

マネージャーストラクチャーの
再構築について
(意見書2)

平成15年1月28日

国家公務員共済組合連合会
資産運用委員会

当委員会では、連合会のマネージャーストラクチャーの再構築について、マネージャーの採用基準を明確にするとともに、マネージャーストラクチャーのあるべき方向性について検討したところである。(平成14年7月15日「マネージャーストラクチャーの再構築について(意見書)」参照)

連合会では、これを受けてマネージャーの採用を実施し、その結果に基づき運用スタイル別の資産配分を実施しようとしていることから、今般、当委員会で、連合会の方針の妥当性を検討したところである。

本意見書は、その際、委員から提起された意見をとりまとめたものである。

1. マネージャーの採用について

(1) 管理マネージャーの採用について

管理マネージャーについては、既に管理専門の信託銀行6社の採用を決定しているところである。(第10回資産運用委員会にて了承、平成14年11月6日公開済み)

その採用は、「マネージャーストラクチャーの再構築について(意見書)」に定めた管理マネージャーの採用基準に適合しており、採用の手順も適正であったと認められる。

今後は、信託報酬等運用コスト面も配慮しつつ、適確な管理マネージャーに管理資産の配分を行うように期待したい。

(2) 運用マネージャーの採用について

運用マネージャーについては、今般連合会において選定が行われた結果として、信託銀行及び投資顧問会社29社が運用資産別、運用スタイル別に採用候補先として示されたところである。

その選定は、「マネージャーストラクチャーの再構築について(意見書)」に定めた運用マネージャーの採用基準に適合しており、採用の手順も適正であったと認められる。

当委員会としては、連合会の採用候補先をもって採用先として決定し、公表することを了承したい。

今後は、運用報酬等コスト面も配慮しつつ、適確な運用マネージャーに運用資産の配分を行うことが望まれる。

(3) 今後の検討課題

マネージャー数の問題

上記のように今回のマネージャー採用は、妥当なものであるが、アクティブ・マネージャー数が多めではないか、半数ぐらいが適当なのではないかとの意見があった。

連合会にとって、今回の特化型マネージャーの採用が初の試みであることを考えればやむを得ない面はあるが、アクティブ・マネージャー数が増えれば、逓減料率が一般的となっている運用報酬が高めになることや運用全体がパッシブ化してしまうという問題があることはいうまでもない。

連合会においては、今後、マネージャー各社の運用実績を見つつ、妥当なマネージャー数について検討していくことが望ましい。

運用マネージャーの能力

連合会では、運用マネージャーの運用能力を情報レシオ(IR)で査定しているが、その限界、即ち、過去の運用実績が必ずしも将来を保証するものではないこと、過去の実績は、その対象期間により結果が大きく相異してしまうこと、IRの大小

が直ちに能力の高低を表わさないことなどを十分考慮する必要がある。

今後、I R以外のパフォーマンス尺度についても併用を検討することが望ましい。併せて、リスク管理について、連合会においても、マルチファクターモデルを使うなど高度な管理体制を構築していくことを検討すべきではなからうか。

マスタートラストの導入

欧米型のマスタートラストについては、管理マネージャーサイドでの体制が整っていないことから今回の管理マネージャー採用においては見送らざるを得ないが、今後、各信託会社の開発動向に留意しながら、最適なマスタートラストを導入するよう検討していくことが望ましい。なお、現在、連合会では、運用データの一元的管理を図るものとして、データ収集・分析システムの導入を具体的に検討しているが望ましい方向である。

2. 運用スタイル別資産配分について

(1) 連合会の考え方

連合会は、採用した運用マネージャーの過去の運用実績から、平均・分散法の最適化計算の方法により最適な運用スタイル別の資産配分を求めるとし、また、パッシブ比率については、市場の効率性、運用コスト等勘案し、国内債券50%、国内株式60%、外国債券100%、外国株式70%とすることとしている。

その結果、今後の運用スタイル別資産配分については、次のとおりとしている。

運用スタイル別資産配分

(単位：%)

	基本 ポート フォリオ	スタイル別構成比(基本ポートフォリオ=100)							
		パッシ ブ運用	合 計	アクティブ運用					中小 型株
				エンハ ンスト	市場 型	バリュ ー型	グロ ー型		
国内債券	70.5	50	50	-	-	-	-	-	
国内株式	4.0	60	40	5	23	5	5	2	
外国債券	0.0	100	-	-	-	-	-	-	
外国株式	4.0	70	30	5	19	3	3	-	

(注) 許容乖離幅は、国内債券±10%、国内株式±40%、外国株式±40%とする。

ポートフォリオ特性

(単位：%)

	期待収益率	標準偏差	リスク拒否度	ゼロリターン 確率
アクティブポートフォリオ	0.60()	0.95		
基本ポートフォリオ	2.48	1.61	0.48	6.18
新しいポートフォリオ	3.08	1.87	0.44	4.95

(2) 連合会の考え方の評価

連合会の考え方については、パッシブ運用比率は、まず妥当なものと評価できる。

運用スタイル別の資産配分割合については、運用マネージャーの過去の運用実績からすれば、概ね妥当であるといえるが、過去の運用実績が必ずしも将来を保証するものではないこと、各運用マネージャーの最良の運用実績から算出されていることから、期待収益率は、過大に見積もられている懸念があることなどに留意する必要がある。

(3) 今後の検討課題

今後については、まず、定められた運用スタイル別資産配分を実施することが必要である。その際、資金手当ての観点を別にすれば、資金投入時期を分散することに大きな意味はないものと考えべきである。

運用マネージャーの能力の検証については、「1(3) 運用マネージャーの能力」と同様の注意が必要である。

なお、アクティブ運用で取ろうとするリスクについては、運用の基本方針でその上限を明確にした方が好ましいのではないだろうか。

3. 基本ポートフォリオの妥当性

現行の基本ポートフォリオを作成するに当たっては、平成13年当時の景気・金利見通しを前提としたが、その後1年を経た現時点での景気・金利見通しは、さらに景気回復の遅れが鮮明になったものとなっている。

このことが、基本ポートフォリオを変更する必要がある前提条件の変更に該当するかどうかの検討が必要となる。

これに対しては、次のような から の理由によって、現在のところ「現行基本ポートフォリオは妥当であり、現状変更の必要性は認められない。」との結論に至った。

ただし、世界情勢や金融情勢など不確定要因は多いことから、今後、状況の変化が顕著となった場合は、年度途中においても基本ポートフォリオの見直しを遅滞なく検討していく必要があることはいうまでもない。

国のデフレ対策を前提とすれば、今後デフレ解消が期待できることから、中長期的には、デフレ問題は中立に考えることが妥当であること。

景気・金利見通しでは、今後3年間程度きしみが大きく、金融政策等によっては振れが大きくなるが、その後本来の国の力が蘇ると予想されること。

現行基本ポートフォリオで、運用の目標である実質運用利回り1.5%が確保される公算が大きいこと。

基本ポートフォリオの変更は、平成16年の財政再計算に合わせる方が望ましいこと。

以上

管理マネージャーの選定について

国家公務員共済組合連合会

平成14年7月に公募しました特化型運用（新規分）に係る管理マネージャーについては、6社から応募があり、書類審査及び面接の結果、管理マネージャーを下記のとおり選定いたしました。

記

資産管理サービス信託銀行株式会社

ステート・ストリート信託銀行株式会社

日興シティ信託銀行株式会社

日本トラスティ・サービス信託銀行株式会社

日本マスタートラスト信託銀行株式会社

野村信託銀行株式会社

（50音順）

以上

運用マネージャーの選定について

国家公務員共済組合連合会

平成 14 年 7 月から公募しました運用マネージャーについては、書類審査及び面接の結果、下記のとおり選定いたしました。

記

エスジー山一アセットマネジメント株式会社（国内株式、外国株式）
キャピタル・インターナショナル株式会社（外国株式）
クレディ・スイス信託銀行株式会社（外国株式）
興銀第一ライフ・アセットマネジメント株式会社（外国株式）
ジェー・ピー・モルガン・フレミング・アセット・マネジメント・ジャパン株式会社（国内株式）
シティトラスト信託銀行株式会社（国内債券）
シュローダー投信投資顧問株式会社（国内株式）
ステート・ストリート信託銀行株式会社（外国株式）
住友信託銀行株式会社（国内債券、国内株式、外国債券）
損保ジャパン・アセットマネジメント株式会社（国内株式）
大和住銀投信投資顧問株式会社（国内株式）
ドイチェ信託銀行株式会社（国内債券、国内株式）
東京海上アセットマネジメント投信株式会社（外国株式）
東京三菱投信投資顧問株式会社（外国株式）
日興アセットマネジメント株式会社（国内株式）
野村アセットマネジメント株式会社（国内株式）
パークレイズ・グローバル・インベスターズ信託銀行株式会社（外国株式）
パークレイズ日興グローバル・インベスターズ株式会社（国内株式、外国株式）
みずほ信託銀行株式会社（国内債券、国内株式）
三井アセット信託銀行株式会社（国内債券、国内株式、外国債券、外国株式）
三菱信託銀行株式会社（国内債券、国内株式、外国株式）
明治ドレスナー・アセットマネジメント株式会社（外国株式）
メリルリンチ・インベストメント・マネジャーズ株式会社（国内株式、外国株式）
モルガン信託銀行株式会社（国内株式）
モルガン・スタンレー・アセット・マネジメント投信株式会社（国内株式）
UFJアセットマネジメント株式会社（国内株式）
UFJ信託銀行株式会社（国内債券）
ユービーエス・グローバル・アセット・マネジメント株式会社（外国株式）
りそな信託銀行株式会社（国内株式）

（50音順）

資産別応募状況・審査状況一覧

1. 応募状況（平成14年8月23日現在）

（単位：社、資産）

業態別内訳		国内債券		国内株式			外債	外国株式				延べ 合計
		P	A	P	E	A	P(A)	P	E	A	他	
信託銀行	13	8	10	8	5	9	4	7	4	6	1	62
投資顧問会社	40	0	18	2	3	29	(3)	3	5	21	10	91
合計	53	8	28	10	8	38	4	10	9	27	11	153

(注)外国株式欄他：地域特化運用

2. 書類・コンポジット審査結果（平成14年10月21日現在）

（単位：社、資産）

業態別内訳		国内債券		国内株式			外債	外国株式				延べ 合計
		P	A	P	E	A	P(A)	P	E	A	他	
信託銀行	12	4	7	5	2	6	2	5	1	2	1	35
投資顧問会社	29	0	2	1	0	17	0	2	1	14	14	51
合計	41	4	9	6	2	23	2	7	2	16	15	86

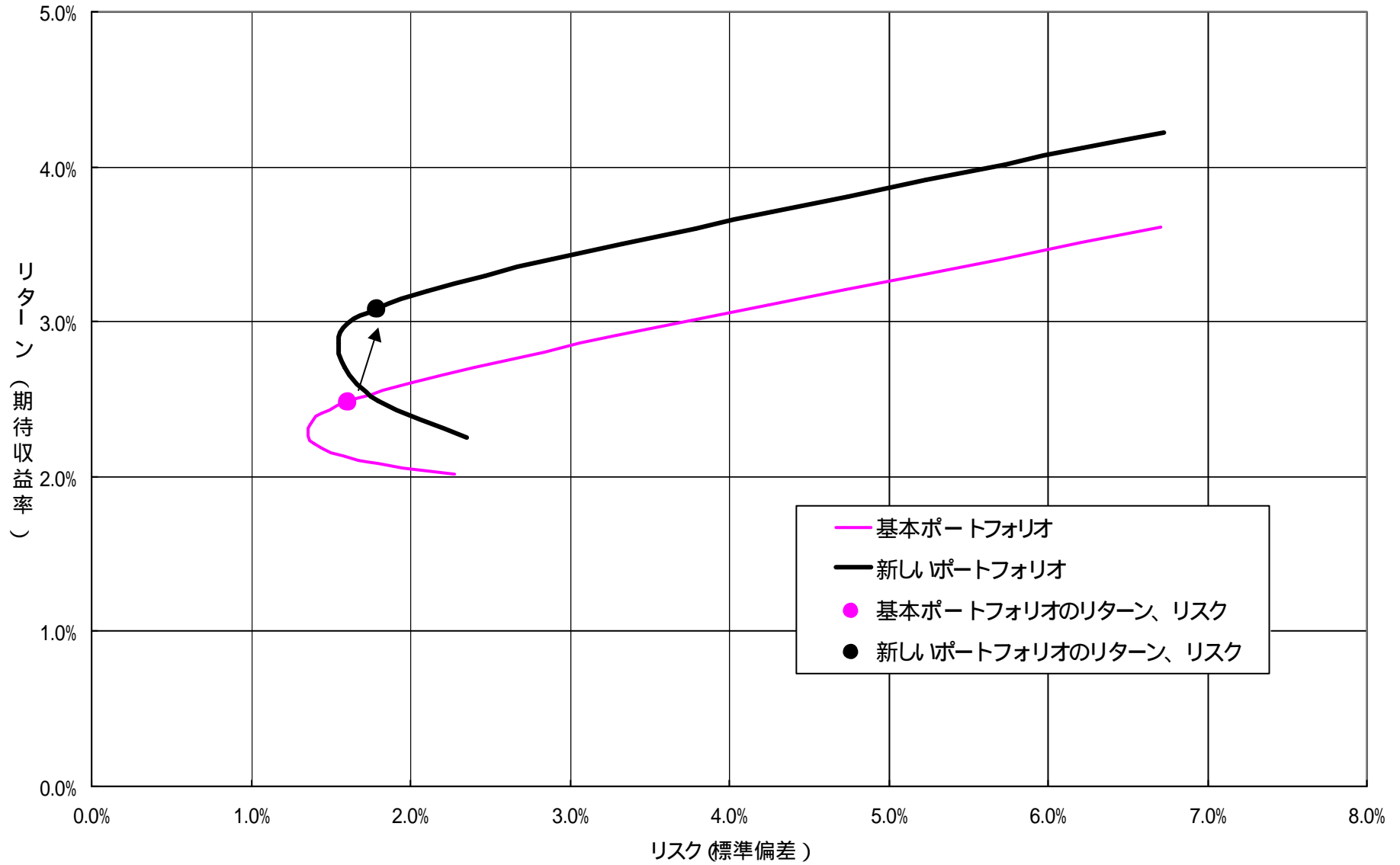
(注)商品別に集計し直したことから1. 応募状況と符合しない部分がある。

3. ヒアリング結果（契約候補者）

（単位：社、資産）

業態別内訳		国内債券		国内株式			外債	外国株式				延べ 合計
		P	A	P	E	A	P(A)	P	E	A	他	
信託銀行	12	3	6	4	0	4	2	4	0	1	0	24
投資顧問会社	17	0	0	0	1	11	0	0	1	8	0	21
合計	29	3	6	4	1	15	2	4	1	9	0	45

有効フロンティアの比較



中期経済予測

	2001年11月	2002年12月		
	消費活性化を 伴う効率化促進	- 不良債権・規制 緩和現行ペース	- 不良債権処理加速 + 規制緩和促進	- 不良債権処理加速 + 規制緩和なし
	2002～2006	2003～2007	2003～2007	2003～2007
(前年比,%)				
実質GDP成長率	0.3	0.0	- 0.0	- 0.5
民間消費	0.7	- 0.2	- 0.4	- 0.9
公共投資	- 5.6	- 0.4	- 0.3	- 1.7
名目GDP成長率	0.4	- 0.5	- 0.6	- 1.3
(前年比,%)				
GDPデフレーター	0.1	- 0.6	- 0.6	- 0.8
CPI上昇率	- 0.4	0.0	0.0	- 0.2
(%)				
完全失業率	5.8	5.6	6.3	6.4
長期金利 (10年国債利回り)	2.2	1.6	1.8	1.2

(出所) 野村総合研究所