのではなく、いわゆるキャッシュマネジメントを行う等、もう少し運用主体としての柔軟な対応をしてもよいのではないか。

委員 キャッシュアウトと直接関係なく許容幅はある訳であり、その中で戦略的に、同じリスクだったらより高いリターンを追求するという観点から、戦略的に活用し、事後的にはそれをよく検討するというシンプルな考え方をまずベースに持った方がよいのではないか。

委員 キャッシュアウトも乖離許容幅をどのぐらいにするかも、どこまで戻すかも、基本的には基本ポートフォリオという、いわば期待効用が最大化されるはずのポートフォリオからずれるコストと、それを戻すための取引コストのトレードオフでしかない。この議論を進めるためには、非常に難しいとは思いますが、取引コストの推計をする必要があるのではないか。

委員 当法人の目的、与えられている使命を踏まえると、基本はアセットミックスの中心がターゲットということになる。また、乖離許容幅のレンジがかなり広くとってあるため、中心値から乖離してくることになるが、アセットミックスの乖離効果というのは絶大なものであり、経験的には各資産のアクティブを一生懸命やっても、それ以上そこでぶれてしまうことにもなる。そのため、このリスクは管理しなければならないリスクである。

アセットミックスの幅を使って戦略的にアルファをとりにいくかどうかについては、アクティブ運用と同じになるので、かなりきちんと方法論が確立されない限りはやるべきではないと考えている。

委員 結局ポートフォリオで想定する期待リターンとリスクの大きさに対して乖離が生じた時に、どのぐらいのスピードでそこへ戻していくかというのがリバランスの議論だろう。そのスピードの速さが取引コストやマーケットセンチメン

ト、キャッシュアウト、そういった要因で決められ、ゆっくりでもやむを得ないのではないかといった判断もあり得る。どのくらいのスピードで均衡に持っていくかを、ある程度共有できるとよいのではないか。また、その辺についてのデータや動きなどの研究が深まるとよいのではないか。

事務局 どのくらいずれると、どのくらいリスク・リターン特性に影響が出るのかどうかについては内部的にも今検討等を進めている状況である。なお、実際にどのようなルールを作るかについては、これはかなり難しいと考えている。市場と対峙していると、そこが逆にルール化できない面があり、何かそういったものを作ったとしても、それはあくまで目安であって、実際にはその都度個別に判断していくしかないと思っている。

委員 目安という点については、同意するところである。

委員 市場に対峙していると、そこをデジタルにルール化することはすごく難しい。しかし、その時々々の環境を考えてとなると、直近の事象に引っ張られるということも大きいと思われるため、市場環境が冷静なときに、冷静な頭で決めた、ある程度のルールを運用していくという形にするべきである。こういうルールで運営すると、このようなリスクとリターンをとる、そのリスクはどこまで許容できるのか、などの数値化の共有は必要なのではないか。

委員 基本的な運用対象資産のリスク・リターン特性に変化があったという認識に至った場合に、それは次の基本ポートフォリオの変更のときに反映させるのだろうか、すぐに対応したほうがいいかどうかの判断のためにこの乖離許容幅を使うという発想はないのか。

事務局 中期目標との関係では、基本ポートフォリオでのリスク・リターンが前提としている経済等に変化が起こった場合には、基本ポートフォリオの見直しにつながり得ることになる。ただし、その目安として、許容乖離幅を超えた時には、何かマクロ経済においてかなり変化があったのだと認識すべきものとして設定されているかという点、必ずしもそういうことではないと考えている。

(3) 平成 22 年度のキャッシュアウトへの対応と今後の見通しについて

事務局より平成 22 年度のキャッシュアウトへの対応と今後の見通しについて説明が行われた後に、売却時の取引コストのデータの集積、短期借入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 GPIFとして、売却時にどれぐらいのコストがかかるかというデータをきちんと集積し、今後リバランスの問題等を考える時に、実際に市場でやるとき

にどうだったかという情報がたくさんあることは重要であり、将来に役立つよう対応していただきたい。

委員 短期借入の位置付けについては、どう考えているのか。常時借りているというよりは、本当に何かの時に借りるというものか。

事務局 短期借入については、今中期計画から借入の限度額を設定したが、予備的なものという位置付けである。典型的にはアクシデント、ショックが起きた場合を想定しているものである。

(4) 運用受託機関等の法令違反及び事務過誤等への対応状況について

事務局より運用受託機関等の法令違反及び事務過誤等への対応状況について報告・説明が行われた。

(5) リスク管理状況等の報告（平成 22 年 8 月）

事務局よりリスク管理状況（平成 22 年 8 月）等について報告が行われた。

以上