

## 第 55 回運用委員会議事要旨

1. 日 時: 平成 24 年 3 月 5 日 (月) 16:00~17:30
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 ・白杵委員 ・小幡委員  
・佐藤委員 ・能見委員 ・村上委員 ・山崎委員

### 4. 議事要旨

#### (1) 平成 24 年度計画 (案) について

平成 24 年度計画 (案) 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 年度計画とは関係ないが、AIJ の件について何かわかっていることがあれば  
ご説明いただきたい。

事務局 AIJ 問題については、いろいろな報道が行われているが、そういった内容か  
らすると、当法人の場合、各資産管理機関が自ら個別の債券、株式を保有・管理  
し、時価情報を把握しているので、AIJ 問題のようなことは現在の仕組みでは起  
こり得ないものと考えている。

#### (2) 管理運用方針 (案) について

管理運用方針 (案) 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 交付国債については、どのように管理することになるのか。

事務局 交付国債については、現時点では、予算も法律も成立していない。管理運用  
方針については、法律が成立した時点で運用委員会で議論していただいて改正す  
ることになる。

#### (3) 国内債券運用受託機関の選定 (第 2 次審査結果) について

国内債券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 国内債券の運用受託機関の見直しだが、パッシブとアクティブの配分比率、それぞれのパッシブとアクティブの中の委託先数については増やす方向や減らす方向、何かその辺についての前提となる考え方はあるのか。

事務局 3次審査の段階での現地ヒアリング等の結果を踏まえ、マネジャーストラクチャーを勘案した上で、運用委員会の審議を経て決定していきたいと考えている。

委員 パッシブとアクティブの配分比率、委託資産の規模については、どのように考えているのか。

事務局 具体的に組織としての方向性ということではないが、パッシブのウェイトを高める方向で、またアクティブファンドの規模については、債券全体の規模が大きいこともあり、新規先については規模を抑えてスタートし、実績を見ながらということではないか、と考えている。

委員 アクティブについては、いろいろな調査をしても、どういった状況でプレミアムがとれるかを分析することは難しい。

パッシブを一つのファンドマネジャーとして考え、アクティブに一定程度入れておくという分散効果でしか、おそらくアクティブを入れるメリットになりづらいというのが、これまでいろいろ分析して、かつ定量的にも検討した結果なのではないか。

アクティブの意味があるのは、どうしても状況が後追いになるパッシブに対して、多少アクティブがきく場合があり、分散効果として一定割合持ってもいいかとは思いますが、それも GPIF のように非常に大きな金額の場合にはなかなか難しいと思う。

委員 私も同感である。国内債券アクティブについては、規模が大きくなると動きづらいし、相当思い切ったことやらないとなかなか結果は出ないと思うが、そうすると今度はマーケットがアゲンストに傾いたときにはダウンサイドリスクが大きいという問題があり、そういう意味でもなかなか難しいところだと思う。

委員 金利上昇を考えると、第3次審査で運用機関にヒアリングしてみるというのは1つあるかもしれないが、むしろ NOMURA-BPI のデュレーションが伸びる中で、全体のベンチマークをそこにしているのかどうかという問題のほうを考えたほうがいいのか。

事務局 一般論で言うと、マネジャー分散だけでなく、インデックス分散とか、そういう形でどう構成していくかではないか。これから金利が上昇するといったようなシナリオに対して我々が1つポジションをとるといったようなことではなく、あくまでも分散というか、いろいろなシナリオに対して分散をするという考え方のほうが素直かなという気はする。

委員 一番大きいのは、デュレーションの戦略をどのようにするのかではないか。

委員 結局は何にトライすることが普遍的な超過収益を生み出すのか、本当に意味があるものは何なのかというところを深掘りして運用会社に突き詰めていくし

かないのではないかと思う。そのために、どういうことをやれば五分五分の話なのか、本当に何があれば、五分五分以上にリターンを生み得るのかというところの考え方とやっていることの整合性というか、いろんな局面があると思うので、3次審査のときにそういうことを評価して頂ければと考える。

事務局 3次審査は現地に出向き、運用責任者だけではなく、周囲の関係スタッフ等とも直接話をさせていただきながら整理をしていきたいと思っている。

(4) 第3四半期の運用状況について

第3四半期の運用状況について事務局より説明が行われた。  
質疑等はなかった。

(5) 分散投資効果から見た市場のリスク構造変化の有無について

分散投資効果から見た市場のリスク構造変化の有無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 意義のある分析だと思う。知りたいのは、事後的に考えて、我々が投資できる資産ではないものも含めて全ての資産を対象にシミュレーションしてみると、どのような資産に分散投資をしておけば、結構うまくいったかということになるのか。

委員 分散投資効果がイベント毎にきているというのは、リーマン・ショックの際、流動性供給はしなくてはならないのだという学習を中央銀行はして、債券市場回りをリスクの相対的に少ないところを壊さないようにいろいろオペレーションをしたというのが大きいのではないか。

事務局 そういう意味では金融が緩和的なので、債券と株式の間を行き来しているといったイメージだと思うが、注意しなくてはいけないのは、本当に金融危機みたいなふうになってしまうと、そこに一気にキャッシュ化の流れが起きてしまうおそれがある。ただ、現行の中央銀行の政策スタンスからすれば、そういうことはこれまでずっと回避されてきた。

委員 相対的にリスクの高いほうは割と一緒に売られているということはあるのではないか。

事務局 何が安全資産かというのは、その局面局面で変わってきていると思う。

委員 気になるのは、一連のイベントで世界的に金利が下がっているが、このまま長期国債の金利が低位水準で続くと、株式と債券の二つの資産では、平常時でも分散が効きにくくなるのではないか。

委員 分散効果を測るホライズンを、いろいろな期間で考える必要があるのではないか。イベント発生時にどのようになっているかという問題、また、リーマン・ショックの前と後での平均水準というのがどうなっているのかというのもあるし、さらに、公的年金が分散効果を求めるタイムホライズンに鑑みてどうかというのもあると思う。それぞれの期間によっていろいろ見え方が異なってくる部分があると思うので、そこを様々な角度から見ていく必要があると考える。

以上