

### 2015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は、昨年度の運用状況をまとめた「平成27年度 業務概況書」を7月29日に公表しました。昨年度の収益率は国内株式および外国資産がマイナスとなったことから-3.81%となりました。年度末の運用資産額は134.7兆円です。運用内容については、外国債券のマネジャー・ストラクチャーの見直し、国連責任投資原則への署名、プライベートエクイティ投資の開始などの変化がみられました。スチュワードシップ活動やオルタナティブ投資への積極的な取り組みが伺えます。

#### 業務概況書

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27年度 業務概況書」を7月29日に公表しました。

今回の業務概況書は、パフォーマンスや運用機関構成といった運用状況だけでなく、昨年度の主な取り組みや保有銘柄開示、法人設立10年のあゆみ等、充実した内容となっています。本稿では業務概況書の内容から、昨年度の運用面における変化を中心に解説します。

#### 収益率と資産構成割合

GPIFは2014年10月末に基本ポートフォリオを見直し、株式や外国資産の構成割合を引き上げました。昨年度末時点の資産構成割合および現在の基本ポートフォリオは図表1の通りです。基本ポートフォリオからの乖離をみると、国内債券がオーバーウェイト、その他の資産がアンダーウェイトとなっています。四半期別の資産構成で確認したところ、国内株式、外国株式、外国債券のアンダーウェイトは年度を通して維持していたようです。

図表 1 GPIF の資産構成割合(年金積立金全体)

	国内債券	国内株式	外国債券	外国株式	短期資産
2016年3月末の構成割合	37.55%	21.75%	13.47%	22.09%	5.14%
基本ポートフォリオ	35% (±10%)	25% (±9%)	15% (±4%)	25% (±8%)	—
乖離	2.55%	-3.25%	-1.53%	-2.91%	—

(注) オルタナティブ資産の割合は0.06%(投資の上限は資産全体の5%)

(出所) GPIF「平成27年度業務概況書」をもとに野村証券フィデューシャリー・サービス研究センター作成

#### 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。

昨年度の収益率は-3.81%で、5年ぶりにマイナスとなりました。そのため、約2.6兆円の資金流入があったものの、2014年3月末時点の運用時価総額は1年前と比較して2.7兆円低下し、134.7兆円となりました。

以降では、昨年度の運用面での主な取り組みについてみていきます。

### マネジャー・ストラクチャーの見直し

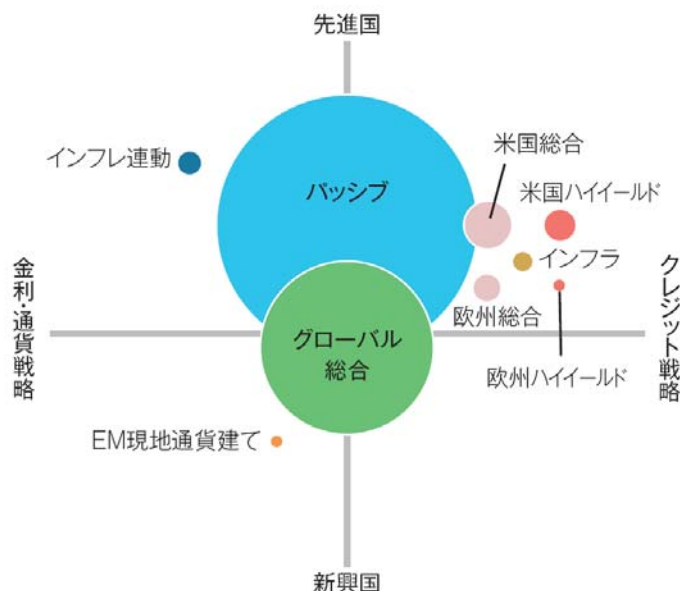
GPIFは2013年度に国内株式、外国株式のマネジャー・ストラクチャーを再構築した後、2014年度から昨年度にかけては外国債券について大幅な見直しを実施しました。見直しのポイントは図表2にあるように、アクティブ運用において8種類のカテゴリーを新たに設定したことです。外国債券の投資対象をハイイールド債やエマージング債、インフレ連動債まで拡大して分散投資を進めるとともに、よりアクティブ度合いの高いマネジャー構成になったといえそうです。選定されたファンドは、アクティブ運用で21ファンド、パッシブ運用で6ファンドです。

外国債券のマネジャー選定では、2014年度の公募から、3段階の選定プロセスを経て2015年10月に選定結果を公表するまで1年以上かかりました。GPIFでは優秀なマネジャーを機動的に採用する仕組みとして、マネジャー・エントリー制を検討し、2016年度から導入することを決定しました。マネジャー・エントリー制では、公募の期限は設けずに、マネジャーはいつでも応募(エントリー)できるようになります。2016年4月に公募を開始した外国株式からマネジャー・エントリー制が導入されており、今後はより柔軟なマネジャーの入れ替えができるようになると考えられます。

### アクティブ運用の割合の変化

GPIFは長い間パッシブ運用を中心とするポートフォリオ構築を行ってききましたが、2015年3月に策定された投資原則において「パッシブ運用とアクティブ運用を併用し、資産クラスごとにベンチマーク収益率を確保しつつ、収益を生み出す投資機会の発掘に努める」という考え方を示しました。

図表2 外国債券の新たなマネジャー・ストラクチャー(2015年度末)



(注) EMはエマージング

(出所) GPIF「平成27年度業務概況書」

### 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を行わないようお願い致します。

図表3に過去5年のアクティブ運用の割合の変化を示します。依然としてパッシブ運用の割合が高いものの、過去1年の変化をみると全ての資産クラスでアクティブ運用の割合が上昇しています。GPIFは運用資産が巨額なため、アクティブ運用の割合の上昇には限度があると思いますが、運用スタンスの変化がみられます。

### スチュワードシップ活動

GPIFは2014年5月にスチュワードシップ・コードの受け入れを表明してから、運用受託機関に対してコードの実施状況について説明を求めるなど、スチュワードシップ責任を果たすための取組みを強めています。その一環として、GPIFのESGに対する考え方を明確にするために国連責任投資原則への署名を2015年9月に行っています。また、2016年7月には国内株式のESGインデックスの公募を行っています。

### プライベートエクイティ投資の開始

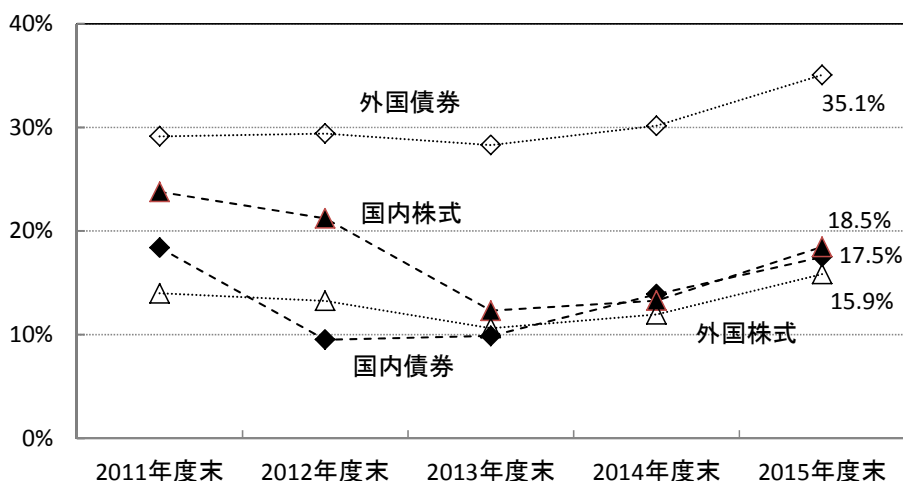
現在の基本ポートフォリオにはオルタナティブ投資という資産クラスはありませんが、オルタナティブ投資はリスク・リターン特性に応じて4つの資産クラスのどれかに分類し、資産全体の5%まで投資することができます。

2014年2月に投資を開始したインフラ投資は外国債券アクティブ運用の一部として位置付けられ、2015年度末の時価総額は814億円となっています。

続いて2015年6月には新興国でのプライベートエクイティ投資を外国株式アクティブ運用の一部として開始しています。2015年度末の時価総額は19億円です。

GPIFのオルタナティブ投資の構成割合は2015年度末で0.06%とわずかですが、これから徐々に拡大していくものと思われます。

図表3 各資産クラスのアクティブ運用の割合の推移(市場運用分)



(注1) 国内株式、外国株式で2013年度にアクティブ割合が低下しているのは、エンハンスド・インデックス型運用を廃止したため。その際、よりアクティブ度合いの高い厳選投資型ファンドを採用している。

(注2) 国内債券で2012年度にアクティブ割合が低下しているのは、キャッシュアウト対応のためにキャッシュアウト対応ファンドを増額したため。

(出所) GPIF「平成27年度業務概況書」をもとに野村証券フィデューシャリー・サービス研究センター作成

### 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。

## — 次号のお知らせ —

次号は

**9月5日(月)**

発行予定です。

## 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)(20万円以下の場合には、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

弊誌の記事はバックナンバーも含めて野村年金マネジメント研究会の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(野村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](mailto:nenkin@jp.nomura.com)

**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を行わないようお願い致します。