

平成29年度 国内債券運用受託機関の総合評価結果について

市場運用部

1. 概要

- 平成29年7月にミーティングを実施の上、業務方針に基づき国内債券運用受託機関の総合評価を行った。

パッシブ運用 5ファンド

アクティブ運用 9ファンド

※運用受託機関に合わせ、インハウス2ファンド（BPI-除く「ABS」、BPI-国債）についてもミーティングのうえ総合評価を実施した。その他のインハウスファンド（キャッシュアウト対応、財投債、物価連動国債、円貨短期、外貨短期及び外貨建投資信託受益権（インフラ・PE））についてもミーティングを実施（外貨建投資信託受益権については、オルタナティブ投資室が出席）した。

- 評価方法については、理事長決定に従い、原則として投資方針・運用プロセス等の評価項目による定性評価及び超過収益率等による定量評価を合算して行う。
 - ・ 評価基準日：平成29年3月31日
 - ・ 定性評価 4点満点 投資方針、運用プロセス及び組織体制について、ミーティングにおいて確認する。
 - ・ 定量評価 4点満点 平成24年4月1日～平成29年3月31日の5年間とし、運用期間が5年未満の場合には、評価開始以前のファンドの運用実績（シミュレーションデータを含む）を接続して5年間の運用実績を計測する。
- 評価点が一定水準（8点満点中6点未満）に満たない運用受託機関に対しては、原則として資金の一部を回収し、評価点が著しく低い場合には解約を行う。

2. 総合評価結果

結果の詳細は別紙のとおり。

○ パッシブ

- ・ 以外のファンド（インハウスのBPI「除く ABS」及びBPI 国債含む。）は、すべて 6.0 点以上となった。
- ・ は、総合評価が 5.0 点と 6 点未満であることから、資金を一部回収することとなるものの、以下の理由から、当該ファンドに対する警告を解除し、資金の一部回収は実施しないこととする。
 - ① 総合評価の内訳は、定性 3.0、定量 2.0 と定量評価が低い。これは、平成 24 年度に東京電力社債について格下げによるベンチマーク除外懸念が高まった際にアンダーウェイトしたことによるマイナスリターンが主な要因である。
 - ② 平成 28 年度総合評価時も同様の理由で総合評価が 6 点未満（5.0）だったことから、警告のうえ資金の一部回収を既に実施した（10%を回収。なお、実際には、マネジャー・ストラクチャー（アクティブ・ウェイトの増加）を勘案し、BPI「除く ABS」パッシブファンドから一律 5%回収したため、15%を回収した。）。
 - ③ 格付低下懸念銘柄に対する投資については、フォローアップ・ミーティング（平成 29 年 2 月）や今般の総合評価ミーティング等において、銘柄スクリーニング、定性評価にかかるプロセスの改善を行い、それが有効に機能している実例を確認しており、今後、同様の事象は発生しないと考えられる。

運用受託機関名	運用スタイル	総合評価	評価結果の概要
	国内債券 パッシブ	5.0 (定性 3.0) (定量 2.0)	・ 5 年間の報酬控除後超過収益率のマイナス幅が相対的にやや大きい、その主な要因は、H24 年度に東京電力社債について格下げによるベンチマーク除外懸念が高まった際に当該銘柄をアンダーウェイトしたことによる。格付低下懸念銘柄に対する投資については、銘柄スクリーニング、定性評価にかかるプロセスの改善を行い、それが有効に機能している実例を確認した。パッシブ運用として適切な運用を実施している。 - また、超過収益獲得の工夫については、2017 年 4 月から新たに輪番トレードを導入する等、積極的に取り組んでおり、プラスの α を獲得している。 ・ 経験を有し、投資環境を踏まえた対応が可能なマネジャーが配置されている。 も運用体制は維持されているが、運用体制の変更に注意する。

○ アクティブ

- ・ すべてのファンドが 6.0 以上 (7.5～6.0) となった。
- ・ については、昨年度評価は総合評価において、定性評価のうち『組織・人材』の評価が 2 点 (アナリストの退職や組織体制の変更といった運用体制への不安が要因) としたことが要因で総合評価が 5.6 点と 6 点未満だったことから、警告のうえ資金の一部回収 (10%) を実施した。
その後実施したフォローアップ・ミーティング (平成 29 年 3 月) や今般の総合評価ミーティング等において、『組織・人材』にかかる懸念が払拭されたことから、『組織・人材』評価を 3.0 点とし、総合評価は 6.0 となったことから当該ファンドに対する警告を解除することとする。
- ・ なお、過去 5 年間のデータをみると、どのファンドも IR は極めて高い (0.45～3.09) もの、目標 α を達成したファンドはプルデンシャルのみ (+0.6%) で、その他のファンドの α は低く (+0.08～+0.35%)、リスクテイクも小さい (0.08～0.28%) 状況である。従って、当法人は「高い IR を重視する」のではなく、「許容した TE の範囲内で、しっかりとリスクテイクをし、より高い α を獲得することを重視する」旨、評価結果伝達時に各社へエンゲージメントすることとする。

運用受託機関名	運用スタイル	総合評価	評価結果の概要
	国内債券 アクティブ	6.0 (定性 3.0) (定量 3.0)	・ 過去 5 年間の超過リターンは+0.12%と低迷しているが、2016 年度以降、パフォーマンスは回復基調。主な要因は生保等の利払い繰延条項付劣後債への積極的な投資が挙げられる。組織変更後 (「組織・人材」参照)、コール蓋然性等の包括的な調査にチーム全体で取り組み、高い確信度に基づき投資を行い、パフォーマンスにプラス寄与となっている。また、金利戦略もパフォーマンスにプラス寄与となっており、組織変更のパフォーマンスに与える影響は見受けられず、運用プロセスが機能しており、超過収益獲得の期待ができる。なお、組入れウェイトの高い利払い繰延条項劣後債のリスクは注意したい。 ・ アナリスト人員の定着が不安定であることや FM 部隊とアナリスト部隊の統合 (2016 年 7 月) に伴う債券運用部長の業務兼務等が運用に及ぼす悪影響が懸念されていたが、①アナリストが定着しない理由を分析、その結果、クレジット調査能力の他に売買推奨力、FM とのコミュニケーション力等についてアナリスト全員及び債券運用部長で評価する採用プロセスに変更した上で、約 1 年をかけて、2017 年 7 月に 2 名採用したこと、②運用責任者の下で FM とクレジットアナリストが一体化、運用チーム全体で運用目標を共有し、リソースを効率的に活用することで、新たな投資対象の発掘 (利払い繰延条項付劣後債への投資) がパフォーマンスに寄与する等、運用チームとして機能していると評価できる。

以上

平成29年度 国内債券パッシブ運用受託機関評価結果

別紙

①国内債券パッシブ

運用受託機関	平成29年3月末 時価総額(億円)	定性評価	定量評価	総合評価 (定性+定量)	超過収益獲得の工夫と評価の特記事項
		3.0 (3.0)	4.0 (3.0)	7.0 (6.0)	【超過収益獲得の工夫と評価】 ●超過収益獲得の工夫は、デュレーションリスクはベンチマークニュートラルとする中、①イールドカーブ（高利回りが見込まれる銘柄への投資）、②クレジットリスク（財投機関債と政保債、もしくは地方債と政保債の両者を発行している発行体について、前者のエクスポージャーを増加、また、事業債セクターの割安な銘柄への投資を増加）、③リバランス・タイミング（月末ではない営業日に実施することで需給の偏りを回避、取引の効率化を図る）、④テイルリスク（ベンチマーク対比で抑制した期待ショート・フォールを持つポートフォリオを構築）、⑤その他（スイッチング、日銀社債オペ、割安銘柄の購入）、を行う。 ●パッシブ運用として適切な運用を実施している。超過収益獲得の工夫は、平成28年度はすべての戦略がプラスに寄与しており、付加価値は+1.0bpとなった。過去5年間（平成24年度以降）でみると、全体での付加価値は-0.1bpと概ねフラットであったが、戦略によってプラスとマイナスの結果となっており、このことは戦略間に分散効果があると考えられ、今後も安定した付加価値を生み出すことが期待できる。 【組織・人材】 ●経験を有し、投資環境を踏まえた対応が可能なマネジャーが配置されている。 なお、平成29年9月末にCIOの交代を予定している プは5名→4名へ人員減を予定している。実質的な運用方針の決定権者はPMである セスへの影響はないと判断するが、注視していく予定。 ）異動に伴い、債券運用グループであり、CIO変更による運用プロ
		3.0 (3.0)	2.0 (2.0)	5.0 (5.0)	【超過収益獲得の工夫と評価】 ●超過収益獲得の工夫は、デュレーションリスクはベンチマークニュートラルとする中、①セクターズプレッドの享受（地方債、政府保証債への投資ウェイト引上げ）、②残存期間短期化銘柄の満期保有（残存1年未満の銘柄で満期償還が有利と判断される場合、満期保有）、③国債新発債の入札（国債新発債の入札を利用し、割高になるベンチマーク基準日より前倒しの購入）、④日銀社債買入れオペ活用による有利な売却、⑤新発債（一般債）を発行市場で購入、⑥日銀輪番トレード活用による有利な売却、⑦ロールダウン効果の高い年限のウェイトティルト、を行う。 ●5年間の報酬控除後超過収益率のマイナス幅が相対的にやや大きい、その主な要因は、H24年度に東京電力社債について格下げによるベンチマーク除外懸念が高まった際に当該銘柄をアンダーウェイトしたことによる。格付低下懸念銘柄に対する投資については、銘柄スクリーニング、定性評価にかかるプロセスの改善を行い、それが有効に機能している事例を確認した。パッシブ運用として適切な運用を実施している。 また、超過収益獲得の工夫については、2017年4月から新たに⑥輪番トレードを導入する等、積極的に取り組んでおり、プラスのαを獲得している。なお、⑦ロールダウン戦略については、イールドカーブの形状（フラット状態）や売買回転率の高さから、現在見送っている。 【組織・人材】 ●経験を有し、投資環境を踏まえた対応が可能なマネジャーが配置されている。なお、 維持されているが、運用体制の変更に注意する。 ）運用体制は

運用受託機関	平成29年3月末 時価総額(億円)	定性評価	定量評価	総合評価 (定性+定量)	超過収益獲得の工夫と評価の特記事項
		3.0 (3.0)	4.0 (3.0)	7.0 (6.0)	【超過収益獲得の工夫と評価】 ●超過収益獲得の工夫は、デューレーションリスクはベンチマークニュートラルとする中、①独自開発モデル「年限銘柄選択モデル」の活用(個別銘柄の期待リターンを推計、期待リターンの高い年限・銘柄を選択する)、②月末リバランスの前倒し執行(BMの銘柄入替えに伴う月末デューレーション長期化に際し、年金勢を中心とした投資家のリバランスにより月末にかけ相場が上昇するアノマリーが発生。月末日を避けて前倒しでリバランスを行うことでα獲得を目指す。)、③新発国債リスクプレミアムトレード(新発国債(新規回号)が入札日に割安となるアノマリーを捉え、割安な新発国債への切り替えによりα獲得を目指す)、④日銀社債等買入オペの活用(マーケット実勢比有利な価格での事業債の売却)、⑤月末リバランスでの引値ターゲット取引(月末リバランス時における取引において、運用残高の大きさを活かし有利な価格で執行)、を行う。 ●パッシブ運用として適切な運用を実施している。超過収益獲得の工夫はプラス寄与しているものの、②月末リバランスの前倒し執行(1営業日前)の有効性が低下している。要因は、年金資金に占める国内債券ウェイトが大幅に低下、日銀による大量の国債買いオペにより、年金勢の月末リバランスが債券相場に与える影響力が低下したことによると分析しており、改良予定である。超過収益獲得のための工夫に積極的に取り組んでいる。 【組織・人材】 ●経験を有し、投資環境を踏まえた対応が可能なマネジャーが配置されている。

②国債パッシブ

運用受託機関	平成29年3月末 時価総額(億円)	定性評価	定量評価	総合評価 (定性+定量)	超過収益獲得の工夫と評価の特記事項
		3.0 (3.0)	4.0 (4.0)	7.0 (7.0)	【超過収益獲得の工夫と評価】 ●超過収益獲得の工夫は、デュレーションリスクはベンチマークニュートラルとする中、①独自開発モデル「年限銘柄選択モデル」の活用(個別銘柄の期待リターンを推計、期待リターンの高い年限・銘柄を選択する)、②月末リバランスの前倒し執行(BMの銘柄入替えに伴う月末デュレーション長期化に際し、年金勢を中心とした投資家のリバランスにより月末にかけ相場が上昇するアノマリーが発生。月末日を避けて前倒しでリバランスを行うことでα獲得を目指す。)、③新発国債リスクプレミアムトレード(新発国債(新規回号)が入札日に割安となるアノマリーを捉え、割安な新発国債への切り替えによりα獲得を目指す)、④月末リバランスでの引け値ターゲット取引(月末リバランス時における取引において、運用残高の大きさを活かし有利な価格で執行)、を行う。 ●パッシブ運用として適切な運用を実施している。超過収益獲得の工夫はプラス寄与しているものの、②月末リバランスの前倒し執行(1営業日前)の有効性が低下している。要因は、年金資金に占める国内債券ウェイトが大幅に低下、日銀による大量の国債買いオペにより、年金勢の月末リバランスが債券相場に与える影響力が低下したことによると分析しており、改良予定である。超過収益獲得のための工夫に積極的に取り組んでいる。 【組織・人材】 ●経験を有し、投資環境を踏まえた対応が可能なマネジャーが配置されている。
		3.0 (3.0)	4.0 (4.0)	7.0 (7.0)	【超過収益獲得の工夫と評価】 ●超過収益獲得の工夫は、デュレーションリスクはベンチマークニュートラルとする中、①ロールダウン戦略(相対的に高いロールダウン効果が見込まれる年限をOWすることで、時間の経過に伴う債券価格の上昇効果を収益化。アクティブ運用でも利用。)、②スイッチAXE戦略(銘柄間の需給格差に着目。証券会社の銘柄入れ替えニーズに対してファンドの保有銘柄で入れ替えに応じるにより、需給プレミアムを収益化。)、③カレントスイッチ戦略(銘柄間の需給格差に着目。日銀の買入れオペの対象か否かにより生じる価格の歪みに着目してポジションを構築し、歪みが修正されるプロセスを収益化。)④カレント非保有戦略(銘柄間の需給格差に着目。現状、日銀による国債大量買入れにより、従来みられたカレント国債のプレミアムが観察されないため、実施せず)、を行う。 ●パッシブ運用として適切な運用を実施している。超過収益獲得の工夫について、ロールダウン戦略は高いロールダウン効果が期待できる20年ゾーンをオーバーウェイト、効果が低い20年超ゾーンをアンダーウェイトとして開始したが、2016年3月に20年超ゾーンが大幅にフラットニングしたことによりマイナス寄与となっていた。2016年度はイールドカーブがスティープニング基調となった下期を中心に20年ゾーンのオーバーウェイトがプラス寄与となり、時間経過とともに収益が積み上がるロールダウン効果が奏功している。 【組織・人材】 ●経験を有し、投資環境を踏まえた対応が可能なマネジャーが配置されている。

※各評価欄の()は昨年度のもの

平成29年度 国内債券アクティブ運用受託機関評価結果

運用受託機関	平成29年3月末 時価総額(億円)	定性評価	定量評価	総合評価 (定性+定量)	マーサー レーティング	運用スタイルの特徴と評価の特記事項
		3.0 (3.5)	4.0 (4.0)	7.0 (7.5)	B+ (B+)	【運用スタイルの特徴と評価】 ●ファンドマネジャーの投資アイデアをできるだけ定量的なルールにし、投資行動に規律が生まれ再現性の高い運用ができる。また心理的なバイアスから解放され、市場の中で少数派となっても大胆にリスクを取ることができる。順張りのなデュレーション戦略、逆張りのなイールドカーブ戦略など収益特性の異なる複数の戦略を組み合わせることで、安定的に超過収益の獲得を目指す。 ●デュレーション戦略における超過収益の源泉である「デュレーションコントロールシステム」等の運用スタイルは機能しており、今後も超過収益の獲得が期待できる。 なお、「デュレーションコントロールシステム」は大きなトレンドフォロワーの性格を持つため、金利変動の天井や底値のピンポイントで即時に反転シグナルが出るものではないことから、最大限のα追求のために補完的に「ロスカットポイント」を設定する工夫を取り入れているが、2016年7月末からの金利反転上昇局面（日銀の「総括的見直し」の発表）で適切なロスカットが出来ず、超過収益の一部を毀損した。反省を踏まえ「ロスカットポイント」の設定について現在改良中であり、α獲得に向けた改善に取り組んでいる。 【組織・人材】 ●経験を有し、投資環境を踏まえた対応が可能なマネジャーが配置されている。
		3.0 (3.0)	3.5 (3.5)	6.5 (6.5)	A (A)	【運用スタイルの特徴と評価】 ●ファンダメンタルズ、需給環境、他市場動向等の市場分析を中心にマーケット動向の予測・分析に注力し、マクロ・市場分析に基づいた織り込み度合の判断により、デュレーション、イールドカーブ及び種別・銘柄間スプレッドの全てから、バランスよく、安定的に超過収益の獲得を目指す運用。 ●2012-2013年度はデュレーション戦略の不芳により低迷していたが、日銀異次元緩和により、相場のボラティリティが低下すると分析し、2014年度以降、イールドカーブ戦略重視に転換、2015年度は目標αを超えるパフォーマンスとなった。2016年度もイールドカーブ戦略における20年超ゾーンが主因となりαを獲得しており、投資環境に応じた戦略のリスク配分変更が奏功しており、今後も超過収益の獲得が期待できる。 【組織・人材】 ●経験を有し、投資環境を踏まえた対応が可能なマネジャーが配置されている。
		3.0 (3.0)	3.5 (3.5)	6.5 (6.5)	A (A)	【運用スタイルの特徴と評価】 ●債券は、①影響度の高い価格変動要因を特定することが可能、②個々の債券の市場価格が適正価格に収束する傾向がある、という特性を踏まえ、価格変動要因を独自の定量分析で把握、トップダウン的にリスクコントロールすることで超過収益の獲得を狙う。さらに、ボトムアップによる個別銘柄選択による超過収益を加味する運用。 ●2015年度のパフォーマンスの不冴えに対応するため、2016年9月よりイールドカーブモデル（ツイスト、スーパーロング）の改良を実施、10-20年スプレッドが拡大（スティープ化）に転じた12月に改良効果が発揮された。カーベチャーについても2017年度内に見直しを実施する予定。また、より効率的に超過収益を獲得するため、2017年4月以降、イールドカーブ戦略決定プロセスを見直し、各戦略（デュレーション、イールドカーブ、物国）ごとに投資判断していたものを、日本債券運用グループリーダーと中心に3つの戦略を統合したポジション全体について議論・決定する方式へ転換する等、α獲得に向けた改善に積極的に取り組んでおり、今後も超過収益の獲得が期待できる。 【組織・人材】 ●経験を有し、投資環境を踏まえた対応が可能なマネジャーが配置されている。

運用受託機関	平成29年3月末 時価総額(億円)	定性評価	定量評価	総合評価 (定性+定量)	マーサー レーティング	運用スタイルの特徴と評価の特記事項
		3.1 (3.1)	3.5 (3.5)	6.6 (6.6)	B(W) (B(W))	【運用スタイルの特徴と評価】 ●イールドカーブの変化及び対国債スプレッドの伸縮が、マクロ要因・信用力要因・市場要因で起こり得るとの認識から、これらに影響を与える評価項目を具体的に絞り込み、トップダウン・ボトムアップによる精度の高い要因分析を行うことで超過収益の獲得を目指す、複数の超過収益源泉を組み合わせた安定収益確保型の運用。 ●2013年度初は、日銀の大規模金融緩和に対応できず金利選択で大きなマイナスとなったものの、以降は、金利ボラティリティの高まりと低下、クレジットスプレッドの拡大と縮小といった投資環境の変化に応じたリスク配分の変更(金利/クレジット)がα獲得に寄与している。また、2013年のマイナスリターン時の反省から、ロスカットルールを設定(マイナスが目標超過収益の1/4(0.125%)に達したら一旦ポジション圧縮)し、2016年7月の金利上昇時に初めて発動、マイナスの影響を限定できたことや、コーラブル劣後債のような厚い利回りの債券への投資、2015年度以降は売買回転率を高め、リターンの底上げを図る等、α獲得のための積極的な対応は評価でき、今後も超過収益の獲得が期待できる。 【組織・人材】 ●経験を有し、投資環境を踏まえた対応が可能なマネジャーが配置されている。なお、以降も組織・人員は維持されているが、運用体制の変更に注意する。
		3.1 (3.1)	4.0 (3.5)	7.1 (6.6)	B+(W) (B+)	【運用スタイルの特徴と評価】 ●グローバルな観点からのアプローチを重視し、トップダウン戦略とボトムアップ戦略を併用し、ポートフォリオのボラティリティはベンチマーク並みに維持しつつ、長期のファンダメンタルズを重視した長期的価値を追求する。多数の戦略から収益を着実に積み上げていき、3～5年程度の投資期間で目標超過収益を達成することを目標とする。 ●この運用の特徴は、短期的な市場の動向に左右されず、中長期的な観点から経済動向・金融政策を分析し、その見通しに基づいた運用を行うプロセスにあるが、2016年度は特にイールドカーブのスティープ化戦略においてその運用スタイルが奏功している。2015年度下旬のマイナス金利の導入は、マイナス金利やフラットなイールドカーブは地方銀行を中心とした金融機関の収益にマイナスの影響があり、政策の継続が困難となる局面が来るという分析見通しに基づき、それまでのフラットニング戦略からスティープニング戦略に転換。イールドカーブのフラット化が継続した4～6月期にはマイナス寄与となったものの、超長期債セクターのUW幅を段階的に拡大、結果、7月以降の超長期金利を中心とした大幅な金利上昇からαを獲得している。また、分散投資・キャリー獲得の観点から新たなクレジット債の銘柄発掘にも積極的。超過リターンの他ファンドとの相関が低いことも魅力。今後も超過収益の獲得が期待できる。 【組織・人材】 ●経験を有し、投資環境を踏まえた対応が可能なマネジャーが配置されている。なお、2017年3月、が退職。運用への影響は、①国内債券運用チームを含むアジア・パシフィック・ポートフォリオ・コミッティーで議論・作成したモデル・ポートフォリオをインベストメント・コミッティーが承認、その後、担当PMがモデル・ポートフォリオと顧客のガイドラインに沿った最適なポートを構築する、というプロセスとなっていること、②国内債券運用チームの中心はであること、③が担当していた業務は、従前はが担当していた、ことから、大きな影響はないと考える。なお、不測の事態に備えて、のグローバルデスク担当者がバックアップに就いている。今後新たに1名採用の方針。今後には注意する。

運用受託機関	平成29年3月末 時価総額(億円)	定性評価	定量評価	総合評価 (定性+定量)	マーサー レーティング	運用スタイルの特徴と評価の特記事項
		3.0 (2.6)	3.0 (3.)	6.0 (5.6)	B+(W) (B+)	【運用スタイルの特徴と評価】 ●金利リスク、クレジット・リスク、流動性リスク等を考慮し、リスク対比で期待リターンの高いポジションを構築し超過収益の獲得を目指す運用。銘柄選択では独自クレジット分析により選定を行う。円建外債等も投資対象とし、相対価値の高い銘柄に投資を行う。 ●過去5年間の超過リターンは+0.12%と低迷しているが、2016年度以降、パフォーマンスは回復基調。主な要因は生保等の利払い繰延条項付劣後債への積極的な投資が挙げられる。組織変更後(「組織・人材」参照)、コール蓋然性等の包括的な調査にチーム全体で取り組み、高い確信度に基づき投資を行い、パフォーマンスにプラス寄与となっている。また、金利戦略もパフォーマンスにプラス寄与となっており、組織変更のパフォーマンスに与える影響は見受けられず、運用プロセスが機能しており、超過収益獲得の期待ができる。なお、組入れウェイトの高い利払い繰延条項付劣後債のリスクは注意したい。 【組織・人材】 ●アナリスト人員の定着が不安定であることやFM部隊とアナリスト部隊の統合(2016年7月)に伴う債券運用部長の業務兼務等が運用に及ぼす悪影響が懸念されていたが、①アナリストが定着しない理由を分析、その結果、クレジット調査能力の他に売買推奨力、FMとのコミュニケーション力等についてアナリスト全員及び債券運用部長で評価する採用プロセスに変更した上で、約1年をかけて、2017年7月に2名採用したこと、②運用責任者のの下でFMとクレジットアナリストが一体化、運用チーム全体で運用目標を共有し、リソースを効率的に活用することで、新たな投資対象の発掘(利払い繰延条項付劣後債への投資)がパフォーマンスに寄与する等、運用チームとして機能していると評価できる。
		3.5 (3.5)	4.0 (4.0)	7.5 (7.5)	A (A)	【運用スタイルの特徴と評価】 ●デュレーション・リスクに過度に依存せず、独自定量モデルを主体としたイールドカーブ戦略と定性判断を主体としたクレジット分析に基づく個別銘柄選択から超過収益を獲得する戦略。定量:定性=50:50。独自開発リスク管理ツールを用いたリスク・バジェットを設定、ポートフォリオ全体のリスクを確認し、ポートを構築する。 ●独自開発の「金利期間モデル」が有効に機能していることや海外拠点のリサーチ情報も活用した円建外債への投資等の種別選択及び銘柄選択が奏功し、上昇相場・下降相場に係らず、着実に超過収益を積み上げている。2016年10月より、フィクスト・インカム独自開発のリスク分析ツール(ARMS)を導入し、ポートフォリオのリスク・バジェットによる運営を開始。これにより超過収益の源泉毎にリスクを把握することが可能となり、意図したリスクを反映したポートフォリオ構築がより精緻に行えるようになった。今後も目標超過収益の獲得が期待できる。 【組織・人材】 ●経験を有し、投資環境を踏まえた対応が可能なマネジャーが配置されている。 なお、2016年4月に金利戦略担当部署とクレジット戦略担当部署を統合、債券運用部とし、その部長にチーフFMが就任、金利戦略とクレジット戦略の全体的な責任者となった。現在まで組織変更による特段の問題はない。
		3.0 (3.0)	4.0 (4.0)	7.0 (7.0)	A (A)	【運用スタイルの特徴と評価】 ●FMが市場分析、定量分析を行い、クレジットアナリストのクレジット分析をベースに、個別銘柄、債券種別のスプレッド動向予測を積み重ね、定量モデルによる支援を得てポートフォリオのリスクを適切に管理することにより、効率的に信用リスクプレミアムのαを獲得する運用。デュレーションリスクはとらない。 ●2012-2013年度は、アベノミクスによりスプレッドのタイト化が進むと想定し、クレジットセクターのウェイトを拡大、2014-2015年度は日銀の金融緩和によりイールドカーブがフラット化しやすいと判断、イールドカーブ戦略において20年ゾーンをOWする等、投資環境に合わせたイールドカーブ戦略、クレジット戦略へのリスク配分変更が奏功し、上昇相場・下降相場いずれも安定的にαを獲得しており、運用スタイルが機能している。今後も、超過収益を獲得することが期待できる。 【組織・人材】 ●経験を有し、投資環境を踏まえた対応が可能なマネジャーが配置されている。

運用受託機関	平成29年3月末 時価総額(億円)	定性評価	定量評価	総合評価 (定性+定量)	マーサー レーティング	運用スタイルの特徴と評価の特記事項
		3.1 3.)	3.5 (3.5)	6.6 (7.)	A(W) (A(W))	【運用スタイルの特徴と評価】 ●デューションリスク、イールドカーブリスクを極力排除し、ファンダメンタルズ分析に基づく種別セクターティルトとクレジットリサーチ力を活用した銘柄選択を超過収益の源泉とした運用。一般債ウェイトの高いポートフォリオ運営を基本とし、安定的にキャリー収益を享受する。 ●クレジット特化戦略という限定した超過収益源泉の中で、市場環境に合わせたセクター配分・銘柄選択を行い、クレジット環境が悪化した局面(2001、2005、2007年度)でも小幅ながらも着実に超過収益を獲得している。2016年度も日銀の事業債の買い上げ政策により信用リスクプレミアムが抑え込まれる中、日銀が介入しない(信用リスクプレミアムが存在する)円建外債セクターへの投資や日銀の金融政策により投資環境の安定感が見込まれる長期ゾーンの事業債についても組入れを増やす等、過去においては工夫は見られたものの、足元環境に照らすと一層のα追求にはつなげておらず、クレジット特化戦略の特長がより明確となるような更なる工夫を望みたい。 【組織・人材】 ●経験を有し、投資環境を踏まえた対応が可能なマネジャーが配置されている。なお、も運用体制は維 持されているが、運用体制の変更に注意する。報酬体系によりマネジャーの動機付けがなされている。

※各評価及びマーサーレーティング欄の()は昨年度のもの

※マーサーレーティングはA(推奨),B+(準推奨),B(アクティブ運用として普通),C(他戦略と比較して優位性なし)の4段階。(W)は要経過観察。

平成29年度 自家運用の評価結果

ファンド	平成29年3月末 時価総額(億円)	定性評価	定量評価	総合評価 (定性＋定量)	特記事項
国内債券 パッシブ運用	13,283	3.5 (3.0)	4.0 (4.0)	7.5 (7.0)	●超過収益獲得の工夫は、デュレーションリスクはベンチマークニュートラルとする中、 ①マイナス利回りの国債代替として地方債・事業債を中心とした非国債への投資、 ②長期ゾーンのロールダウン効果獲得、 ③短期逆イールドゾーンのアンダーウェイト、を行う。 ●運用残高が大きいにもかかわらず、パッシブ運用として適切な運用を実施しており、GPIFの収益に貢献している。超過収益獲得の工夫は、地方債・事業債のオーバーウェイトやロールダウン効果を狙った20年ゾーンのオーバーウェイトを中心にプラス寄与している。レンディングは、約1.3億円の収益。
国債 パッシブ運用	90,652	3.5 (3.0)	4.0 (4.0)	7.5 (7.0)	●超過収益獲得の工夫は、デュレーションリスクはベンチマークニュートラルとする中、 ①長期ゾーンのロールダウン効果獲得、 ②短期逆イールドゾーンのアンダーウェイト、を行う。 ●運用残高が大きいにもかかわらず、パッシブ運用として適切な運用を実施しており、GPIFの収益に貢献している。超過収益獲得の工夫は、ロールダウン効果獲得を狙った20年ゾーンのオーバーウェイトがプラス寄与している。9兆円という運用残高にも、TEを抑制しつつ、リバランスを分散して行う等のきめ細かい対応を行っているものの、その残高の大きさのため、市場の急変時にはベンチマークに追随する対応(例えば、20年ゾーンのオーバーウェイトを速やかにニュートラルに戻す)は困難な印象を受けた。レンディングは、約6.7億円の収益。
キャッシュアウト等 対応ファンド	179,344	－	－	－	時価総額、残存期間別構成割合、デュレーションの水準について把握するなど、リスク管理を行っている。
物価連動国債	25,804	－	－	－	時価総額、デュレーション、ブレイク・イーブン・インフレ率の水準について把握するなど、リスク管理を行っている。
財投債運用	17,485	－	－	－	時価総額、残存期間別構成割合、デュレーションの水準について把握するなど、リスク管理を行っている。
短期資産運用	72,431	－	－	－	運用金額の規模、運用期間をもとに、NCDによる適切な運用を行っている。
外貨建て短期資 産運用	33	－	－	－	包括指図書に基づき、資産管理機関が適切に対応していることを確認している。
外貨建て投資信託受益 証券ファンド(1号イン フラ)	964	－	－	－	キャピタルコールへの対応、手元資金の運用、外国為替取引、投資信託に係る分配金及び償還金等の入金処理について、適切な運用を行っている。
外貨建て投資信託受益 証券ファンド(2号PE)	42	－	－	－	キャピタルコールへの対応、手元資金の運用、外国為替取引、投資信託に係る分配金及び償還金等の入金処理について、適切な運用を行っている。

注) 国内債券パッシブ運用及び国債パッシブ運用の定量評価は、インハウス(レンディング除く)及び運用受託機関を含めて評価している。