

第 70 回運用委員会議事録

1. 日 時:平成 25 年 7 月 22 日(月)14:00～15:30
2. 場 所:年金積立金管理運用独立行政法人 会議室
3. 参加者:・植田委員長 ・宇野委員長代理 ・稲葉委員 ・臼杵委員 ・大野委員
・小幡委員 ・薦田委員 ・佐藤委員 ・村上委員
4. 議 事
 - (1) 調査研究について
 - (2) その他

●青木審議役 それでは、御出席予定の委員の先生方、皆様お集まりということでございますので、ただいまより第 70 回運用委員会を開会いたします。

まず、管理運用法人におきまして人事異動がございましたので御報告申し上げます。7 月 1 日付で審議役兼企画部長の大江が退任し、その後任として 7 月 2 日付で、私、青木が就任いたしましたことを御報告申し上げます。よろしくお願いたします。

続きまして、委員の出欠の状況でございますが、本日は、能見委員につきましては、御都合により御欠席とのことでございます。

御出席いただきました委員の皆様方が過半数を超えておりますので、会議は成立しておりますことを御報告申し上げます。

続きまして、資料の確認をさせていただきます。議事次第、座席図のほか、

資料	平成 24 年度委託調査研究について
委員限り 1	平成 25 年度委託調査研究（案）について
委員限り 2	国内株式運用受託機関の選定（第 1 次審査結果）について
委員限り 3	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
委員限り 4	リバランスの検討及び実施について
委員限り 5	リスク管理状況等の報告（平成 25 年 5 月）

以上でございます。よろしいでしょうか。

なお、委員限り 3 の平成 25 年度のキャッシュアウトへの対応と今後の見通し、委員限り 4 のリバランスの検討及び実施につきましては、委員会終了後に回収させていただきますので、机の上に置いてお帰りいただきますようお願い申し上げます。随行の皆様も、同様にお願いをいたします。

それでは、以後の進行につきましては、植田委員長にお願いを申し上げます。

○植田委員長 それでは、今日はお忙しいところ、ありがとうございます。

最初に、議題1 調査研究についてという資料、平成24年度委託調査研究について及び平成25年度委託調査研究（案）について、資料に基づいて御説明をお願いします。

●清水調査室長 それでは、私から調査研究関連につきまして、2点御説明させていただきます。

まず、資料と書いてございます平成24年度委託調査研究については、例年この時期に、前年度の委託調査研究結果をここに書いてございますような形で概要として取りまとめ、運用委員会で御議論いただいた上でホームページに公表しているものでございます。

まず24年度の委託調査研究につきましては2点ございます。まず、1ページ目でございますが、年金積立金管理運用独立行政法人におけるオルタナティブ投資スキームについての調査研究というものでございます。具体的にはプライベート・アセットに関する調査委託研究ということで、3月、5月にこの委員会でも中間報告、最終報告を御説明し、御議論いただき、今後の方向性等につきまして御意見等をいただいたところでございます。

今回、その研究につきまして、今、お示ししているような形で公表したいということでございますけれども、概ね4点に整理させていただいてございます。

まず、1点目、オルタナティブ投資ということでございますが、その目的につきましては、流動性の犠牲に伴うプレミアムの獲得、分散投資による効率性の向上が期待できるということで、主要国の公的年金におきましても、運用資産の一定割合をそういった投資に振り向けてきているということで、私どもにも受託者責任の観点から前向きな検討が求められる。

次、②でございますけれども、これは投資スキームの話でございますが、通常こうしたオルタナティブ投資につきましては、組合形態のファンド、いわゆるリミテッド・パートナー、LPと省略いたしますが、LPSを組成して、その持ち分に投資することが一般的であるということでございます。私どもは現行法令上、株式への直接投資は認められていないわけでございますが、それに合わせる形で、いわゆるみなし有価証券、LPにつきましても、同様に法令等の制約で直接投資はできないということ。したがって、こういったものを投資対象とする場合のスキームといたしまして、いわゆる投資一任契約を通じてファンド持分に投資する。これは具体的に投資一任先として、アセット・マネジメント・カンパニーを選んで、そこの投資判断として個別のLP投資をする、こういう間接的な一任スキーム。もう一つが、ファンド持分等を対象に組成された投資信託、これは私どもの直接の投資対象ということでございますので、この2つがスキームとして考えられるということでございます。

③でございますけれども、将来的にということでございますが、法令等の改正を前提にLP、言い換えればシングルファンドと申しますか、シングルのGP、これを我々が直

接選定できるスキームになるということも考えられるわけですが、そういうふうになった場合でも課題は幾つかございまして、3月あるいは5月にも御説明したとおり、いわゆるそういうファンドについては、ファンドレーズ（資金調達）という形をしてアドホック（限定的）に募集が行われる。そういう中で非常に成績の優秀なファンドにつきましても、すぐクローズしてしまうということがございます。

一方で、私どもの公募でございますが、特定のタイミングに一斉に公募するという形になりますので、我々の公募形態を前提とすると、それが必ずしも一番ベストなファンドにアクセスできるとは限らないとか、たまたまそのときにクローズしてしまうとか、そういった問題もございまして、仮に先ほど申し上げたような法令等の改正をして直接選べるというスキームになったとしても何らかの工夫が必要です。例えばということでございますけれども、マネジャー・エントリー制の導入等の検討が必要となるということでございます。

次、④でございますが、これはこの委員会でも御議論いただいておりますような運用体制の強化が必要であるということ。これは、早くからオルタナティブ投資を開始して、運用実績が蓄積されている国内外の機関投資家と連携し、そういうものの投資能力を活用する、また、GPIF内の知見を蓄積するといった観点から検討に値する、こういった内容でございます。

続きまして、ページをめくっていただきまして、2点目の委託調査研究テーマでございますリスクファクターに基づくポートフォリオの策定及びリスク管理手法の調査研究ということでございます。

調査研究の趣旨でございますが、近年、資産クラスでなく、金利、クレジット、インフレといったリスクファクターを用いてリスクを分散するリスクベースのポートフォリオ構築手法が注目されているということでございまして、これは特にリーマン・ショック前にデンマークの公的年金が先んじてこういった手法を導入し、それによってリーマン・ショックのときも、それなりにリスクに対処することが可能であったということから、特にリーマン・ショック後、海外の公的年金がこういった手法に着目してきているということでございます。これについての調査研究ということでございまして、これにつきましては、ステートストリートにお願いしたということでございます。

先進的な海外基金では、バリューアットリスクや平均分散法といった伝統的なアプローチにかわって、リスクファクターというレンズを通して、ポートフォリオのリスク・エクスポージャーを測定し、モニターすることが一般的になりつつあるということでございます。こういう観点から、我々長期投資家としてのプロファイルを踏まえた上で、長期的に見てどのファクターに対してエクスポージャーを持つかを測定し、モニターすることが有益であり、資産クラスに比べ、ファクターのリターンやリスクパラメーターの予測の方が、一般的な説明が容易でイメージしやすいということです。

資産クラスの見通しとなりますと、将来の株式リターンが例えば5%とか6%、そう

いう数字になるわけでございます。長期金利といったことでございますと、リスクファクターに関する説明ですと、例えば現状であれば、インフレ率が今後1%、2%になった状況を想定するとか、そういった形でマクロ的な意味づけというものが逆にしやすいという面もある。そういうものを生かしてシナリオ分析を行うことが有益であろうという点が1つございます。

問題は、ファクターエクスポージャーを実際のアセットアロケーションにどれだけ有効利用できるかという点でございますが、リスクファクターはあくまでもリスクファクターということございまして、我々はリスクファクターそのものに投資することはできないということでございますので、逆に言えば資産クラスへの投資を通じてしかコントロールできないということでございますので、そこをきちんと留意すべきである。そういう意味でリスクファクター分析は万能ではない。さらに、現状ファクターリスクプレミアムモデル、これも発展途上であるので、そういった観点から資産構成割合の直接的な決定に用いるには解決すべき課題も多いということで、ここにつきましては、引き続き研究等を注視していく必要があると、こういった内容でございます。

以上が、平成24年度の委託調査研究2点の御説明でございます。

次の3ページ目でございますが、これは大学との共同研究ございまして、これにつきましては、平成23・24年度の2年計画で大学との共同研究を行ってきた、その成果をこの3月末に報告書という形でいただいたということでございますので、これをあわせてこういう形で取りまとめたということでございます。

内容につきましては、研究テーマのところでございますが、大きく分けると、運用の長期枠組みと最適リバランス・キャッシュアウトと2つに分かれます。後者の最適リバランスにつきましては、いわゆる市場インパクトの研究とういことございまして、これは早稲田大学商学部の谷川先生以下の研究チームにお願いしたということでございます。

また、運用の長期枠組みでございますが、これにつきましては、さらに2つに分かれます。1つは、上に書いてございますけれども、長期的運用のためのマクロ経済モデルの研究。特にこれは厚生労働省の方で、既に平成26年の財政検証に関連する委員会等が開かれています。そこで実際議論されるような、いわゆるマクロ経済と実際我々のマーケットに近いファイナンス、それは金利や株価収益率、そういうものの関係性についてのテーマということでございます。

また、後者の部分でございますが、これはいわゆるポートフォリオの最適化関連ということで、長期的運用のポートフォリオ研究として3点ございます。1つは収益率分布の非正規性に対応した研究として、一橋大学の中村先生以下のチーム。また、真ん中でございますが、多変量の長期的依存関係に対応するものとして、早稲田大学基幹理工学部の谷口先生以下のチーム。また、多期間の最適ポートフォリオ策定法に対応するものとして、東京工業大学の二宮教授以下のチームにそれぞれお願いしたということござ

います。

まず、この結果でございますが、これは学者である先生による研究でございますので、論文という形で成果としてまとめられておりますので、これについて簡単に御説明をさせていただきます。

まず、マクロ経済モデルの研究について、これは一橋大学の本多先生の研究でございますけれども、アプローチとしては、マクロ経済と公的年金財政間変数の関係、これをテーマに研究していただいたということございまして、まずは、マクロ経済モデルと資産価格モデルを構築して、積立金運用の観点から、公的年金財政の特徴について分析したということでございます。

その研究成果として数点ございますが、まずは長期の利回りには市場参加者の経済予想が反映されるということで、そういう意味で、常に長期金利は市場参加者の経済予想の変化に応じて変化すると、こういう性格であるので、この長期債利回りと賃金上昇率の安定的な関係は期待できないということでございます。あと、年金財政との関係で、長期債利回りの設定によって年金財政の維持可能性の判断が大きく左右されてしまうということになるわけでございますけれども、これを見るに当たって、将来の収支の金額だけでなく、マクロ経済との関連が非常に重要となるので、そういう意味からすると、GDP 対比でマクロ経済との相対的な関係に注目することが有益ではないか、こういった内容でございます。

また、次の長期的運用のためのポートフォリオの研究ということで、一橋大学の中村先生の研究でございますが、こちらにつきましては、収益率の裾依存性を copula (コピュラ) 関数で表現し、その時系列変化を推測する手法を研究したということございまして、裾依存性を反映した CVaR (Conditional Value at Risk) 管理モデルを作成したということでございます。収益率の裾依存性とは、例えばリーマン・ショックに見られたことはほとんどの資産が同時に下落するということでございます。私どもポートフォリオを構築する際には、Aという資産クラスとBという資産クラスの関係に一定の相関係数とか相関関係を想定するわけですが、ここで取り上げていますのは、相関係数が常に一定ではなくて、例えば下落局面では実はその2つの資産間の相関係数は高くなる。1に例えば近くなる。そうすると、ある一方の資産クラスAが下落する局面では、同時に資産クラスBの方もそれにつられて、さらに同じように下落する、こういった性質を表現する、これが関数として copula 関数と一般に呼ばれているもので、この copula 関数を前提として、過去の実際の時系列データ等々から、copula 関数上のパラメーターを推定することによって、逆に通常の正規性、相関係数が一定であるという前提で考えた場合のダウンサイドリスク、それをもっと確実に評価しようと。

そういう意味において申し上げますと、もし仮に下落局面では相関関係がかなり強まるということであるとすれば、我々が一般に考えていますバリュアットリスクなりの下方リスクは実際にはより大きなものになるということがわかるわけございまして、

これらに関する研究ということでございます。

次の早稲田大学の谷口先生でございますが、こちらは多変量の非正規・非定常時系列モデルを想定して、漸近分布をもとにした統計的性質についての基礎的な研究ということで、これは数学的には難しいものでございますけれども、私どもは通常最適化するに当たっては正規分布であるとか、あるいは時系列的に考えても、それが定常過程であるということを前提に時系列モデルを普通考えるのが一般的でございますけれども、一番数学的に一般化されたモデルを考えますと、ここに書いてございますような非正規ではなく、かつ定常データではないという非常に数学的に一般的な過程を前提として、いわゆる多変量時系列の相関関係をモデル化したということでございます。

次の東工大の二宮先生でございますけれども、こちらにつきましては、負債との関係と、あと資産側については多期間ポートフォリオ問題ということをミックスさせたということでございまして、負債側に人口構成の変動を内包した賦課方式の簡易型モデルを開発したということが1点。負債を前提とした上で、多期間ポートフォリオモデル問題の解析的解法について研究したということでございます。解析的解法ということですが、通常こういった多期間ポートフォリオの問題を解くときには、いわゆる線形計画法や、あるいはシミュレーションなどで数値解析としての近似解といったものを求めるのが一般的でございます。そうすると当然計算量が多く非常に時間がかかるといった問題もございまして、この研究では、多期間ポートフォリオ問題を単純な微分方程式を実際にダイレクトに解くと、そういう解析的な解法について研究していただいたということでございます。

最後でございます。これは市場インパクトの研究ということでございまして、この研究内容につきましては、かねてから委員会の場でも、私ども、特にキャッシュアウト局面において、資産を売却してキャッシュ化しなければならないという国からの要請の中で、我々としては市場への影響をなるべく回避するということもあり、そこに関する実証的な研究が必要という御意見等を踏まえて設定した研究でございます。この研究の中では、GPIF の実際の国債の売買データ、これをベースに、果たして実際のそのときにマーケットインパクトがあったのかどうか、そういう実証分析をしていただいたということでございます。当然マーケットインパクトを測定するためのどういうモデルがあり得るのか、という研究をいただいたということでございまして、結論的にはそのようなモデルをつくった上で、検証をした結果、これまでのデータの限りにおいては、マーケットインパクトは確認されなかった。ただ、これについては、今後も当然注視する必要があるという内容でございます。

以上、簡単ではございますけれども、共同研究結果でございまして、申し上げますと、リバランスの件につきましては、一応ここで研究の成果が出たのであろうということでございます。また、他の4つでございますが、例えば中村先生の copula 関数につきましては、内部のリスク管理に実際に応用できる目途がついたということで、今度我々の

中の実際の業務として取り入れる等々のことも考えております。また、東工大の研究につきましても、次期の基本ポートフォリオ策定の際に、今後どれだけ実際に応用できるのかということも含めて考えております。いずれにいたしましても、これらの成果は出ているものの、まだ解決すべき課題等々大体道半ばの部分も若干あるということですので、次の2年間も引き続きお願いをしている状況でございます。

以上が、これまでの委託調査結果でございます。

続きまして、委員限り1平成25年度委託調査研究(案)についてということでございまして、今回、まず1件に絞って考えさせていただいているということでございまして、研究テーマは GPIF における非時価総額加重型ベンチマークの活用についての調査ということでございます。

内容でございますけれども、私どもで採用しているベンチマーク、これは各資産とも時価総額加重平均型のベンチマーク、いわゆる市場をそのままコピーするというか、市場どおりに、マーケットどおりにということでございます。こういった時価総額加重平均型、いわゆるキャップウェイトと呼ばれていますが、これについては、市場全体の動きをあらわすことができる。さらに売買回転率が低い、歴史が長い、流動性が高い等のメリットがあるというわけですが、一方で、既に市場で高い評価を受けている発行体・銘柄がより高いウェイトを占めるという性質から、市場での人気の過熱によりオーバーバリューになっている銘柄等の影響を受けやすい。そういう意味でボラティリティが高くなり、効率性が低下しているのではないかと指摘もあるということでございます。

また債券におきましては、特にソブリンを想定いたしますと、国家の財政状況が悪く、国債を多く発行しなくてはならない、いわゆる債務国ほど我々は相対的に多く投資してしまうというか、持ってしまうということになる。そうすると収支の悪化が進み、発行残高が拡大した時点で、例えば信用格付けが一気に下がってしまう。これは欧州でもソブリン、そういうような状況があったわけでございますけれども、そうするとその時点でベンチマークから外れ、売却対象になるという課題もあるということでございます。

このような、いわゆるキャップウェイトのベンチマークの課題を軽減する手段の1つとして、あるいはリスク・リターン改善という観点から、例えば最小分散やバリューウェイトといった非キャップウェイトのベンチマークが注目されてきているということでございます。これは1例でございますが、私どもこれまで外国株式のアクティブとして、いわゆるファンダメンタルインデックス型のアクティブ運用機関を採用してきたわけでございますが、このファンダメンタルインデックスは、ある意味、エキゾチックベータといえますか、スマートベータと呼ばれる手法ということでございますし、また債券につきましても、ある公的年金(海外)の一部では、例えばキャップウェイト、債務ウェイトというものが問題だという問題意識から、例えばエマージング債券をやるにしても GDP ウェイト、そういった形のインデックスを使用する例も国内も含めて出てきているということでございます。

こういう中で、私どもとして、そういった非時価総額加重型ベンチマークについて、種類、特性、理論的な背景を整理し、GPIFのポートフォリオに対して、どのような効果を求めることができるのか。パッシブ・アクティブの分類についての位置づけ、投資可能な金額、海外での導入事例等、具体的な投資戦略も含めて総合的な調査研究を行いたいという趣旨でございます。

以上、私からの説明でございます。

○植田委員長 ありがとうございます。では御質問等ございましたら、お願いします。

○佐藤委員 コメントなのですが、今年の委託調査研究、これは大変良いテーマだと思いますので、ぜひその成果を実際の運用に、研究結果、調査結果ができ次第、検討してみしてほしい。アクティブ運用がベータ化できる、スマートに割安にやっていくことは、手法を考えて取り込んでいきたいと思いますというところで、GPIFのような規模の大きいところにはとても向いたやり方なのではないかと思います。

そうは言っても、GPIFのように規模の大きいところがやっても有効性はあるのかどうかということもあわせて、既に検討されているかもしれないのですが、研究していただければいいのではないかと思います。

○小幡委員 委託先はもう念頭にあるのですか、公募になるのでしょうか。

●清水調査室長 これも当然公募になりますので。

○小幡委員 大学も研究シンクタンクとコンサルとか、そういうところも両方念頭にある。

●清水調査室長 これはあくまでも委託調査研究で、大学の共同研究という枠では行わないものの、当然大学の先生方、応募していただいてもそれは差し支えない形の対応になります。

○村上委員 先ほど佐藤委員からもお話がありましたように、エキゾチックベータの研究というのは、いわゆる市場ポートフォリオとは違う、代替的な運用戦略の1つとか、運用手法の1つとして考えていくには、非常に研究するに値する分野であると思っております。ただ、これは従来の市場ポートフォリオの代わりになり得るものではないというのが前提としてはあると思います。そのような意味で、ベンチマークを検討するのはまた違うジャンルであろうと考えるのです。

もう一つは、この調査研究の「研究内容」の解説のところでも問題点が指摘されている従来の時価総額加重型のベンチマークの問題点、特にそれはTOPIXをベンチマークとしていることについていろいろな問題があると思うのです。公的年金みたいな大きなファンドがTOPIXをベンチマークとしているためにどのようなことを市場にもたらしめているか、そのあたりは、いつか他の委員の方からも御意見が出されていたと思うのですが、TOPIXというベンチマークを続けていていいのかどうかという問題も含めて、課題としては考えてみるべきことではないかと私は思っています。

●清水調査室長 御指摘のとおり、この研究、まず、ファーストステップとしては当然現状のインデックスの復習ということがまずベースに来るはずですから、そういう意味に

において、各ベンチマーク、国内であれば TOPIX にどのような課題があるのか、あるいはどういったメリットがあるかも含めた形での研究になるだろうというふうには理解をしているところでございます。

- 白杵委員 1つコメントと1つ質問なのですけれども、平成24年度の調査研究、それから、23・24年度の大学との共同研究につきまして、大変おもしろい結果も出ているし、よかったのではないかと思います。委託研究はかなり応用研究に近いもので、それぞれにインプリケーションはあるようですし、ファクターリスク、ファクターによるリスク管理についても、もちろん今までのかわりにはならないのでしょうけれども、アセットクラスによるリスク管理と並行的に考えていくようなことであれば使える面もあるのではないかと思います。

それから、大学の方につきましても、これは応用というよりは、半分は基礎研究に近いところもあるとは思いますが、もちろん物にもよりますが、すぐに成果が出ないとしても、引き続き、それぞれ検証等を進めていくということがいいのではないかと思います。

質問は、25年度の委託調査なのですが、これはとりあえず1つということだと思っておりますけれども、どういう形がいいのかどうか、私自身の問題意識は前にもちょっと申し上げましたけれども、ホームカントリーバイアスみたいなものが、今、GPIFであるわけですけれども、例えば有効性とか必要性ということ、どういう形がいいのかはわかりませんが、引き続き研究していただいて、検討していただきたい。もし適当なものがあれば、委託調査の中にもものせていただければと思うのですが、そのあたりをどう考えればいいのかというところが質問です。

- 清水調査室長 ホームカントリーバイアスに関するということでございますが、多分次に議論が避けられない時期としては、当然、次の基本ポートフォリオといいますか、平成26年度財政検証を受けてポートフォリオをつくる時に、その整理というか、考え方は検討課題になるのかということがまず1つの当面のスケジュールとして出てくるだろうということでございますし、この問題につきましては、第1期から第2期の移行時のポートフォリオのときにも議論されたと認識しているという中で、こういった委託調査研究がいいのか、あるいは私どものコンサルタントを利用するのか、ホームカントリーバイアスの問題というのは理論の問題も若干あるにしろ、どちらかという実践の問題というか、各年金がどういう形でこれに取り組んできているかというところの方が重要な部分もあるということでもございますので、実際に個別テーマとして設定するなどして考えさせていただいて、しかるべき時期に御相談させていただければということでございます。

- 植田委員長 それでは、よろしければ、次の議題に移りまして、委員限り2に基づいて国内株式運用受託機関の選定（第1次審査結果）について、お願いします。

- 陣場運用部長 委員限り2の国内株式運用受託機関の選定（第1次審査結果）について

御説明致します。

国内株式のマネジャー・ストラクチャーにつきましては、4～6月にかけて公募を行いまして、幸い盛況でございました。パッシブ・アクティブ合わせて56ファンドの応募がございました。うちアクティブが51、パッシブが5といった状況でございます。これにつきまして、第1次審査を実施いたしまして、結論から申し上げますと、この56ファンドのうち15ファンド、これはすべてアクティブでございますが、こちらを不通過といたしまして、残り41ファンド、アクティブが36、パッシブが5、これを2次審査に進めていこうと考えているところでございます。これに既存のファンドも加えまして、2次審査を実施したいということでございます。

それでは、資格要件の審査について順を追って説明致します。

まず、1ページ目、1.(1)でございます。そもそも金融商品取引法上の投資運用業の登録があるかどうか。また再委託している場合については、再委託先の国ベースで登録や届出があるということでございますが、こちらにつきましては、提出資料等によって投資運用業ができることを確認しているところでございます。

次のページにまいりまして、(2)の要件でございます。(2)につきましては、直近の年金運用資産残高がグループ全体で1千億円以上あることという要件でございます。こちらにつきましても、応募書類から再委託先含めて1千億円以上あることをすべて全社について確認ができたところでございます。

それから、(3)の要件でございます。こちらはコンポジットの要件ということで、中身が2つに分かれております。コンポジットの実績が原則として5年以上、コンポジットの足下の残高がパッシブであれば500億円以上、アクティブであれば100億円以上という要件でございます。こちらにつきましては、原則としてということで記載しておりまして、新たな多様な運用手法を見ていくという観点で、弾力的に解釈をして審査をしたところでございます。

まずアクティブのコンポジット運用期間でございますが、5年ということなのですが、クオントの定量的なデータに基づく運用等、シミュレーションデータを足せば5年になるといったものもこの要件では落とさなかったということでございます。

3ページ目の最初の○のところに記載してございますが、DA1、DA3、これはコンポジット運用期間が残念ながら5年未満ということでございますが、新しいタイプの運用戦略ということでございましたので、ここでは不通過とせずに2次で詳細に話を聞こうということにしてございます。

クリップを外していただきまして、別紙1-1という資料をご覧いただければと思います。DA1でございますけれども、こちらは1年程しか実績はございませんが、エンゲージメント型の運用、ちょっと目新しい形の運用ということでございますので、これは2次で見ようということでございます。

それから、DA3でございます。こちらにつきましては、マルチマネジャー型の運用

でございますが、束ねる個別運用機関は BMA、ベンチマーク・アグノスティックの集中投資のタイプを束ねたものということで、これも大変特徴的な運用ということでございますので、運用期間が短いのですが、2次で見てみようということでございます。

本文にお戻りいただきまして、アクティブの残高は 100 億円以上ということでございます。こちらにつきましては、バランス型のパーツ等々、同じ運用戦略のものをかき集めると 100 億円になるという運用機関が幾つかございましたので、これも不通過とはせずに通したところでございます。

また DA1 と DA23 でございますが、残高は 100 億円未満ですが、新しいタイプの運用機関ということで、ここでは不通過としなかったところでございます。

DA23 でございますが、別紙 1-1 の 3 ページ目をご覧くださいと思います。こちらは残高が 9 億円ということで、規模の小さい運用でございますが、ファンダメンタルインデックスと低ボラティリティを組み合わせたような形の運用ということで、これも 2 次で話を聞こうという取り扱いにしてございます。

3 ページ目の●をつけたファンドがでございます。DA33 というファンドです。こちらにつきましては、実運用の残高はなく、シミュレーションデータだけの提案ということでしたので、応募要件未達ということで不通過といたしたというところでございます。

続いてパッシブでございます。パッシブファンドにつきましては、まず運用期間についてはすべて 5 年以上でございました。それから、足下の運用残高でございますが、1 社、DP1 というファンド、500 億円未満であったのですが、463 億円ということで、500 億円を少し下回る程度ということでしたので、2 次で詳細を確認しようという取り扱いにしてございます。

続きまして、4 ページ目でございます。(4) の要件でございます。再々委託は認めず、再委託までということでございまして、こちらにつきましては、提出の資料から再委託の先で投資判断がされていることを確認したところでございます。

続きまして (5) でございます。こちらはいわゆる不祥事等の要件ということでございまして、過去 3 年以内に著しく不適当な行為をしていないことということです。こちらにつきましては、何社か御申告をいただいた社もございましたが、いずれも軽微なお話でございましたので、ここで不通過とはしなかったというところでございます。

この 4 ページ目の※の箇所がでございます。

こちらの社から 3 つのファンドの提案を受けたところでございます。DA28、DA39、DA44 のファンドでございます。こちらにつきましては、ファンドの中身を確認させていただきまして、

であるということを確認したところでございます。

を確認いたしまして、こちらにつきま

しては、この要件で不通過とする取り扱いはしなかったというところがございます。

パッシブファンドにつきましては、特にそういう著しく不適当な行為はないことを確認したところがございます。

5 ページ目でございます。結局、要件審査のところを除いたのは1 ファンドだけということございまして、残りの 14 ファンドについて何を基準に不通過としたのかというところがございます。5 ページ目の2. で記載させていただいてございますが、今回非常にパフォーマンスの良いファンドの応募が多数来たところございまして、私どもといたしましては、成績の良いファンドについて重点的に審査を行いたいという観点で、不通過の取り扱いにしようということで判断をしたところがございます。

こちらにつきましては、別紙1-1の4 ページ目をご覧くださいと思います。別紙1-1でございますが、DA1 から、これは超過収益率の順に並べたものでございます。こちらの4 ページを見ていただきますと、DA37、DA38 の間に少し太い線が引いてあるところがございます。これらのファンドの応募コンポジットの α というところを見ていただきますと、DA37 は超過収益率が、一方で DA38 につきましては、ということございまして、DA37 と DA38 の間に少し大きな断層があるのかということ判断いたしまして、DA38 以下 14 ファンドを1 次審査不通過という取り扱いにしたところでございます。

本文にお戻りいただきまして、今後のスケジュールでございますが、運用委員会が終わってから、すぐ2 次のヒアリングということで、既存ファンドのヒアリングから始めて新規の今回選んだ 41 ファンドのヒアリングに移行しまして、大体9 月いっぱいぐらいかかるのかといったところがございます。その結果を踏まえて、この運用委員会でも御審議をいただきまして、現地の実査を12 月の終わりごろから行う予定でございます。

私からの説明は以上でございます。

○植田委員長 それでは、御質問等お願いいたします。

○大野委員 最後の御説明について、過去5 年で超過収益が十分にという表現があったのですけれども、のところと、のところ線引きされているわけですが、十分に上回るという意味、が十分だという御認識なのかお聞きしたい。その辺の選び方とかを議論させていただきたい。

●陣場運用部長 我々のリソースの制約等もございまして、全部見られればいいのですけれども、なかなか既存ファンドもございまして、今回アクティブ・パッシブの両方を審査するというのもございまして、どこかで仕切りをしなければならないというところがございます。実は昨年度の外国株式の1 次審査でも MSCI-KOKUSAI のベンチマークに対して、経緯がございまして、それに倣っている。昨年度は、としたのですが、前後で僅差のところ随分ありまして、ここで本当にわずかな差で天国と地獄に分けていいのだろうかという議論も昨年度

ございまして、そういった点を踏まえて、できるだけ大きな断層のあるところで切る方がいいのだろうというところで、ここは少し大きな裂け目があるのかなというところで切らせていただいたというものでございます。

○大野委員 大体2次審査にかけるファンドの数、これは当然限度があるでしょうけれども、時間的制約、それとたまたま今回は断層がそこでうまく引かれたというような感じですか。

●陣場運用部長 はい。今回 DA38 以下、不通過という扱いにさせていただいたのですけれども、大体落としたファンドにつきましては、中身を見てまいりますと、特徴に欠けるファンドが多いのかなと。それともう一点ございましたのは、私どもの既存ファンド、これは国内株式の論点整理のところでも申し上げたのですが、リーマン・ショックの2008年に大きく負けて、結局その分を取り返すことができなかつたのかというのが我々の総括なのでございますけれども、今回除外した DA38 以下のファンドは2008年のときに負けているファンドが多くございます。そういう意味で、既存ファンドに新たに加えるに値するのかなというところもございます。そういう観点でこの辺で切るのが適切なのではないかと判断した次第でございます。

○植田委員長 ほかによろしいですか。どうぞ。

○村上委員 61 ファンドについて、ヒアリングして精査しなければならないというのはなかなか大変なことだと思います。何か定性基準などでもっと絞ることができないのでしょうか。その方が精査の密度は濃くなるのではと感想としては思います。一方で、スクリーニング基準というのが本当に有効なものなのかどうかということを考えてときには、統計的にはほとんど意味がないのではないかと私は思っているのです。ここで適用しようとしている計量基準を当てはめることで、過去も超過収益を取れるファンドの割合が多くなるのかどうかとか、いろいろなことを検証してみてつくられた基準であるのかというところを質問したいのですが。私が今までいろいろなユニバースを見てきたところによると、次の5年間は超過収益が逆になるのではないかと考えます。この基準が本当に合理的なものなのかどうかというのは判断基準としてよく考えてみる必要があるのではないかと思うのですね。

いずれにしても、1つひとつのファンドについて、なぜそのように再現性があると判断するのかということについて、きっちり記録していくことがますます重要になるのではないのでしょうか。結局その判断が合っていたのかどうかというのが、GPIFとしてのアクティブな判断が正しかったかどうかということになり、そのチェックを今度は後でできなければならないのです。PLAN-DO-SEE の SEE のプロセスをきちんと実行していくためには、それが超過収益をなぜ生むと判断したのか、その判断が合っていたのかどうかということを繰り返しやっていくことがブラッシュアップにつながるのだと、そのように思うのです。

●陣場運用部長 おっしゃるとおりでございまして、マネジャー・ストラクチャー、これ

は正解ございませんので、永遠の課題であろうと思っております。今回5年間のデータを見まして、5年というものを考えたときに、多分景気の1つのサイクルなので、上げ下げがあって5年だろうということが1つと、今回の5年というのは2008年から2012年と、この5年間でございますけれども、途中でリーマン・ショックあり、その戻りあり、昨年急騰ありということで、相当いろいろな局面が入っているのかなと。そこでどの年もきちんと勝っているようなファンドについては、これは話を聞くに値するのだろうかというようなことで、本来であればプラスのものは全部見たいぐらいの気持ちはあるのでございますけれども、時間、人員等の制約もございまして、ここで線を引いたというところでございます。

○村上委員 何らかの形で線引きはしていかなければならないと思えますし、本当はもっと絞られたらいいのだと思うのですが、その基準が本当に有効なものかどうかというところが一番大切ですね。

●陣場運用部長 1次審査というのは書面審査でございますので、なかなか定性面まで踏み込んで、書いてあることだけで判断するというのはなかなか難しいところがございまして、数量的な基準で線を引くしかない。1次というものの特性も踏まえると、こういう方法しかないのかなと考えているところでございます。

○佐藤委員 スクリーニングのところで、例えば外部のコンサルタントの意見を参考にするとか、そういったようなことはお考えにはならないのでしょうか。あくまで参考として。

●陣場運用部長 一応個別のファンドについては、これは外国株式のときも行いましたけれども、コンサルティング会社がカバーしているファンドはすべて格付け等を確認しております。そういうものも組み合わせながらいろいろ見てはおります。

○臼杵委員 外国株式のときにも申し上げた例の補欠という考え方、1つ、あれはいい方法ではないかと私は思っていて、もちろん今回の1次、2次、3次というのは、今までのやり方でやっていただいて構わないと思うのですが、ただ、マネジャーの評価は本当に毎日というか、毎月というか、いつも行っているような話で、だから、どういうたとえがいいか、私もちょっと悩んだのですが、例えば野球の監督みたいな話で、ある3年に1回とか書類出して、君の過去の打率はどうだったかとか、防御率はどうだったか、面談をしてビデオかなんか見てというようなことをもちろんいいと思うのですが、ふだんその人がどういうプレーをしているかというのをいつも見て、9人選ぶにしても、25人のベンチ入りみたいなのをいつも考えていて、だから3年に1回とか4年に1回ももちろん大事なのだけれども、交代するためのリザーブを選出することも必要で、そういう方向にもし今後行っただけなのであれば、そういうことも考えながら、今回のプロセスもある程度落としたりしたところも含めて、もちろん1次のところは無理だと思うのですが、かなり上のところへ行ったら、ある程度、採用しなかったけれども、いいところみたいなのをいつもウォッチしているような形にさせていただけると

いいかなということは思います。

●陣場運用部長 落としたファンドについては契約関係もございませんので、その部分につきましては、コンサルティング会社のデータとか Web とかで常々我々は見るようにしてフォローを続けるということで考えてございます。それから、リザーブに選んだ先については、定期的に情報を得ることも可能でございます。そういったことでフォローはしていきたいと考えてございます。

○臼杵委員 あえて誤解を恐れずに言うと、いろいろな業者と仲よくなること。業界の評判をいつも聞いているようなことの方が多分大事なのかなという気がしますけれども。

○植田委員長 先ほど村上委員が最初におっしゃった、過去のパフォーマンスというか、超過収益率が高ければ、次はどうなのか。超過収益率の成績の継続性ですね。これに関するファイナンスの学会での定説はどのようなものなのですか。

○村上委員 過去のパフォーマンスは将来あまり関係ないか、むしろ、ひょっとしたら逆相関かもしれないというような感じだと思うのですね。それと、先ほど運用部長の御説明の中にいろいろな局面がこの5年間あったということですがけれども、逆にそういう局面だったからうまくいったファンドもあるかもしれないということも含めて考えたときにはどうなるか、ということがありまして、いろいろな5年間で見ていく必要があるのだろうということです。

●陣場運用部長 スクリーニングの方法については、これから2次、3次に向けて、またよく検討させていただきたいと思っております。

○植田委員長 ほかによろしいですか。

それでは、次に進みまして、委員限り3、4に基づいて、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とリバランスの検討及び実施について、御説明をお願いいたします。

●青木審議役 それでは、委員限り3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きまして御説明申し上げます。

こちらの1.に記載のように、本年4月から6月のキャッシュアウト実績は、約1兆6,530億円でございます。所要資金は、国内債券からの回収を中心に、一部短期資産を活用して実施をいたしました。国内債券は財投債及びキャッシュアウト等対応ファンドの償還金・利金等を回収いたしました。なお、この間、国内債券の市場売却は行っておりません。

今後の対応につきましては、回収資金につきましては、財投債及びキャッシュアウト等対応ファンドの償還金・利金を活用して対応していく予定でございます。もし不足が生じた場合は、市場への影響を考慮の上、国内債券等の市場運用分から平準的に回収を実施する予定でございます。

この資料の後ろでございますけれども、この間の回収額のうち、1兆1,034億円を財投債及びキャッシュアウト等対応ファンドにより賄っておりまして、これとキャッシ

額 1 兆 6,530 億円との差額約 5,500 億円は短期資産から賄っております。

次に委員限り 4 のリバランスの検討及び実施について、御説明させていただきます。

1. は運用委員会で御議論をいただいてきた内容でございます。当法人は四半期ごとにリバランスの実施の是非について検討しますが、その判断につきましては、取引コスト及びリバランスの効果に加え、市場動向等に十分留意する、また、イベントリスク発生時には見直し時期とかわりなくリバランスの検討を開始する、ということでございます。

運用委員会での御議論を踏まえまして、2. にございますように、リバランス検討に当たりましては、(1) トラッキングエラー (TE) の縮小とコストを始めとする基本的項目及び(2) の市場の動向、売買対象資産の流動性等を考慮することになります。なお、ここの 2 の記載の内容はこれまでと同様でございます。

3. でリバランスの実施につきまして御報告申し上げます。まず、(1) の一定期間ごとのリバランスにつきましては、
を見た上でのリバランスは実施していないということございまして、このときの検討内容は、②にございますように、資産構成割合はこの資料記載のとおりでございます、

と判断しております。また国内債券につきましては、

と判断しております。

次に(2)でございますけれども、

を実施いたしております。

このときの検討内容は②記載のとおりでございます。の資産構成割合が、資料記載のとおりでございます。特に国内債券が
ということ乖離許容幅が -8%を下回ったということで、このため、オーバーウェイトの各資産から資金を回収しております。そして、この当時は国内債券のボラティリティが高い状況にあったことなどから、国内債券ではなく短期資産に配分しております。国内債券が乖離許容幅の下限を下回りましたので、同様のリバランスを実施したということでございます。

こうしたリバランスの結果、の資産構成割合につきましては、②の一番下の「・」記載のとおりとなっております。国内債券がなお乖離許容幅の下限を下回っていましたが、(参考)記載のように、6月7日に基本ポートフォリオを変更し、国内債券の資産構成割合が変更になりましたので、新基本ポートフォリオの乖離許容幅におさまっているということでございます。

以上でございます。

○植田委員長 それでは、御質問等をお願いいたします。

○白杵委員 委員限り4の2番のリバランス・コストの計測で、一応取引コストはラッセルの設定したコストと書いてあるのだけれども、先ほどの大学の共同研究の谷川先生の早稲田の検討だと、マーケットインパクトはなかったというようなことだったので、これは何かここにインプリケーションはあるのでしょうか。

●清水調査室長 特に今の段階では、あの調査研究結果をここにビルトインするということまでは行かないかというのは、結論的に余りマーケットインパクトコストがないという結果ですので、逆にそれを入れるということは保守的という観点から緩くなると思いますか、我々はかなり実際の売り方も考えてオペレーションしてきたわけで、その結果の部分もかなりあるというか、一方でラッセルのデータというのは、かなり彼らがいろいろな年金というか、いろいろなところから広く集めてきたデータでつくったモデルに基づいたコストでございますので、当面はそちらを使う方がいいのかと思っています。ただ、今後、もうちょっとデータの的にきちんとしてくれば、それはそういうことも考えたい。

○白杵委員 取引コストという意味ではラッセルの方が保守的と、そういうことですか。

●清水調査室長 そうですね。保守的ですね。

○白杵委員 そこはおっしゃるように、もうちょっと詰めなければいけないのでしょうか、もしコストが本当にかかっていないのであれば、もう少し頻繁にした方がいいということにはなりますね。

●清水調査室長 ということになりますね。ただ、今回はテーマとしては国内債券しか行っていませんので、もう少し広く売りが出て、それに基づいてという形でデータの蓄積がないとなかなかすぐに。

○白杵委員 確かにサンプルの期間も1年ぐらいなので、そのときのマーケットの状況にかなり左右されているところはあるかと思えます。

○植田委員長 ほかによろしいですか。

それでは、次にリスク管理状況等の報告（5月）について、委員限り5に基づいてお願いいたします。

●陣場運用部長 それでは、委員限り5のリスク管理状況等の報告（5月）につきまして、ごく簡単に説明させていただければと思います。

まず、9ページをご覧くださいと思います。5月のマーケットの状況でございます。内外で明暗が分かれた格好になってございます。国内債券につきましては、長期金利が一時、瞬間的に1%に達するといったこともございまして、国内債券は5月1%マイナスといった状況になってございます。また、国内株式につきましては、5月の中旬ごろまでは大変好調だったわけですが、下旬に入りまして、リスク回避の売り等ありまして大きく相場が急落したということがございます。その結果、5月の国内株-2.45%といった収益率になってございます。

一方、外物は円安・ドル高が進行したこともございまして、特に外株が7千億円近く

のプラスということをごさいますして、非常に良好な環境であったということをごさいます。国内・海外、相殺し合って、でき上がりとしては3,600億円のマイナスといった結果になったところをごさいます。

また、6月をごさいますけれども、6月も随分相場が下げたわけをごさいますけれども、下旬になりまして、踏みとどまったといえますか、少し戻った状況をごさいますして、4、5、6月の四半期で見ると少しプラスが確保できたかなといった状況をごさいます。

それから、2ページ戻っていただきまして、7ページ目をご覧いただければと思います。流動性リスクのところをごさいますして、特に国内株式をごさいます。今年度に入りまして、国内株の1営業日当たりの東証売買代金、これが3兆円を超えるような状況となっております。ILLIQの指標で見ても数字がどんどん下がっている。非常に流動性が高い状況が続いているところをごさいます。

東証のTOPIXにつきましては、皆様、御承知のとおり、先週の火曜日から東証と大証の市場の統合が行われてごさいます。この結果、私どもの運用への直接的な影響ということで申し上げますと、TOPIXに今回大証一部に単独上場したものが新たに入ってくるという状況になってごさいます。この点につきまして、東証もマーケットインパクト等いろいろ考慮いたしまして、8月末と10月末2回に分けて大証単独銘柄を少しずつ組み入れていくという対応になってごさいます。

したがって、私ども特にパッシブ運用をごさいますけれども、TOPIXの組み入れに合わせまして、できるだけマーケットインパクトを起こさないように大証単独上場の銘柄を入れていこうという方針を確認しているところをごさいます。ただ、大証単独銘柄、これは実は38銘柄ほどをごさいますして、時価総額でいうとTOPIXの0.16%ということでごさいますして、影響はさほどないのかと考えているところをごさいます。

私からの説明は以上をごさいます。

○植田委員長 それでは、いかがでしょうか。

○大野委員 今、御説明のところではないのですが、11ページに市場運用の全体と収益状況が参考値で記載してあります。これで見ますと、外国債券のアクティブ、下から6個目ぐらい、これが4月、5月が標準より悪い。例えば国内株式などは、アクティブは4月が悪いけれども、5月は挽回している。外国債券は2か月続けてマイナス。質問なのですが、これはある特定のファンドがいたずらしているのか、あるいは何か全体のそういう現象があるのか、その辺、もし解析されていたらご教示いただければ。

●陣場運用部長 特に外国債券をごさいます。御承知のとおり、ドルの長期金利も随分上がっておりまして、外国債券につきましては、昨年度、投資環境ががらりと変わっております。これまで外国債券のファンドは、事業債のクレジットをとり、かつドル、ユーロ以外の周辺国の通貨にアクティブリスクをとって超過収益を稼いでおりましたのですが、今年度は投資環境ががらりと変わったこともごさいますして、外国債券のファンドいずれもかなり苦戦をしているという状況をごさいます。これは特定のファンドが悪さ

をしているというよりは、全体的に少しずつ負けているといったような状況でございます。

○大野委員 6月も余り足下変わってないですね。環境としましては。

●陣場運用部長 国内株式でございますけれども、この辺がまちまちと申しますか、いいもの、悪いものそれぞれあって、4月は負けましたけれども、5月は少し取り返して、ただ、年度ではまだ負けているといったような状況ですけれども、これはファンドごとにばらばらといった状況でございます。外国株式は比較的順調に來ているといったところでございます。

○佐藤委員 12ページと13ページを見ますと、国内株式のアクティブは足下順調だという説明でしたが、以前は外国アクティブ全体の超過収益率が0より随分下にあった気がするのですが、だんだん上がり、一方で順調だと言われていた国内株式の方が下がってきています。先ほど超過収益1%で足切りという御説明で、現在のアクティブ全体を見るとみんな足切りになるのではないかと思うのですけれども、その辺は、この半年か1年位で結構環境に変化あったということですか。

●陣場運用部長 まず外国株式の方でございますけれども、実は昨年度も少し解約して飛び抜けて悪いものが3つほど減ってございますので、それで少しよくなっているといったことがございます。

○佐藤委員 解約ありましたね。

●陣場運用部長 そうですね。それと国内株の方でございますが、おっしゃるとおりでございますして、昨年度少し負けが込んだような状態ですして、その状況が今年度に入っても続いているといったところでございます。これはこれから2次のヒアリングが始まりますので、その中で要因を確認して、厳しく詮議をしていきたいと考えてございます。

○佐藤委員 わかりました。

○植田委員長 ほかにいかがでしょうか。

○村上委員 先ほど委員長から御質問あったことについて、もう少々補足させていただきますと、ユニバース全体のファンドのパフォーマンスで見ると、過去の超過収益と将来の超過収益はあまり相関ないように見えるのですが、ひとつの説としては、ごくまれに超過収益を継続してとれているファンドは存在するというところで、そのところにアクティブファンドを選びに行く意味があるわけです。ただ、そのファンドは割合的には非常に少なく、また今度はそれを見出すためには相当なスキルが必要だということになってくるということですね。事前には超過収益を継続して獲得していくようなファンドを見出していくというのが非常に難しいということがあります。

そのようなファンドについては、投資哲学や運用の方法論が確立していて、クオリティが長期にわたって保たれているという特徴があるというようなことがいろいろな検証から出てきていることと思います。

○植田委員長 ありがとうございます。この辺は整理できるところまで整理しておいた

方がいい話ですね。

○村上委員 結局、重大な責務を負って、ファンドの選択を行うという仕事をしているところですから、GPIFとしては方法論を確立しておかなければいけないということだと思うのです。それが運用に関する非常に重大な責務であると考えられるわけです。ですからあまり根拠がないところで線引きすることはどうなのか、ということから申し上げたのです。

●陣場運用部長 ファンドの過去のパフォーマンスを今見てもなかなか当てにならないという観点からすれば、プロセスが確立していて、哲学がしっかりしているといった定性面のところをきちんと見ていくことが大事なのだろうと考えてございます。その辺は2次、3次の中できちんと我々は見ていきたいと考えているところでございます。

○村上委員 今までもされているのではないかと思うのですが、ファンドの戦略が力を発揮できないときというのはどのような市場環境のときなのかということ、あらかじめヒアリング等でコメントをもらっておくというのは結構重要なことなのではないかと思います。

●陣場運用部長 その辺はヒアリングの中で確認し、またはファンド間の相関といったところ、どういう環境で強み、弱みが出て、それと組み合わせたらいいのかという中で、従来からも考えてまいりましたし、これからも考えていきたいと考えてございます。

○植田委員長 それでは、また引き続きということで、ほかによろしいでしょうか。

それでは、今日の議事はこれまでですので、事務局からご連絡ありましたら、お願いします。

(資料配付)

●青木審議役 まず御報告でございます。今、お配りをさせていただいております業務方法書の変更(案)新旧対照表をご覧いただきたいと思います。本年3月8日の運用委員会で既に御説明をさせていただいておりますが、それに1点、技術的な変更ということでございますけれども、第1条のところ、省令改正時の条ズレによる変更というものがございまして、これを追加させていただいた上で、厚生労働大臣に変更認可申請を行いまして、8月に予定されております独立行政法人評価委員会で御審議をしていただく予定でございます。

それが新旧対照表の関係でございます。

次に冒頭申し上げましたとおり、委員限り3、委員限り4の資料につきましては、委員会終了後に回収させていただきますので、机の上に置いてお帰りくださいますようお願いを申し上げます。

それと次回でございまして、第71回運用委員会は平成25年9月17日(火)16時より、当法人会議室での開催を予定いたしております。

以上でございます。

○植田委員長 それでは、今日の第70回運用委員会はこれまでにさせていただきます。ど

うもありがとうございました。