

平成 30 年度第 4 回資産運用委員会議事録

日時 平成 30 年 8 月 27 日 (月)

場所 勤労者退職金共済機構 19 階役員会議室

1. 開会

(1) 資産運用委員の出席状況の確認

○清水資産運用部長 定刻前ではございますが、皆様、ご準備のほうがよろしければ始めさせていただきますと思います。

資産運用委員 4 名の出席を確認できましたので、本委員会は有効に成立いたしました。

なお、小枝委員からは本日欠席との連絡をいただいております。

ただいまから平成 30 年度第 4 回資産運用委員会を開催させていただきます。委員の皆様におかれましては、大変お忙しい中、またお暑い中お集まりいただきまして、誠にありがとうございます。

初めに新メンバーの紹介をいたします。これまでオブザーバーとして参加いただいております厚生労働省雇用環境・均等局の勤労者生活課長が、7 月 31 日付の人事異動により交代しております。新任の宇野勤労者生活課長よりご挨拶を賜りたいと存じます。よろしくをお願いいたします。

○宇野勤労者生活課長 ただいまご紹介いただきました宇野と申します。7 月 31 日付で勤労者生活課長を拝命させていただきました。

私個人の話させていただきますと、前職は働き方改革法案の同一労働同一賃金の担当をしており、それより前ですと、大臣官房に在籍している期間が長く、広報室長や、人事課企画官、大臣秘書官をしておりました。そのため、今回のような金融に携わる仕事は本当に久しぶりでございまして、どこまで皆様のご業務にキャッチアップできるかどうか分かりませんが、精いっぱい勉強させていただきたいと思っております。

この 5 月に第 2 回資産運用委員会において、各機関の役割分担と連携等についてまとめさせていただきました。その中で、厚生労働省としても、この委員会の議論を踏まえまして、きちんと労働政策審議会にお伝えしながら、お互いにリターンに対するリスクについて情報共有し、機構の適切な運営に資していきたいと思っておりますので、どうかご指導、ご鞭撻のほどをお願いいたします。

○清水資産運用部長 ありがとうございます。

続きまして、理事長の水野からご挨拶申し上げます。

(2) 理事長挨拶

○水野理事長 本日もお忙しいところ、また8月も終わりだというのに大変な酷暑の中、平成30年度第4回資産運用委員会へご参集賜りまして、誠にありがとうございます。

加えまして、先日は夏休み期間中にも関わりませず、外国債券の運用委託先一次選考についてご助言を頂戴したことにつきまして、重ねて御礼を申し上げさせていただきます。

おかげさまで、マネジャー・ストラクチャー見直しにつきましては、国内債券の委託先を無事に決定することができました。二次選考のインタビューには、私も選考委員の1人として参加し、12回24時間以上の時間を投入しましたが、委員の皆様から具体的な形でご助言を頂いた定性評価の重要性を肌で感じるすることができました。選考結果については、そういうこともありまして、自信を持って公表することができました。あと3つの資産についても、今回得た情報と経験を積み重ねながら選考に取り組む所存でございます。

また、この間並行して、スチュワードシップ活動の一環として、主要な生命保険会社4社、信託銀行2社、証券会社2社のトップとの面談を開始させていただきました。当機構のスチュワードシップ活動とは、煎じ詰めれば、アセットマネジャーとのエンゲージメントを通してアセットマネジャーのガバナンス体制の確認が重要であると考えておりますが、このトップ面談はその一環であり、対象は親会社のトップにお願いしております。

皆さん財界の大物ばかりでございますけれども、2年半に及ぶ議論の集大成として、実効性あるリスク管理が定着し、かつ今年度から開始いたしました第4期中期目標で厚生労働省の政策体系における機構の位置付け及び役割が明確化され、当機構のガバナンス体制も整備されたからこそ踏み出せたと思っております。

先ほどご紹介がありましたが、この夏に異動でご栄転されました平嶋前勤労者生活課長には、この場をおかりして心から感謝と敬意を表したいと思っております。海外人材育成担当参事官として、今最もホットでかつ難しい外国人労働者の問題を担当されるそうでございます。ご後任の宇野勤労者生活課長には、どうぞよろしく願いいたします。

足元1～2年は、資産運用に限らず、当機構は情報セキュリティでも大きなリスクにさらされておりますが、それなりに手は打ってきたつもりでございます。

資産運用に関していえば、先ほどご案内がございましたように、平嶋前勤労者生活課長に担っていただいた労働政策審議会とのブリッジ役を引き続きよろしく願いいたします。

来年度は、建退共、清退共、林退共の財政検証がございます。この特退共につきましては、労働政策審議会のほかに運営委員会という組織もありますので、どうぞよろしく願いいたします。

さて、本日の議題ですが、平成 30 年度第 1 四半期の運用状況についての定例報告、基本ポートフォリオに関わる金融経済環境の定例検証、そしてマネジャー・ストラクチャーの見直しについての 3 部構成になっております。このうちマネジャー・ストラクチャーの見直しにつきましては、国内債券の選考結果最終報告、外国債券の第一次選考結果の報告、国内株式の選考プロセスと要件とポイントについてのたたき台の提供など、複数の資産クラスの作業が並行的に進む状況になりますとともに、株式につきましては、ESG 投資など重い懸案がいよいよ登場いたします。

限られた時間の中で、今回も極めて盛りだくさんかつ中身の濃い内容となっておりますので、委員会におけるご審議はもとより、宿題等もまたお願いすることになるかもしれませんが、引き続き活発、率直なご審議とご協力を賜りますようお願いいたしまして、ご挨拶とさせていただきます。よろしくお願いいたします。

(3) 資料確認

○清水資産運用部長 では、資料の確認をお願いいたします。

座席図、委員会次第に続いて資料がございます。右上に資料番号を付けてございまして、左綴じの資料の 1 つ目、資料 1-1 「平成 30 年度第 1 回資産運用委員会議事録」。資料 1-2 「平成 30 年第 2 回資産運用委員会議事録 (案)」。資料 1-3 「平成 30 年度第 3 回資産運用委員会議事録 (案)」。資料 1-4 「平成 29 年度第 7 回資産運用委員会議事要旨 (案)」です。資料 1-5 「平成 30 年度第 1 回資産運用委員会議事要旨 (案)」、これは 1 枚物であります。資料 2-1 「平成 30 年 4 月から 6 月の運用実績報告」。そしてこれは横長になります。次第に書いてあるタイトルと若干違うのですが、資料 2-2 「中退共給付経理【特化型】要因分解」とカラーになっているものです。横長の資料 3、ブルー印刷です。「基本ポートフォリオの検証における金融変数について」。縦長に戻りまして、資料 4-1、クリップ留めになっているかと思いますが、「国内債券アクティブ運用委託先選考の総括」です。クリップの中は別紙 1、2 がついております。横長になりまして赤刷りです。資料 4-2 「国内債券アクティブ運用委託先の最終選考について」。縦長に戻りまして、4-3 「国内債券のアクティブ・パッシブ比率について」。横長赤刷りの 4-4 「外国債券アクティブ運

用委託先の一次選考について」。4－5「国内株式のマネジャー・ストラクチャー見直しの論点」。

縦長になります。参考資料として、「平成30年4月～6月の運用実績」、こちらはホームページ掲載用の資料になっております。

また、机上配布で後から追加になっているものでございます。横長になりまして、「机上配布資料」と右上に付けております「基本ポートフォリオからの乖離と資産配分効果の動向」、続いてカラー刷りになりますが、1枚物の速報値。

以上が本日の資料となりますが、不備がございませんでしたでしょうか。もし何かございましたら、話の途中で結構でございますので、お申し出いただきますようお願いいたします。

今回の資料の中で、4－2、4－4につきましては、資料の性質上、メールの送付を差し控えまして、確実にお手元に届くように、事前に確認できた方だけに郵送させていただきました。マネジャー・ストラクチャーの関係の資料につきましては、今後このような形で取り扱いをすることが多くなるかと思われますので、もし差し支えなければ、確実にお送りできる先の住所を事務局のほうへご連絡いただけますと幸いです。どうぞよろしく願いをいたします。

それでは、この後の議事進行につきましては村上委員長をお願いいたします。どうぞよろしく願いいたします。

2. 議題

(1) 資産運用委員会議事要旨及び議事録の確認

○村上委員長 それでは、議事に入らせていただきます。

今事務局からご案内ありましたように、本日は資料がものすごくたくさんございますので、いつもにも増して議事が円滑に進行しますよう、ご協力のほどよろしくお願いいたします。

それでは、次第に沿って議事を進めて参ります。

議題1は資産運用委員会議事要旨及び議事録の確認です。事務局からご説明をお願いいたします。

○都築運用リスク管理役 初めに、資料1－1「平成30年度第1回資産運用委員会議事録」についてご説明申し上げます。こちらは全委員の確認が得られましたので、最終版として

ご報告いたします。こちらの議事録につきましては、資産運用委員会議事録作成及び公表要領第5条に基づきまして、7年を経過した後に公表いたします。

次に、資料1-2「平成30年度第2回資産運用委員会議事録(案)」及び資料1-3「平成30年度第3回資産運用委員会議事録(案)」をご覧ください。こちらは、まだ一部の出席者からご回答いただけておりませんが、ほとんどの方からご了承をいただいた内容となっております。恐縮でございますが、再度ご確認をいただき、本議事録につきましては、9月14日金曜日を目処に修正の要否について事務局までご連絡いただきますよう、よろしくお願いたします。全委員に問題のないことをご確認いただきましたら、資産運用委員会議事録作成及び公表要領第4条における確認が得られたものとしまして、次回運用委員会にて最終版としてご報告した上で、同要領第5条に基づきまして、7年を経過した後に公表することといたします。よろしくお願いたします。

最後に、資料1-4「平成29年度第7回資産運用委員会議事要旨(案)」及び資料1-5「平成30年度第1回資産運用委員会議事要旨(案)」をご覧ください。こちらは全委員からのご了承をいただいた内容となっております。恐れ入りますが、この場でお目通しいただき、修正の要否についてご確認をお願いいたします。

○村上委員長 ただいまのご報告について、ご質問、ご意見等がございますでしょうか。

よろしいでしょうか。ご質問、ご意見等ございませんでしたら、先ほどご説明がございました資料1-4「平成29年度第7回資産運用委員会議事要旨(案)」及び資料1-5「平成30年度第1回資産運用委員会議事要旨(案)」の2件について、少し時間をとりますので、もう一度この場でお目通しください。一応、先ほどのご説明では委員全員からの了解は得られているということですが、最終確認をお願いいたします。2~3分のうちでお目通しいただけたらと思います。よろしくお願いたします。

いかがでしょうか。よろしいでしょうか。

ちょっと1点、私のほうから確認させてください。この資料1-5のほうの今年度第1回の議事要旨については、1ページ目の朱書きのところは朱書きのまま開示をするということでしょうか。

○都築運用リスク管理役 黒字に修正して開示いたします。

○村上委員長 ここのところは黒字にしてということですね。この資料では前回から変わったということで朱書きにしてあるということですね。

○都築運用リスク管理役 そのとおりです。そのまま載せてしまいましたので、そこは黒

字で載せるつもりで考えております。

○村上委員長 はい、わかりました。

何かご質問がある方はいらっしゃいますでしょうか。

よろしいでしょうか。それでは、最初の資料1-1から参りたいと思います。まず資料1-1の「平成30年度第1回資産運用委員会議事録」、こちらはもう最終確認済みというご説明でしたので、これを最終版としてこの場でご報告されたということですが、この事務局案を最終版とすることにご異議がある委員の方は挙手をお願いしたいと思います。

よろしいでしょうか。では、ご異議がないようですので、本案を最終版といたします。これは7年後に開示ということでございます。

続いて資料1-2と1-3、「平成30年度第2回資産運用委員会議事録(案)」及び「平成30年度第3回資産運用委員会議事録(案)」につきましては、各委員の方においてご確認の上、修正の要否については9月14日の金曜日を目処に事務局までご連絡をいただきたいと思っております。

最後に、今お目通しいただいた2件でございますが、資料1-4と1-5、「平成29年度第7回資産運用委員会議事要旨(案)」及び「平成30年度第1回資産運用委員会議事要旨(案)」についてお伺いいたします。この事務局案を最終版とすることにご異議がある委員の方は挙手をお願いいたします。

よろしいでしょうか。それでは、ご異議がないようですので、本案を最終版といたします。事務局におかれましては、速やかに対外公表されますようお願いいたします。

(2) 退職金共済業務に係る業務上の余裕金の運用状況について(6 経理)

○村上委員長 それでは、次の議事に移ります。

議題2の退職金共済業務に係る業務上の余裕金の運用状況についてのご説明をお願いいたします。

○西川理事 それでは、ご説明申し上げます。

本日は、平成30年度第1四半期、4月-6月の運用実績についてのご報告でございます。

資料2-1をご覧ください。あわせて、この後の資料で、中島委員のご助言を受けて検討を進めて参りました金銭信託の運用実績の要因分解についても中間報告をさせていただきます。

なお、要因分解につきましては、当面公表対象とはいたしません、最終的には公表す

る方向感で、委員会でのご意見を踏まえて内容等の改善を図っていきたいと考えております。この場でのご意見はもとより、委員会後も、お気づきの点等あれば、ご指摘、ご助言いただければ幸甚に存じます。

それでは、まず初めに実績報告のほうでございます。

資料2-1の1ページをおめくりください。運用利回りでございますけれども、1行目、ややばらついた格好になっております。中退共の給付経理と建退共の給付経理がそれぞれ1.5%、建退共の特別給付も1%近くという格好でございますが、清退共の運用利回りがやや低めとなっております。特別給付のほうは委託がございませんので、自家運用だけということでもいつも低いのですが、給付経理のほうも今回は低めになっております。特に上から3行目の委託運用利回りのところで、珍しく清退共ではマイナスになっているということでございます。

委託運用利回りですが、2ページ目の下段の「金銭信託の内訳」の超過収益率のところをご覧いただきますと、マイナスの△の付いたところが多くなっているということでございます。特に建退共、清退共につきましては、資産クラス別だけではなくて合計値のところも、今回は超過収益率がマイナスになって出てきている格好でございます。

この内容について中身を精査してみました。特に国内株式のところのマイナス幅が大きいということですが、これは短期的な振れであろうというのが結論でございます。個別の選択効果として、建退共、清退共ともこのところ調子がよかったので、その反動が出たというような格好かなと思っております。

国内株式のところについて申し上げますと、例えば建退共の給付経理については、この四半期についていうとマイナス1.9%ポイントの超過収益率になっておりますが、このところ1、3、5年とどういう括り方でも、超過収益率はプラスで出てきておりますし、20年度から29年度の過去10年間で見ても、年度として超過収益率がマイナスになったのは平成20年度と26年度の2年度のみという格好で、比較的成績の良いところでございます。昨年度も好調ということでしたので、この四半期についてはやや裏が出たというようなことかなと思っております。

同じく建退共事業の特別給付につきましても、直近1年、3年、5年のいずれについても2桁の超過収益率を上げておりまして、最近5年間を見ると、平成28年度以外は超過収益率がプラスに出ております。ということで、こちらもたまたま今四半期については調子が悪かったというふうに考えて良いのかなと思っております。

それから、清退共の給付経理も同様でございます、国内株式のここ5年間の動きを見ますと、年度で超過収益率がマイナスになったことはございません。29年度につきましても4%ポイント以上の超過収益率になっております。

今四半期については、建退共の給付経理は6先委託しておりますし、建退共の特別経理と清退共の給付経理につきましても、それぞれ1先のバランス型の委託という格好になっているわけですが、それぞれ違うところであるにもかかわらず、今回たまたま今一つ振わないような形になっているということかと考えております。

7月の国内株の状況を見ますと持ち直し傾向が見えておりますので、もう少し様子を見させていただきたいと思っておりますのでございます。

次の資料2-2にお進みいただきまして、こちらが、昨年以來、中島委員にご助言いただきながら各経理の収益の動向の要因分解をさせていただいたものでございます。表で見てもなかなか難しいので、1ページおめくりいただいて、グラフでご覧いただければと思います。

まず、2ページの中退共の給付経理でございます。こちらは特化型ということでございます。委託運用先の責に帰するところは個別資産効果のみということだと思いますので、こちらに委託手数料分を差し引いた点線を加えさせていただいております。個別資産効果の資産クラスごとの内訳を下段にお示ししております。棒グラフが単年度の超過収益率になりまして、折れ線グラフが2007年度以降の累積の超過収益率になっております。

中退共のほうでなかなかショッキングなのは、累積ということなので、どこから見るかということはあるはありますが、2012年ぐらいから、あるいは直近の5年間で見ればほとんど横ばいというふうにも言えなくはないんですが、この12年間の総決算ということをお考えますと、この資産配分効果がかなりマイナスになって出てきてしまっているということがございます。その結果、資産全体で見ると、累積で見ると手数料分をなかなかカバーし切れていないというような格好になっているということがございます。

資産配分効果が何でこんなにマイナスになっているのかということがございますが、こちらについては正直申し上げてまだ十分に分析ができておりません。これから分析を進めたいと思っておりますが、ちなみに、その取っかかりとしてやりましたのが、今日机上配布をさせていただきました「基本ポートフォリオからの乖離と資産配分効果の動向」でございます。こちらの下段の緑色の棒グラフが基本ポートフォリオからの乖離幅、上段の青い棒グラフが資産配分効果になります。

これをまずは国内債券から見てみますと、乖離幅が大きくなったときに資産配分効果は大きいとか、そのような関係が必ずしもきれいに出ているわけではないなということでございます。

例えば 2009 年度、縦のオレンジの点線が入っているところの左側から 2 本目でございますが、こちらあたりを見ていただきますと、乖離幅は 1 年間ぐらいずっと比較的大幅なプラスになっているわけですが、資産配分効果はプラスになったり大きくマイナスになっているというような格好で出ております。それから 2013 年度から 15 年度、16 年度の前半ぐらいまでは、一貫して緑の乖離幅は下に出ているわけですが、上の資産配分効果については上に行ったり下に行ったり。上に行っているケースが多いですが、そうはいつでも割とぎくしゃくと出てきているなということでございますので、国内債券に関して見ると、乖離幅と資産配分効果が少なくとも一時のリニアな関係は見られないということかなと思っております。

同様にほかの外国債券、国内株式、外国株式を一応並べてみましたが、やはり同様に乖離幅と資産配分効果が 1 対 1 で対応しているということではございませんので、必ずしも乖離幅が原因ということでもないのかなというふうには思っております。

言ってみれば、資産配分効果につきましては、ダイナミックアロケーションといいますか、少しでも比率が上がれば売って、比率が下がれば買ってというようなことを繰り返したときとの比較ということになりますので、ひょっとすると、取引コストのことを勘案して乖離許容幅を設けて取引の回数を少なくしているものと、コストを勘案しないで比較すること自体に無理があるということかもしれませんけれども、もう少しその辺は分析をしていきたいと思っております。

そのあたりについての感覚といいますか、事実関係がつかめないと、対外公表したときに、何でこの資産配分効果がマイナスになっているんだというようなことを言われたときに、回答のしようがないかなと思っておりますので、こちらはもうちょっとお時間をいただいて分析を進めたいと考えております。何か心当たりのある原因等がありましたら、ご助言をいただければ非常にありがたいかなと考えておるところでございます。

それから運用成績の関係でいうと、直近の状況の中退共の資産でご覧いただきますと、机上配布いたしましたもう一枚の 1 枚紙をご覧ください。

8 月につきましては、株も内外で下がり、また金利が上昇傾向ということもありましたので、4 資産クラスともマイナスが続きまして、8 月の半ばに剰余金の金額がかなり落ち

たという格好になっております。お盆あたりをボトムといたしまして少し回復をしてきておりますが、一時に比べるとかなり剰余金の額を減らしたような格好でございます。

右の下の赤枠のところをご覧くださいますと、8月22日現在での損益額は、自家運用、金銭信託合わせまして143億円という格好になっております。イーブンパーになるためには450億円ぐらい稼がなくてははいけませんので、年度残りであと300億円ぐらい、委託運用だけで捉えればあと200億円強ぐらいは稼げないと苦しいかなというところでございます。

私からのご説明はとりあえず以上でございます。

○村上委員長 ありがとうございます。ただいまのご説明について、ご質問、ご意見等ございますでしょうか。

○中島委員 お願いした資料を作ってください、どうもありがとうございました。私のほうから幾つか補足の説明をさせていただきたいと思っております。

黄色い表があって、その裏にそれをグラフ化した資料2-2と、従前からある表ばかりの資料2-1はリンクしております。どこがリンクしているかということ、表ばかりの縦長のほうの2ページ目の下段、先ほどご説明がありました「金銭信託の内訳」というところとリンクしております。

ここから先は中退共に絞って説明させていただきますと、縦長の方の「金銭信託の内訳」というところで、中退共が上段の左側にあって、超過収益率が上から0.03%、△0.29%、△0.09%、0.59%、合計が0.02%と並んでおります。これに対応するのが黄色の表の上から3番目、0.02%、△0.05%、△0.02%、0.04%、△0.01%と並んでいます。数字が違うのではないかということですが、これは実は完全にリンクしておまして、どうしてこうなっているのかということはいずれから説明します。この点、都築さんとも相談したのですが、とりあえず今は反映されない形になっているようです。

両者の数値の違いは、資産の構成比率を考慮するか否かです。縦長の方は構成ウェイトを考慮していませんが、黄色い表のほうは資産の構成ウェイトがかかっています。したがって、縦長のほうで例えば外国株式が0.59%と非常に大きなプラスですけれども、ウェイトがたった8%しかないので、ぎゅーっと10分の1以下に圧縮されて、黄色いほうだと0.04%。

したがって、黄色いほうは、0.02%、△0.05%、△0.02%、0.04%を足すと、合計で△0.01%という数字になる。端数処理の関係でちょっと違ってくることがありますが、これ

は足し算で一致します。ところが、縦長のほうは、0.03%、△0.29%、△0.09%、0.59%を足しても0.02%になりません。これは何でかという、こっちはウェイトは見ずに個別資産ごとに見ていまして、最後のところは全体なのでウェイトを加味した数字になっている。これが二つの資料の数値が一致しない原因です。

では、せめて合計のところは一致すべきではないか。しかし合計は、縦長のほうは0.02%で、横長の黄色いほうは△0.01%で一致しない。理由は縦長のほうに説明が書いてあると思うんですけども、これは個別資産効果ではなくて資産配分効果も入った全体を見ている。したがって、縦長の合計の0.02%と対応するのは、横長の黄色の一番上の「2018/1Q」の超過収益と書いてある0.02%になります。場所が行ったり来たりで見にくいと思うんですけども。本来、縦長の表と新しい資料がわかりやすくマッチするのがいいと思うんですけども、現状ではそうになっていない。ちょっとそこは工夫の余地があるかなというのがまず1点です。

次に、これが一番大きな問題ですが、横長の表は一体何のために作っているのかという話で、大きく2つあります。

1つは、先ほど西川理事がちらっとおっしゃいましたけれども、委託先の評価のために使っているということであれば、こんな仰々しい資料を作る必要がなくて、むしろ縦長の表の上から4つ分、0.03%、△0.29%、△0.09%、0.59%、ウェイトを加味しない数字だけを見ればいい。一方、私がこの資料を作ったほうがいいと言うのは、委託先の管理ではなくて、機構さん自身の評価、管理を行うべきだと。機構さんに任されているのは、委託先の選択もさることながら、リバランスもきちんとやってねということですから、リバランスも機構さんの評価対象、管理対象になってくる。そうなると、個別資産効果だけでなく資産配分効果にも焦点を当てる必要があるということです。この点、縦長のほうに比べて横長の新しい資料のほうは、資産配分効果にも個別資産効果と同じぐらいきちんと評価する機能を与えているということになります。

次に、めくってもらってグラフのほうですが、上に「資産全体」「資産配分効果」「個別資産効果」「その他効果」と並んでいます。「資産全体」というのが、まさしく機構さんが管理すべきもの全てをひっくるめたパフォーマンスの記録ということになっています。そして、これを分解したのが、その右の3つ、「資産配分効果」「個別資産効果」「その他効果」で、「その他効果」自体は小さいので無視すると、事実上、「資産配分効果」と「個別資産効果」。そこで「資産全体」が何とリンクしているかという、と「資産配分効果」と形

がほぼリンクしている。

機構さんが一生懸命やっている個別資産効果はプラスの時期が多くて、トータルで見てプラス、報酬控除後でもプラスを確保しているというのはなかなかできることではないので、レコードとしてはすばらしいものだと思うんですけども、一方リスク管理という観点で見ると資産配分効果が非常に大きなウェイトを占めていて、私がかねてから違和感を覚えていたのは、中退共に関する限りは特化型だから、資産配分効果は割とどうでもいいよみたいな話がちらほら出てきていて、本当にそれでいいのかなというのがあって、この資料を作ってもらったと思うんですけども、これは考慮に値する結果かなと。

先ほど、資産配分効果でリバランスするにはコストがかかるよねという話があったと思うんですけども、実は資産配分のリバランスにかかるコストはそんなに大きな金額ではなくて、トータルで1回せいぜい10 ベーシス程度。一方、個別資産効果というのはプラスアルファを狙っていて、これは多分50 ベーシスとか1%ぐらい超過収益を狙う形に普通はなっていると思います。

理論的には、高いパフォーマンスが見込めるほどたくさんリスクをとるのが効率的なので、コストの小さな資産配分効果はリスクを抑えて運用することになる。この結果、本来であれば個別資産効果よりも凸凹が小さいのがリスク管理上理論的にはあるべき姿であるにもかかわらず、逆に大きくなっている。結論から言うと、ちょっとリバランスの頻度が少ないというか、割とリバランスに対して鷹揚に考えている結果かなと。ここら辺が今後の課題になってくるところだと思います。

最後に、資産配分効果が結構大きいマイナスになったのはいつかというところ、2007年と2009年。2008年にリーマンショックがあって、その翌年に世界各国のグローバルな金融緩和で劇的に市場が回復した。2007年にどこかの投資銀行が潰れて軽いショックがあって、そこで恐らく外株や国内株のウェイトがアンダーウェイトになった。そのリバランスをしなかったのが、2008年の暴落時にアンダーウェイトが結果プラスに働いた。一方、そのままアンダーウェイトを放置したので、2009年の上げ相場についていけなかったのが、2009年にマイナスになったというふうに簡単に考えていたんですけども、少なくとも今回机上配布で非常に詳細な説明から見ると、必ずしもそんな単純なシナリオというわけでもないという話がありましたので、先ほど西川理事からお話があったとおり、この点についてはさらに分析を進めて、また別の機会にご報告いただけると幸いです。

ということで一通り話をして、つまるところ、黄色いほうと、昔からある縦長のほうの

リンクの話ですが、黄色いほうは機構さん全体を見るということで、どちらかという委託先個別については割と焦点が当てられていない。このため、本来であれば縦長のほうの4つの数字、国内債券0.03%、国内株式△0.29%、外国債券△0.09%、外国株式0.59%、すなわち委託先の資金配分比率を考慮する前のパフォーマンスのグラフもあったほうがいいかなと。何故なら、比率を乗じるとどんなにファンドマネジャーが頑張っても、外国株式みたいなウェイトが低いとグラフの数字が圧縮されて、大したことないなというふうに見えてしまうので。すなわち、委託先の頑張りぐあいとか、頑張っていないさぐあいを見るという観点では、ウェイトを加味しないグラフのほうが適している。

そうすると、では、どっちかということになってしまって、今のところどっちかに決めてしまうのはちょっと尚早な気がするので、できることであれば黄色の表の資料の方に、ウェイトを加味した数値に加えて、ウェイトを加味しない、縦長のほうとリンクするグラフももう一つ参考でつけていただくと良いかと。そうすると、どっちのほうが見やすいか、皆さんに見ていただいてわかると思いますので、次回この資料をお出しいただくときは、1枚増えてしまいますけれども、縦長のほうの数字とリンクするウェイト考慮前のグラフも参考という形で差し込んでいただけると、縦長のほうと見比べながら納得いただけると思いますので、そうしていただいたほうがよろしいかなと思います。

以上です。

○村上委員長 ありがとうございます。

○都築運用リスク管理役 1点訂正させていただきます。机上配布資料の3ページ目の外国債券が国内株式で、4ページ目の「国内株式」と書いてあるのが外国債券になります。累積で圧倒的に悪いのは国内株式のほうです。

○水野理事長 4ページ目が外国債券。

○都築運用リスク管理役 4ページ目が外国債券、3ページ目が国内株式になります。

○中島委員 ちょっと外債の規模が大きいなと思って。

○都築運用リスク管理役 外債がこれだけぶれるというのはちょっと。申し訳ございません。外債はあまりぶれていません。

○中島委員 わかりました。

○村上委員長 ほかに何か。

○徳島委員長代理 要因分解の資料、中島委員からのご指摘のとおりで、個別の資産ごとの数値を見ること、それから、分解した結果はあくまで寄与度なので、寄与度ともとの資

産別のパフォーマンスの差を区別して考えないといけないことはご指摘のとおりだと思います。

一方で、2007年、2008年、2009年、2010年ぐらいまでは、厳密に差を分析してもしようがない話だと思います。そのころのポートフォリオ運営でどれくらい厳密にリバランスされていたか。随分と前の話ですので、あまり追求しても生産性が低いという気がします。2010年か2011年ぐらいの1つ前の基本ポートフォリオのところから整理されたほうが、リバランスなどでどう動かれたかという記録が残っていると思いますし、リーマンショック前後のマーケットが大きく動いたところは、結果的に資産配分効果が極端に大きく出てしまっていると思いますので、あえて2007年、2008年、2009年あたりは必要ないと思います。

ただ、今回のこの資料を見ましても、資料2-2の1ページ目の一番上のポートフォリオの収益率の10.36%という数字が既にここで間違っています。これはマイナス10.36%ではないでしょうか。マイナス10.36%でないと、複合ベンチがマイナス8.82%で、超過収益率はマイナス1.55%になりません。エクセルで計算したらこういう結果が出るはずがないのに、明らかに誤った数字を見せられると、資料全体の数値が適切に計算されているのかという気がします。一目でわかってしまうというのはいかがなものでしょうか。

○西川理事 おっしゃるとおりです。すみません、失礼しました。これ一番端っこなので、手入力したのではないかなと思います。失礼しました。

○村上委員長 ほかに何かございますでしょうか。

○稲垣委員 1ついいですか。前回の平成29年度の資金運用の評価報告書というのがありましたね。あそこに、資産配分効果なり、個別資産効果のデータが入っていたと思うんですが、その数字とこれはフィットしているのですか。していないですよ。

○西川理事 あのとくと計算方法を若干変えているので。

○稲垣委員 あれは公表しているのですか。

○西川理事 あっちは公表しています。

○稲垣委員 ということは、あの公表の修正というか変更はどのようなふうになりますか。

○西川理事 これはまだ公表いたしませんので、これを公表する段階で、計算方法を変えたので若干違いますというのは載せるつもりではおりますが。

○稲垣委員 修正変更するということですね。

○西川理事 はい、そうですね。向こうは日次の係数法を使っていたんですけど、こちら

は修正ディーツ法を使っています、どこが違うかというと、日次でいきますと月の平均値みたいな格好になるんです。修正ディーツ法は月末値をとる。修正ディーツ法は簡略法なんです、簡略法のほうが実は歪みがすくないというのが今回いろいろやってわかりましたので、こちらのほうで今後やりたいかなと思っています。

○稲垣委員 評価報告書は資産運用委員会のオフィシャルな資料なので、データが相違しているのはいかがでしょうかと思ひまして。

○西川理事 承りました。ありがとうございます。

○稲垣委員 お願いします。

○中島委員 今、徳島委員長代理のほうからお話があったのはかなり昔の話ですね。2007年とか2009年というのはちょっと古過ぎて、あまり費用対効果が良くないのではないかなという話があったんですけども、実は2007年までさかのぼって分析をお願いしますと申し上げたのは私です。

何でかという、いわゆるリーマンショックみたいなものの影響というのは見ておく必要があるのではないかと。ショックが100年に1回ぐらいだったらまだいいと思うんですが、大体20年か10年に1回ぐらい起きているということになると、無視し得ないイベントだと。ここら辺を捨ててしまうと、無視し得ないイベントを完全に捨象することになってしまいますので、とりあえず分析としてはしたほうがいいのではないかと。

ただ、リバランスのやり方とか方針が変わっているのであれば、それは注記か何かで書いておいて、逆に、リバランスの方針とかルールが変わっていないのであれば、これはまさしく真剣に分析すべきイベントだと思いますので、私は、リバランスのルールが過去どんな変遷をとってきたのかはわかりませんので、その点も含めて次回教えていただければ助かります。

○西川理事 ありがとうございます。まさにいただきかったご助言をいっぱいいただきました。グラフの追加については、次回、加えさせていただきたいと思ひます。

それから、資料2-1とこちらの表の厳密なマッチングもできるような格好でやっていきたいと思ひております。

それから、リバランスルールについて申し上げますと、リーマンショック以降、基本的に変えておりませんでした、今回基本ポートフォリオを見直したときに、乖離許容幅を 2σ から 1.5σ に落とした、これが一番大きな変更であると思ひております。したがって、もし資産配分効果のマイナスが、乖離許容幅を大きく取り過ぎていることに由来す

るというのであれば、既に手を打ったような格好になっているということかなと思います。逆に、そうではなくて、上に行くことも下に行くこともあって、たまたま今回マイナスになっていたのだとすると、乖離許容幅を小さくしたことによって回復の芽をつんでしまったようなことになるということもあり得るので、そこはちゃんと分析をさせていただきたいなと思っております。多分、乖離許容幅を取り過ぎていたかなという気はするんですが、もう少し分析を進めさせていただきたいと思います。

それから、すみません、先ほど私、中退共のほうで説明を止めてしまったんですけども、特退共のほうも今回やっておりますので、そこだけ追加的にご説明させていただきます。

4ページ以降でございますが、グラフをご覧くださいますと、特退共につきましてはバランス型での委託になっておりますので、コスト対比の比較は資産全体のところでお示しさせていただいております。これで見ると、建退共については、全体で見てもコスト見合いぐらいのところまでやっている。特別経理、6ページにおいても同様でございます。

清退共につきましては、かなりコスト以上のものを稼いでいるような格好になっている。12年間の累積でございますが、中退共に比べるとパフォーマンスがいいという格好かと思えます。超過収益率がかなり高い割にはそれほどネットでの収益が上がっていないのは、バランス型になりますと委託コストもそれなりにかかってしまう。金額が少ないということもあるんですけども、委託コストの割高さみたいなものが出まして、そう大きなネットのプラスにはならないということも言えるのかなと思う次第であります。

○中島委員 今ちょっとお話があつて、個別資産効果はプラスアルファを狙うものですから、基本、数字がプラスであることを喜ぶべきものだと思います。一方、資産配分効果は取引コストの抑制がメインです。なので、取引コストがゼロだったら毎再びたびに計画値どおり合わせるのが筋だと思います。

したがって、こちらのほうはプラスに出るかマイナスに出るかというのは運次第なので、累積がプラスかマイナスかというのはあまり気にする必要は本来なくて、むしろ各年度の凸凹さ加減のほうが重要で、1ページめくっていただいて、建退共バランス型と書いてあって、バランス型と特化型で違うんですけども、資産配分効果が個別資産効果に比べるとかなり凸凹が小さくなっている。恐らくこれが理想的な姿であつて、特化型のほうは、個別資産効果を超えて凸凹が大きくなっている。これは見直しというか、検討の余地があるかなということで、プラスマイナスよりもむしろ凸凹のほうに注目するというのが本来

の趣旨だと私は考えておりますので、ちょっと補足させていただきます。

○西川理事 おっしゃるとおりで、バランス型の場合は、委託先一先一先が基本ポートフォリオから乖離のないようにバランスしていますので、あまり資産配分効果のところが大きくなることはないわけですが、中退共の特化型の場合は、まさに乖離許容幅ぎりぎりまで行かないと我々のほうで動いてリバランスをしない。そこが大きな違いになっています。そういう意味では、資産配分効果のところが大きく凸凹になるのは、ある意味特化型の宿命といえば宿命なのかもしれませんが、それをどれくらい小さくできるかというのをこれから考えていかなくはいけないのかなということは、ご指摘のとおりだと思います。

○村上委員長 よろしいでしょうか。

○水野理事長 この委員会も昨年の10月から新しい陣容になった。本件は当初から議論して、約1年かけてやってきて、一応形が見えてきて、私も最初見たときかなりショックだったんですけど、一概にリバランスだけではないのかなというところもあって、これは今後も分析を進めていきたいと思います。いろいろご指摘ありがとうございます。引き続きよろしくお願いいたします。

○村上委員長 私からも一言お話させていただきます。最初に中島委員からいろいろ出されましたことは非常に重要なことが多かったのですが、何のためにこのような分析をするかといったら、今後の運用のために示唆を求めるとのことだと思います。今の中退共の場合ですと、マネストで狙う効果以上に、資産配分効果というエラーが大きいということになってしまっていると思うのです。ここのところは期待しない乖離がたくさん起こってしまっている。せっかく一生懸命やっているマネストでプラスアルファをとりに行っても、それが消されてしまうような状況である、そのような議論も残ります。ですから、ここのところは真剣にどうやったら詰められるのかを考えることも必要です。

もう一つは、バランス型との宿命的な違いという点も要因にあったかもしれないですが、バランス型のメリットを特化型に生かす、機構の資産全体として何かできないものかという工夫が要ると思うのですね。マネジャーの資産を移すとなると大変なコストになってきますが、特化型ですと、例えば買いヘッジとか、売りヘッジとか、デリバティブを使ったコントロール方法などでコストをもっと抑えて上手くやる方法だとか、いろいろなことが検討の対象にはなってくるかと思います。そのようなことも含めて今後さらに検討に努めていただきたいと思います。

それから、先ほど指摘がありましたリーマンショックのときのように、市場が大きく動いたときに宿命的に乖離が出てしまう。これも特化型という仕組みによるものなのかどうか、そのあたりも含めてリスクを把握しておくことも必要になってくるかと思います。引き続き検討をよろしく願いいたします。

この件についてはほかによろしいでしょうか。ほかにご質問、ご意見がなければ、退職金共済事業に係る業務上の余裕金の運用状況については、運用委員会として報告を了承することといたしたいと思います。

また、要因分解については、現在の検討・作業状況について委員会として認識を共有したということで、まだいろいろ今後取り組んでいく課題がございますが、事務局におかれましては、委員会での審議内容を踏まえまして、内容の見直し、改善を進めていただくようお願いいたします。

また、各委員におかれましては、様式の改善に関するご意見、今も幾つか出されておりましたが、その辺あたりのご提案、ご意見等ございましたら、継続的に積極的に事務局のほうにお伝えいただくということで、お願いしたいと思います。

では、この議題はここまでといたしまして、次の議題に移ります。

(3) 基本ポートフォリオの検証における金融変数について

○村上委員長 議題3は、基本ポートフォリオの検証における金融変数についてのご説明ということでございますが、この議題については、コンサルタント業務を委託しているみずほ総研から谷川さん、川名さん、樋口さんに陪席をお願いしています。事務局におかれましては、皆様に入室していただいでください。

では、よろしいでしょうか。事務局のほうからご説明をお願いいたします。

○西川理事 それでは、ご説明をさせていただきます。

まず初めに、コンサルタントの交代についてご説明させていただきます。資産運用のコンサルティングにつきましては毎年見直しを行っておりまして、企画競争での選定を行っているわけですが、平成30年度につきましてはみずほ総研さんをお願いする格好となっております。

一般の資産運用に関するコンサルティングということで、この資産運用委員会に係る資料の作成、基本ポートフォリオの定例検証、さらに建退共につきましては基本ポートフォリオの見直しといったようなことについて今後ご協力をいただく格好になっておりま

す。後ほど一言ご挨拶をお願いしたいと思っております。

資料のご説明に入らせていただきます。

資料3をご覧ください。こちらの資料は、基本ポートフォリオの見直しが必要となるような金融経済環境の変化が生じていないかどうかを点検するために、半年に1度定期的で作成しているものであります。もともとこういった金融経済状況のアップデートにつきましては、私共中期の目標の中でも義務付けられているものでございますけれども、中退共の基本ポートフォリオの見直し以降、この資産運用委員会の場において定期的にこういった資料を作ってご覧いただく、チェックをしていただくことを始めたものでございます。

ページをおめくりいただきまして、3ページ。これはご参考です。メインは4ページ以降でございますが、去年から変化もございましたので、期待収益率等のまとめを3ページにお示ししております。これは中退共の話になりますけれども、現行基本ポートフォリオ策定時に用いたときと比べますと、あまり大きな変更はないんですけれども、国内債券については若干収益率が低下、株式については上昇、外国債券、為替ヘッジ付き外国債券については上昇、外国株式については横ばいという格好になっております。全てひっくりめますと、期待収益率は若干プラスという格好になっております。このあたりは、基本ポートフォリオの検証のときに、相関係数等も含めてもう一度やりますので、これはあくまでもこの時点でのご参考とお考えください。

ちなみに、ここには期待収益率しか書いていないのですが、32ページをご覧くださいますと、縦と横になってしまうので見づらくて恐縮ですけれども、標準偏差の比較もあわせてやっております。例えば外国債券のところでご覧いただきますと、ヘッジなしの外国債券の期待収益率2.61%、ヘッジ付き外国債券0.95%ということで、格差があるわけですが、これは、外国債券ヘッジなしですと標準偏差10.72%のところを、ヘッジをすることで3.75%まで抑え込んでいる。この結果として期待収益率については低めになってくる。そのような関係をご覧いただけるかなと思います。

ほかの見方としては、国内債券と為替ヘッジ付き外国債券をご覧いただくと、期待収益率も若干違いますし、リスクにつきましても、国内債券のほうは、期待収益率も低めだけれどもリスクも低め、為替ヘッジ付き外国債券は、ちょうどその外国債券のヘッジなしの中間に属するような格好になっているということですので、動き方が違うので、これを入れることによって全体としてのリスク分散が図れるような格好になっているという姿には変化がないということかなと考える次第でございます。

ここまで申し上げた上で、最近の状況について5ページ以降でご覧いただきたいと思えます。

まず、日本の経済動向であります。これは、私共が成長率の見通しとして使っている内閣府のベンチマークのベースラインケースの予測が1年間でどう変わっているか、去年に比べて変わっているかを点検するものでございますが、点線が昨年でございますので、左側の実質 GDP については上振れという格好になっております。一方で、消費者物価指数については下振れという格好です。

そういった中で、6ページの名目長期金利をご覧いただきますと、マイナスの期間が延びて、後でキャッチアップしてくるような通常のパターンがここでも繰り返されている。去年との比較でいうと、GDP 上振れ、CPI 下振れ、長期金利下振れというのが整合的かどうかというのはちょっとクエスチョンマークが付くところではあるんですけども、言えることは、これを見る限りにおいて、当面金利横ばいというような想定について、変更しなくてはならないというような状況にはなっていないと考えるところでございます。

ちなみに、この間の海外の動向が7ページにございます。左が2017年度での予測、右が2018年度ですが、顕著に違うのはアメリカの足元のぶれといった格好でございますが、アメリカについてはその後のぎくしゃくがかなり激しくなるような様相になっております。前回は2019年度で一旦落ち込むといていたのが、やや後ろずれして、2020年で大きく一旦落ち込むというような結果になっております。消費者物価指数につきましても、上昇率の低下するタイミングが1年後ろずれするという格好になっています。

そういう意味では、海外のマイナスが2020年以降きいてくるという格好でございますので、9ページをご覧いただきますと、2020年から2021年にかけて、海外の名目長期金利も特に米国において下がってくるという格好になっておりますので、2021年度以降日本の名目長期金利が上がるという想定は、景気の動向から見ても、海外の金利の動向から見ても、なかなか難しいのかなという感じがしているところでございます。

以上が今回の定期点検の結果でございます。

目次の3.以降につきましては、基本ポートフォリオを組成する際に用いる期待収益率の算出方法について、新旧コンサルタントの比較を行ったものでございます。11月以降に基本ポートフォリオの定例検証を実施する際等に用いる算出方法としてどちらがより適切かを判断する必要がありますので、本日はまず情報提供させていただきたいということで入れさせていただいております。議論の機会は別途設けますので、本日は詳しいご説明はい

たしません。恐縮ですが、資料をお持ち帰りいただきまして、疑問点とか追加資料のご要望について、事務局のほうへご連絡いただくようお願いいたします。

ざっと見ますと大きなロジックに違いはないと思っておりますが、代理変数として何を用いるかとか、推測のときに、個別の国の将来推計でどういった金利を用いるかといったところで細々とした違いがございますので、これはまた詳しく別の機会にみずほ総研さんのほうからご説明をいただきたいと思っておりますのでございます。

とりあえず私からのご説明は以上でございまして、一言みずほ総研さんにご挨拶いただければと思います。

○みずほ総合研究所・谷川 今回、こちらの内容に関するコンサルティングを受託させていただいておりますみずほ総合研究所でございます。今回参っておりますのは、私、谷川、そして川名、樋口でございます。どうぞよろしく願いいたします。

○村上委員長 ありがとうございます。では、ただいまのご説明について、ご質問、ご意見等ございますでしょうか。

○中島委員 具体的な内容はまた改めてということだったんですけども、1点だけ。3ページのところに、各アセットクラスごとに計画策定時に使った数字と、今回みずほ総研さんが新たに計算された数字が並んでいて、大体同じなんですけれども、為替ヘッジ付き外国債券の期待リターンが倍以上に増えている。

機構さんはシンプルな最適化に忠実にアセットアロケーションを決めていらっしゃるの、為替ヘッジ付き外国債券が期待リターンが倍に増えてしまうと、ウェイトもまた改めて考える場合それなりに増えてしまうことになるかなと多少心配だったので、その後ばらばらっと見ると、26ページのところに、外国ヘッジ付きの期待収益率の計算方法と書いてあって、黄色く線が引いたところに前回の推計方法とみずほ総研さんの推計が書いてあって、前回の推計が0.95%、みずほ総研さんは0.02%と書いてあって、数字が3ページ目と違ったので、ここがどうなっているのかなと思って。

○みずほ総合研究所・樋口 まず、3ページの0.95%という為替ヘッジ付きの外国債券につきましては、前回の推計方法を用いております。26ページに進んでいただきまして、上段は前回の推計方法ですので、3ページに出ている数字と同じものになります。一番右にヘッジ外債の期待収益率0.95%と出ておりまして、その左2つに外国債券2.61%と収益率が出ておりますが、これは3ページの数字と同じでございます。

弊社の推計方法が下に出ておりますが、これは3ページには記載してございません。

0.95%と、前回策定した0.43%という数字の差異でございますが、これは英国の調査会社であるEIUというシンクタンクの経済見通しを使っておりまして、前回も同様でございます。

なぜ0.43%の数字が0.95%になったかと申し上げますと、9ページに飛んでいただきまして、名目の長期金利の水準の見通しが大きく変わったことによります。左側は2017年度の見通しでございます。青の折れ線グラフがアメリカの金利を示しておりますが、金利の水準が2.2%程度から、高くて2.7%という予測となっております。ただ、右側のグラフをご覧ください。トランプの政策を受けて景気が過熱していることも受けまして、EIUでは、2019年までに金利が3.5%まで上昇し、その後、若干ながら循環的な景気減速に陥るということで、1.8%程度までの金利低下を見ております。金利低下をするということでキャピタルゲインが多く出るということを受けまして、期待収益率が0.95%と、0.43%から大幅に上振れたということございまして、これは、我々と前回のコンサル様の推計方法の違いではなく、EIUの景気見通しによる変更の違いというところに起因していると考えてございます。

○中島委員 わかりました。追加ですけれども、そうすると、3ページ目のほうは、みずほ総研さんのやり方は反映されていなくて、基本、従前のやり方をそのまま踏襲された。

○みずほ総合研究所・樋口 さようでございます。

○中島委員 26ページ目のほうは、みずほ総研さんの推計結果が載っている。

○みずほ総合研究所・樋口 そういうことでございます。

○中島委員 これはみずほ総研さんに聞く質問ではないかもしれないのですけれども、今後はどの数字がベースになって…。

○西川理事 次回のポートフォリオの検証のときにどちらがいいかをご議論いただきたいので、まずその下材料としてこれをご提供させていただいたということになります。

○村上委員長 ありがとうございます。よろしいでしょうか。

○中島委員 わかりました。結構です。

○村上委員長 ほかに何かご質問等ございますでしょうか。

私のほうからも1点。基本ポートフォリオの検証というのがそもそも何の意味があるかというところや、そのロジックというのがどのようなものなのかというところの基本的なことを一度整理しておいたほうがいいのではないのでしょうか。よくこの分野でとられている検証方法として、1年、2年経つと微妙に前提としていた期待値や分布が変わり、その

数字を用いてもう一度最適化をして、ポートフォリオのリスク・リターンの関係はそれほど変わっていないですね、有効フロンティアに近いところにあるので、このまま継続してもオーケーですね、というパターンが多いですね。

ただ、もう一つの考え方としては、当初リターンの推計値として、あるいは分布として置いたものの自体の誤差の範囲で動いているということであれば、当初のポートフォリオを支持してもいいという考え方もあると思うのですね。その辺の微妙な期待リターンとかりスクの違いを確認して、それが大幅に構造的に変わっているということになると、これはアセットミックス自体を見直さなければならないということになってくると思うのですが、そうではない場合はどう考えるべきか。当然ながら、株式などは、リターンの分布をちょっと期間を変えてとっただけで数字が変わってくるのは当たり前で、それを後追いで追っていくのはどのような意味があるのだろうかということを含めて、検証とはどのような方法論をとるのがいいのかということをご検討いただきたいと思っております。

○西川理事 定例検証は2つのパートから成ってまして、1つは、そのときの累積剰余金の水準とポートフォリオのリスクが見合っているかどうかを、リスクのVaRを使ったり、モンテカルロ・シミュレーションをやったり、そういった形で検証する、これが1つございます。

もう一つが、まさにおっしゃっていた有効フロンティアというのは何だという話でありまして、今までは、アセットミックスのところについては、データを更新することで大きくフロンティアからそれていなければいいや、そういうことをやっていたわけですが、昨年度やったときに委員長のほうからも、そもそもこれを1年ずらすことに意味があるのかというお話をいただきましたし、中島委員のほうからも、もうちょっと高度なやり方ができるのではないかとご指摘もいただいているところがございますので、次回お示しするときまでに少し案を考えてみたいなと思っているところがございます。

○村上委員長 よろしくお祈りします。

○西川理事 実は結構難しいので、またご相談するかと思いますが。

○村上委員長 ほかによろしいでしょうか。

それでは、ほかにご質問、ご意見がなければ、今日のご報告について委員会として了解したということにしたいと思っております。また、検討課題については引き続きよろしくお願いいたします。

みずほ総研さん、どうもありがとうございました。

(4) マネジャー・ストラクチャー見直しに関する継続審議等について

○村上委員長 それでは、次の議事に移りたいと思います。議題4は、マネジャー・ストラクチャー見直しの継続審議等についてです。

この議題については、マネジャー・ストラクチャーに関するコンサルタント業務を委託している野村証券株式会社から、清水さん、川岸さん、野村ファンド・リサーチ・アンド・テクノロジー株式会社から秋田さんに陪席をお願いしております。

それでは、事務局からご説明をお願いいたします。

○西川理事 それでは、ご説明申し上げます。マネジャー・ストラクチャー見直しにつきましては、国内債券と外国債券、国内株式の3部構成でご報告させていただきます。

まず国内債券ですが、アクティブ運用委託先の選考に関する総括報告をまずさせていただきます。その上で、委託金額につきまして、アクティブ運用委託の全体額と委託先間の配分について事務局案を提示させていただきます。ご審議のうえで、ご了承をいただきたいと思っております。こちらの資料は4-1、4-2、4-3でございます。

それから、外国債券については一次選考結果のご報告を行います。こちらは一次選考結果の決定前に既にお送りしてご意見をいただいたものでございますので、二次選考に繋がるポイントについて、幾つか追加的なご説明をさせていただきたいと思っております。資料は4-4でございます。

最後に国内株式についてです。国内株式については難しい論点が幾つもありますので、しっかりとご議論いただく機会を別途設けさせていただきたいと思っております。最後にまた日程の調整をお願いすることになりますが、具体的には10月上旬を想定しております。本日以降日程調整をさせていただきたく存じます。したがって、本日は、前回委員会でいただいたご意見を踏まえて再検討した論点整理ペーパーのご説明をさせていただきたいと思っております。資料は4-5でございます。

それでは、資産クラスごとにご説明と質疑応答を行うような形でやらせていただきたいと思います。

まず国内債券でございます。資料4-1をご覧ください。

まず選考結果でございますが、20ファンドから応募をいただきました。うち既存先は11ファンドで、一応既存先は全部応募してもらったという格好です。これを一次選考で12ファンドに絞りましたが、この段階で既存先も6ファンドまで約半減したという格好です。

二次選考を通過したのが12ファンド中8ファンドでございまして、この段階では既存先は4ファンド、それから最終委託先は6ファンドとなりました。そのうちの3ファンドが既存先でございまして、既存先につきましては11ファンドから3ファンドまで絞り込まれたということで、かなり大きな変更になったかなと思っております。

最終委託先の6ファンドのほかに、二次選考を通過いたしました8ファンドの残りの2ファンドについては、リザーブ候補という形で選定させていただいております。ちなみに、そのうちの1つは既存先でございます。

選考の概要でございます。こちらは既に以前にもご説明をさせていただきましたが、5月下旬に書類選考の形でやっております。選考については、過去5年ないし10年のいずれかの期間において超過収益率が上位10先以内ということで、その中で、野村ファンド・リサーチさんのお持ちの情報で特段の懸念材料がないもの、ファクター感応度や局面別リターン等の特性でも同じく特段の懸念材料がないものという格好で選考させていただいております。

二次選考につきましては、6月の下旬から7月の上中旬に、個別のプレゼンテーションと質疑応答の格好で各ファンド2時間ずつやらせていただきました。選考方法については6名の評価委員が資料4-1の別紙1の採点表で採点をするという格好でございます。プレゼン結果を踏まえたスタイル分類と採点結果を踏まえて、評価委員会において二次選考通過先を選定したという格好でございます。

最終選考は、二次選考通過先を対象にいたしまして、7月中下旬から8月の初めにかけて実施いたしました。こちらは実地でオフィスを訪れまして定性検証を行うとともに、あわせて、選んだ先を組み合わせたときにパフォーマンスあるいはリスクが分散されるかどうか、そういうことの検証を行わせていただきました。その上で6先を決めたという格好でございます。

続きまして、3の二次選考における判定の主なポイントでございますが、1番目はプロダクトの特徴でございます。リターン追求方法の合理性・有効性、その納得性ですとか情報力といったところを主にヒアリングいたしました。それから、運用の再現性、運用手法の安定性につきましては、特定の個人に依存し過ぎていないかとか、人材の定着性、あるいは再生産性、ノウハウの見える化、体制定着度といったところを中心にヒアリング、質疑応答を行った次第でございます。

あまり細かいことを言ってしまうと個別の名前を伏せている意味がなくなってしまうの

で、代表的な話だけちょっとさせていただきますけれども、例えば分析方法で、マクロとミクロといいますか、トップダウン、ボトムアップという分け方もしますが、マクロの経済分析でのアプローチと、個別の企業のクレジット側からのアプローチ、その2つをあわせてやっているところが多かったわけですが、マクロの分析方法についてはかなりいろいろな個性があったなというのが実感でございます。

例えば金利については、消費者物価指数の予測が金利の予測の全てであるという持論を展開した先もあれば、金融政策だけを見ていれば良いという持論を展開したところもあったりして、なかなかユニークなところがあったかなという感じがいたします。中には、特徴点のある非常にニッチなマーケットから収益を上げるというようなことを標榜したファンドもありました。例えば円建外債の市場を非常に多く用いるとか、あるいは日本のモーゲージ、住宅債権のようなもので稼ぐといったところを標榜しているところもあったということでございます。

それから運用の再現性等につきましては、マネジャーの実力は非常にあるけれども、そのマネジャーのノウハウが共有されているかどうかといったところについては、結構違いがあったということでございます。非常に運用実績は上がっているけれども、自らの判断項目といったようなものをその場で我々がわかるように説明していただけないようなところもありました。逆に、外資なんかは特にそうだったと思いますけれども、万国共通の運用のノウハウみたいなものがある程度確立されているようなところも感じられたところがございます。一方で、国内債のマーケットでございますので、日本の国債マーケットの非常に細かい特徴みたいなところは外資ではなかなか掴み切れないようなところもあったかなと思います。なので、必ずしも外資ひとり勝ちにはならなかったといったところもあったかと思っております。

それから体制ということでいいますと、クレジット中心というようなことを標榜しながら、クレジットチームの使い方がまだ確立し切っていない、合従連衡といいますか、組織変更、合併等もいろいろなところで行われているところで、まだ体制が固まり切っていないという印象のところもありまして、途中で選に漏れた例もございました。

それから、直接それを判定材料にはいたしませんでしたが、ESG への取り組みについてもヒアリングさせていただきました。これも非常に個性が出ていまして、ある社は脱炭素社会、Eのところ非常に注目してヒアリング等を行っていますというところもあれば、割と多かったのがGのところ、不祥事を起こしたようなところは容赦なく売りましたと

いう話が出てきたところもございます。社内で ESG のレーティングをやっていて、最低限のレーティングになったところの債券は買わないようにしていますというところもありましたし、MSCI のデータ等を使って内部格付けをやっていますというところもございました。このあたりはかなりばらつきがあるなという印象でございます。ESG については、また株式のところでも少しお話をさせていただきたいと思っております。

2 ページ目に行ってくださいまして、スタイル分散につきましては、二次選考のところでは金利戦略重視 2 ファンド、クレジット戦略重視 2 ファンド、その中間に属するところ、ミックスしたところが 4 ファンドという構成になりました。

金利戦略重視と中間につきましては、それぞれ 1 ファンドをリザーブ候補といたしました。クレジット戦略につきましては、1 ファンドをリザーブとするかちょっと迷ったところですが、実はクレジット戦略重視のところについては、常にそうではなくて、局面によってはクレジットをかなりのファクターにするというところなので、必ずしも常時クレジット重視ファンドになるということでもないので、クレジットのウェイトをある程度確保するために、こちらについては 2 先とも採用するような格好になっております。これからの運用成績等を眺めながら金額を調整していく、あるいは 1 先に絞るとということもあるのかなと考えているところでございます。

それから最終選考結果でございます。二次選考を通過しました 8 ファンドについての実地検証では、特段の問題がないことが確認できました。このときに使った判定用紙については、資料 4-1 の別紙 2 に名前を伏せて具体的な評価の内容をお示ししておりますが、こういったところをチェックしたということでございます。特段の排除するような問題は出て参りませんでしたので、特にここではご説明申し上げません。

スタイル分散効果でございますが、二次選考で最有力候補となった、それぞれ 1 ファンドをリザーブ候補としたものを除いた 6 先について、リスク分散効果を検証させていただいたところでございます。資料 4-2、横長の「国内債券アクティブ運用委託先の最終選考について」をご覧ください。

3 ページ、「組み合わせ案のバックテスト結果」というのがございます。こちらの後半 5 年のところの右から 3 列目、トラッキングエラー (TE) のところをご覧くださいかと思っております。ファンド 1 からファンド 6 まで、個別に見ていくと、一番小さいところのトラッキングエラーが 0.17%、最大が 0.32% でございますけれども、これが等金額で割り振ったときにどんなことになるかという、トラッキングエラーは 0.13% ということで、

個別に見たときの一番小さいところのトラッキングエラーよりも小さなトラッキングエラーになるということですので、この6つの選択によって分散効果が得られるのかなと思っているところでございます。

標準偏差を見ましても、左2つでございますけれども、1.93%でございまして、ベンチマークの1.86%と比べてそう大きく違うものではないということでございます。

ちなみに、一番下段に現在委託している先とのパフォーマンスの比較ということになりますと、トラッキングエラーはほとんど同じでございますが、超過収益率がほぼ倍になるというような格好になりますので、一番右の IR (Information Ratio) のところもかなり高くなるという結果になっておりますので、机上の計算かもしれませんが、国内債券につきましても比較的良いマネジャーが得られたのかなというふうに考えているところでございます。

こういう結果を踏まえて6先を決定したということでございます。

問題は、委託する先は決まったんですが、幾らということでございます。こちらについて説明をさせていただきたいと思っております。資料4-3をご覧ください。

契約を結ぶに際してそれぞれに幾らずつというのは、まず全体のアクティブの運用の金額を決めた上で、それをどういうふうに割り振るか、その2つを決める必要がございます。

まず、アクティブ・パッシブ比率をどう決めるかということでございますけれども、これまでも当委員会において、アクティブ・パッシブ比率の考え方については2つの基準を申し上げておりました。

1つは、パッシブファンドについては、乖離許容幅からのリバランスに達した場合のリバランスのときに、パッシブファンドでそれを賄うことができるようにということで、それをパッシブファンドの下限にするということが1つございます。これが裏面を返すとアクティブ比率の上限になるということでございます。

もう一つは、アクティブ運用によって、その超過収益率でパッシブも含めた全体の運用委託費用を賄うというのがアクティブをする1つの目標ということでございますので、これはアクティブ比率の下限を形成することになりまして、逆に言うと、パッシブ比率の上限になるという格好でございます。

そういった観点から、それぞれの比率を今回の6先について計算いたしますと、パッシブの下限が15%でございますので、アクティブ比率については85%が上限になります。ちなみに、この場合、当ポートフォリオでは、アクティブ運用で10 ベーシスポイントの超過

収益率を上げられれば、委託運用費を全て賄えるような計算になるということでございます。2ページ目の一番上の表をご覧くださいますと、アクティブ 85%ですので、0.1%の超過収益率が上がればコストは賄えるということでございます。

次に下限を試算いたしますと、こちらは11%になります。この比率のときには、委託コストを賄う為に必要なアクティブの期待超過収益率は0.4%になります。これは中段にあります図表4の右から2つ目の欄をご覧くださいといいかと思えます。

それぞれ85%と11%というのが現実的な数字かどうかということでございますが、まず図表3のパッシブ比率15%で考えてみると、1回のリバランスで必要な金額でございますが、先ほどご覧いただいたとおり、年間2回のリバランスというのは今まで発生したことがありませんので、現行の半戻しルールでは、2回まではこのパッシブ比率で賄えるということは、リバランス対応の目的は達せられるということかと思えます。

2つ目の、アクティブ比率が11%のときですが、このケースでは必要な超過収益率が0.4%ということでございます。今回選んだ6先は、期待超過収益率0.5%ぐらいを標榜してきております。内国債につきましては、私共の格付け基準がベンチマークよりも若干厳しいということを勘案する必要があるわけですが、それを踏まえても0.4%というのがぎりぎり何とか達成できそうな水準かなということでございますので、一応11%という数字も選択の範囲内ではあるということかなと思うところでございます。

もう一つ基準を考えたときに、1ファンド当たりの委託金額の効率性ということでございます。もろもろのコンサルタントの方々あるいはファンドマネジャーから話を聞くと、国内債券アクティブファンド1ファンド当たりの委託金額の目安が、250億円から1,000億円程度ではないかということでございます。そこで、先ほど申し上げた2つの上限、下限に新たな上限、下限を加えてみたのが3ページの下段のグラフでございます。

一番上が、最初にご覧いただいたアクティブ比率の上限85%、一番下がパッシブ比率の上限になりますアクティブ比率下限の11%でございます。それに今申し上げた1ファンド当たりの委託金額の上下限が1,000億円と250億円というのが、それぞれ61.3%と15.3%になりますので、その内側に来るような格好になります。現状の私共の比率がどうなっているかという、41.8%ということですので、大体この真ん中ぐらいに落ちてくるという格好であります。

どっちに傾けてもメリット、デメリットがあるのかなということでございます。そうだとすると、現在のアクティブ比率、パッシブ比率を変えると当然売買をすることが必要に

なりまして、取引コストがかかるような格好になりますので、あえて現状の比率を変えるという積極的な理由に欠けるのかなと思っておりますので、今回私共としては、現状のアクティブ・パッシブ比率のまま移行させていただければいいかなと思っているところでございます。

その上でどういう配分にするかということでございます。資料4-2にもう一度お戻りください。どういう組み合わせにするのかということでございます。考え方としては、組み合わせとして効率性を重視するか、それとも分散抑制効果を重視するかという格好で、組み合わせを幾つか試してもらったということでございます。

5ページをご覧くださいませでしょうか。効率性を重視したのがIR最大化でありまして、リスク分散のほうを重視したのがTE最小化でございます。それぞれ最近の5年間と最近の10年間で数値を出しております。さらに申し上げますと、その横に「12%以上、18%以下」「10%以上、20%以下」となっておりますが、これはファンド間の資金配分の差のつけ方です。最大1.5倍まで抑えたのが12%から18%、最大2倍まで許容するというふうにしたのが10%から20%という格好になっております。

まず期間についてですが、10年間で計算しますと、この6ファンドのうちの1ファンドが、前半と後半で明らかに運用のストラテジーを変えているところが入っておりますので、それを入れてしまうと、既に変更してしまっている構造を前提にここから先の期間を予測することになり、適当ではないと思われまので、直近5年間のデータを用いた計算結果のほうで判断したいと考えているところでございます。

それから、IRをとるのかTEをとるのかについては議論もあるのかもしれませんが、もともとの趣旨が分散ということでございますので、ここはTEのほうをとりたいと考えております。

そこまで申し上げた上で、TE最小化の5年の中で12%以上か10%以上かというところの比較ということですが、より見やすいのが6ページでございます。下のページをご覧ください。後半5年というのが真ん中にございますので、こちらでご覧いただきたいのですが、左のほうを見ていただくと、「TE 最小」で濃いオレンジになっている③と④の比較でございます。

ずっと右のほうの真ん中のところまで行っていただくと、超過収益につきましては、10%から20%、より大きく差をとったほうが良いということですし、またトラッキングエラーについてもこちらのほうが小さくなるということでもあります。なので、この2つを比較す

ると、④のほうがパフォーマンスとしては上がるというような計算結果になります。

ただ、一方で、青い「等金額ポートフォリオ」というのが真ん中ぐらいにあるわけですが、こちらと比較すると、トラッキングエラーは④のほうが若干小さいのですが、超過収益は一緒です。そうなると、直近5年間の相対関係が翌5年間も続くということが言えるかどうか若干疑問点が残る中で、最初から2倍もの差を委託金額につけるかどうかということだと思っております。大きくパフォーマンスが異なれば、それもいいのかもしれませんが、ここで見る限り、トラッキングエラーが0.01%ポイント違うだけということであれば、むしろ今後のパフォーマンスを見ながら金額調整していったほうが納得感もあるのかなという感じでございますので、今回私共としては、等金額ポートフォリオで始めさせていただければと考えているところでございます。

私からのご説明は以上です。ご審議をよろしくお願いたします。

○村上委員長 ありがとうございます。では、ただいまのご説明について、ご質問、ご意見等がございますでしょうか。

○中島委員 機構さんのほうでご用意いただいた縦長の2ページのところで、図表の3というのがあって、ほかも同じですが、「運用委託報酬率」というところに、図表3の場合は0.09%と0.04%と0.08%とあるんですが、これはアクティブファンドのほうが高くて、パッシブファンドのほうが安いだろうと思って、そうすると、アクティブの比率が高いほど大きくなりそうな気がしたんですが、これはパッシブの報酬率は0.05%とか0.04%で置かれたと思うんですけども、純粋なアクティブファンドの報酬率は幾らぐらいで置かれたんでしょうか。

○樋田調査役 これは、今回新規の6先、アクティブ委託先から、新たに契約に当たっての報酬テーブルを提出していただきました。そのテーブルに沿って、図表3、図表4の計算で、それぞれアクティブ比率を決めた後、6等分した金額をそれぞれの報酬テーブルに入れ込んだらこの結果になるということでございます。

アクティブ比率が高い図表3の、アクティブ運用報酬率が下がっていますが、報酬テーブルは委託金額が増えるほど報酬率は下がっていきます。ここまでアクティブの金額を拡大させますと、図表4に比べまして報酬の低減効果が非常に大きくなるということでございます。

○中島委員 そうすると、図表4と図表3を比較して、アクティブファンドのフィーがかなり劇的に減っているというのは、マンドートをふやすとそれだけディスカウントしてく

れるということなんですね。

○樋田調査役 はい、おっしゃるとおりです。

○中島委員 考え方として①と②、上限、下限ということでシミュレーションをされているんですが、野村さんの資料の3ページのバックテストの結果というところで、等金額ポートフォリオというのが代表で書かれていて、前半5年で27ベース、後半5年で63ベース、通期で45ベースとあって、要はこのくらい稼いでくれるんだったら、かなり高いアクティブファンドフィーを払っても、100%アクティブファンドでもいいではないかぐらいの感じなんですけれども、つまるところ、サバイバルバイアスというか、お手盛りの部分があると思いますので、機構さんとして本当のところ彼らはどのくらい稼いでくれるのかというのを見極めた上で考えられるのがいいのかなと思います。

何でこんなことを申し上げるのかというと、国内債券はフィーの水準もそれほど高くないですし、リスクもそれほど大きくない。プラスアルファの超過収益もそれほど大きくないということで、どれをとっても結果的に大差ないと思うんですけれども、ここで採用された考え方とか決め方が、一回この方針で行こうと決めると、今後、国内株とか外株とかよりシビアな資産でも踏襲される可能性が高い。そうすると、国内債というのは割とどうでもいいやとか、どれを選んでも大差ないやというのがあると思うんですが、今後のことを考えると、これが国内株だったらどうなるんだろう、外国株だったらどうなるんだろうというのを念頭に置いて方針を決められるのが良いかなと思います。

最終的に機構さんの事務局案としては現状維持ということになると思うのですが、そこに至るところで、国内債であればそれでいいと思うのですが、今後そのやり方で、ざっくりとした上限と下限で現状があって、その3つからどれを選びますかというやり方をとった場合、外株とか国内株も果たしてそれでいいのかなというのが心配なので、国内債はこれでいいと思うのですが、今後のことを考えると、この方針をほかのアセットクラスに適用することは慎重に考えられたほうがいいのかなと思います。

以上です。

○西川理事 おっしゃるとおりで、外株とはまた別の話だろうなと思っています。ちなみに、今、外株の比率はアクティブ比率3割ぐらいなんです。これはかなり低めになっていますので、現状維持にはなかなかできないかなと思っています。ただ、国内債についていうと、先ほどありましたアクティブの超過収益率で見ても、85%のとき0.1%、11%のときは0.4%という水準ですので、真ん中に落としたときには0.2%の後半から0.3%ぐ

らい稼げれば最低限はいけるということだとすると、彼らが言ってきている 0.5%、あるいは格付け基準を考えても 0.4%ぐらい稼いでもらえるというところからさらに割り引いても、何とか目標は達成できるという意味では、たまたま現状の比率というのが合致したということでございますので、必ずしも現状維持を是としているわけではないということでございます。

○村上委員長 ありがとうございます。ほかに何かございませんでしょうか。

○徳島委員長代理 結論としては、これで良いと思います。ただ、今回の決め方の中でも、例えば下限である 250 億円に近い金額とした場合、特に国内債券でクレジット投資を考えた場合には、社債の最低投資単位が 1 億円であるため、トラッキングエラーが高くなってしまう可能性があります。本来のアクティブ運用の意図と異なるところで、結果的に意図せざるリスクを取ってしまうことになりかねません。実務として、社債等を含む国内債券のパッシブ運用を組成するときに必要な金額は 500 億円ぐらいのイメージで考えているものですから、今回の 1 社当たり 680 億円強という金額は、いろいろな取組みができる、運用会社がいろいろな収益源にチャレンジされるためには適切な金額と考えます。

逆に、これが 1 社当たり 1,000 億円を大きく超える場合には、どうしても投資対象が JGB 中心になってしまいます。今の運用環境を考えますと、今回の結論は国内債に関して適切な水準と思います。

○村上委員長 ありがとうございます。よろしいでしょうか。

では、ほかにご質問、ご意見等なければ、国内債券アクティブ運用委託先の選考についてのご報告、それから委託金額に関する事務局提案について、委員会として了承したことといたしたいと思います。事務局におかれましては、契約手続を進めていただくようお願いいたします。

○西川理事 一言、加わっていただいた野村證券さんに感想を。

○野村證券・清水 国内債券は、先ほどアルファの取りやすさみたいなお話があったのですけれども、世間的にも、機構のほうで採用しているファンドでも過去取れていたというところで、少なくとも現状の比率、さらに少し上乘せ、5割とかそういうこともいいのかなと個人的には思っていたんです。

ただ、今回かなり超過収益率の高いマネジャーさんをヒアリングさせていただいたんですけれども、彼らの中でも、今後 5 年、10 年というのは環境が変わってくるねということをおっしゃってしまして、クレジット中心に取ってきたマネジャーさんでも、今後の 5 年

はクレジットをやや抑えないといけないというような、かなり慎重なスタンスもかいま見えませんでしたので、そういうことを考えれば、パラダイムシフトに備えた現状維持というところを中心にするということも一つ考え方としてあるのかなと思った次第です。

○村上委員長 ありがとうございます。

○中島委員 細かいところなんですけど、現状維持というのは、41.8%にぴったり合わせるのか、それとも4：6ぐらいのイメージ。

○西川理事 これ時価評価で動いてしまいますので、パッシブファンドとアクティブファンドの間の行き来をさせないということだとお考えいただければ。

○村上委員長 資金ベースで…。

○中島委員 資金ベースで同じにする。

○西川理事 資金ベースで同じにするというふうにお考えください。

○徳島委員長代理 1点質問よろしいですか。基本的に等金額で考え方はいいと申し上げましたが、既存の委託先から大幅なキャッシュアウトの発生するケースは生じるのでしょうか。

○西川理事 それはありますね。保険会社との契約というのもございますので、そこはキャッシュで…。

○徳島委員長代理 今回完全に委託から外れるところはいいのですが、既存委託先で今回も継続して委託するところで、キャッシュが大きく減るようなところがありますか。

○西川理事 そういのはなるべくないように、トランジション・マネジャーも使いましめて効率的に。

○清水資産運用部長 今、徳島委員長代理がおっしゃったように、既存の3社のうち、既存の額よりも若干減る。アクティブ6社を等額にするがゆえに、結果として減るという既存の委託先はございます。

○村上委員長 そのようなところには、評価を落としたということではないことをきちんと説明しておかないといけないですね。

○西川理事 もっと言うと、外国債券のところはさらにそれが厳しくなって、今2先でやっているんですね。これを5ないし6先に増やしますので、もし選に入ったとしても3分の1ぐらいになってしまったりということが起こり得ると思っております。

○清水資産運用部長 アクティブ・パッシブ比率次第で、影響の度合いは変わると思いません。

○村上委員長 そのあたりは、収益源泉の分散化とかいろいろな理由で説明ができると思います。

○水野理事長 おかげさまで、冒頭申し上げましたように国内債券が決まりました。民間から来た人間からいうと、かなりドラスティックですよね。最初申し上げたように、これが自信を持って出せたというのは、この1年間相当議論をさせていただいて、いろいろな議論に耐えられたということと、1社2時間ちょいぐらいかかりましたけれども、従来お会いしている人たちとは違う、まさにファンドマネジャーと直接やりましたし、なかなかふだん聞けない会社のガバナンスの問題とか、そういうところについても、入札資料に基づいて、こちらは数字を見ながら定性で聞くということで、非常に濃い議論ができました。野村さんにも非常に良いアドバイスをいただきました。恐らく、こういう議論がなかったら、ここまで自信を持って出せたかどうかわからなかったと思います。本当にこの場をおかりして御礼申し上げます。ありがとうございました。

○稲垣委員 1つだけ、興味があるところでお聞きしたい。最終的に等金額を配分案とすることについて、結論は私もこれでいいと思っているのですが、せっかく、野村さんの方でバックテストを通じて最適化の案分比率を出していただいているのでお聞きしたいのですが、確信度が高ければこういった配分もありかなという感じもしたんですが、今後のマネジャーの入れ替えとかいろいろなことを考えると、ちょっとリスクはあるなというところも含めて考えられたのか、その辺のところの考え方をお聞きしたいのですが。

○野村証券・清水 最適化による結果はあくまで過去のバックテストというところですので、少なくとも過去の最適な関係というのは今後少なからず崩れますので、参考情報として見ています。一般的には、このやり方と、資料4-2の2ページの3つ目に書いてある定性情報を委託額に反映させる方法があります。今回機構さんのほうで評価委員の方が配点を付けていて、そういうのも反映させるようなこともあるんですけども、得てして定性評価が高いからといってパフォーマンスが高いかということもなかなか上手くいかないということもありまして、複雑にやろうと思えば幾らでもできるのですけれど、そういったところの不確実性を今回排除しました。どれが上手くいくかどうかわからないので。

あとリスクヘッジというか、個々のマネジャーのパフォーマンスにも当たり外れがあります。多めに配分したマネジャーが上手くいかないと、せっかく残りの顔ぶれが上手くいっていたとしても、例えば3勝1敗でいっていたとしても加重平均した全体のパフォーマンスは五分五分になってしまうということもあります。マネジャーリスクも考えれば、

スタイルやマネジャー間のパフォーマンス特性の違いが相対的に小さい内債では、等金額というのはほかの資産よりは選好しやすいのかなと思ったところです。

○稲垣委員 わかりました。

○村上委員長 よろしいでしょうか。では、国内債券アクティブにつきましては、ひとまずお疲れさまでございました。

引き続き、外国債券のご説明をお願いしたいと思います。

○西川理事 それでは、ご説明申し上げます。資料4-4をご覧ください。ポイントだけ絞ってご説明をさせていただきたいと思います。

まず一次選考では、応募ファンド20先を12ファンドまで絞ったということでございます。3ページと4ページをご覧くださいますと、後半5年の超過収益率でランキングしたのが3ページでございまして、左の黄色のところの10ファンドがリストアップされるということでございます。

4ページでございすけれども、過去10年をリストアップしますと、10年のデータを出せたところは12先しかないわけです。こちらでやりますと、後半5年ではひっかかってこなかったけれども、過去10年のところでは相当良い成績を見せているところが2つ出て参りまして、こちらと合わせて全部で12先を選ばせていただいたということでございます。

この12先について、国内債券と同様にネガティブチェックをさせていただきました。その結果については7ページから14ページまでございすけれども、特に14ページの野村ファンド・リサーチさんの追加的な情報でも特段排除すべきようなファンドは含まれていなかったということで、現在、定量でのチェック結果のまま12ファンド通すという格好にしております。現在は2ファンドですけれども、最終的には5～6ファンドの選定を予定しているということでございます。

それから、為替ヘッジについてのスタンスを聞いたものがございまして、16ページをご覧ください。こちらの委員会でも、そうはいつでもあまり為替でリスクを取られるのは本意ではないなという話をしていたわけですがけれども、応募20ファンド中18ファンドが原則フルヘッジを標榜しているという格好でございす。16ページの左から2列目の「為替ヘッジの基本的な考え方」というところをご覧くださいと、18ファンドまでは原則フルヘッジという格好でございす。ただ、ファンド8と13の2ファンドについては、ヘッジ比率を調整する可能性があるということを言っているということでございます。

それ以外のところでは、ヘッジの手法については1カ月のフォワードが大半となっております。

ります。これは一番右の「ヘッジの手法等」のところに書いてございます。ただ、期間調整、1カ月ではなくて、短くしたり長くしたりというようなことを言っているところも6先ほどございました。あまり極端なことを言っているところはないかなということでございます。大体フォワードでやっておりますが、中には、先物も多少使いますというようなところですか、ノンデリバラブル・フォワードを使いますといったところもございませうけれども、多くのところは1カ月フォワードということかなと思っております。

それから、為替ヘッジなしのプロダクトについても今回情報提供してもらったわけですが、8ページをご覧くださいますと、特徴的なところに黄色いシャドーを野村さんに付けていただいております。これは何かというと、為替ヘッジなしと為替ヘッジありのときで超過収益の源泉が変わっているということでございます。つまり、単純に為替ヘッジありのときのポートフォリオからヘッジを外すだけではなくて、為替ヘッジなしの場合には全く違った戦略を取りますといった先が6ファンドあったということでございます。

今回こういったものを見てもみますと、当委員会で議論になりました為替ヘッジなしの資産を持つということになったときにどこを選ぶか、これだけだとなかなか判定がしづらいなというのが正直なところでございまして、今回の二次ヒアリングを通して、ヘッジなしになったときにどういう格好で委託するかといったことについては、再検討させていただきたいなと思っております。

なお、二次選考につきましては、9月の上中旬に実施する予定でございます。今回も、事前勉強会等を通じまして審査能力の引き上げを図っていきたいと考えております。

それから、夏休み中に委員の皆様からご意見を賜りまして、当然のことながら二次選考では、そこでご指摘をいただきました点につきましても国内債券と同様のチェックを加えまして、ヘッジ戦略の問題とかりスクテイク姿勢、トラッキングエラー単価といったような視点も頂戴いたしましたので、そういった面からもチェックをしていきたいと考えております。

野村さん、何か追加で補足の説明があればお願いいたします。

○野村証券・清水 完全に主観なんですけれども、応募してきたマネジャーを見ていますと、機構のほうのガイドラインが厳しいということもあって、例えば外部委託している日本の運用機関が通常のBBBまで許すようなケースであれば、外部委託先で応募してくるようなケースが、今回は外部委託先での応募を回避して、自前のオーソドックスな商品を持ってくるというようなケースが幾つか見られたかなというところなんです。それと、これは徳島

委員長代理からコメントをご紹介いただいたのですが、標榜している超過収益源泉と実際の取れている源泉が、環境変化に対応したという言い方もできるかもしれないですが、内債以上に乖離が見られた点です。また、超過収益が累計で見て高いファンドで短期的にドローダウンが発生しているファンドがあるなど、内債以上にそういう点でも判断に迷うようなケースは多いのかなというのは印象としては持ったところでございます。○村上委員長 ありがとうございます。

ご説明のほうはよろしいでしょうか。それでは、ただいまのご説明について、ご質問、ご意見等がございましたら、お願いいたします。

○中島委員 国内債券のほうは、20社応募してきて、それを12社に絞って、8社、6社というステップを踏まれたということですが、外国債券についても同じように、20、12で始まっているんですけれども、これは何かそういうルールがあるのか、それともたまたまそうなったのか。

○西川理事 最終的な着地点が6ファンド委託とすると、それにリザーブファンドを数社加えると、最終的な仕上がりは8社とか9社は欲しい。そうだとすると、のり代を考えると、10社ではちょっと少ないかなということですが、今回の場合は、先ほど申し上げた5年と10年で比較的好いところをとったら、たまたまそれが12社になったということです。ほかにもいいところがあれば13社になったかもしれません。

○中島委員 最終的な採用先の目処なんですけど、国内債券は配分ウェイトは48%ですから、半分が国内債券に行って、そこで6社なので、4:6の配分にした場合ということですが、1社当たり680億円。現状の外国債券のパッシブ・アクティブ比率とアクティブファンドの採用数をまず教えていただきたいということと、今回、アクティブファンドは最終的に何社ぐらい採用されようとしているのか、目処を教えていただきたい。この2点お願いできないでしょうか。

○樋田調査役 外国債券の現状のアクティブ比率は、6月末現在で43%。アクティブのマネジャー数ですが、先ほどもありましたように2社です。

○西川理事 どこまでふやすかということについて申し上げますと、大体4社から6社の間というようなことを考えております。

○中島委員 適正な規模が幾らぐらいかわからないんですが、外債の今の比率が23%ですから、国内債の半分をちょっと下回るぐらい。今お話があったアクティブ比率も43%ですから、大体国内債券と同じぐらい、4:6の比率。それで同じ数だけアクティブマネジャ

一を採用すると、1社当たりの規模がかなり少なくなってしまうような気もするんですが。

○西川理事 アクティブ・パッシブ比率はその段階ではまた考えます。

○中島委員 そうすると、委託先数をふやすというのが優先事項だということによろしいのでしょうか。

○西川理事 そうですね。まずは分散をさせたいというところはございます。

○中島委員 6社ぐらいということですね。

○西川理事 マックス6社ということで。

○中島委員 わかりました。

○村上委員長 ほかに何かございますでしょうか。

○徳島委員長代理 外債の場合には、金額の制約、これぐらいファンドの金額がないと投資に制約があるということがあまりない資産特性であると思いますので、柔軟に考えていけばいいですし、外債のアクティブ運用はもともと2社しか委託先のないことが、今回のマネストの1つの課題だったと思いますので、理事からご説明があったとおり、4から6社程度という目標ということに違和感は覚えておりません。

資料をざっと拝見させていただいた中で、先ほどコンサルからご説明もありましたとおり、収益源泉をクレジットやセクターに置こうとしている先に関して、こちらの機構のガイドラインでBBBが投資対象にできないことの影響がどれぐらいのパフォーマンス低下に繋がるか、ぜひ二次ヒアリングで聞いていただけたらと思います。ここを収益源としてきた運用が、BBBを使えないことでどれぐらいダメージがあるのか。結局それが、過去の実績、それからこれまで彼らが標榜してきている収益源泉の再現性のところに直接繋がってきますので、是非ご確認をいただけたらと思います。

○中島委員 引き続きBBBはだめだということなんですよ。

○西川理事 はい。今までもそのように考えておりました。

○村上委員長 ほかに何かございますでしょうか。

私の方から1点、16ページで、通貨、為替でアクティブにやることを標榜している、その調整の可能性がありと言っているのは2ファンドだというお話がありましたけれども、前に議論になりましたように100%ヘッジ、フルヘッジという考え方も、現状のポートフォリオに対してのフルヘッジなのか、ベンチマークの通貨ウェイトに対してのフルヘッジなのか、基準がそれぞれ違うところがありますので、この辺が過去どのように影響しているかということについて、戦略の違い、また、ヘッジなしのポートフォリオ戦略のときに

それが関係しているのかどうか、そのようなことも含めて検証していただく必要があるのではなからうかと思っておりますので、よろしくお願いたします。

○中島委員 先ほど聞き漏らしたのですけれども、この20ファンドの中で、追加ポジションとりますよというのはファンド9。

○西川理事 いえ、8と13です。8のほうは入っているのですけれども。

○中島委員 ファンド1なのですが、あくまで原則と書いてあるだけで、お隣を見ると、要は通貨リスクもとっていきますよと書いてあるので。つまりファンドマネジャーによって受けとめ方が違って答えが違っただけで、超過収益の源泉として為替リスクも取っていくよというのは、少なくとも1に関してはそう書いてあるので、原則というのをどこら辺まで厳密に捉えているか。

○西川理事 それはそうです。そこは聞いていくしかないなと思って。そういう意味では、フルヘッジではないと言っているところをそれで外しているわけでもなくて、ファンド8は今回の12社の中に入っておりますので、どういうやり方をするのかというのは全てのところについて一応確認した上でやっていきたいと思っています。

○中島委員 ぱーっと上から見た感じ、ファンド1はやると書いてあるし、ファンド2もそれっぽいし、そこから空白が2つあって、ファンド5はちょっとわからないのですけれども、ファンド6もやりますと書いてあるので、事実上、かなりのファンドは、原則はフルヘッジだけれども、アクティブ収益の源泉として為替リスクを排除せずに、それはそれなりにとっていきますよと。

○西川理事 それはそうだと思います。よくここでも議論のあるどの通貨でやるんだみたいな話も含めれば、かなりそこはバリエーションも持っていて、前のほうの戦略のところを見ていただいても、為替戦略のところを収益源泉にしているところは結構ある。7ページ、通貨配分のところを収益源泉の大きなものにしてしているところは少なからずありますので、こういったところはしっかりヒアリングをしていきたいなと思っております。

○徳島委員長代理 今回の資料を一連拝見して思いましたが、運用会社によって言葉の使い方が違うものですから、これを統一できたほうが楽かなと感じました。例えば「通貨配分」と「国別配分」は違うことを意味しているケースもあるし、実は同じことを意味しているケースもあります。通貨配分というのが、為替のリスクをとっているのか、何を意味しているのかも違う可能性もありますし、セクター配分というのは具体的に何を指しているのかとか、いろいろな運用会社の資料を見ていると、それぞれの言葉で表現していま

す。これを統一できると、委託者もコンサルもすごく楽になるのではと思います。難しいとは思いますが。

○村上委員長 よろしいでしょうか。

○稲垣委員 現状、各国の金融政策は大分乖離が激しいですから、そういう意味では、今言った字句の使い方を含めて慎重にヒアリングをしていただきたいなと思います。

あと単純な話ですけれども、3ページとか4ページの一番右側に「報酬率」が書いてあるんですけれども、こんなにばらつきがあるものなんですか。ファンド1は0.4%ぐらいあって、低いところは0.1%とか、この辺の折衝の余地はあるのですか。

○西川理事 国内債でも結構差があったんですけど、最終的には交渉余地はあると思っています。ただ、そうはいつでも、外資系中心に高いことは高いですね。あまりにも高過ぎて落ちたところもありますし、この実力があるんだったら多少高くてもいいかなと思ってとったところもありますしといった感じです。

○稲垣委員 では、引き下げの余地はあるということですね。

○西川理事 交渉余地はあると思います。今回も、最初に申告してきた数字よりは大分下がっています。

○中島委員 先ほど西川理事のほうから話があったトラッキングエラーのコスト単価みたいな話を申し上げたのは私で、要はアクティブファンドも商品ですから、「いいもの」を「たくさん」「安く」買えば、それに越したことはない。この内、量はトラッキングエラーで計れる。安くは報酬率で計れる。良いものというのがなかなかわからなくて、裸の王様のなもので、思い入れで考えるしかなくて、そこが目標収益率みたいのところなんですけれども、それはわからないのでおいておくと、とりあえず量と価格だけはわかる。

これを見ると、報酬率が高くてもたくさんトラッキングエラーを取ってくれるんだったら、価格は高いけれども結構いっぱい買えるので、それはそれで辻褄が合っている。今稲垣委員からお話があったのは、価格のところだけではなくて量ですね。それで幾らトラッキングエラーが買えるのか、取ってもらえるのかというので見て、さらにその比率で見ると、結構割高なところもあるし、割安なところもあるので、そこら辺も見た上で次のステップで結果を教えていただけると助かります。

○村上委員長 よろしいでしょうか。

先ほどの通貨のところなんですけれども、例のベンチマークに対してフルヘッジとしていないところは、持っている通貨については100%ヘッジをしても、要因分解すると結果的に

通貨の効果が出てくるかもしれないということがありますね。そういうものがひよっとすると超過収益源泉というところに入っている可能性もありますので、そのあたりが積極的に通貨戦略で取っていつているのかどうかというの、先ほどもありましたけれども、いろいろヒアリングのところのポイントになってくると思います。そんなことで、そのあたりの解析はよろしく願いいたします。

ほかに何かございますでしょうか。ほかにご質問、ご意見等がなければ、委員会として認識を共有し、今後の実施方針については了承したということにいたしたいと思います。

では、引き続き国内株式のほうのご説明をお願いいたします。

○西川理事 それでは、ご説明を申し上げます。

国内株式については、前回の委員会で論点のたたき台をお示ししまして、ご意見、ご提案をいただいたところでありまして、今回は、その際のご意見も踏まえて論点整理を行ったペーパーをご用意させていただきました。これが資料4-5でございます。

1ページ、目次をご覧くださいとおわかりになりますとおり、結構重いテーマがめじろ押しのご様子でございます。したがって、本件に関する審議の場は別途設けさせていただきたいと思っております。本日は、構成のご紹介にとどめさせていただきたいと思っております。委員の皆様におかれましては、誠に恐縮でございますけれども、またお土産としてお持ち帰りいただいて、9月の半ば、敬老の日の3連休前でございますけれども、14日の金曜日ぐらいを目処にご質問とかご意見をお寄せいただけますでしょうか。それを踏まえて、次回委員会でこれを修正したものを用意させていただいた上で、突っ込んだ議論をさせていただきたいと考えております。

では、簡単にコンテンツのご紹介をさせていただきたいと思っております。

まず3ページに進んでいただきまして、応募プロダクト数でございます。これは相当数の応募があるのではないかとということですので、1先当たり幾つ認めるか結構悩んだところですが、こちらに書いてありますとおり、案としては、アクティブファンドについては、1社当たり戦略を変えて2ファンドかなということでございます。ほかの例を見ると大体2から4ぐらいでございますが、私共の最終的な落ちつき先が5~6ファンドということをお考えた場合には、1社2ファンドぐらいが限界かなと思っております。

募集の仕方としましては、ベンチマークがTOPIX、それ以外と分けるケースもあるのでありますが、ここではあくまでも戦略を変えるというぐらいの言い方に止めておこうかなと思っております。

もう一つ悩ましいのがスマートベータをどうするかということでもあります。1先2プロダクトまでといった中にスマートベータを含めてしまうと、アクティブの数が足りなくなってしまう危険性、あるいは逆にスマートベータが全く来なくなってしまう可能性が考えられますので、これは別途やらせていただくというか、一緒に募集はするのですが、アクティブファンドを2プロダクトまで、別途スマートベータについても1プロダクト応募可ということで、そういう意味では1先が3つまで応募可という格好にしたいなと思っております。

それを踏まえて、もともとスマートベータについては、アクティブファンドのいいところが不足した場合の代替として考えているということだったわけで、もちろん、足りない場合はそういうふうにしたいと思いますが、足りている場合も、ひょっとすると加えることによって全体のパフォーマンスが上がる可能性もあるのかなということですので、結局いいものがなければ取らないということもありますが、とりあえず1ファンド取りにしてみようかなと思っております。

やり方としては、まずアクティブのファンドの選考をやりまして、最終的に幾つかのファンド、5ないし6ぐらいが決まったところで、それと合うようなスマートベータの先があるかどうかという観点からスマートベータの選考を一巡させる、最終的に全体としてアクティブの運用委託先が決まるというような日程感、選考過程を今考えているところでございます。それが4ページに書いてあるところでございます。

大きなところはそういう話ですが、8ページ以降の「スマートベータについて」というのは、スマートベータを採用するに際してのバックデータを野村さんにいろいろと収集していただきました。スマートベータの活用の方法の種類分け、アクティブファンド代替、リスク低減、Minimum Variance みたいなもの、それからパッシブファンドの代替というような大きな分類ができるかなということでございます。

先ほど申し上げ損ないましたけれども、今回はアクティブファンドの代替としてのスマートベータをやりますけれども、パッシブファンドの代替としてのスマートベータについては、アクティブファンドの委託先が決まりまして、来年度になると思いますが、パッシブ運用の委託先を決める際に改めてスマートベータの活用のご議論いただきたいと思っております。

17ページまで進んでいただきまして、マネジャー・ベンチマーク問題もずっとこの委員会で議論を続けているところでございます。スマートベータのプロダクトを採用すること

になれば、不可避免的にマネジャー・ベンチマークを入れざるを得ないかなということがございますので、一応可能性が高いということで、マネジャー・ベンチマークを採用したときに何が必要になるかということを検討していく必要があるかなと思っております。

特にミスフィットリスクの管理や委託金額の調整、委託先の変更に関するルールとかプロセスといったものを具体化して、論点（要留意点や対策）を整理する必要があるかなと考えております。

そのあたりの考え方については、18 ページに野村さんにまとめていただいております。大ざっぱに言ってしまえば、マネジャー・ベンチマーク要因とマネジャー要因に分けて要因分析をした上で、それぞれを管理していくことになります。もちろん、マネジャー・ベンチマーク要因からいうと特定のパターン、戦略を増やすほうがいいけれども、それを担っているファンドの個別パフォーマンスが悪過ぎるというような組み合わせもあるんだろうなと思いますので、そういったときの調整方法等を検討していく必要があるのかなと思っております。

最後に、27 ページの「ESG 投資の活用について」というところでございます。

28 ページ、「ESG 投資の目的」。収益を獲得するためであるということを使う方もいらっしやいますし、リスク回避だと言う方もいらっしやいますし、もちろん投資家責任を前面に出す方もいらっしやいますし、それぞれの運用機関のスタンス自体が時を追うにしたがって変わっていたりもいたします。

さらに言うと、31 ページに飛んでいただきまして、目的に応じて投資の手法も変わっていくだろうと思います。大きく分ければ、資金を入れるほうのインベストメントと、引くほうのダイベストメント、それから投資先とのエンゲージメント、これは必ずしも新規でなくていいわけですが、そういうやり方があるかなと思っております。

ちょっと戻っていただいて 30 ページをご覧くださいと、ESG 投資の分類がございます。右下の投資残高の色分けを見ますと、日本の ESG 投資で増えている部分はほとんどエンゲージメントと議決権行使です。新しく入れたというよりは、今までのところでエンゲージメントをやりましたというのがどんどん残高に乗るという格好になっていますので、これも1つのやり方ではあるかなという気はいたします。

インベストメントとダイベストメントのほうは、方法、目的論が流動的な中で、すぐに始めるのは難しいかもしれませんが、エンゲージメントのところはやりようがあるのかもしれないと考えておりますので、そんなところもご議論いただければなと考えているとこ

ろでございます。

とりあえず私からの説明は以上であります。毎月毎月で大変に恐縮ですけれども、次回10月に国内株式の件につきまして集中的に議論させていただきたいと思っている次第でございます。

○村上委員長 ありがとうございます。本件については10月に審議の場を設けるということで、本日の委員会では聞き置くということになるかと思いますが、この場で確認しておきたいことがありましたらお願いいたします。

○中島委員 事前に資料をいただいてぱっと見たんですけども、9月の半ばまでに何か気づいたことがあれば連絡をとることなので、かなりわからなかったので、質問という形で教えていただきたいんですが、9ページ目のところで、スマートベータの活用の目的というのが整理されていて、多分このページが、スマートベータに関する基本的な取り組み姿勢というか考え方を整理されたところかなと思うんです。

赤い四角が3つあって、最初で大きく分類して、後でどういうやり方になるか書いてあるのですが、①、②、③と書いてあって、②はわかる。これが採用目的に挙げる投資家が最も多いと書いてあるので、多分最もポピュラーなんだろうなと。その次を見ると、①が基本だ、②も検討対象にはなり得ると書いてあって、非常にポピュラーなものは今回でいうと押さえの位置で、①が今回のメインだというふうに読みました。

①と③なんですけれども、違いがわからなくて、①の1行目を読むと「分散投資の拡大はアクティブマネジャーだけでは不足するファクタープレミアムの獲得を狙う」。したがって、これはファクターによるプラスアルファのリターン。③のほうは、ファクタープレミアムを組み合わせることでプラスアルファ、リターンを向上させると書いてあって、同じ意味のような気がして、どこが違うか教えてもらえないかと思って。

○野村証券・清水 スマートベータのファクタープレミアムということは、アクティブであろうがパッシブであろうがついてくるものです。①のほうの分散投資の拡大というのは、いわゆるアクティブファンドと組み合わせて、アクティブファンドの中にパーツとして組み込むようなイメージに対して、③のリターン向上というのは、要はスマートベータだけで、スマートベータポートフォリオというような形で、そこだけで政策ベンチマーク TOPIX を超過収益率や効率性で上回るようなイメージで捉えているということで、実際ほかの公的年金の位置付けを見ると、③は GPIF 的な形ですね。

スマートベータを開始したときに、ファンダメンタルインデックスと GIVI という指数を

採用したという話ですけれども、要はその2つの組み合わせでパッシブとして政策ベンチマークを上回りますよというようなことをうたっているんですけれども、ほかの公的年金に関しては①のほうですね。スマートベータを独立に考えるのではなくて、アクティブファンドをメインに考えながら、アクティブファンドでとれていないようなスタイルであるとかプレミアム、そんなところを埋めにいくような使い方がされているということで、単体で成り立つのか、組み合わせで成り立つのか、そういう違いだというふうにご認識いただければと思います。

○中島委員 そうすると、10ページの表と対になっていて。

○野村証券・清水 そうですね。そういう形で。

○中島委員 GPIFだけが投資枠がパッシブになっている。これが9ページでいうと③に対応していて、残りが①に対応している。

○野村証券・清水 そうです。

○中島委員 違いはというと、GPIF、すなわち③方式は、スマートベータで1つの大きなカテゴリーを作って、その中で考えましょうと。①は、どちらかというと補助的な位置付けで、アクティブファンドの中に追加で限界的に入れた場合どうなるかという管理の仕方をやっている。

○野村証券・清水 そうですね。まさに今回の機構と同じように、アクティブファンドと同時に採用を募集したり、まさにアクティブ代替として、場合によってはアクティブと同列に扱って、アクティブ6ファンド、スマートベータ2ファンドとか、そのような採用の仕方もあったということです。

○中島委員 そうすると、9ページ目の一番下の四角はかなり難しそうなテクニカルな話を書いてあるんですけれども、今回の機構さんに関しては、ここはあんまり読まなくていい。

○野村証券・清水 そうですね。実はスマートベータポートフォリオの構築は非常に難しい。これがある程度実証されていれば、同じようにGPIFさんのまねをされるようなケースがある筈です。しかしGPIFさんも現状2指数しか採用されていないと、非常に代表的な逆相関の指数を参照するスマートベータを組み合わせているだけということですので、それにならうのもいいんですけど、もう少し工夫する余地はあるのではないかなというところなんです。実際の資産全体に占めるスマートベータの組入比率は、各公的年金ともやった、やったと言っている割にはかなり抑えめになっています。次の11ページで、国内株式の残高

とスマートベータの採用残高をお見せしていますが、どこも組入比率は全体の数%にとどまっているというところで、非常に慎重にやられているのが実態です。

○中島委員 よくわかりました。ありがとうございます。

○村上委員長 ほかに何かありますでしょうか。

○徳島委員長代理 GPIF の場合には、そもそも内株への配分があまりにも巨大なので、結局多くがパッシブになっています。スマートベータも、わざわざアクティブに入れる必要がないほどです。ただ、ここで最小分散とファンダメンタルを挙げていらっしゃるんですが、去年採用した ESG パッシブも、スマートベータの一種と説明することが可能です。したがって、GPIF はなかなか参考にならないかなという気がします。

全国市町村職員共済組合連合会の場合には、資料にスマートベータという投資枠があると書いてありますが、アクティブ運用に目標比率まで配分できないだろうから、スマートベータというパッシブとアクティブの間の存在で、やりまじょうと取組んだものです。したがって、スマートベータの枠を最初から決めたということではありません。アクティブの中の代替という定義です。ですから、こちらの機構で考えられているものに比較的近いかなと思います。

○村上委員長 ほかによろしいでしょうか。

私からも1つ。これも10月に議論すればいいことかもしれないのですが、枠組みとして、今回のスマートベータというのはアクティブの代替というような位置付けで考えていくということであった場合に、ミスフィットリスクの管理がどのくらいテーマになり得るのかという問題があるのですね。

アクティブの代替ということは、あくまでもメインとする TOPIX に対してスマートベータが標榜しているファクタープレミアムが再現性があるかどうかという評価をしていくということになり得るのではないかと。あるいは、そのマネジャーがさらに目指している付加価値もあわせて、そのあたりの再現性を評価していくということになるのが、アクティブの代替と考えた場合のオーソドックスな考え方であるかなということ、機構としてはその部分のミスフィットリスクをとりにかなくても、あくまでもアクティブ代替として採用するという事ですね。そのところで、異なるベンチマークを使うというのと、アクティブ代替と言ってしまうのと、意味が違うのではないかと考えるのがオーソドックスな考え方かと思うのですが。かなりページを割いてミスフィットリスク問題について触れられているので、その辺について違和感があったということなのですが。

○西川理事 ミスフィットリスクについては、アクティブ運用のほうでマネジャー・ベンチマークを採用する可能性があるということで、ベンチマークのところでは相当ページを割いておりまして、スマートベータを入れたときも疑似的な問題が発生するのではないかといい中で、結果としてアクティブファンドのほうではマネジャー・ベンチマークを採用するようなファンドがなかったとしても、スマートベータを採用すると同じようなミスフィット管理みたいなことが必要になる可能性があるのかなということをお願いしたのですが、基本的にはアクティブファンドのことを想定しています。

○村上委員長 その辺もまた議論を整理したいと思います。

○西川理事 ちょっと議論を整理させていただいて。

○中島委員 多分、以後議論の対象になると思うんですが、野村証券さんの資料の10ページで、今委員長からお話があったベンチマークの話ですが、GPIFはベンチマークを指定せず、東京都職員信用組合は「ノンBMも可」と書いてあるんですけども、つまるところ、ベンチマークを指定しないとといった場合、キャッシュをベンチマークにするか、要は銀行預金ですね、ないしは現金、タンス預金、いわゆるゼロをベンチマークとするかという話になると思うんですけども、これは具体的にはどういうことなのでしょう。

○野村証券・清水 これはあくまで株式の中での募集要項ですので、キャッシュを念頭に置いているような形でなくても、スマートベータを募集しますということもあるということです。ベンチマークを掲示しないケースがある一方で、全国市町村職員共済組合連合会のように、ベンチマークという形でなくてファクターエクスポージャーを提供するインデックスに連動するようなファンドを募集しますというようなところとか、東京都職員信用組合のノンベンチマークは、アクティブファンドの一形態として募集するなど様々な募集方法があるということです。同じスマートベータであっても、本当にGIVIをベンチマークとしているケースもあれば、公立学校共済組合さんは、開示情報から運用の中身は多分GIVIだろうなと思いつつもTOPIXをベンチマークにしているようなケースもありまして、実際のスマートベータ運用とベンチマークが1:1でリンクしているわけでもないということです。東京都職員信用組合さんについては、アクティブファンドの募集要項の中で募集されたということも絡んで、ベンチマークが指定されていなかったのかなというところでは。

すみません、ちょっと話がややこしくなってしまったんですけど、スマートベータに関しては、ベンチマークの指定というのは非常にアバウトというか、各スポンサーさんの考

え方によってまちまちです。全国市町村職員共済組合連合会さんのようにファクターエクスポージャーを提供するインデックス、すなわち幅広にスマートベータベンチマークとだけ明示するケースもあれば、TOPIX を設定するケースもあれば、ベンチマークを指定していませんというケースもあります。募集条件はいろいろあるというところで、東京都職員信用組合さんはこのような募集の仕方をされていたかなということですが。

○中島委員 これは募集のときに委託者さんのほうから指定しないよということで、最終的には向こうの言うベンチマークか何かを採用してパフォーマンスを計測していくということなんですよ。

○野村証券・清水 結局スマートベータについては、12 ページにありますとおり、ファンダメンタル系でも代表的なものだけでも5つ、6つあったりして、最初からファンダメンタルではFTSEのGWAに決めますということであれば、そういうような募集の仕方のできるんですけど、そこまで決め切れていないというか、実際それで運用してくれる会社がどれだけあるのかということもありますので、応募結果をみてからベンチマークも絞り込んでいくケースが多いということかなと思います。

○中島委員 そこはわかるんです。委託者としては、とりあえず前広というか、オープンで募集する。ただ、応募するファンドマネジャーは、これをベンチマークにやっていますというのとは表明するわけですよ。

○野村証券・清水 もちろんそうです。

○中島委員 要は、「指定せず」というのは、委託者サイドが指定しないけれども、応募するほうはきちんと自分で決めて申請する。

○野村証券・清水 そうですね。なので、同じ最小分散であっても、MSCIの最小分散指数で応募するケースもあれば、こういった指数をMSCIとかFTSEが出す前から、大体リーマンショック後ぐらいから、信託銀行さんを始めとする大手運用機関が最小分散というのは提案され始めていたんですけど、そのころローンチしたファンドは自前のルールで最適化をかけていますので、そういう場合はTOPIXがベンチマークだったりする。そちらのほうが自信があるのであれば、そのファンドで手を挙げてくる可能性はあるのかなということだと思います。

○中島委員 わかりました。

○村上委員長 よろしいでしょうか。今の件で、GPIFの「指定せず」というのは、例えば絶対リターン戦略だとか、いろいろなものがあるだろうというのをかなり幅広にすくって

みて、全体としては自分のところに合うポートフォリオにしていこうというような議論の流れがあったのではないかと思うのですね。記憶によりますと、集中投資戦略とかいろいろな戦略が話題になっていた当時、結構、検討対象を幅広く拡げていったという経緯があったと思います。

○野村証券・清水 スマートベータを主とするよりは、どちらかという既存のポートへの組入もさることながら、同時に募集するアクティブとのセットでの募集という形なので、ほかの年金さんもベンチマークを募集前に決められないというような感じです。

○村上委員長 いろいろなものを幅広く受けておいて、自分のところに合うものをチョイスしていけばいいという考え方だと思います。

ほかにご質問、ご意見等がなければ、本件については、本日の資料を踏まえて次回の委員会で審議を行うことといたしまして、委員会としてこれを了承することにしたいと思います。

委員の皆様におかれては、この資料をご覧いただいて、疑問点、ご意見等があれば、9月14日の金曜日を目処に事務局のほうにご連絡を、ということをお願いいたします。事務局におかれては、委員の方からのご意見等も踏まえ、引き続き調査・検討を進めていただきますようお願いいたします。

野村さん、どうもお疲れさまでした。

○村上委員長 本日の議事はこれで終了いたしますが、本日の議事全般を通してほかにご質問、ご意見等がございますでしょうか。

特にご意見、ご質問がなければ、宿題の確認ですけれども、議題1にありました議事録の確認が2件、9月14日までにとというのがございました。それが1点目です。それから、今の国内株式のマネジャー・ストラクチャーの見直しについて、これも9月14日までということですが。9月14日という期限のものがこの2点でしたね。あとは諸々の資料の中でご意見等を積極的にお寄せくださいというのがございましたので、そのあたりは委員の方々に随時ご対応いただければと思います。

それでは、事務局より次回の委員会についてのご報告をお願いいたします。

○都築運用リスク管理役 次回の資産運用委員会は、先ほどご説明したとおり、10月上旬に開催させていただきたいと考えております。具体的な日程につきましては、後日皆様のご予定をお伺いした上で決定したいと考えておりますので、ご協力のほどよろしくお願いいたします。

ご審議いただく主な議題は、今回の国内株式がメインになります。マネジャー・ストラクチャーの継続審議等について予定しておりますが、ほかに議題とすべき案件がありましたら、いつでも事務局までご連絡、ご提案いただきますよう、よろしくお願いいたします。

○村上委員長 ただいまのご報告について、何かご質問、ご意見等ございますでしょうか。

よろしいでしょうか。ほかにないようでしたら、本日の資産運用委員会を終了いたします。本日も長時間にわたって円滑な議事運営にご協力いただきまして、誠にありがとうございました。

(了)