

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

2023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、2023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。収益率は内外株式と外国債券のプラス寄与によって22.67%となり、運用資産は年度末時点で246.0兆円になりました。

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、主に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。

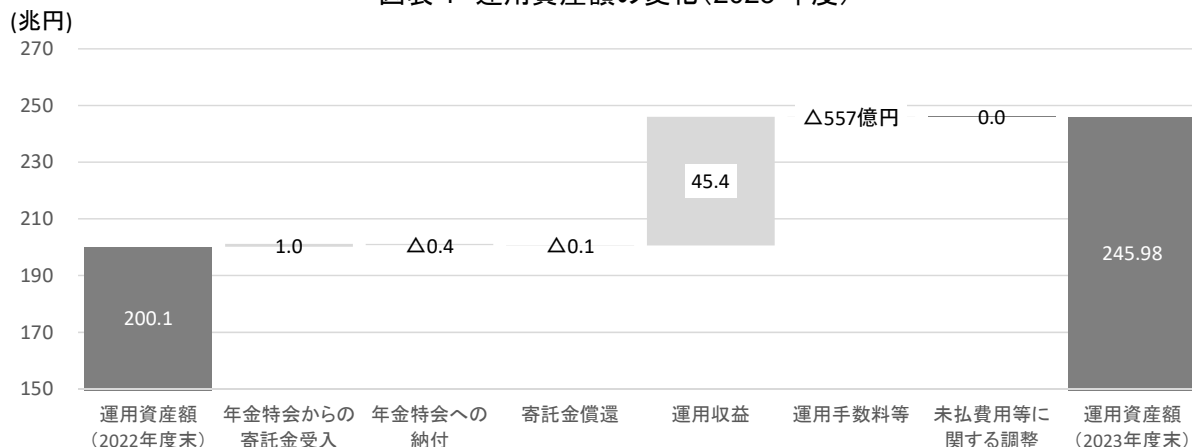
運用資産の増減と運用収益

図表1は2023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200.1兆円から246.0兆円へと45.8兆円増加しました。主な要因は運用収益で、通期での収益額は45.4兆円(時間加重収益率は+22.67%)でした。

収益額の内訳を見ると(図表2)、円金利上昇による国内債券の時価の下落を内外株式と外国債券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分かります。最も寄与が大きかったのは国内株式の19.4兆円でした。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外国債券であり、その利回りは2.24%でした。

図表 1 運用資産額の変化(2023年度)



(出所) GPIF「2023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(2023 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	△11,421	△2.00%	3,615	0.59%
外国債券	78,694	15.83%	13,531	2.24%
国内株式	193,928	41.41%	12,877	2.09%
外国株式	192,952	40.06%	11,351	1.80%
資産全体	454,153	22.67%	41,374	1.68%

(出所) GPIF「2023 年度 業務概況書」に基づき NFRC 作成

資産配分の状況

2020年度に始まった第4期中期目標期間におけるGPIF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は、内外の株式および債券の4つの資産クラスで25%ずつというものです。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、資産配分により取得可能なアクティブリスクは非常に大きくなっています。

しかし実際の運用管理においては、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ます。GPIFは近年、内外の株式の指数先物をインハウスでの取引対象に加えるとともに、専門チームを組織して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をするなど、

従前に比べてリバランスの機動性や精度を高め、その機能が発揮されているものと理解できます。

超過収益の状況

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ートが多数存在します。

2023年度から、ポートフォリオ全体の超過収益率は(1)「伝統資産+プライベート・エクイティ(PE)」ポートフォリオと(2)「インフラストラクチャー(インフラ)+不動産」ポートフォリオに分けて報告されています(図表3)。(1)の寄与は+0.25%であり、その内訳を確認すると、主にベンチマーク要因(+0.24%)の効果が大きく、特に外国債券では投資適格およびハイイールド債の指数、

図表 3 超過収益の状況(2023 年度)

(1) 「伝統資産+プライベート・エクイティ」ポートフォリオ

	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	+0.08	+0.00	+0.04	+0.03	+0.01
外国債券	+0.12	+0.00	+0.09	+0.03	+0.00
国内株式	+0.04	+0.00	+0.10	△0.06	△0.01
外国株式	+0.01	△0.00	+0.01	△0.01	+0.00
全体	+0.25	+0.00	+0.24	△0.00	+0.01

(2) 「インフラストラクチャー+不動産」ポートフォリオ

	寄与度 (①~④合計)	①インフラ	②不動産	③為替調整	④短期資産
全体	△0.21	△0.02	△0.08	△0.10	△0.00

(注) 単位は%

(出所) GPIF「2023 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(2023年度)

		2022年度		2023年度	
		年度末	解約等	新規採用	年度末
国内債券	パッシブ	8	0	0	8
	アクティブ	13	0	0	13
外国債券	パッシブ	34	0	1	35
	アクティブ	14	△7	0	7
国内株式	パッシブ	16	△1	8	23
	アクティブ	12	△1	23	34
外国株式	パッシブ	27	△1	12	38
	アクティブ	25	△5	14	34
	オルタナティブ	12	0	3	15
合計		161	△15	61	207

(出所) GPIF「2023年度 業務概況書」に基づき NFRC 作成

国内株式ではESG指数の多くがそれぞれの政策ベンチマークを上回ったことが超過収益に寄与しました。

また、(2)の寄与は△0.21%でした。インフラおよび不動産については、基本ポートフォリオの資産配分を参照して債券50%：株式50%をベンチマークに超過収益を測定しており、2023年度は株式のリターンが極めて好調だったため、超過収益はマイナス寄与となっています。その他、為替調整要因¹がマイナス寄与しました。

マネジャー構成

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。

国内債券については、委託運用での異動はありませんでしたが、自家運用で新たに国債ファンドを設定し、円金利のデュレーション調整のインハウスでの実施を開始しています。

外国債券については、パッシブ運用で新たに北米と欧州の超長期国債のインデックスが追加されました。アクティブ運用では総合型指数をベンチマークとする戦略の多くが解約となりました。2024年度中には、米国の投資適格社債で新たに採用したマネジャーの運用を開始する予定と

なっています。

国内株式については、パッシブ運用で、政策ベンチマークであるTOPIXのサブクラスである規模別、バリュー／グロースのスタイル別のインデックスが追加されました。アクティブ運用では、TOPIXおよびMSCI Japanをベンチマークとするアクティブ運用を23本採用しました。これらには、2022年度に北米株から適用されたアクティブマネジャーの新たな選定手法が適用されています。

外国株式については、パッシブ運用で米国株の規模別およびスタイル別およびカナダ株の指数、米国及び日本を除く先進国株指数などが追加されました。またアクティブ運用では、新たに先進国株の戦略が14本採用されました。

オルタナティブ投資では、不動産を中心に3ファンドで投資が開始された他、昨年度から開始されたLPS²による自家運用も3ファンド加わりました。

総じて、トップダウンでのリスク管理と超過収益獲得は、GPIF自身の投資判断を通じたインハウス運用とパッシブファンドのアロケーション変更などによって目指し、主としてボトムアップでの超過収益獲得は委託先に固有のスキル活用によって実現を目指していると考えられます。

¹ インフラ+不動産ポートフォリオで円と外貨の為替エクスポージャーを均等(50:50)にするための円ヘッジ取引によるもの。

² 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

第5期中期目標期間への展望

今年度はGPIFの第4期中期目標期間の最終年度です。基本ポートフォリオに忠実なエクスポージャー取得と、超過収益獲得のために、第4期を通じて様々な組織能力の向上が図られてきました。具体的にはインハウスの運用能力の向上、マネジャー構成の再構築、委託先選定プロセスの強化などですが、それらは現時点までに一定の成果を挙げていることが確認できます。第5期（2025～2029年度）においても、投資判断を支援するためのITプラットフォームの構築、専門人

材の登用などを通じて、引き続き高度化が図られるものと考えられます。

また、GPIFは年度中に第5期に適用する基本ポートフォリオの策定を控えており、基本ポートフォリオをどのように策定するかも注目されています。2023年度から、年度末時点で3兆円程度の投資進捗のあるインフラ及び不動産を伝統資産やPEとは独立した区分で報告するようになったことから、次期基本ポートフォリオにおいても、それらを独立した資産区分として一定の配分を与える可能性があると考えられます。

《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