

平成29年度外国債券運用受託機関の総合評価結果について

区 分	報 告	対象範囲	外国債券（アクティブ・パッシブ）
エグゼクティブサマリー ➤ アクティブ4社に対して警告を発した。 ・目標アルファに対する意識が低く、消極的な運用姿勢のため定性点が低い ・ディフェンシブであるにも関わらずマーケット混乱期を生かせておらず定性・定量共に低い、 ・ゲートキーパーのクライアントサービスに問題あり 定性が低い ➤ パッシブは3社 やや劣る(5.5)となったが、運用改善策の実施でパフォーマンスが改善していることから昨年度発した警告を解除した。			
バックグラウンド ➤ 評価を適切に行うこと等により、各年度における各資産ごとのベンチマーク収益率を確保するよう努めるとともに、中期目標期間においても各資産ごとのベンチマーク収益率を確保する。（中期計画、平成29年度計画、管理運用の方針、業務方針）		フィードバック期間及び検証方法 ➤ 少なくとも毎年実施 ➤ 超過収益率	
		便益及びリスク ➤ 便益：外国債券の超過リターンの向上 ➤ リスク：一時的な市場変動等により評価を誤り、超過リターンを下げってしまうリスク	
戦略プラン ➤ 評価が低い運用機関のプロセスの改善、配分割合の変更等による超過収益の改善		KPI ➤ 超過収益率	
		その他 ➤ なし	

平成 29 年度 外国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 5 月から 6 月にかけてミーティングを実施の上、業務方針に基づき別紙 1 のとおり外国債券運用受託機関の総合評価を行った。

パッシブ運用 7 ファンド

アクティブ運用 20 ファンド

※パッシブ運用ファンドはブラックロック・ジャパン（米ドル短期）への投資を開始したため昨年度より 1 ファンド増えた。

※アクティブ運用ファンドの中で、資金配分を未だ開始していないアライアンス・バーンスタイン（外貨建てエマージング特化型）については、総合評価の対象外とした。

- 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した
 - ・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。なお、具体的な回収額及び回収資金の再配分先等については、別途検討する。

2. 総合評価結果の概要

● パッシブ

○ BM：WGBI（除く日本）

- 昨年度は WGBI を BM とする 6 ファンドは全てプラスの超過収益を記録したが、5 年間の運用成果で評価を行う定量評価の低さが響いて 6 ファンド中 3 ファンドの総合評価が 6 点未満となるが、下の対応を取り警告は行わないこととする。

< : 警告解除 >

昨年度の総合評価において警告対象となっている 3 社は、今回の総合評価においても報酬控除後 α がマイナスとなるため定量点は 2 点で総合評価が 6 点未満となる。しかしながら昨年度の警告後、超過収益獲得のための改善策を実施してパフォーマンスに改善が見られる。そのため 3 社とも、昨年度に発した警告を解除することとする。

○ BM：米国国債（1-3 年）

- 平成 29 年 3 月から新たに運用を開始した (米国短期) は評価期間が 1 ヶ月しかないため、他の 59 ヶ月に関しては WGBI（除く日本）を BM とする運用実績のカーブアウトデータを用いたシミュレーション結果にて評価を行った。定性評価においても特段懸念事項は無い。

○ 昨年度警告対象ファンドの運用改善策とその効果

運用受託機関名	運用スタイル	総合評価	改善策の取り組みと効果
	外国債券 パッシブ	5.5 定性 3.5 定量 2.0	・運用改善策導入後（平成 28 年 10 月～平成 29 年 3 月）における付加価値合計は +1.8bp。導入前（平成 28 年 4 月～9 月）における付加価値合計は ▲0.7bp であることから、改善導入によるパフォーマンスの改善が見られた。 ・カントリーリスクが大きいと判断した国に対して期待ショー

			トフォール及びデュレーションを保守的に管理する戦略（資産保護戦略）が功を奏し、改善導入前は▲0.9bp だった付加価値が導入後は+1.2bp となった。昨年 11 月の大統領選の動向や米利上げ期待及びそれに伴う資金の流出の可能性を踏まえ、新興国について保守的なポジションを取ったことがプラスに寄与した。
	外国債券 パッシブ	5.5 (定性 3.5) (定量 2.0)	・運用改善策導入によってパフォーマンスが+1bp 改善した（28 年 8 月～平成 29 年 3 月）。 ・年限銘柄モデルを導入したことにより+0.9bp の改善。 ・月末リバランスを 1 日前倒し執行開始したことにより+0.1bp の改善。 ・その他にも、カナダ市場におけるローカルブローカーの活用を開始し、約 270 万円の執行コストを削減した。
	外国債券 パッシブ	5.5 (定性 3.5) (定量 2.0)	・新規の運用改善策を導入したことにおける付加価値効果は+1.6bp（新規施策による超過収益の積上げ+0.54bp、取引コスト削減+1.06bp（前年同期間比））となったことから、改善策導入によるパフォーマンスの改善が見られた。（平成 28 年 8 月～平成 29 年 7 月） ・超過収益の積上げに関しては、EUR 内でのソブリンスプレッドに着目し、OW/UW のポジションによるインカム収益を積み増す戦略が奏功（+0.30bp）した。 ・取引コスト削減に関しては、従来からの回転率抑制に加え、電子取引における引合いの効率化やブローカーディスカウント（特定国市場がゼロコストで売買可能）の新規導入が奏功した。

● アクティブ

○ 解約先

➤ については昨年度から警告中のファンドであるが、今年度の総合評価ミーティング実施後にリードPMが新たなキャリアを求めて退職した。キーマンの突然の変更や他セクターでのシニアレベル人材の度重なる退職などから、組織の定着性に懸念があるとし、先日解約することを既に決定済。そのため、今年度の総合評価は実施しない。

○ 警告先

< : 警告 >

リードPMの目標 α 達成を目指していない非常に消極的な姿勢について懸念があるため、定性評価が他に比べて低い2.1となった。そのため、警告を行ったうえで3か月間モニタリングし、その後資金の回収を行うか否かを決定する。

< : 警告 >

目標 α 達成に必要なリスクテイクが十分に行われておらず、非常に消極的な運用姿勢について懸念があり、定性評価が他に比べて低い2.1となった。そのため、警告を行ったうえで3か月間モニタリングし、その後資金の回収を行うか否かを決定する。

< : 警告 >

昨年度の総合評価では6点未満であったが、との分散効果を考慮して警告対象とはしなかった。しかしながら、昨年度のパフォーマンスも不調であり、累積した大幅な負けを取り戻して目標 α を達成できる兆しが見えないことから、警告のうえ一部資金を回収して、改善策を求めることとする。なお、資金の一部回収額については別途決定する。

< : 警告 >

為替オーバーレイ戦略が機能していないと考えられることから定性評価を引き下げたことに加え、付加価値サービスが「劣る：1」の評価であるため定性評価が2.9となり、総合評価も6点未満となる。ただし、付加価値サービスが劣るのは、ゲートキーパーである東京営業担当者の度重なる提出物の締切り遅延・失念に起因しており再委託先の運用者に起因するものではないことから、東京の営業に対して警告を行うに留め、資金の一部回収は行わない。

運用受託機関名	運用スタイル	総合評価	評価結果の概要/要望内容
	外国債券 アクティブ グローバル 総合型	5.6 (定性 2.1) (定量 3.5)	・目標αに対する意識が低く、必要以上にコンサバな運用を行っており、GPIF とのアラインメントに問題が生じていることが明らかとなった。 ・目標α達成に向けたリスクテイクが十分では無いため、目標α達成に向けた組織体制の構築を求める。
	外国債券 アクティブ グローバル 総合型	5.6 (定性 2.1) (定量 3.5)	・目標αに対する意識が低いと考えられる。各資産の相対価値の発見と分散投資に対する意識が強いが、目標α達成に必要なリスクテイクが行われていないと考えられる。また、2015 年 10 月以降のガイドライン緩和効果を十分に生かし切れていない懸念がある。 ・目標α達成が可能なリスク配分を行う投資プロセスについて再考を求める。
	外国債券 アクティブ 米国ハイ イールド型	3.5 (定性 2.0) (定量 1.5)	・ディフェンシブであるにも関わらずエネルギーセクター混乱時の好機を生かすことが出来ず、その後の運用の工夫も見られないことから組織・人材と投資方針・運用プロセスともに問題がある。 ・相場上昇時に市場に劣後しないパフォーマンスを残せるよう運用改善を求める。

運用受託機関名	運用スタイル	総合評価	評価結果の概要/要望内容
	外国債券 アクティブ 米国ハイ イールド型	5.9 (定性 2.9) (定量 3.0)	・FX Overlay への投資に改善を見ることが出来なかったため、投資方針・運用プロセスに懸念が生じたと判断して評価を引き下げ。FX Overlay 戦略の活用について再考を求める。 ・提出物の提出期限超過が複数回に渡って発生していることに関しては、東京の営業に対して提出物締切り厳守を要求する。

平成29年度 外国債券パッシ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)	特記事項
		3.5 (3.0)	2.0 (2.0)	5.5 (5.0)	タームリスクプレミアやバタフライポジションがプラスに寄与しなかったものの、リバランスタイミングの工夫や、ドイツ国債をECB決定会合前に売却するなどのイベント要因の把握により1.1bpのプラス。パッシブでありながらリスクをとって α を稼ごうとする姿勢が見られる。また、評価はチームプレイを重視したうえでの個人の貢献度が問われ、ボーナスもそれに応じて支給額が決定されており、報酬体系によりマネジャーの動機付けがなされている。
		4.0 (4.0)	4.0 (4.0)	8.0 (8.0)	売買コストの削減を実現しているだけでなく、計量モデルを用いた割安銘柄の選択が奏功し、パッシブとして許容されたリスクの範囲内で超過収益を上手く獲得している。当期においては、米国における個別銘柄選択が奏功しアウトパフォームした。ポートフォリオ運用からリスク管理、オペレーションまで一元化されたプラットフォーム(Aladdin)を利用している点も付加価値創造に貢献している。 運用経験の豊富な人材が適切に配置されている。
		3.5 (3.5)	4.0 (4.0)	7.5 (7.5)	平成28年度は、キャリー向上戦略による α の積み上げ(4bp)や銘柄の流動性の違いによる執行方法の使い分けなどの工夫を行い、 α の獲得が図られている。別途行った要因分析の結果をみても、評価時価差や資金配分などアンコントロールな要因を除いたパフォーマンスは、過去3年、過去5年を見ても α を獲得できている。
		3.5 (3.0)	2.0 (2.0)	5.5 (5.0)	平成28年度期中に、パフォーマンス改善策として年限銘柄モデルの導入、月末リバランスの前倒し執行を実施。通期で0.01%のプラス寄与となった。また、コスト削減策としてローカルブローカーの活用を拡大。具体的には、カナダ市場におけるローカルブローカーの活用を開始したことで、約270万円の執行コスト削減に貢献した。評価時価差や資金配分などアンコントロールな要因を除いた過去5年のパフォーマンスでも、 α を獲得できている。
		3.5 (3.0)	2.0 (2.0)	5.5 (5.0)	昨年度の評価時点においては、付加価値として主に回転率削減による取引コスト削減を中心に取り組んでいたが、「警告」扱いとなった後に、パフォーマンス改善に向けた取組の深化やいくつかの新しい運用改善策を導入し、プラスの収益を積み上げつつある。具体的には、電子取引における引合いの効率化やブローカーディスカウント(特定国市場がゼロコストで売買可能)を導入し、取引コスト削減が進展した一方、アクティブ運用チームと協同した投資アイデアの創出や、欧州のソプリンスブレッドに着目した新規戦略の導入がパフォーマンスにプラス寄与し、運用の改善が図られている。 運用経験の豊富な人材が適切に配置されている。
		3.5 (3.5)	4.0 (4.0)	7.5 (7.5)	ボラティリティが安定しており需給要因がマーケットを主導している環境下では、ベンチマーク月次リバランスの前倒し執行によって超過収益獲得の確信度が高まるという考え方を実践しているが、平成28年度においてはボラティリティが高い環境下であり、前倒し執行の結果は▲0.05bpとなった。平成28年度通期では0.56bp、設定来では0.2bpの α を獲得した。 今後は、イールドカーブ分析による α 獲得など、パッシブでありながらも α を積極的に獲得しようとする姿勢が見られた。 運用経験の豊富な人材が適切に配置されている。
		4.0 (-)	4.0 (-)	8.0 (-)	売買コストの削減を実現しているだけでなく、計量モデルを用いた割安銘柄の選択が奏功し、パッシブとして許容されたリスクの範囲内で超過収益を上手く獲得している。ポートフォリオ運用からリスク管理、オペレーションまで一元化されたプラットフォーム(Aladdin)を利用している点も付加価値創造に貢献している。 運用経験の豊富な人材が適切に配置されている。

※各評価欄の()は昨年度のもの。

平成29年度 外国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)	Mercer レーティング	特記事項
		2.1 (3.5)	3.5 (3.0)	5.6 (6.5)	B+	【警告】 複数回のミーティングを通じてGPIFとのアラインメントに問題が生じていることが明らかであるため、組織・人材評価に懸念がある旨を先方に伝達する。リスクテイクが十分でなく、目標α達成に向けた組織体制の構築を求める。
		2.1 (4.0)	3.5 (3.5)	5.6 (7.5)	B+	【警告】 大きな市場変動の中で超過収益の源泉とする戦略を分散し、個々の失敗が過度に大きな影響を持つことが無いように運用されているが、目標超過収益は達成出来ておらず、その原因が不十分なリスクテイクにあると考えられる。意思決定プロセスや組織構造に問題があると懸念しているため、先方に警告を行い改善を求める。
		4.0 (4.0)	3.5 (3.5)	7.5 (7.5)	B+	当初方針に則り、セクター戦略を超過収益の源泉とし、今年度目標超過収益を達成している。マクロ経済・金利予測に基づくトップダウン戦略はさることながら、非エージェンシーMBS債を始めとした質の高いキャリアを獲得できる資産担保証券等の銘柄選択の実績も高く今後も期待できる。 他のアセットオーナーのガイドライン事例の提供など、当法人に対しての付加価値が大きいと、付加価値サービス評価を引き上げる。
		4.0 (4.0)	3.5 (3.0)	7.5 (7.0)	A	αは平成28年度、平成27年10月以降(評価開始以来)ともに、目標の2%には達成していないものの、投資適格社債、非投資適格社債のオーバーウエイト、ノンエージェンシーMBSのオーバーウエイト等、非国債戦略の成果が相応に出ており超過収益獲得の工夫が認められる。
		3.9 (4.0)	3.5 (2.5)	7.4 (6.5)	A	基本は社債のOWを維持してスプレッド縮小局面で勝つ戦略であるが、個別銘柄選択に強い自信や体制を有しているとの印象は受けることができなかった。しかし、昨年度は目標αもクリアしており、派手なスタイルではないが昔から一貫したスタイルであると認められる。付加価値サービスは 則からもゲートキーパーである側からも特筆すべきものがないため評価を引き下げる。

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)	Mercer レーティング	特記事項
		3.9 (4.0)	3.0 (3.0)	6.9 (7.0)	B+	投資テーマを定め、それに沿ったトレード・アイデアを策定してポジション構築を行っているが、慎重ながら保守的なパフォーマンスを創出するプロセスが構築されている。付加価値サービスに関しては、GKである日本法人からも特筆すべき情報提供がないため評価を一段階引き下げる。
		4.0 (4.0)	4.0 (4.0)	8.0 (8.0)	A	トップダウン・ボトムアップ双方のアプローチを融合した運用プロセスに加え、効果的な通貨マネジメントが奏功している。リードPMの強靱なリーダーシップのもとで運用や、後継者育成プランも視野に入れた運営がなされており、ポートフォリオ構築もアクティブ運用者らしい工夫が認められる。
		4.0 (3.5)	4.0 (4.0)	8.0 (7.5)	A (T)	リスク分析モデルARMSを活用した、リスクバジェットに基づくポートフォリオ構築を実践している。また、各セクター担当者のボトムアップ戦略が機能している。各ポジション構築時におけるリスク管理に優位性があることが確認できたため評価を引き上げる。さらに、他のアセットオーナーのガイドライン事例の提供等の貢献があったため、付加価値サービスの評価を引き上げる。
		解約決定済			R	【解約決定済】 が8月4日付けで退社。キーパーソンの喪失をはじめとする組織の不安定さ理由に第32回投資委員会(平成29年9月5日)で解約を決議済みであり、評価対象外。
		4.0 (4.0)	3.0 (4.0)	7.0 (8.0)	N	クレジットリスクは保有せずに各国の購買力平価と実質金利に基づいて為替と金利でポジションを構築する運用スタイルを貫いているが、トランプ政権のメキシコに対する政策への懸念や、国営石油公社PEMEXからの経営状況を受けてのポジション調整など、機動的なポジション調整を行う工夫が見られる。 また、他社対比でユニークな非上場自社株の取り扱いを行っているが、投資家との利害の一致を高める工夫が感じられる。

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)	Mercer レーティング	特記事項
		3.9 (4.0)	4.0 (3.0)	7.9 (7.0)	A (T)	トラッキングエラーが相対的に大きいものの、フロントチームに在籍するリスク管理者(クオンツチーム)によって、日次ベースで国、通貨、金利に関する詳細な要因分析をPMにレポートできる仕組みが強力に機能している。キーマンリスクが高いという懸念はあるが、キーマンの判断が優位に働いているとの評価にもつながる。情報提供に関しては特筆すべきものが無く、GKがニーズを反映できていないことは問題点か。 定量面においては、平成28年度の好調なパフォーマンスが反映されて大幅な引き上げとなっている。
		3.9 (4.0)	3.0 (3.5)	6.9 (7.5)	A (T)	経済の水準を予測するのではなく、方向性を見極めて投資を行うスタイルを貫いていると評価できるが、大胆な戦略であるが故の高いボラティリティは懸念される。運用者によって投資動向の適切な説明が十分になされていないと感じるが、GK()も適切にその役割を果たしていないと考えられることから、その点に関して更なる改善を求めることとする。
		3.9 (4.0)	4.0 (4.0)	7.9 (8.0)	B+	運用開始以来、着実にαを獲得しており、セクターローテーションと銘柄選択効果がうまく機能している。 また、ポートフォリオマネジャーのボーナスは獲得したαによって決定されるが、αを上回った場合はいくらαを獲得しても、あらかじめ決められたボーナス枠の150%水準を上限としており、過度なリスクを取ることにに対するインセンティブをなくすための評価手法をとっており、報酬体系の工夫がみられる。
		3.4 (3.5)	3.5 (3.5)	6.9 (7.0)	B	社債のアロケーションと銘柄選択を超過収益の源泉とするシンプルな運用スタイルを堅持している。現在はクレジットサイクルの終盤と読み、リスクを抑えた運用を意図的に行っているところ。オフベンチ投資に積極的でない点には懸念があるが、ピュアな米国総合運用者として採用しているため評価は据え置く。付加価値サービスは 則からもゲートキーパーである 則からも特筆すべきものがないため評価を引き下げる。
		3.5 (3.5)	4.0 (4.0)	7.5 (7.5)	A	クレジットのOWやインフレ連動債へのアロケーション拡大など、マーケットの変化の中でも多様にかつ機敏に分散投資を実践することで好パフォーマンスを維持し、目標超過収益を達成している。 架空の株式(shadow share)の保有スキームを用いた長期インセンティブ・プランにより、ファンド・マネジャーの動機付けも適切になされている。

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)	Mercer レーティング	特記事項
		4.0 (4.0)	4.0 (3.0)	8.0 (7.0)	A(T)	運用体制や運用プロセスそのものへの懸念は生じておらず、定性面に関して評価は変更なし。エマージング専門会社として投資対象国に対する深いリサーチがなされている点が強みであり、組織的なアプローチ力が引き続き認められる。 定量面においては、平成28年度の好調なパフォーマンスが反映されて大幅な引き上げとなっている。
		3.4 (4.0)	4.0 (4.0)	7.4 (8.0)	A	当法人口座とコンポジット戦略との差異として、格付け分布が大きく異なっている点や、昨年度だけで300bp以上のリターン乖離があった点は無視することが出来ず、投資方針・運用プロセスに問題があると判断して同項目の評価を引き下げる。
		2.0 (3.5)	1.5 (1.5)	3.5 (5.0)	A	【警告】 ディフェンシブな運用スタイルであるにも関わらずエネルギーセクター混乱時の好機を生かすことが出来ず、その後の運用の工夫も見られないことから組織・人材と運用プロセスともに問題があると判断。警告を行ったうえで、相場上昇時に市場に劣後しない工夫等の運用改善を求める。
		3.5 (3.6)	3.5 (3.0)	7.0 (6.6)	N	代表口座で多く保有する永久債への投資が認められていないなど、銘柄選択に関するガイドライン上の制約がパフォーマンスに影響していることを勘案して、定性評価を据え置く。付加価値サービスに関しては最上位といえる質ではないため、一段階評価を引き下げる。
		2.9 (3.5)	3.0 (3.5)	5.9 (7.0)	B	【警告】 FX Overlayの投資に改善を見ることが出来なかったため、投資方針・運用プロセスに懸念が生じたと判断して評価を引き下げ。FX Overlay戦略の活用について再考を求める。提出物の提出期限超過が複数回に渡って発生していることに関しては、東京の営業に対して提出物締切り厳守を要求する。

※MercerレーティングはA,B+,B,Cの4段階。Tはトラッキングエラーが高いことを示す。Rは継続モニター対象外。Nはレーティング無し。

※

※各評価欄の()は昨年度のもの。

参考資料

参考1	定性評価結果	1
	◇外国債券パッシブ	1
	◇外国債券アクティブ	8
参考2	定量評価結果	28
	◇パッシブ運用	28
	◇アクティブ運用	29
参考3	GPIF 定性評価とコンサル評価との相違点	30
参考4	マーサーGMDI ユニバースでのピア比較	31
参考5	関係規程	44
	◇業務方針	44
	◇理事長決定	53

外国債券パッシブ定性評価結果(平成29年度)

運用受託機関名		
運用スタイル		層化抽出法
ベンチマーク		シティグループ世界国債インデックス(除く日本)
定性評価 【3.5】		○ 当法人のパッシブ運用として「優れている」と評価できる。
投資方針	【4.0】	○ 妥当なベンチマークインデックスを選択し、長期的にインデックスと同等の収益率を上げることを目標とする。 所与の条件下でベンチマークの収益率を複製するのに最適なポートフォリオ構築方法を選択し、ベンチマークに対するリスクを最小化して目的を達成する。 最も重視するのは、コスト管理と中長期的な収益率の確保である。
運用プロセス		○ コスト管理と投資家のウェルス(中長期収益)の確保を重視し、トラッキングエラーの最小化だけを狙ったトレードはすべきでないと考えている。 具体的方法:最良執行義務の観点から、原則的に複数社への価格競争を行うことで、長期的に総取引費用の減少になると考える。 また資金追加の際、前日のWMロイター4時レートでの為替取引についても実施しない。 これはトラッキングエラーを確実に小さくできるものの、入金確認前の発注であり、また一時点での取引のためマーケットインパクト発生の可能性を否定できないため。さらにリバランスの際にはトラッキングエラーの引き下げを図る一方で、売買銘柄数を抑制することで、カスディーフィーを含めた取引コストを抑える。 ベンチマークの構成銘柄の変更:ベンチマーク変更情報(プレミナリー・インデックス)を月の下旬に入手。乖離のチェックを行い、ベンチマークの変更がなされる月初に、原則リバランスを実施。 利金の再投資:利金の受け入れを確認し、キャッシュ比率をチェックする。目標値を超えるようであれば、再投資のためのリバランスを実施する。 入金等:大きなキャッシュ移動にあわせ、リバランスを実施。 ⇒ タームリスクプレミアやバタフライポジションがプラスに寄与しなかったものの、リバランスタイミングの工夫や、ドイツ国債をECB決定会合前に売却するなどのイベント要因の把握により1.1bpのプラス。パッシブでありながらリスクをとってαを稼ごうとする姿勢が見られる。
組織・人材	【3.0】	○ (ポートフォリオ・マネージャー) 運用経験年数22年 ⇒ 平成 年 より、PMが から 交代する予定。同氏は当法人の口座開設時より運用にかかわっており熟知している。また、 についても引き続き債券チームには在籍し、当法人口座の運用決定プロセスに関わる予定であり、ポートフォリオへの影響はほとんどない旨確認している。 ○ 設定したゴールに対し、中間レビュー、期末時点での達成度を上司と話し合ったうえで最終評価とする。評価はチームプレイを重視したうえでの個人の貢献度が問われ、ボーナスもそれに応じて支給額が決定される。 ⇒ 報酬体系によりマネジャーの動機付けがなされている。
内部統制		○ 特段問題なし。
事務処理体制		○ 特段問題なし。
情報セキュリティ対策		○ 特段問題なし。
付加価値サービス	【3.0】	○ マクロ経済や各アセットクラスに対する見通しの情報共有など、当法人に対して有益なサービスを迅速に提供している。

外国債券パッシブ定性評価結果(平成29年度)

運用受託機関名		
運用スタイル		最適化法
ベンチマーク		シティグループ世界国債インデックス(除く日本)
定性評価 【4.0】		○ 当法人のパッシブ運用として「大変優れている」と評価できる。
投資方針	【4.0】	○ ・現代投資理論との整合性と膨大な統計データによる実証の双方を重視した科学的な運用手法(プロセス運用)を用いて、一貫性、透明性、客観性に優れた運用を実践する。 ・最新のコンピュータ・システムにより、最新の研究結果を実務に応用し、またそのシステムをグローバルベースで共有することで、グループ内の各拠点との情報交換ならびに各拠点固有のニーズを把握し、グローバルで共通レベルの運用を行う。
運用プロセス		○ 売買コストとトラッキング・エラーの考え方 ・インデックス戦略においては、売買コストの削減がトラッキング・エラーの縮小にとって重要な要因である ・トータルの売買コスト削減に効果的なトレード手法を柔軟に選択することが不可欠 ・個別銘柄毎に綿密なプレ・トレード・アナリシス(流動性やバスケットの特徴についての事前の分析作業)を行い、効率的かつ取引コスト削減に有効なトレーディング戦略の組み合わせを選択する 精度の高いインデックス運用を行うために、ポートフォリオのトラッキング・エラーの状況及びその発生原因を早期に発見し、それに対する迅速な対応を行うことが何よりも重要であると考え、日次ベースで厳密なモニタリングを行い、リバランスの必要性を判断している。 資金配分については、キャッシュ・ドラッグの影響を避けるため市場の動向に留意し、流動性やボラティリティーに十分配慮しつつ速やかに投資を行う。また利金収入についても、キャッシュ・ドラッグの影響を避けるために原則、速やかに再投資を行っている。 ⇒ 売買コストの削減を実現しているだけでなく、計量モデルを用いた割安銘柄の選択が奏功し、パッシブとして許容されたリスクの範囲内で超過収益を上手く獲得している。当期においては、米国における個別銘柄選択が奏功しアウトパフォームした。ポートフォリオ運用からリスク管理、オペレーションまで一元化されたプラットフォーム(Aladdin)を利用している点も付加価値創造に貢献している。
組織・人材	【4.0】	○ マネージング・ディレクター) 運用経験年数22年 (ティレクター) 運用経験年数22年 ⇒ 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。 ○ 上級職になるほど全報酬に占めるボーナス比率が高くなる体系になっており、上級職の年次ボーナスの一部は支給日から3年間で順次行使可能な制限つき株式として支給される。個々の人の報酬については、運用パフォーマンスに加えて、業績では計れない目標等も含め、様々な要因が考慮される。それらは、特定のウェイト付けやパフォーマンス計測尺度に当てはめ、その結果がボーナスに反映されるといった形式的なものではなく、総合判断による。 ⇒ 報酬体系によりマネジャーの動機付けがなされている。
内部統制		○ 特段問題なし。
事務処理体制		○ 特段問題なし。
情報セキュリティ対策		○ 特段問題なし。
付加価値サービス	【4.0】	○ 通貨別パッシブファンドの新設や為替ヘッジスキームの検討において、取引可能額やファンドへの影響等について、有益な情報提供が数多くあった。

外国債券パッシブ定性評価結果(平成29年度)

運用受託機関名		
運用スタイル		層化抽出法
ベンチマーク		シティグループ世界国債インデックス(除く日本)
定性評価 【3.5】		○ 当法人のパッシブ運用として「優れている」と評価できる。
投資方針		○ ベンチマークに連動する投資成果の達成を目標とする。層化抽出法によりポートフォリオ特性値(債券組入比率、外貨建資産比率、全体・通貨別・国別の加重デュレーション、キーレート・デュレーション、通貨構成比等)をベンチマークに近似させることにより、当目標が達成され则认为る。
運用プロセス	【4.0】	○ 売買コストに対する考え方:アスク/ビッド・スプレッド等を考慮した売買銘柄の選定や売買件数の絞込み、最良執行により、売買コストの低減に努める。 α 獲得のための取り組みにより売買コスト分をカバーすることで連動性の向上を図る。 【α 獲得のための取り組み】 ・キャリー向上戦略:リスク調整後の収益性を考慮した銘柄選択・リスク配分により、ポートフォリオの収益力を高める。 ・投資対象国の事前除外戦略:除外確定に伴い、資産保全に加えてベンチマークとの乖離リスク等を考慮し、除外対応の事前執行を検討・実施する。 ・新規採用国の事前組入れ戦略:新規採用の確定後、速やかに新規採用国の債券を組み入れる。 ・リバランス ベンチマーク構成銘柄の変更に合わせて、資産評価に用いる為替レート(WMロイター)や債券価格(海外市場の引値)をターゲットに、リバランスを実施。利金受取時には原則、インカム収入向上の観点から、月末を待たずに利金を当該国の国債に速やかに再投資。為替レートや債券価格の変動に伴いポートフォリオとベンチマークの特性値乖離が投資ガイドラインを超える場合には、随時それを修正するようにリバランスを行う。 ⇒ 平成28年度は、キャリー向上戦略によるαの積み上げ(4bp)や銘柄の流動性の違いによる執行方法の使い分けなどの工夫を行い、αの獲得が図られている。別途行った要因分析の結果をみても、評価時価差や資金配分などアンコントロールな要因を除いたパフォーマンスは、過去3年、過去5年を見てもαを獲得できている。
組織・人材	【3.0】	○ シニア・ポートフォリオマネージャー 運用経験年数17年 運用経験年数23年 ⇒ 経験を有し、投資環境を踏まえた対応が可能なマネージャーが配置されている。 ○ 責務の違いや、運用資産や手法の特性を考慮して評価のウェイトを設定し、個々の運用従事者の成果をより精緻に賞与へ反映。また特に重要な職責を担うと判断される運用従事者にはパフォーマンス評価によるインセンティブを一段と高めた処遇制度も導入している。 ⇒ 報酬体系によりマネージャーの動機付けがなされている。
内部統制		○ 特段問題なし。
事務処理体制		○ 特段問題なし。
情報セキュリティ対策		○ 特段問題なし。
付加価値サービス	【3.0】	○ マクロ経済や各アセットクラスに対する見通しの情報共有など、当法人に対して有益なサービスを迅速に提供している。

外国債券パッシブ定性評価結果(平成29年度)

運用受託機関名		
運用スタイル		層化抽出法
ベンチマーク		シティグループ世界国債インデックス(除く日本)
定性評価 【3.5】		○ 当法人のパッシブ運用として「優れている」と評価できる。
投資方針		○ 層化抽出法アプローチに基づき、徹底したリスク管理と効率的売買執行により、市場ベンチマークと同等のパフォーマンスの実現を目指し、執行方法の工夫等によるコスト削減により、受託残高の上積みも目指す。
運用プロセス	【4.0】	○ ・売買コストの定義: 売買執行における売買コストについては、固定コスト(カストディフィー、税金等)と変動コスト(タイミングコスト)に分類。 ・変動コストの種類: タイミング・コスト: 目標ベンチマーク価格と約定価格の差額 ・層化抽出法に基づくインデックス運用であり、収益の確保は総取引費用の最小化等により図られる。リバランスにおいては以下の施策を実行して、総コストを削減しトラッキングエラーの発生を極力回避。 ①トレーディング手法の選定 複数の証券会社でのコンペ、および現地市場でのクロージングレート・リープオーダーを適宜組み合わせて実施。複数ファンドを同時に売買する場合は、ロット化等により、売買コストの最小化に努める。 ②余資エクスポージャー管理による現物売買の抑制 余資エクスポージャーを精緻に管理し、必要な時は先物と為替の合成ポジションを用いてエクスポージャーをカバーすることにより、現物売買削減によるコスト抑制を実現するとともに迅速なキャッシュフロー調整を可能にしている。 リバランスは、ベンチマーク構成銘柄の変更に伴い月末・月初に実施する定例のもの(国別・通貨別の時価構成比、デュレーション、年限構成の調整)と、層化抽出法に基づき必要に応じて実施する非定例のもの(層化抽出法に基づく微調整)がある。 ・月中に発生した利金は、ベンチマークであるシティ世界国債インデックスの再投資ルールに基づき外貨滞留させ月末リバランス時に再投資する。 ⇒ 発注先の選定を工夫することで執行コストの削減に注力。月末リバランスの大部分をリープオーダーで執行し、証券会社ごとのリープコスト込みの引値を日次でデータとして蓄積して次回執行に活用している。
組織・人材	【3.0】	○ ファンドマネージャー) 運用経験年数17年 ⇒ 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。 ○ 運用専門役職、運用役職評価体系により、能力・実績(定量・定性評価、運用に関する専門能力評価)が役職、権限、処遇に反映される仕組みを確立し、専門性向上、実績向上へのインセンティブを付与。 ⇒ 報酬体系によりマネジャーの動機付けがなされている。
内部統制		○ 特段問題なし。
事務処理体制		○ 特段問題なし。
情報セキュリティ対策		○ 特段問題なし。
付加価値サービス	【2.0】	○ マクロ経済や各アセットクラスに対する見通しの情報共有など、当法人に対してサービスを提供しているが、情報の内容や更新頻度が不十分であり、リアルタイムな情報共有はできていない。

外国債券パッシブ定性評価結果(平成29年度)

運用受託機関名		
運用スタイル		層化抽出法+最適化法
ベンチマーク		シティグループ世界国債インデックス(除く日本)
定性評価 【3.5】		○ 当法人のパッシブ運用として「優れている」と評価できる。
投資方針		○ パッシブ運用手法は、ファンドの目的や資金規模等によって決定される。当ファンドは、トラッキング・エラー極小化および総コスト抑制の追求を目的とし、市場及びベンチマークの特性、資金規模を勘案し、「層化抽出法+最適化法」を採用する。
運用プロセス	【4.0】	○ 【ポートフォリオ運営】 低流動性銘柄を除外して購入ユニバースを設定。層化抽出法では、購入ユニバースから選定可能な銘柄でセルの充足を図り、暫定的にポートフォリオを策定する。その際、回転率を抑制することを勘案しつつ、広範囲に銘柄分散を行う。充足できないセルは、最適化法により購入ユニバースから代替銘柄を選定。最適化においても、実績値に基づいた推計Bid-Askスプレッドを売買コストとして設定し、トラッキング・エラーと売買コストとのバランスを勘案する。 ○ 【売買執行】 債券種別毎に執行計画を策定し、原則パフォーマンス評価上の基準値を勘案し、速やかな取引執行に努める。ただしマーケットの流動性、適正価格を考慮し、売買が短時間に過度に集中しないよう配慮。 ⇒ 昨年度の評価時点においては、付加価値として主に回転率削減による取引コスト削減を中心に取り組んでいたが、「警告」扱いとなった後に、パフォーマンス改善に向けた取組の深化やいくつかの新しい運用改善策を導入し、プラスの収益を積み上げつつある。具体的には、電子取引における引合いの効率化やブローカーディスカウント(特定国市場がゼロコストで売買可能)を導入し、取引コスト削減が進展した一方、アクティブ運用チームと協同した投資アイデアの創出や、欧州のソブリンスプレッドに着目した新規戦略の導入がパフォーマンスにプラス寄与し、運用の改善が図られている。
組織・人材	【3.0】	○ 債券シニアファンドマネージャー 運用経験年数22年 運用経験年数17年 ⇒ 経験を有し、投資環境を踏まえた対応が可能なマネー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。 ○ 運用業務においては、知識・スキル及び能力・実績を重視して評価する。賞与については、運用部門全体の評価、所属部室の評価、個人の実績評価を反映させて半年ごとに評価を行い決定する。またマネジメントクラスについては多面評価の要素も盛り込んでいる。平成29年7月から運用専門職制度を新たに導入。顧客とのアライメントを強化した上で、貢献に応じて業界内でも競争力のある高い報酬を支払う仕組みが導入された。 ⇒ 報酬体系によりマネージャーの動機付けがなされている。
内部統制		○ 特段問題なし。
事務処理体制		○ 特段問題なし。
情報セキュリティ対策		○ 特段問題なし。
付加価値サービス	【2.0】	○ マクロ経済や各アセットクラスに対する見通しの情報共有など、当法人に対してサービスを提供しているが、情報の内容や更新頻度が不十分であり、リアルタイムな情報共有はできていない。

外国債券パッシブ定性評価結果(平成29年度)

運用受託機関名		
運用スタイル		層化抽出法
ベンチマーク		シティグループ世界国債インデックス(除く日本)
定性評価 【3.5】		○ 当法人のパッシブ運用として「優れている」と評価できる。
投資方針		○ ・ベンチマークの特性を十分に把握し、情報を正確且つタイムリーに取得することにより、市場ベンチマークとの連動性の高い精緻な運用を行う。 ・効率的なリバランスと最良執行により、取引コストの削減を図る。
運用プロセス	【4.0】	○ 【売買コストとトラッキングエラーの考え方】 ・ベンチマーク月次リバランスにおいては、トラッキングを重視しすぎると取引が引値に集中しファントに不利益となる可能性もあるため、必要に応じ執行タイミングの分散を図るなど市場インパクトの縮小を重視した執行を行う。 ・ウェイト調整のリバランスや利金再投資においては、推定売買コストとトラッキングエラー縮小効果を比較して売買の可否を判断し、国別と残存年限で分割した各セルのウェイトやポートフォリオ全体のリスク管理指標を安定させながらリバランスを最小限に留め、売買コストを極力抑制。 ・流動性が低く売買コストが高くなる銘柄については、極力売買を抑制する。 【リバランスの考え方】 ・ポートフォリオ全体のリスク管理指標を注視しつつ、リバランスに係る売買は必要最小限に留め、売買回転率を抑制する。 ・特に売買コストが高くなる低流動性銘柄については、売買を極力抑制する。 ・ベンチマーク月次リバランス基準日である月末は、特定銘柄への売買が集中する等、需給に歪みが生じる可能性があるため、執行タイミングの分散を図る。 ・原則として利金については、ベンチマーク月次リバランスに伴うポートフォリオ再構築にあわせ再投資を行う。 ⇒ ボラティリティが安定しており需給要因がマーケットを主導している環境下では、ベンチマーク月次リバランスの前倒し執行によって超過収益獲得の確信度が高まるという考え方を実践しているが、平成28年度においてはボラティリティが高い環境下であり、前倒し執行の結果は▲0.05bpとなった。平成28年度通期では0.56bp、設定来では0.2bpのαを獲得した。 今後は、イールドカーブ分析によるα獲得など、パッシブでありながらもαを積極的に獲得しようとする姿勢が見られた。
組織・人材	【3.0】	○ (ファンド・マネージャー) 運用経験年数16年 ⇒ 経験を有し、投資環境を踏まえた対応が可能なマネージャーが配置されている。 ○ 職種別に定義した成果責任に基づき、職務給、業績インセンティブの変動幅を大きく設定することで業績による処遇にメリハリをつけている。専門系の報酬については、職種別のマーケット水準に基づき報酬評価委員会で決定された評価に成果や実績に応じて処遇を決定している。 ⇒ 報酬体系によりマネージャーの動機付けがなされている。
内部統制		○ 特段問題なし。
事務処理体制		○ 特段問題なし。
情報セキュリティ対策		○ 特段問題なし。
付加価値サービス	【3.0】	○ マクロ経済や各アセットクラスに対する見通しの情報共有など、当法人に対して有益なサービスを迅速に提供している。

外国債券パッシブ定性評価結果(平成29年度)

運用受託機関名		
運用スタイル		最適化法
ベンチマーク		シティグループ米国債インデックス
定性評価	【4.0】	○ 当法人のパッシブ運用として「大変優れている」と評価できる。
投資方針		○ ・現代投資理論との整合性と膨大な統計データによる実証の双方を重視した科学的な運用手法(プロセス運用)を用いて、一貫性、透明性、客観性に優れた運用を実践する。 ・最新のコンピュータ・システムにより、最新の研究結果を実務に応用し、またそのシステムをグローバルベースで共有することで、グループ内の各拠点との情報交換ならびに各拠点固有のニーズを把握し、グローバルで共通レベルの運用を行う。
運用プロセス	【4.0】	○ 売買コストとトラッキング・エラーの考え方 ・インデックス戦略においては、売買コストの削減がトラッキング・エラーの縮小にとって重要な要因である ・トータルの売買コスト削減に効果的なトレード手法を柔軟に選択することが不可欠 ・個別銘柄毎に綿密なプレ・トレード・アナリシス(流動性やバスケットの特徴についての事前の分析作業)を行い、効率的かつ取引コスト削減に有効なトレーディング戦略の組み合わせを選択する 精度の高いインデックス運用を行うために、ポートフォリオのトラッキング・エラーの状況及びその発生原因を早期に発見し、それに対する迅速な対応を行うことが何よりも重要であると考え、日次ベースで厳密なモニタリングを行い、リバランスの必要性を判断している。 資金配分については、キャッシュ・ドラッグの影響を避けるため市場の動向に留意し、流動性やボラティリティーに十分配慮しつつ速やかに投資を行う。また利金収入についても、キャッシュ・ドラッグの影響を避けるために原則、速やかに再投資を行っている。 ⇒ 売買コストの削減を実現しているだけでなく、計量モデルを用いた割安銘柄の選択が奏功し、パッシブとして許容されたリスクの範囲内で超過収益を上手く獲得している。ポートフォリオ運用からリスク管理、オペレーションまで一元化されたプラットフォーム(Aladdin)を利用している点も付加価値創造に貢献している。
組織・人材	【4.0】	○ (マネージング・ディレクター) 運用経験年数22年 (ディレクター) 運用経験年数22年 ⇒ 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。 ○ 上級職になるほど全報酬に占めるボーナス比率が高くなる体系になっており、上級職の年次ボーナスの一部は支給日から3年間で順次行使可能な制限つき株式として支給される。個々人の報酬については、運用パフォーマンスに加えて、業績では計れない目標等も含め、様々な要因が考慮される。それらは、特定のウェイト付けやパフォーマンス計測尺度に当てはめ、その結果がボーナスに反映されるといった形式的なものではなく、総合判断による。 ⇒ 報酬体系によりマネジャーの動機付けがなされている。
内部統制		○ 特段問題なし。
事務処理体制		○ 特段問題なし。
情報セキュリティ対策		○ 特段問題なし。
付加価値サービス	【4.0】	○ 通貨別パッシブファンドの新設や為替ヘッジスキームの検討において、取引可能額やファンドへの影響等について、有益な情報提供が数多くあった。

外国債券アクティブ定性評価結果(平成29年度)

運用受託機関名		
再委託先名		
運用スタイル		グローバル総合
ベンチマーク		ブルームバーグ・バークレイズ・グローバル総合(除く日本円、ヘッジなし)
超過収益の源泉		デュレーション10%:国別配分20%:通貨配分10%:セクター配分25%:銘柄選択35%
定性評価		【2.1】 ○ 当法人のアクティブ運用として「やや劣る」と評価できる。
投資方針		○ 付加価値の源泉を幅広く分散させる一方、リスク・バジェットing手法に基づく厳格なリスク管理を行なうことで長期的に安定的な超過リターンの獲得を目指す。質の高いリサーチ力を駆使して獲得した、様々な角度・ファクターからのインプットを利用。更に、厳格なリスク管理で様々な階層を有する投資プロセスを垂直統合し、リスク当たりの付加価値を向上させる源泉とする。
投資方針・運用プロセス	【2.0】	○ 運用プロセスは以下の4つのステップから構成される。 1. 投資テーマの策定 (債券戦略グループ(FISG)) 債券戦略グループ(FISG)は、世界の経済成長率、インフレ率、金利、クレジットサイクル、ボラティリティーの見通しを含む中長期(6~12ヶ月)の投資テーマを策定するほか、運用プロセス全般の監督を行う。 2. 投資戦略の策定 (各投資戦略チーム) 投資戦略チームは各専門分野に特化して投資戦略を策定する。 3. ポートフォリオの最適化/リスク管理(ポートフォリオ・チーム) ポートフォリオ・チームは、投資戦略チームが策定した投資戦略について、顧客毎の投資目的、ベンチマークおよびガイドラインを考慮しつつ、ポートフォリオへ適切に反映(最適化)させる役割を担う。ポートフォリオの最適化に際しては、リスク・バジェットingの手法を用い、各投資戦略間の相対的重要度を鑑みリスク分散を図る。 4. ポートフォリオ構築 ポートフォリオの構築に際しては、各投資戦略チーム及びポートフォリオ・チームが各市場のスペシャリストとして最良執行責任を担う。同時にポートフォリオ・チームは、同一ガイドラインの口座すべてに対して投資戦略が均一に執行されているかをモニターしている。 ⇒ αの源泉を分散し、チーム毎に業務を細分化することで、専門能力の活用とポートフォリオとしての安定の実現を目指しているが、α、TEともに目標を下回っている。原因としては、平成28年度後半より利用可能としたスワップについて、予定よりもスワップ利用可能開始時期が遅れたことをあげているが、業務を細分化しているが故に機動的に動けなかった面もあるのではないかと。
組織・人材	【2.0】	○ ファンドマネジャー 運用経験年数32年 ⇒ 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が、活用できないリスク配分の代替案を用いる努力を怠っており、結果的にリスクバジェットの未使用状態を放置し続けている問題が確認された。 ○ 定性・定量の比率は明確に決めてはいないが、両面から総合的に判断。単年度の成績に加え、3年程度の長期的な成果も考慮している。シニアマネジャーについてはより定量面の成果を重視し、5年~10年といった更に長期的な運用成績を考慮する。360度評価も採用している。 ⇒ 特段、他社対比特筆する人事評価制度ではないが、360度評価を用いるなど透明性を高めようとしているが、代替投資案を評価する仕組みがない点や最も運用制約の小さい口座のパフォーマンス結果が重視されるなど懸念すべき点が見受けられる。
内部統制		○ 特段問題なし。
事務処理体制		○ 特段問題なし。
情報セキュリティ対策		○ 特段問題なし。
付加価値サービス	【4.0】	○ 実績連動報酬に関するディスカッションを通じて非常に有益な情報提供があり、高い評価に値する。

外国債券アクティブ定性評価結果(平成29年度)

運用受託機関名		
再委託先名		
運用スタイル		グローバル総合
ベンチマーク		ブルームバーク・バークレイズ・グローバル総合(除く日本円、ヘッジなし)
超過収益の源泉		デュレーション15%:国別配分10%:通貨10%:セクター25%:銘柄選択25%:イールドカーフ15%
定性評価		【2.1】 ○ 当法人のアクティブ運用として「やや劣る」と評価できる。
投資方針		○ 「レラティブ・バリュー」と「コントロールド・デュレーション」に基づく運用スタイルを採用。デュレーションを厳格に一定範囲内に管理しつつ(コントロールド・デュレーション)、市場の様々な領域・局面に存在する相対価値(レラティブ・バリュー)に超過収益の源泉を求める運用スタイル。
運用プロセス	【2.0】	○ トップダウンによるセクター配分及びポートフォリオ構築に責任をもつポートフォリオ・チームと、ボトムアップによる投資アイデア創出及び調査、分析、銘柄選択に責任を持つセクター・チームの協働によるチームアプローチとなる。運用プロセスの中核となる投資戦略会議は、ファンダメンタル債券運用部門CIOが議長を務め、週次で開催される。投資戦略会議は、マーケット・アウトトラック・ミーティングとポートフォリオ・ストラテジー・ミーティングから成る。 ＜マーケット・アウトトラック・ミーティング＞ ・ 運用プロフェッショナルが全員参加、ボトムアップによる投資アイデアを創出 ・ リード・セクター・スペシャリストがセクター別の投資アイデアを提案 ・ スペシャル・トピックスでは掘り下げた議論を行う ＜ポートフォリオ・ストラテジー・ミーティング＞ ・ リード・ポートフォリオ・マネージャー及びリード・セクター・スペシャリストが出席 ・ 投資テーマのトップ・ダウン・アプローチによる意思決定 ・ リード・ポートフォリオ・マネージャーはセクター配分やポートフォリオ・リスクを提議し、投資アイデアを共有 ・ 主要投資アイデアの評価や投資テーマの検討 ⇒ 大きな市場変動の中で超過収益の源泉とする戦略を分散し、個々の失敗が過度に大きな影響を持つことが無いようにバランスのとれた運用がなされているが、分散しすぎて過度に保守的な運用となって収益機会を逃している可能性も感じられる。
組織・人材	【2.0】	○ ファンドマネジャー 運用経験年数29年 ⇒ 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。 ○ 200名超の経験豊富なメンバーを有しているが、豊富なリソースを生かして目標α達成に必要なリスクテイクを行える組織構造になっていない。コンサルからもリスクテイクが不十分であるとの指摘がなされている。超過収益獲得よりも残高維持が優先されている可能性が懸念される。 ⇒ 組織構造の問題点を勘案し評価を引き下げたうえで先方に警告する。
内部統制		○ 特段問題なし。
事務処理体制		○ 特段問題なし。
情報セキュリティ対策		○ 特段問題なし。
付加価値サービス	【4.0】	○ マクロ経済や各アセットクラスに対する見通しの情報共有など、当法人に対して有益なサービスを能動的かつ迅速に必要な十分なクオリティで提供している。

外国債券アクティブ定性評価結果(平成29年度)

運用受託機関名	
再委託先名	
運用スタイル	グローバル総合
ベンチマーク	ブルームバーグ・バークレイズ・グローバル総合(除く日本円、ヘッジなし)
超過収益の源泉	デュレーション25%:残存構成:20%:種別構成50%:通貨配分5%
定性評価	【4.0】○ 当法人のアクティブ運用として「大変優れている」と評価できる。
投資方針	○ グローバル債券市場に存在する可能な限り多くの超過収益の源泉から少しずつ収益を積み上げることを哲学としている。単一のリスク要因(例えばデュレーション戦略等)に大きくベットすることは避け、多数の付加価値源泉にバランスよく分散投資を行うことにより、リスク低減とリターンの極大化を図る。
運用プロセス	【4.0】 ○ ・拠点別役割分担 グローバル債券運用チームで策定したグローバル債券モデル・ポートフォリオをもとに、を中心とした の運用部が、インベストメント・コミッティーならびにグローバル債券運用統括責任者の (グローバル債券担当CIO)と緊密に意思疎通を図りつつ、投資ガイドラインに則した日々のポートフォリオ管理を実施。 ・組織・意思決定 Ⅰ:上席ポートフォリオ・マネージャー(11名)によるインベストメント・コミッティーは、長期・短期経済予測会議でのマクロ経済、金利予測に基づくトップダウン戦略(国別配分、通貨配分、デュレーション、イールド・カーブ等)と、各スペシャリスト・チームからのボトムアップ戦略(セクター、銘柄選択、スプレッド等)の提案をまとめ、全社的なモデル・ポートフォリオを策定する。投資運用にかかる全ての情報、投資アイディアはインベストメント・コミッティーに常時インプットされる。 Ⅱ:グローバル債券運用チームのポートフォリオ・マネージャーは、個別ポートフォリオ運用において、モデル・ポートフォリオと投資ガイドラインに沿った形で、最適なポートフォリオの構築を行う。 ⇒ 当初方針に則り、セクター戦略を超過収益の源泉とし、今年度目標超過収益を達成している。マクロ経済・金利予測に基づくトップダウン戦略はさることながら、非エージェンシーMBS債を始めとした質の高いキャリーを獲得できる資産担保証券等の銘柄選択の実績も高く今後も期待できる。他のアセットオーナーのガイドライン事例など、GPIFの業務に対しての付加価値が大きいため、評価を引き上げる。
組織・人材	【4.0】 ○ <日本> (グローバル債券運用チーム) 運用経験年数27年 <海外> (米国コア戦略担当CIO) 運用経験年数22年、 (グローバル債券担当CIO、グローバル債券運用チーム統括責任者) 運用経験年数18年 ⇒ 経験を有し、投資環境を踏まえた対応が可能なマネージャーが配置されている。 ○ 報酬が一定水準を上回る従業員については年次の報酬が現金部分と長期インセンティブで構成される。長期インセンティブプランで付与される報酬部分は、過去3年の営業収益に連動して増減する。 ⇒ 報酬体系によりマネージャーの動機付けがなされている。
内部統制	○ 特段問題なし。
事務処理体制	○ 特段問題なし。
情報セキュリティ対策	○ 特段問題なし。
付加価値サービス	【4.0】○ マクロ経済や各アセットクラスに対する見通しの情報共有など、当法人に対して有益なサービスを能動的かつ迅速に必要な十分なクオリティで提供している。

外国債券アクティブ定性評価結果(平成29年度)

運用受託機関名		
再委託先名		
運用スタイル		グローバル総合
ベンチマーク		ブルームバーグ・バークレイズ・グローバル総合(除く日本円、ヘッジなし)
超過収益の源泉		金利・国別配分30%: 為替20%: 非国債50%
定性評価	【4.0】	○ 当法人のアクティブ運用として「大変優れている」と評価できる。
投資方針	【4.0】	○ ファンドメンタルズに対する相対価値分析を重視したバリュー・アプローチに基づき各国の債券市場を分析し、投資方針を決定する。金利・国別配分戦略に際しては、実質金利、イールドカーブの形状(長短金利差)、経済ファンダメンタルズを重視。為替戦略においては、各国のファンダメンタルズに対する各通貨の割安・割高分析に基づき、債券投資戦略とは分離して策定。非国債戦略においては、国債と比較してオプション及びクレジット調整後スプレッドが魅力的なセクター/銘柄に投資。
運用プロセス		○ 第1段階:リサーチ 「グローバル債券運用チーム」の「グローバル金利為替戦略チーム」が金利戦略、国別配分戦略、為替戦略等に関わる調査を行い、投資アイデアを策定する。「グローバルスプレッド戦略チーム」は非国債戦略に関わる調査を行い、投資アイデアを策定する。調査においては、他の債券運用チームからの情報も活用する。 第2段階:ポートフォリオ構築 グローバル債券運用チームが、債券グローバル会議において、上記の投資アイデアを基にグローバルの全てのポートフォリオに適用される基本投資戦略である「コア戦略」を策定する。次に、グローバルで決定したコア戦略を基に、担当ファンド・マネジャーが、投資制限、投資ガイドライン、税制等に留意しながら、具体的なポートフォリオ組入れ銘柄を決定しポートフォリオを構築する。 ⇒ αは平成28年度、平成27年10月以降(評価開始以来)ともに、目標の2%には達成していないものの、投資適格社債、非投資適格社債のオーバーウエイト、ノンエージェンシーMBSのオーバーウエイト等、非国債戦略の成果が相応に出ている。
組織・人材	【4.0】	○ ファンドマネジャー (共同CIO) 運用経験年数30年 (共同CIO) 運用経験年数30年 ⇒ 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。 ○ 単年度の成績に加え、3年程度の長期的な成果も考慮している。シニアマネジャーについてはより定量面の成果を重視し、5年～10年といった更に長期的な運用成績を考慮する。また、360度評価も採用している。 ⇒ 特段、他社対比特筆する人事評価制度ではないが、360度評価を用いるなど透明性を高めようとしている。
内部統制		○ 解雇した債券ポートフォリオ・マネジャーによる不適切な証券取引に関して、米国証券取引委員会(SEC)が課徴金支払いの決定をした。これは当該ポートフォリオ・マネジャーが3年以上前に6回にわたり、顧客口座による不正な買戻し取引を行ったことに対するもの。
事務処理体制		○ 特段問題なし。
情報セキュリティ対策		○ 特段問題なし。
付加価値サービス	【3.0】	○ マクロ経済や各アセットクラスに対する見通しの情報共有など、当法人に対して有益なサービスを迅速に提供している。

外国債券アクティブ定性評価結果(平成29年度)

運用受託機関名	
再委託先名	
運用スタイル	グローバル総合
ベンチマーク	ブルームバーグ・バークレイズ・グローバル総合(除く日本円、ヘッジなし)
超過収益の源泉	国別・通貨配分30%:デュレーション・満期構成10%:種別・業種配分・銘柄選択60%
定性評価	【3.9】 ○ 当法人のアクティブ運用として「優れている」と評価できる。
投資方針	○ ・Value(割安銘柄へ投資):市場モメンタムに左右されず、割安な銘柄へ投資 ・Spread Product Emphasis(クレジット投資):社債等クレジットへの投資が高くなる傾向 ・Opportunistic(市場環境に応じた運用):市場環境に応じてリスク量を調整
運用プロセス	【4.0】 ○ マクロ経済予測に基づくトップダウンアプローチと個別銘柄調査に基づくボトムアップアプローチにより超過収益の獲得を目指す。 社債市場はクレジットリスクを適正に評価しておらず、また企業のイベントに対して過大に反応する傾向があると考えており、徹底的なリサーチとボトムアップアプローチにより、投資機会のある銘柄を発掘。 同様の投資機会を国債、モーゲージ債といった他の債券においても発見し、綿密な分析と洞察力あふれる投資アイデアを通じて、市場の非効率性を利用した超過収益の獲得を狙う。 ⇒ 基本は社債のOWを維持してスプレッド縮小局面で勝つ戦略であるが、個別銘柄選択に強い自信や体制を有しているとの印象は受けることができなかった。しかし、昨年度は目標αもクリアしており、派手なスタイルではないが昔から一貫したスタイルであると認めて評価を変えない。
組織・人材	【4.0】 ○ ポートフォリオ・マネジャー 運用経験年数43年、運用経験年数37年、 運用経験年数31年、運用経験年数24年 ⇒ 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。 ○ ポートフォリオ・マネジャー自身も会社のプログラムを通じて幾つかのファンドに投資している。 ⇒ 報酬体系によりマネジャーの動機付けがなされている。
内部統制	○ 特段問題なし。
事務処理体制	○ 特段問題なし。
情報セキュリティ対策	○ 特段問題なし。
付加価値サービス	【2.0】 ○ マクロ経済や各アセットクラスに対する見通しの情報共有など、当法人に対してサービスを提供しているが、情報の内容や更新頻度が不十分であり、リアルタイムな情報共有はできていない。

外国債券アクティブ定性評価結果(平成29年度)

運用受託機関名	
再委託先名	
運用スタイル	グローバル総合
ベンチマーク	ブルームバーク・パークレイズ・グローバル総合(除く日本円、ヘッジなし)
超過収益の源泉	デュレーション7.5%:イールドカーブ7.5%:国別選択15%:為替30% :クレジット・ベータ20%:クレジット・セクター10%:レバティフ・バリュ10%
定性評価	【3.9】 ○ 当法人のアクティブ運用として「優れている」と評価できる。
投資方針	○ ○ ポートフォリオ運用チームは、持続的な超過収益の創出は、スキルと分散によって行われるという哲学の元、運用を行う。 ○ 分散は、超過収益源泉および投資ホライズンの二つの異なる観点より行う。 ○ 価格の歪みが存在する市場の投資機会に対してリスクを配分するという、トップダウンのリスク・バジェットिंगのアプローチによって、能動的にポートフォリオを運用する。 ○ コスト効率性の高い「オフセット」ポジションも組み入れることで、効率的な分散を行う。 ○ グローバルの各地域の運用のスペシャリストからもたらされるローカル市場の知を活用する。
運用プロセス	【4.0】 ○ 運用プロセスは、チーム・アプローチの元、魅力的なリスク調整後リターンを達成すべく構築されている。当戦略では、超過収益の源泉および投資ホライズンの分散が重要であり、チーム個々人の多様なスキルセットを組み合わせ、堅牢なポートフォリオ構築プロセスに基づくジャッジメンタルな運用を行う。 運用プロセスは以下の4つのカテゴリーから構成されている。 1. 経済ロードマップ: 四半期ごとに開催する投資フォーラム(QIF)において、長期的見通しに基づき3-5個の投資テーマを特定 2. 市場ロードマップ: センチメントや投資家のポジショニングなどの分析を行い、複数の想定シナリオを策定 3. リスク配分&ポートフォリオ構築: 確信度に応じた機動的なリスク配分。既存ポートフォリオとのリスク相殺効果に注目 4. アクティブなリスク管理&コントロール: ポートフォリオ運用プロセスの一環としてのリスク管理に加え、独立したモニタリングを行う ⇒ 投資テーマ「中央銀行の動向が市場を支配」から米国と英国のデュレーションをショートしたり、「低迷する原油価格」から米国と欧州の物価連動国債をロングしたりと、テーマに沿ったトレード・アイデアが適切にポジションに反映されている。
組織・人材	【4.0】 ○ (グローバル・マクロヘット) 運用経験年数35年 (シニア・ポートフォリオ・マネジャー) 運用経験年数22年 (シニア・ポートフォリオ・マネジャー) 運用経験年数20年 ⇒ 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。 ○ 株式や運用するファンドへ投資する権利が与えられる。 ⇒ 報酬体系によりマネジャーの動機付けがなされている。
内部統制	○ 特段問題なし。
事務処理体制	○ 特段問題なし。
情報セキュリティ対策	○ 情報セキュリティ管理において一部、全社的に周知・実施がされていない点があったが、今後外部コンサルタントによるリスクアセスメントの実施や、管理責任者を取締役会で指名するなどの改善計画に着手する。
付加価値サービス	【2.0】 ○ マクロ経済や各アセットクラスに対する見通しの情報共有など、当法人に対してサービスを提供しているが、情報の内容や更新頻度が不十分であり、リアルタイムな情報共有はできていない。

外国債券アクティブ定性評価結果(平成29年度)

運用受託機関名	
再委託先名	
運用スタイル	グローバル総合
ベンチマーク	ブルームバーク・バークレイズ・グローバル総合(除く日本円、ヘッジなし)
超過収益の源泉	セクター配分40%:銘柄選択20%:通貨配分20%:金利選択・トレーディング等20%
定性評価	【4.0】○ 当法人のアクティブ運用として「大変優れている」と評価できる。
投資方針	○ グローバル債券市場における国債、社債(新興国債券、ハイイールド債を含む)に幅広く投資し、セグメント間の配分を機動的に行い、積極的に通貨選択を行うことによって、リスクを低減させつつ長期に優れたリターンを得ることが可能。
運用プロセス	【4.0】 ○ ・国別選択戦略:先進国および新興国における経済指標等のマクロ経済分析を行い、マクロ経済スコア・カードとして記録 ・金利戦略:セクター配分によって金利リスクやスプレッド・リスクの大きな国から、相対的に優位な国へ配分変更することにより、より効率的にポートフォリオの価値を保全 ・種別戦略:セクター(債券種別)および業種の配分は、米国国債、米国社債、米国以外の債券(新興国を含む各国国債および社債)の3つのセグメントに分けて幅広い投資機会を分析 ・銘柄選択:ハイイールド債を含む個別の発行体に対するクレジット分析、債券市場調査を実施 ・為替戦略:セクター(債券種別)配分、銘柄選択によって債券ポートフォリオを構築した後、さらなる付加価値追求とポートフォリオ分散を目的として為替配分実施。通貨のトレンド、政治経済情勢、ヘッジ・コスト分析、テクニカル分析等に基づいて決定。 ⇒ 米国景気の堅調な見通しや他の主要国との金利差拡大により、米ドル高傾向が続くとの見方から、通貨戦略では米ドルエクスポージャーの比率を一貫してほぼ100%としている。また、ボラティリティが高まる環境の中、金利先物等も利用してBMに対して短期化を基本的に維持しつつ機動的にデュレーションをコントロールしており、積極的かつリスク低減を考慮した運営が確認できた。
組織・人材	【4.0】 ○ シニア・ポートフォリオ・マネジャー 運用経験年数33年、運用経験年数30年、 運用経験年数31年 ⇒ 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。 ○ 変動賞与給は短期・中期・長期インセンティブで分けていて、それぞれの条件に応じて短期は全従業員、中期は運用プロフェッショナル、長期は一部運用担当者を含む重要職員を対象に支給される。 ⇒ 報酬体系によりマネジャーの動機付けがなされている。
内部統制	○ 特段問題なし。
事務処理体制	○ 特段問題なし。
情報セキュリティ対策	○ 特段問題なし。
付加価値サービス	【3.0】○ マクロ経済や各アセットクラスに対する見通しの情報共有など、当法人に対して有益なサービスを迅速に提供している。

外国債券アクティブ定性評価結果(平成29年度)

運用受託機関名	
再委託先名	
運用スタイル	グローバル総合
ベンチマーク	ブルームバーグ・バークレイズ・グローバル総合(除く日本円、ヘッジなし)
超過収益の源泉	セクター選択37.5%:銘柄選択25%:デュレーション・イールドカーブ17.5%:通貨アロケーション20%
定性評価	【4.0】
投資方針	○ 当法人のアクティブ運用として「大変優れている」と評価できる。 ○ クレジット・リサーチ、クオンツ分析、リスク・マネジメントの統合によって構築された分散化ポートフォリオから、高いインフォメーション・レシオで一貫した超過リターンを投資家に提供することができると考える。同様のリサーチに基づく、相対価値を重視したプロセスは、 が運用するすべてのマルチセクター債券戦略に適用される。
運用プロセス	○ 4段階の投資決定プロセスを採用。 1. トップ・ダウンのリスク配分 2. 資産配分:リスク・バジェットとリスク配分 3. 銘柄選択 4. リスク管理 世界の債券市場に投資するにあたり、数々の市場の非効率性を活用。 が有する豊富なリサーチ・スタッフを動員し、他社に先んじてポジティブ、ネガティブ両面において経済とクレジットの変化を予想する。マクロ経済チーム、および地域別、セクター別、業種別のポートフォリオ・マネジメント・チームとリサーチ・チームを編成し、ウォールストリートが必ずしも注目していないものも含め、トレンドや個々の企業に関する詳細な情報収集を行う。また、独自のモデルを利用し、為替相場の混乱やイールドカーブの歪みからの収益の獲得を目指す。最後に、需給および国、セクター、業界、同じ発行体で満期の異なる債券や債券とローンにおけるスプレッド格差などのさまざまなテクニカル要因から生じた非効率性を捉える。 ⇒ 各ポジション構築時におけるリスク管理に優位性があることが確認できたため評価を引き上げ、ガイドラインプロジェクトに対する貢献があったため付加価値サービスの評価を引き上げる。
組織・人材	○ ファンドマネジャー (チーフ・インベストメント・ストラテジスト) 運用経験年数33年 ⇒ 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。 ○ 一定レベル以上のシニア・プロフェッショナルに与えられる長期インセンティブプランや、よりシニアなポジションになるほどボーナスのウェイトが高まる仕組みを設定している。 ⇒ 報酬体系によりマネジャーの動機付けがなされている。
内部統制	○ 特段問題なし。
事務処理体制	○ 特段問題なし。
情報セキュリティ対策	○ 特段問題なし。
付加価値サービス	○ マクロ経済や各アセットクラスに対する見通しの情報共有など、当法人に対して有益なサービスを能動的かつ迅速に必要な十分なクオリティで提供している。

外国債券アクティブ定性評価結果(平成29年度)

運用受託機関名	
再委託先名	
運用スタイル	グローバル総合
ベンチマーク	ブルームバーグ・バークレイズ・グローバル総合(除く日本円、ヘッジなし)
超過収益の源泉	マクロ(含む為替・金利)34%:アセットアロケーション33%:銘柄選択33%
定性評価	
投資方針	
運用プロセス	第32回投資委員会(平成29年9月5日)で解約を決議済みのため、定性評価を行っていない。
組織・人材	
内部統制	
事務処理体制	
情報セキュリティ対策	
付加価値サービス	

外国債券アクティブ定性評価結果(平成29年度)

運用受託機関名	
再委託先名	
運用スタイル	グローバル総合
ベンチマーク	ブルームバーグ・パークレイズ・グローバル総合(除く日本円、ヘッジなし)
超過収益の源泉	債券66.67%:通貨33.33%
定性評価	【4.0】 ○ 当法人のアクティブ運用として「大変優れている」と評価できる。
投資方針	○ 「投資は実質ベースのインカムの価値に注目すべきである」との哲学の下、「実質金利」および「実質為替レート」等のバリュエーション分析をベースとしつつ、財政、対外債務、金融を含めた各国のバランスシート分析を加味して、ポートフォリオ構築を行う。 ・多様な国のソブリン債券を投資対象とすることで、魅力的な投資機会の獲得とポートフォリオの分散が可能であると考えており、社債等への投資は行わない。
運用プロセス	【4.0】 ○ ①債券戦略(実質金利分析および財政、流動性の評価の実施) ・実質金利に着目した債券国別配分戦略を主たる収益の源泉としており、実質金利の分析においては、インフレ予測が重要。(実質金利=名目金利-予想インフレ率) ・グローバルインフレリサーチに注力し、インフレ予測モデルによる推計と各国へのオンサイトモニタリングによる定性評価を加味して、18-24ヶ月先のインフレ予測を行う。 ・投資の価値尺度として、実質金利のみでも有効だが、発行国の財政安定性や市場の流動性の評価を加味することにより、投資尺度の精度が更に高まる。 ・実質金利に、財政スコアを加味することで期待リターンを算出し、リスクを調整したうえで国別配分戦略を決定。 ②通貨戦略(購買力平価説に基づく実質為替レート評価の実施) ・債券戦略で実質金利を用いた実質ベースのバリュエーション分析を行うのと同様、為替戦略でも実質為替レートからの乖離を用いて、実質ベースでの評価を行う。 ・実質為替レートと足もとの為替レートからの乖離率に、経常収支や資本収支等の安定度分析、および実質短期金利分析を加味して、為替の割安・割高の分析。 ・実質為替レートなどによる評価に基づき、基本的に期待リターンが高い通貨を中心に組入れ、リスクを調整したうえで通貨配分を決定。 ⇒ シンガポール、ポーランドは実質金利の相対的な魅力が高まったことからオーバーウェイトに修正したり、メキシコの相対的な魅力が低下したことに加え、トランプ政権のメキシコに対する政策への懸念や、国営石油公社PEMEXからの歳入の減少等を受け、財政の定性評価を引き下げたことから、オーバーウェイト幅を縮小したりと、機動的にポジションに反映させている。
組織・人材	【4.0】 ○ (CIO) 運用経験年数37年 (GEO) 運用経験年数34年 ⇒ 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。 ○ 人件費控除前のキャッシュフローを事前に決められた比率で株主と役職員に配分する仕組みをとっており、従業員と株主の利益相反を防いでいる。 ⇒ 他社とは違ったユニークな報酬体系であり、透明性も高い。
内部統制	○ 特段問題なし。
事務処理体制	○ 特段問題なし。
情報セキュリティ対策	○ 特段問題なし。
付加価値サービス	【3.0】 ○ マクロ経済や各アセットクラスに対する見通しの情報共有など、当法人に対して有益なサービスを迅速に提供している。

外国債券アクティブ定性評価結果(平成29年度)

運用受託機関名	
再委託先名	
運用スタイル	グローバル総合
ベンチマーク	ブルームバーグ・バークレイズ・グローバル総合(除く日本円、ヘッジなし)
超過収益の源泉	絶対収益型
定性評価	【3.9】
投資方針	○ 当法人のアクティブ運用として「優れている」と評価できる。 ○ ・ベンチマークにとらわれないアプローチによって、グローバル債券投資における長期にわたる潜在的付加価値を見出す。 ・グローバルなマクロ経済分析(トップ・ダウン)と徹底した国別リサーチ(ボトム・アップ)を融合し長期的な経済の不均衡の特定に活用。 ・3つの異なるアルファの源泉(金利、通貨、クレジット)にリスク配分することにより、分散効果と様々な市場からのより安定したリターンを獲得を目指す。
運用プロセス	【4.0】 ○ 1. グローバル・リサーチ グローバル・マクロ・グループは、国別のファンダメンタルズ分析を採用しており、これに定量的マクロモデル分析と現地運用会社からの視点を組みあわせて分析を行う。これら3つの要素は、デフレーション、通貨及びクレジットの観点から最も魅力ある投資機会を特定するために使用する。 2. 潜在的なアルファの源泉 リサーチを通じて、グローバル・マクロ・グループは、金利(デフレーション)、通貨、クレジット(国、コーポレート、その他スプレッド・セクター)の3つの分野においてバリューに繋がる経済上の不均衡を特定する。 3. ポートフォリオ構築 ・概念的には、ポートフォリオをキャッシュ100%の白紙の状態であるとみなして、継続的に見直しを行う。個々のポジションの組入比率は、ファンダメンタルズ面の魅力度、バリュエーション及び想定されるリスクとボラティリティに対する期待リターンに基づく。個々のポジションの比率は、他のポジションとの相関度やポートフォリオ・レベルの目標リスクに基づいて調整。 ⇒ キーマンリスクが高いという点はその通りだが、キーマンの判断が優位に働いているとの評価にもつながり、評価引き下げに至るほどの懸念は現時点ではない。情報提供に関しては特筆すべきものが無く、GKがニーズを反映できていないことも問題点か。
組織・人材	【4.0】 ○ ポートフォリオ・マネジャー 運用経験年数22年 ⇒ 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。 ○ ボーナスの大部分は自ら運用しているファンドで支払われ、受け取りには通常3-5年かけて行われる。 ⇒ 報酬体系によりマネジャーの動機付けがなされている。
内部統制	○ 特段問題なし。
事務処理体制	○ 特段問題なし。
情報セキュリティ対策	○ 特段問題なし。
付加価値サービス	【2.0】 ○ マクロ経済や各アセットクラスに対する見通しの情報共有など、当法人に対してサービスを提供しているが、情報の内容や更新頻度が不十分であり、リアルタイムな情報共有はできていない。

外国債券アクティブ定性評価結果(平成29年度)

運用受託機関名	
再委託先名	
運用スタイル	グローバル総合
ベンチマーク	ブルームバーグ・パークレイズ・グローバル総合(除く日本円、ヘッジなし)
超過収益の源泉	債券(含む国別配分・デュレーション・セクタークレジット)50%:通貨50%
定性評価	【3.9】 ○ 当法人のアクティブ運用として「優れている」と評価できる。
投資方針	○ 中期的な視点にたち、実質金利の高い債券に投資し通貨をコントロールすることにより、超過収益の獲得が可能と考える。また、割安な債券に着目することにより下落リスクをコントロールできると考える。金利や通貨は、各国の経済状況を反映した水準に収斂し、平均回帰が働きやすい市場であると捉えている。
運用プロセス	【4.0】 ○ ① 国別配分 グローバルな視点から、相対的に割安な国を選別。先進国及び投資適格のエマージング国が投資対象の中心。実質金利の高さに着目し、長期的景気動向、政治・金融状況、ビジネスサイクル等に対する判断も加味して、国別配分を決定。 ② 通貨配分 長期的な通貨の割安度を図るツールとして、購買力平価(PPP)等を使用。その国の経済主体の投資/消費行動が通貨に与える影響も加味する。 ③ デュレーション/イールドカーブ デュレーションは国毎に決定。国毎のイールドカーブや経済環境を勘案し、期間構成を決定。 ④ セクター/クレジット 投資対象はソブリン債中心。ただし、市場が社債、モーゲージ債等のクレジット・リスクを過度に織り込み、クレジット・スプレッドが大きく拡大したと判断した場合には、これらのセクターに投資する場合がある。 ⑤ ポートフォリオ構築 通常、相対的に魅力度の高い8~16ヶ国へ選別投資。 ⇒ 投資動向の適切な説明という点では劣るが、GKの役目が不十分であるため付加価値サービスを引き下げて、その他の項目は変更しない。
組織・人材	【4.0】 ○ ポートフォリオ・マネジャー 運用経験年数36年、運用経験年数36年 ⇒ 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。 ○ 全顧客が成功報酬を採用するとビジネスの安定性が損なわれるので、運用資産の約18%で成功報酬体系を採用している。ボーナスは社への貢献度と運用パフォーマンスによって決まる。 ⇒ 報酬体系によりマネジャーの動機付けがなされている。
内部統制	○ 特段問題なし。
事務処理体制	○ 特段問題なし。
情報セキュリティ対策	○ 特段問題なし。
付加価値サービス	【2.0】 ○ マクロ経済や各アセットクラスに対する見通しの情報共有など、当法人に対してサービスを提供しているが、情報の内容や更新頻度が不十分であり、リアルタイムな情報共有はできていない。

外国債券アクティブ定性評価結果(平成29年度)

運用受託機関名	
再委託先名	
運用スタイル	米国総合
ベンチマーク	パークレイズ米国総合
超過収益の源泉	銘柄選択20%:セクター配分70%:イールドカーブ・トレーディング10%
定性評価	【3.9】 ○ 当法人のアクティブ運用として「優れている」と評価できる。
投資方針	○ ベンチマーク配分にとらわれず、景気循環、デフォルト・サイクル、財政・金融ポリシー、テールリスク等を分析しつつ、機動的に債券セクターへの配分を調整し、独自の定量・定性分析を用いて、トップダウン、ボトムアップ両方から高いリスク調整後リターンを獲得を目指す。ベンチマーク債券のみならず、幅広い債券セクターへの投資を行い、市場サイクルでみて年率リスクがベンチマークと同水準となるようリスク管理を行う。
運用プロセス	【4.0】 ○ 以下のプロセスでポートフォリオの構築を行う ① マクロ経済の評価 マクロ経済と市場全体のリスク、投資機会、長期サイクルの評価を実施。社内のマクロ経済調査チームやグローバル・アセット・アロケーション調査チームによるリサーチを活用し、セクター毎のファンダメンタルズ評価と組み合わせることで、相対的に魅力のあるセクターの発掘を行う。 ② セクター分析 上記①のマクロ経済評価において特定された、相対的に魅力のあるセクターの定量・定性分析を実施。セクタートレンドへの影響が大きいファンダメンタルズ要因とテクニカル要因を分析する。 ③ アセット・アロケーション 上記①、②の分析を踏まえ、広範な投資戦略が反映されたモデルポートフォリオを構築する。モデルポートフォリオは必要に応じ、月1回以上アップデートされる。 ④ 銘柄選択 現在の市場環境における各債券の価値を分析し、流動性に配慮しながらリスク調整後リターンを最適化する債券を特定する。銘柄毎にファンダメンタルズ、相対価値、テクニカル要因の評価を実施する。 ⑤ ポートフォリオ構築 リスク調整後リターン向上のため、セクター配分と銘柄選択の微調整を行う。 ⇒ 運用開始以来、着実にαを獲得しており、セクターローテーションと銘柄選択効果がうまく機能している。
組織・人材	【4.0】 ○ ポートフォリオ・マネジャー 運用経験年数26年、運用経験年数32年 ⇒ 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。 ○ ポートフォリオマネジャーのボーナスは3年間のトラックレコードで評価される。ポートフォリオマネジャーはパフォーマンス、アナリストは銘柄推奨の有効性が最大のインセンティブ決定要因。ポートフォリオマネジャーのボーナスは獲得したαによって決定されるが、αを上回った場合はいくらαを獲得しても、あらかじめ決められたボーナス枠の150%水準を上限としており、過度なリスクを取ることに對するインセンティブをなくすための評価手法をとっている。 ⇒ 報酬体系によりマネジャーの動機付けがなされている。
内部統制	○ 特段問題なし。
事務処理体制	○ 特段問題なし。
情報セキュリティ対策	○ 特段問題なし。
付加価値サービス	【2.0】 ○ マクロ経済や各アセットクラスに対する見通しの情報共有など、当法人に対してサービスを提供しているが、情報の内容や更新頻度が不十分であり、リアルタイムな情報共有はできていない。

外国債券アクティブ定性評価結果(平成29年度)

運用受託機関名		
再委託先名		
運用スタイル		米国総合
ベンチマーク		パークレイズ米国総合
超過収益の源泉		個別銘柄選択70%:資産配分・その他30%
定性評価		【3.4】 ○ 当法人のアクティブ運用として「優れている」と評価できる。
投資方針	【3.0】	○ ファンダメンタル分析に基づく社債部分での銘柄選択を重視した投資プロセスにより、長期的に市場平均を上回るリスク調整後リターン(シャープレシオ)の獲得を目指す。 個別企業のファンダメンタル分析によって得た多角的な情報から、マクロ景況感/債券市場見通しを策定し、ポートフォリオにおける各種債券セクターの資産配分を決定。
運用プロセス		○ 国別選択戦略: 基本的に米国のみを対象とする。米国で活躍する多国籍企業が発行する米ドル建て社債に投資する場合もある。 金利戦略、種別戦略: 個別企業調査で得た多角的な情報から、マクロ景況感/債券市場見通しを策定し、ポートフォリオにおけるデュレーション、社債部分の比率を決定する。社債部分の比率決定後、社債市場見通しに基づいて、社債部分のクレジットリスクの許容度(格付配分)を決める。社債部分の業種配分については、あくまでボトムアップの結果。社債部分のポートフォリオを構築後、ポートフォリオ全体のリスクを考慮して、社債以外の投資比率を決定する。決定者はポートフォリオ・マネージャー。 銘柄選択: 定性・定量分析によって調査対象銘柄を絞り込んだ後、債券アナリストが、個別企業調査の結果から、社債各銘柄に「買い」「中立」「売り」「回避」の格付けを付与する。 ⇒ 社債のアロケーションと銘柄選択を超過収益の源泉とするシンプルな運用スタイルを堅持している。現在はクレジットサイクルの終盤と読み、リスクを抑えた運用を意図的に行っているところ。オフベンチ投資に積極的ではないがピュアな米国総合運用者として採用しており、過去からのスタイルを貫いている。
組織・人材	【4.0】	○ ポートフォリオ・マネージャー 運用経験年数31年、 運用経験年数11年、 運用経験年数15年 ⇒ 経験を有し、投資環境を踏まえた対応が可能なマネージャーが配置されている。 ○ 基本給の2年分以上を自身の担当ファンドへ投資することになっている。報酬は定量(過去数年のパフォーマンス)及び定性(チームへの貢献、教育、営業プロセスへの貢献、顧客との関係など)要因に基づいて決定、配分される。 ⇒ 報酬体系によりマネージャーの動機付けがなされている。
内部統制		○ 特段問題なし。
事務処理体制		○ 特段問題なし。
情報セキュリティ対策		○ 特段問題なし。
付加価値サービス	【2.0】	○ マクロ経済や各アセットクラスに対する見通しの情報共有など、当法人に対してサービスを提供しているが、情報の内容や更新頻度が不十分であり、リアルタイムな情報共有はできていない。

外国債券アクティブ定性評価結果(平成29年度)

運用受託機関名	
再委託先名	
運用スタイル	欧州総合
ベンチマーク	ブルームバーク・パークレイズ・ユーロ総合
超過収益の源泉	マーケット配分20%:デュレーション・イールド・カーブ40%:クレジット・個別銘柄選択35%:通貨選択5%
定性評価	【3.5】
投資方針	○ 当法人のアクティブ運用として「優れている」と評価できる。 ○ 債券運用の投資哲学は、「緻密さ」と「投資の分散」という二つの原則に基づいて安定したパフォーマンスを提供すること。つまり、個々の投資機会の分析・投資判断において、魅力的と認識するリスクだけを投資に取り込み、意図せざるリスクを排除することを追求しながら、付加価値の源泉をある特定の要素に限定するのではなく、独自の運用管理手法により幅広く多様な債券投資機会に付加価値を追求する。
運用プロセス	【3.0】 ○ (1) トップダウン・アプローチ(経済分析(月次)、債券資産配分(月次)、クレジット戦略(月次)など各種ミーティング) ・グローバル経済の深い分析、景気サイクルの理解、経済成長率、インフレ率や金利等の主要な経済指標予測。 ・12ヶ月市場予想(短期金利、債券イールド、スプレッド市場)等、経済分析、債券戦略のレビュー・承認。 ・各種債券マーケット、セクターの見通しなど関する議論。 (2) ボトムアップ・アプローチ(クレジット・アナリスト・チーム) ・トップダウンのグローバル・マクロ経済分析、クレジット戦略、セクター戦略と、クレジット・アナリストからのインプットであるボトムアップの銘柄選択。 ・流動性の面からも取引可能な銘柄に、セクター内での相対バリュエーション分析を踏まえた短期的なパフォーマンス格付けを付与。 (3) ポートフォリオ構築(ポートフォリオ・マネジャー) ・ポートフォリオ・マネジャーはあがってきたボトムアップの銘柄選択を統合して、ポートフォリオを構築を行い、ポートフォリオ運用に関する最終的な責任を持つ。 ・収益の源泉へのリスク配分は「リスク・ユニット」という独自の手法を用いてリスク量に応じたポジションを決定。 ⇒ 3年程度の中期で、ベンチマークを0.75%(年率)上回ることを目指しており、運用プロセスにおいて大きくアクティブ・リスクを取ることは少ないが、確実に超過収益を積み上げている。クレジットのオーバーウェイトやインフレ連動債へのアロケーション拡大など、マーケットの変化の中でも多様にかつ機敏に分散投資を実践することで好パフォーマンスを維持していることが確認できた。
組織・人材	【4.0】 ○ ファンドマネジャー (欧州債券ヘッド) 運用経験年数25年 ⇒ 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。 ○ 報酬体系は、① の収益性② 独立的な第三者の立場からの のバリュエーション③ 個人のパフォーマンスを組み合わせた内容に基づいている。同時に、架空の株式(Shadow share)の保有スキームを用いた長期インセンティブ・プランを導入しており、全ての従業員が運用ビジネスにおける の成長の一部を共有している。 ⇒ 報酬体系によりマネジャーの動機付けがなされている。
内部統制	○ 特段問題なし。
事務処理体制	○ 特段問題なし。
情報セキュリティ対策	○ 特段問題なし。
付加価値サービス	【3.0】 ○ マクロ経済や各アセットクラスに対する見通しの情報共有など、当法人に対して有益なサービスを迅速に提供している。

外国債券アクティブ定性評価結果(平成29年度)

運用受託機関名	
再委託先名	
運用スタイル	新興国現地通貨建て
ベンチマーク	J.P.モルガンGBI-EMグローバル・ダイバーシファイド
超過収益の源泉	テーマ配分60%:国別・通貨選択20%:デュレーション・銘柄選択20%
定性評価	【4.0】
投資方針	○ 当法人のアクティブ運用として「大変優れている」と評価できる。
運用プロセス	○ マクロトップダウンのアクティブ運用による長期的な視点に基づくバリュート投資。高度な順応性を備えたシナリオアプローチと、調査分析、売買執行、ポートフォリオ管理を一元的に行うチーム体制のアクティブ運用で、市場価格と自社調査によるクレジットリスクの乖離に注目し割安な銘柄に投資する。 ○ ①テーマ配分:各テーマへのウェイト配分は、グローバルマクロのベースシナリオに基づき予測される各市場の見通しに沿って行われ、各テーマの相対的割安度と期待アルファを勘案して決定。 ②国別分析:各国のファンダメンタルズ、政治・政策分析、バリュエーション、テクニカルといった要素に着目し、アクティブなマクロトップダウンアプローチにより、国別分析を行う。 ③通貨分析:複数のファンダメンタルズファクターや金融政策の分析を行い、相対的に資金流入が期待される通貨を判断。 ④デュレーション分析:現地調査に基づく国別分析を軸に、現在の市場と比較して合理的な水準であるか、また金融政策や成長性及びインフレ動向といった各国固有の状況に着目して分析。 ⑤銘柄選択:クレジット分析やシナリオ分析を踏まえ、市場価格との乖離からバリューを評価し、銘柄選択を行う。 ⑥ポートフォリオ構築(ポジションサイズの決定):各銘柄の絶対的/相対的な魅力度、流動性、リスク管理またガイドラインとの整合性といった観点を踏まえて、ポートフォリオを構築。 ⇒ 昨年度から変更なし。EM専業会社の強みとして投資対象国に対する深いリサーチがなされており、組織的な強さが引き続き認められる。
組織・人材	○ ポートフォリオ・マネジャー 運用経験年数20年 ⇒ 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。 ○ ボーナス額の4割以上は自社株で受け取る義務があり、受け取った5年以内は売却出来ない。またキャッシュの一部を株で受け取り可能だがその場合は奨励として割増される。 ⇒ 報酬体系によりマネジャーの動機付けがなされている。
内部統制	○ 特段問題なし。
事務処理体制	○ 特段問題なし。
情報セキュリティ対策	○ 特段問題なし。
付加価値サービス	【4.0】 ○ マクロ経済や各アセットクラスに対する見通しの情報共有など、当法人に対して有益なサービスを能動的かつ迅速に必要な十分なクオリティで提供している。

外国債券アクティブ定性評価結果(平成29年度)

運用受託機関名	
再委託先名	
運用スタイル	米国ハイイールド
ベンチマーク	パークレイズ米国ハイイールド社債 2% 発行体キャップ
超過収益の源泉	銘柄選択75%:マクロ分析25%
定性評価	【3.5】 ○ 当法人のアクティブ運用として「優れている」と評価できる。
投資方針	○ 「強い馬(強い発行体)」と呼ばれる発行体を発掘することを目標とし、ボトムアップによる徹底的なクレジット調査とチーム・アプローチに基づく機動的な運用により、トータル・リターンの最大化(インカム・ゲインとキャピタル・ゲイン)を図る。
運用プロセス	【3.0】 ○ 1.投資アイデア 投資アイデアは、クレジット・アナリストとポートフォリオ・マネージャーにより議論される。 2.クレジット分析 アナリストが各セクターを分担し、クレジット調査を行う。アナリストとポートフォリオ・マネージャーが相対価値を評価する。 3.トップダウン分析のオーバーレイ デフォルト率を予想し、外部のエコノミストやストラテジストとのミーティングによって金融市場にインパクトを与える財政政策、金融政策を詳細に分析。 4.ポートフォリオの構築 担当アナリスト、ポートフォリオ・マネージャー、CIOが議論し、3者全員の合意の上、ポートフォリオを構築。 5.リスク・リターン特性を最適化 リスク調整後リターンの提供を目標に、ポートフォリオを最適化。 6.リバランスのタイミング 投資対象としてより高いリターンが見込める銘柄、或いは、クレジットリスクが顕在化し資本を棄損するおそれがあると考えられる銘柄を入れ替える。 ⇒ 格付分布までコンポジットと大きく異なっている点や、昨年度300bp以上となったパフォーマンス差は無視することが出来ず、投資方針・運用プロセスに問題があると判断して評価を引き下げる。
組織・人材	【4.0】 ○ ファンドマネジャー (CIO) 運用経験年数25年 ⇒ 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。 ○ ボーナスの半分が後払いで、更にその半分が運用成績とリンクされる仕組みとなっている。 ⇒ 報酬体系によりマネジャーの動機付けがなされている。
内部統制	○ 特段問題なし。
事務処理体制	○ 特段問題なし。
情報セキュリティ対策	○ 特段問題なし。
付加価値サービス	【3.0】 ○ マクロ経済や各アセットクラスに対する見通しの情報共有など、当法人に対して有益なサービスを迅速に提供している。

外国債券アクティブ定性評価結果(平成29年度)

運用受託機関名		
再委託先名		
運用スタイル		米国ハイイールド
ベンチマーク		パークレイズ米国ハイイールド社債 2% 発行体キャップ
超過収益の源泉		トップダウン20%:セクター配分20%:銘柄選択50%:デュレーション・イールドカーブ5%:通貨配分5%
定性評価		【2.0】
投資方針		○ 当法人のアクティブ運用として「やや劣る」と評価できる。
運用プロセス	【2.0】	○ ボトムアップのクレジット分析、銘柄選択に際しては「報われないリスク」を持つ債券への投資を回避し、ダウンサイド・リスクを徹底して抑制する。金融政策分析により、トップダウン判断で付加価値を創出することが可能であり、重要な局面で適切にリスク・オン/オフを行う。 ○ ① 銘柄選択(クレジット・アナリスト担当):32指標を使ったスクリーニングを行い、約80%の調査対象銘柄を排除。シナリオ分析とファンダメンタルズ分析を実施。更に投資候補となった銘柄の比較分析により、ベストな投資銘柄群を選定。 ② ポートフォリオ構築(ポートフォリオ・マネジャーとクレジット・アナリストが担当):投資候補銘柄150-200銘柄でモデルポートフォリオを構築。 ③ デュレーション戦略は主にトップダウン判断で決定。種別戦略は特に制約はなく、最も魅力度の高いリターン/リスク特性を持つ銘柄へ投資。トップダウン判断も加味。為替は米ドル建て債券以外は、基本ヘッジ。但し、全体リスクの5%を上限に為替リスクを取ることがある。 ④ 各プロセスの融合方法:銘柄選択はボトムアップ判断を重視。ボトムアップ:トップダウンの割合は60%:40%、リサーチ:クオンツの割合は100%:0%。 ⑤ リバランスのタイミング:月次のポートフォリオ・レビュー会議(ポートフォリオ・マネジャーとリスク・マネジャー)でのチェックが主。 ⇒ ディフェンシブであるにも関わらずエネルギー・セクター混乱時の好機を生かすことが出来ず、その後の運用の工夫も見られないことから組織・人材と投資方針・運用プロセスともに問題がある。
組織・人材	【2.0】	○ シニア・ポートフォリオ・マネジャー 運用経験年数39年、 運用経験年数32年、 運用経験年数38年、 運用経験年数37年 ⇒ 経験を有したマネジャーが配置されているが、ディフェンシブであること以外の工夫が不足している。相場上昇時に市場に劣後しているが、個別銘柄選択に工夫を凝らすなどの改善が望まれる。 ○ 報酬体系をパフォーマンスとリンクしたインセンティブ・サラリーシステムを導入している。また、個別に同種戦略への個人資金投資を実施している。 ⇒ 報酬体系によりマネジャーの動機付けがなされている。
内部統制		○ 特段問題なし。
事務処理体制		○ 特段問題なし。
情報セキュリティ対策		○ 特段問題なし。
付加価値サービス	【2.0】	○ マクロ経済や各アセットクラスに対する見通しの情報共有など、当法人に対してサービスを提供しているが、情報の内容や更新頻度が不十分であり、リアルタイムな情報共有はできていない。

外国債券アクティブ定性評価結果(平成29年度)

運用受託機関名		
再委託先名		
運用スタイル		欧州ハイイールド
ベンチマーク		パークレイズ・ユーロ・ハイイールド社債 2% 発行体キャップ
超過収益の源泉		業種配分40%: 銘柄選択60%
定性評価		【3.5】 ○ 当法人のアクティブ運用として「優れている」と評価できる。
投資方針	【4.0】	○ 1. グローバル化が進展する環境でポートフォリオを運用するには、グローバルな視点に加えて、各地域の専門家を活用し、堅固な調査プロセスを構築することが望ましい。 2. 超過収益を継続的に獲得するためには、超過収益源泉の分散化が不可欠である。 3. リスク管理は運用プロセスにおいて重要な要素であり、補完的なものではない。
運用プロセス		○ このトップ・ダウンとボトム・アップを融合した運用プロセスを用い、クレジット悪化銘柄の回避、業種や格付け見通しの変化、相対価値など様々な収益源泉を通じて、付加価値の獲得を追求。長期にわたり付加価値を創出するために、定量ツール、ストラテジストの意見、クレジット・アナリストの分析結果や意見等を総合的に判断し、ポートフォリオ構築を行う。 クレジット・アナリストは、担当する業種の発行体について定量面(財務諸表、各種クレジット指標等)および定性面(経営陣の質、市場での競争力や市場環境等)、またグループ内の株式アナリストの分析なども活用し調査・分析する。 発行体に内在するリスクとそれに見合うスプレッド水準で、クレジット及び相対価値に対する評価が高いと判断される発行体を、ポートフォリオの組入れ候補として推奨する。 ポートフォリオ・マネージャーは、トップ・ダウンのマクロ見通しを踏まえた上で、クレジット・アナリストのファンダメンタル分析に基づいて発行体や個別銘柄を選択し、ポートフォリオの構築を行う。その際、社内及び外部のリスク・モデルを活用して様々なリスク要因を定量化し、ポートフォリオのリスク特性を考慮しつつ実施。 ⇒ 銘柄選択に関してはガイドライン上の制約があることを勘案して、評価を据え置く。付加価値サービスに関しては最上位といえる質ではないため、一段階評価を引き下げる。
組織・人材	【3.0】	○ ポートフォリオ・マネージャー 運用経験年数13年 ⇒ 経験を有し、投資環境を踏まえた対応が可能なマネージャーが配置されている。 ○ 変動報酬は、キャッシュと一定額を超える場合に一部繰り延べて支払われる。繰り延べられた賞与の一部はファンドに投資され、同運用者もハイイールド戦略へ投資をしている。 ⇒ 報酬体系によりマネージャーの動機付けがなされている。
内部統制		○ 特段問題なし。
事務処理体制		○ 特段問題なし。
情報セキュリティ対策		○ 特段問題なし。
付加価値サービス	【3.0】	○ マクロ経済や各アセットクラスに対する見通しの情報共有など、当法人に対して有益なサービスを迅速に提供している。

外国債券アクティブ定性評価結果(平成29年度)

運用受託機関名	
再委託先名	
運用スタイル	物価連動国債型
ベンチマーク	パークレイズ世界物価連動国債(除く日本円)
超過収益の源泉	デフレーション25%:イールドカーブ25%:BEI25%:通貨25%
定性評価	【2.9】
投資方針	○ 当法人のアクティブ運用として「やや劣る」と評価できる。
運用プロセス	○ インフレ連動国債の市場には非効率性が存在し、高度な技術をもつ専門のポートフォリオ・マネージャーが、再現可能な秩序だった運用プロセスを用いて運用することで、相対的に低いボラティリティ下で、安定的な超過収益の獲得が可能。 ○ アプローチとしては、アイデアの創造、戦略の策定、ポートフォリオの構築、という三つのステップ。 第一ステップ インフレ連動債チームに所属する各メンバーが、各スペシャリストによるトップダウン・マクロ経済分析、市場ミクロ構造分析、絶対・相対価値分析を基礎材料にベンチマーク(以下、BM)から乖離する様々なエクスポージャーのアイデアを出す。 第二ステップ インフレ連動債固有の戦略は4つに分類。 ・市場の方向性=インフレ連動債市場の方向性に関するジャッジメンタルな戦略 ・相対価値=インフレ連動債ユニバースにおける価格の歪みやミスプライシングを発見して投資機会に結び付ける ・銘柄選択=複数銘柄間のリスク調整後の価格較差に着目 ・インフレ・キャリー=物価指数の変化に対する感応度を増減させることで収益機会に結び付ける ・アクティブ為替戦略が許容される場合は、通貨チームによって為替戦略が策定 第三ステップ 策定された種々の戦略の中から、どの戦略を選び、また選ばれた戦略のリスク量をどの程度にするのかを決定。 ⇒ 米国において長期のBEIが歴史的な低水準にあり、長期的なファンダメンタルズの観点から魅力的な水準にあるとの判断に基づいて、BEIロング、原油価格低下に対するヘッジを目的としたBEIスティーピング・ポジション、デフレーションのOWなど、様々なアクティブ・エクスポージャーのアイデアを出している。 FX Overlay戦略が機能していない可能性について過去から指摘を続けてきたが、当該戦略に対するエクスポージャーを実際に減らした。FX Overlayを今後どのように組み入れていくのかプロセスの改善が求められる。
組織・人材	○ 地域担当スペシャリスト 運用経験年数15年、運用経験年数17年 ⇒ 経験を有し、投資環境を踏まえた対応が可能なマネージャーが配置されている。 ○ 裁量ボーナスの70%はα創出における実際の業績に基づき、残り30%は顧客サポート等、その他の項目が考慮される。長期インセンティブビジネスの拡大が基準となり、3年間繰り延べられる。 ⇒ 報酬体系によりマネージャーの動機付けがなされている。
内部統制	○ 特段問題なし。
事務処理体制	○ 特段問題なし。
情報セキュリティ対策	○ 特段問題なし。
付加価値サービス	【1.0】 ○ 提出物期限の超過が複数回に渡って発生し、当法人業務に悪影響を与えているため、ゲートキーパーである東京の営業に対して重大な懸念がある。

平成29年度定量評価

1. パッシブ運用

外国債券パッシブ

運用受託機関	平成24年4月～平成29年3月（年率）						定量評価		
	TWR	BM	α	報酬率	控除後 α	TE	超過収益	TE減点有無	定量評価
	7.52%	7.53%	-0.01%	0.002%	-0.010%	0.10%	2	0	2.0
	7.16%	7.11%	0.06%	0.003%	0.060%	0.10%	4	0	4.0
	7.53%	7.53%	0.00%	0.002%	-0.010%	0.10%	2	0	2.0
	7.52%	7.53%	-0.01%	0.000%	-0.010%	0.10%	2	0	2.0
	7.51%	7.49%	0.02%	0.001%	0.020%	0.12%	4	0	4.0
	7.48%	7.49%	0.00%	0.001%	0.000%	0.11%	4	0	4.0
	7.12%	7.08%	0.04%	0.003%	0.040%	0.05%	4	0	4.0

※レンディングを除いた収益率を表示。

2. アクティブ運用

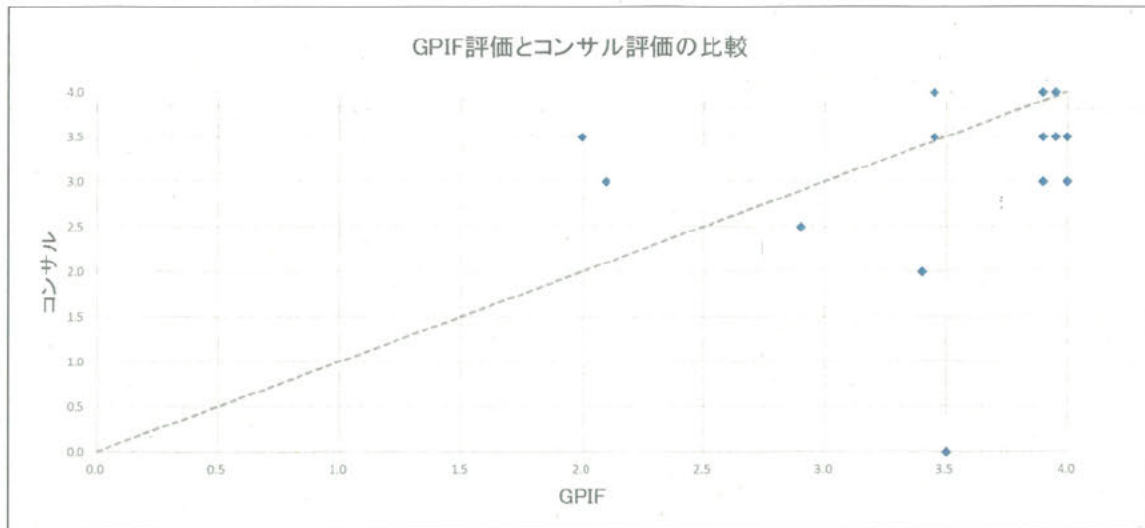
外国債券アクティブ

プラス 控除後αの平均	1.419%
マイナス 控除後αの平均	-1.070%

運用受託機関	平成24年4月～平成29年3月（年率）							定量評価		
	TWR	BM	α	報酬率	控除後α	リスク	IR	超過収益の評価	IRの評価	定量評価
▼グローバル総合（「バークレイズ・グローバル総合インデックス」）										
	7.85%	7.43%	0.43%	0.12%	0.31%	0.84%	0.50	3	4	3.5
	8.64%	7.43%	1.21%	0.16%	1.05%	0.84%	1.45	3	4	3.5
	8.78%	7.43%	1.36%	0.07%	1.29%	1.17%	1.16	3	4	3.5
	8.02%	7.43%	0.59%	0.16%	0.44%	0.95%	0.63	3	4	3.5
	8.68%	7.32%	1.36%	0.13%	1.23%	1.30%	1.04	3	4	3.5
	8.15%	7.60%	0.55%	0.15%	0.40%	1.25%	0.44	3	3	3.0
	6.63%	5.46%	1.17%	0.12%	1.05%	2.75%	0.42	3	3	3.0
	11.25%	7.60%	3.65%	0.22%	3.43%	6.21%	0.59	4	4	4.0
	8.21%	7.69%	0.52%	0.13%	0.39%	1.52%	0.34	3	3	3.0
	10.99%	7.60%	3.40%	0.14%	3.26%	2.91%	1.17	4	4	4.0
	10.57%	6.36%	4.21%	0.15%	4.06%	3.03%	1.39	4	4	4.0
	9.06%	7.60%	1.46%	0.31%	1.15%	4.05%	0.36	3	3	3.0
▼米国総合（「バークレイズ・米国総合インデックス」）										
	9.69%	8.74%	0.95%	0.17%	0.78%	0.75%	1.27	3	4	3.5
	12.21%	8.74%	3.47%	0.27%	3.21%	2.78%	1.25	4	4	4.0
▼欧州総合（「バークレイズ・ユーロ総合インデックス」）										
	8.09%	6.31%	1.78%	0.15%	1.64%	0.91%	1.96	4	4	4.0
▼米国ハイイールド（「バークレイズ・米国ハイイールド社債2%キャップ」）										
	16.85%	14.88%	1.97%	0.26%	1.71%	1.22%	1.62	4	4	4.0
	13.95%	14.88%	-0.92%	0.15%	-1.07%	1.11%	-0.83	2	1	1.5
▼欧州ハイイールド（「バークレイズ・ユーロハイイールド社債2%キャップ」）										
	10.70%	10.16%	0.54%	0.20%	0.34%	0.96%	0.56	3	4	3.5
▼新興国現地通貨建て（JPモルガンGBI-EMグローバルダイバーシファイド）										
	5.43%	3.73%	1.70%	0.59%	1.11%	1.85%	0.92	3	4	3.5
▼インフレ連動（「バークレイズ・世界物価連動国債インデックス」）										
	7.22%	7.01%	0.20%	0.08%	0.12%	0.50%	0.41	3	3	3.0

※レンディングを除いた収益率を表示（レンディングを実施しているのはのみ）。

OGPIF定性評価とコンサル評価との評価差が大きい運用機関における相違点



OGPIFの方が高評価

運用受託機関	定性評価	コンサル評価	評価差	コンサル評価	GPIFとコンサル評価との相違点
	3.4	2.0	1.4	債券CIOが退職してトップダウン(マクロ)のスキルへの確信度が下がったこと等が要因で2016年1月に格下げ。 () アイデア・ジェネレーションに優位性が認められない。基本的なクレジットOWIに加えてEM債への投資や証券化商品専任アナリストを加える必要があると考えられる。(Mercer)	コンサルの指摘するEM債などのオフベンチ投資に積極的でない点を把握した上で、ピュアな米国総合運用者として採用している。
	4.0	3.0	1.0	2014年9月の 是に伴う組織体制と資金流出への懸念で最上位ランクから引き下げ。投資アイデアやプロセスの優位性は認められるとのコメント。(Mercer)	資金流出は既に止まっている。日本のPMからポートフォリオ構築に関する工夫を聞いて高い評価を行っている。
	3.9	3.0	0.9	債券運用のリソースが他社比確保されておらず、ランクの更新は行っていない。()最上位の格付けを付与するにはクレジットの選択やローテーションを行う投資プロセスの信頼性をより長期に渡って確認する必要がある。(Mercer)	トップダウンの見通しについて、他社対比で優位さがあると考えている。
	2.9	2.5	0.4	米国インフレ連動債市場に対しての運用能力は認められるものの、グローバル市場に対して高い能力は認められない。(Mercer)	FX Overlayへの投資に改善を見ることが出来なかった事は投資方針・運用プロセスに懸念が生じたと判断して評価を一段階引き下げたが、投資ユニバースが非常に狭く、数少ないプレイヤーの中では評価できる先だと考えている。

●GPIFの方が低評価

運用受託機関	定性評価	コンサル評価	評価差	コンサル評価	GPIFとコンサル評価との相違点
	2.0	3.5	-1.5	クレジットスプレッド拡大期にディフェンシブな投資行動によりアウトパフォームし、平常時はベンチマークにトラックする(ベータが1)の戦略である点を高く評価(Mercer)	昨年度はBMIに対して約3.7%大幅劣後を記録し、平常時にBMIにトラックするベータ1の結果が残せていない。 ・警告:相場上昇時に市場に劣後しない運用改善を求める。
	2.1	3.0	-0.9	コンサルが評価している代表口座のPMがGPIF口座と異なり、セパレートアカウントの場合はパフォーマンスが異なっている場合があるので注意とのコメントあり。()	複数回のミーティングを通じてGPIFとのアラインメントに問題が生じていることが明らかであり、コンサルの評価しているPMとGPIF口座のPMが異なり、代表口座とのパフォーマンス差も明らかに大きい。 ・警告:リスクテイクが十分でなく、目標α達成に向けた組織体制の構築を求める。
	2.1	3.0	-0.9	会社としてのリソースは豊富だが、過去のリスクテイクの小ささが目標超過収益を達成できていない原因の1つと考えられる。(Mercer)	リスクテイクが十分でないとのコンサルの指摘とまさに同じ認識を持っている。目標超過収益達成よりも残高維持が優先されている可能性を懸念している。
	3.5	-	-	-	欧州HY戦略がリージョナルプロダクトに該当するため、コンサルにおけるリサーチ優先順位が高くない模様で評価が付いていない。

◎その他

解約の決議済みのため、GPIFの定性評価は行っていない。

	-	2.0	-	2017年4月に3→2にダウングレード。運用プロセスへの確信度が他社比で低下したことおよび意思決定者からユニークで洞察力のある見方が提示されなくなったことが主な要因。(Mercer) 2017年2月に にダウングレード。市場の後追いになる投資行動に加え、組織の不安定さにも懸念が示された。 ()
--	---	-----	---	--

※コンサル評価は、Mercerレーティングと ノーティングの平均点。

※MercerレーティングはA,B+,B,Cの4段階のため、A⇒4、B+⇒3、B⇒2、C⇒1と置き換えて平均点を算出。

(参考 4)

業務方針【抜粋】

(平成18年4月1日制定)

(平成29年4月1日最終改正)

第5 運用受託機関の選定及び評価等に関する事項

1. 運用受託機関

(1) 選定基準及び方法並びに運用受託機関構成の見直し

管理運用法人は、運用受託機関を選定する場合には、例えば、選定過程及び運用手数料の水準については事前に運用委員会の審議を経て、次に定める基準及び方法によるものとする。

① 選定基準

最低限満たすべき要件は、次のとおりとする。

- ア. 年金積立金の管理及び運用を受託するのに必要な認可等を受けていること。
- イ. 国内外の年金運用資産残高がグループ（連結財務諸表を提出する会社並びにその子会社及び関連会社をいう。）全体で相当程度の規模であること。
- ウ. 過去3年以内に資金運用業務に関し、著しく不適当な行為をしていないこと。
- エ. 運用と併せて資産管理を行う運用受託機関にあっては、2社以上の格付機関からBBB格以上の格付（依頼格付による発行体格付であって、長期格付に限る。）を得ており、かつ、格付機関のいずれからでもBB格以下の格付を得ていないこと。

② 選定方法

- ア. 特別の事情がある場合を除き、公募するものとする。
- イ. 運用受託機関の公募にあたっては、原則として申込期限を設定しない公募（以下「マネジャー・エントリー制」という。）によるものとする。
- ウ. 運用手数料の評価を含む総合評価の結果及び運用受託機関構成（マネジャー・ストラクチャー）を勘案して、運用機関を選定する。

③ 運用受託機関構成の見直し

運用資産・運用スタイルごとに、運用受託機関構成の定期的な検証、マネジャー・エントリー制における応募状況及び既存運用受託機関の総合評

価を踏まえて、随時、運用受託機関構成を見直すことができるものとする。

(2) 配分基準

管理運用法人は、配分すべき運用資産・運用スタイルをとる運用受託機関のうち、総合評価が一定水準である運用受託機関に資金を配分するものとする。

(3) 一部回収・解約の基準及び方法

管理運用法人は、運用受託機関に委託する資産について、一部回収・解約をする場合には、次に定める基準及び方法によるものとする。

① 一部回収・解約の基準

ア. 選定基準に合致しなくなった場合

運用受託機関が(1)①の要件を満たさなくなった場合は、解約する。

ただし、格付機関のいずれかによりBB格以下の格付を得た信託会社が管理運用法人の資産を確実に保全するための措置を講じた場合には、ただちに当該信託会社を解約することを要しないものとする。

イ. 総合評価が一定水準に満たない場合

運用受託機関の総合評価が一定水準に満たない場合は、原則として資金の一部を回収するものとする。

さらに、総合評価が著しく低い場合は、解約することができるものとする。

ウ. 運用受託機関構成を見直す場合

(1)③の運用受託機関構成の見直しにおいて、運用受託機関として選定されなかった既存の運用受託機関については解約する。

エ. 運用体制の変更等により、運用能力に問題が生じた場合

運用受託機関の運用体制の変更等により、当該運用受託機関の運用能力に問題が生じたときは、当該運用受託機関に対し警告し、当該運用受託機関が管理運用法人から受託している資金の一部を回収し、又は当該運用受託機関を解約するものとする。ただし、必要があるときは、警告を要しないものとする。

オ. 運用ガイドライン違反の場合等

運用受託機関が管理運用法人が当該運用受託機関に示した運用ガイドラインに違反した場合等（軽微なものを除く。）には、当該運用受託機関に対し警告し、当該運用受託機関が管理運用法人から受託している資金の一部を回収し、又は当該運用受託機関を解約するものとする。ただし、必要があるときは、警告を要しないものとする。

カ. 管理及び運用上必要がある場合

管理及び運用上必要がある場合は、運用受託機関が管理運用法人から

受託している資金の一部を回収し、又は運用受託機関を解約することができるものとする。

② 資金の回収方法

①の規定に基づき運用受託機関を解約し、又はその資金の一部を回収する場合には、原則として現物移管等により資金の回収及び再配分を行うものとする。

(4) 配分の停止

管理運用法人は、運用受託機関に対し資金配分の停止をする場合には、次に定める基準によるものとする。

① 一部回収・解約基準の事由に該当するおそれがある場合

運用受託機関が(3)①ア、エ又はオの事由による一部回収・解約基準に該当するおそれがあると認められるときは、当該運用受託機関から報告を受け、又は調査し、当該事由による一部回収・解約基準に該当しないことが確認されるまでの間は、当該運用受託機関への資金配分を停止するものとする。

② 管理及び運用上必要がある場合に該当するおそれがある場合

管理及び運用上必要がある場合に該当するおそれがあると認められるときは、運用受託機関への資金配分を停止することができるものとする。

(5) 合併等の場合

管理運用法人は、運用受託機関の合併等の場合には、当該運用受託機関の運用能力の評価、組織体制の変更状況等を踏まえ、当該運用受託機関が管理運用法人から受託している資金の一部を回収し、当該運用受託機関を解約し、又は当該運用受託機関に対し資金を配分することができるものとする。

(6) オルタナティブ資産の場合

(1)③及び(2)から(5)までの規定にかかわらず、オルタナティブ資産に関する運用受託機関の見直し、配分基準並びに解約の基準及び方法については、別に定めるところによる。

2. 資産管理機関

(1) 選定基準及び方法

管理運用法人は、資産管理機関を選定する場合には、例えば、選定過程及び資産管理手数料の水準については事前に運用委員会の審議を経て、次に定

める基準及び方法によるものとする。

① 選定基準

最低限満たすべき要件は、次のとおりとする。

- ア. 資産管理を受託するのに必要な認可等を受けていること。
- イ. 国内外の資産管理残高がグループ（連結財務諸表を提出する会社並びにその子会社及び関連会社をいう。）全体で相当程度の規模であること。
- ウ. 過去3年以内に資産管理業務に関し、著しく不適当な行為をしていないこと。
- エ. 2社以上の格付機関からBBB格以上の格付（依頼格付による発行体格付であって、長期格付に限る。）を得ており、かつ、格付機関のいずれからでもBB格以下の格付を得ていないこと。

② 選定方法

- ア. 特別の事情がある場合を除き、公募するものとする。
- イ. 資産管理手数料及び外国における保管手数料等の評価を含む総合評価を勘案して、資産管理を適切に行うことができると判断した資産管理機関を選定する。

(2) 一部回収・解約の基準及び方法

管理運用法人は、資産管理機関に委託する資産について、一部回収・解約をする場合には、次に定める基準及び方法によるものとする。

① 一部回収・解約の基準

- ア. 選定基準に合致しなくなった場合
資産管理機関が(1)①の要件を満たさなくなった場合は、解約する。
- イ. 総合評価に基づく資産管理機関の見直し
資産管理機関の総合評価を行い、「継続困難」と判定された資産管理機関は解約とするものとする。
- ウ. 資産管理体制の変更等により、資産管理能力に問題が生じた場合
資産管理機関の資産管理体制の変更等により、当該資産管理機関の資産管理能力に問題が生じたときは、当該資産管理機関に対し警告し、当該資産管理機関が管理運用法人から受託している資金の一部を回収し、又は当該資産管理機関を解約するものとする。ただし、必要があるときは、警告を要しないものとする。
- エ. 資産管理ガイドライン違反の場合等
資産管理機関が管理運用法人が当該資産管理機関に示した資産管理ガイドラインに違反した場合等（軽微なものを除く。）には、当該資産管理機関に対し警告し、当該資産管理機関が管理運用法人から受託して

いる資金の一部を回収し、又は当該資産管理機関を解約するものとする。
ただし、必要があるときは、警告を要しないものとする。

オ. 管理及び運用上必要がある場合

管理及び運用上必要がある場合は、資産管理機関が管理運用法人から受託している資金の一部を回収し、又は資産管理機関を解約することができるものとする。

② 資金の回収方法

①の規定に基づき資産管理機関を解約し、又はその資金の一部を回収する場合には、原則として現物移管により、資金の回収及び再配分を行うものとする。

(3) 合併等の場合

管理運用法人は、資産管理機関の合併等の場合には、当該資産管理機関の資産管理能力の評価、組織体制の変更状況等を踏まえ、当該資産管理機関が管理運用法人から受託している資金の一部を回収し、当該資産管理機関を解約し、又は当該資産管理機関に対し資金を配分することができるものとする。

3. トランジション・マネジャー

(1) 選定基準及び方法

管理運用法人は、1.(1)の規定にかかわらず、トランジション・マネジャーを選定する場合には、例えば、選定過程及びトランジション・マネジメント手数料の水準については事前に運用委員会の審議を経て、次に定める基準及び方法によるものとする。

① 選定基準

最低限満たすべき要件は、次のとおりとする。

- ア. トランジション・マネジメントを受託するのに必要な認可等を受けていること。
- イ. 過去3年以内にトランジション・マネジメント業務に関し、著しく不適当な行為をしていないこと。
- ウ. トランジション・マネジメントと併せて資産管理を行うトランジション・マネジャーにあっては、2社以上の格付機関からBBB格以上の格付（依頼格付による発行体格付であって、長期格付に限る。）を得ており、かつ、格付機関のいずれからでもBB格以下の格付を得ていないこと。

② 選定方法

- ア. 特別の事情がある場合を除き、公募するものとする。

イ. トランジション・マネジメント手数料の評価を含む総合評価の結果を勘案して、トランジション・マネジメントを適切に行うことができると判断したトランジション・マネジャーを選定する。

(2) 解約の基準

管理運用法人は、1.(3)の規定にかかわらず、トランジション・マネジャーについて、解約をする場合には、次に定める基準によるものとする。

① 選定基準に合致しなくなった場合

トランジション・マネジャーが(1)①の要件を満たさなくなった場合は、解約する。ただし、格付機関のいずれかによりBB格以下の格付を得た信託会社が管理運用法人の資産を確実に保全するための措置を講じた場合には、ただちに当該信託会社を解約することを要しないものとする。

② 総合評価に基づくトランジション・マネジャーの見直し

トランジション・マネジャーの総合評価を行い、「継続困難」と判定されたトランジション・マネジャーは解約するものとする。

③ トランジション・マネジメント体制の変更等により、トランジション・マネジメント能力に問題が生じた場合

トランジション・マネジャーのトランジション・マネジメント体制の変更等により、当該トランジション・マネジャーのトランジション・マネジメント能力に問題が生じたときは、当該トランジション・マネジャーに対し警告し、当該トランジション・マネジャーを解約するものとする。ただし、必要があるときは、警告を要しないものとする。

④ トランジション・マネジメントガイドライン違反の場合等

トランジション・マネジャーが管理運用法人が当該トランジション・マネジャーに示したトランジション・マネジメント・ガイドラインに違反した場合等（軽微なものを除く。）には、当該トランジション・マネジャーに対し警告し、当該トランジション・マネジャーを解約するものとする。ただし、必要があるときは、警告を要しないものとする。

⑤ 管理及び運用上必要がある場合

管理及び運用上必要がある場合は、トランジション・マネジャーを解約することができるものとする。

4. 総合評価の方法

(1) 運用受託機関

管理運用法人は、運用受託機関の選定基準、配分基準及び一部回収・解約基準における総合評価については、次のとおり行うものとする。

① 選定基準における総合評価

運用受託機関の選定にあたっては、次の定量・定性評価及び運用手数料の評価で総合評価を行う。

その際、選定対象と同じ運用スタイルの既存運用受託機関が存在する場合にはそれらの運用受託機関との相対評価を実施するものとする。

ア. 定量評価

パッシブ運用機関にあつては超過収益率及びトラッキングエラー、アクティブ運用機関（オルタナティブ資産の運用機関を除く）にあつては超過収益率及びインフォメーション・レシオを算出し、定量評価を行うものとする。

算出においては、収益率は時間加重収益率を行い、計測期間は5年間（運用期間が5年に満たない場合にあっては、シミュレーションデータ（クオンツ運用等で合理的な理由がある場合。）による接続も可とする。）

アクティブ運用機関のうち、オルタナティブ資産の運用機関については、内部収益率を用いた目標に対する超過収益率等により定量評価を行うものとする。

イ. 定性評価

運用機関に対し実施したミーティング等に基づいて、定性評価を行うものとする。定性評価の項目は、次に掲げる項目とする。

- ・ 投資方針

投資方針が管理運用法人の方針と合致した形で、かつ、明確にされているか。

- ・ 運用プロセス

投資方針と整合がとれた運用プロセスが構築されているか。

付加価値の追求方法（パッシブ運用機関にあつては、総取引費用の最小化等による収益の確保にも配慮しつつ、マネジャー・ベンチマークに追随する手法。アクティブ運用機関にあつては超過収益の追求方法。）が合理的であり、有効と認められるか。運用リスクを客観的に認識しているか。資産の特性に応じて、与えられたマネジャー・ベンチマークからの乖離度の把握その他のリスク管理が適切に行われているか。

- ・ 組織・人材

投資方針が組織の中で徹底されているか。意思決定の流れや責任の所

在は明確か。

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等が十分に配置されているか。

運用成果と整合的な報酬等により、マネジャー等の動機付けがなされているか。

リスクの管理体制が確立されているか。

運用機関としてのガバナンス体制及び利益相反の弊害防止体制が確立されているか。

- ・ 内部統制

法令等の遵守についての内部統制体制が整備されているか。また、内部検査及び外部監査体制は、整備されているか。

- ・ スチュワードシップ責任に係る取組

株式の運用受託機関にあっては、日本版スチュワードシップ・コード取組方針に基づき、建設的なエンゲージメント活動等を通じて投資先企業の企業価値の向上や持続的成長を促すとともに、株主利益を図るための利益相反の弊害防止体制を整備する等、適切な取組を行っているか。

コーポレートガバナンスの重要性を認識し、議決権行使の目的が長期的な株主利益の最大化を目指すものであることを踏まえて議決権行使基準を整備し、議決権行使等を適切に行っているか。

また、投資先企業へのエンゲージメント活動の中で、当該投資先企業におけるE S G（環境、社会、ガバナンス）の課題への対応方針について説明を求めるとともに、企業価値の向上や持続的成長を促すことにより中長期的な投資リターンの拡大を図るためにE S Gを考慮した自主的な取組を適切に行っているか。

- ・ 事務処理体制

運用実績を報告する体制等が十分に整備されているか。

- ・ 情報セキュリティ対策

情報セキュリティ対策を適正に実施する体制が整備されているか。

- ・ 付加価値サービス

当法人に対して投資環境や運用手法等に関する有益な情報提供等が可能か。

② 一部回収・解約基準及び配分基準における総合評価

一部回収・解約基準及び配分基準における総合評価は毎年度1回（必要がある場合は随時）行うこととし、評価項目は次のとおりとする。上記にかかわらず、オルタナティブ資産については、別に定めるところによる。

- ・ 定量評価

パッシブ運用受託機関にあっては超過収益率及びトラッキングエラ

一、アクティブ運用受託機関にあっては超過収益率及びインフォメーション・レシオを算出し、定量評価を行うものとする。

算出においては、収益率は時間加重収益率を用い、計測期間は5年間（運用受託機関の運用期間が5年に満たない場合にあっては、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（クオンツ運用等で合理的な理由がある場合）を含む。）を接続する。）とする。

- ・ 定性評価

運用受託機関に対し直前に実施したミーティング等に基づいて、定性評価を行うものとする。定性評価の項目は、①イに掲げる項目とする。ただし、付加価値サービスにあっては、当法人に対して投資環境や運用手法等に関する有益な情報提供等を行っているかを評価する。