

第 121 回運用委員会	資料1-2
平成 29 年 8 月 29 日	

平成 28 年度の委託調査研究について

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"> <li>・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リサーチ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。</li> <li>・調査は以下の3ステップで実施した。 <ol style="list-style-type: none"> <li>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。</li> <li>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。</li> <li>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。</li> </ol> </li> <li>・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。</li> <li>・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。</li> <li>・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。</li> <li>・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。</li> </ul>
契約金額	27,000,000円

年金積立金管理運用独立行政法人 御中

「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」

最終報告書（概要）

ラッセル・インベストメント株式会社  
コンサルティング部  
2017年3月31日

# 本研究業務に関する当社の理解

貴法人は、各資産クラスにおいてパッシブ運用を中心としつつもアクティブ運用による超過収益獲得の機会を活用することを業務方針において明示している。ただし、大規模な資産が超過収益獲得の制約になっている。

アクティブ運用を通じて超過収益を獲得するためには、運用手法の類似した運用資産の増大による市場での超過収益獲得機会の減少や、マーケットインパクトによる取引コストの増加を回避するため、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、下記2点の検討が必要と考えられる。

- › ファンド規模とアルファ（銘柄選択による超過収益）の関係について、運用戦略毎に調査を行うこと  
投資対象市場（日本、米国、欧州、エマージング）やセクター（小型株、社債、ハイイールド債券）毎に検討を加えることが望ましい。
- › 各ファンドの最適な運用資産規模を考慮しつつ、各ファンドへの委託額の適正化を図ること

当社では上記2点に関する示唆を導くため、数十年もの歴史を持つ運用機関調査およびマルチマネージャー運用の基礎となっている理論的枠組みを用いて、以下の3段階で調査を行った。

1. 資産区分戦略（各市場の潜在的な超過収益期待度の評価）
2. マネージャー選定（個々のマネージャーの超過収益と運用資産規模の関係の分析）
3. ポートフォリオ構築（貴法人の視点から各市場への適切な資金配分決定プロセスを提案）

# マネージャーストラクチャー構築のための3ステップ

## 1. 資産区分戦略（アクティブ）

どの資産区分に、より超過収益獲得余地があるか？

*各市場の潜在的超過収益期待度を評価*

1-1 アルファ・マッピング

1-2 超過リターンの推計

## 2. マネージャー選定

どのように超過収益獲得能力のあるマネージャーを選定するか？

個々のマネージャーの最大受託可能額はどの程度か？

*個々のマネージャーの超過収益と運用資産規模の関係を分析*

2 アルファ-AUM 分析

## 3. ポートフォリオ構築

個々のマネー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？

*貴法人の視点から各市場への適切な資金配分決定プロセスを提案*

3 投資可能額の推計

# 分析内容と結果

## 1. 資産区分戦略におけるアルファ推計

### 1-1. アルファ・マッピング分析

- › 何がアルファの潜在性の元となるか、そしてスキルのあるマネージャーがどの資産クラスで付加価値を与えられるかを検討

### 1-2. 期待超過リターンの推計

- › ユニバース分析と将来に向けての洞察を加え、各資産クラス別に期待超過リターンを推計
- › 実証研究の結果から、債券よりも株式の方が、また、株式の中でいくつかの特定の資産区分について他の資産区分よりも高いアルファが期待できる点を報告。

## 2. マネージャー選定におけるアルファ推計

### 2. アルファ-AUM分析

- › 各資産クラスにおけるAUMとパフォーマンスの関係を検証、また、AUMの増大に伴うファンド特性の変化を観察した。
- › 上記に加えて、当社運用機関調査チームの責任者よりキャパシティ等について実践的観点から付加できる意見を聴取した。
- › 資産区分毎に、運用機関評価における判断基準を助言。
- › 特にキャパシティ上限が低いと考えられる資産区分を指摘。
- › 債券については、ほとんどの資産区分で資産残高と超過リターンに特定の関係が観察されないことが報告された。

分析  
内容

結果

分析  
内容

結果

# 分析内容と結果および貴法人への提案

## 3. ポートフォリオ構築：貴法人が取り組むことが可能なアクティブ運用資産残高の推計

1および2の分析結果を用いて、貴法人が取り組むことが可能なアクティブ運用資産残高を推計した。主な前提として以下3点を考慮した。

- ① 各資産区分における投資可能なキャパシティ残量を推計
- ② 各資産区分における投資機会の大きさを想定
- ③ 貴法人の負担を考慮した上で管理できるファンド数を設定

- › いくつかの資産区分がキャパシティ上限に制約される結果となった。
  - › ただし、あくまでマクロ（各資産区分の市場規模）的観点からの資産配分上における制約である。実際は、キャパシティの残るマネージャーを丹念に発掘・調査することにより、上記の問題を緩和することは可能である。
- › 一方、上記以外の市場については、現在の配分額を前提とするとキャパシティ制約は大きな問題とはならないことも確認された。
  - › ただし、現債券市場環境下では、債券において流動性の水準からポジション構築が難しい場合がある。貴法人として、高リスクの低流動性証券に投資するマネージャーに巨額資金を投入するのには保守的であるべきと考える。
  - › なお、アクティブ運用に加え、アクティブ運用の合算されたポートフォリオのファクター等の偏りを緩和するポジショニング戦略を保有することも提案に含めた。

分析  
内容

結果  
と  
提案