

## 第 73 回運用委員会議事録

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. 参加者:・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
  - (1) リスク管理状況等について
  - (2) その他

●青木審議役 それでは、定刻前ではございますが、ただ今より、第 73 回運用委員会を開会いたします。

まず、委員の出欠の状況でございますが、本日は、大野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、

- |            |   |
|------------|---|
| 委員限り 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            |
| 委員限り 2     | リバランスの検討及び実施について                        |
| 委員限り 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            |
| 委員限り 4 - 1 | 管理運用方針改正（案）                             |
| 委員限り 4 - 2 | 管理運用方針（案）                               |
| 委員限り 5 - 1 | 第 72 回運用委員会での基本ポートフォリオにかかる意見            |
| 委員限り 5 - 2 | （前回資料）次期基本ポートフォリオ策定にかかる論点について           |
| 委員限り 5 - 3 | （前回資料）海外公的年金の基本ポートフォリオとオルタナティブ投資の状況について |
| 委員限り 5 - 4 | （前回資料）海外公的年金のオルタナティブ投資と基本ポートフォリオの導入方法   |
| 委員限り 6     | リスク管理状況等の報告（平成 25 年 9 月）                |

なお、委員限り 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、委員限り 2 リバランスの検討及び実施について、につきましては、運用委員会終了後に回収させていただきますので、机の上に置いておいて下さいますようお願いいたします。随行の

皆様も同様をお願いいたします。よろしいでしょうか。

それでは、以後の進行につきましては、植田委員長をお願い申し上げます。

○植田委員長 皆さん、お忙しいところ、ありがとうございます。

最初の議題ですが、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 1 に基づいてお願いします。

●青木審議役 それでは、委員限り 1 につきまして御説明申し上げます。

平成 25 年 7 月から 9 月のキャッシュアウト実績につきましては、約 3,300 億円で、所要資金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・利金の他、短期資金により賄っております。本年度は現在までのところ、国内外株式、債券の市場売却によることなく、キャッシュアウトの資金を確保できており、2. に記載のとおり、今後もできるだけ財投債及びキャッシュアウト等対応ファンドの償還金・利金を活用してまいりたいと考えております。

2 ページでございますけれども、キャッシュアウト額は表の下から 2 段目で、25 年度上半期のキャッシュアウト額は、1 兆 9,830 億円ということでございます。

なお、資料にはございませんけれども、口頭で 3 点ほど補足させていただきます。第 1 に、本年 10 月のキャッシュアウトについては、10 月 11 日付で 4,553 億円の新規寄託金の受け入れ、同日付で 2,301 億円の国庫納付があり、差し引き 2,252 億円のキャッシュインがございました。この 2,252 億円につきましては、国内債券を除く国内株式、外国債券及び外国株式の 3 資産に配分したところでございます。

また、11 月以降のキャッシュアウトにつきましては、国庫納付の残額としての 1 兆 8,815 億円。それと額は、未定でございますけれども、寄託金償還が予定されております。

第 3 に、平成 26 年度のキャッシュアウトにつきましては、概算要求ベースでございますが、実際のキャッシュアウト額とは変わる可能性がございますが、現在のところ寄託金償還額と国庫納付額合わせて約 5 兆 8 千億円のキャッシュアウトが見込まれております。

委員限り 1 につきましては以上でございます。

○植田委員長 御質問等おありでしたら、お願いします。よろしいですか。

それでは、引き続き、リバランスの検討及び実施について、委員限り 2 に基づいて御説明をお願いします。

●青木審議役 それでは、委員限り 2 について御説明させていただきます。

リバランスに関しまして、本年 7 月から 9 月に行ったことを御報告申し上げます。委員限り 2 の 1 と 2 につきましては、この記載はこれまでと変更ございませんので、2 ページの 3. を御説明させていただきます。

①に記載のように、平成 25 年 6 月末の積立金全体の基本ポートフォリオからの乖離状況等を踏まえまして、7 月中旬に短期資産から 2,100 億円を回収し、同額を外国債券

へ配分するリバランスを実施いたしました。

具体的には②ですが、6月末は国内株式が3.17%のオーバーウェイト、外国株式がほぼ基本ポートフォリオの構成割合、国内外の債券が資料に記載のとおりアンダーウェイトでございました。そして、この時期、当方でウォッチしております確率的ボラティリティモデル、SVモデルの数字が、国内債券にあっては2月から、国内株式も1月頃から上昇傾向を示し、ある程度高まっておりますので、取引コストに留意する必要があると考えられましたことから、これらの売却は不相当と判断をさせていただきました。外国株式は乖離幅が小さいということで、売却は不相当と判断いたしました。

一方、外国債券への配分により、ポートフォリオの推定トラッキングエラーの低下が見込まれ、また短期資産は8月の寄託金償還額が当初見込みより1千億円程度少なくなることが明らかになったこともありまして、短期資産から可能な範囲で2,100億円を外国債券に配分したものでございます。

説明は以上でございます。

○植田委員長 いかがでしょうか。

それでは、よろしければ、引き続き、国内株式運用受託機関の選定（第2次審査結果）について、委員限り3に基づいてお願いします。

●陣場運用部長 それでは、委員限り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、ということでございます。

最初に、審査の対象ということについてでございますが、7月に1次審査について議論をさせていただきました。そのときに41ファンドを1次審査通過という取り扱いにさせていただいたところでございます。この41ファンドに加えまして、既存の委託先である20ファンド、これに加えまして、合計61ファンドについて、第2次のヒアリングを実施したところでございます。

2次審査の着眼点ということでございますけれども、1. 審査方法のところに記載してございますが、投資方針／運用プロセス、それを支える組織・人材、これが二本柱ということで、ここを重点的に見させていただいたというものでございます。投資方針／運用プロセスで行きますと、超過収益の源泉としての戦略に、リターン獲得の確たる根拠はあるか、運用改善に向けた努力をしているかといったところ。組織・人材ということについて言いますと、専門性、経験のある運用担当者が配置されているかといったようなところが重要になってくるわけでございます。

2ページをご覧ください。従来と少し異なる取り扱いとなっている部分ということで、2ページ目の真ん中辺りに記載をしております。昨今、TOPIXのような時価総額加重のインデックスというのは、どうも非効率なのではないかといった議論が随分出ております。そういったことを受けて、私どもの委託調査の中でも非時価総額加重インデックスの特性やパッシブ運用としての位置づけについて検討をしている最中でございます。

今回そうした成果をできるだけマネストの中で活かしたいと考えてございまして、具

体的にはアクティブ運用として応募されてきているわけですが、非時価総額加重インデックスを対象としたパッシブ運用としての性格を持っていると判断されました3つのファンドにつきましては、第3次審査においてパッシブ運用として位置付けることも検討させていただきたいというところがございます。具体的な3つのファンドですが、DA5、DA11、DA42 というファンドがその候補に挙がっているということがございます。

これらにつきましては、参考 2-1 という A4 の横長の資料をごらんいただければと思います。

まず DA5、1 ページ目でございます。これは という  
ものでございまして、 した、そう  
いった特性を持っているインデックスに即した運用というものでございます。

DA11 でございます。こちらは2 ページ目の2 行目でございます。こちらは にのっ  
とった運用ということで、基本的に小型株のベンチマークをベースにした運用ということになってまいります。

5 ページをご覧ください。DA42 というファンドは、既存ファンドでございまして、いわゆる の運用 でございます。

以上、3つのファンドにつきましては、第3次審査においてパッシブ運用としての位置づけも検討させていただきたいというものでございます。

本文にお戻りください。2次審査の結果ということで、結論から先に申し上げますと、今回 61 のファンドをヒアリングの対象とさせていただき、第2次審査通過のファンドは 31 ファンドとなりました。これら 31 ファンドにつきましては、投資方針／運用プロセス、それを支える組織・人材、どちらをとっても優れていると判断をしたところがございます。この 31 ファンドのうち、アクティブが 24 ファンドございました。その 24 ファンドのうち新規で応募があったものが 18 ファンド、既存は残念ながら6 ファンドだけというところがございます。

4 ページをご覧ください。次にパッシブ運用でございます。パッシブファンドにつきましては、7 ファンドが2次審査通過ということがございます。うち新規が1 ファンド、既存が6 ファンドとなり、既存のパッシブファンドは全て通過となりました。

次に5 ページをご覧ください。2次審査において不通過となった先についてご報告いたします。61 ファンドのうち、30 ファンドが不通過ということになりました。これらはいずれも投資方針／運用プロセス、または組織・人材の面において課題があった先でございます。数が多いのでかいつまんで申し上げたいと思います。

まず5 ページ目の DA20 というファンドです。こちらはクオンツ型の運用で、もとになっているのは配当割引モデル、DDM と呼ばれているものでございます。このモデルの中で、長期の収益予測をして、それをもとにフェアバリューを出そうというものでござ

います。

ただ、長期の収益予想というものが、

といった

ものでございます。1箇所ほころびが出ると全てに影響が及んでしまうといった、ちょっと硬直的なスキームとなつてございます。近年パフォーマンスが悪くなっておりまして、そうした場合の対応策の検討というものが、硬直的なスキームがあるがために十分にできていないということでございまして、この有効性について確信が持てなかったところでございます。クオンツ運用につきましては、DA20を始めとして9ファンド、その根拠でございまして、有効性について確信が持てなかったということで不通過となったものが9つあったというところでございます。

次に6ページをご覧ください。DA22というファンドがございまして、こちらは小型株の集中投資型のファンドでございまして、生活密着型の銘柄に集中して投資をしようということに特徴がございまして、インターネット関連のネット取引の銘柄、そういったものに集中投資をするということです。個性的でパフォーマンスも大変よろしいのでございますけれども、残念ながらキャパシティの制約が随分厳しいというところがございまして。ヒアリングの席上でも、採用後、我々が資金を配分した場合に、次にどういう銘柄を購入するのかということでお尋ねをしたわけですが、残念ながらファンドマネジャーとして、次に投資する銘柄のイメージが無いということでございまして、キャパシティの上限に達しているという判断をいたし、残念ながら不通過という取り扱いにいたしましたものでございます。

続きまして、7ページ目にまいりまして DA24、DA26 というファンドがございまして、

こちらはいわゆるエンゲージメント型の運用というものでございまして、投資先企業と友好的な対話を行うことによって企業価値の向上を図ろうといったものでございます。昨今脚光を浴びていることもございまして、私どもも非常に興味を持ってヒアリングしたところでございます。ただ、このファンドについては2つほど課題がございました。まず1つは、そもそもポートフォリオに組み込まれている銘柄について、エンゲージメントをしなくても、もともと優良企業が多いのではないかとしたこと。2点目として、エンゲージメントの中身が外部分析に基づいた助言の域を出ないということでございます。このレベルで本当に企業価値が上がるのだろうかということについて、我々が確信を持てなかったというところでございます。

一方、エンゲージメント型で2次審査を通過したファンドもございまして、先ほどの参考2-1をご覧ください。この中で1ページ目の DA7 というファンドがございまして、こちらと同じくエンゲージメント型の運用でございまして、DA24、DA26 とは違ひまして、エンゲージメントの中身が、かなり経営者と格闘しながら企業価値の向上を図っていくと、プライベート・エクイティに近い、いわゆるハンズオン型の投資を上場株で実践しており、エンゲージメントのレベルが随分違うということで2

次審査通過という取り扱いにいたしましたものでございます。

本文に戻っていただきまして、8 ページ、9 ページの境のところをご覧ください。DA29 というファンドがございます。

こちらは組織面で少し課題があったというファンドでございます。こちらのファンドにつきましては、ロングポジションだけではなく、少しショートポジションも加えて超過収益を上乗せしていこうという運用スタイルでございます。ところが、運用の組織が非常に小規模でございまして、かつロンドンと東京に分かれている。

ということで、体制が分かれて、人数も小規模であり、ロングポジションについてはともかくとして、やはり綿密な調査が必要と思われます小型型やショートを振る銘柄についての調査については、不十分なのではないかと判断されたところから、不通過という取り扱いにいたしましたものでございます。

12 ページをご覧くださいいただければと思います。既存のアクティブファンドについては、8 ファンドが2次審査不通過という扱いになったところでございます。

こちらの8 ファンドにつきましては、A 3 の横紙の資料になりますが、参考1-2 という資料をご覧くださいいただければと思います。

こちらが既存ファンドの一覧ということでございまして、DA37 から DA42、これが通過したファンド、DA43 から DA50 が不通過となったファンドでございます。真ん中辺りに $\alpha$ という列がございます。こちらはTOPIXに対する過去5年半の $\alpha$ ということでございますが、この不通過となったDA43 から DA50 のファンドについては、 $\alpha$ の水準も芳しくないといった状況でございます。ただ、このDA50、不通過の一番下の行ですが、 $\alpha$ がプラス % ということで、 $\alpha$ の水準が高いではないかと見えるわけでございますが、こちらのファンドは小型株のファンドでございます。この5年半ほど、小型株のベンチマークは、TOPIX を 4.1% 上回っていたというのが実情でございまして、小型株のベンチマークが 4.1% 上回っている中で、この小型株のファンドは % しか勝てなかったということでございまして、小型株のファンドとして課題があった。ヒアリングをいたしましても、時代についていけない銘柄を、なかなか思い切れずにポートフォリオに残しておいた結果として、パフォーマンスの足を引っ張っているといった状況も見られましたので、不通過の取り扱いにいたしましたところでございます。

この参考1-2 の下のほう、DA51 から DA53 のファンドにつきましては、辞退と記載をしているファンドが3つございます。こちらについては、超過収益率も著しく良くない状況であったわけですが、運用機関側から、成績も悪いので2次審査を辞退させていただきたい、ついてはプロセスが同様のもっと良い商品を、1次審査から応募させていただきたいという申し出がありました。私どもといたしましても、その申し出を受けて、2次審査辞退という取り扱いにしたというものでございます。

再度、本文にお戻りいただきまして、今度はパッシブファンドでございます。16 ページをご覧くださいいただければと思います。

パッシブファンドにつきましては、新規の4ファンドが不通過となったところでございます。

私どものパッシブ運用の特徴といたしまして、パッシブ運用といたしますと、通常はベンチマークに合わせ、トラッキングエラーを小さくしてくださいということで委託をしますが、私どもの場合、パッシブ運用であっても、超過収益をできるだけ稼いでください。具体的には取引コストを削減すること等によって、ベンチマークを少しでも上回っていただきたいということをお願いしているわけでございます。既存の運用機関につきましては、そういった取り組みが過去から定着しておるわけでございますが、マーケットにあるファンドは、そういう $\alpha$ を追求するといった努力はしてないのが普通でございます。今回応募してきた4ファンドも、そういった取り組みは現在行われていないといった状況でございます。

ただ、今回のヒアリングに当たりまして、現在、超過収益獲得の努力をしていないというのは致し方ないこととして、我々に採用された場合には、どういう工夫なり考えがありますかと、アイデアを出してくださいとお願いをし、ヒアリングをさせていただいたところでございます。この4ファンドにつきましては、いろいろアイデアは出していただけたのですが、アイデアの検証が不十分であったり、実際に採用したときの現実感が乏しいということがありまして、この4ファンドについては不通過といった取り扱いにいたしましたところでございます。一方、その検証ができていたファンドは1ファンドあり、2次審査通過という取り扱いにいたしてございます。

最後に今回通過したファンドについて、一部、御紹介をさせていただきたいと思えます。A3横紙の参考1-1という資料をご覧くださいと思います。

新規で通過したものが18ファンド。そのうちの一部を紹介させていただければと思います。上から3つ目のDA3というファンドがございまして、こちらは優良企業の集中投資ということでございまして、いわゆるフランチャイズバリューと申しますか、無形資産に特徴のある銘柄を選んで集中投資をするといったものでして、ハイテク関係やソフトウェアで強みを持っているとか、ブランドを持った食品とかテーマパークの運営をしている企業といったものに着目するファンドでございまして。

$\alpha$ を見ていただきますと、非常に高い %という水準にあるとともに、売買回転率がこの5年間で %と、非常に低い。回転率を抑えながら高い超過収益となっているということで、非常に特徴のあるファンドであると認識をしているところでございます。

それから、DA9というファンドがございまして。

こちらはクオンツ、特にエンハンスト型の運用というものでございまして。このリーマン・ショック以降の5年間は、エンハンスト型というのは大変厳しい環境下にあり、苦戦をしているファンドが多いのですが、このファンドは過去5年間、各年度で $\alpha$ がマイナスとなった年が無いということでございまして。1つの特徴として、特にエンハンスト型の運用者が口々に申しておりますが、ファクターが効いている期間が短いという状況

がこの5年間見られるわけでございます。このファクターの効く期間が短いということ、売買回転率を高めることによって克服していこうというものでございまして、DA9の回転率を見ますと、年平均で % ということで、非常に回転率が高いということに特徴があるというものでございます。

それから、最後に DA18 というファンドがございます。

こちらはマルチマネージャー型のファンドということでございます。私どもが公募をかけてもなかなか応募することができない、応募してこない、非常に小規模で、かつ特徴がある運用機関を選別いたしまして、そういった先から助言を得てポートフォリオを組み合わせるといったタイプの運用でございます。過去のシミュレーションベースでも非常に高い超過収益となっております。

私からの説明は以上でございます。

○植田委員長 それでは、御質問等お願いします。

○村上委員 3点ほど質問させていただきます。1つは、先ほど不通過のファンドの御説明の中に、小型株のスタイルのファンドで、アルファが小型株に対しては乏しいという御説明がありましたが、他のファンドでもスタイルが完全に小型となっていないくても、ポートフォリオの属性として、その辺りのファクターをとっている可能性がいろいろあるのではないかと思います。その辺りのアルファを見るときの評価の視点として、他のファンドはどのようになっているのでしょうか。

●陣場運用部長 おっしゃるとおりでございます。過去5年間、小型株は非常に成績が良い状況でございます。したがって、通過ファンドの中には小型の属性を持ったファンドが随分と入っております。そういったファンドにつきましては、TOPIX との比較だけでは不公平でございます。まず小型のベンチマークと比較した場合に、それでも超過収益を獲得しているかどうか、チェックをし、ヒアリングで特性等について確認をいたします。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をさせ、そうでなかったものについては不通過としたところでございます。

○村上委員 例えばバリュエーションであっても、その中では小型に偏っていたり、スタイルとしてきちんと分けられないようなものがよく出てきますね。

●陣場運用部長 おっしゃるとおり、そこは銘柄リストを頂戴するとか、スタイル分析のツールにかけ、バリュエーションと言っているけれども、実際は小型の属性が強いファンドであるという部分も認識しつつ確認をいたしたところでございます。

○村上委員 わかりました。2点目は、最後に御説明があった DA9 というエンハンストで回転率が高いファンドですが、これは結構資金規模の制約があるファンドではないかと思うのですが、そのあたりはいかがですか。

●陣場運用部長 おっしゃるとおりです。参考1-1をご覧くださいますと、DA9 は、現在の残高が でございまして、規模としては大変小さなファンドでございます。このレベルなので、年間 回転くらい可能という部分は当然あると思いますので、仮に



採用になった場合には、多額の資金を与えられるものでもございませんので、そこは金額と回転率を睨みながら検討していきたいと考えてございます。

○村上委員 3つ目として、DA5 というファンドについてです。資料の評価のポイントを読みますと、この会社はインデックス自体の開発も運用も行っていると読めますが、その上でパッシブとして評価の可能性を考えるということだったのですが、インデックス自体の開発を自ら行っているチームが運用も行っているということですか。

●陣場運用部長 この運用会社とインデックス会社が共同でベンチマークの開発をしていたという経緯がございます。ただ、現在はインデックス会社に譲渡しており、運用会社は運用に特化をしているということを確認しております。

○村上委員 自ら開発したものを運用しているとしたら難しいなと思った点が、インデックスの銘柄入れ替えや何らかの組成の条件に関し、情報が全部、公開されているものかどうかということです。インデックスのインサイダー情報のようなものを持っている可能性はないのでしょうか。

●陣場運用部長 現在、インデックス会社とは完全に分離され、インデックス情報は別途インデックス会社から取得するという状況になってございます。

○村上委員 そうしますと、このファンドをインデックスとして評価をすることになったときには、指数に対するトラッキングエラーだとか、インデックスでもアルファという考えはあるとは思いますが、どちらかというところ、この指数で運用するファンドを採用した場合の有効性みたいなものを評価するということになるのでしょうか。

●陣場運用部長 そこは委託調査との関連になりますけれども、パッシブ運用としてこういうものを位置づける場合は、いろいろなインデックスを組み合わせます。TOPIX 自体、常に効率的かというところ、そうでない時期もある。TOPIX と異なる種類のベンチマークを組み合わせることによって、パッシブ運用全体として効率性がどう変化するのか。TOPIX より、より良い性格のものができ上がるのかといったことをまず検討した上で、その結果効率性が上がらないということになれば、その時点でそういうベンチマークはアクティブ運用に回すことになると思います。まず、パッシブ運用としての効率性を確認した上で、パッシブ運用として位置づけ、さらにそのベンチマークに基づいた運用ということで、ファンドの評価を行うといった流れになると考えてございます。

○村上委員 委託調査研究とのテーマとも、かなり重なった判断をする部分があるということですね。

●陣場運用部長 そこはその成果を活かしつつ、マネジャー・ストラクチャーの中に織り込んでいきたいと思えます。

○村上委員 わかりました。ありがとうございました。

○稲葉委員 今の点に関連するのですが、非時価総額加重で行っていると。当人はアクティブだと思っている。でもこういう理由でパッシブ運用の性格を色濃く持っているのではないかと。その基準に照らしてよいかどうかを考えてみると。そ

ういう発想で、不都合が生じることはありませんか。例えば変な例で申し訳ないのだけれども、私は男だと思っている人に対して、いや、あなたは女だと思っで見ると合格ですと言っているようなものではないのですか。

●陣場運用部長 まずは、我々の整理ということでございまして、今後、パッシブ運用としての位置付けを受け入れてくれるかという交渉を、運用機関としなければならないと思っございまして。運用機関の経営判断になってくると思っますが、パッシブ運用とする道を選ぶのか、アクティブ運用として常に超過収益を稼ぐ戦場で戦う道を選ぶのか、それは運用機関の経営判断になってくるのかと思っございまして。

○村上委員 報酬などにも大きくかかわってきますね。

●陣場運用部長 そうです。

○臼杵委員 手数料の話とか、パッシブとすると、ある程度 TOPIX に対しどのくらいトラッキングエラーをとるかというのを管理しなければいけないことになるかもしれませんが、そういう話をするということによろしいのですか。

●陣場運用部長 TOPIX に対するトラッキングエラーというよりは、TOPIX と組み合わせることで、全体のシャープレシオがよくなるとか、そういう管理になってくるのだろうと思っます。これは個人的な意見も入っておりますけれども、アクティブ運用であれば TOPIX との超過収益の勝負になるわけございまして、パッシブとして位置づけるとなると、少し考え方が変わってくるのかなと思っございまして。

○臼杵委員 全体として、基本ポートフォリオのベンチマークは TOPIX によるわけですから、そこから大きくは外れないという確認はする。多分外れないと思っすけれども、ということになるのですか。

●清水調査室長 補足ですけれども、調査研究との関連で、まず1つは、非時価総額加重インデックスというものを調査研究の中でどういう形で調査しているかということについて若干お話をさせていただきます。まず1つは、従来のアクティブマネジャーというものが、結局アルファの源泉を見たときに、バリューエクスポージャー、要はバリュー効果をとっているだけだとか、そういうような議論が従来からありました。そうすると、我々がアクティブマネジャーをお願いしている真の能力というのは何かということをも改めて考えた場合、もしバリューファクターであるとか、そういうファクター的なエクスポージャーというのを、もっとシステムチックにとることが可能ということであれば、そういうものをきちんと検討すれば良いという話が1つあるのではないかということ。これがそもそものエキゾチックベータの議論の流れとしてあったのだと思っます。

それというのは実は裏を返すと、CAPM が常に成立しているような、マーケットが常に成立しているということであれば、基本的には裁定によってアルファは獲得できないという世界なわけです。逆に言えば、何故アルファをとれるかという、TOPIX には非効率的な局面が何らか存在する。もちろん効率的な局面のときもあるし、そうでない局面もある。アクティブマネジャーがシステムチックな形でアルファをとっているというこ

とがあるとするれば、それは CAPM から見たときの非効率性というものが存在して、それが何らか、例えばファクターエクスポージャーで、それをきちんと獲得できるという世界があるだろうという文脈の中で、現在、調査研究を行っているのご理解いただきたいと思ます。

そう考えると、我々がアクティブ運用として、ある 1つのインデックス、そういうエキゾチックベータに対してお願いするという事は、それはあくまでもアルファ狙いなのだから、結局アルファを獲得できない局面では、それは逆に採用してはいけないということになるわけです。アルファを獲得できる時にだけ、そういうものは採用すれば良いのだという解釈になるのだろうと思ます。

ところが、そもそも市場自体が非効率な局面があるという考え方に立つと、それは必ずしもそうではなくて、常に市場はいろいろ揺れ動いていて、いろいろなリスクファクターをアロケーションすることによって、パッシブ運用全体としての効率性を高めることができるという可能性もあるのではないかと。そういう意味でなるべくいろいろなベータを分散する。あるいは、ある局面で一番効率的なエキゾチックベータの運用を混ぜることによって、時間軸も含めた形でのある種の分散を図っていくというのが基本的な考え方になるのだろうと思ます。

そういう考え方で、今、御指摘のあったような、ある種のインデックスの運用も検討して、どういうコンテキストの中にそういうものが乗るのかということの結果を踏まえて、最終的には判断することになるのだろうと考えています。

○稲葉委員 余りそれを言い過ぎると、またややこしくなりそうですね。

●清水調査室長 そうですね。

○稲葉委員 パッシブの中にある程度アクティブを入れたほうが、最適に近くなってくるのではないかと。

●清水調査室長 ベータの中にと。

○稲葉委員 分散的にそういうのを入れることによって、よりパッシブでも収益が上がるという形に持っていけると。

●清水調査室長 CAPM といふか、通常のインデックス運用をずっとしているのが我々の基本的なコアとしての運用のスタイルです。それによってトラックされるリターンであるとかリスクといふものが、本当にベストかどうかといふのは、CAPM を前提とすれば効率的かもしれないけれども、そうではないのが普通であろうと。そういう意味で、もし何らかのシステムチックな形で、ある種のベータをとっていくことができれば、それはパッシブとして組み入れたほうが良いのではないかと、そういう考え方と思っています。

○稲葉委員 裏返してみれば、それはアクティブのものを組み入れるということですか。

●清水調査室長 そうですね。

○稲葉委員 全部が全部だと駄目だけれども、若干混ぜ込むのが良いことだということにつながってくるのかもしれないね。

- 能見委員 アルファを出し続けるというすごい人、いることはいるんですよ。実際ファンド側から選別されて委託することができないというファンド、そういうふうにマーケットは非効率な部分があって、ある種の人がある非効率性を収益化しているというのは存在しているのです。しかし、そういうことができるアクティブ運用のファンドマネジャーに我々がアクセスする、あるいはそういうのを見極めて集めることはまた難しいと。多くのアクティブファンドがそれほど大したアクティブではないのですよ。そうすると、そこに残っているのは単なるマネジャー分散だけが残るということになる。マネジャー分散なら、ベータをとるマネジャー分散をベースにしていけば良いではないかと。
- 臼杵委員 DA11 なんていうのは、小型株でパッシブ運用への位置づけも考えたいということだから、結局パッシブを少し多様化するけれども、相対としての TOPIX との関係はこちらでマネージすると、そういう理解で良いのですか。
- 陣場運用部長 そうですね。
- 清水調査室長 そうですね。全体含めて、どういう形でというのは。
- 陣場運用部長 委託金額の議論もあるのだと思うのです。非時価総額加重のベンチマークでございますと、時価とは関係なくウェイトを決めるわけで、そうするとリバランスも常時しなければいけなくなり、取引コストもかかる。実際にフィージブルな量がどこまであるか。TOPIX のように十何兆円もできるものでもないだろうといった調整もしていきながら、委託金額を決めていくということになるのかと思っております。
- 村上委員 イメージとしては、最後に採用予定のマネジャーがいろいろなスタイルに適正に分散ができていくかどうかを見ていきますね。そのときの扱いとしては、アクティブマネジャーと同列に見るということになるのではないのでしょうか。TOPIX と違う、アルファの源泉のように考えて見ないのですか。
- 陣場運用部長 まだイメージ、3次審査をどう行うかという議論にも関わってまいるのですけれども、これまでのやり方は、アクティブファンド間の相関等を見て最適な組み合わせを作るというだけだったのですが、今度はまずパッシブの世界で効率的なものを作ります。アクティブはアクティブで効率的なものを作る。最終的に両者を統合し、全体でどうなっているかというチェックも必要になってくるかと思っております。これはまだイメージの段階ですが、そういった流れになるのかと思っております。
- 臼杵委員 2次審査の結果は運用機関に教えるわけですね。いつかよく知りませんが。
- 陣場運用部長 第3次に入って。
- 臼杵委員 そのときに、どの程度理由みたいなものは教えるのですか。
- 陣場運用部長 3次審査の場合には結果通知と、理由を口頭ベースでいたしております。
- 臼杵委員 ある程度理由を言ったほうが全体的なマネジャーのレベルアップにつながるかなという感じがしました。既存のファンドに対してはどのような形になるのですか。
- 陣場運用部長 既存のファンドにつきましては、マネジャーストラクチャーが決定する

までは、2次審査が不通過であっても運用を続けていただかないといけませんので、3次審査による採用者が決定した時点で、不通過であると。本当は2次審査で不通過になっていたのだけれども、最終3次審査の結果通知のところで、不通過ですという通知をいたすこととなっております。

○臼杵委員 それは何となくわかるけれども、第3次審査終了まで言わないということですね。

●陣場運用部長 はい。

○臼杵委員 わかりました。

○植田委員長 他のパッシブインデックスのようなものをちょっと考えるという流れでは、現実性は低いと思います。普通、こういうものだとマーケットとのベータを見るわけですね、リスクを測るときに。経済学的には消費とのベータを測るという方が正しい理論なのですね、個人の家計の資産運用を考えると。さらに、こういう年金ファンドであれば、何が消費に当たるかといえ、将来の年金の支払いとか、キャッシュアウトフローであるわけです。だから、そことの相関を見るような、キャッシュアウトフローが大きいときに高いリターンを獲得できるファンドというのは非常に価値が高いわけですね。そういうふうにしてリスクを測るべきであるというのが理論的に出てくる話だと思うのですが、インデックスのところでは何かあり得ますか。タイムホライズンの問題で大分無理なような気がするのですが。

●清水調査室長 今回の先生の御指摘を私なりに解釈すると、CAPMが想像している世界というのは、ある程度リスク許容度といえますか、均一の部分が前提となっているのだけれども、例えば年金のような、特殊な負債を持つ投資家であれば、当然ベータのとり方が違うだろうという、そういう理解でよろしいのですか。

○植田委員長 そうです。

●清水調査室長 我々として普通に素直に考えると、キャッシュアウトという話が1つですし、もう一つは、年金財政自体が賃金や物価に連動するという話なので、そういうものを機軸として、例えばパブリックエクイティの世界を見たときにどういうものが一番馴染むかというタイムホライズンも含めて、そういうお話になるのだと思うのですが、なかなか何といえますか。

○植田委員長 そういうことも考えましたということで。

●清水調査室長 おっしゃるとおりです。

○植田委員長 それでは、他によろしいですか。

では、引き続きまして管理運用方針について（案）、委員限り4-1と4-2の案について、御説明をお願いします。

●青木審議役 御説明申し上げます。これはインフラ共同投資の実施に先立ちまして、管理運用方針について必要な規定の整備を行うというものでございます。なお、管理運用

方針は理事長が定めるもので、大臣認可の対象とはされていない位置づけのものでございます。4-1が新旧対照表、4-2が管理運用方針の全文で、改正部分を網かけにしたものでございます。

恐縮ですが、4-2の本文編の16ページをあけていただければと思います。改正案部分はここから先でございます、今後、実施を予定するインフラ共同投資は、自家運用で、外貨建て投資信託受益証券を取得し運用するものと整理させていただいておりますので、16ページの下段、自家運用の役割に関する規定に(2)外貨建て投資信託受益証券の管理及び運用という項目を追加いたします。

次に17ページにまいりまして、2.運用基本方針の(2)として外貨建て投資信託受益証券ファンドについて定めます。インフラ共同投資につきましては、安定したインカムが期待できることなどから、外国債券のアクティブファンドとして位置づけることとしております。このため、そのようなファンドとしてインフラへの投資を目的とした外貨建て投資信託受益証券の管理、運用を行う旨、規定しております。

次に18ページにまいりまして、4.運用ガイドライン等でございますけれども、自家運用を行う場合の運用ガイドラインにつきまして、ここで第3の2及び第4の2の規定を準用するとあります。第3の2は、この資料の4ページにもございますが、運用受託機関の運用ガイドライン、第4の2は、9ページにございますけれども、資産管理機関の資産管理ガイドラインを定めております。インフラ共同投資の運用ガイドライン等につきましては、これまでの規定をそのまま準用することはできないということで、別途定める必要があるため、ただし書きを追加させていただいております、このただし書きに基づいて、理事長が後日別に定めることを考えております。

5.自家運用の評価につきましては、新旧対照表をご覧ください。最後の箇所でございますけれども、真ん中の列に現行規定がございまして、管理運用法人は、自家運用を評価するに当たっては、……運用受託との相対評価に加え、その役割を考慮した総合的な評価を行うものとするとうございます。インフラ共同投資のような投資につきましても、その役割を考慮した総合評価を行ってまいる考えでございます。ただ、他に同じような運用を行う運用受託機関がないため、相対評価は行い難いということになります。現行規定のままでは、相対評価をしなければならないという解釈になっていますので、相対評価に加えではなく、左側の改正案のとおり、相対評価を行うなどとし、相対評価までは行わなくても良いと解釈できる文言に改めたものでございます。

最後に、この改正につきましては、今回の投資信託の設定前、本年12月を目途に行うことを予定しております。また、改正した管理運用方針は、中期計画に基づき、ホームページ上で改正後の全文を公表することになりますけれども、公表時期につきましては、平成25年度中を目途に、実際の運用が始まった際、具体的にはキャピタルコールの通知を受けまして、資金を払い込んだ直後を考えております。

説明は以上でございます。

○植田委員長 それでは、ご質問等をお願いいたします。よろしいですか。

特にございませんでしたら、次の議題に移りたいと思います。次は、次期基本ポートフォリオについて、前回の議論の続きになりますけれども、最初に事務局から、委員限り5-1及び5-2から5-4、こちらは前回資料です。これに基づいてお願いいたします。

●清水調査室長 それでは、私から御説明差し上げたいと思います。

本日の基本ポートフォリオ関連の資料、委員限り5-1から5-4となつてございます。そのうち、5-2以降については、前回の資料そのもので、これについては、前回私から御説明差し上げたわけでございます。前は、有識者会議の中間論点等々の話もございまして、その部分にフォーカスして御議論いただいたということでございますので、本日は5-2以降の前回の資料につきましても御議論いただければと思います。

5-1でございませけれども、これは前回いただいた御意見をまとめたものということでございます。これについても、御意見等々あれば御議論いただければということでございます。

まず、5-1の1点目でございます。1点目、2点目が国内債券に関連する部分でございまして、1点目が、現行、私どもが、国内債券を圧倒的に持っているポートフォリオがこのままで良いのかというのが最大のテーマだということで、それをどの程度まで他の資産に分散するかというのがポイントではないか。1つ、金利上昇リスクと日本経済への貢献、こういうことにフォーカスすれば、日本株のウエイトを増やす。一方で国内債券のウエイトを減らすということが1つの解になる。あるいは人口が減少する日本の中だけでの投資で良いのか、こういう文脈であると、グローバル分散ということで、より外国債券、外国株式にシフトするといった話になるのではないかと。さらに魅力的な投資機会、根本的に違うリスクへの投資、こういう観点で考えるとプライベート・エクイティや不動産といったオルタナティブももう少し考えてよいのではないかと、こういった御意見でございます。

2点目も同様の話でございまして、国内債券並みのリスクは金科玉条のようになっているが、もしかするとリスクは高いかもしれないし、長期的に見て安全かつ効率的といった場合には、国内債券をたくさん持っていれば良いということにはならない、こういう御指摘でございます。

3点目でございませけれども、逆に今はどちらかという国内債券を減らして株にシフトすべきだという世論もあるわけでございませけれども、一方で金利が上がってくれば、今度は逆にポリティカルな意味で、むしろ国債をもっと買えと、こういった動きも出てくる。そういうのも十分考えられる。そうすると我々はもう少し長い視野で考える必要がある。すなわち今まで検討したやり方、原則の中で、原則的に物を考え続けるということが大切だということ、こういう御意見。

さらに、次でございませけれども、年金財政との関係から詰めると、要求リターン、

年金財政上の前提となっている要求リターンを出し、それをどのくらいのリスクで達成できるか。それが国内債券並みのリスクでよいのか、あるいは株、さらにはオルタナティブのリスクもとらなければいけないか、そういう形で進むのが本来のやり方ではないか。あくまでも財政との整合性というところで決めるべきであるという御意見。

次の2点が、タイムホライズン的な部分でございまして、5年から10年くらいの間に、国内債券が暴落するというリスクはそこそこあると思うけれども、それに対応する当面の措置として、どういうポートフォリオが良いのかということはあるだろう。今までそういう時期を乗り越えた後の話、すなわちこれまで我々がどういう考え方でポートフォリオを構築してきたかという、当面の5年、10年はとりあえず置いておいて、長期であるという長期ポートフォリオを1つ作ってきた。逆に言えば、そういう時期を乗り越えた話をしていたのではないかと、こういう御指摘でございます。

次に、年金の長期的な性格からいくと、ある定常状態のようなものを前提としたポートフォリオがあって、これも先ほどのそういう時期を乗り越えた後の話ということと同じような御指摘であると受けとめてはいますが、そこから運用機関の判断で5年とか10年の見通しに基づいてティルトすることが許されるのであれば、そういうことを入れていくことは1つの考えではないか。あくまでも定常的な長期のものをベースとしつつも、何らか5年、10年の環境のようなものを見て、ティルトしていくような考えはどうかといったお話。

最後でございますけれども、中期計画とは独立に、急に国内債券の保有割合を減らす、あるいは全体のポートフォリオのとするリスクを増やすという意味決定はできないのではないかと。中期計画の見直しというものが求められるのではないかとこのプロセスに関する部分でございます。近い将来、国内債券が暴落するリスクを強く感じ始めているけれども、そういうことは外向けにはなかなか言えないと、こういった御意見でございます。

以上が前回いただいた御意見となりまして、このような形で整理をさせていただいたということでございます。

今後の基本ポートフォリオに関する検討の進め方について申し上げますと、今回の委員限り5-2のような形で、当面の論点について、前回お示ししたわけでございますけれども、これを見ていただくとかなり技術的にも詰めなくてはいけない部分が多いということでございます。そういう中で、前回といいますか、5年前になりますが、第2期中期計画の作成に向けた基本ポートフォリオの検討に対応するものとして、9月くらいに、運用委員会の下に検討作業班、技術的な検討を行う作業班を設置いたしまして、そこで議論し始めたという経緯がございます。

そういうことを考えますと、できれば御提案でございますけれども、この機会に5-2に示したような部分につきまして、技術的な検討を行うための検討作業班。現在の運用委員会の検討作業班につきましては、2年前、その当時、社会保障税一体改革成案が



出され、年金改革についてより早期に年金部会を立ち上げて議論を開始することになりました。そのときに、それに対応するための作業班として、植田委員長以下4名から成る検討作業班を立ち上げ、5回くらい検討し、その一部については厚生労働省の専門委員会に御報告しました。オルタナティブについては、その後の方針ということで、この運用委員会でも御議論いただいたわけですが、検討作業班ができればこの時期にもう一回再開させていただいて、それで技術的な検討をした上、この本委員会に御報告し、またフィードバックすると、こういう形で対応させていただければありがたいということでございます。

以上、事務局からの御説明とさせていただきます。

○植田委員長 最初に5-1、つまり前回の議論のまとめですけれども、これについて、さらに御意見等あれば、もう少し伺い、その後5-2等の、個別の論点に進みたいと思いますが、いかがでしょうか。

○稲葉委員 ここに書かれている論点はそれぞれが大変な論点で、1つひとつ議論をしていく価値があると思います。こういう論点があって、その背後にどういう時代を我々は考えていったら良いのかということも、この委員会で議論を尽くしてみると良いなという感じがします。例えばリスクをとるとか、とらないとか。将来、日本の成長が人口減少のもとで低いということを考えてみると、もう少し海外のアセットを組み入れたほうが良いと、そういうふうになるのですけれども、そもそもそういうことを前提として良いかどうかということについて、異論を唱える経済学者もいらっしゃるわけですね。本当にそういうふう思い込んで良いのか、もちろんそれが外れた場合は困るので、そういった議論もどうしたら良いのかというのを考える必要がある。

それから、日本の国債の金利の動きを見ても心配なわけですが、よく考えてみると、主要国の財政事情というのは軒並み悪くなっています。どの国でも財政事情は悪化しており、そういう意味では外国債券それぞれが固有のリスクを持っていると言ってもいいくらいなので、比較的日本の国債は安全であるとか、あるいは海外のほうが成長率が高いからそっちをやったほうが良いのではないとか、単純に思い込んで議論を進めるだけでは足りないのではないか。その背後にあることまでもう少し、なかなか結論は出せないのですけれども、この場で議論を深めておくとうろしいのではないかという感想を持ちます。

○植田委員長 人口の部分はどのように深めますか。

○稲葉委員 先日 に話を聞いたところ、日本で人口が減少するから成長率が落ちるとか、そういうのは全く誤解だと。成長率が落ちているのは企業のイノベーションが足りないせいだと。

○植田委員長 生産性上昇でカバーする。

○稲葉委員 そうそう。

○能見委員 おっしゃるとおりで、1つのシナリオに決め打ちするような、そういうポー

トフォリオを組むのは非常にリスクがあると思うのですね。かねがね私が言っていたのは、元本が返ってくる国債並みのリスクをとれば良いというシナリオで全て行うことに問題があって、現実問題としてのパフォーマンスが、世界の年金基金と比較し劣後しているのではないですかと。それから、株はリスクがあると断定しているけれども、必ずしもそうではないものもあるし、コンスタントな配当がある場合もある。そういうふうに、何か1つのシナリオに、非常に長期であるので、限定した物の考え方というのはリスクがあるのではないかと思うのですね。

それから、もう一つは、そうは言っても向こう5年間くらい考えたときに存在するであろうリスクを幾つか想定できて、それについての対応を少し織り込んでおこうというようなこともできるのではないか。ですからここで言っているベースのいろいろなポートフォリオの考え方があるけれども、それを少しバイアスをかけてシフトしながら考えていくというやり方の運営が一番柔軟で良いのではないかと思うのですね。

さらに、忘れてはいけないことは、超長期で資金を固定することができるというメリットを、どう運用で享受するかということをもう一方で考えなければいけない。長期の資金を持っていたら、通常で言えばイールドカーブは立っているわけですから、長期の資金を持っている人は何らかのアドバンテージがあるはずで、それを運用にどう活かすというようなこと。それは逆に言うと、資本主義の中で株式がこのようになっているけれども、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と思うので、デフレが長い場合もあるけれども、通常は右肩上がりであるから、長期の資金を持っておられる人は耐えられるわけですね。だから、そういう資産をもうちょっと入れて良いのではないか。

そうすると、80%の国内債券というのはちょっと多過ぎるのではないですか。5割くらいにして、株式を持って、株式のリスクがいろいろ顕在化しても、すぐに現金化しなければいけないわけではないから耐えられるので、全体としては上下しながら、資本主義であれば右へ上がっていく。これは長い歴史を見てもそうですから、それにもう少しウェイトを置いて良いのではないかとか、そういうことを議論して、ポートフォリオを作っていったら良いのではないか。今までがやや硬くなり過ぎたのではないかというのが私の考え方だし、この中にもそういうのが、皆さんの意見の中に盛り込まれているのではないかと思うのですね。

○佐藤委員 私は国内債券はそんなに悪いとか危ないと思ってなくて、むしろこの国の場合は為替の影響が非常に大きかった。この数十年でいうと、ずっと円高傾向でしたよね。それが昨年のアベノミクスからちょっと雰囲気が変わり、1月からのリターンを見ると、日本の年金のリターンは全然劣ってなくて、私の会社の年金を見ても為替の影響もあり、日本が一番良い状況です。債券は一方で金利がずっと低下していたから、ヒストリカルなリターンを見ると、実は債券はすごいコントリビューターでした。ただ、ここまで来てしまいましたから、今後は考えなければいけないのですけれども、イールドカ

ープが立っていれば、長期保有するのであれば、ローリング効果を享受できる場所もあると思います。超長期の投資家であるという視点に立って何がとれるのか、その中で国内債券投資をどう考えていくのかというのは考えなければいけないことなのだと思います。

それから、もし海外の比率を上げるということであれば、為替をどうするかというのが非常に大きいと思います。

○小幡委員 非常に難しいと思うのは、ポートフォリオ全体のリスク許容度をどのように設定するかという問題で、どのように設定するかというのはどういうことかということ、我々が決められるのかどうかという問題で、一体誰がポートフォリオ全体のリスク許容度をどのレベルにしますと決定するのかがよく分からないというか、究極的には国民が行うということになるわけですが、それを国会で決めるのか、厚生労働省が決めるのか、厚生労働大臣といますか、それとも我々が決めるのかということで、今まではその意思決定をスキップしてきていて、能見さんからすれば間違いなのでしょうけれども、基本的にはリスクをとれません。運用を一切しなくても現金で持つわけではないから、例えば国内債券を持つとしましょうと。でも国内債券だけ、JGB を持つだけと変わらないリスクでの運用もできるから、同じリスクで、つまり最低限のリスクでできる範囲の運用をしましょうと。

今回のアセットアロケーションの変化も同じレベルのリスクで、さらにリスクアセットをもう少しとれたのでとりましたということからすると、今まで意思決定をしたことがないわけです。今までは最低のリスクだという設定自体が間違いかどうかに関係なく、意思決定してないという事実は変わらなくて、妥当なリスク水準はどこなんですかという、どこですと決める人は誰なのかが全く決まってないから、根本的に議論のしようがないところがあって、そこをどこかではっきりさせないといけないと思うのですね。

GPIF の執行サイドは、それは運用委員会がという話になり、我々は厚生労働大臣から言われた範囲で行っていますという話になって、厚生労働大臣は国民の皆様がと言って、国民はそんなのはよく分からないという話になるから、デフォルトリスクをとらなければ、まあいいかなという話になってしまっていると思うので、どこかで明示的に決めるという姿勢をとらないといけないと思うのです。それを我々がリードして、彼らが決めるべきだという言い方の議論をするべきなのかなということなのだと思います。

能見さんの議論は、ある意味、そこはスキップして、もっといろいろな多様な資産をとれますという議論に近い議論だと思うのです。それが一番無難なのですから、それが本当に良いのかなという疑問もあるわけです。何故かということ、国民の議論が超長期はずなのに、例えば仮に株が増えた後、株が下がる、あるいは海外資産が増えた後、突然そこで円高になるといったときに、そこをはっきりさせておかないと耐えられなくなるかもしれないので、そちらの方向に向かうべきだと私は思うのですけれども、そこをどこかで、意思決定を誰かがしておく必要があると思うのです。

○宇野委員長代理 小幡委員がおっしゃるとおりで、誰かに決めてもらえないというのが最大の悩みだった訳です。最終的に採用されなかったので公表もされてないのですけれども、前回の基本ポートフォリオを検討する過程では、運用委員会としてディフェンシブな意味で、ショートフォールリスクについて考えました。ショートフォールリスクというのは、支払いができなくなるような状況に陥る確率がどれくらいあるかというようなシミュレーションをして、このリスクをとったときに、それがどれくらいの可能性で起こるかをチェックした上で、この辺のポートフォリオを選ぼうか、推薦しようかというような議論をしたので、そういうチェックの仕方が十分かどうか。あるいはシミュレーションするときの前提となるパラメータが、今後予想されている経済変動の状況に適しているかどうかというようなところは検討が必要だと思うのですけれども、それ以外に追加する必要があるかどうか。

現状の基本ポートフォリオで、過去のいろいろな金融危機等々のリスクに遭遇したときに、どれくらいの損失が出たかというのは経験値として、例えば 10 兆円とかあるわけですね。ある意味、その範囲内はマスコミの報道も含めて乗り越えられた。もう少し大きくても大丈夫だと考えるのかどうかで、今までの基本ポートフォリオのリスクレベルよりも高くした場合に、15 兆円とか 20 兆円という損が出るかもしれませんよと。コンセプトualmente大丈夫だろうかというようなところは、そういう方向に向かう場合には、議論する必要があるのではないかと。ざっくり決めていたわけではなくて、チェックできる範囲内については、これまでも作業過程ではチェックしていたし、あれを発表していたら、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ということはモニタリングしていたと思うのですね。

今後の方向性に関して言うと、分散投資というか、海外資産を増やす方向があるかなと思って、それはもちろん成長の源泉が海外にあるという直感的なものがあるのですけれども、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ふうに本当に言えるかどうか。特に重要な危機が起きたときには分散投資も何もない。国内も海外も一緒に動いてしまうという点を考えると、余りそこではっきり最初から枠をつ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舞台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、世界の株式市場とか、世界の債券市場を前提にして、どういうふうにそこに資産を投資していくかと考えても良いのではないかと気がしています。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。

先ほど指摘があった長期の資金を投資できるという観点で言うと、まさに流動性の無いものを持つというのがこの法人の特徴で、流動性の無いものはそれだけ流動性プレミアムがとれるわけですから、そういう視点で分散効果というものも含めて、そういう

ものを入れるということが分散投資の具体的な意味だというような方向を考えていくチャンスというか、そうすべきなのではないか。

- 村上委員 先ほど小幡委員がおっしゃったように、リスク許容度の問題について、その前提として、リスクをどのように定義をするか、それに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と思うのですが、リスクをどのような形で定義して、それをどこまでとって良いのかというコンセンサスがある程度ないと、ポートフォリオの本来の骨格ができてこないのだと思うのです。その点は、前提としてしっかりと定義していかなければいけないのではないかと思います。
- 植田委員長 その辺は引き続き、私も前回申し上げたのですけれども、どの程度のリスクとか、どういう種類のリスクをとという話は、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、その辺を考えて今後整理していくということだと思います。宇野委員が最後の方でおっしゃったのは、ホームカンントリーバイアスの関係ですね。
- 宇野委員長代理 はい。
- 植田委員長 委員限り5-2の1枚目に、ポイントが挙がっていますが、これらについて、もう少し議論していただけないでしょうか。オルタナティブ投資等をもう少し機動的にやるにはどうしたら良いか、あるいは基本ポートフォリオとの関係をどうするか等々。為替リスクをどう考えるかという話は既に数名の方から出ていますが。
- 稲葉委員 先ほど宇野さんがおっしゃった外国株式の話ですが、区分が本当に良いのか。例えば私が、現在、所属しているリコーは海外ビジネスが7割から8割なのですね。リコーの株を買っていただけるということは、7割、8割は外国株式に投資して、2割を日本株に投資しているようなものですね。今や日本の一流企業、特に成長しているところは、おそらくそのようなところばかりですね。そういう点で、区分というのは実際問題としては余り意味をなさなくなっているという感じがします。
- 宇野委員長代理 為替の問題ですね。円建てなのか外貨建てなのか。為替が間に入っているから実現リターンは違ってくるけれども、企業活動自体とかは余り意味をなさなくなっている。
- 稲葉委員 それでもトヨタは、為替が大変だとか言っているのだけれども、その辺のコントロールの仕方は大分うまくなっているから、そこもそんなに重大なファクターでなくなっていると思いますね。
- 佐藤委員 区分を撤廃すると、為替の問題が大きいのですけれども、何が問題になるのでしょうか。私の会社の例で申し上げますと、株はここ10年くらいずっと一体化、一体化というのはホームカンントリーバイアスを一切とらないで、ずっと行っているのですけれども、それで一度も運用上問題を感じたことはない。債券についてもいろいろ議論があったのですけれども、区分を設ける意味、情報も効率化していて、昔は外国の情報というのは日本に比べるとよく見えないし、分からない。それから、為替をどう管理したら良いかというところの技術が、10年前は、いま一つよく分からなかった。為替の

オーバーレイといっても、アメリカの視点の人が多くて、日本の投資家が行った場合、うまくいくのかといった問題を考えながら、債券も区分は撤廃している。これを行うと何が問題なのか、1つ思い当たるのは GPIF なので、これを行うと、日本の経済に与える影響はどうかというのがありますけれども、そういうところも少し考えてみたら良いのではないかと。

- 清水調査室長 今回の御指摘はおっしゃるとおりでして、現在、基本ポートフォリオは国内株式が 12%、外国株式も 12%になっているわけですね。これを単純にグローバル・マニフェストに直すとすると、現在、MSCI グローバルで考えると大体 8%くらいしか日本株式は入っていないわけですから、そうするとかなり日本株式から外国株式にシフトするということが、そういう影響があるということが本当に単純な話だと思います。

それに関連して申し上げますと、稲葉委員がおっしゃっているとおりで、エコノミカル、企業の収益の源泉に着目すると、日本の企業はそれぞれエマージング市場とか、そういうところにシフトしているわけで、最近では MSCI なども、むしろエコノミカルエクスポージャー、企業の国籍ではなくて、どこから収益の源泉をとっているか、そういう観点からのインデックス上の分析とか、そういうものも行っております。我々は昨年エマージング株式に初めて投資をしたのですが、実際に日本の企業も、名立たる企業はほとんどエマージング市場から収益を得ているわけですので、我々の言い方としては、別にこれは初めてではなくて、実質的にはエマージング市場に対するエクスポージャーというのはあるのだということは、従来から説明してきたことと非常に整合的だということに感じます。

- 佐藤委員 実態を考えると、区分を設けることに意味がだんだんなくなってきていますね。
- 植田委員長 1つあるとすると、年金の支払いが、日本の賃金や物価に連動しているの  
で、そことある程度連動してくれたほうが良いということがあると思うのですね。
- 能見委員 それは、すごいインフレになった場合に支払いできるかどうかという。
- 植田委員長 はい。ただ、それも為替が PPP (Purchasing Power Parity) で動いてくれれば、問題ないということになってしまうのですけれども、必ずしもそうは動かないので。
- 能見委員 でも、そういう点からすると、なおさらのこと債券と株の比率については考えなければいけない。株の比率をある程度増やしておく必要があるということですね。
- 植田委員長 インフレになる前はということ。インフレになった後は債券でもいいわけ  
です。
- 能見委員 インフレになって金利が上がったら、債券に投資すれば良いので、固定する  
必要なくて、ただし連動するということがあれば、普通の状態で言えば、もう少し株式  
のウェイトを増やしておいたほうが良いということですね。ライアビリティサイドのこ  
とを考えたほうが良いということでしたら。

○村上委員 今、委員長から御指摘がありましたように、負債のヘッジ機能以外に余りグローバルポートフォリオを使わない合理的な理由はないのだと思うのです。資産サイドからだけ考えれば、内外分けていることがむしろ非効率なポートフォリオとなっている部分があります。為替の問題というのはよく言われますが、為替リスクを含んだ過去の MSCI の指数などのリターンを見てもリスクの上では TOPIX とそんなに遜色ない水準です。為替リスクがそこに含まれていても分散が効いている、すなわち通貨分散も株式市場の分散もそこには効いているので、為替リスクがない TOPIX のリターンのリスクとそんなに遜色がないという結果になっています。

そうすると、グローバルに考えて、グローバルポートフォリオをベースとして、資本効率が高い国にオーバーウェイトしていったほうが超過収益が獲得できるということになるのだと思います。負債ヘッジということを除いて資産サイドだけで考えると、日本の公的年金だからというバイアスを除けば、あまり合理的な理由として内外を分ける必要はないと思うのです。

○稲葉委員 賃金上昇率、増加率に見合う収益が出る程度では基金を持つ意味はないのではないですか。リスクをとって、賃金上昇率と同じリターンしかないのであれば。

○植田委員長 プラスアルファを狙う。

○稲葉委員 やはりプラスアルファを狙わなければいけない。そういう意味で言うと、国内で運用していれば良いかということにはならないということだと思います。

●清水調査室長 植田委員長が参画されておられます厚生労働省の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も、ベースとなるのは日本のマクロ経済がどの程度今後成長するのかというところをベースに置いて、長期金利の水準ですとか株式の期待リターン、そういうものが議論されているということです。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な気もするわけですが。

稲葉委員の冒頭の議論を振り返ると、そもそも日本が、例えば人口が増加してきて、経済成長があれば、別に全部 100%国内に投資して、それで日本の経済成長をカプチャーするというのを年金運用のベースに置いても、それは別に不思議なことではないと思うのです。人口減少とか、そういうような世界の中で、他に収益の源泉を求めるのかとか、そういうものが必要だということであれば、そこで海外資産へのシフトというものをどう考えるか等々の話だと思います。単純にリスク・リターンだけを見るとか、効率性だけを見ると、確かにおっしゃるとおりで、グローバル・マニポートという答えが多分出てくる、そういう話でもあるかなという気がします。

○村上委員 今、室長がおっしゃったように、国内株式が一番賃金上昇に対してはヘッジ機能を持っているということを検証したレポートなども存在しているのは確かなのですが、ただ、実際にどのくらいヘッジされるのか、その数字などが示されないで議論すると、すごく散漫になってしまうところがあると思うのです。ですから議論する際には、

いろいろな材料や為替リスクが過去どのくらい大きかったのかなどのデータの用意も必要です。それも短期で見たときと長期で見たときとは大きく違いますし、個別ではなく分散ポートフォリオで見たときも違いますので、そのようないろいろなデータがないと、なかなか議論が進んでいかないのではないかと思います。

○能見委員 ただ、データで最終的に立証はできないですよ。それはどの期間をとるかによって全て違いますので。

○村上委員 そのとおりですので、いろいろな期間をみる必要があります。

○能見委員 それから、1つひとつの資産というか、アセットに関して、これはリスク許容度が振れているとか、振れてないとかという議論がすごく私はおかしいと思っていて、あとここに書いてあるホームカントリーバイアスも、それはそれで私も良いと思うのですね。だから、40%から50%くらいのところで国内債券をベースとし、分散すれば、国民が許容するくらいのもので推移するような気がするのです。気がするということで行うのはおかしいけれども、経験的にそうしていて、持っているライアビリティサイドというけれども、先ほど宇野先生がおっしゃたように、ライアビリティサイドは実は GPIF はすごく強みなのですよ。その強みを活かした運用を行えば良いのになというのと、それと何かに一発当てることは難しいので、分散したら良いではないですかと。それで十分、世の中でいろいろ行っているファンドに対して、GPIF は勝てると思うのですね。これだけの量とすごくペイシエントなマネーを持っているわけですから、私は勝てると思うのですね。勝てるというのはおかしいけれども、期待に応えられると思うのですね。

○稲葉委員 小幡さんがおっしゃるように、政治も決めようとしているわけではないし、役所も別に決められるわけではないし、国民も何か考えを持っているわけではないときに、ここだけが一人、自分で目標を設定してというようなことが、世の中の的には通用しないのだろうと思うのですね。ただし、能見さんがおっしゃっているように、世間の一般の人が、まあ、そこそよくやっているのではないかとというようなところを狙うということになるのだろうと思うのですね。

そうすると、宇野さんがおっしゃるように、前回は、絶対に損をしないと、棄損させないというのが条件の1つ。それから、能見さんがおっしゃるように、分散して投資すれば、相対的に収益率が上がるのだと、そういう原理原則を応用してやっているということを見せていくことができればきっと良いのでしょうか。もう少し、改善の余地があるかというのが、この辺でぼやっとした議論ではないでしょうか。

○能見委員 小幡さんがおっしゃるように、リスク許容度をこのくらいにしてくださいと誰も多分決めないですよ。

○小幡委員 そうなのですから、そうすると、ある意味なし崩しですね。それで良いのかということです。

○植田委員長 その辺でも、ある程度の判断をするタイミングが来ると思いますけれども。

○小幡委員 そうです。せざるを得ないと思います。



- 植田委員長オルタナティブについては、基本ポートフォリオに入れると考えるのであれば、リスク・リターン特性を見ないといけない。過去のものを見ても駄目かもしれないですけども。
- 能見委員 過去のものを見ると、例えば3年から5年くらいというか、長期とは言わない期間で見ると、プライベート・エクイティと為替については相当なダメージをこうむる可能性は常にあり、瞬間的に見ると振れ幅が非常に大きい。プライベート・エクイティでも、場合によっては半分以下になることがあるわけですね。他の資産では余りそういうのは無いですよ。何らかの形で残っていますから。
- 植田委員長 以前、調査研究で出ていましたね。
- 清水調査室長 はい。
- 植田委員長 かなり信頼できる結果と考えて良いのですか。
- 清水調査室長 相関係数等とリスク・リターンの関係。
- 植田委員長 はい。
- 清水調査室長 これもデータの期間とかによってなかなか難しいのですが、1つ言えるのは、リアルエステートとインフラストラクチャーと PE と大体3つ見たときに、これは私の個人的な感覚ですが、インフラと不動産についてのリスク・リターンというのは、ちょうど債券と株の中間みたいな、そういう意味で、ある程度あるのかなという気がします。
- ただ、プライベート・エクイティについては、これは性格的にも純粋なエクイティ投資なので、1つのアセットクラスにするというのは、個人的には余り馴染まなくて、むしろアクティブ運用の一環として、個別のリスクを見て判断すれば良いのではないかと、そんな感じを持っています。これは個人的な意見ですけども。
- 能見委員 絶対額は限られますね。全体に対して余りインパクトを与えない範囲内でおさめざるを得ないですね。
- 植田委員長 他にどの辺りでも結構ですが、ぜひという御意見がございましたら。
- 村上委員 今の点に関して、結局オルタナティブ資産というのは、独立したカテゴリーで最適化をすると、いろいろな問題が生じることが多いと思いますので、どのくらい行うかを別枠で決めるというようなことにせざるを得ないのではないかと思います。過去のシミュレーションを行う場合のデータのクオリティが、伝統資産とはかなり違いますし、収益を把握する期間も全く違うと思うのですね。キャピタルコールがあったり、Jカーブ効果があったり、どのくらいの期間で収益を見れば良いのかという問題も生じます。そのような状況ですので、例えば海外年金のやり方でいけば、ノルウェー流のやり方になりますでしょうか、独立した資産として扱ってはいるものの、組み入れ比率の設定には最適化を使用せずに、現実的な取り組み可能な規模を考慮した上で比率を設定という、これが一番適するのではないかと思うのですね。
- 清水調査室長 ノルウェーは不動産だけということですか。プライベート・エクイティに

については株式の内枠が良いのではないかと感じています。それが海外のプラクティスだろうという感じはしています。不動産とインフラについては、先ほど株式と債券の中間というお話を申し上げましたけれども、もう一つの位置付けは、いわゆるリアルアセットというか、インフレに連動するようなアセットクラスとして位置付けるかどうかというところが論点かなと。ただ、まだ実質的なエクスポージャーがありませんから、目標設定するというのも一方でどうかという感じもしますので、そういう意味からすると、CPPIB のトータル・ポートフォリオ・アプローチのような、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として作っておいて、個別のディールというか、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。それは1つの考えではないかという気はしますけれども。

○能見委員 CalPERS は、この段階ではオルタナティブの中でも PE が 12%、ヘッジファンド 2% の 14% ですけども、PE とヘッジファンド、CalPERS はピークでは相当大きい時期があって、それがリーマン・ショックで何割くらいやられたかというのが判れば、多分 CalPERS が最大だと思うんですけども。

●清水調査室長 そうですね。数字については、すぐ御用意させていただきますけれども、おっしゃるとおりで、リーマン・ショックのときにかなりやられており、現在は随分縮小しているというのが実態でございます。

○能見委員 アメリカでは、相当下がっても許容されたけれども、日本では関係者全て解任というか、耐えられない状況だと思いますね。

○佐藤委員 これは背景の違いがあるというか、海外は株式からの分散なので、パブリックな株式だと一番ボラティリティが高いじゃないですか。だからオルタナティブで相当程度のことがあっても、株式よりはよい、という議論が成り立つんですけども、日本の場合は、債券から分散するとなると、これは慎重にやらないといけないと思います。

○能見委員 だから日本の場合には耐えられないかなという感じ。

○佐藤委員 そういう意味で。

●清水調査室長 このとき、CalPERS は不動産のレジデンス、グリーンフィールドの開発を行い、開発リスクをとっており、それがちょうどリーマン・ショックと重なったという話が記憶に新しいのだと思います。

○臼杵委員 先ほどからのお話だと、国内債券を中心とするという大きな方向の中で、確かに債券並みリスクということに、実質的な意味がどれだけあるかというのはあるかもしれないけれども、1つの説明としては、ある程度、これまで少なくとも有効に機能していたことがあります。そこを考えると、国内債券を中核とする方針であっても、国内債券の中身をもう少しデュレーション等を考えていくということが1つと、その中でリスク資産をどう分散していくかということを考えるということがあって、それはまさにオルタナティブ等を入れるのだと思うんですね。

だから、佐藤さんがおっしゃったように、債券からオルタナティブというよりは、リ

スク資産の内枠の中でオルタナティブをできる範囲で行っていく。そんなアセットクラスとして、何か平均分散のフレームワークを使って入れるということではなくて、現在の資産配分上、外国株式と外国債券の中でできる範囲で行うというような方向かなと思います。

- 植田委員長 キャッシュアウト等対応ファンドというのも用意しているわけですが、目的はその名のとおりなのですが、若干インフレヘッジ的な意味合いがあると思うのですね。それも考えるというか、評価しつつということだと思いのですね。

それでは、時間になりましたので、事務局とも相談しつつ適切なペースで引き続き議論を行わせていただければと思います。

最後にリスク管理状況等について、委員限り6に基づいて、9月分ですが、お願いいたします。

- 陣場運用部長 委員限り6、リスク管理状況につきまして、ご説明いたします。10ページをご覧ください。ベンチマーク収益率の数字をもとに、9月の状況を簡単に説明させていただきます。

9月は、アメリカの量的緩和縮小の見送りでございますとか、シリアへの軍事介入が回避されたといったことで、内外株式とも堅調でございました。それに加え国内株式につきましては、2020年のオリンピックの招致の決定、法人減税の思惑等がありまして、さらにリターンが上積みされたということで、国内株式は9月単月でプラス8.68%、また外国株式につきましては、プラス4.73%といった状況でございました。また、為替につきましては、特にユーロに対し円安に進んだということもございまして、外国債券も2.45%のプラスということでございます。国内債券も金利がじわじわと下がり、0.5%のプラスということでございまして、4資産全てプラスといった状況でございました。

収益額につきましては、第2クォーターのディスクロが近いものですから、そのために数字を精査中でございます。9月の収益額は確定しておりませんが、2ページ目をご覧くださいと、残高は確定しているところでございます。右隅の運用資産全体計の数字をご覧くださいと、9月末で123兆9,000億円という残高となっております。8月と比べますと、3兆円くらい資産が増えているということでございまして、この3兆円だけでも第2クォーターの収益の貢献としては相当なものがあったという状況でございます。

リスク性資産のウェイトが上昇したということで、1ページ目の基本ポートフォリオからの乖離ということで申し上げますと、まず国内債券のアンダーウェイト幅が3.72%となりました。8月に比べるとアンダーウェイト幅は拡大という状況が見られます。

一方、国内株式、のオーバーウェイト幅は3.8%、外国株式のオーバーウェイト幅は1.09%ということで、リスク性資産のオーバーウェイト幅が広がったといった状況でございます。

簡単ではございますが、以上でございます。

○植田委員長 御質問あれば、お願いします。よろしいですか。

それでは、議事が終了しましたので、事務局から連絡等をお願いいたします。

●青木審議役 委員会限り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、委員限り2リバランスの検討及び実施についてにつきましては、回収させていただきますので、恐れ入りますが、机の上に置いておいてくださいますようお願いいたします。随行の皆様も、同様をお願いいたします。

次回、第74回運用委員会につきましては、平成26年1月20日の月曜日、15時から当法人の大会議室で開催いたしますので、よろしくをお願いいたします。

以上でございます。

○植田委員長 それでは、本日はこれまでにしたいと思います。ありがとうございました。