

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
浦壁 厚郎

2022年度のGPIFの運用実績と取り組み

年金積立金管理運用独立行政法人(GPIF)が、2022年度の運用成果と取り組みをまとめた「業務概況書」を公表しました。運用実績としては内外株式のプラス寄与が債券のマイナスをカバーし、+1.50%の収益率となりました。運用資産は年度末時点では200.1兆円になりました。昨年度の主な取り組みとしては、アセット・アロケーションのリスク管理高度化(外国株式における株価指数先物の活用、専門チームの設置)、北米株のアクティブ・マネジャーの採用、LPSによるオルタナティブ投資の開始などが挙げられます。

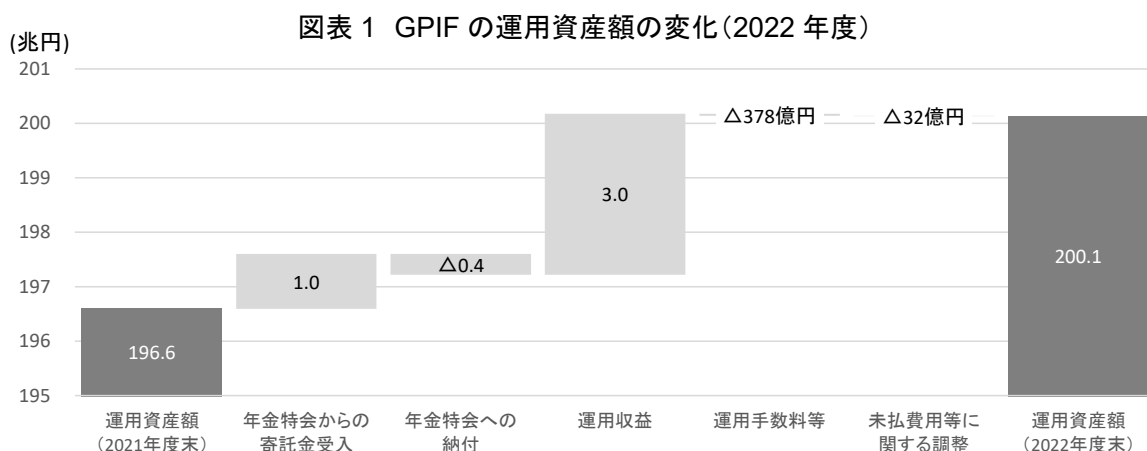
業務概況書

近年のGPIFは、毎年7月に前年度の運用状況や取り組みをまとめた「業務概況書」を公表しています。以前に比べて、開示情報や説明はめざましく充実しており、国内の大規模・先進投資家としてのGPIFの取り組みを知ることは、他の公的年金やDBにとっても参考になります。本稿は、この業務概況書に基づいて、昨年度のGPIFの運用状況と取り組みの中で、主なものを紹介します。

運用資産の増減と運用収益

図表1は2022年度におけるGPIFの運用資産の増減を要因別に示したものです。運用資産は、年度を通じて196.6兆円から200.1兆円へと3.5兆円増加しました。主な要因は運用収益で、通期での収益額は3.0兆円(収益率は+1.50%)でした。

収益額の内訳を見ると(図表2)、内外債券で生じた損失を内外株式のプラスのリターンが上回り、全体としてプラスの収益を確保したことが



(出所) GPIF「2022年度 業務概況書」に基づき NFRC 作成

本資料は、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。本資料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。本資料内の記述、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。本資料は、野村グループ各社から直接提供する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。本資料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、本資料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。

図表2 トータルリターンとインカムゲインの状況(2022年度)

	トータルリターン		インカムゲイン	
	億円	%	億円	%
国内債券	△8,517	△1.74%	3,196	0.64%
外国債券	△562	△0.12%	10,510	2.10%
国内株式	27,288	5.54%	12,899	2.56%
外国株式	11,327	1.84%	10,399	2.08%
資産全体	29,536	1.50%	37,003	1.85%

(出所) GPIF「2022年度 業務概況書」に基づき NFRC 作成

分かります。最も寄与が大きかったのは国内株式の2.7兆円でした。

また、トータルリターンのうちインカムゲインに着目すると、最も寄与が大きかったのはやはり国内株式であり、その利回りは2.56%でした。近年は、円金利が低位で推移しているため、国内債券のインカムゲインは減少傾向にある一方、国内株式は配当等の還元性向が高まっているため、インカムゲインが増加傾向にあります。

資産配分

GPIFの現在の運用目標は、日本の賃金上昇率+1.7%を最低限のリスクで確保することです。そのために定めた基本ポートフォリオが、内外の株式および債券の4つの資産クラスで25%ずつ¹というものです。乖離許容幅は資産ごとにそれぞれ±6~8%が設定されている他、内外債券および内外株式の各合計に対して±11%が設定されています。つまり、資産配分によってGPIFが取得可能なアクティブリスクは非常に大きいという特徴があります。

しかし業務概況書によると、実際の運用管理としてはこの基本ポートフォリオに忠実にリバランスを行っていたことが分かります。各月末時点の実際の資産配分の基本ポートフォリオからの乖離を見ると、月の後半で比較的大きな株式のマ

イナスリターンがあった9月や、シリコンバレー・バンクの破綻など信用不安が顕在化した3月に、1~2%程度の乖離が生じている程度であり、他の月は基本ポートフォリオに近い配分が維持されていました。報道等によると、運用状況や市場環境の組織としての確認は週次で行っているようです。

2022年度の取り組みとして、資産配分レベルでのリスク管理を高度化するため、前年度に開始した国内株式に続いて、外国株式でも指数先物の活用を開始しました。先物は一般的には現物に比べて流動性が高いため、大規模かつ機動的な配分変更が容易になります。また、専門チーム(現・投資運用部のポートフォリオマネジメントグループ)を新たに組織し、経済環境や市場変動に対して適時のリバランスを実行するための体制整備も行っています。

アクティブ運用

GPIFはその運用目標で「原則としてパッシブ運用とアクティブ運用を併用すること」を求められているため、超過収益の獲得を目指したアクティブ運用のマネジメントも多数存在します。

¹ 国内債券にはヘッジ外債を含みます。また、各資産クラスにはリスク・リターン特性の近いオルタナティブ投資が含まれます。オルタナティブ投資の上限は5%です。

本資料は、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。本資料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。本資料内の記述、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。本資料は、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。本資料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、本資料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。

図表3 超過収益の状況(2022年度)

	寄与度 (①~④合計)	①資産配分 要因	②ベンチマーク 要因	③ファンド 要因	④その他 要因
国内債券	△0.04	△0.02	△0.05	0.02	0.00
外国債券	0.09	△0.02	0.03	0.07	△0.00
国内株式	△0.08	△0.01	△0.07	0.01	△0.00
外国株式	△0.03	△0.01	△0.02	0.00	△0.00
資産全体	△0.06	△0.06	△0.11	0.11	△0.00

(注) 単位は%

(出所) GPIF「2022年度 業務概況書」に基づき NFRC 作成

2022年度の超過収益率を確認します(図表3)。ポートフォリオ全体の超過収益率は△0.06%でした。内訳である寄与度を見ると、外国債券が9bpsプラスに寄与した他は、各資産ともマイナスとなりました²。またファンド要因は、マネジャー・ベンチマークとファンドのパフォーマンスの差によるもので、いずれの資産もプラスとなっています。図表3には明示されていませんが、オルタナティブ資産の寄与度は+0.07%となっています。

2022年度の取り組みとして、委託運用の状況を確認します。図表4は委託運用のファンド数の変化をまとめたものです。外国株式アクティブでは新たに19ファンドを採用し、年度末時点では25ファンドとなりました。いずれも北米株(米国およびカナダ)のアクティブ・マネジャーであり、1ファンドあたり数百億~3,000億程度、合計でおよそ2兆円の委託がなされています。この選定にあたっては、単に過去のパフォーマンスに基づくものではなく、運用者の投資行動に関するデータに基づいてより厳密に能力を評価する定量分析が適用されました。業務概況書では、この手法を他の地域、資産クラスのマンデートにも拡大する意向が示されています。

また、パッシブ運用においても、各資産で新規ファンドの採用が行われました。外国株式では12本が新たに採用されており、これは今回採用さ

れたアクティブ運用を含むポートフォリオ全体のスタイルリスクの調整を目的としています。外国債券では欧州の短期債や為替ヘッジ付外国債券で計8ファンドが新たに採用されました。GPIFは近年、パッシブ運用を細分化して従来よりも小規模なマンデートを出すようになってきています。これはトップダウンでの精緻な資産配分の変更を可能にするためと考えられます。国内株式でも新たに1本採用されていますが、これは性多様性に関するESG指数を新たに選定し、運用を開始したことによります。

この他、オルタナティブ資産においてLPS³への投資に着手したことも注目に値します。具体的にはプライベート・エクイティで2件、不動産で1件の契約を締結しています。LPSへの投資はGPIFの自家運用であり、これまでの外部マネジャーを活用する委託運用とは異なります。業務概況書においては、LPSへの投資はリスク管理の強化とリターン向上を意図したものと説明されています。

² 外国債券および外国株式については、インカムへの課税が超過収益を引き下げる要因になっていることに注意が必要です。

³ 投資事業有限責任組合およびリミテッド・パートナーシップ

本資料は、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。本資料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。本資料内の記述、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。本資料は、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。本資料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、本資料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。

図表 4 委託運用のファンド数の変化(2022 年度)

		2021年度 年度末	2022年度		
			解約等	新規採用	年度末
国内債券	パッシブ	5	△1	4	8
	アクティブ	14	△1	0	13
外国債券	パッシブ	26	0	8	34
	アクティブ	17	△3	0	14
国内株式	パッシブ	15	0	1	16
	アクティブ	12	0	0	12
外国株式	パッシブ	15	0	12	27
	アクティブ	7	△1	19	25
	オルタナティブ	11	0	1	12
	合計	122	△6	45	161

(出所) GPIF「2022 年度 業務概況書」に基づき NFRC 作成

組織能力の向上

GPIFは2022年度までに、給与体系の変更や、副最高投資責任者のポジションの新設などの施策を行うとともに、専門人材の採用も引き続き行っています。また、「投資判断プラットフォーム(仮称)」と呼ばれる、取引データの収集・分析を行うための情報処理基盤の構築に向けた検討にも着手しており、組織能力の向上に向けて多くの努力を重ねていることが窺えます。

— 次号のお知らせ —

次号は

9月11日(月)

発行予定です。

本資料は、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。本資料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。本資料内の記述、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。本資料は、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。本資料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、本資料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。

《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 ^(※)	0.55% もしくは 2,200 万円	0.825%

^(※) 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