

GPIFの基本ポートフォリオ見直し

GPIFの基本ポートフォリオは5年に一度見直しが行われます。先日、第5期中期目標期間（2025年度からの5年間）における基本ポートフォリオが公表されました。基本ポートフォリオの資産構成割合は変わりませんでしたが、前提となる考え方やパラメータの推定方法等に変化が見られます。今回はGPIFの基本ポートフォリオ見直しについて解説します。

基本ポートフォリオが達成すべき運用目標

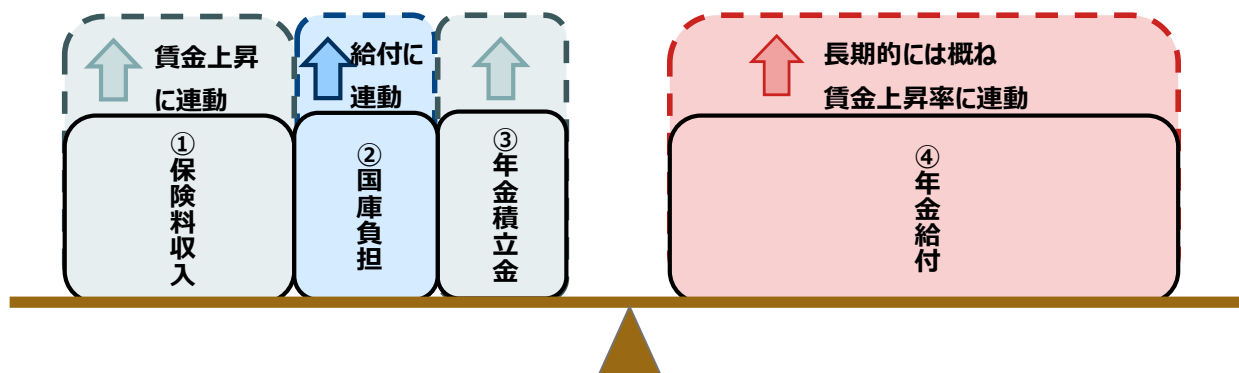
GPIFが厚生労働大臣から与えられた第5期中期目標期間における運用目標は、長期的に積立金の実質的な運用利回り（積立金の運用利回りから名目賃金上昇率を差し引いたもの）1.9%を最低限のリスクで確保することでした。

GPIFの運用目標が運用利回りから名目賃金上昇率を差し引いた実質的な運用利回りで与えられているのは、公的年金の仕組みに理由があります。公的年金は①保険料収入、②国庫負担、③年金積立金の3つの財源で④年金給付を賄っています（図表1）。ここで、④年金給付は長期的には賃金や物価水準によって改定されますので、

長期的には賃金上昇率に連動します。①保険料収入は賃金の一定割合が納められるため、名目賃金上昇率と連動します。②国庫負担による収入も年金給付に連動するため、長期的には名目賃金上昇率に連動することとなります。

しかし、③年金積立金による収入は名目賃金上昇と連動するものではありません。仮に年金積立金の運用利回りが名目賃金上昇率を下回った場合、年金財政にとってマイナスとなってしまいます。そのため、GPIFの運用利回りが年金財政に与える影響を考える上で、名目賃金上昇率をどれだけ上回ったかが重要となります。

図表1 公的年金の収支バランス



（出所） GPIF ウェブサイト (https://www.gpif.go.jp/gpif/investment_return_target.html) より 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、野村證券、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 期待リターン

経済シナリオ	名目賃金		名目賃金 上昇率	名目期待 短期金利	名目期待リターン			
	物価 上昇率	実質賃金 上昇率			国内債券	外国債券	国内株式	外国株式
高成長実現ケース	2.0%	2.0%	4.0%	2.9%	3.2%	4.9%	7.5%	8.1%
成長型経済移行・継続ケース	2.0%	1.5%	3.5%	2.4%	2.7%	4.4%	7.0%	7.6%
過去30年投影ケース	0.8%	0.5%	1.3%	0.2%	0.5%	2.2%	4.8%	5.4%
1人当たりゼロ位超ケース	0.4%	0.1%	0.5%	-0.6%	-0.3%	1.4%	4.0%	4.6%
(参考) 前回の想定(ケースⅢ)	1.2%	1.1%	2.3%	0.6%	0.7%	2.6%	5.6%	7.2%

(出所) GPIF「第5期中期目標期間における基本ポートフォリオについて~詳細~」(2025年3月31日)より NFRC 作成

期待リターン

期待リターンは、期待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¹による推計値に、均衡収益率²を混合して算出されました。ビルディングブロック法と均衡収益率を混合する手法を利用している点は前回と同様ですが、経済前提毎に異なる期待リターンを算出している点が大きく異なります。

推計にあたっては、過去30年投影ケースの名目期待短期金利とリスクプレミアムの推計値を出発点とし、その他の経済前提の名目期待短期金利やリスクプレミアムが推計されています。具体的には、過去30年投影ケースの名目期待短期金利は、1年金利の過去30年平均値を用いた上で、名目期待短期金利が名目賃金上昇率や物価上昇率に応じて変動するパターン、名目期待短期金利は物価上昇率、リスクプレミアムは実質賃金上昇率に応じて変動するパターン等が検討されました。特に1985年から2024年までは賃金が1%上昇すると、短期金利が1%上昇する関係性が見られることから、名目期待短期金利を名目賃金上昇率に応じて変動させた期待リターンが公表されています(図表2)。この結果では、名目期待短期金利が名目賃金上昇率に応じて動く

ため、名目賃金上昇率に対する実質期待リターンはいずれのケースも同じとなります。

リスク・相関係数

リスク・相関係数の推計には、過去30年間の政策ベンチマークの月次リターンが用いられました。月次リターンは開始日によってブレがあるため、開始日を各月1日~30日と変えてリスク・相関係数を算出した平均が利用されています。賃金上昇率と4資産の相関係数の推計には年次リターンが用いられました。また、賃金上昇率は、株式指数に遅れて変動する傾向があるため、賃金上昇率に12ヵ月のラグが設定されています。前回と今回の推計結果を比較すると、株式のリスクが小さくなる一方、賃金上昇率との相関係数が高くなっています(図表3)。

図表 3 リスク・相関係数

前回	国内債券	外国債券	国内株式	外国株式	賃金上昇率
リスク	2.56%	11.87%	23.14%	24.85%	1.62%
相関係数	国内債券	外国債券	国内株式	外国株式	賃金上昇率
国内債券	1.000	0.290	-0.158	0.105	0.042
外国債券		1.000	0.060	0.585	-0.010
国内株式			1.000	0.643	0.113
外国株式				1.000	0.010
賃金上昇率					1.000

今回	国内債券	外国債券	国内株式	外国株式	賃金上昇率
リスク	2.60%	9.72%	19.19%	20.35%	0.94%
相関係数	国内債券	外国債券	国内株式	外国株式	賃金上昇率
国内債券	1.000	0.072	-0.254	-0.125	-0.110
外国債券		1.000	0.060	0.560	0.193
国内株式			1.000	0.692	0.537
外国株式				1.000	0.619
賃金上昇率					1.000

(出所) GPIF「第5期中期目標期間における基本ポートフォリオについて~詳細~」(2025年3月31日)より NFRC 作成

¹ 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(リスクの対価とみなされる部分)に分解し、それぞれを推計した上で合算する手法。
² 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に期待短期金利を加えて算出される期待リターン。

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、野村證券、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。

基本ポートフォリオの策定

推計された期待リターン、リスク・相関係数を用いて、年金財政上必要な運用利回り(名目賃金上昇率+1.9%)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³が最小となるポートフォリオが選定されました。基本ポートフォリオは、最適化結果を丸めて5%刻みの資産構成割合とした結果、前回と同じ数値となっています。許容乖離幅については、新たに想定したリスクを元に推計した結果、前回よりも小さくなっています(図表4)。

オルタナティブ資産については前回同様、独立した資産区分としては位置づけず、リスク・リターン特性に応じて内外債券・株式の中で管理することとし、資産全体の5%を上限とすることとされています。

図表 4 基本ポートフォリオ

前回	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%
乖離許容幅 (債券・株式)	±11%		±11%	

今回	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)	±6%	±5%	±6%	±6%
乖離許容幅 (債券・株式)	±9%		±9%	

(出所) GPIF「第5期中期目標期間における基本ポートフォリオについて~詳細~」(2025年3月31日)より NFRC 作成

政策ベンチマーク

今回の基本ポートフォリオ策定に合わせて政策ベンチマークも一部変更されています。外国債券は中国国債を除いた指数、外国株式は中国A株を除き、管理運用法人の配当課税要因考慮後の指数となっています(図表5)。新しい政策ベンチマークは既にパッシブファンドのベンチマーク等で利用されており、運用の実態が政策ベンチマークに反映されたと言えます。

図表 5 政策ベンチマーク

	前回
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、ヘッジなし・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、税考慮前)

	今回
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、除く中国、ヘッジなし・円ベース)
国内株式	TOPIX (配当込み)
外国株式	MSCI ACWI (除く日本、除く中国A株、円ベース、配当込み、管理運用法人の配当課税要因考慮後)

(出所) GPIF「第5期中期目標期間における基本ポートフォリオについて~詳細~」(2025年3月31日)より NFRC 作成

³ 運用利回りが名目賃金上昇率を下回った場合に発生する、平均的な不足率。

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、野村證券、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。

《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