

平成 30 年度第 6 回資産運用委員会議事録

日時 平成 30 年 11 月 5 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 委員の皆様、ご準備のほうはよろしいでしょうか。定刻となりましたので始めさせていただきます。

資産運用委員 5 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。

ただいまから平成 30 年度第 6 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、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、平成 30 年度第 6 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。

一言ご挨拶を申し上げます。

前回の委員会からちょうど 1 カ月、間を置かない形での開催となり、引き続きご負担をおかけしておりますこととお詫び申し上げるとともに、真摯なご協力、ご尽力を重ねて御礼を申し上げます。

前回委員会以降、内外で株が大きく動いております。当機構としても動向を注視しているところがございますが、おかげさまで、基本ポートフォリオ見直し、剰余金もほぼ満足のいく水準まで積み上げることができましたので、落ちついて冷静に見ることができております。改めて御礼を申し上げます。

いずれにしても、世界的なポピュリズムの台頭に伴う地政学リスクの高まりにより金融市場の先行き不透明感が増しており、機関投資家にとっては厳しい環境となっておりますけれども、こういうときこそ組織としてのガバナンスと運用委託先マネジャーの実力が問われるときであり、マネジャー・ストラクチャーの見直しが重要な意味を持つてくるものと思われまます。

これまでのところ非常に順調になかなか良い選定ができているように感じております。

これも委員の皆様からのご助言を受け入れて、入念な準備により中身の濃い選考ができて
いるからだと考えております。本日もマネスト見直しが主要議題の1つとなっております
が、引き続きご指導、ご鞭撻のほどよろしくお願い申し上げます。

本日は、マネスト以外にも、資産運用状況に関する定例報告、基本ポートフォリオの定
例検証方法の選択など盛りだくさんの内容になっております。ご忌憚のない活発なご審議
をいただきますようお願いして、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。

配置図の次に委員会次第になりまして、そのあとから本資料になります。右上に資料番
号を付けてございます。

縦長の資料になります。資料1-1「平成30年度第4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要旨(案)」です。資料2「平成30年4月か
ら9月の運用実績報告(6経理)」。横長になりまして、青の印刷です。資料3-1「期待収
益率の算出方法の検証について」。縦長に戻りまして、資料3-2「基本ポートフォリオの
検証方法について」。資料4-1、こちらは1枚物です。「国内株式アクティブ運用委託先
公募に関する確認点について」。資料4-2「外国債券アクティブ運用委託先選考の総括」。
横長になりまして、赤刷りです。資料4-3「外国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、資料4-4「外国債券のアクティブ・パッシブ比率につ
いて」。横長に戻りまして、赤刷りです。「国内株式アクティブ運用委託先の一次選考につ
いて」。4-6「最小分散戦略の取り扱いについて」。

縦長です。ホームページに掲載する資料として参考になっております。「平成30年4月
から平成30年9月の運用実績」というタイトルのものです。

このあとは別のグループの資料になりまして、本日の机上配布資料としております。「次
回(平成30年度第6回)資産運用委員会の運営について」。それから、1行目のところに
「最小分散ポートフォリオ」、「低ボラティリティ戦略」の β と超過リターン」と書かれて
いる1枚物です。最後は、横刷りのグラフになっております「平成30年度中退共資産の時
価評価額日次推移」というものであります。

以上でございますが、どうでしょうか。不備な点がございましたら、委員会の進行途中
で構いませんので、お申し出くださいませ。対応させていただきます。

では、よろしければ、この後の進行は村上委員長にお願いしたいと思います。どうぞよろしくお願いいたします。

2. 議題

(1) マネジャー・ストラクチャーの見直しに関する継続審議等について

○村上委員長 本日の議事進行につきまして、円滑に進行しますよう、皆様方からのご協力をよろしくお願いいたします。

今日は、コンサルタントさんにご同席いただく関係から、議題4から入ります。テーマはマネジャー・ストラクチャーの見直しに関する継続審議等についてです。

この議題につきまして、コンサルタント業務を委託している野村證券株式会社にご陪席をお願いしておりますので、事務局におかれては皆様に入室していただいでください。

それでは、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、ご説明申し上げます。

本日も、この件につきましては、2つのパートに分けてご説明をさせていただきます。まず前回の当委員会継続審議となりました、国内株式アクティブ運用の委託において、最小分散戦略ないし低ボラティリティ戦略のスマートベータを採用することについて、再度、ご審議頂きたく存じます。

その上で、これまでご審議いただきました内容を踏まえ、国内株式の募集方法の基本方針について暫定案をまとめましたので、ご確認をお願いしたいと思っております。本日の議論の内容については、必要に応じて反映させていただきます。

次に、外国債券運用委託先の最終選考を実施いたしましたので、その内容と結果及び今後の日程についてご報告をさせていただきたいと思っております。

あわせて、最終選考結果を踏まえまして、外国債券の委託金額についてご報告をいたしたいと思います。ここでは、国内債券のときと同様に、アクティブ・パッシブ比率と配分方法、等額にするか、差を付けるかといったことについてお諮りしたいと考えておりますので、よろしくお願いいたします。

それでは、まずは、最小分散戦略ないし低ボラティリティ戦略のスマートベータ採用について、おさらいの意味を含めまして問題提起を頂きました中島委員のほうから改めてご趣旨についてご説明をいただいた上で、ご審議を賜りたいと思っております。

中島委員、恐れ入りますが、よろしくお願いいたします。

○中島委員 まず、最小分散戦略とか低ボラティリティ戦略と呼ばれる投資戦略ですけれども、これは理論的に β が1を下回ります。何か手当てや工夫をしない限り、 β は原理的に1を下回る。

その結果何が生じるかという、TOPIXをベンチマークとして最適化を行っている基本ポートフォリオの根幹を揺るがすことになる。具体的にどういうことかという、通常のアクティブ戦略は基本ポートフォリオの決定に対して概ね中立なので、最初に政策ポートフォリオを決めて、その後でマネジャー・ストラクチャーを考える2段階の意思決定でも、両者を同時に行う同時最適化と等価になる。すなわち、現状の2段階の意思決定の効率性は担保される。

ところが、最小分散戦略とか低ボラティリティ戦略というものは、基本的に政策アセットミックスの決定に対して非中立です。このため、2段階での意思決定の効率性は担保されない。したがって、現行の意思決定方法、まず政策ポートフォリオを決めた後にマネジャー・ストラクチャーを決定するというスタンダードな方法は、今までは特に問題なかったが、低ボラティリティ戦略や最小分散戦略はその根幹部分に抵触する。この点については非常に慎重である必要があるのではないか、というのが私の問題意識です。

低ボラティリティ戦略の過去の β は大体0.7程度かと思われます。これについては十分は存じ上げていないんですけれども、野村さんの資料とかを見る限りはこんなものかなという感じです。

β が0.7の株式投資の超過リターンは、TOPIXを0.3単位空売りして、代わりに市場中立戦略すなわちマーケットニュートラルと呼ばれるオルタナティブ商品を同額購入することと等価になります。法律で潜脱というのがあろうと思うんですけれども、これはそれに近い形になる。

極端な例を考えると、例えば β が0の戦略があったとした場合、これを政策アセットミックスの株式として扱って完全に政策アセットミックスを無視している状態になります。私は別に0だと言っているわけではないんですけれども、一つ極端なことを考えれば、本件の問題がどこにあるかが見えるのではないかなと思います。

標準的なアクティブ戦略の採用は、先ほど申し上げましたとおり、政策アセットミックスの決定に対して非中立と考える積極的な根拠はない。だから2段階の意思決定で何の問題もない。一方、低ボラティリティ戦略は標準的なアクティブ戦略と違って、基本的に政策アセットミックスに対して中立的ではない。そうである以上、2段階での意思決定は少

なくとも理論的には効率的であるとは言えなくなる。なので、少なくともこの戦略に関する限りは慎重な取り扱いが必要ではないかというのが私の見解でございます。

○村上委員長 ありがとうございます。中島委員から委員ご自身の見解を述べていただいたのですが、この点につきまして、皆さんからご意見をいただきたいと思うのですが、いかがでございますでしょうか。

○徳島委員長代理 中島委員のご指摘に関して、基本的な考え方は私も賛成いたします。ただ、それは、低ボラティリティ戦略を国内株式への配分全体で取組むのであれば、まさにおっしゃるとおり基本ポート策定時の前提から逸脱して危険なことになりますが、実際には国内株式への配分の中で、半数とかそれ以上の比率でパッシブ運用を採用し、さらに通常のアクティブ運用も組み入れている中であれば、最小分散型を入れることの危険性は極めて小さいと思います。

したがって、思想的には中島委員のおっしゃるとおり、最小分散等の低ボラティリティ戦略は通常のアクティブ運用と別種のアクティブと考えるべきですが、0か100ではなくて、ウェイトから見れば数%程度のものを入れることに関しては、通常のフレームワークの中で実施できるものと考えます。

したがって、私は採用を検討してもいいと思っています。ただ、最小分散戦略は基本的にダウンサイドに強い戦略ですので、株式投資についてダウンサイドリスクを抑えたいという希望がある場合に、入れることを考慮するのが良いと思います。実際、そうした理由で導入されている先はあります。導入の可否に関する判断は、機構ないし委員会で決めれば済むことであり、最小分散型を最初から排除する理屈にはならないと考えます。

○村上委員長 ありがとうございます。ほかにはいかがでしょうか。

○西川理事 今日の資料4-6に、この問題についてコンサルの野村証券さんに取りまとめていただいたものがございますので、野村さんにもご説明をお願いしたいと思います。

○野村証券・荻島 野村証券フィデューシャリー・サービス研究センターの荻島でございます。これまで議論に直接参加しておりませんでしたけれども、中島委員の問題提起に対してやや実証分析を付けて客観的にお話ししたいなと思っております。どうぞよろしくお願いたします。

まず基本的に答えのほうから示しますと、資料4-6の2ページ目にある①、②、③でございます。

1つ目は、最小分散ポートフォリオもアクティブ運用の1つとして採用するという前提

のフレームワークの中で、通常 of 伝統的なアクティブ運用も、実は β はイコール 1 ではなくて、しかも 1 近傍ではなくて、左下の図にありますように、 β は大体 0.4 から 1.3、つまりリスクを抑えたポートフォリオにするようなファンドも実際には見受けられますし、やや β を 1 以上にしているファンドも見受けられるということで、最小分散ポートフォリオも、 β が 1 よりも小さくなるようなファンドではあるものの、基本的には他のアクティブファンドもそういうような格好で、 β を 1 にきっちりトラックさせてトラッキングエラーをとるようなアクティブファンドではないというようなことが左下のグラフから見受けられます。

したがって、最小分散ポートフォリオは、アクティブ運用として 1 ファンドぐらい採用するか、しないかというふうな議論の中においては、アクティブ運用の 1 つとしてもよろしいのではないかというふうに思うわけでございます。

また②でございしますが、 β といっても、株式市場が上昇相場の局面、過去 5 年とかはそうですね、また下落局面もあります。右下のグラフになりますけれども、直近 5 年間、過去 60 カ月で、上昇局面が右側のほう、下落局面が左側のほうになりますが、そういう局面において、 α が上昇相場に出やすいファンドと、下落相場に出やすいファンドと、このグラフを見て、これは 98 のアクティブファンドでございしますが、様々でございします。様々であるということを考えますと、最小分散ポートフォリオは下落局面に強い、上昇局面にやや弱いかもしれないというようなことで、これも様々あるアクティブファンドの中の一つとして位置付けても、見方として大きく間違っているわけではないだろうと考えられます。

最後に③です。1 ページのグラフをご覧下さい。赤い点線のラインがございします。この赤い点線のラインはどういう意味かと申しますと、上昇局面では、ベンチマークの期待リターンに最小分散戦略の期待リターンは負ける傾向にあるということを示しております。

恐らく、短期的にはそういう傾向があるかもしれませんが、長期的にはどうなのかというと、最小分散戦略というのは長期的にアノマリーなのか何なのか、いろいろな解釈はありますが、長期的に見ればベンチマークに勝つ可能性があるというようなことで実証分析がされておるわけでございします。したがって、赤い点線のラインが市場ベンチマークよりも低くなるというふうに一概には言えないのではないかと。これは長期的にですね。短期的にはそういう傾向があるというのは重々わかっております。

したがって、長期投資家であるスポンサーとして、最小分散ポートフォリオをアクティ

ブの1つとして一部組み入れるというのは、様々なアクティブ戦略の中で分散投資をする
というようなことからして理にかなっているのではないかと考えております。

以上でございます。

○村上委員長 ありがとうございます。一つ質問なのですが、資料2ページの β と α の
分布がプロットされている左下のグラフで、最小分散ポートフォリオはこの中に入ってい
るのですか。

○野村証券・清水 これは2～3ファンドぐらい入っているかもしれませんね。単純に国
内アクティブファンドということですので。

○村上委員長 そういうことですね。

今、野村さんからご意見いただきましたが、中島委員、これについて何かありますでし
ょうか。

○中島委員 徳島委員長代理のご意見については、私の考えの本質部分についてはご理解
いただける、ただ、量が小さければ問題にならないのではないというのは、確かにそれ
はあると思います。毒物というのは量に依存するという説があって、水でも何でも飲み過
ぎれば毒になる。逆に言うと、どんな毒でも量がすごく小さければ無視していいのでは
ないの、というものの見方があると思います。

したがって、こうした実際的なものの見方、すなわち量がすごく小さければあんまり問
題にする必要はないのではないのという点はそうなんです。一方、本質的な問題を抱えて
いるという点はやはり明らかにした上で、きちんと議論した上で、「量が小さいから無視し
ていいんだよ」といった結論を議事に残す形にしておいたほうがよろしいかと。

もう一つ、 β が理論的に1を下回るというのは、何も工夫しなければこうなるよという
意味であり、マネジャーによってはいろいろ工夫をして、 β が傾向的に1を下回る点を金
融上のテクノロジーを使って解消してくる先があるかもしれない。したがって、私は最初
から門前払いをしろと言っているわけではないという点をご理解いただきたいと思いま
す。

したがって、応募してきた先に対して、「 β が理論的に1を下回るのだけれども、それに
ついてきちんと対応していますか。」というのを聞いて、それでしかるべき納得できる答え
が返ってくれば、それはそれで採用して問題ないと思います。何故かという、私が懸念
する理論的に1を下回ることによって政策アセットミックスに対して非中立的になってしまう
という問題がこの場合生じないから。

したがって、低ボラティリティ戦略であっても、 β が1に対して系統的に下回らない工

夫をしてくる先については、全く私の問題意識を申し上げる必要はないので、門前払いをする必要はない。応募先には、 β が1を下回るという点についてどう思うか、何かしら工夫をしているのかというのを聞いた上で十分納得がいけば、しかも魅力的であれば採用ということで、特に私としては問題ないと思います。

次に、野村さんのほうのご説明なんですけども、2ページ目の①、②、③ということで、①については、私の、標準的なアクティブ戦略というのは基本的にベンチマークに対して中立ですよという説明に関して、必ずしもそうとも言い切れないのではないのという資料だと思います。確かにそういう先もあると思いますが、低ボラティリティ戦略のように明らかに原理的に1を下回るという、白、黒、グレーでいうと、黒が確定しているというものではない。少なくともグレーの範囲ということであれば、疑わしきは罰せずではありませんけども、特別な情報がない限り最初から特別視する必要はないのかなということです。確かに標準的なアクティブ戦略もいろいろあるよねという点に関しては、私はそのとおりだと思います。

ただ、標準的なアクティブ戦略の中で、明らかに β が系統的、長期的に1と違いますよと言っている先、ないしはそういう傾向が認められる先については、低ボラティリティ戦略と同じように、事前に十分な検討をしておく必要があるかなと思います。

あと低ボラティリティ投資に関する野村さんの③の話で、野村さんの資料の1ページ目、これは先に私が作成したものです。とりあえず技術的な話ということで申し上げますけども、「期待リターン」と縦軸に書いてありますけども、これは正確に言うと条件付き期待リターンと言われるもので、ベンチマークのリターンで条件付けした期待値というものになります。一方、ただの期待リターンというと、ベンチマークの期待リターン、こちらのほうの資産ミックスで使っているのはたしか5%ぐらいだったと思いますけれども、その数値は1つなので、単純な無条件の期待値ならば、こんな右上がりのグラフではありません。

その場合、赤が最小分散戦略、すなわち β が0を系統的に下回る戦略の条件付き期待値ですけども、見ていただくとわかるとおり、ベンチマークの上昇局面でも最初のうちは赤のほうが黒のベンチマークを上回っている。ある程度以上上がると赤が黒を下回るようになる。したがって、赤と黒の交点が現状の政策資産ミックスの期待値よりも高いのであれば、無条件の期待値については問題にする必要はない。

どういうことかと言うと、「低ボラティリティ戦略というのが何か魅力的に見えるという

報告がいろいろあり、確かに魅力的に見える。なので、採用したほうがいいのではない」というのはわかる。何で魅力的かという、赤とグリーンの切片の部分がありますね。これが下駄を履いている部分で、ここが十分に高ければ、上昇局面で例えベンチマークに着いていけないとしても、長い目で見ればこの下駄を履いている部分、プラスアルファの部分積み重ねていくことでベンチマークを上回ることができるという話です。これはベンチマークである TOPIX に対する長期的な超過リターンの期待値の話です。

私はその話は一切していません。私の問題意識は TOPIX と比べて云々の話ではないんです。しかし、あえて TOPIX と比べて云々という、私の問題意識とはちょっと違う話についていうと、赤の下駄の高さがどのくらいかという点が非常に重要になってくると思います。ただ、今の話というのは私の問題意識とはちょっと違う話だという点はもう一度説明させていただきたいと思います。

徳島委員長代理が仰った、最小分散戦略は下降局面のほうが強いというような話というのは一種の相場観ですから、基本ポートフォリオの組成に際しては、あまり相場観を入れないようにした方が良くはないかと思えます。

○徳島委員長代理 重要なのは必ずしも相場観ではなく、運用ポートフォリオのダウンサイドを抑えたいという意思があるかどうかです。要するに、単純に β が 1 であれば、上昇も下降もマーケットとほぼ同じで享受します。ところが、最小分散の場合には β を抑えることによってダウンサイドリスクを抑えています。株式が下落したときに過大な損失を出したくないという機構の運用の趣旨にかなうのであれば、最小分散を採用することを考えても良いと申し上げているのです。

○中島委員 そのお話というのは、つまるところ、政策ポートフォリオで株式のウェイトを例えば 20% としている時、その株式のウェイトを極端な話、0 まで減らすと、株価がどう動こうが、株価が極端に下落しようが、実際の資産運用は非常に頑健に運用されるということになると思うんですが、結局それは政策ポートフォリオに対して株式のリスクを落としているということになると思うので…。

○徳島委員長代理 いえ、違います。株式の組入れを前提にし、アップサイドもある程度とれる形の中で、ダウンサイドを抑えるという狙いです。一種のポートフォリオ・インシュアランスまでにはならないけど、それに近いリスク・リターンの曲線を描くために、最小分散を多少入れるのには意味があるのではないかと申し上げているのです。

○中島委員 今のお話というのも私の問題意識と違って…。

○徳島委員長代理 違いますよ。全然違います。

○中島委員 TOPIX に対してどのくらい魅力的かというお話なので。あえて言うと、今のお話というのは、野村さんに付けていただいた1ページ目のところのグラフで、黒と赤い破線が交わる場所、これよりも左側のほうでは赤が強い、右側では赤が下回ってしまうというところに尽きていると思います。あとは、この交点よりも実際の期待リターンが高いのか低いのか、早い話が、どのくらいこの赤が切片のところの下駄を履いているか、どのくらい魅力的かというところにかかってくるので、少なくとも対 TOPIX に対する魅力云々に関しては、お二方が説明された内容で私は特に問題ないと思います。ただ、私は、TOPIX に対してどうこうという話はしていない。私の問題意識はそこにはない。

○徳島委員長代理 先ほども申し上げたとおり、中島さんの仰る理屈はわかります。おっしゃるとおりです。株式部分の100%を最小分散にしたら基本ポートフォリオ構築の際に前提とした根幹を狂わすというのは事実です。ただ、我々はそういったポートフォリオを作ろうとしているのではないので、例えば株式部分の数%ほど入れるのであれば実質的に影響はない訳ですから、問題視して議論する必要はないと思料します。

○村上委員長 ちょっと質問の観点を変えたいと思うのですが、2つ中島委員に質問させてもらいたいと思うのです。

今、野村さんからの資料で、2ページの左下のように、アクティブファンドの β というのは非常に幅広く分布しているという資料が示されているわけですね。これで考えると系統的に β が高いポートフォリオもあるかもしれないし、最小分散以外でも β が低い戦略をとっているポートフォリオがあるかもしれない。このように連続的な β の分布がある中で、最小分散だけを非常に特殊扱いしなければならない理由というのがどこにあるのかというのが、まず1つです。こここのところを考えれば、 β でいろいろな値のポートフォリオを機構が選択する中で、株式ポートフォリオ全体として戦略がコントロールできていれば、それでオーケーではないか、そのような議論も成り立つと思うのですね。まずそこから行きましょうか。

○中島委員 低ボラティリティ戦略ではない戦略であっても、明らかに事前に β が低い、今後もずっと低い状態が続くよというのがわかっている戦略があるのであれば、同様に慎重に考えるべきだと思います。

○村上委員長 それは、 β が高い戦略も機構が選択して、株式ポートフォリオ全体で機構がバランスをコントロールできていればオーケーではないかとなりませんか。

○中島委員 それはあると思います。それなら問題ない。おっしゃるとおりです。

○村上委員長 そのようなマネジャー選択のストラクチャー、プロセスで進もうとしているという話を、それを前から、前回からしているわけなのですけどね。

○中島委員 もし明示的に、低ボラティリティ戦略で低くなった部分を、 β の高さが事前に明らかなアクティブ戦略を入れることで全体として中立化するというようにもし意思決定されるのであれば、全然問題…。

○村上委員長 中立化までする必要があるかどうかというのは考えるべき点があるのですが、全体としてとにかく変ではない水準というか、偏りがある程度許容される範囲にいろいろな指標が収まるような選択の仕方をするということにはなってくると思うのですけどね。

○西川理事 それはマネストをやっている立場からいうと本当に重要で、個別のところ、一つ一つに条件を付けられてしまうと選べないところが、組み合わせることによってスタイル分散ができるので選べますということを今までやってきている訳です。したがって、個別のところについて β が1より下回っているところは絶対取れませんかと言われてしまうと、その組み合わせができなくなってしまう訳ですね。

アクティブファンドは割と β が高めのところも出てくると思いますので、もちろん最初は収益率とかでスクリーニングをかけますけど、最終的に選ぶときには組み合わせを見て、全体のバランスがいいものを選択していこうというふうにしていますので。

○小枝委員 中島委員のご意見に関して1つ質問していいですか。国内債券がとても大きなウェイトを占めている中、大まかにTOPIXのリターンが下がったときに債券のリターンが上がってくればいいのだけど、もし、TOPIXのリターンが下がって債券のリターンも下がるといった状況を想定するのであれば、先ほどから議論になっているローボラティリティ戦略というのはメイクセンスするかとも思えました。

ただ、大まかに見て、株価と債券の相関がどっちかというのは一概に言えないと思うので、そのときにそんなのがわかっていたらすごいことだと思うので、それをどう見るかということのかなと思って問いかけたのですけど、そういう理解で正しいでしょうか。

○村上委員長 そういう理解で…。

○水野理事長 今のはアセットミックス全体に対するあれで、我々はそうではなくて、株の中のリスクとリターンの関係。

○小枝委員 そうですね。今の中島委員のお話は株の中での話。

○水野理事長 最初、中島委員はアセットミックス全体のことを言ったんだけど、アセットミックス全体ではなくて、株の中だけで考えて今議論を戻しているところなんですね。

○村上委員長 今、小枝委員がおっしゃったのは、機構の資産運用全体を見たときにどうか、そういうことですね。

○小枝委員 そうです。すみません。ここの議論は国内株の中のミックスをどうするかということなのですね。

○村上委員長 全体が一斉に下がってしまうようなときがもしあれば、そのような下値抵抗があるファンドがあっても、という観点からのお話と伺ったのですが、そのようなことでよろしいでしょうか。

○小枝委員 低ボラティリティで、TOPIX が下がったときにもそんなに下がらないようなものを入れるということが、全体で見ても望ましい場合があるという理解で。

○村上委員長 その点についてですが、資産全体が下がってもというところについては、資産構成の比率と資産全体のバランスで機構はコントロールしているということに政策アセットミックス上の考え方はなっているということで、ここではあくまでも株式の戦略の中でどのようにしていこうかという議論であるのです。

○小枝委員 わかりました。

○中島委員 せっかくご質問いただいたので私のほうから補足すると、私の問題意識というのは、低ボラティリティ戦略が魅力的か魅力的ではないか、例えば局面によってどうこうという話をしているのではなくて、「これを入れると政策アセットミックスに対して中立的じゃなくなっちゃいますよ、今の意思決定のやり方の効率性を担保できなくなりますよ」という本質的なところを言っていて、この戦略が魅力的か魅力的ではないかという話はしていないというのがまず1点。

村上委員長が今おっしゃったのは、今の話を切り離して、完全に株の中だけの話とした場合に、低いのと高いのを組み合わせることで株の中で見ると1になるんだったら、それはいいのではないという話でした。それについては私もそのとおりでと思います。私の問題意識は、低ボラティリティ戦略が良くないんだと言っているわけでは全然なくて、この戦略が持っている本質的な問題をちゃんと認識しておく必要がありますよねと。ただ、徳島委員長代理がおっしゃるように、量が少なければそんなに問題にする必要はないという点は、私は全然否定するものではありません。

本質的な問題があるということを一応公開の場で指摘して、それに対してどういうスタ

ンスで臨むのかというのがあったほうが議論として健全だと思います。

○西川理事 さっき途中まで言いかけたのですが、アクティブファンドについては、もしアクティブファンドが全部が β が1ならば、低ボラティリティ戦略を使ってしまうと、全体の β が1より小さくなるという問題が発生しますが、ここで見ているように、 β が1より上回るものが存在しているのであれば、低ボラティリティとの組み合わせによって全体として1に近いようなものを作り出し得るのかなということなので、そういったことが可能かどうかを試してみる。やってみて出来なければ採用しない、そういう考え方でよろしいでしょうか。

○中島委員 おっしゃることはわかります。似た話としては、国内株のスタイル戦略でバリューと成長株を同じように持つことで、マネジャー・ストラクチャー全体としてスタイルの偏りが無い形にするというのと同じ話です。 β が低いのと高いのを合わせることで、全体として β がTOPIX中立になるようなマネジャー・ストラクチャーを作り上げるということであれば、今言ったスタイルの問題と同様な議論なので問題ないと思います。

問題は、スタイルのほうは割と明確に管理できる。同様に、野村さんに作っていただいた2ページ目の左側のグラフで、意図的にベータが高いところと低いところをくっ付けて中立化するようなコントロールができればいいと思う。しかし、もし明示的なコントロールがないと、 β が低いところをぽんぽんと取ってしまって、さらにそこに低ボラティリティ戦略が加わってさらにベータが低くなる可能性も排除できない。したがって、もし今言ったようなお話をされるのであれば、そんなにぎちぎちにやる必要はないと思うんですけども、明示的にコントロールされたほうがいいのかと思います。

○村上委員長 その点は、ほかの資産でのマネジャー・ストラクチャーの時でもやっているように、いろいろなファンドを組み合わせたときに、いろいろな局面に対してどのような全体の戦略ミックスができ上がるのかというのをよく見ながら最終意思決定をするということになると思います。ですから、そのところは今までやってきたこととそんなに変わらないと思いますし、また、逆に、先ほどの図のようにこれだけ低ボラティリティから高ボラティリティまで多様な戦略ファンドがあるということになると、どこかの範囲を狭めてしまうことによって、むしろ全体の戦略ミックスの選択肢が非常に制約されてしまうことにもなります。そのような意味からすれば、その点はマネジャー・ストラクチャーの問題で解決するという方向性で、中島委員も同意をいただいていると思いますので、そのような方向でよろしいのでしょうか。

○中島委員 一応確認として。本質的な問題としては私の問題意識がまずある。それに対して、ただ量が少なければ問題ないのではないかという点はまさしくそのとおり。それとはまた別に、全体として偏りがなければ、そもそもの問題意識すら解消するのではないか。それもそのとおり。では、実際のマネジャー選定に当たっては、そこら辺を十分気を付けて実際にやっていただきたい。

○水野理事長 1つだけ中島委員に確認したいのですが、この前の議論の中で、ちょっと気になっているのは、うちはリスク・バジェットみたいな考え方は取っていない、ということです。多分今の結論を聞けば大丈夫だと思いますが、老婆心ながら言うと、同じ収益を上げるのにリスクが下回るのであれば、それは、我々はよしと考えているわけですね。具体的にはリターンを上げるために、前提になるリスクがこれでした。ただ、マネストをやってみたら同じリターンでリスクが下がりました。だったら、リスクを前提とした水準まで上げて、リターンを上げろという考え方はとらない、ということで良いですね。

○中島委員 もちろんです。私は、もっとリスクを取れとは言っていないです。

○水野理事長 そうは思っているんですけど、それを変に間違えて誤解されてしまうといけないので。大丈夫ですね。

○中島委員 それはありません。リスクをもっと取れなんて言うつもりは毛頭ない。

○水野理事長 あくまでも目的はリターンであって、一定のリターンを最小のリスクで賄うために今考えている。

○中島委員 そうです。リスクは取れということではなくて、目標リターン、期待リターンを達成する政策ポートフォリオをまず考える場合、本質的に低ボラティリティ戦略というのはちょっと問題児だということをまずご認識いただきたい。

○水野理事長 そういう問題はありますよ。内在している。

○村上委員長 さっき2つ質問がありまして、まだ1つしていないうちに方向性の合意を見てしまったのですが、長くなりそうだったら2つ目の質問はやめにしますが…。中島さんが言われている系統的にということなんですけど、いろいろ論文などでも過去のいろいろなシミュレーションに基づいてやっているのですが、低ボラティリティの銘柄群というのが過去のデータから将来も予見できるというような根拠というのはどこにあるのでしょうか。

要は、低ボラティリティポートフォリオを作ろうと思っても、将来の予測から拾ってくるのではなくて、過去のデータから拾ってくるわけですね。そのことで将来的にも低ボ

ラティリティ戦略が続けられるという根拠はどこにあるのですか。というのは、低ボラティリティ戦略が非常にメジャーな戦略になってくると、またその辺で市場参加者が思っているボラティリティ群が変わってくるのではないかと、 β が0.7とかそのような水準ではなくなってくるかもしれないとも思うのですが。

○水野理事長 それは新たな議論ですね。

○村上委員長 ずっと β が0.7ぐらいとか、そういうものの根拠がどこにあり、系統的にという表現が出てくるのかというのがずっと疑問なのですが、そのようなボラティリティが少ない銘柄群というのは、ずっとそれが続くというように考えているからなのでしょう。

○中島委員 今のお話ですけど、要は議論の組み立てとして低ボラティリティ戦略の運用者が何を言っているかということ、TOPIX に比べてボラティリティの低い戦略を作っていると。彼らは少なくともそう言っているし、そう信じているし、できるとしてやっている。そういった時点で、系統的にというか、書いたとおり、 β が1を下回ります。だから、彼の言うことを正しいと思う限りは β は1を下回る。正しいと思わなかったら、そもそも採用に至らないと思います。

○村上委員長 そのところをむしろ理論的にきちんと説明してもらわなければならないところではないですかね。なぜそれができるのか、ということについて。

○中島委員 そうですね。今また違う話になったと思うんですけども、実際にマネジャー・ストラクチャーで面接を行うときには、今委員長がおっしゃったような話をする。向こうが何か根拠を上げて、「TOPIX よりもボラティリティが低い戦略を今後系統的に作ることができる」と言った場合には、その根拠と β が理論的に1を下回る点についてどう思っているか、何か対策を持っているのか、そんな具合に話を進めていけばいいのではないのかなとは思いますが。

○水野理事長 そうすると個別銘柄の話になるんですかね。

○中島委員 わかりません。それはマネジャーがどう答えるによるので。

○水野理事長 マネジャーがどう答えるかだけど、個別銘柄とか、あるいはセクターとか、そういうことではないんですか。違うんですか。やっていないから私はわからないんですけど。

○中島委員 私もそこら辺はほとんど問題意識がなくて、もし彼らが言うのが正しいければ問題が生じるはずだと。

○水野理事長 わかりました。やってみなきゃわからない。

○村上委員長 そのこのところは、逆に、高ボラティリティとなる銘柄の属性というほうに問題がある可能性があると思いますけどね。

○徳島委員長代理 低ボラティリティ戦略などのように β が1より小さい運用を入れるのと同時に、 β が1より高い運用を入れるという発想は、一つの考え方ですが、厳密に株式運用全体の β を1にする必要は全くないと考えます。 $\beta = 1$ を追求するのであれば、極論すればパッシブ運用しか買えなくなるので、マネストの議論は必要がなくなるし、ある程度の β の幅を選択できるのがアセットオーナーの立場だと考えています。実際に今回のファンド・セレクションの中で全体の β が幾らといったことを厳密に算出する必要はないと思っています。それは、運用開始後のリスク管理の局面で把握すべきことでしょう。これまでのマネジャーセレクションでやってきたように、いろいろな局面でどれぐらい超過収益が上がっているかということを確認することが重要であって、マネジャーセレクションの段階で β イコール1にこだわる必要はないと思います。結果として、出来上がりで見た全体の β は多分1に近くなるはずです。

○村上委員長 ご意見も出尽くしたようなので、まとめさせて頂きたいと思います。低ボラティリティ戦略スマートベータについては、本質的な問題の存在を認識しつつも、その構成比に鑑みて実際上の影響が限定的かつ他戦略との組合せで減殺することも可能ということ踏まえ、採用の候補として良い、ということかと思えます。事務局におかれては、従来どおり、委託先候補について多面的にチェックをして頂くようお願いいたします。

それでは、事務局からの説明の続きをお願いします。

○西川理事 はい。それでは、国内株式の募集方法について、ご説明申し上げます。資料4-1、1枚紙をご覧ください。こちらに、項目別、右側に決定事項というのがございます。

まず、募集方法と選考プロセスでございますが、私共今理解していることとしては、応募プロダクト数については、アクティブについて2プロダクトまで、ただし、戦略の異なるものとする。ほかにスマートベータがあれば1プロダクトまで可ということで、計3プロダクトまでを募集することにしたいと思っております。

それから、ベンチマークはTOPIXにすることを考えております。

スマートベータについては、アクティブファンドと同時に募集して、同時に選考を進めるような形でやらせていただきたいと思いますと思っております。

それから、募集時にカテゴリーは特に指定しないで、選考はカテゴリー別に行うという

ふうと考えております。というのは、カテゴリーによって、直近5年間とか10年間の成績に大分差が出ると思いますので、カテゴリーごとに成績を比べるような格好にしたほうがよいだろうと考えているところでございます。このカテゴリー別ということですが、まず応募時に自己申告してもらうこと、プラス、出てきたデータをもとに、野村証券さんのほうでクラスター分析等を踏まえて分類を行いたいというふうと考えております。

2つ目、スマートベータについてです。

こちらも選定については、カテゴリー分けした上で、それぞれの上位を取っていくという格好にしたいと思っております。なお、この資料は、低ボラティリティ型戦略のスマートベータの採用を仮定した内容となっておりますので、先ほどご審議いただきました結果が、結果的にですが、反映された格好になっております。

先ほども申し上げましたが、通常のアクティブファンドを先に決めてからスマートベータを選ぶのではなくて、アクティブファンドと組み合わせた場合のスタイル分散効果等を検証して、同時決定するような格好にしたいと考えております。

採用数については、やったとしても少数で、1ないし2ファンドと考えております。

この1と2につきましては、野村さんに資料を1つまとめていただいておりますので、後で野村さんのほうから詳しく説明をしていただきたいと思いますと思っております。

3つ目、マネジャーベンチマークの活用ということですが、基本的には導入しないで、ベンチマークはTOPIXですというような言い方にしたいというふうと考えております。基本は導入せずという意味は、委託金額の変更とか委託先変更のための評価については、中期的な運用実績によって実施することで、それぞれのスタイルによる不利益が出ないような格好でやっていきたいということでございます。

それから、将来的に運用対象の拡充・多様化を図って、マネジャーベンチマークを採用するような場合を想定して、全体のポートフォリオの中での位置付けとかミスフィットリスクの管理方法等については、今後研究を進めていきたいというふうと考えております。

それから ESG 投資の選択肢につきましては、当面は、運用委託先とのエンゲージメント活動（議決権行使を含む）の中で今までより積極的に ESG 投資に関する意見を表明していく、ないしは意見交換をしていくということと考えております。

それから、募集に際しては PRI の署名に関する状況を調査票の申告項目に盛り込みたいというふうに思っておりますが、応募の条件とはしないような方向でさせていただければと思っております。というのは、まだ私共自身が署名していないものですから、そういつ

た中で条件にまでしてしまうと、若干体裁が悪いかないところもございますので、これは申告条項とさせていただきますので、恐縮でございます。

それから、二次選考のヒアリングでは、ESG 投資への取り組みについても聴取するような格好でやりたいというふうに考えております。

なお、一次選考の技術的な方法については、野村さんに、具体的な一次選考のスクリーニングの方法を資料4-5にまとめていただきましたので、恐縮ですが、ご説明いただければ。

○野村証券・荻島 では、荻島より説明させていただきます。資料4-5「国内株式アクティブ運用委託先の一次選考について」でございます。

1 ページ目をご覧ください。国内株式ですので、この分野はスタイル管理というのがベースになるわけでありまして、またそのリスク管理も、Barra などを使って管理をしてポートフォリオを組んでいくということで、皆様方20年ぐらいあまり変わらないアプローチで、我々もその部分はあまり変えておりません。

今回、スマートベータ、最小分散戦略等が入る、入らないのところの整合と ESG を一応チェックするという、また運用戦略によっては、ファクターだけではなくて、恐らくは最近はやりの集中株投資等も手を挙げる人もいるのではないかなというところがありますが、基本的には、フレームワークはオーソドックスなやり方を明示しております。

1 ページ目をご覧ください。まずアクティブファンドの一次定量スクリーニングであります。私共、定量スクリーニングから入って定性チェックをかけるというようなアプローチで、定性に依存しないようなやり方をベースにしております。

まず最初に、運用会社の皆様方に制約を付けて提示することはないということで、制約なしで、一応スタイルとしては市場型、バリュー、グロースなどなどがある。サイズも、大型、中型などなどがある。運用手法も、ジャッジメンタルでも、クオンツでも、複合型でも、それ以外に考えられるものは何でもいいですよ。いろいろありますねというようなことでありますので、市場型だけを選ぶとかいう話ではないということでもあります。

ただ、事務局というか、分析をするサイドに立つと、市場型、バリュー、グロース、その他等々分類を、クラスター分析等を使いながら宣言したものと整合的かどうかをチェックしなくてはいけないですし、過去5年、10年のデータを集めて分析をいたします。

また、スタイルが年度ごとに比較的ローテーションしているというのも、組み合わせた後の管理がなかなか難しくなる可能性もあるということで、それがいけないわけではない

んですけれども、どういようにスタイルドリフトをしているのかとか、先ほどの議論にありました β がどんな感じで変わっているのかということも見るために、1ページ目のグラフにありますように、通常、運用会社は Barra で毎月のように分析をしていますので、過去10年間の年度ベースの Barra のリスク分析の結果をご提示いただく予定であります。

それで傾向が見えるわけですが、そういうデータを用いて、2ページ目になりますが、カテゴリーごとに、過去5年、10年、それぞれに対して、いわゆる TOPIX に対する α （超過収益率）と、 α を超過リスク ω で割ったインフォメーションリスクをベースにして、スクリーニング結果をいろいろな格好で検討していくというようなことです。

その際に、次にありますように、スタイル調整後超過収益率、ファクター感応度、局面別でもリターンがどうなるのか、カテゴリー内のファンド間の超過収益率の相関等も一通り確認をした上で検討し、パフォーマンスが劣後するものは除いたりもすると思いますが、最終的にファンド分散を意識しながら、全体で10ファンドから12ファンド程度の候補のファンドの絞り込みを行いたいというふうに考えております。

大雑把に、この表にありますようにそれぞれレンジがありますが、市場型だけで10ファンド以上というのも答えとしてあるわけですが、一次通過をするファンド数は、バリュー、グロース、その他とかは多くても2~4ファンドぐらい見つけるような方向で考えていく。組み合わせによりますけれども、そういうのを選んで、最終的に二次に通るものは、採用ファンド数と書いてありますが、市場型が3ファンド~5ファンド、それ以外は0ファンドの場合もあるということで、トータルで5ファンドか6ファンドぐらいの従来型のアクティブファンドの採用ということで、最終的には、ファンド評価会社である野村ファンド・リサーチ・アンド・テクノロジーの定性評価結果でネガティブスクリーニングを行って、結果を決めていきたいというふうに思っています。

それと同時並行で、3ページ目になりますが、先ほどご議論がありましたスマートベータについての選定プロセスを行っていききたい。こちらの公募は、基本的にはカテゴリーとして、低ボラティリティ系というのは先ほどの最小分散戦略でありますし、2つ目のファンダメンタル系というのは、RAFI とか呼ばれるバリュータイプのファンドになります。その他、等金額投資とか、クオリティ、高配当、モメンタム等々、最近はその組み合わせも含めてスマートベータというカテゴリーは様々ですが、基本的にある程度ルールベースで、若干途中でいじる場合も、基本的には客観的にいじっていくというようなものをスマートベータと呼ぶわけですが、そういうことでもありますので、結果が過去5

年だけではなくて、復元可能ということで、シミュレーションベースで10年から15年のトラックレコードを併用して検討を進めていきたいと思っております。

ただ、これも、一次通過というところでいいますと、該当なしから、多くて3ファンドぐらいというような格好で、最終的に残るファンドも0の場合もあるというような格好で、先ほどの従来型のアクティブと同じように Barra などを使って、どんな状況か、それぞれ組み合わせたらどうなのかも含めて検討していきたいと思えます。

4 ページ目が、アクティブ運用と同じプロセスで、 α と IR (Information Ratio) でスクリーニングを行っていききたいと思っております。

実際には、低ボラティリティ戦略を意識はしているということで、ファンダメンタル系というのはここずっとバリュウ効果がなくて、グロースというか、外株だと e コマース相場がついていますがけれども、いつそういうのが崩れるのかみたいな感じでありましてけれども、そういうところに別途すべきなのか、先ほどから議論になっているところで、 β を調整するというような意味合いも含めて低ボラ効果を狙うのかというようなところは、このあたりで議論をしながら、1 番を入れるのか入れないのかということになるかと思えます。

したがって、それ以外にも、③の「その他」にありますように、実は S&P GIVI というスマートベータ、いわゆる DDM モデルというか、EVA モデルみたいな格好のものでありますが、そのようなものからさまざまな、何となくバリュウや低ボラっぽいものは、ほかにもスマートベータと言われるカテゴリーで常に計算されているものがございます。そういうものも含めて最終的には選定を進めていきたいと思っております。

私からは以上でございます。

○村上委員長 ありがとうございます。

○西川理事 認識が違う点等お気づきの点があれば、ご指摘いただければと思います。よろしく願いいたします。

○村上委員長 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。西川理事からもお話がありましたように、認識が違う点等お気づきの点があればということですが。

○徳島委員長代理 前回までの議論を整理していただいて、これで私もあまり違和感はありません。ただ、例えば ESG 指数に連動するファンドが出てきたときに、カテゴリーはどう考えられるのかな。今回は ESG 投資を考慮項目にされていますが、ESG を強く打ち出し

てきたファンドが出てきたときにどう考えるのかというご見解をお聞かせいただきたい。

○西川理事 まだ完全に結論が出ているわけではないんですが、私の意見としては、普通のアクティブファンドとして見るしかないかなと思っています。ほかのファンドと比べてもしその期待収益率とボラティリティとの関係等が好ましいというか、ほかに比べてすぐれていて、それが期待できるようなロジックになっていれば採用するけれども、ESG だからということで加点をすることはないというふうに考えております。

○村上委員長 ほかに何かございますでしょうか。

○稲垣委員 前回ちょっと欠席させていただきまして、申し訳ありませんでした。たしか前回の議論の中でも、PRI の関係では、ESG に配慮しているロジックを作るためにも、署名していることを条件にしたほうがいいのではないかという結構積極的な意見があったかと思うんですが、機構さんが署名していないからといって消極的になる必要はないと思うんですが。逆に前面に出した方がわかりやすいかなという感じが私はしました。

○野村証券・荻島 最近こういう選定の中で、日本株ファンドは特にそうなんですけども、ESG を考慮しないにしても、それぞれのファンドがどういうふうな取り組みをして ESG インテグレーションしているのか等々を明確にしておくというところまでは行います。そこまで行って、いわゆるネガティブスクリーニングで ESG をしていないから排除するのではなくて、一応全部機構として調べるということは最低限、いつ PRI に署名するかということころもありますので、並行して行っていくということなんだろうと思っています。

○稲垣委員 そこまでがちがちにやる必要はない、いずれは署名するだろうということですね。

○村上委員長 いかがでしょうか。

○稲垣委員 間違っているとか、そういうことではありません。これまでの論議から見て、若干、消極的な感じがただけです。

○西川理事 世間並みぐらいのところ。

○村上委員長 今の件に関連いたしまして私からも1つ。資料4-1のほうでご説明いただいた一番下の ESG の選択肢についてです。そのチェック項目の1番目に、エンゲージメント活動の中で今までより積極的に ESG 投資に関する意見を表明していくとあるのは、機構として意見を表明していく、ということで、主語はそこにありますよね。

○西川理事 そうですね。

○村上委員長 意見を表明するということは、何らかまとまったものを早く作るというこ

となのでしょうか。考え方の軸がないと意見を表明していけないというのがありますよね。

○西川理事 おっしゃるとおりです。私共としては、基本的に厚労省管下の独法でございますので、ESG のファクターの中ではSを重要視したいなと思っております。ただ、どうしてもこれについて、こうであるというよりは、意見交換の中でSに対する議決権みたいなものをどう関連付けて行使しているのかというようなことの意見交換をしていきたい、そこに少しウェイト付けをしたいなと思っているところでございます。

○村上委員長 そうしますと、意見を表明するというよりは、むしろ意見を交換するという、そのほうがニュアンスとしては近いということですね。

○水野理事長 そうです。交換です。

○西川理事 そうですね。そのように進めさせていただきます。

○村上委員長 もう1点は、野村さんの資料の2ページ目、これは印象だけなのですが、このスクリーニングで一次選考通過ファンド数の案、これはウェイト的には市場型に非常に偏っているような印象があるのです。バリューやグロースも2ファンドまで一次選考で絞ってしまうのかどうかというところです。ファンドが増えてもヒアリングが大変だと思うのですが、そのあたりというのは、現状のマネジャーのマーケットの構造が割とこうだからというのがあるのでしょうか。

○野村証券・清水 このご時世ですので、アクティブファンドもかなりグロース性のものに偏っているかなと。バリュー株として存在しているのはかなり少ないのではないかと。実際こういうようなデータベースを見ても、バリューと銘打っているものが少なくなっていますので、有力なバリューのアクティブファンドがない場合は、スマートベータのファンダメンタル等で補い、アクティブファンドはグロースでというようなことはあり得るかなというところです。おっしゃるとおり、データベースでも確認出来ますが、グロース、バリューのカテゴリーを鮮明にしているアクティブファンドはかなり少なくなっているかなというのがこの背景にあります。

○野村証券・荻島 市場型といってもバリューファクターは持っているんですよ。たまたま今ややグロースに寄っている。それを排除するかどうかということなんですけども、バリューファンドと名乗っている市場型もありますね。

○野村ファンド・リサーチ・秋田 現実には、市場型と申しまして、ご案内のように、かなりのマネジャーがグロースに寄った市場型が多い状況でございまして、実際的には市場型とグロースを合わせてサンプリングしていくというような形になるのかなとは思いますが

けれども。その中で、明確なバリューを表明しているところは少し外してスクリーニングをかけるという状況だと思います。

○村上委員長 わかりました。機構さんのほうもこれで数字的には大体よいとお考えですか。

○西川理事 がっちりこれで固めているつもりは全くなくて、そもそもどのくらい募集があるかということにもよりますし、違う戦略を出してきてくださいと言っているので、ひょっとすると半分は全部市場型で来るかもしれない、ということもありますので、それは応募の内容を見ながら決めていきたいと思っております。がちがちにこれで決めたということではありません。

○村上委員長 上に書いてあるように、ファンド数のイメージということでいいですね。

○西川理事 そういうことです。

○村上委員長 わかりました。決定事項になってしまうと、また大変なことになってしまいますから。

○西川理事 イメージだと思っていただければ。

○村上委員長 私の確認事項は以上ですが、ほかに何かご意見はございますでしょうか。

○野村ファンド・リサーチ・秋田 先ほどの ESG のところで少しお話があったと思うんですけども、例えばもうおやりになっているかもしれないんですけども、通常の運用報告とは別に、年次ベースあたりで、その企業の ESG の活動について、議決権行使も含めてですけども、ヒアリングをされる機会を定期的にお持ちになるのが手段としてはいいのかなというような気はいたします。

○西川理事 ESG 関係、あるいは議決権行使に関する報告会を今年度からやろうと思っております、この 11 月に、現在の委託先に来ていただいて、理事長以下役員も参加して、ESG 関係の話をしたいと思っております。

○中島委員 先ほど村上委員長から話があった野村さんの 2 ページ目のところで、事務局のほうのご回答として「イメージ」というお話があったんですが、とりあえず最終的な採用ファンド数を見ると、一番少ないときが 3 で、一番多いときが 9 になる、どのくらいがいいかというのはいろいろ議論があると思うんですが、事務局さん、ないしはコンサルタントさんのほうで、大体このくらいという目処があればちょっと教えていただけないでしょうか。

○西川委員 一応ファンド数は 4 から 6 というふうに。以前野村さんに試算していただい

た一番効率の上がる数というのが4から6の間ということだったので、一応その間を考慮しております。

○中島委員 あの話がまだ生きているということですね。

もう1点、最初に西川理事のほうからご説明があった1枚紙の資料4-1で、3の「マネジャーベンチマークの活用」というところで、基本は導入せず。これはこれで私もいいと思うんですけども、今回のマネジャーの選定の先の話の一つ。提案というか、要望というか、そういう話なんですけど、具体的に採用したファンドが受託資産の運用を開始した後の定量評価の話です。西川理事からお話があったのは、委託金額を変えたり、委託先を切ってしまう場合は、「中期的な運用実績により実施する」と書いてある。この時、もし中期的な運用実績というのが、最初と最後だけ見て、5年間でベンチマークに勝っているからいいのではないかとというような話だったら、途中は見ないということになってしまう。しかし、長期というのは短期の積み重ねなので、動き始めた後に、各マネジャーの短期運用成績、ないしは長期の運用成績を評価するときは、バリュートとかグロースみたいな形で偏りがあるのであれば、ある程度それを調整した形で定量評価をされたほうがいいかなと思います。

何でかという、経験がありまして、野村さんと重なる別の委託先があって、そこで作っていただいた資料に、ある傾向的な偏りがあるファンドがある。ただ、ベンチマークはTOPIXだ。そうすると、その時々で使い分けるんですね。TOPIXが調子がいいときは、TOPIXの話をして、ある傾向があるときは、その傾向を調整した値で、ほら、勝っているからいいのではないかと、非常に上手い具合に使い分けられるので、そうするとこっちも何を見ていいかわからなくなってしまうので、ある程度偏りがあるということがわかっているのであれば、別にマネジャーベンチマークで大上段に構える必要はないと思うんですけど、ランニング期間の定量評価に当たっては、それなりに適切なインデックスを当てて定量評価をやっていくというふうにされたほうがいいと思います。これは、今回のマネジャーセレクションには直接関係せずに、その後の話ということで、そのあたりご検討いただければと思います。

○西川理事 私共 TOPIX だけで見ているわけでもなくて、現在も、そういった偏りのあるところについては、そのグループのインデックスとの比較をしながら見ていくようにしております。あくまで参考と言いつつですけども。そうでないと、スタイルに問題があるのか、そのファンドに問題があるのか、判断が難しくなってしまうので、それを識別する

ためにも両方見ながらいかななくてはいけないかなということは思っています。ご指摘のとおり、両方見ながら評価して参ります。

自分たちがアセットオーナーとして稼げているということを示すために、複数の評価基準をご都合主義的に使い分けて、パフォーマンスを粉飾するという使い方もあり得るんですけど、そういうことをするつもりはありません。あくまでもファンドの委託先のパフォーマンスを見る上での併用というふうに考えております。

○村上委員長 先ほど中島委員が出されたような例は、一貫性がないということで、定性的にはバツが付く委託先ではないかと思えます。

ほかに何かございますでしょうか。よろしいでしょうか。

それでは、ほかにご質問、ご意見等がなければ、委員会として、国内株式アクティブ運用の委託先の選考に関わる今の2つの資料について、了承したことといたします。今、了承されたことに沿いまして、事務局のほうは選考を進めていただくようよろしくお願いいたします。

○西川理事 ありがとうございます。

○村上委員長 それでは、次に、外国債券運用委託先の最終選考結果について、事務局よりご説明をお願いします。

○西川理事 ご説明申し上げます。

資料4-2をご覧ください。既に二次選考までは前回の委員会でご説明申し上げておりますので、最終選考関係の部分のみをご説明させていただきます。

まず1の「選考経過」でございますが、今回加わりましたのが一番下の行の「最終選考通過」というところでございます。最終選考を通過したのは5ファンドでございます。なお、既存先2ファンドは生き残ったという格好になっております。

次に、2ページの4の「最終選考結果」まで飛んでいただければと思います。最終選考では、事務体制等に関する実地検証、報酬率の最終提示、それとスタイル分散効果の検証を行っております。

まず実地検証につきましては、最終候補は6先あったわけですが、6先いずれも特段の問題がないことが確認できました。

それから報酬率でございます。3ページの(4)のところに書いてございますけれども、報酬率につきましては、6先中5先が二次選考の際に提出したレートよりも低い報酬率を提示してくれました。500億円ずつ委託した場合で考えますと、平均で0.201%から0.169%

へ0.032%ポイント低下しました。もし全体で3,000億円預けるとすれば1億円程度の差になりますので、ばかにならない引き下げ幅かなと思っております。

次にスタイル分散効果の検証でございます。こちらについては資料4-3をご覧ください。「外国債券アクティブ運用委託先の最終選考について」であります。

選択肢といたしましては、二次選考において当確が出た上位4先と、上位4先に含まれないスタイル、金利戦略中心型の先を2つ選んでおりまして、そのうちのどちらかということでございます。したがって、4先だけか、2先のうちのどちらかの選択肢ということ、3択になります。ここまでは前回の委員会で既にご報告したところでございます。

その結果でございますが、3ページに飛んでいただきまして、一番左に黄色の「個別ファンド」というのがございますけれども、こちらに並んでいる6つが最終候補の6つということです。上から4つの1、2、3、4のファンドが、二次選考で高評価を得て当確扱いとなっている先、下の2つ、ファンド5、ファンド6が5番目の委託先候補ということになっております。結論から最初に申し上げますと、これらのうちで最終的に私共が選んだのは、ファンド5を加えた5つということになります。

理由につきまして、3ページの表の青い「等金額ポート」というタイトルの付いている3行、3択ですが、一番上の4ファンドと、2番目の青い枠で囲ってあります5ファンドを比べていただきますと、右から4列目、赤い点線で囲ってありますTE (Tracking Error) のところが、4ファンドの場合は0.81%、真ん中の5ファンドの場合は0.66%に低下しております。

ちょっと上のほうに行ってください、追加したファンド5のトラッキングエラーを見ていただくと、0.83%ということで4ファンドのものより高いのですが、これに加えたにもかかわらず全体のトラッキングエラーは0.66%まで低下するというところがございますので、この第5のファンドを加えることでかなりスタイル分散効果が出ていると言えるのではないかと考えております。

一方で、左から3列目の「報酬控除後超過収益」を見ますと、4ファンドだと0.12%となっておりますが、5ファンドは0.14%でございますので、スタイル分散効果が認められ、かつ超過収益率のほうも改善する。その結果として、効率性、インフォメーションレシオも改善しているということがございますので、これは5ファンドにした方がいいだろうなというふうに判断したところがございます。

もう一方のほうの青のところの3行目でございます。5ファンドケースについて、ファ

ンド6を追加したものと、ファンド5を追加したものを比べてみますと、トラッキングエラーの低下幅はファンド6のほうが若干大きいのですが、報酬控除後の超過収益のところはかなり差が開いておりまして、そういう意味で、インフォメーションレシオはファンド5を追加したほうが優位になっているということです。

以上の結果を踏まえて、真ん中のファンド5を追加する形で5ファンドにさせていただいたということです。

ちなみに、現在の委託先における実績と比較いたしますと、現在の委託先は超過収益はとれていないわけですが、報酬控除後の超過収益が0.14%になるということです。トラッキングエラーのほうは、現在の委託先は0.49%とかなり低いのですが、これはリスクをとらないで低い収益になってしまっているということだと解釈しております。というのは、標準偏差で見いただきますと、4ファンドだったり5ファンドのほうが低くなっているということで、リスク分散効果は新しいファンドのほうがよくなっているということもありますので、現状の机上の話ではありますが、新しいファンドはかなり改善が期待できるのかなと思っているということでございます。

次に、この5先に対してどのように資金を割り振るかということでございます。今回も内国債のときと同様に、等額配分とインフォメーションレシオを最大化する配分、トラッキングエラーを最小化する配分についてパフォーマンスを比較いたしました。

5ページに飛んでいただけますでしょうか。ファンド5を追加した5ファンドでございますので、5ページの中の真ん中の5行が対象になります。

まず等金額、黄色いところの行のパフォーマンスと、5行のうち一番下の2行、TE最小化を比べたいと思います。トラッキングエラーを最小化する組み合わせですので、右から4列目のトラッキングエラーについては等金額よりも低くなっているということでございますけれども、一方で、標準偏差を比べますとむしろ若干高くなっている。それから期待収益率で見ますと、同じないしはむしろ低下するというような格好になっております。こういった結果を見ると、あえて配分額に差をつけるというような積極的な理由に欠けるかなというふうに思っているところでございます。

また、今回選んでいる先というのが、2先は現在の委託先でございますので、私共の運用制限、格付基準とかそういったものの制限が加わった格好の収益になっております。それ以外のところはそれが加わっていないという格好ですので、条件の違う中でのパフォーマンスで当初の金額に差を付けてしまうことの妥当性に疑義があると考えております。

一方、IR 最大化と比較いたしますと、トラッキングエラーについては、IR 最大化ですの
であまり差がついていないということになっております。等金額より若干低くなっており
ますが、あまり変わらない。収益率のところを見ますと、さすがにこれは高くなっている
ということでございますので、若干食指が動くのは事実ですけれども、今申し上げたとお
り、直近5年間の収益をもとに、収益率の高いところに資金が集まるというような格好に
どうしてもなってしまいます。

実は1 ページ前に戻っていただいて、真ん中の赤く染めてあるところが今見ていただい
た比較のところですが、IR 最大の制約条件 1.5 倍、2 倍のところ見ていただくと、
ファンド2 となっているところがすごく比率が高くなっております。こちらが、ちょうど
直近5年間のところで、このスタイルに非常に合った局面で、収益率が比較的よかったと
ころですので、そういう意味では、直近よかったところは大体その次に凹むというよう
なことも考えると、そこに資金を集中させていいのかという点と、また、このファンド2 は
既存の運用先ではないので、その収益が、既存の先に比べると上乘せというか、水増しに
なっているという部分もございますので、それをもって1.5 倍ないし2 倍の資金をこちら
に充ててしまうことには、やや躊躇するところです。

ということを踏まえて、私共としては、今回はこの5 先について等金額配分でスタート
したいと考えております。

次に、具体的に幾らずつ預けるのかということでございます。こちらについては資料4
- 4 をご覧ください。

最終的な金額を決めるためには、まず、アクティブ運用全体での委託金額を決めるため、
アクティブ・パッシブ比率を決めなければなりません。基本的な検討過程は国内債のとき
と同様でございます。リバランスをできるだけ円滑、効率的に行うために、リバランス用
資金はパッシブの売却で工面するという考え方によって、パッシブ比率の下限、したがっ
てアクティブ比率の上限が算定されます。

また、アクティブ運用に求める最低限のパフォーマンス、委託手数料の確保に必要なア
クティブ比率が、アクティブ比率の下限を形成いたします。

それぞれのケースにおいて必要となる超過収益率の試算結果が2 ページにお示ししてあ
ります。

アクティブ比率の上限、パッシブ比率の下限とした場合には、必要なアクティブファン
ドの超過収益率は0.19%となります。最終選考を通過した先の自己申告ベースの予想超過

収益率は平均 0.5%であり、当機構独自の格付基準等の影響はそれほど大きくなく 0.1%ポイントぐらいということですので、必要な水準は上回っているということです。一方、アクティブ比率の下限にした場合は、(3)のほうの表をご覧くださいと、右から2列目ですが、アクティブ期待超過収益率は 0.4%ということですので、ぎりぎりになりますが、一応カバーできるのではないかと考えております。

次の基準として、1ファンド当たりの効率的な委託金額ということがございましたけれども、コンサルタントあるいは実際の委託先にいろいろ聞いてみると、外国債券でもアクティブ1ファンド当たりの委託金額の目安については、250億円から1,000億円程度であろうということがございます。

これを当てはめてみますと、3ページの図表5をご覧くださいますと、1ファンド当たり250億円というのがアクティブ比率が大体27%になりますので、先ほど出てきたアクティブ比率の下限の22.1%よりは上になります。なので、先ほど申し上げた形でのアクティブ比率の下限は範囲外に行くということかと思っております。一方で、アクティブ比率の上限はそのまま生きているというような格好になります。

3ページの(5)にお示ししてございますが、現在のアクティブ比率が43.2%となっております。4ページの図表8をご覧くださいたいんですが、今までの基準を並べてみますと、43.2%というのは、金額ベースでの下限になりました27%とアクティブ比率の上限の約9割、これで見るとやや下のほうに寄ったような格好になっております。

これといって大きな決め手はないのですが、それなりのファンドが選べたとの手応えを感じておりますことと、決め手がないのであれば中心値を採るのも一つの手かなということでございまして、9割と3割の間をとって6割に引き上げるというのが私共の第1案でございます。

この場合、アクティブ比率が今回17%ポイント程度引き上げになり、委託金額が1先当たり大体555億円になりますので、パッシブ運用のほうからアクティブ運用に800億円弱移換することになります。555億円という金額ですが、報酬率のレンジを見ても、大体500億円以上というのが次の安いレベルに入ってくるということで、委託先にとっても比較的扱いやすい金額ではないかなと思っております。もちろん、500億円ぴったりでも良いのではないかとか、いろいろな考え方があると思いますが、1案を示せということであれば、中心値を採るということで私共今回考えたということでございます。

私からの説明は以上ですが、先ほどの最終選考について野村さんのほうから追加してい

ただくことがあれば、お願いいたします。

○野村証券・清水 最後の各ファンドの委託額の決め方のところですけど、先ほど理事からもおっしゃられたとおり、既存委託先が2先しかなくて、残りの3先については新規だということで、これらの新規ファンドはガイドラインの制約が格付基準BBB以上を念頭に過去のリターンが計上されています。今回新たに採用されるに当たっては、非国債についてAA以上という厳しいガイドラインが設定されることを考えると、一応そのところの影響は確認させていただいているのですけれども、そうはいつでも実運用のところはどうなるかわからないといった不確実性がございます。そう考えますと、1ファンド当たりのリスクをならすような等金額での委託は一つの考え方としてはあるのではないかなと考えた次第でございます。

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

○中島委員 大まかな点として、まず5つの先にした、それはわかりました。5つの先に等金額ずつ配分するのがいいのではなかろうか、これも異存ございません。

最後のパッシブ・アクティブ比率のところですが、野村さんの作っていただいた資料で見ると、先ほどのお話だと5ファンド、等金額というふうになると、野村さんの資料の5ページ目の真ん中のポート6を見ると、報酬控除後の超過収益が0.14%、14ベースということでよろしいですか、見るところとして。

○西川理事 そうです。

○中島委員 次に、縦長のほうの4ページ目で、最終的にアクティブ比率60%というところを見ると、アクティブで必要な超過収益率が23ベースになっていて、届いていない。もし14ベースのポテンシャルで何とかしようとしたら、縦長の資料の2ページ目の一番上にあるアクティブ比率9割近くに持っていったとしても0.19%ですから、微妙に届かないと思うんですけども、もしカバーするというのが最初の意思決定のポイントとして重要であるのであれば、むしろこっちのほうが第2選択肢になるような気がするんですけど、そのあたりいかがなんでしょうか。野村さんの資料との連動性という点については。

○西川理事 過去のデータで作ったのが野村さんのほうなんですね。この過去5年間は、外債の運用については非常に厳しい時期だったので、超過収益率も非常に低くなっているというような実態であります。実際問題、私共が委託していた先は超過収益を全くとれずにマイナスになっているというような状況でございました。

ただ、今回マネストで選んでいる先は、これから将来については超過収益率 0.5%前後とれると言ってくるということでございますので、先行き見通すときに当たってはそちらのほうをある程度信頼して今回計画を立てているということでございます。

もちろんおっしゃるとおりで、そうはいったって実績のほうから計算すべきではないかというご意見はあるのかなと思いますが、一応私共先行きを見るに当たっては、経済の今後等も踏まえた上で出してきた0.5程度という超過収益の見通しのほうを採用したということでございます。

○野村証券・清水 1点よろしいでしょうか。今中島委員おっしゃられたのは、報酬控除後の超過収益というところの0.14%で見ておられますね。報酬控除前で見ると0.33%ということですので、先ほどの縦長のほうで見ると、運用委託報酬率0.2%程度ということで、0.33%から正確には0.19%を引いて報酬控除後では0.14%になっているのですが、報酬控除前で見ると0.33%ということになりますので、0.2%、あるいはパッシブの部分を含めた0.23%、ここは賄えているということですね。過去5年間の数字ではあるのですが、報酬控除前で見たいということですね。

○中島委員 西川理事がおっしゃったのは、フォワードルッキングでまず考えている。今おっしゃったのは、フォワードルッキングではない、過去ののだとしても、報酬控除前でこれは見る必要がある。

○野村証券・清水 そうですね。0.33%から引いていただきたいと思います。

○中島委員 そうすると、フォワードルッキングで見て0.5%ぐらい、実績で見て0.33%ぐらいということであれば、縦長の資料でいうと、(6)の6割のアクティブ比率よりも、(5)の4割ぐらいのアクティブ比率でも十分賄えそうなので、リスクを抑えるという観点でいけば、(5)のほうがいいように思える。なぜ(6)のほうがいいというのか、もう一度ご説明いただけないでしょうか。

○西川理事 確かにリスクを抑えるということであれば、むしろ最低のほうに近づけたほうが良いという話になるかもしれないんですけども、今回のマネストで比較的良好なマネジャーを選べたのではないかと考えておりますので、上限と下限の間ぐらいのまで上げてもいいのではないかと考えてありまして、そもそもアクティブファンドを採用すること自体が、ある程度リスクをとってこうという決意表明でもありますので、そこで最低限のところまで抑えてしまうというのも、何のためにやっているんだということもありますので、そういう意味で、ある程度はアクティブ比率をとっておきたいと。

- 中島委員 それだともっと多くてもいいような気も。
- 西川理事 まさに両論あり得ます。
- 中島委員 要は、60%に持っていく根拠がちょっと見えにくい。
- 村上委員長 ここは、真ん中にするという事は、あまり根拠があるともないとも言えないと思います。
- 西川理事 結局、上にも下にもメリットもデメリットもあるので、そうであれば真ん中に落とす、という案です。
- 村上委員長 中島委員のお話は、コストを賄うことを考えたときに、もっと上げてはということだったのですが、その辺のところはフォワードで見てということのご説明でよかったということですか。
- 中島委員 コストを賄うというのがわかりやすい説明と伺っていましたので、もし続けるのであれば、フォワードルッキングであれば、3番のアクティブ比率が一番低いやつでも0.4%なので、これでも楽々賄えている。逆に、過去の数字を見るということだと、先ほどの0.3%ぐらいでしたっけ。そうすると、下限だとちょっと賄えないが、4割ぐらい入れると0.27%は超えているわけですから、下限と現状の真ん中ぐらい。コストから見るとそんな感じになるような気がして。ただ、一方で、せっかくなところを見つけたんだからなるべく儲けたいというのもわかるんですけども、それだと期待が先走っているような気がして。説明力として弱いかなという印象なので、もうちょっとわかりやすい説明を作っていただければ助かるなというところですよ。
- 村上委員長 ほかの方はいかがでしょうか。
- 小枝委員 資料4-3の2ページで、ファンド3について、超過収益源泉の内訳がないようなのですが、もう少しその点を教えていただけるとでしょうか。
- 野村証券・清水 これは、ファンド3、4は同じようなイメージですが、すみません、ちょっと抜けてしまっています。5、6とは明らかに違うというところで、1から4は大體似たような形ではあり、特に3に関しては4に近いようなイメージです。すみません、ちょっと抜けてしまっています。
- 村上委員長 これは後ほど入れたのを…。
- 西川理事 入れたものを送らせていただきます。すみません。失礼しました。
- 村上委員長 ほかにどうでしょうか。
- 徳島委員長代理 中島委員からご指摘のあったアクティブ比率をもっと高めてもいいと

ということ、要するに 60%に置く根拠が乏しいというのは、ご指摘のとおりだと思います。一方で、超過リターンで運用のコストが賄えているというのも、それはそれで一つの考え方かなと考えます。逆に言うと、外債に関しては基本的には為替リスクをヘッジしていますので、かなりリスクは小さくなっています。そこでの 6割というのはやや低いという感じはいたしますが、現状のポートフォリオではこれで十分にコストが賄えているということなので、これも一つの判断かなと思います。もちろん、皆さんがもっとアクティブ比率を上げようという体制であるならば、それに反対するものではありません。

○村上委員長 ありがとうございます。ほかにいかがでしょう。

○中島委員 本当にどこに決めていいか、すごく決めづらいというのはよくわかったんですけども、そうすると、現状維持というのが1つわかりやすい基準かなと。もう一つは、半々というのが次に来るのかなと。6：4というのは、ちょっと何か裏があるのかなというような。

○西川理事 これは半々のイメージでありまして、というのは、上限が9割で下限が3割なので、30%ずつ取って真ん中にした、比率で真ん中に落としたということでありまして。

○村上委員長 中島委員がおっしゃったのは、アクティブ対パッシブが1対1という、半々という意味ですね。

○西川理事 だから 50%ということですね。

○中島委員 この時点で上限、下限というのはあまり意味がないような気がするので、そうすると、いっそ半々というほうがわかりやすいのかなということ。6：4がだから悪いというわけではないですけど、ただちょっと。

○村上委員長 私から申し上げますと、アクティブとパッシブの比率というのが、どのくらいアクティブに対する確信、そのクオリティを信認しているかの一つのメッセージみたいなものがあると思うのですね。今まで 43%ぐらいのアクティブ比率だったのが、60%に上げるぐらいのクオリティを今回確信度として持てたのかどうか、そこのところにかかってくるかと思うのです。そのような意味でいけば、出発点は、中島委員が最後におっしゃったように、5割：5割から考えて、少しそれよりも確信度が高く持てるということであれば、もうちょっと上げるというような考え方もあるのではないかと思います。

先ほど 500 億円という数字が出ていましたけど、500 億円で計算すると大体 55%ぐらいになるのですね。54%とか。それもいい線かなとは思いますが。

○徳島委員長代理 43%の現在のアクティブ・パッシブ比率というのは、過去に採用して

いたアクティブファンドのパフォーマンスがあまりよくなく、解約した結果低下している
のであって、それをスタート台にする必要は全くないと思います。今回これだけ入念に議
論しながらマネジャーセレクションをやっているのに、少しアクティブ比率を上げるのは、
理屈は通っていると思います。

○西川理事 今2先でやっていますので、これが5先に増えると、1先当たりの金額が相
当下がることにはなります。分散もできるということもありますし、1先当たりの金額が
それなりに下がるなというのがありますので、少し上げておいてもいいかと思った面もあ
ります。

○村上委員長 いかがでしょうか。この結論は、この辺のパーセントの話になると感覚的
なところもありますので、なかなか難しいところだと思うのですが、どのようなロジック
でそうしたかというのは、コストの面から説明するというのは少々説明はしづらいところ
なのではないかと思うのです。対外的にも考えますと、なぜそれだけのアクティブ比率を
持っているか、そのあたりについて説明できるロジックがあれば微妙なところの数%の違
いは、そんなに大きな問題にならないと思うのですけどね。今回のマネジャー・ストラク
チャーにおいて、アクティブを5割よりは信認をしているというメッセージかと思うので
すが。6割というところは了承する必要はありますか。

○西川理事 一応ご了承いただけるとありがたいなというか、契約をするときに金額が決
まっていなくて、ということでございますので。

○村上委員長 50%にすると500億円のラインに乗らないと思うのですね。そうすると、
報酬の面でも違ってくるといえるのがありますから。

○西川理事 微妙なんですけど、若干ながら。

○村上委員長 55%だったら乗るので、そこのところはどのように判断するかですね。少
し信認したというか、そこら辺は、機構としてのアクティブに対する態度みたいなところ
になると思うのですね。

○西川理事 そういう意味では、先ほど私は単に真ん中に落としましたと申し上げたんで
すが、今回選んだ先に対する信頼が比較的強いので、真ん中よりは多めに配分させていた
だきましたというような言い方にさせていただければ何とか。よろしいでしょうか。

○村上委員長 いかがでしょうか。そのようなことで。

では、そういうことで、事務局案を基本的にはそのような説明で了承したということに
させていただきます。

ほかになければ、外国債券アクティブ運用委託先の最終選考結果並びに委託金額の配分について、委員会として了承したことといたします。事務局におかれては、結果の通知、公表、契約等の手続を進めていただくようお願いいたします。

○西川理事 ありがとうございます。

○村上委員長 野村さんのご陪席はここまでということで、お疲れさまでした。

(2) 資産運用委員会議事要旨及び議事録の確認

○村上委員長 次の議題は、議題1、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4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。なお、本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要旨(案)」をご覧ください。こちらは、委員の皆様からご指摘をいただいた部分を修正したものです。恐れ入りますが、この場で再度お目通しいただき、修正の可否についてご確認をよろしくをお願いいたします。

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

それでは、今事務局からお話がありましたとおり、資料1-2の「第2回資産運用委員会議事要旨(案)」について、ご確認を2~3分の間でお願いしたいと思います。

よろしいでしょうか。

それでは、資料1-1「平成30年度第4回資産運用委員会議事録」についてお伺いします。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。

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。

続いて資料1-2「平成30年度第2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。挙手がないようですので、ご異議がないということで、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よろしくお願いいたします。

(3) 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の退職金共済事業における業務上の余裕金の運用状況について、6 経理分ですが、これについてのご報告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。

資料2をご覧ください。平成30年度の上期、4月から9月までの資産運用実績についてのご報告です。9月ですので、まだ今の株の下落が起こる前ということで、一部には振るわない経理もあるんですが、全般にそう悪くない内容になっておりますので、現時点での相場動向とずれた感じもありますが、後ほど現状については改めてご説明したいと思います。

まず、一番上の行の運用利回りをご覧くださいますと、中退共で2%、建退共の給付経理1.91%、特別給付で0.81%、清退共の給付経理1.09%、清退共の特別給付0.08%、こちらだけは自家運用のみでやっております。林退共の給付経理1.82%ということでございますので、それなりの利回りをとっている格好になっております。いずれも委託運用利回りのほうが株価中心に伸びた結果ということでございます。

2ページの下段の「金銭信託の内訳」をご覧くださいますと、資産クラス別のパフォーマンスが出ておりますが、ここで目立つのが建退共の給付経理、特別給付経理における△でございます。特に特別給付経理のほうの国内株式が大きいマイナスになっているということでございますが、これは前回ご報告致しました6月までの運用実績の結果をまだ引きずっている格好でございまして、運用先1先が年初からいま一つ振るわないということでございます。

こちらは昨年度非常に大きな収益を上げて超過収益を上げているところです。去年は人手不足ということでIoT関連とかファクトリーオートメーション、それから中国からのインバウンドの話とか、そうした分野の株を選んで非常に大きな収益を上げていたということでございますが、米中の貿易摩擦の関係とか、今年の初めから続いた災害の影響による旅行者の減少とか、そういったところで去年伸ばしていた先が大きく落ち込んでしまった結果として、今落ちているということでございます。これまで非常にいい成績を上げてきたところなので、短期的な動きを余り心配し過ぎるのもいかがかなということでございますが、内訳としてはそういったところでございます。

銘柄構成をみると、若干スタイルが偏ってしまったような感じもございますので、注視

はしていきたいと思っておりますが、もともとそんなにリスクを取りにしている先ではないので、引き続き注視はして参りますが、大きくここで心配事があるということではないというふうに理解しております。

それから、外国債券、外国株式につきましてもマイナスになっておりますが、内訳を見てもみますと、国別のアロケーションで米国についてショートしていたら、米国の債券の収益が非常に上がってしまったとか、クオンツ戦略を採用しているところで、戦略が裏目に出たとか、そういうことがございますので、特に戦略上の大きな変換をしたとか、大きなリスクを取りにいて失敗したということではない、想定される範囲内の一時的なといいますか、短期的な振れの一部であるというふうに私共理解しているところでございます。

ただ、そういった中で、9月が終わって10月に入りますとかなり状況が大きく変化しておりますので、その状況についてもあわせてご説明をさせていただきたいと思っておりますが、本日机上配布させていただいたグラフがございます。中退共資産だけで見えておりますけれども、「平成30年度中退共資産の時価評価額日次推移」というグラフがございます。

こちらは、中退共資産の時価評価額を青い折れ線グラフでお示したところでございます。横線が3本引いてありますけれども、一番上の赤い点線より上に時価総額が行けば当期利益が発生するというところでございまして、一番下の赤い線より上は運用益が上がる。つまり、予定運用利回り分の責任準備金の増加額と業務経費が当期の必要な金額としてございますので、上の点線よりも上に行けば、それをカバーしてまだ収益が出るということですし、赤実線以上のところについては、運用益は出るけれども、必要な利回り分と業務経費分は稼げていないので剰余金が減少するというところでございます。赤い実線よりも下に行くと、さらにそれに運用損が上乘せされることになるというところでございます。

直近のボトムが10月29日でございますけれども、累積ベースで見ても341億のマイナスというような格好になっておりますので、これに当期損失、必要な予定運用利回り分等を乗せると800億円ぐらいのマイナスになります。ただ、自家運用の収益が200億円ぐらい出ますので、全体としてはマイナス600億円ぐらいということになるかと思っております。

その後若干回復はしていますが、10月31日ベースで見ますと、金銭信託のマイナス幅が176億円まで小さくなっています。自家運用と相殺しますと80億円ぐらいのマイナスという格好になっておりまして、もしこのまま横ばいで行けばということですが、自家運用の金利が60億円~70億円乗っかってきますので、全体として見ると400億円強ぐらいのマイナスになるかなと思っております。

今現在の前年度末の累積剰余金の金額が4,300億円強でございますので、このまま行くと4,000億円を若干割り込むぐらいの累積剰余金の水準になるというのが現在の状況でございます。

先ほどの6経理のほうに戻りまして、宿題としていただいております銘柄選択効果、資産配分効果の内訳についての分析ですが、まだちょっと分析がし切れておりませんので、今回まだ資料にお付けできておりませんが、何とかマネストの合間を縫って分析を進めていきたいと思っておりますので、もう少しお時間をいただければと思います。申し訳ありません。

○村上委員長 ありがとうございます。それでは、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。

○中島委員 ご説明のあった建退共の特別給付経理、国内株式の大幅劣後なんですけれども、マイナス6.42%というのはかなり注意を要する大きな数字だと思うんですね。何でこんなことになるのかという原因をもう少し幅広くというか、バックグラウンドから伺っておいたほうがいいかなと思ひまして。例えばマネジャー・ストラクチャーというか、ファンドマネジャーがどのぐらいいるのか、十分分散されていないのではないとか、いいときもあれば悪いときもあるみたいなお話だったんですけども、過去どうであったのか、そもそもどういう戦略を取っているのか、今回のトピックスというか、話題に振ったところではなくて、もう少し傾向的なものの説明があったほうがいいかなと。先ほどのご説明だけでマイナス6.42%を看過していいのかというのは、ちょっと私として疑問があるところです。

○稗田理事長代理 この2ページを見ていただきますと、特別給付経理は、資産額、金銭信託、委託運用155億円です。155億円のしかも12%ということですから、大体20億円ぐらいなので、したがって1つです。少額で行うことが適当かどうかという点はあるんですが、それぞれ給付経理、特別給付経理ということで会計を分けて行っていることから振れが大きくなる、そういう点はあるかと存じます。

○中島委員 規模のことを考えて1先にせざるを得ない、したほうがいい、それは私としても理解できます。これ、形式的に経理が分かっているだけなんではないでしょうか。内容としては両方合わせて見て、加入者としては…。

○稗田理事長代理 給付経理と特別給付経理というのはどういうものかといいますと、我々、中小企業退職金共済法なもので、したがって中小企業が中心なんです。大企業の部

分を特別給付経理ということで考えています。その結果として、今証紙をぺたぺた手帳に貼って、それで計算しているんですけども、その証紙の色自体、赤い証紙が中小、青い証紙が特別ということで、かなりそこは厳密に経理区分を行いながらやらせていただいているところで、その厳密な現場の証紙の区分、経理の区分に従って現在は運用も分けさせていただいている、そんな状況でございます。

○中島委員 今ご説明があったのは、特別給付経理の対象者の方はシールが青色だ。その方から見ると、給付経理と…。

○稗田理事長代理 もうちょっと説明を付け加えさせていただきますと、建設業の場合、いろいろな下請とかを転々とする場合がありますので、大手から証紙をもらえば青証紙が貼られ、中小のもとで働いたら赤証紙が貼られるということになります。したがって、実際には1つの労働者の1つの手帳に赤証紙と青証紙が混在している例がかなり多いというふうに思っただけであればいいと思います。

規模から見ていただいても、かつては建設業の中でも大手企業が直用という労働者を使っています、この特別給付経理は昭和の時代には結構あったんですけども、資産額をご覧いただいてもわかりますとおり、現在では特別給付経理はある程度例外的なものになっている、そんな現状かと思えます。

○中島委員 私が何でこんなことを確認したのかというと、加入者の方から見て、給付経理も特別給付経理も一緒くたの運用ならば、規模が特別のほうは小さいですから、多少限界的なところで振れが大きくても全体として見て中和される。ところが、今の話だと、青のシールばかり貼られた方が、もしいたとしたら、その方は給付経理からのお支払いはないということなんでしょうか。

○稗田理事長代理 そこは、給付経理からの支払いはあります。まさに3%という予定運用利回りで共通でやっていますから、したがって、労働者の方々、被共済者の方の受け手としての額は全く一緒になります。

あと、特別給付経理もかなり分厚い剰余金がありますので、少々では特別給付のほうは基盤が揺らいでどうかということが特に議論になるような状況ではないと認識しております。

○中島委員 ある特定というか少数かどうかわからないんですけども、その特定の加入者の方が特別給付経理の影響をかなり大きく受けるというようなことはないということ。

○稗田理事長代理 それはありません。

○中島委員 加入した方から見れば、どの方から見ても割と限界的な位置付けという。

○稗田理事長代理 そういことです。

○中島委員 そうすると、実態面としては多少安心というのもあると思うんですが、1社しかない中で、振れが大きいところをあえて採用しているのはちょっと、もしマネジャー・ストラクチャーを見直す機会があれば、見直されたほうがいいのではないかと。

○稗田理事長代理 いずれにせよ建退共につきましては、来年財政検証ということで、財政検証の中では、予定運用利回り、掛金日額、さらにポートフォリオ、そういうものを含めて全面的に見直すことになってこようかと。見直した結果現状維持というのものもあるんですけども、そういうことになって参ります。そういう点、いろいろ資料を作って勉強もしまして、またお示しさせていただければと思っております。

○村上委員長 私も今の中島委員のお話の最後のところと同じ意見で、この経理でこれだけチャレンジする必要があるのかという問題かと思うのですね。20億円ぐらいあれば非常に粗いパッシブは運営できると思いますし、アクティブをわざわざやる意義は…。

もう一つは、このファンドの分析管理が機構側できちんとできているかどうか、どういような計量データがずっと続いているのかというように、そのあたりの管理問題も出てくると思いますので、これらのことを含めてどうするかというのは考えたほうがよろしいのではないかと思います。

○西川理事 そのあたりの数字については、前回、四半期のときにも過去数年間のデータをお示したのですが、こちらについては、1先ということもあるのもともとは市場型のスタイルなんですけれども、たまたま投資テーマとしてのIoTとか、FAとか、インバウンドみたいなものが非常に伸びた結果として、スタイルがややグロース型のほうに偏ってしまった観がありまして、ちょうどこの半期がバリュー優位な市場動向だったことに加えて、米中貿易摩擦とか、特にインバウンド関係では自然災害という予期せぬ事態で大きく相場が動いたということもありましたので、やや特殊な事情が重なった結果であるということで見えております。

したがって、現状評価のポイントは2つありまして、今申し上げたような特殊事情が1つと、もう1つは、そうはいっても、本来市場型であるけれども、若干スタイルが傾いているのでと先ほど申し上げたんですが、そこは心配要素がないわけではないので、現在ウォッチしているということをございます。比較的そこは担当の調査役がしっかり見られているかなと思っております。

○村上委員長 特に今理事からご説明があった後者のほう、すなわちスタイルドリフトが起こるのは委託先のガバナンスがどのようなものであるせいなのかというところは究明するのが非常に重要かと思います。今回、中退共では国内株式のマネストをやりますので、同じ質問状を全部ぶつけて、もう一度よく精査をしてみることも必要ではないかと思います。

ほかに何かございますでしょうか。

○稲垣委員 1つだけ。ちょっと奇異に映ったところで、2ページの金銭信託の内訳で、先ほど理事も宿題の案件が絡んでいる話もされていたんですけども、建退共さんの超過収益率が国内債券を除いてみんなマイナスになっているのは見てのとおりなんですが、合計がプラスになっているのは、資産配分効果の影響ということですか。

○小林次長 資産配分効果の部分で合計がプラスになっているということです。

○稲垣委員 ということが影響しているということですね。

○西川理事 そうですね。

○稲垣委員 随分大きいですね。

○村上委員長 資産配分効果は結構大きく出ますね。

○西川理事 0.17%ぐらい資産配分効果が出てしまっているのです。

○稲垣委員 資産配分効果、個別資産効果の内訳がわかるようになっているとわかりやすいですね。

○西川理事 そうなんですね。非常に複雑なところがあって、中退共だと特化型なのという問題があるんですけど、建退共のほうでも、バランス型なんですけど資産の数が違うんですね。2資産だったり、3資産だったり、4資産だったりするものですから、そういう意味では厳密に全てがバランス型かと言われると、なかなか難しいところがあって。

○村上委員長 いずれにしても、そういう場合でも、資産配分効果をコントロールできる体制というのは必要になってくるかと思いますので、そのあたりは前回も出されている課題ということで、また継続して議論して参りたいと思います。

○西川理事 おっしゃるとおりです。すみません。

○村上委員長 よろしいでしょうか。

○稲垣委員 はい。

○村上委員長 それでは、ほかにご質問、ご意見等がなければ、幾つか課題は残りましたが、退職金共済事業に係る業務上の余裕金の運用については、運用委員会として報告を了承することといたします。

○西川理事 ありがとうございます。

(4) 基本ポートフォリオの検証方法の決定

○村上委員長 それでは、次の議事に移ります。議題3、基本ポートフォリオの検証方法の決定のご説明をお願いいたします。

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合研究所に陪席をお願いしておりますので、事務局におかれては皆様に入室していただいでください。

それでは、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、ご説明申し上げます。

次回12月の当委員会では、毎年実施しております基本ポートフォリオの検証結果についてご審議いただくことを予定しております。

前回委員会で頭出しをさせていただいたとおり、検証に先立って2点決めていただきたいことがございます。具体的には、資産クラスごとの期待収益率の集計方法と、基本ポートフォリオの妥当性検証の1つである効率的フロンティアの使い方についてです。

前者につきましては、コンサルタント業務の委託先が変更になりまして、推計方法に選択肢ができたことによるものでございます。基本的な考え方は大きく異なるものではございませんが、代理変数の選択等で微妙な違いがありますので、前回と同じ推計方法で実施するか、新コンサルタントの推計方法に切りかえるか、ご審議を賜りたいと存じます。

それから後者につきましては、昨年の検証時に効率的フロンティアを用いた検証について、あまりに大雑把な視覚に訴えた検証はいかがなものかとか、前提とする期待収益率はさまざまな過程を置いて算定されたものなので、決め打ちはいかがなものかというご指摘、あるいは相関係数や分散のデータを更新して後追的に新たなフロンティアを引くことに意味があるのかというようなご指摘をいただいたところがございますので、そうした問題意識の中で、みずほ総研さんにもご相談をいたしました上で、代案を作成しましたので、ご検討を賜りたいということです。

詳しい説明はみずほ総研さんをお願いしたいと思いますので、資料3-1と3-2をご覧いただければと思います。よろしくをお願いいたします。

○みずほ総研・樋口 では、「期待収益率の算出方法の検証について」という資料3-1をお開きいただけますでしょうか。

まず、期待収益率の算出方法について簡単にご説明をさせていただきます。

国内債券と外国債券については同じ手法で算出しておりますので、1ページに記載しております国内債券の期待収益率の算出方法にて説明をさせていただきます。

前回方法と弊社の方法において、債券の期待収益率を、最終利回り、ロールダウン効果、キャピタルゲイン・ロスの3つの構成要素に分けている点は同じでございます。

相違点は、その構成要素の算出方法となります。まず、左側でございます前回推計方法を説明いたしますが、簡潔に申し上げますと、最終利回りについては、過去の最終利回りと10年金利の関係性を回帰分析に基づき導き出し、推定を行っております。また、ロールダウン効果については、過去のロールダウンの収益率と10年金利の関係性を回帰分析に基づき導き出し、推計をしております。

弊社の推計方法を右側に記載しております。ちょっと字が細こうございますので、7ページ、8ページまでお進みください。

7ページは、弊社の最終利回りの推計方法を図示しております。弊社では、10年債の金利と短期金利の予測値、そして直近のベンチマークの平均残存年数を用いまして、各年度のベンチマークに該当する年限の金利を推計、各年度ごとの当該金利の変化幅を算出し、前年度のベンチマークの最終利回りに加減することによって最終利回りを予測しております。

ロールダウン効果については8ページをお開きください。先ほど算出いたしました推計方法に基づいた最終利回りを予測し、最終利回りと短期金利の予測値を用いまして1カ月間の金利の低下幅を求めます。こちらにコンベクシティを考慮した修正デュレーションを掛け合わせる形で1カ月間のロールダウン効果を求め、こちらを年率化しております。なお、コンベクシティの予測については弊社を行っておりませんので、直近の数字、実績値を用いて修正デュレーションを補正しております。

すみません、1ページにお戻りください。債券の最後になりますキャピタルゲイン・ロスについてです。

弊社では修正デュレーションについてはコンベクシティを考慮しておりますので、こちらを掛け合わせる点が前回推計方法と異なる点でございます。

以上までが債券の期待収益率の算出方法となります。

続きまして2ページにお進みください。株式の期待収益率の算出方法となります。こちらにも内外ともに同じ推計方法でございますので、2ページをもって説明とさせていただきます。

前回推計方法と弊社の方法で同じ点を申し上げますと、株式の期待収益率の構成要素を、CPI 変化率、実質 EPS 成長率、PER 変化率、配当利回りの 4 つに分けている点でございます。CPI 変化率、PER、そして配当利回りについては、前回推計方法と弊社の推計方法は同じでございます。そのため、異なる点は、実質 EPS 成長率のみとなっております。

前回推計方法については、実質 EPS 成長率は、日本では労働人口 1 人当たり、海外では人口 1 人当たり実質 GDP 成長率を使っております。

弊社の推計方法を右側に記載しております。実質 EPS 成長率については 2 つの構成要素に分けております。1 つ目が株式の株数の変化、2 つ目が利益の成長率となります。株数の変化については、過去の自社株買い及び増資等が時価総額等に与える影響も考慮して推計を行っております。また、利益の成長率については、GDP の分配面からアプローチをしております。GDP の構成要素でございます企業の営業余剰から上場企業の利益を算出しております。

以上までが、内外債券、株式の期待収益率の推計方法となります。

なお、ヘッジコストにつきまして、4 ページでございます。ヘッジコストについては、前回推計方法と同じ手法を用いさせていただきます。

6 ページにお進みください。6 ページでは、前回推計方法と弊社の推計方法に基づく推計結果をともに記載をしております。

簡単ではございますが、期待収益率の算出方法については以上となります。

では、続きまして、資料 3-2、縦のワードの用紙をご覧ください。「基本ポートフォリオの検証方法について」という文章でございます。

1 枚おめくりいただきまして、1 ページ目をご覧ください。弊社では今回リサンプリング法というものを採用して、各資産の期待リターン、期待収益率の推計値の不確実性というものを考慮した効率的フロンティアを算出しまして、基本ポートフォリオが平均分散法とリサンプリング法を用いた効率的フロンティアの中にあるのであれば、ポートフォリオの変更は行わないといったような判断材料、基準の 1 つとなり得る方法を提示させていただきます。この方法については 2 ページにて詳しく説明をさせていただきます。

まず 2 ページの下段、5 の「推計における前提」をご覧ください。こちらが今回の分析と前提となる金融変数でございますが、算出方法につきまして、こちらでは前年度の使用ロジックを暫定的に用いている点、ご了承いただけますと幸いです。

弊社ではまずこの数字を採用して、平均分散法による効率的フロンティアを求めてお

ります。こちらが3ページの上段のグラフの薄い緑のマーカのついているものでございます。また、オレンジのドットが、現行基本ポートフォリオのリスク・リターンをあらわしています。従来では、この情報をもとにポートフォリオの検証を行っていたと考えております。

今回提示しますリサンプリング法の考え方については、2ページの上段4に記載をさせていただきますが、口頭にて詳しく説明をさせていただきます。

今回提示いたしますリサンプリング法では、2ページの下金融変数、期待リターン等を前提としつつ乱数を発生させ、60カ月分のリターン系列というものを発生させます。当該60カ月分の実績を用いまして金融変数というものを新たに算出、ここから効率的フロンティアを導出し、フロンティア上の資産配分を求めます。そして、この作業を今回につきましては250回行っております。

そして、各資産配分に2ページの下段に記載のある金融変数をインプットし直しまして、リスク水準ごとに並びかえを行って、リスク水準ごとに並びかえた後に資産配分の平均を求めて、リサンプリング法の効率的フロンティアとしております。3ページでご覧いただく上段のグラフの濃い青の線がリサンプリング法による効率的フロンティアとなります。

リサンプリング法の効率的フロンティアが何をあらわすかと申し上げますと、当初の金融変数というものが確定的には実現せず、250の金融変数と確率的に実現する場合の効率的フロンティアというものをあらわしております。リサンプリング法の効率的フロンティアは平均分散法の内側でございます。リサンプリング法の効率的フロンティアを算出する過程においては、最終的に各資産配分に当初2ページの金融変数を入れ直しておりますので、平均分散法に基づく効率的フロンティアの内側にリサンプリング法のフロンティアが現れることとなります。

3ページの下段をご覧ください。弊社でこの方法の1つのメリットと考えている点でございます。リサンプリング法の効率的フロンティアは、250回効率的フロンティアを発生させます。その過程で資産配分の分布が算出されますので、現行基本ポートフォリオの効率的フロンティア、3ページの右下のグラフで申し上げますと、一番右の端に緑の矢印が付いているところが、平均分散法の効率的フロンティアが発生するポイントでございますが、ここからオレンジの基本ポートフォリオがどの程度乖離をしているかということ把握することが可能である。これが弊社でも1つのメリットと考えている点でございます。

弊社では、この手法を用いて、現状の基本ポートフォリオが平均分散の効率的フロンテ

ィアからどの程度離れているのかということ把握することが、検証方法の1つとして有益ではないかと考えております。

ちょっと駆け足でございましたけれども、説明としては以上となります。

○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。

○小枝委員 1点、先ほどのリサンプリング法の話で、期待リターンを出すときに何らかの分布を仮定されているのかなと思ったんですが、例えば正規分布みたいにリターンが上がるのも下がるのも同じような。

○みずほ総研・樋口 2ページ目の左下、期待リターン・リスク・相関係数というものを用以まして乱数を発生させます。この段階においては正規分布を前提としておりますが、発生回数が250回でございます。正直申し上げますと、平均分散といえども250回ですので、分布には偏りがあるということでございます。あえて偏りを出しているというふうにご考慮いただければよろしいかと思っております。

○みずほ総研・谷川 簡潔に申し上げますと、2ページの下に書いてある期待リターン・リスク・相関係数を維持したまま、かつ各資産の正規分布で発生させているということでございます。

○村上委員長 よろしいでしょうか。

○小枝委員 はい、大丈夫です。

○中島委員 2つご説明いただいたんですけども、難し過ぎて、残りの時間が短いと思うので、この時間でちょっと…。私個人についていうと、理解が難しいところが多々あったので、この場でどうこうということではなしに、もう少し教えていただきたいとか、考える時間とか、事務局のほうで確保していただければ。今日はちょっと難しいと思いますので。

例えばどこら辺がわからなかったかというのと、今この場でご回答いただかなくても結構ですが、横長のほうでいうと、7ページ目のところのY1とかY2が何を意味しているのかわからなかったですし、そこからBPI総合の最終の利回りとイールドカーブの関係がいま一つわからなかったし、為替ヘッジのベースコストの計算が、これは前回と同様ということですけども、これで大丈夫という根拠もよくわからなかった。

あと、縦長のほうで見ると、やられていることは何となくイメージはつくんですが、3ページの上のほうで、リサンプリング法による効率的フロンティアが、前提とした平均分

散法の効率的フロンティアをバイアスをもって必ず下回るとというのがよくわからなかったというのがありますし、リサンプリング法がもしいいのであれば、政策アセットミックスを決める時点でリサンプリング法の効率的フロンティアを前提に話をしたほうがいいのかなど、わからないなりに何となくそんなイメージもあったりして、ということで、時間のことを考えると今この場でどうこうというのは私に関する限りはちょっと難しいので、また別の機会を設けていただきたいということを事務局のほうにお願いしたいと思います。

○村上委員長 いかがでしょう。多分、本件については、いろいろ細かいところまでご説明を伺おうと思うと結構いろいろなことがあるのではないかと思うのですが、時間というのは取れる予定がありますでしょうか。

○都築運用リスク管理役 次回の委員会に検証結果をお示しするスケジュール感で考えていまして、そうすると、それまでに推計方法を決定しないと期待収益率が出せません。

○西川理事 次回が12月17日、場合によっては若干日程調整をすることも考えてということだと思いますが、そういたしましたら、効率的に進めるためには、質問を具体的に投げさせていただいて、それを共有するような格好で、それに対する回答をメールベースでお返しさせていただくようなことでいかがでしょうか。

○中島委員 質問といっても、これだと少ないので、もう少しリッチな資料をいただいた上だと、割と細かく技術的に、ここはわかりませんと言えるんですけど。ペーパーベースで構わないので、もう少し素人にもわかりやすい資料をご用意いただいて、それに対する質問をというふうにさせていただいたほうが。

○西川理事 もうちょっと詳しい資料を出させていただいて、それに対して具体的な質問をいただくという格好にさせていただきますでしょうか。日程の関係もありますので、急ぎ足のお願いになってしまうかと思いますが、いつまでにご回答くださいというのは、またこちらで資料が用意できた段階で調整をさせていただきたいと思います。

事務局としてポイントとと思っていることだけ申し上げますと、前回のやり方は、10年国債の利回りの予測があれば大体のことは片がつきますという割と単純なやり方なんです。そういう意味では、再現性とわかりやすさ、それから我々が一番重視している国債の金利の見通しに変化したときの影響を比較的ストレートに考えることができるというメリットはあるかなと思っております。

一方で、みずほさんの方式は、金利についていうと短期の金利を織り込むことができるということなので、イールドカーブが寝てくるとか、そういったことが実際に起っているわ

けですが、そういったときにその要因を織り込むことができるというメリットがあるのかなと思っております。

株式についていいますと、PER の変化率を何で見るかということで、前回のときは、労働人口1人当たりで割っているの、生産性が収益に影響しますねという単純な考え方なわけですがけれども、みずほさんの場合は、GDP の成長率を分解して行って、全体の株式市場のPERの成長率に掘り下げていくというアプローチであります。非常に精緻なんですけど、逆に、精緻なだけに組み立てていくのが難しいというか、再現性とか、要因分解が難しいところもあるかなと思ってます。そのあたりのメリット、デメリットをどう勘案するかというのがポイントなのかなと私共考えているところであります。

○村上委員長 いかがでしょうか。委員の皆さん、そのような進め方でよろしいでしょうか。

○小枝委員 確かに今おっしゃったような要因分解というか、各要素でどれだけ期待収益率を説明しているのかみたいなグラフは描けると思うので、そういうのもすごく参考になるのではないかなと思いました。

○西川理事 バックデータで分析するときれいにできると思うんですけど、未来を予測しようと思うと…。

○小枝委員 今までのデータを使ってということで、過去のということです。

○西川理事 未来を予測しようとするそれぞれに誤差が出てくるので、結構難しい部分があったりするのです。

○村上委員長 この分野は、方法論とか、前提の置き方とか、非常に多様にあると思いますので、全てが全て納得して、というのはなかなか難しいところもあるのですが、大きな方向としてこういうことでもいいかどうかというところを、時間的な問題もありますので、そのように大きなところの質問を後で委員のほうから寄せさせていただいて、お答えしていただく形で、並行して進められるところは進めていただければと思うのです。ただ、どちらの方法論を取るかによっても作業が違ってくるところもあるかと思いますので、できるだけ質疑応答を早めにやったらよろしいかと思います。

○西川理事 詳しい資料は、リサンプリングのほうだけでよろしいですか。

○中島委員 いや、こちらのほうもできれば。

○村上委員長 それは、どういうデータを使ったことになるかとか、そういうのも含めて…。

○中島委員 データというか、7ページ目でいうと、考え方を説明いただければ。

○徳島委員長代理 国内債券の期待収益率の推計方法は、前回の野村證券の方法が正しいとは全く思っていないので、みずほ総研の方法も検討したいと思っていますが、例えば野村 BPI 総合の平均残存年数が今後どれくらい変化するかとか、シミュレーションをちゃんと実施していただけているのか。あとはコンベクシティに関しても、例えば超長期債の発行量がどれくらい想定するかということで、ある程度推計していただくことは可能だと思いますので、検討していただきたいと思います。

あと自家運用債券に関しては、現在こちらの保有している債券のポートフォリオが大きく影響してきますので、委託運用で野村 BPI 総合を前提としたものとは別に試算していただかないといけないはずですし、実際の状況に沿って工夫していただけたらと思います。

横版の資料の6ページのところは、5年平均で見るとほとんど変わらないという説明のようですが、例えば債券の運用で、初年度の利回りが全然異なると、期待リターンがまったく違うものになります。国内債券の委託運用が5年平均だと0.57と0.52であまり変わらないというご説明をされようとしています。初年度の利回りが1.22と0.52では全然水準も意味合いも異なりますので、きっちりご説明いただけたらと思います。

○村上委員長 今徳島委員長代理長代理からもありましたが、そのような点も含めて、委員の皆さんにはまた宿題になりますけれども、事務局のほうに意見、質問をお寄せするというようお願いしたいと思います。

本件については、今日最終結論まで出せませんでしたけれども、そのようなやりとりの中で、メールベースで合意の上、最終的には次回に間に合うように作業を進めていただきたいと思います。

○稲垣委員 資料はまた来るんですか。

○西川理事 はい。もちろん、このベースでご質問があれば、それも控えておいていただければ。

○村上委員長 それでは、みずほ総研さんのほうは、そのようなことでよろしく対応をお願いいたします。

この議題については、そのようなことでよろしいでしょうか。みずほ総研さん、どうもご苦労さまでした。

3. 閉会

○村上委員長 では、一通り予定の議事は終わりましたが、本日の議事を通して、ほかにご質問、ご意見等がございましたらお願いします。

なければ、事務局より次回の委員会についてのご報告をお願いします。

○都築運用リスク管理役 次回の資産運用委員会は、12月17日月曜日の開催を予定しております。なお、次回は、今回の検証方法の決定次第ではございますけれども、各経理の定例検証についてを予定しております。それ以外に、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、平成29年度資産運用結果に対する報告について、スチュワードシップ活動状況の概要及び議決権行使状況について等を予定しております。

ほかに議題とすべき案件がございましたら、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。よろしいですか。

ほかに何も無いようでしたら、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りまして円滑な議事運営にご協力いただきまして、ありがとうございました。どうもお疲れさまでした。

(了)