第73回運用委員会議事要旨

1. 日 時: 平成25年11月18日(月) 15:00~17:00
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 ・臼杵委員
・小幡委員 ・薦田委員 ・佐藤委員 ・能見委員 ・村上委員
4. 議事要旨
 - (1) 「平成25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
質疑等はなかった。
 - (2) 「リバランスの検討及び実施について」について
質疑等はなかった。
 - (3) 「国内株式運用受託機関の選定(第2次審査結果)について」について
質疑等の概要は以下のとおりである。

委 員 小型株のスタイルのファンドのひとつが不通過となった理由で、小型株の市況を勘案するとアルファが乏しいというような説明があったが、ほかのファンドでもスタイルが完全に小型となっていなくてもポートフォリオの属性としてそのようなファクターをとっているファンドもあると思うが、アルファを見るときの評価の視点はどのようにしているのか。

事務局 過去5年間、小型株は非常に成績が良い。したがって、今回通過したファンドの中には小型の属性をもったファンドがずいぶん入っている。そのようなファンドについてはTOPIXとの比較のみではなく、小型株のベンチマークを見て、小型のエリアの中で見た場合に超過収益が上がっているかをチェックし、ヒアリングにより特性等についての確認を行い、運用プロセス等について納得ができたものについては通過させている。

委 員 アクティブで応募してきた先でパッシブとして評価する可能性も検討するということだったが、当該先はインデックス自体を自ら開発してそのパッシブ運用を行っているということか。

事務局 ご指摘の先は、元々はインデックス会社と共同で開発していたが、その後インデックス会社に譲渡して運用に特化している。

委 員 通常インデックスに対するトラッキングエラーだとかアルファを評価する

と思うが、この場合にはこのインデックス自体を採用する時の有効性を評価するということになるのか。

事務局 TOPIX 自体、常に効率的かという点必ずしもそうではない時期もある。TOPIX と他の違った種類のベンチマークを組み合わせることによって、パッシブ全体としてより効率性が高まるかどうかをまず検討することになる。今行っている委託調査研究の成果を生かしつつ考えていきたい。

委員 先方はアクティブと考えているのに、こちらがパッシブとして採用することだとおかしなことにならないか。

事務局 パッシブとしての位置づけを受け入れるか、アクティブとしてあくまで超過収益を狙うかは、最終的に先方の経営判断ということになる。

委員 基本的にある種のアルファを出し続けるというすごいファンドもあることはある。マーケットは非効率な部分があって、ある種のファンドがその非効率性を収益化している。ただし、そのようなアクティブのファンドに我々がアクセスする、あるいは見極めて集めることはなかなか難しい。常にアルファを出し続けるファンドを探す努力は必要だが、次善の策としてはマネージャー分散を図ることになる。マネージャー分散であればベータをとることをベースにしているのではないかと。

委員 今後審査を通過した、落ちたというのは当然運用機関に知らせると思うが、その際理由のようなものは教えるのか。

事務局 3次審査の場合には通った、通らないという通知に加え、ある程度理由も口頭で説明している。

委員 ある程度理由を伝えたほうが全体的なマネージャーのレベルアップにつながると思う。

委員 ほかのパッシブインデックスのようなものを考えるという面では、通常リスクを測るときにマーケットとのベータを見ているが、経済学的には消費とのベータを図るほうが正しい理論だ。年金ファンドであれば何が消費に当たるかといえば、将来の年金の支払であるとかキャッシュフローであるから、それと相関が高いファンドは非常に価値が高い。様々な形でこのような考え方は運用に生かせると思うが、インデックスのところでは何かあり得るか。

事務局 我々として考慮することとしては、1つはキャッシュアウト、もう1つは年金財政自体が賃金や物価に連動するので、そのようなものになじむ株式のインデックスがあるかという話だと思うが、我々もこれまでに検討してきたものは、なかなか見当たらない。

(4)「管理運用方針について(案)」について
質疑等はなかった。

(5) 「次期基本ポートフォリオについて」について

質疑等の概要は以下のとおりである。

委員 ひとつひとつの論点の背後に、どのような時代を考えていったらよいのかということについても考えるべきかと思う。例えば、日本の成長が人口減少のもとで低いということを前提としているが、はたしてその前提で正しいのか異論を唱える経済学者もいる。本当にそのような前提でいいのか、それが外れた場合は困るので、どのようにしたらよいのかというのを考える必要がある。

また、主要国の財政事情は軒並み悪化しており、国債といえどもそれぞれが固有のリスクを持っていると言っても過言ではない。単純に日本の国債は安全だとか、海外のほうが成長率が高いからそちらが良いと思いついて議論を進めるわけにはいかない。

委員 1つのシナリオに決め打ちするようなポートフォリオを組むのはリスクがある。「国債並みのリスク」という前提でやってきた結果、現実問題として他の海外年金との比較でパフォーマンスが劣後している。

もう一つは、向こう5年間くらいを考えたときに、存在するであろうリスクをいくつか想定して、それについての対応を少し織り込むこともできるのではないか。

それから、超長期でお金を固定することができるというメリットをどのように運用で享受するかということも考えなければならない。長い目で見たら、資本主義というのはインフレをビルトインしているので、デフレが長く続いてもいずれ右肩上がりになるので、長いお金を持っている人は耐えられる。だから、そのような資産をもうちょっと入れてもよいのではないか。

株式のリスクが顕在化しても、すぐに換金しなければならないわけではないから耐えられる。株式は全体としてはじぐざぐしながら右上がりとなるので、株式のウェイトをもう少し高めることを議論したらよいのではないか。

委員 運用パフォーマンスを世界と比較する場合、日本はこの数十年ずっと円高傾向にあったとも考える必要がある。債券投資については、金利がずっと低下していたのでヒストリカルなリターンで見ると、実は大きなコントリビューターとなっている。金利がここまで下がったので今後については考えていかななくてはならないが、イールドカーブが立っていたら、長期保有であればローリング効果も享受できるのではないかと思う。超長期の投資家であるという視点に立って債券投資についても考えていく必要がある。

また、海外の比率を上げるのであれば、為替をどうするかが非常に重要となってくる。

委員 ポートフォリオ全体のリスク設定をどのようにするか、リスク水準はだれが

決めるのかということが非常に難しい問題だと思う。今までその意思決定をスキップしてきたが、妥当なリスク水準はどの程度なのかを決定しなければ本質的な議論にはならない。

年金は超長期的な運用を前提としているが、最終的にプラスになるとしても、途中で突然マイナスに転じた時に、そのところを明確にしておかなければ耐えられなくなる可能性がある。

委員 前回の基本ポートフォリオを検討する過程では、支払いができなくなるような状況に陥る確率がどの程度かをシミュレーションして、このリスクを取った時に、それがどのぐらいの可能性で起こるかはチェックしている。前提としているパラメーターが経済変動の状況に適していたかについては検討が必要だが、できる範囲内で我々なりに与えられているリスク量の持っている意味を、このファンドの期待されている役割に抵触しないようにコントロールすることはモニタリングしていた。

今後の方向性に関しては、海外資産を増やす方向があるかと思っている。それは成長の源泉が海外にあるという直感的なものがあるのだが、もう一つは、国内と海外の連動性が高まっていて、区分していることで分散投資をしているという風に本当に言えるかどうか。重大な危機が起きたときには国内も海外も一緒に動いてしまうという点を考えると、はっきり最初から枠を付けることが賢明なのかどうか。収益、成長の源泉になっている企業の活動の部隊がグローバル化していることも含めて考えると、我々の評価の視点も世界の株式市場や世界の債券市場を前提にして投資していくことを考えてもよいのではないか。そういう意味で、分散投資という観点で言うと、既存の4資産とか2資産では不十分で、もっと違ったタイプの資産を持たないと、いわゆる分散投資的なことが難しくなっている。

超長期の投資という観点で言うと、流動性のないものが持てるというのがこの基金の特徴で、流動性のないものはそれだけ流動性プレミアムがとれるので、そういう視点で分散効果というものも含めて流動性のないものも取り入れるという方向を考えるべきではないか。

委員 リスクをどのように定義するかについては、リスクを考えるタイムホライズンの問題なども出てくるが、コンセンサスがある程度つくられていかなければ、ポートフォリオの本来の骨格ができてこないのと思う。

委員 どの程度のリスク水準に設定するか、どのような種類のリスクを許容するかという話はライアビリティとの関係なしにはあり得ないと思うので、今後その辺を考えながら整理していくということだと思う。

委員 外株についてだが、今や日本の一流企業は海外ビジネスが成長しているところが多く、そのような状況で外株を国内株と区分することには、実際上意味がなくなっているように思われる。

委員 為替の問題だけだと思う。円建てなのか外貨建てなのかによって実現リターンは違ってくるけれども、企業活動自体を考えると国内株と外株を区分することは余り意味をなさなくなっている。

委員 逆に国内株と外株の区分を撤廃した場合、為替の問題以外に何が問題になるのだろうか。昔は外国の情報が見えづらく、為替の管理技術がいま一つよくわからなかったが、今は問題は感じられない。ただ、GPIF が国内外の資産の区分を撤廃するとなると、日本経済にどのような影響を与えるのかについては考えてみたほうが良い。

事務局 仮にそれをすれば、かなりの金額が日本株から外国株にシフトするという影響が生じることは明らかである。なお、最近では企業の国籍ではなく、どこから収益の源泉をとっているかといった観点からのインデックス上の分析等を行っている会社がある。また、我々は昨年初めてエマージングに投資したが、別にこれが初めてではなく、エマージングに進出している日本企業に対する投資を通じて、実質的にエマージングに対するエクスポージャーはあるのだと従来から説明してきた通りである。

委員 国内株と外株の区分を撤廃する影響として1つあげるとすると、年金の支払いが日本の賃金や物価指数に連動しているため、それらの指数とある程度連動してくれたほうがよいということだと思う。

為替が購買力平価で動けば影響はないが、必ずしもそう動くわけではない。

委員 そのような考えからすると、なおさら株の比率を増やしておく必要があるのではないか。インフレになって金利が上がったら債券のウェイトを増やせばよい。

委員 為替の問題についてはよく言われるが、為替リスクを含んだ過去のMSCIのインデックスなどのデータを見てもリスクの上でTOPIXとそれほど遜色ない。グローバルポートフォリオをベースとして、資本効率が低い国にオーバーウェイトをしていったほうが超過収益がとれると思う。そのように考えると、日本の公的年金だからというバイアスを除けば、外株を国内株と区分する必要はないと思う。

委員 賃金上昇率に見合って収益が出る程度では、積立金を持つ意味はないのではないか。リスクを冒している以上、プラスアルファを狙わなければいけない。その意味では国内で運用していればよいということにはならないと思う。

事務局 専門委員会の中では、長期金利の水準あるいは株式のリターンについて、日本のマクロ経済が今後どの程度成長するのかというところをベースにおいて議論されている。日本の長期的な経済成長にリンクするような運用というのが基本的な考え方になっているように感じる。

ただ、人口減少等で相対的に成長力が低下していく中で、他に収益の源泉を求めることが必要だということになると、海外へのシフトをどう考えるか等の

話になるのではないか。

委員 GPIF にとって、負債サイドが長期で、資金量大きいことは強みである。国内債をベースに持ちながら、この強みを生かして分散投資をすれば収益率が上がり、国民の期待に応えられるのではないか。

委員 オルタナティブ投資については過去のシミュレーション等で使うデータのクオリティーが伝統資産とかなり異なり、収益の把握期間も異なるので、独立したカテゴリーとして最適化をすると問題が生じることが多いと思う。ノルウェーのように、独立した資産として扱うが、組み入れ比率の設定には最適化を使用せずに、現実的に取り組み可能な規模を考慮した上で比率設定を行うやり方がよいのではないかと思う。

事務局 プライベート・エクイティについては株の内枠。不動産とインフラについては、インフレに連動するようなアセットとして位置づけるかどうかというところが論点かと思う。CPPIB のトータル・ポートフォリオ・アプローチのように、あくまでも基本ポートフォリオは伝統的なアセットクラスでつくっておき、個別の投資自体を伝統的なアセットとの関係できちんと把握していくというやり方も1つのスマートな考え方ではないか。

委員 国内債を中核としつつ、その中身、デュレーションなどの在り方について考えていくとともに、リスク資産をどのように分散していくかを考えていく必要がある。

リスク資産の内枠の中で、オルタナティブを平均分散アプローチによるのではなく、できる範囲でやっていくという方向ではないだろうか。

委員 キャッシュアウト等対応ファンドには、インフレヘッジ的な意味合いがあるので、それについても評価しつつ、検討していくということではないか。

(6) 「リスク管理状況等の報告（平成25年9月）」について
質疑等はなかった。

以上