NOMURA
野村年金マネジメント研究会
年金ニュース解説
No.785（2018年8月27日号）

野村證券
フィデューシャリー・マネジメント部
春日　俊介

2017年度のGPIFの取組みについて

公的年金積立金を運用するGPIFは昨年度の活動報告として7月6日に「平成29年度　業務概況書」を公表しました。また、8月13日にはESGに関して初めて「平成29年度　ESG活動報告」を公表しました。昨年度は国内外の株式市場の上昇を背景に収益率が+6.90%となったこと、1.4兆円の資金流入があったことから運用資産は増加し、2017年度末には156.4兆円となりました。昨年度の主な取組みとしては、ガバナンス改革、国内株式を対象としたESG指数の選定、オルタナティブ投資の拡大、実績連動報酬の導入などがありました。

業務概況書

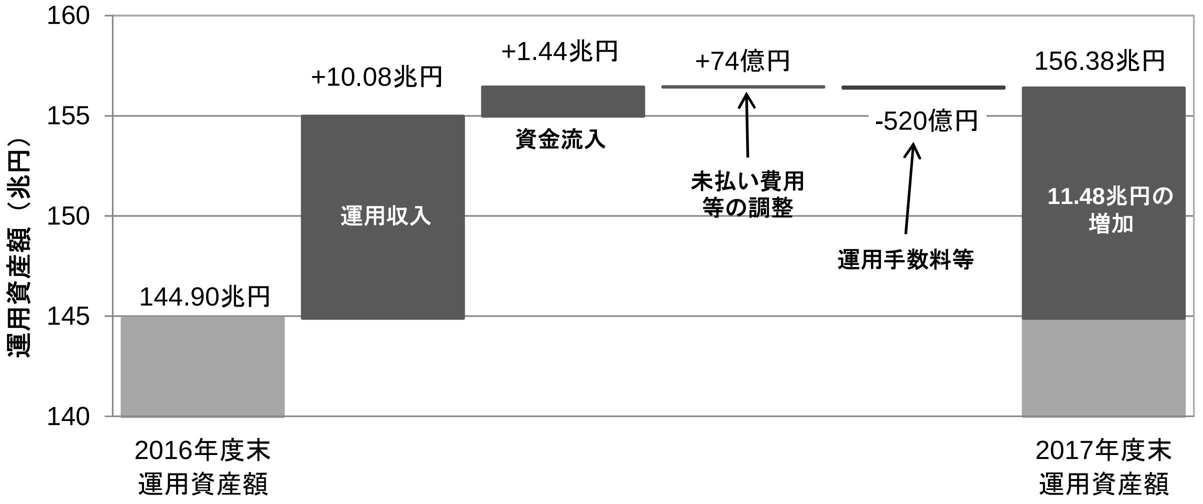
公的年金積立金を運用する年金積立金管理運用独立行政法人（以下、GPIF）は、昨年度の運用状況をまとめた「平成29年度　業務概況書」を7月6日に公表しました。

業務概況書では、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はなく、昨年度の主な取組みや基本ポートフォリオ検証の概要についても報告されています。本稿ではGPIFの昨年度の主要な取組みについてみていきます。

運用資産の増加

2017年度末のGPIFの運用資産額は156.4兆円となりました。2016年度末から11.5兆円増加しており、その内訳は図表1の通りです。運用収入の寄与が最も大きく10.1兆円となりました。これ

図表 1　GPIF の運用資産額の変化（2017 年度）



（出所）GPIF「平成 29 年度業務概況書」をもとに野村證券フィデューシャリー・サービス研究センター作成

このレポートは、年金基金運営およ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。年金基金運営およ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、野村證券およ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。提供されたお客様限りでご使用ください。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、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします。

は昨年度の国内株式と外国株式の収益率がそれぞれ15.9%、9.7%と良好だったためです。運用収入の多くは国内株式および外国株式の株価上昇によってもたらされたキャピタルゲインです。一方、運用収入におけるインカムゲインは2.8兆円で、2016年度の2.5兆円から上昇しています。インカムゲインの構成はこの10年間で国内債券の寄与が大きく低下し、昨年度は国内株式と外国株式の配当収入が約60%を占めました。

その他の運用資産額の変動要因として、資金流入が1.4兆円のプラス寄与となる一方で、運用手数料等は520億円のマイナス寄与となっています。ただし、運用資産額に対する管理運用委託手数料率は0.03%と低い水準に抑えられています。

8月3日に公表された第一四半期の運用状況（速報）では、2018年6月末の運用資産額は158.6兆円まで増加しています。

資産構成割合の変化

2017年度末時点の年金積立金全体の資産構成割合は図表2の通りです。GPIFは2014年10月末に株式や外国資産の構成割合を引き上げ、現在の基本ポートフォリオになっています。

2016年度末からの変化をみると、国内債券が31.7%から27.5%へと4.2%低下する一方で、国内株式および外国債券がそれぞれ2%近く増加しています。各資産の資金配分・回収額（配分と回収の差額）では、外国債券が3.6兆円のプラスとなる一方、国内債券で3.7兆円を取り崩していることがわかります。

基本ポートフォリオからの乖離をみると、2017年度末は国内債券のアンダーウェイトが7.5%まで拡大しています。その他の3資産の乖離幅は相対的に小さく、基本ポートフォリオに近い構成割合となっています。これまでアンダーウェイトとなっていた国内株式は基本ポートフォリオの25%に届き、2017年度末は若干オーバーウェイトとなりました。基本ポートフォリオの資産構成には入っていない短期資産の構成割合が8.7%と継続的に高い水準にあり、国内債券のアンダーウェイト分を短期資産で保有している形になっています。

超過収益率について

GPIFの2017年度の収益率は6.90%のプラスとなりました。ただし、ベンチマーク収益率が7.26%であったことから、超過収益率は-0.37%とマイナスになりました。超過収益率の要因分析によると、資産配分要因が-0.36%、個別資産要因が+0.00%、その他要因が-0.01%となっていることから、超過収益率のマイナスは資産配分要因

図表 2　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
2017年度末（2018年3月末）の構成割合	27.50%	25.14%	14.77%	23.88%	8.70%
2016年度末（2017年3月末）の構成割合	31.68%	23.28%	13.03%	23.12%	8.89%
前年度末からの変化	-4.18%	1.86%	1.74%	0.76%	-0.19%
2017年度の資金配分・回収額（億円）	-37,384	212	35,561	2,252	
基本ポートフォリオ	35% (±10%)	25% (±9%)	15% (±4%)	25% (±8%)	—
基本ポートフォリオからの乖離	-7.50%	0.14%	-0.23%	-1.12%	—

（注）オルタナティブ資産の割合は 0.13%（投資の上限は資産全体の 5%）
（出所）GPIF「平成 29 年度業務概況書」をもとに野村證券フィデューシャリー・サービス研究センター作成

このレポートは、年金基金運営およ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。年金基金運営およ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、野村證券およ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。提供されたお客様限りでご使用ください。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、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします。

のマイナスでほぼ説明できます。昨年度は国内外の株式だけでなく債券のリターンもプラスであったことから、資産配分要因のマイナスはリターンを生まない短期資産の構成割合が高かったためと考えられます。

ガバナンス改革

GPIFでは2017年10月に経営委員会および監査委員会が設置されました。ガバナンス面での大きな変化は2つです。

1つは意思決定の方法で、これまで理事長がすべての意思決定に責任を持つ独任制が採られていました。これが経営委員会による合議制に変更されました。

もう1つは意思決定・監督と執行の分離です。中期計画や年度計画の作成など重要な意思決定は経営委員会が行い、実際の管理運用業務は理事長又は理事をはじめとした執行部が行います。2020年度に向けて次期中期計画の基本ポートフォリオ策定作業がこれから進みますが、策定するのは経営委員会になります。

オルタナティブ投資の拡大

GPIFでは分散投資による運用の効率化を進めるために資産全体の5%を上限としてオルタナティブ投資（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）を行っています。

これまで日本政策投資銀行などの機関投資家との共同投資によりオルタナティブ資産の組入れを進めてきましたが、昨年度から複数のゲートキーパー及びファンド・オブ・ファンズ・マネジャーを採用し、投資手法を多様化しています。その結果、2017年度末の投資残高は2,130億円となり、2016年度末の1,006億円から倍増しています。資産構成割合でみるとオルタナティブ資産はまだ0.13%と小さいですが、今後拡大していくことが見込まれます。

実績連動報酬の導入

GPIFのアクティブ運用の割合は2017年度末で運用資産の24%となっています。これらのアクティブ運用を行う運用機関に対して、GPIFは2018年4月から新しい実績連動報酬を導入しました。具体的には基本報酬率をパッシブ運用並みの水準に引き下げるとともに、超過収益に応じた実績連動報酬の上限を撤廃しています。

導入の背景には、採用している多くのファンドで目標超過収益率が達成できていないという状況があります。運用成果と報酬の連動性を高めることで、アクティブ運用機関側の目標超過収益率の設定やキャパシティ管理を含めた運用の高度化を求めているといえます。

ESG活動の拡大

GPIFは8月13日に初のESG活動報告を公表しました。活動報告ではこれまでのESGに関する取組みとESG評価についてのGPIFの考え方がまとめられています。ESG投資は長期的なリターン獲得を目指すものであり、効果の検証にも時間を要すると考えられますが、今後は取組みの効果を定期的に確認していくとのことです。

GPIFは2015年9月に責任投資原則（PRI）に署名して以降、ESG（環境・社会・ガバナンスの要素を考慮する投資）に関する取組みを強化してきました。特に2017年度はESGに関する積極的な取組みが多くみられました。7月には国内株式を対象とした3つのESG指数（FTSE Blossom Japan Index、MSCIジャパンESGセレクト・リーダーズ指数、MSCI日本株女性活躍指数）を選定して運用を開始しました。2017年度末の運用額は1.5兆円となっています。その他に、グローバル環境株式指数の公募や債券投資におけるESGに関する共同研究を実施しました。今後、国内株式だけではなく全ての資産にESGに関する取組みが拡がっていくと考えられます。

このレポートは、年金基金運営およ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。年金基金運営およ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、野村證券およ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。提供されたお客様限りでご使用ください。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、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします。

— 次号のお知らせ —

次号は

9月10日（月）

発行予定です。

野村證券からのお知らせ

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。

野村證券株式会社

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：野村證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

発行：野村證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

このレポートは、年金基金運営およ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。年金基金運営およ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、野村證券およ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。提供されたお客様限りでご使用ください。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、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします。