

第 53 回運用委員会議事要旨

1. 日 時: 平成 23 年 12 月 19 日 (月) 17:30~19:00
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 ・白杵委員 ・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) 「第 2 四半期運用状況について」

「第 2 四半期運用状況について」について事務局より説明が行われた。
質疑等はなかった。

(2) 「第 2 回社会保障審議会年金部会年金財政における経済前提と積立金運用のあり方に関する専門委員会について」

「第 2 回社会保障審議会年金部会年金財政における経済前提と積立金運用のあり方に関する専門委員会について」について事務局より説明が行われた。
質疑等の概要は以下のとおりである。

委 員 専門委員会で、外国の公的年金の運用の体制に比べて GPIF の体制はどうかという質問があったとの説明であったが、どのように答えたのか。

事務局 カルパースや CPPIB 等の海外公的年金では、少ないところで 200 人、多いところでは 400 人体制で行われている。GPIF の場合 70 人程度で、伝統的資産を運用対象としているが、緻密なリスク管理等をしており、これ以外の資産について同様の管理を行うのはなかなか厳しいという回答をした。

委 員 GPIF の説明資料に「長期的観点からの効率的運用を確保しつつ、市場への影響を回避しキャッシュアウトが安定的に実施できる仕組みを中期目標等に整備すること」とあるが、専門委員会のマニフェストとして、こういうことも含めて検討するというような議論になっていくのか。

事務局 国が制度設計について議論を進めていく場合に、少なくともどのような利回りを想定して制度設計をしていくのか、その前提となる財政計算には影響する話だと思っている。

委 員 先ほどの体制の話についてだが、ヨーロッパのマーケット状況等は非常に混乱しており、なかなか運用は難しい局面ではあるが、逆に投資機会があるとい

う考え方もある。基本ポートフォリオを変えるというより、リスク資産の中身を投資機会に応じて変えていくというようなことについて、GPIF の体制でもできることはあるのかということのを少し考えておいてもいいのではないか。

委員 それは、基本ポートフォリオを変更しなくてはいけないような大きな変化があったとみなされる時は、当然ここで議論するという事ではないか。

委員 勿論そうだが、そこはなかなか判断が難しいと思う。もう少し、その手前のところで機動的に動けるようなことがないのか。

委員 手前で機動的にというと、乖離許容幅という枠の範囲を使うという方法もある。

委員 そういうこともあると思うが、インフラ投資のようにリスク資産と債券との間を考えるとということもあるかもしれないし、あるいは今回のエマージング株式のように、そういうリスク資産の中で少し中身を考えていくということもあるのかと思う。

事務局 おっしゃるとおり二つの考え方があり、一つは、許容乖離幅の中で当面のものを変えるという話。それは当然その根拠となるリスク・リターン、これを実際に短期的にどういうふうにセットするのかということと関連する話と捉えるのだろうかということだと思う。

もう一つは、あくまでも伝統的資産のアクティブとして、アクティブの見直しの中で、そういうようなものをやるのかどうかということを検討する。後者のほうが普通に考えられている話であると思う。

委員 それも、今の体制では機動的に動くのはなかなか難しいのではないか。

委員 基本ポートフォリオを変えようとするとかかなり時間がかかるので、その枠内で何かもう少しできることがあるのではないかという話であり、それについてはこの委員会でももっと検討すべきではないかと考える。勿論内部でも既に十分な勉強会等を重ね、検討が進んでいると伺っているが、こういう状況なので投資機会をとりにいけるようなことをもっと考えたらいいのではないかと思う。

事務局 考える上でのスキームという点を申し上げますと、まず前提として、基本ポートフォリオとの関連ということを見ると、流動性がないという部分についてどうするのか。まず、そこは整理する必要があるだろうということ。

次に、特にインフラについては、二つ考え方があって、エクイティに対する投資なので、いわゆる株式アクティブとして位置づけるということ、これが一つ。

もう一つ、インフラ投資の特性としては、インフレ連動的な、ある意味キャッシュフローのようなものが長期的に確保できるので、いわゆる債券の代替として捉えると、多分2つの見方があるのだろうと思う。

委員 そういう新たなジャンルをやる時は、恐らく体制も一緒に考えないとなか

なかうまくいかないのではないかと思う。先ほど海外の公的年金の話が出たが、カナダなどはインフラ投資が進んでいるが、専門チームがあると聞いている。どのような要件を揃えれば、物件の審査やリスク管理ができるのかというところも、体制と併せて内容を検討しなければきちんとした投資ができないのではないか。

委員 リスク・リターンのマトリックスと基本ポートフォリオということと同時に、体制と併せて新しい投資機会みたいなものがどの辺にあるのかということも是非考えていきたいと思う。

(3) 「運用受託機関等の総合評価結果について」

「運用受託機関等の総合評価結果について」について事務局より説明が行われた。質疑等の概要は以下のとおりである。

委員 一定基準に満たないところは一部回収ということだが、本当にそれだけで良いのか。

戦略全体としての評価をどう考えるのか。

また、外国株式アクティブについては、運用開始3年未満の運用機関は定性評価重視というのはわかるが、定量評価が低い場合について、どう考えるのか。

事務局 運用戦略については、マネジャーストラクチャーの見直しの際に、どう整理するか検討を加えていきたいと考えている。

事務局 外国株式のアクティブについては、21年度のリーマン・ショック以降の市場環境がパフォーマンスに影響している。

ただ、今年度については、改善したファンドもいくつか見られ、トータルのにも超過リターンが若干プラスをとれてきているというような状況であり、3年未満のところについても、しばらく様子を見たいと考えている。

委員 ある短い期間の定量的な評価だけで、ここは悪かったからどうこうというのは、基本的に GPIF の運用スタイルからいくと馴染みにくいのではないか。どういうスタイルの運用かによって、上げ場面に強かったり、下げ場面に強かったりする。だから GPIF のアクティブでもそうだが、マネジャーリスクを分散するという意味と運用スタイルを分散することで、一方に偏らないようなやり方をしている。定量的な評価がある短期間瞬間的に悪いからといって、それをすぐ排除しようというのは必ずしも我々の投資理念からするとベターとは言えないのではないか。

委員 勿論その点はそうだと思うが、評価の悪い社に対し、次のマネジャーストラクチャーの見直しまで減額しながら待つのか。

現状のままだと、運用機関は一定の率が回収されるだけで解約されないというように考える可能性もあるのではないかと。緊張感のある運用をしてもらうことが重要だと思う。

事務局 現状も組織体制の部分については、ファンドに大きな影響を与える者の交代等があれば、そこはまた別途に見て解約といったルールも設けている。

なお、回収を始めたのは去年からだ、GPIF で成績が悪いとかなりまとまった金額が回収されるのだということで、運用機関には相当の影響があったと聞いている。そういった意味では、今のところは現状の一部回収は効果があると考えている。

事務局 個社の評価については、我々のルールは基本的には3年に一度、原則としてマネジャーストラクチャーの見直しを実施し、既存、新規問わず基本的には一回見直しするという事を運用受託機関に対して申し上げている。

定量評価から、勝ち、負けがあり、負けが続くと良くない事は勿論スポンサーとしても十分認識しているが、評価期間が余り短いと本当の能力で勝っているのか、負けているのかというのがなかなか判別しにくい部分があるので、3年に一度マネジャーストラクチャーの見直しを実施する際に運用委員会等で十分ご審議頂きながら、その際に解約するか、存続かを判断している。

では、3年間の間にどうするか。当然、3年間の間には成績の良い社、悪い社が出てくるが、余り評価期間が短くて、定量面に引っ張られて頻繁に入替えをした場合、それで勝っているのだったらいいが、余り短いと評価というもののバイアスがかかりすぎるのではないかとということで、私どもの資金量や資金の性格から考えて、一応3年を目安にしている。

また、それによる一部回収の率が、どの程度が適切かとのご質問であるが、ある程度、中長期的なスパンで評価をするというのであったら、余り単年度ごとのキャッシュフローをインにしてもアウトにしても大きくしすぎると、それでポートフォリオの銘柄を売買する必要が生じる。それを余りやってしまうと、本当にそれで大丈夫なのかというようなこともある。勿論ご意見を拝聴させていただくが、外株については今年度が終了すると丸3年経つので、また評価をし直した上で公募をかけていくこととなっており、私どもとしてはマネジャーストラクチャーの見直しを行う際にも、それぞれのご指摘を踏まえながら、どういう対応ができるのか、考えていきたいと思う。

委員 先ほどの「組織・人材」について、安定性に欠けるとするのは、評価の際相当重く考えなければいけない。定量よりもずっと、これは解約理由になる。

委員 GPIF の採用しているファンドの中の平均未満だとしても、その人たちは業界全体で見たら、平均以上にやっている可能性もあるし、その逆も考えられる。

そういう意味では、マーケットに存在している運用機関のパフォーマンスの分布と採用しているマネジャーの分布の平均が合っているのか、合っていないのか

か、これを確認する必要があるのではないか。

委員 GPIF の評価、あるいはセレクションは標準よりは上だというふうな認識であり、また業界においても、そのセレクションについては、それなりの敬意を払われていたという認識でいる。

事務局 評価する際にはコンサルティング会社のレーティングも確認しながら行っているというのが実態であり、全く我々だけでこういう評価の仕方を行っているということではないということだけのご理解頂ければと思う。

委員 これはなかなか難しいことなのではあるが、一定期間の定量評価を行う場合には、将来の超過収益に対して過去の超過収益が有意な説明力を持っているという判断が前提となってくる。そのあたりの洞察も含め、今後、評価のプロセスについても一段と磨いていく必要があるのではないか。

(4) 「トランジション・マネジャーの選定について」

「トランジション・マネジャーの選定について」について事務局より説明が行われた。

質疑等の概要は以下のとおりである。

委員 現地で調査、ヒアリングを実施したとあるが、外国の信託銀行は入っているのか。

事務局 外資系もあるが、全て拠点は国内である。

(5) 「リスク管理状況等の報告（平成23年9・10月）について」

「リスク管理状況等の報告（平成23年9・10月）について」について事務局より説明が行われた。

質疑等はなかった。

以上