

## CalPERS の投資ポリシー

### 投資資産のアロケーション

CalPERS が高い投資リターンを得る事ができている要因の中で、一番に挙げられ且つ最も重要なのが、資産の投資配分、即ち、株、債券、現金、そしてその他の投資対象へのアロケーションである。

投資資産のアロケーションは、資産或いは負債の片方のみによって決定出来るものではない。基金の持つ負債、給付年金、運営経費、企業並びにメンバーからの拠出金等を含めた全ての要素を考慮し、最良の投資アロケーションが決定される。我々の目標は、それぞれ適切なリスク・レベルに応じた最大限のリターンを得ることなので、市場のボラティリティと長期運用目標との間のバランスを絶えず取り続けることになる。

CalPERS は、各アセットクラスへの投資アロケーションを定める「Strategic Asset Allocation policy」に基づいて行動する。ポリシーの目標は、市場の下降局面とドル・コスト平均法を使うことで数年間に亘って達成されることが多い。

CalPERS の 2003 年 12 月 31 日における市場価格に基づくアセット・アロケーションとポリシーによるアロケーション目標は以下の通り。

アセットクラス	マーケット・バリュー ( \$ Billion )	年初目標比率	現在のアロケーション比率
現金及びそれに準ずるもの	-0.1	0.0%	0.0%
グローバル債券	40.4	26.0%	25.0%
株式			
米国内株	66.3	39.0%	41.1%
外国株	35.8	19.0%	22.2%
AIM : ダイレクト・パートナーシップ	7.6	7.0%	4.7%
株式合計	109.7	65.0%	68.0%
不動産	11.3	9.0%	7.0%
ファンド合計	161.4	100.0%	100.0%

\*目標比率は 2003 年 1 月 1 日時点のもの

# CALIFORNIA PUBLIC EMPLOYEES' RETIREMENT SYSTEM

## カリフォルニア州職員退職基金 投資ポリシー要綱

### ドル建て利付き債投資プログラム

2002年4月15日

このポリシーは導入された時点で有効となり、これ以前のドル建て利付き債投資ポリシーに取って代わる。

#### I. 目的

このポリシー要綱はドル建て利付き債投資プログラム（以下「プログラム」）の投資ポリシー（以下「ポリシー」）を明確にするものである。ポリシーの意図は、投資家、運用マネージャー、コンサルタント、更には、カリフォルニア州職員退職基金（以下「基金」）によって選ばれたその他の関係者が、プログラムの運営に当たって慎重な行動を取ることを確実にするためのものである。加えて、このポリシーを採用することにより、利付き債市場の投資リスクとリターンを制御する柔軟性を十分に確保することを可能にするものである。

#### II. 戦略的目的

適切なリスク・レベルと基金の負債に見合う最大の総収益率を確保することがこのプログラムの戦略的目的である。

以下の事柄を達成する目的でプログラムは運営される。

- A. 基金全体の投資プログラムの分散化
- B. カリフォルニア州法に基づいて、基金への参加者と受益者の利益のみが考慮される
- C. デュレーションの長い債務に対するヘッジ
- D. 基金の総収益率を高める

#### III. 責任と権限委譲

- A. 基金の投資委員会（以下「投資委員会」）はポリシーの承認と修正を行う。投資委員会は権限委譲（権限委譲番号 89 - 13 と 95 - 50）に従ってプログラムの管理権限を投資スタッフに委譲する。

- B. 基金の投資スタッフ（以下「スタッフ」）の任務には以下が含まれるが、また、その限りではない：
1. 投資委員会に対してポリシーの作成と提示を行う；
  2. 見直しと修正を含むポリシーの実行手順のマニュアル作成と維持管理、ポリシーの導入に使われるスタッフの実行手順の作成；
  3. ポリシーの導入とポリシー遵守；
  4. 利付き債のシニア・インベストメント・オフィサーによるポートフォリオ・マネジャー、トレーダーの取引活動の監査；
  5. ポリシーの違反をすべてチーフ・インベストメント・オフィサーと投資委員会に直ちに報告し、状況説明と対処方法の提示；
  6. 投資委員会の承認または決定による外部マネー・マネジャーの雇用；
  7. ポリシーで認められた証券のみの購入；
  8. 以下の事柄に関しての最低四半期毎の基金投資委員会へ報告：
    - a) 相対的デュレーション
    - b) セクター毎の比重
    - c) ポリシー違反を含めた例外報告
  9. このポリシーの実施に関するシニア・マネジメントへの内部報告。この月次報告は以下の項目を含むが、これに限られるものではない：
    - a) インデックスと比較したセクター別配分と時価
    - b) ガイドラインと比較した個別、並びに、全体のポートフォリオ特性（デュレーションを含む）；
    - c) 滞納、デフォルト、クレジットの悪化などを含めた例外レポートの作成
  10. プログラムの実施に当たって採用した外部マネージャーに関するアクションの提案。これは、ポリシーに順じて、又は、マネージャーとの契約ガイドラインの変更に順じて、或いは、スタッフが必要と考える事柄に関して行われる。
  11. 必要に応じてプログラムのパフォーマンスに関して投資委員会に報告し、ポリシーの実行と遵守をモニターする。スタッフは要注意点、問題点、目立った変化、ポリシー違反などについて投資委員会へ書面で直ちに報告し、問題点の説明と適切な対処を提示する。
- C. 外部マネージャー（以下「マネージャー」）は基金と交わされたそれぞれの契約の内容に従ってポートフォリオ・マネジメントのすべての分野に責任を負い、以下の任務を果たす：
1. 必要に応じて投資戦略、投資結果についてスタッフと連絡を取る。マネージャーは比較対照として同意したベンチマークとの比較においてパフォーマンスの監視、分析、評価を行う。
  2. スタッフ、基金の保管銀行、または、ジェネラル・ペンション・コンサルタントから情報の請求があった場合、これに協力する。
- D. ジェネラル・ペンション・コンサルタントはベンチマークとポリシー・ガイドラインと比較した内部・外部運用の利付債券の成績を監視、評価し、最低四半期毎に投資委員会に報告する責任を負う。

#### IV. マネージャーの評価

- A. 投資マネージャーの継続的な評価は定性的、定量的評価の両方を含む。定性的なモニターは以下の組織面での評価を含む：
1. オーナーシップ
  2. スタッフ構成
  3. 事業の成長
  4. 顧客サービス
  5. 投資アプローチ
  6. ビジネス・リスク
  7. 法的問題
- B. 計量的モニターは投資アプローチの実行の程度を分析する：
1. 投資スタイル
  2. パフォーマンス
  3. ポートフォリオ・リスク
- スタッフはマネージャーの評価に使用される定性的、定量的要因を詳しく示したウォッチリストを作成し、維持管理しなければならない。

マネージャーの評価とモニター結果が悪化し、長期的なパフォーマンスに悪影響を及ぼす可能性が高くなった場合、そのマネージャーはウォッチリストに載せられるか、解雇の対象として考慮される。

**ウォッチリスト・ステータス** - ウォッチリストは、個々の状況で異なると思われる「要注意」のレベルを示し、スタッフが投資委員会にその程度を示す。要注意の度合いは小さいものから大きなものまであり得る。ウォッチリスト・ステータスへの推薦には、マネージャーの技量と能力を評価するのに必要な期間と、ウォッチリストに推薦されるに至った状況を詳しくモニターするために、マネージャーとより頻繁に接触することを求めることが含まれる。ウォッチリスト・ステータスに載せられたマネージャーは問題点の対処策（プラン・オブ・アクション）を提出することが要求され、パフォーマンス関連の問題、或いは組織的な問題がすべて解消されることを確実にするため、通常1年間はウォッチリスト・ステータスに置かれる。

**解雇** - プラン・オブ・アクションに示された分野で十分な改善が見られない場合、スタッフはマネージャーの解雇を提案する。しかし、スタッフは理由のいかんを問わず、マネージャーに対する30日の事前通知により解雇を提案出来る。

時によって（パフォーマンスがベンチマークを若干超えているために）マネージャーはウォッチリストには載らないが、投資マネジメント・ガイドラインに記載されたパフォーマンス目標（ベンチマークを一定以上上回るとの約束）を達成していない場合が起こりえる。ベンチマーク・リターンを超えているが、約束した超過リターンを指定期間（3年）で達成でき

ていない場合、スタッフはそのマネージャーをウォッチリストに載せることを推薦出来る。

## V. パフォーマンス目標

高レベルの分散投資を維持しつつ、ソロモン・スミス・バーニー・ラーズ・ペンション・ファンド（LPF）インデックスのリターンを超えることが目標である。

## VI. 投資のアプローチとパラメータ

### A. 投資アプローチ

このプログラムの投資アプローチでは、このポリシーが定めるクレジットの質、デュレーション、コンベキシティを維持しつつ、債券市場全体の中で投資機会を見出し、リスクが理解出来、且つ、管理が出来るところに投資することである。社債とモーゲージ債については、より高いリターンが期待できる為、LPF インデックスよりも大きな配分を与えることが出来る。各種調査結果は、利付き債市場での最適セクター分散を求めらば、国債に対する社債とモーゲージ債の比率をインデックスのそれよりも高めることが有利であることを示している。これらの調査結果、基金が高い流動性を必要としないこと、更には、利付き債ポートフォリオの回転率が低いという事実が、米国債の高い流動性は犠牲にしつつ、高リターンを提供する社債、モーゲージ債、外国国債などに投資する戦略の土台となっている。現在の投資配分から得られる高いプラスのキャッシュ・フロー（投資からの収益を含める）が流動性を低く保つ事を可能にしている。利付き債のポートフォリオ運用に同じく重要なことはデュレーションの柔軟性である。現実のリターンと経済分析がデュレーションを LPF インデックスから乖離させることを示唆しない限り、一般に、ポートフォリオは LPF インデックスに対してデュレーション・ニュートラルである。この柔軟性は硬直的なアプローチよりもリターンを高めることが期待される。

### B. 特定のリスク要因

基金は利付き債が持つ以下の主要リスクを管理する：

1. ベンチマーク・リスクは、利付き債にとって LPF インデックスが適切な比較対照であるか否かの問題である。
2. 金利リスクはオプション調整後のデュレーションでの金利レベル全体の変化によって生じる価格のボラティリティである。オプション調整後のデュレーションはソロモン LPF の±20%で維持される。デュレーションの決定は、歴史的な実質リターン関係と経済分析による客観的手法で行われる。
3. 利回曲線リスクは利回曲線の傾斜の変化によって引き起こされる価格変化である。利回曲線リスクは損益分岐分析と経済分析を使用し、規律の効いた、客観的手法で管理される。
4. コンベキシティ・リスクは金利が上下に同じ幅動いた時の下値リスクで、利益よりも損失を大きくする。コンベキシティはオプション効果分析とシナリオ分析を使用し、管理される。
5. セクター・リスクはインデックスと比べた保有セクターの割合の違いを表す。経済見通し、歴史的要因、損益分岐分析に基づきスタッフは様々なセクター・スプレッ

ドへの影響を予測し、その予測に従った分配を行う。

セクター範囲：実際の配分がベンチマークのセクター配分から乖離しても良い範囲がセクター毎に設定されている。

### 利付き債ポートフォリオ配分

セクター	LPF インデックス	セクター範囲
米国債と政府スポンサー企業債	40%	0-50%
社債	26%	10-60%
モーゲージ債	30%	10-60%
外国国債	4%	0-15%
オポチュニスティック	0%	0-20%
<b>合計</b>	<b>100%</b>	<b>N.A.</b>

6. 信用リスクは債務者がその債務を履行する能力の不確実性から生じる。信用リスクはリスク/リターン基準で能動的に管理される。ガイドラインの違反となる債券格付けの格下げでも、利付き債のシニア投資オフィサーがこれ以上の信用リスクが生じないと判断した場合、或いはその時点での売却が基金の総合利回りを減少させると判断した場合、即座な売却は必要とされない。このような状況が生じた場合、十分な情報に基づく決断が下す事が出来るように、内部の研究スタッフと外部格付け機関が分析を行う。以下が各セクターに対して要求される最低格付けである：
- a) 国債と政府スポンサー企業債  
加重平均信用格付けは最低で AAA 格付けである。
  - b) 社債  
社債セクターの加重平均格付けの最低レベルは承認格付け機関による投資適格である（ムーディーズで Baa3、 S&P で BBB - ）。このセクターは国内、国外の米ドル建て、或いは米ドルへの為替ヘッジ付きの公共電力、運送、鉱工業、銀行や金融機関を含む。格付けされていない社債は内部調査スタッフによって格付けが与えられる。内部調査スタッフは最低でも毎年一回全ての社債を再調査する。社債セクターは信用モーゲージを含む。全ての信用モーゲージは購入時点で格付けされ、最低でも年一回は内部調査スタッフによって再調査が行われる。
  - c) モーゲージ債  
モーゲージ・ポートフォリオの最低、平均信用格付けは A 格である。この分野はモーゲージ債と資産担保債券を含む。加えて、格付け時に担保物件とリースの質が重視される商業用モーゲージも含まれる。
  - d) 外国国債  
外国国債のポートフォリオの最低加重平均信用格付けは投資適格である。外国国債は全てドル建て、或いは米ドルへのヘッジ付きの形でなければならない。
7. 構造リスクは債券特有のオプション（例：. 期限前償還、或いは選択的減債基金債券）或いは、予測と異なるキャッシュ・フローを生み出す規則から生じる。構

造リスクはオプション調整分析、シナリオ分析、更には、CMO についての期限前償還スピードの変動分析によって管理される。

8. 再投資リスクは期限前償還、満期、或いは、利払いによって得られる投資資金に関する将来の利回りが不確実であることから生まれる。再投資リスクはコール・リスク分析とキャッシュ・フロー分析によって管理される。
9. 流動性リスクは、ある債券、或いは、特定の額がその時の市場価格、或いは市場価格に近い価格で容易に売却できるか否かのリスクである。現在基金が投資配分から得ている十分なキャッシュ・フローから考えると、基金にかかる流動性の制約は非常に小さい。
10. 為替リスクは世界の他通貨に対しての米ドルの価格変動から生じる。このリスクを最小限に抑えるため、全ての債券はドル建て、或いは米ドルヘッジされたものに限られる。

#### C. 制約と禁止事項

1. 米国債を除く単一発行体に対する投資はその投資の保有期間で利付き債ポートフォリオ全体の 3% を超えてはいけない。資産担保証券の場合、各信託（資産のプール）はそれぞれ別々の発行体と見做される。AAA 格付けのモーゲージ債と STIF の場合、単一発行体制限はない。
2. 投資適格未満の債券は利付き債ポートフォリオ全体の 10% を超えてはならない。
3. 利付き債ポートフォリオ全体のオプション調整後デュレーションは LPF インデックスのオプション調整後デュレーションの上下 20% 範囲内でなければならない。
4. セクター範囲は B.5 で指定される。
5. CBO/CLO は利付き債ポートフォリオ全体の 5% を超えてはならない。
6. タバコ産業への投資は禁止される。

#### D. 投資承認済み債券

1. モーゲージ債とモーゲージ担保債（MBS）を除く米国債と政府スポンサー企業の債券（米国債、或いは政府債務が受渡商品である派生証券を含む）；
2. 公開されている投資適格格付けの米国社債；
3. 私募の投資適格格付けの米国社債；
4. 受渡商品、或いは担保が米国モーゲージ債である派生証券を含め、公開されている投資適格格付けのモーゲージ債；
5. 個建住宅、商業用ローン、その他私募のモーゲージ担保債を含めた米国の私募の投資適格格付けのモーゲージ債；
6. 投資適格格付けの資産担保債券；
7. 投資適格格付けのユーロドル債券；
8. 投資適格格付けのヤンキー・ボンド；
9. 投資適格格付けの地方債；
10. 承諾された国のリスト（Attachment A）の国で発行された投資適格格付けの米ドルへ為替ヘッジされた非ドル債；
11. オポチュニスティック債券（Section X を参照）。

VII. ベンチマーク

このプログラムのベンチマークはソロモン・スミス・バーニーのラージ・ペンション・ファンド・インデックスとする。

VIII. その他

A. このポリシーはセクション X に用語集を含む(訳注：セクション X は削除)

B. 投資家、マネージャー、コンサルタント、その他基金によって採用された関係者は、基金の保管銀行が記録する市場価格を基準に全ての計算や評価を行う。

IX. 派生商品とレバレッジに関するポリシー

A. ファイナンシャル・フューチャーズ、スワップ、オプション

1. ファイナンシャル・フューチャーズを除く( A.4 に説明されている ) 債券の空売りは禁止される；
2. フューチャーズのポジションに見合う現金のポジションがある場合を除いて(両方でシンセティック・ボンドを形成する)レバレッジは禁止される；
3. スタッフは以下の利付き債関連派生商品を売買することが出来る：スワップ、ファイナンシャル・フューチャーズ、ファイナンシャル・フューチャーズのオプション、債券に対するオプション、債券インデックスのオプション( .D.1 に示された OTC オプションを含む)
4. (目標のデュレーションを達成する為の)正当なヘッジ戦略と、金利のボラティリティについての市場の誤った予測を狙い撃ちする戦略は認められる。その他認められる戦略には、誤った価格付けがされた商品を狙う戦略、或いは、ポートフォリオの投資目的の実現により効率の良い方法である戦略も含まれる。

B. モーゲージ担保債務証券 (CMO)

1. 投資哲学

CMO は利付き債運用に重要な戦略的商品と考えられる。COM はモーゲージのキャッシュ・フローを分解し、裏付けとなるモーゲージ・プールと異なったリスク/リターン特性の商品に仕立てる。利付き債分野で他の債券に比べ、これらの商品からより大きなリターンを得ることが出来ると判断された場合に購入される。選択された商品は一般的にプラスのコンベキシティを持ち、従来のモーゲージよりも有利なコール・プロテクションを提供するものとする。これらの商品の購入は適切なシナリオ分析、損益分岐分析、オプション調整分析、インプライド・デュレーション分析とキャッシュ・フロー分析が行われた後にのみ認められている。

2. 目的

CMO の利用は、適切なバリュエーション・レベルで慎重さを以て行うことにより、リターンの機会を増やし、リスク管理能力を高める。

C. 制約と禁止事項

1. カバーされていないコールの売りは禁止。

2. 先物で購入するオプションのプレミアムは、全利付きポートフォリオの暦年初めのマーケット・バリューの1%を超えてはならない。
3. 二つの派生商品間での投機、或いは、アービトラージは禁止される。派生商品の価格が基になる債券よりも有利に価格付けがされている場合、取引はその債券の代替と見做される。
4. レバレッジの効いたモーゲージ債には利付き債ポートフォリオ全体の3%まで投資可。(例： インバース・フローター債)

D. オプション、スワップ、先物のカウンターパーティー・エクスポージャー

1. 非取引所取引派生商品(例：スワップ、キャップ、フロア、オプション)の場合、1つのカウンターパーティーに対して、5億ドル、或いは、想定派生商品額面の25%のどちらか大きい方が上限とされる。
2. 基金による取引は、短期負債格付け A1 (S&P) \ P1 (Moody's) 或いは、長期負債格付け A- (S&P) \ A3 (Moody's) の米国、或いは、英国登録の米国・外国ブローカーのみと行われる。これらのブローカーは内部調査スタッフによって常に見直しがされる。

X. オポチュニスティック投資

A. この分類に含まれる可能性のある証券、或いは、サブ資産クラスは、他のセクターとリスク、リターン、相関プロファイルが十分に異なり、その証券を含める、或いは除くことでポートフォリオのリスク・リターン予測に影響を及ぼすものでなければならない。この分類に含まれるための基準は以下を含むが、これに限られるものではない：

1. 全体の利回りに影響を及ぼすだけの投資が可能な規模と、流動性と、コスト効率のあるもの。
2. 当該サブ資産クラスへ慎重な判断に基づく投資を行うのに必要な、十分な内部、或いは、外部の投資とテクニカルな専門知識が入手可能なこと。
3. 他の資産クラスとの違いが容易に、且つ、明確に示すことが出来る分散化、利回り向上、流動性、その他の面での特性が存在し、このポリシーに記された戦略的目標を達成するファンドの能力を高めることが出来ること。
4. 他の大手マネー・マネージャー、或いは、金融機関によって現実的、且つ、意味のあるサブ資産クラスと認められている、或いは、そのサブ資産クラスに投資することについて学究的裏付けが存在すること。
5. ファンドへ当該アセット・クラスを加えることの現実性と利益、更に、そのアセッ

ト・クラスからの投資結果、を計測するための十分なデータと歴史、或いは、専門知識が存在すること。更に、当該アセット・クラスは金融上の研究目的のために、投資リターン、リスク、相関に関する予測を展開するに足る基礎条件を有すること。

- B. 上記の条件を満たし、利付き債のシニア投資オフィサーが受託者責任を果たすために必要な当該サブ資産についての情報を提供する関連書類、更に、その他の情報源をすべて吟味し、チーフ・インベストメント・オフィサーの承諾を得たサブ資産クラスには投資が認められる。
- C. 認められたオポチュニステック投資
1. セロ・クーポン社債、PIK 債券を含む、国内物で通貨ヘッジされた外国通貨建てハイ・イールド債。
  2. レバレッジ / 非レバレッジ銀行ローン
  3. 資産担保ローン
  4. CBO/CLO
  5. 転換社債
  6. 残渣 ( Residual ) CMO
  7. 認可された国リストにあるドル建てとヘッジされた非ドル建てハイ・イールド外国国債
  8. その他、X 項.B に記された基準に当てはまるその他サブ資産クラス。

XI. 用語集(省略)