

野村フィデューシャリー・リサーチ & コンサルティング  
 フィデューシャリー・マネジメント部  
 清水 信行

## 2021年度のGPIFの取り組みについて

公的年金積立金を運用するGPIFは昨年度の活動報告として7月1日に「2021年度 業務概況書」を公表しました。昨年度は海外株式市場が円安の恩恵もあって、大幅上昇したことなどを背景に、通期の収益率が+5.42%となりました。この収益率拡大を背景に運用資産は増加し、2021年度末は196.59兆円となりました。昨年度の主な取り組みとしては、ポートフォリオのリスク管理強化、スチュワードシップを責任を果たす取り組みやESG活動の推進、オルタナティブ投資の拡大などがありました。

### 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「2021年度 業務概況書」を7月1日に公表しました。

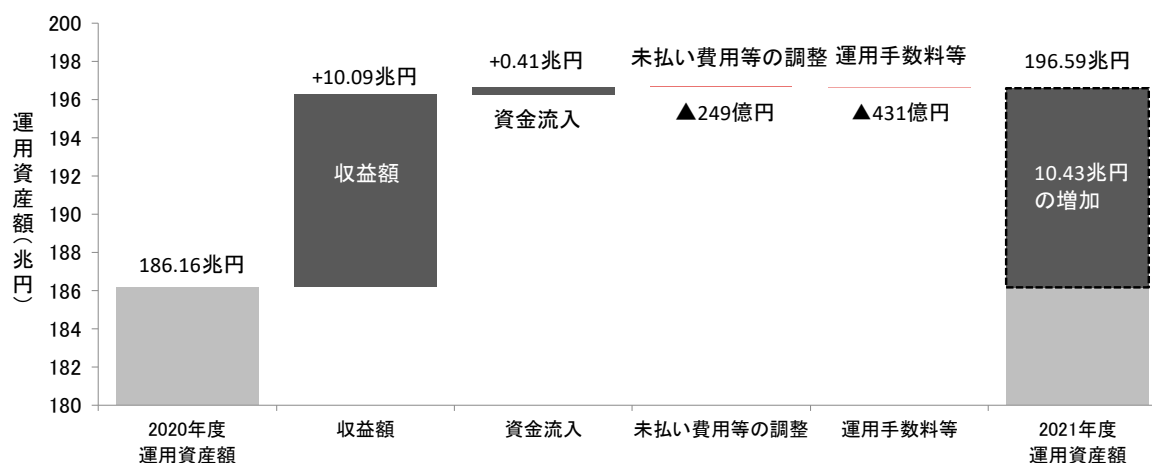
業務概況書では、パフォーマンスや運用機関構成といった運用状況だけでなく、昨年度の主な取り組みについても報告されています。本稿で

はGPIFの昨年度の主要な取り組みについてみていきます。

### 運用資産の増加

2021年度末のGPIFの運用資産額は196.59兆円となりました。2020年度末から10.43兆円増加しており、その内訳は図表1の通りです。収益額のプラスの寄与が最も大きく+10.09兆円となり

図表1 GPIFの運用資産額の変化(2021年度)



(出所) GPIF「2021年度業務概況書」をもとに NFRC 作成

当レポートは、お客様への情報提供を目的として作成したものであり、特定の有価証券の売買または商品の推奨・勧誘等を目的としたものではありません。当レポートに記載されたいかなる内容も将来の投資収益を示唆あるいは保証するものではありません。当レポート内の記述、グラフ・表・数値データ等の内容につきましては、信頼できると考えられる情報に基づいて作成しておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。当レポートは、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。配布されたお客様限りでご使用ください。当レポートのいかなる部分も一切の権利は野村フィデューシャリー・リサーチ&コンサルティング、野村証券、野村資本市場研究所に帰属しており、当レポートの全部もしくは一部を複製、転送または再配布することはご遠慮ください。

ました。これは昨年度の外国株式の収益率が+18.48%と大きく上昇したことなどが主な要因です。運用資産の大幅な増加は主に外国株式の株価上昇によるキャピタルゲインによってもたらされていますが、一方で、4資産合計のインカムゲインは3.20兆円と、過去最高であった2019年度の3.24兆円並みとなりました。近年、国内債券の利回りは著しく低下しているものの、内外株式の配当収入が増加しており、2001年度以降の20年間の累計収益額に占めるインカムゲインの割合は40%を超え、低金利が続く中で収益率の安定化が図られています。

その他の運用資産額の変動要因として、資金流入が0.41兆円のプラス寄与となった一方、運用手数料等は431億円のマイナス寄与となっています。運用資産額に対する管理運用委託手数料率は0.02%と、2020年度の同0.04%から低下しました。毎年の報酬支払を一部留保するキャリアオーバー型の実績連動報酬体系の下、2020年度は外国債券などで、多くのアクティブ運用機関が高い超過収益を獲得しましたが、2021年度は外国債券、外国株式などで、アクティブ運用機関の超過収益が低下したことなどが主な要因です。

## 資産構成割合の変化

2021年度末時点の年金積立金全体の資産構成

図表2 GPIFの資産構成割合(年金積立金全体)

	国内債券	外国債券	国内株式	外国株式
2021年度末の構成割合	26.33%	24.07%	24.49%	25.11%
2020年度末の構成割合	25.92%	24.61%	24.58%	24.89%
前年度末からの変化	0.41%	-0.54%	-0.09%	0.22%
2021年度の資金配分・回収額(億円)	43,038	3,120	12,221	-54,764
(参考)基本ポートフォリオ	25%(±7%)	25%(±6%)	25%(±8%)	25%(±7%)
基本ポートフォリオからの乖離	1.33%	-0.93%	-0.51%	0.11%

(注1) オルタナティブ資産の割合は1.07%(投資の上限は資産全体の5%)

(注2) 基本ポートフォリオの乖離許容幅は資産毎に加えて、内外債券、内外株式合計で各±11%を設定

(注3) 為替ヘッジ付き外国債券及び円建ての短期資産については国内債券に区分し、外貨建ての短期資産については外国債券に区分

(出所) GPIF「2021年度業務概況書」をもとに NFRC 作成

成割合は図表2の通りです。

2020年度末からの変化をみると、国内債券が25.92%から26.33%へ、外国株式が24.89%から25.11%へそれぞれ上昇する一方、外国債券が24.61%から24.07%へ、国内株式が24.58%から24.49%へそれぞれ低下しています。国内債券は、収益率は1%弱のマイナスでしたが、資金配分額が多かったため、外国株式は、資金回収額は大きかったものの、収益率が高かったため、それぞれ構成比率が上昇しました。外国債券、国内株式は、収益率はプラスであったものの、外国株式に対して大きく劣後したため、構成比率が低下しました。なお、各資産の資金配分・回収額(配分と回収の差額)は、国内債券が4.3兆円、国内株式で1.2兆円、外国債券が0.3兆円、それぞれプラスとなる一方、パフォーマンスが大幅に上昇した外国株式で5.5兆円取り崩されています。

基本ポートフォリオからの乖離をみると、2021年度末は国内債券のオーバーウエイト幅が1.33%、外国株式が同0.11%となる一方、外国債券のアンダーウエイト幅が0.93%、国内株式が同0.51%となりました。各資産とも乖離幅は小さく、基本ポートフォリオに近い構成割合となっています。

当レポートは、お客様への情報提供を目的として作成したものであり、特定の有価証券の売買または商品の推奨・勧誘等を目的としたものではありません。当レポートに記載されたいかなる内容も将来の投資収益を示唆あるいは保証するものではありません。当レポート内の記述、グラフ・表・数値データ等の内容につきましては、信頼できると考えられる情報に基づいて作成しておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。当レポートは、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。配布されたお客様限りでご使用ください。当レポートのいかなる部分も一切の権利は野村フィデューシャリー・リサーチ&コンサルティング、野村証券、野村資本市場研究所に帰属しており、当レポートの全部もしくは一部を複製、転送または再配布することはご遠慮ください。

### 超過収益率について

GPIFの2021年度の収益率は+5.42%となりました。ベンチマーク収益率が+5.47%であったことから、超過収益率は-0.06%と、2年振りにベンチマーク対比の超過収益率がマイナスとなりました。超過収益率の要因分析によると、資産配分要因が-0.05%、ベンチマーク要因が+0.06%、ファンド要因が-0.07%、その他要因が-0.00%となっており、超過収益率のマイナスはファンド要因と資産配分要因が主に寄与しました。ファンド要因は外国株式のアクティブファンドが苦戦したこと、資産配分要因は内外株式で収益率が落ち込んだ下期に、オーバーウエイトで推移したことなどがその理由です。

### ポートフォリオのリスク管理強化

2021年度後半は、ロシアによるウクライナ侵攻や、欧米中央銀行がインフレ抑制に向けて金融引締めを開始するなど、金融資本市場は大きく変化しました。GPIFは2021年度に基本ポートフォリオの検証を実施した結果、運用環境は策定時の想定から必ずしも大きく変化しているわけではない、との検証結果が得られたことから、基本ポートフォリオの見直しは必要ないものと判断しました。一方で、GPIFはポートフォリオのリスク管理の強化に努めました。主な方策は以下の通りです。

外国債券の政策ベンチマークであるFTSE WGBI世界国債インデックスに、段階的に組み入れられることになった中国国債について、GPIFは当面投資を見送ることを決定しました。国際決済制度が利用できないこと、GPIFの投資規模と比較して市場の流動性が限定的であること、先物取引が外国人投資家には認められていないこと等が、その理由です。

2018年度に自家運用による先物の利用が制度化されていましたが、金融資本市場のボラティリティが上昇する中で、機動的なリバランスを執

行すべく、2021年度より自家運用での株式指数先物の利用を開始しています。

2022年3月にFRBによる利上げ開始が想定されていましたが、為替リスクを変更せず、外国債券の金利リスクのみ低減させるべく、為替ヘッジ付き米国債を約1兆円減額しました。合わせて外国債券において、クレジットリスクを低減させるべく、ハイイールド債券の2021年度末の保有額をピーク時の1/5以下にまで減少させるなど、外国債券における社債等の比率を、2021年度末に約5%まで低下させています。

2021年度は、採用している7本の外国株式アクティブファンドの超過収益率が、全て3%以上の大きなマイナスになるなど、伝統的4資産の中で最もアクティブファンドが苦戦した外国株式について、アクティブファンド残高を約2兆円減額しています。この結果、外国株式のアクティブ比率は2020年度末の12.01%から、2021年度末に9.18%まで低下しました。

### スチュワードシップ責任を果たす取り組み

資本市場を幅広くカバーする資金規模の大きい投資家であるユニバーサル・オーナーであること、100年を視野に入れた年金制度の一端を担う超長期投資家であることを自認するGPIFは、個別の企業や政府の活動による環境・社会問題などの負の影響を減らし、運用資産全体の長期的なリターンを向上させるため、スチュワードシップ責任を果たす取り組みや、ESG活動を推進しています。

GPIFのスチュワードシップ活動は2014年5月の日本版スチュワードシップ・コード受け入れから本格的に開始されました。活動の指針として設定された「スチュワードシップ責任を果たすための方針」、「投資原則」、「スチュワードシップ活動原則」、「議決権行使原則」は、活動の広がりと共に随時改定されてきました。直近では2020年3月の日本版スチュワードシップ・コード再改訂前後

当レポートは、お客様への情報提供を目的として作成したものであり、特定の有価証券の売買または商品の推奨・勧誘等を目的としたものではありません。当レポートに記載されたいかなる内容も将来の投資収益を示唆あるいは保証するものではありません。当レポート内の記述、グラフ・表・数値データ等の内容につきましては、信頼できると考えられる情報に基づいて作成しておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。当レポートは、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。配布されたお客様限りでご使用ください。当レポートのいかなる部分も一切の権利は野村フィデューシャリー・リサーチ&コンサルティング、野村証券、野村資本市場研究所に帰属しており、当レポートの全部もしくは一部を複写、転送または再配布することはご遠慮ください。

に、活動の対象資産を株式から全資産へ拡大することを、各指針で決定しています。

この決定を受けて、2022年度より「投資先企業の持続的な成長を促し信用リスクの低減に資するか」という観点で、債券の運用受託機関を対象とする評価を開始することを決定しました。なお、現段階では、債券については個々のエンゲージメントの評価方法が確立しているとは言えないことから、スチュワードシップ活動を行うための組織・人材が整備されているかについて評価を行うこととしています。

### ESG活動の推進

ESG活動では、ESG指数に基づくパッシブ運用の拡大が挙げられます。2017年に国内株式において、ESG総合指数を2つ、女性活躍指数を1つ、合計3つのESG指数を選定し、パッシブ運用を開始しました。2018年には企業の炭素効率性を評価した株式指数を内外株式で1つずつ選定し、そのパッシブ運用を追加しました。2019年度にはインデックスに関する情報を常時受け付ける仕組みである「インデックス・ポスティング」を導入しました。2020年度はポスティングされた指数のうち、外国株式のESG総合指数から1指数、同じくダイバーシティ指数から1指数の、計2指数のパッシブ運用を追加しました。

そして、2021年度は国内株式のESG総合指数であるFTSE Blossom Japan Sector Relative Indexに基づくパッシブ運用を開始しました。この結果、国内外のESG指数に基づく株式運用は、ESG総合指数で4指数、ESGテーマ指数(女性活躍/気候変動)で4指数の、計8指数まで増え、運用資産総額も2021年度末時点で、2020年度末比約1.5兆円増となる約12.1兆円まで拡大しています。

GPIFのESG活動は債券においても推進されています。世界銀行グループなどの国際開発金融機関や、各国政策金融機関が発行するグリー

ンボンドなどへの投資機会を運用機関に提供する投資プラットフォームを、2019年度から構築しています。これらのプラットフォーム等を通じたグリーンボンド、ソーシャルボンド(新型コロナウイルス対策を目的としたコロナ債を含む)、サステナビリティボンドの投資実績は、2021年度末で約1.6兆円となり、2020年度末から約0.5兆円増加しました。

### オルタナティブ投資の拡大

GPIFでは流動性の犠牲に伴う投資プレミアムの獲得、分散投資による運用の効率性の向上を目的に、2013年度以降、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、不動産、プライベート・エクイティ)を行っています。

当初は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、2017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、2021年度末のオルタナティブ資産全体のコミットメント額は4兆368億円、投資残高は2兆1,586億円(インフラストラクチャー1兆788億円、不動産7,731億円、プライベート・エクイティ3,066億円)まで拡大し、投資残高では2020年度末の1兆3,419億円から8,000億円強増加しています。

また2021年度までの投資開始来の内部収益率(IRR)は、オルタナティブ資産全体で10.89%、インフラストラクチャーで8.93%、不動産で12.99%、プライベート・エクイティで21.38%となっています。2021年度は下期にかけて、ロシアによるウクライナ侵攻や、欧米中央銀行がインフレ抑制に向けて金融引締めへ舵を切るなど、伝統的4資産にとって厳しい投資環境になりましたが、オルタナティブ各資産はコロナショック後の回復が続き、非常に良好な1年でありました。

ただし、資産構成割合で見るとオルタナティブ

当レポートは、お客様への情報提供を目的として作成したものであり、特定の有価証券の売買または商品の推奨・勧誘等を目的としたものではありません。当レポートに記載されたいかなる内容も将来の投資収益を示唆あるいは保証するものではありません。当レポート内の記述、グラフ・表・数値データ等の内容につきましては、信頼できると考えられる情報に基づいて作成しておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。当レポートは、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。配布されたお客様限りでご使用ください。当レポートのいかなる部分も一切の権利は野村フィデューシャリー・リサーチ&コンサルティング、野村証券、野村資本市場研究所に帰属しており、当レポートの全部もしくは一部を複写、転送または再配布することはご遠慮ください。

資産全体で1.07%とまだまだ小さく、今後更に拡大していくことが見込まれます。

— 次号のお知らせ —  
次号は  
**8月22日(月)**  
発行予定です。

当レポートは、お客様への情報提供を目的として作成したものであり、特定の有価証券の売買または商品の推奨・勧誘等を目的としたものではありません。当レポートに記載されたいかなる内容も将来の投資収益を示唆あるいは保証するものではありません。当レポート内の記述、グラフ・表・数値データ等の内容につきましては、信頼できると考えられる情報に基づいて作成しておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。当レポートは、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。配布されたお客様限りでご使用ください。当レポートのいかなる部分も一切の権利は野村フィデューシャリー・リサーチ&コンサルティング、野村証券、野村資本市場研究所に帰属しており、当レポートの全部もしくは一部を複写、転送または再配布することはご遠慮ください。

### 《MSCI データの利用に関する注意事項》

本資料中に含まれる MSCI から得た情報は MSCI Inc. (「MSCI」) の独占的財産です。MSCI による事前の書面での許可がない限り、当該情報および他の MSCI の知的財産の複製、再配布あるいは指数などのいかなる金融商品の作成における利用は認められません。当該情報は現状の形で提供されています。利用者は当該情報の利用に関わるすべてのリスクを負います。これにより、MSCI、その関連会社または当該情報の計算あるいは編集に関与あるいは関係する第三者は当該情報のすべての部分について、独創性、正確性、完全性、譲渡可能性、特定の目的に対する適性に関する保証を明確に放棄いたします。前述の内容に限定することなく、MSCI、その関連会社、または当該情報の計算あるいは編集に関与あるいは関係する第三者はいかなる種類の損失に対する責任をいかなる場合にも一切負いません。MSCI および MSCI 指数は MSCI およびその関連会社のサービス商標です。

### 《FTSE 世界国債インデックスに関する注意事項》

FTSE 世界国債インデックスは、FTSE Fixed Income LLC により運営され、世界主要国の国債の総合収益率を各市場の時価総額で加重平均した債券インデックスです。このインデックスのデータは、情報提供のみを目的としており、FTSE Fixed Income LLC は、当該データの正確性および完全性を保証せず、またデータの誤謬、脱漏または遅延につき何ら責任を負いません。このインデックスに対する著作権等の知的財産その他一切の権利は FTSE Fixed Income LLC に帰属します。

### 《金融商品取引法に基づく情報開示》

会社名： 野村フィデューシャリー・リサーチ&コンサルティング株式会社  
金融商品取引業者： 登録番号 関東財務局長(金商) 第 451 号  
加入協会： 一般社団法人 日本投資顧問業協会 会員番号(第 011-00961 号)  
報酬等： 当社がサービスの対価として、お客様にご負担いただく報酬(税込)の上限は下表の通りですが、投資助言の対象、運用手法、サービス内容等に応じて、お客様との協議により個別に決定いたします。報酬額の計算方法はお客様との個別協議に基づいて決定するために、事前に表示することができません。

	助言契約	一任契約
年間基本料率 もしくは年間報酬額 <sup>(※)</sup>	0.55% もしくは 2,200 万円	0.825%

<sup>(※)</sup> 上記は単一のサービスに対するものであり、複数のサービスを組み合わせた契約には当てはまりません。

投資リスク 当社の業務に関して、お客様が負担する投資リスクには主に以下のようなものがあり、投資する商品の価格が変動しますので、運用資産に損失が生じ、元本を割り込むおそれがあります。

- 株価変動リスク： 株式相場の変動により、投資する株式等の価格が変動するリスクがあります。
- 金利変動リスク： 市場金利の変動により、投資する債券等の価格が変動するリスクがあります。
- 為替変動リスク： 通貨価格の変動により、投資する外貨建て資産の価格が変動するリスクがあります。
- 信用リスク： 投資する証券の発行体の信用状況の変化により当該証券の価格が変動するリスクがあります。
- 流動性リスク： 流動性に乏しい商品(プライベート・エクイティ・ファンド等)について、不利な条件でしか換金できないリスクがあります。
- デリバティブ固有のリスク： デリバティブ(先物・オプション等)が対象資産の価格変動と連動しないリスクがあります。
- 投資対象リスク： プライベート・エクイティ・ファンドは、ベンチャー企業を含む非公開企業を投資対象とするため、一般に高いリスクを有します。
- 投資案件が確保されないリスク： プライベート・エクイティ・ファンドは、当初想定された金額を満たす投資案件が確保されないリスクがあります。

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。

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

編集・発行： 野村フィデューシャリー・リサーチ&コンサルティング株式会社  
(野村年金マネジメント研究会事務局)

〒103-0007 東京都中央区日本橋浜町3-21-1 日本橋浜町Fタワー16F  
TEL: 03 6703 3991 Email: [nenkin@jp.nomura.com](mailto:nenkin@jp.nomura.com)