

野村證券
フィデューシャリー・マネジメント部
春日 俊介

GPIFの基本ポートフォリオ変更について

公的年金積立金を運用するGPIFは10月31日に基本ポートフォリオの変更を発表しました。厚生労働省により示された新たな運用目標や財政検証結果などをもとに、GPIFでは2015年度からの次期中期計画の基本ポートフォリオ策定作業を進めていましたが、経済環境の変化に速やかに対応するため、今期中期計画の基本ポートフォリオを昨年に続いて変更しました。今回の主な変更点としては、国内債券の比率を引き下げて内外株式および外国債券の比率を引き上げたこと、資産区分を従来の5資産から短期資産を除いて4資産としたこと、オルタナティブ資産の上限を資産全体の5%としたこと、が挙げられます。

新基本ポートフォリオの資産構成

年金積立金管理運用独立行政法人(以下、GPIF)は、10月31日に中期計画の変更を発表しました。中期計画に記載されるGPIFの基本ポートフォリオは10月31日付で図表1の資産構成に変更になります。

GPIFの資料¹では、ガバナンス体制強化や運用手法多様化に関する取り組みもあわせて発表されていますが、本稿では基本ポートフォリオ変更に関する部分に絞って解説します。

今回の基本ポートフォリオの主な変更点として、国内債券中心のポートフォリオではなくなったことが挙げられます。国内債券の構成比率が今回の変更で60%から35%まで引き下げられ、引き下げ分を国内株式、外国株式²、外国債券に配

分しました。新基本ポートフォリオの債券と株式の比率は50:50になります。国内債券を引き下げた主な理由は、長期金利の上昇による国内債券リターンの低下を見込んでいるためです。

次に、新基本ポートフォリオの資産区分を見ると短期資産が除外されて4資産となっています。短期資産は資金流入の対応や年金特別会計の資金など、実際にはある程度保有していますが、今後は新基本ポートフォリオの4資産が乖離許容幅に収まる範囲内で短期資産を保有することになります³。

また、オルタナティブ投資については、基本ポートフォリオの資産区分には入りませんでした。オルタナティブの構成比率として、資産全体の5%という上限が設定されました。今年2月に開始されたインフラストラクチャー投資は外国債券の

¹ 「年金積立金管理運用独立行政法人 中期計画の変更について」(2014年10月31日)

² 外国株式のベンチマークは新興国市場を含むMSCI ACWI(除く日本)に変更されました。

³ 新基本ポートフォリオは短期資産を2%保有するとみなし、保有によるリターン低下を考慮して策定されています。

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、野村證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證券、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。

一部として位置付けられていますが、今後インフラストラクチャー、プライベートエクイティ、不動産などのオルタナティブ投資は、それぞれのリスク・リターン特性に応じて、基本ポートフォリオの4資産のどれかに位置づけられるとともに、オルタナティブ全体の構成比率についても管理されることとなります。

運用目標の設定と財政検証

基本ポートフォリオを策定する際の主な前提条件に運用目標と財政検証結果があります。

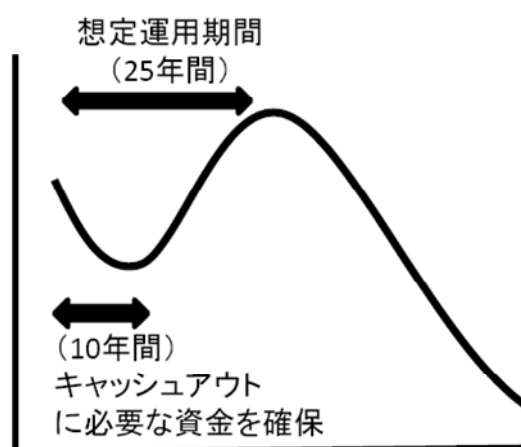
運用目標を含む公的年金積立金の運用のあり方は、厚生労働省が3月に作成した「年金財政における経済前提と積立金運用のあり方について」で示されました。目標リターンは年金給付が賃金上昇率に連動することから名目賃金上昇率 + α の形で示され、 α (実質的な運用利回り) は 1.7% と設定されました。一方、リスク許容度については、債券並みのリスクという考えは従来と変わらないものの、名目賃金上昇率に対する「下振れリスク」を新たなリスク尺度としました。

また、運用のあり方については「安全かつ効率的な運用を行うためには年金財政上必要な利回

りを最小限のリスクで運用すべきであるが、デフレ脱却を図り、適度なインフレ環境に移行しつつある環境では国内債券中心を示す必要はない」とされました。

財政検証については6月に結果が公表され、8通りの経済前提における公的年金の将来の予定積立金額が示されました。経済前提によって数値は異なるものの、積立金は今後10年ほど

図表 2 財政検証による予定積立金額の推移 (イメージ)



(注) 縦軸は積立金額の水準、横軸は年数を表す。
(出所) GPIF 資料

図表 1 基本ポートフォリオの変更

		国内債券	国内株式	外国債券	外国株式	短期資産
変更前	基本ポートフォリオ	60%	12%	11%	12%	5%
↓						
		国内債券	国内株式	外国債券	外国株式	短期資産
変更後	基本ポートフォリオ	35%	25%	15%	25%	-
	乖離許容幅	±10%	±9%	±4%	±8%	-
2014年6月末構成割合		53.36%	17.26%	11.06%	15.98%	2.34%

(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。

資金流出が続いた後に資金流入局面に代わり、積立金額⁴は約25年後に最も高い水準になると見積もられています(図表2参照)。この結果から、今回の基本ポートフォリオ策定における想定投資期間は、継続的な積立金の低下がはじまる前までの25年と設定されています。

基本ポートフォリオの策定

基本ポートフォリオの策定では、目標リターンを確保するポートフォリオを選択するため、各資産の期待リターンの値が重要になります。図表3は今回の「実質的な」期待リターンです。経済中位ケースおよび市場基準ケースの2ケースを想定していますが、これらは財政検証における経済前提と整合的に設定されています。どちらのケースも国内債券の期待リターンがマイナスとなっていますが、これは足元の低金利に加えて将来の長期金利の上昇に伴う債券価格の低下を見込んでいるためです。この期待リターン水準から、実質的なリターン1.7%の確保には株式を多く組み入れる必要があることがわかります。

次にリスク指標については、下方確率(賃金

上昇率を下回る確率)と条件付き平均不足率(賃金上昇率を下回る場合の平均不足率)が使われています。図表4で新基本ポートフォリオと全額国内債券ポートフォリオのリスクを比較すると、標準偏差では「新基本ポートフォリオ>国内債券」となりますが、下方確率では「新基本ポートフォリオ<国内債券」となっていることがわかります。リターンのぶれ(標準偏差)は相対的に大きいですが、長期的に賃金上昇率を下回る確率は低いと考えられます。

新基本ポートフォリオへの移行について

10月31日の発表では移行方法の説明はありませんでした。図表1の6月末時点の資産構成割合でみると、国内債券と外国株式が乖離許容幅を超えています。移行中は乖離許容幅からの超過を容認することとされています。

今回の基本ポートフォリオ変更は厚生年金基金の代行部分の運用や、被用者年金一元化に伴うモデルポートフォリオ⁵の作成にも影響します。そのため、GPIFだけでなく厚生年金基金や共済についても今後の運用動向が注目されます。

図表3 今後25年間の期待リターン(実質的なリターン)

ケース	国内債券		国内株式		外国債券		外国株式	
	経済中位	市場基準	経済中位	市場基準	経済中位	市場基準	経済中位	市場基準
期待リターン	-0.2%	-0.1%	3.2%	3.1%	0.9%	1.4%	3.6%	4.1%

(出所) GPIF 資料より野村証券作成

図表4 基本ポートフォリオの属性

ケース	実質的なリターン		標準偏差		下方確率		条件付平均不足率	
	経済中位	市場基準	経済中位	市場基準	経済中位	市場基準	経済中位	市場基準
新基本ポートフォリオ	1.77%	1.98%	12.8%		44.4%	43.8%	11.2%	11.2%
全額国内債券	-0.20%	-0.10%	4.7%		51.7%	50.8%	3.52%	3.48%

(注) 下方確率とはリターンが名目賃金上昇率を下回る確率。条件付平均不足率は経験分布の値を表示。不足率とはリターンが賃金上昇率を下回る大きさ。

(出所) GPIF 資料より野村証券作成

⁴ 名目賃金上昇率で割り引いた実質的な積立金額(平成26年度価格)。

⁵ 2015年10月の被用者年金一元化に伴い、GPIF、国共連、地共連、私学事業団が共同で作成する資産構成の目標。

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。

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

12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