

野村証券
フィデューシャリー・マネジメント部
春日 俊介

昨年度のGPIFの運用に関する取り組みについて

公的年金積立金を運用するGPIFの昨年度の運用状況について、2014年7月に「平成25年度 業務概況書」が公表されました。平成25年度の運用収益率は8.64%で、前年度の10.23%に続き大きくプラスとなりました。運用内容については、基本ポートフォリオ変更と国内株式ファンドの見直しが昨年度の大きな変化といえます。また、物価連動国債やインフラ投資といった新たな取り組みもみられました。

運用資産のパフォーマンス

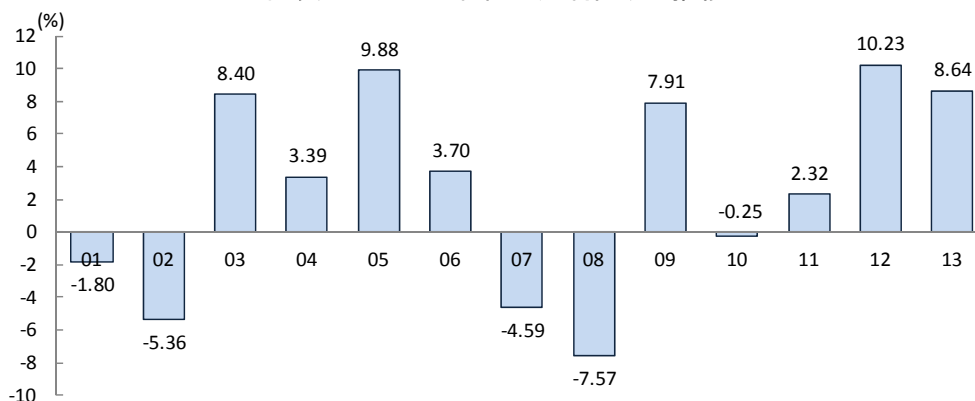
公的年金積立金を運用する年金積立金管理運用独立行政法人(以下、GPIF)は、昨年度の運用状況をまとめた「平成25年度 業務概況書」を7月4日にGPIFホームページに掲載しました。今回はこの業務概況書から、昨年度のGPIFの運用に関する取り組みのポイントを概観します。

まず、GPIFの運用時価総額は2014年3月末時点で126.6兆円となりました。2013年3月末の

時価総額120.5兆円に対して、6.1兆円増加しています。これは、キャッシュアウト額の4.1兆に対して、それを大きく上回る10.2兆円の運用収益があったためです。

図表1は年金積立金の自主運用を開始した2001年度以降の名目運用利回りです。2013年度は国内債券、国内株式、外国債券、外国株式の全てで収益率がプラスとなりました。その結果、積立金全体の収益率は8.64%となり、2012年度

図表 1 GPIF の名目運用利回りの推移



(出所) GPIF 資料より野村証券作成

野村年金マネジメント研究会

このレポートは、年金基金運営及び企業財務業務の参考となる情報の提供を目的としたもので、これらに関する特定の戦略や手法をご提言するために作成したものではありません。年金基金運営及び企業財務業務はご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、野村証券及び野村グループ各社から直接提供するという方法でのみ配布致しております。提供されました御客様限りでご使用下さい。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村証券、野村資本市場研究所及び野村総合研究所に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、またいかなる目的であれ、無断で複製し又は転送を行わないようお願い致します。

程ではありませんが、高い水準となっています。なお、厚生年金基金の最低責任準備金の計算などで参照される厚生年金本体の運用利回りは8.22%となります。この値は8月8日に厚生労働省より発表された厚生年金の収支決算の概要に掲載されています。厚生年金の運用利回りは、GPIF以外に年金特別会計で管理する積立金が2014年3月時点で5.5兆円あり、このキャッシュ保有分があるためにGPIFの運用利回りよりやや低下しています。

以降では、平成25年度の運用面での主な取り組みについてみて行きます。

基本ポートフォリオの変更

2013年6月7日にGPIFは設立以来はじめて基本ポートフォリオを変更しました。2012年10月に会計検査院より基本ポートフォリオの検証について検討するよう指摘されたことが変更のきっかけとなりました。

図表2は変更前と変更後の基本ポートフォリオです。構成割合を比較すると、新基本ポートフォリオでは国内債券が60%となり、変更前より7%低下しています。その分、国内株式、外国資産の割合が高まっています。国内債券の構成割合が引き下げられたのは、国内債券のリスク推計値をデュレーションの長期化のために高めたことが要因として考えられます。基本ポートフォリオの

見直しにあたり、各資産の期待リターンは据え置かれていますので、昨年度の見直しは主にポートフォリオのリスク面に着目した見直しであったといえそうです。

2014年3月末構成割合をみると(図表2)、国内債券が53.4%まで低下してきており、新基本ポートフォリオの国内債券比率の許容範囲60%±8%の下限に近いところに位置しています。これは、株高や円安によって相対的に他のリスク資産の構成比率が高まったこと、およびキャッシュアウトを国内債券の取り崩しで対応したことが主な要因として考えられます。

現在、GPIFでは次期基本ポートフォリオの策定作業が進んでいます。今年3月の経済前提専門委員会で示された新たな運用利回り「賃金上昇率+1.7%」、およびリスク許容度の考え方、それに加えて、6月に公表された財政検証結果から得られる将来のキャッシュフロー予測が、次期基本ポートフォリオを決めるポイントとなりそうです。

国内株式運用の見直し

次に、今年4月4日に発表された国内株式のマネジャー・ストラクチャーの見直しについて取り上げます。今回の見直しのポイントは、①パッシブ運用におけるベンチマークの多様化、②スマートベータ型アクティブ運用の採用、の2点です。図表3が今回の変更のイメージ図です。

図表2 基本ポートフォリオ変更

	国内債券	国内株式	外国債券	外国株式	短期資産	
基本ポートフォリオ	変更前	67	11	8	9	5
	変更後	60	12	11	12	5
乖離許容幅	±8	±6	±5	±5		
2014年3月末構成割合	53.4	15.9	10.7	15.0	5.0	

(注) 2014年3月末構成割合は基本ポートフォリオとの比較のため、短期資産を5%として算出(出所)GPIF資料より野村證券作成

野村年金マネジメント研究会

このレポートは、年金基金運営及び企業財務業務の参考となる情報の提供を目的としたもので、これらに関する特定の戦略や手法をご提言するために作成したものではありません。年金基金運営及び企業財務業務はご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、野村証券及び野村グループ各社から直接提供するという方法でのみ配布致しております。提供されましたお客様限りでご使用下さい。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村証券、野村資本市場研究所及び野村総合研究所に帰属しており、電子的または機械的方法を問わず、またいかなる目的であれ、無断で複製し又は転送等を行わないようお願い致します。

1つ目の「ベンチマークの多様化」では、パッシブ運用のベンチマークとして、従来のTOPIXに加え、JPX日経インデックス400、MSCI Japan、ラッセル野村プライムの3つのインデックスが新たに採用されました。TOPIXの2014年3月末運用残高である17.9兆円と比較すると3つのインデックス合計で0.35兆円と相対的に少額ですが、パッシブ運用の投資対象が東証一部だけでなく、東証二部やジャスダック市場等に拡大されたこと、J-REIT(不動産投資信託)も投資対象となったことは大きな変化といえます。

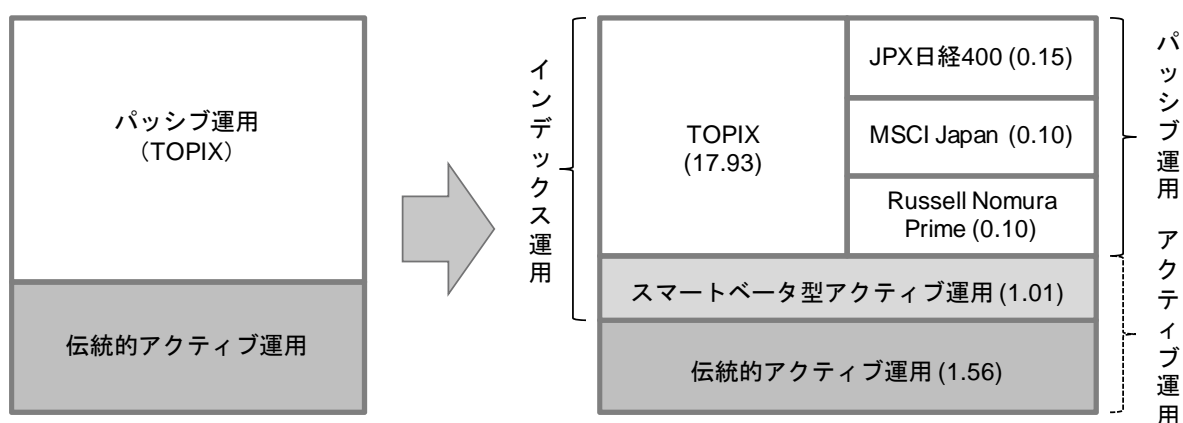
2つ目の「スマートベータ」とは、ルール・ベースの運用により、バリュー効果や小型株効果等のリスクプレミアムを獲得する投資手法といえます。ファンダメンタル指数や最小分散投資などはグローバルに普及しているスマートベータです。GPIFではこのスマートベータをアクティブ運用の一部としながらも、伝統的アクティブやパッシブ運用とは異なる投資カテゴリーとして位置付けました。今回の見直しで採用されたスマートベータは3ファンドで、2014年3月末時点の残高は1.0兆円となっています。

スマートベータ型アクティブ運用の導入に伴い、伝統的アクティブ運用にも変化がみられます。企業との対話で企業価値向上を目指すファンドや集中投資ファンドなど、より銘柄選択で大きなリスクをとるファンドが採用されています。

新たな投資対象について

新たな投資対象としては、インフラストラクチャーへの投資(インフラ投資)が挙げられます。GPIFは今年2月28日にインフラ投資の開始を発表しました。インフラ投資は、電力発送電、ガスパイプライン、鉄道等からの利用料収入等を見込む投資であり、債券と類似したキャッシュフローを持っていることから、GPIFは外国債券の一部として位置付けています。今回のインフラ投資の特徴は、国内外の機関投資家と連携した新たな投資スキームにあります。具体的には、日本政策投資銀行とカナダのオンタリオ州公務員年金基金との間でインフラに投資する共同投資協定を締結し、投資信託を通じて投資を行います。業務概況書によると、2014年3月末時点のインフラ投資に該当する「外貨建て投資信託受益証券

図表3 国内株式の見直し図



(注) 金額は2014年3月末時点のGPIFの運用残高(兆円)

(出所) GPIF 資料より野村証券作成

野村年金マネジメント研究会

このレポートは、年金基金運営及び企業財務業務の参考となる情報の提供を目的としたもので、これらに関する特定の戦略や手法をご提言するために作成したものではありません。年金基金運営及び企業財務業務はご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、野村証券及び野村グループ各社から直接提供するという方法でのみ配布致しております。提供されましたお客様限りでご使用下さい。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村証券、野村資本市場研究所及び野村総合研究所に帰属しており、電子的または機械的方法を問わず、またいかなる目的であれ、無断で複製し又は転送等を行わないようお願い致します。

ファンド」の残高は2億円となっていることから、実際の投資は今後、徐々に進んでいくものと思われます。

新たな投資対象として、5年ぶりに発行が再開された物価連動国債への投資も注目されました。「公的・準公的資金の運用・リスク管理等の高度化等に関する有識者会議」報告書では、デフレ脱却を見据えた対応策として、物価連動国債への投資を検討すべきとの指摘がされています。

GPIFでは、国内債券自家運用の一部として物価連動国債ファンドを設けるように管理運用方針

の変更を行いました。ただし、業務概況書には物価連動国債ファンドの記述はなく、現在のところ残高等は明らかになっていないようです。

GPIFの運用改革では基本ポートフォリオの見直しが目立っていますが、インフラ投資をはじめとしたオルタナティブ投資や、日本版スチュワードシップ・コードの受け入れなど、他の見直しも同時に進んでいます。次期中期計画の策定や被用者年金一元化に向け、今後のGPIFの運用改革の動向が注目されます。

弊誌の記事はバックナンバーも含めてホームページでご覧頂けます。当ホームページは、年金スポンサー限定のサービスとなっております。ご利用を希望される方は、次のURLにてご登録をお願い致します。

<http://nenkin.nomura.co.jp>

編集: 野村証券フィデューシャリー・サービス研究センター、野村資本市場研究所、野村総合研究所

発行: 野村証券フィデューシャリー・サービス研究センター (年金マネジメント研究会事務局)

〒100-8130 東京都千代田区大手町2-2-2
アーバンネット大手町ビル

TEL: 03 (6703) 3991

FAX: 03 (6703) 3981

Email: nenkin@jp.nomura.com

— 次号のお知らせ —

次号は

9月8日(月)

発行予定です。

野村年金マネジメント研究会

このレポートは、年金基金運営及び企業財務業務の参考となる情報の提供を目的としたもので、これらに関する特定の戦略や手法をご提言するために作成したものではありません。年金基金運営及び企業財務業務はご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、野村証券及び野村グループ各社から直接提供するという方法でのみ配布致しております。提供されました御客様限りでご使用下さい。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村証券、野村資本市場研究所及び野村総合研究所に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、またいかなる目的であれ、無断で複製し又は転送等を行わないようお願い致します。

野村証券からのお知らせ

当社で取り扱う商品等へのご投資には、各商品等に所定の手数料等(国内株式取引の場合は約定代金に対して最大1.404%(税込み)(20万円以下の場合は、2,808円(税込み))の売買手数料、投資信託の場合は銘柄ごとに設定された購入時手数料(換金時手数料)および運用管理費用(信託報酬)等の諸経費、等)をご負担いただく場合があります。また、各商品等には価格の変動等による損失が生じるおそれがあります。商品ごとに手数料等およびリスクは異なりますので、当該商品等の契約締結前交付書面、上場有価証券等書面、目論見書、等をよくお読みください。

野村証券株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商) 第142号

加入協会／日本証券業協会、一般社団法人 日本投資顧問業協会、一般社団法人 金融先物取引業協会、一般社団法人 第二種金融商品取引業協会