

第 77 回運用委員会議事要旨

1. 日 時: 平成 26 年 3 月 27 日 (木) 15:00~16:00

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 ・大野委員 ・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 26 年度計画 (案)」について

質疑等はなかった。

(2) 「外国債券運用に係る受託機関構成見直しの基本方針等について (案)」について

質疑等の概要は以下のとおりである。

委 員 外国債券のアクティブ運用については、ここ 5 年間で良好なプラスの超過収益を獲得しているが、現在、運用ガイドラインでは、「BBB」以上の格付けと明確化されている。これを投資適格ではない「BB」以下の債券にまで新たに投資を行う理由を、分散投資という観点からもう少し詳しく教えていただきたい。

事務局 まず 1 つ目として、現状のアクティブの運用機関から寄せられているコメントで、「BBB」を境として売却してしまうと、収益獲得の機会を逃してしまうのではないかとこのものがある。格付けが BB 以下に下がっても、戻ってくる銘柄もあり、そういう銘柄について「BBB」を外れた段階で売ってしまうと、収益機会を大きく逃すことになるのではないかと。

2 つ目として、これまで投資適格ということを厳格に運用してきたが、様々な投資形態を組み合わせることによって、分散投資効果で、リスクをそんなに取らずにより高い収益を追求する機会があるのではないかとこのことが、ハイイールドまで投資対象に組み入れていく理由である。

委 員 各インデックスのリスク・リターン特性をみると、US ハイイールドは、リスクは若干低い、外国株式に近い特性を持っている。分散投資という話の中で、外国株式で、先進国を若干減らして、エマージングに投資する一方で、その分先進国のハイイールドを増やすといった観点もあるのか。

事務局 そこは資産配分の議論になるので、今回はあくまで外債という枠組みの中でリスク・リターン特性を向上させるという観点でストラクチャーを組んでいくというのが基本になると考えている。

委 員 エマージングの国債は、非常に高いリターンが期待できるが、一方で株式もエマージング株式を組み込んでいる。この 2 つの相関はどうなのか。

事務局 株式と債券の相関は、現地通貨ではマイナスかゼロぐらいだが、為替を込みにして円ベースに直すと、外株、外債は相関が高くなる。

委員 資料に掲載されている過去の成績について、過去5年というと 2009 年 1 月～2013 年 12 月だが、この期間は金利も概ね低下して、クレジットスプレッドも縮まって、アクティブのマネージャーにとって、やりやすい環境であったと思う。

これからの5年間、何が起こるかわからないが、金利は下がるよりは上がっていく確率もあるし、クレジットスプレッドについては、クレジットサイクルを考えるとどこかで開いていく。困難な環境が来たときに崩れるようなことがないように、選考する際は、難しい時期の成績はどうだったかも考慮に入れたらいいのではないか。それからもう1点、大きな問題として、金利が上昇したときに耐えられるストラクチャーなのかどうかということが挙げられる。金利上昇対策なども視野に入れたストラクチャーの構築もあったほうがいいのではないかと思う。

事務局 まず前者については長時間のデータを提出してもらうといった工夫をしたい。

金利上昇耐性という観点では、インフレ連動債はインフレ耐性を持つ重要なパートになると思う。それからハイイールドについても、金利上昇期は景気回復局面であり、ハイイールドのクレジットスプレッドが縮小してくるということで、国債の金利が上がってもハイイールドの金利は逆に動くというような、金利とクレジットとの分散投資効果のようなものもあり、そういうことも含めて、金利リスク、金利上昇耐性はどうなのだろうということをよく考えながらストラクチャーを組んでいきたい。

委員 資産ごとの相関も重要だが、クレジット債が急落し、株が急落したときに、資産全体の相関がどうなるのかということも注意を払ってストラクチャー戦略を構築していただければと思う。

委員 公募要綱において、多様なプロダクトの応募を期待している旨を明記しているが、いろいろな投資を考えているということをあえて書くという趣旨か。

事務局 これについては、特に国内株式でエンゲージメント型のものとか、サステイナブルグロース型など、多様なプロダクトが応募してきているという経験もあり、いろいろなプロダクトを見るというのはいいことではないかということで、今回もその旨を明記している。

委員 応募資格については、原則年金の受託が残高 1,000 億円以上だが、その基準に満たない場合でも、金融機関や大学基金等の機関投資家からの受託を含めて 1,000 億円以上であれば応募可能としているが、年金の受託が少なく、他の機関投資家からの受託が大半を占めているようなところは入ってくるのか。

事務局 大体はグループ全体で 1,000 億の基準を通るところが多いが、中にはかなり先進的な運用をやっており、年金基金ではまだ受け入れられていないが、大学等では受け入れられているような先がこの要件によって救われる可能性があるのではないかと考えている。

委員 どれくらい買うか次第だが、エマージング国債、ハイイールド社債を組み込んでいくと、外国債券のリスク・リターン特性は全体として大きく変わってくる可能性があるのでそこを注意しないといけない。

事務局 世界国債が 10 に対して、エマージング国債やハイイールド社債が 1 とか 0.5 という市場規模を考えると、規模制約はあるのだろうとは考えている。それらを踏

まえて、ストラクチャーを決める際には、全体の相関、出来上がりのものが他の資産クラスとどういった相関の動きになるのかということをよく確認して、ストラクチャーを組んでいきたい。

- (3)「積立金運用におけるフォワードルッキングな対応について」について
質疑等の概要は以下のとおりである。

委員 フォワードルッキングという言葉については、基本投資政策における意味合いと、機動的な運用の場合の意味合いとが異なると思うので、しっかりと定義をしておくことが大事だと思う。

機動的な運用の方については慎重な対応が必要だと思う。決して投機的なものであってはならない。アセットアロケーションにおいて確度の高いもので超過収益を求めていくということは、一般的にアクティブ運用の中でも非常に難しいことといわれている。本当に超過収益がとれるのかどうかということは、きちんと方法論を確立して、一貫性を以て投資していかないとうまくいかない。そのように根拠を明確にした、運用戦略のようなものが必要になってくるのではないだろうか。

市場環境の適切な見通しができるのであればいいのだが、そういうことが本当にうまくいくのかどうかも含めて議論を詰めておく必要がある。また、きちんと後で分析して、その根拠に因って超過収益が取れたのかどうかを評価していく必要もあると思う。

事務局 まず1点目について、長期のポートフォリオをつくるときに、我々が従来やってきた長期的なフォワードルッキングについては、今後もきめ細かく対応していけばいいと思う。短・中期的なフォワードルッキングについては、長期的に定めた基本ポートフォリオとの関係をどのように考えるかということを踏まえながら、体制面等々技術的な部分も含めて検討していきたい。

- (4)「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。

- (5)「リスク管理状況等の報告（平成26年1月）」について
質疑等はなかった。

以上