

### 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3月31日に基本ポートフォリオの変更を発表しました。2020年度からの第4期中期計画(5か年計画)に向けた、被用者年金一元化後及び経営委員会発足後初めてとなる基本ポートフォリオとなり、2020年4月1日より適用されています。今回の主な変更点としては、国内債券の構成比率を10%引き下げて外国債券の構成比率をその分引き上げたこと、短期資産について円建ての短期資産は国内債券へ、外貨建ての短期資産は外国債券へ区分することにしたことなど、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、3月31日に基本ポートフォリオの変更を発表しました。同日発表された第4期中期計画に記載されたGPIFの基本ポートフォリオは4月1日付で図表1の資産構成へ変更になります。

今回の基本ポートフォリオの主な変更点として、まず国内債券の構成比率を10%引き下げて、外国債券の構成比率をその分引き上げたことが挙げられます。GPIFの資料<sup>1</sup>によると、「新しい基本ポートフォリオは、運用目標を満たしつつ、最もリスクの小さいポートフォリオを選定したものであり、国内の金利低下によって国内債券の利回りが低下している状況等に伴い、国内債券の割合が減少した一方、相対的に金利が高い外国債券の割合が増加した」とされています。また、円建ての短期資産は国内債券に、外貨建ての短期資産は外国債券へ区分することに変更されました。なお、為替ヘッジ付き外国債券の区分は2019年よ

り外国債券から国内債券へ変更されています。その他、オルタナティブ資産(インフラストラクチャー、プライベートエクイティ、不動産その他)は、これまでと同様に原則リスク・リターン特性に応じて国内債券、国内株式、外国債券及び外国株式に区分し、資産全体の5%を上限<sup>2</sup>とすることとされています。

また乖離許容幅も見直されています。従来の4資産の幅に加えて、株式リスクの管理強化の観点から、株式全体・債券全体についても設定されました。この結果、株式の保有上限は、各資産の乖離許容幅のみを踏まえれば、内外株式の構成比率と乖離許容幅の合算である65%(25%+25%+8%+7%)となること、株式全体の乖離許容幅によって、61%(25%+25%+11%)に制限されることとなります。

なお、政策ベンチマークは従前から変更されていません(図表2)。

<sup>1</sup> 「年金積立金管理運用独立行政法人 基本ポートフォリオの変更について」(2020年3月31日)

<sup>2</sup> 2019年12月末時点のオルタナティブ資産の年金積立金全体に占める割合は0.49%です

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。

### 運用目標とリスク制約

基本ポートフォリオを策定する際の主な前提条件に、財政検証結果を踏まえた運用目標とリスク制約があります。

財政検証については2019年8月に結果が公表され、6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。財政検証における積立金額(名目)の推移を見ると、ケースによってピークの時期は異なるものの、およそ50年後までは積立金の元本を取り崩す必要がなく、運用方針を維持できることが見込まれました。以上から50年後までの範囲で、変更後の基本ポートフォリオで運用した場合の積立金額の推移を財政検証で予定された積立金額と比較することになりました。

財政検証結果を踏まえ、2019年7月から2020年3月にかけて開催された社会保障審議会資金運用部会において、GPIFの第4期中期目標期間における運用目標及びリスク制約について議論

が行われました。運用目標については、長期的に年金積立金の実質的な運用利回り(運用利回りから名目賃金上昇率を差し引いたもの)に着目し、6通りの全ての経済前提(ケースⅠ～ケースⅥ、図表3参照)の実質的な運用利回りに対応する値として、ケースⅢの1.7%を最低限のリスクで確保することとされました。この結果、名目的な目標利回りは4.0%(物価上昇率1.2%+賃金上昇率(対物価)1.1%+スプレッド(対賃金)1.7%)となりました。リスク制約は、従前同様に、運用利回りが名目賃金上昇率を下回るリスク(下方確率)が全額国内債券運用の場合を超えないこととされた他、賃金上昇率を下回った場合の平均的な不足率(条件付平均不足率)をリスク尺度として最適化を行うこととされました。なお、従前あった必要利回りの設定以外の制約条件(各資産の大小関係等)は、今回の見直しでは設定されなかったとされました。

図表 1 基本ポートフォリオの変更

(変更前)		国内債券	外国債券	国内株式	外国株式
	資産構成割合	35%	15%	25%	25%
	乖離許容幅	±10%	±4%	±9%	±8%

↓

(変更後)		国内債券	外国債券	国内株式	外国株式	
	資産構成割合	25%	25%	25%	25%	
	乖離許容幅	各資産	±7%	±6%	±8%	±7%
		債券・株式	±11%		±11%	

(出所) GPIF 資料より野村証券作成

図表 2 政策ベンチマーク

資産区分	政策ベンチマーク
国内債券	NOMURA-BPI「除くABS」
外国債券	FTSE世界国債インデックス(除く日本、円ベース)
国内株式	TOPIX(配当込み)
外国株式	MSCI ACWI(除く日本、円ベース、配当込み)

(出所) GPIF 資料より野村証券作成

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、野村証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証券、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。

図表3 2019(令和元)年財政検証の諸前提

		将来の経済状況の仮定		経済前提				(参考) 経済成長率 (実質) 2029年度以降 20~30年
		労働力率	全要素生産性 (TFP)上昇率	物価上昇率	賃金上昇率 (実質<対物価>)	運用利回り		
						実質 <対物価>	スプレッド <対賃金>	
ケースI	内閣府試算 「成長実現 ケース」に 接続するもの	経済成長と 労働参加が 進むケース	1.3%	2.0%	1.6%	3.0%	1.4%	0.9%
ケースII			1.1%	1.6%	1.4%	2.9%	1.5%	0.6%
ケースIII			0.9%	1.2%	1.1%	2.8%	1.7%	0.4%
ケースIV	内閣府試算 「ベースライ ンケース」に 接続するもの	経済成長と 労働参加が 一定程度 進むケース	0.8%	1.1%	1.0%	2.1%	1.1%	0.2%
ケースV			0.6%	0.8%	0.8%	2.0%	1.2%	0.0%
ケースVI			0.3%	0.5%	0.4%	0.8%	0.4%	▲0.5%

(出所) GPIF 資料

図表4 資産毎の期待リターンとリスク(標準偏差)

	短期金利	国内債券	外国債券	国内株式	外国株式	賃金上昇率
期待リターン (名目リターン)	0.6%	0.7%	2.6%	5.6%	7.2%	-
期待リターン (実質的なリターン)	-1.7%	-1.6%	0.3%	3.3%	4.9%	-
標準偏差	-	2.56%	11.87%	23.14%	24.85%	1.62%

(出所) GPIF 資料より野村證券作成

### 資産毎の期待リターンとリスク

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4は基本ポートフォリオ策定に用いた資産毎の期待リターンとリスクです。国内債券の期待リターンは、将来の長期金利推移シナリオを想定した債券運用のシミュレーションから算定される平均収益率に、市場時価総額に内在すると考えられる均衡収益率<sup>3</sup>を混合することによって推計されています。国内株式、外国債券、外国株式の期待リターンは、いずれも短期金利にリスクプレミアムを加えたビルディングブロック法<sup>4</sup>によ

るものに、市場時価総額に内在すると考えられる均衡収益率を混合することによって推計されています。短期金利の期待リターンは、金融市場におけるイールドカーブに基づき推計されています。なお期待リターンの推計期間としては、ポートフォリオの最適化を行う上で財政検証の前提を参照するため、財政検証の長期の経済前提の設定に用いる経済モデルが一般的に想定する期間を勘案して25年間とされています。

リスク・相関係数については、バブル崩壊後の過去25年間における政策ベンチマークの年次データを用いて推計されています。

<sup>3</sup> 均衡収益率とは、各資産のリスク・相関係数及びグローバル市場の時価総額を用いて、市場から示唆されるリターンを逆算したものです。

<sup>4</sup> ビルディングブロック法とは、各資産の期待リターンを短期金利の期待リターンとリスクプレミアムに分類し、それぞれを推計した上で合算することによって、各資産の期待リタ

ーンを推計する方法です。なお、リスクプレミアムの推計にあたっては政策ベンチマーク等の過去データを用いています。

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。

### 基本ポートフォリオの策定とリスク検証

以上の4資産の期待リターン、リスク等に基づき、運用目標(実質的な運用利回り:1.7%)を満たし、下方確率が全額国内債券運用の場合を下回り、かつ条件付平均不足率が最も小さいポートフォリオが選定されました。なお、基本ポートフォリオは従来通り5%刻みの資産構成割合とされています。

基本ポートフォリオで長期間運用した場合、財政検証で予定された積立金額(予定積立金額)を下回るリスクがどの程度あるのか検証しておくことは重要です。そこで、基本ポートフォリオで運用した場合の積立金の将来の推移について、各資産の期待リターンや標準偏差、相関係数をもとに、100万回のモンテカルロシミュレーションが

行われました。

この結果を見ると、予定積立金額を下回る確率は基本ポートフォリオ変更前と比べて低下しています。一方、全額国内債券で運用した場合は、予定積立金額を常に下回る結果となりました。以上の点を総合的に勘案して、今回のポートフォリオは、運用目標を満たしつつ、下振れリスクの最小化を図った最も効率的なポートフォリオと判断されました。

なお、今後については、マクロ経済や市場等の動向を注視しつつ、策定時に想定した運用環境から乖離がないか、適時適切に検証を行い、必要に応じて見直しの検討を行うこととされています。

図表 5 基本ポートフォリオの属性

実質的なリターン	名目リターン	標準偏差	下方確率	条件付き平均不足率	
				正規分布	経験分布
1.7%	4.0%	12.32%	44.4%	9.2%	10.9%
(参考)全額国内債券ポートフォリオの属性					
-1.6%	0.7%	2.56%	70.7%	3.0%	3.0%

(注) 「条件付平均不足率」は、株式等が想定より下振れ確率が大きい場合(いわゆる「テールリスク」)もあることを考慮し、正規分布に替えて、過去25年間の実現リターンから推計した経験分布を用いた試算も行われています。

(出所) GPIF 資料より野村証券作成

図表 6 基本ポートフォリオのリスク検証<予定積立金額を下回る確率>

	25年後 (2043年度時点)	50年後 (2068年度時点)
基本ポートフォリオ	38.1%	39.8%
全額国内債券	100.0%	100.0%
(参考)		
変更前	40.0%	43.0%

(出所) GPIF 資料より野村証券作成

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、野村証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証券、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

**5月18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1.43%(税込み)(20万円以下の場合)、2,860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

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

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、野村証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証券、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。