

# 基本ポートフォリオの変更について

## 概要(1)

- 年金積立金管理運用独立行政法人(GPIF)では、昨年来、平成27年度からの第3期中期計画に向け、基本ポートフォリオの検討を始め、本年6月の年金財政検証の公表以降、本格的な作業を進めてきました。現在、日本経済は長年続いたデフレからの転換という大きな運用環境の変化の節目にあります。このような状況を踏まえ、長期的な経済環境の変化に速やかに対応する観点から、来年度を待たず、この第2期中期計画における基本ポートフォリオを変更しました。
- 基本ポートフォリオの変更は、厚生労働大臣が任命する金融・経済の専門家で構成される運用委員会において、資金運用に関し一般的に認められている専門的な知見に基づき、本年6月以降、運用委員会7回、検討作業班6回、計13回にわたる審議を経て承認の議決がなされた後、理事長から厚生労働大臣あて認可申請を行い、10月31日認可を受け、同日施行しました。
- また、今回の基本ポートフォリオの変更に併せて、運用委員会から理事長に対し、ガバナンス体制の強化について建議があったことを踏まえ、次のことを実施します。
  - ①内部統制の強化
    - ・運用委員会の下に「ガバナンス会議」を設置
    - ・ガバナンス会議が「投資原則」及び「行動規範」を策定し、策定後はその遵守状況を監視
    - ・コンプライアンス・オフィサーを任命
  - ②リスク管理体制の強化
    - ・マクロ経済分析や市場予測に関する体制の強化
    - ・運用資産と年金給付の両面を一体的に分析するシステムの導入
    - ・乖離許容幅に加え、ポートフォリオ全体のリスク量などにより複線的に行う基本ポートフォリオのリスク管理
  - ③専門人材の強化
- なお、基本ポートフォリオについては、マクロ経済や市場等の動向を注視しつつ、今回設定した長期的な前提に変化がないか、年金財政も踏まえて定期的に検証を行い、必要に応じて見直しを検討します。

## 概要(2)

### 【基本ポートフォリオの変更】

(変更前)

	国内債券	国内株式	外国債券	外国株式	短期資産
資産構成割合	60%	12%	11%	12%	5%
乖離許容幅	±8%	±6%	±5%	±5%	—



(変更後)

	国内債券	国内株式	外国債券	外国株式
資産構成割合	<u>35%</u>	<u>25%</u>	<u>15%</u>	<u>25%</u>
乖離許容幅	<u>±10%</u>	<u>±9%</u>	<u>±4%</u>	<u>±8%</u>

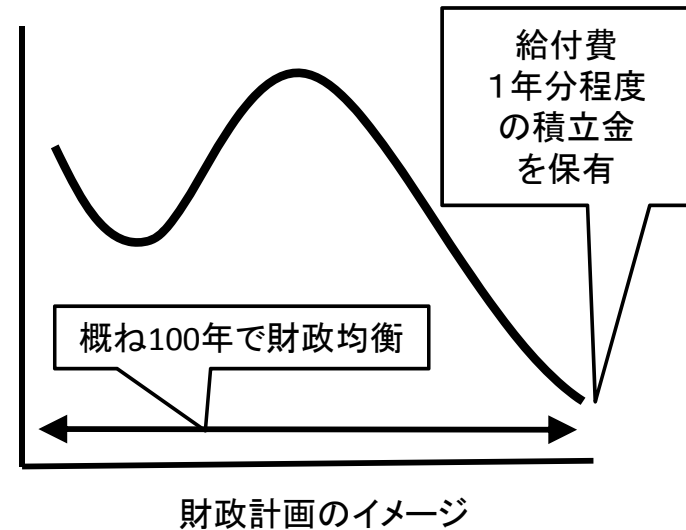
(注)運用体制の整備に伴い管理・運用されるオルタナティブ資産(インフラストラクチャー、プライベートエクイティ、不動産その他運用委員会の議を経て決定するもの)は、リスク・リターン特性に応じて国内債券、国内株式、外国債券及び外国株式に区分し、資産全体の5%を上限とする。

また、経済環境や市場環境の変化が激しい昨今の傾向を踏まえ、基本ポートフォリオの乖離許容幅の中で市場環境の適切な見通しを踏まえ、機動的な運用ができる。ただし、その際の見通しは、決して投機的なものであってはならず、確度が高いものとする。

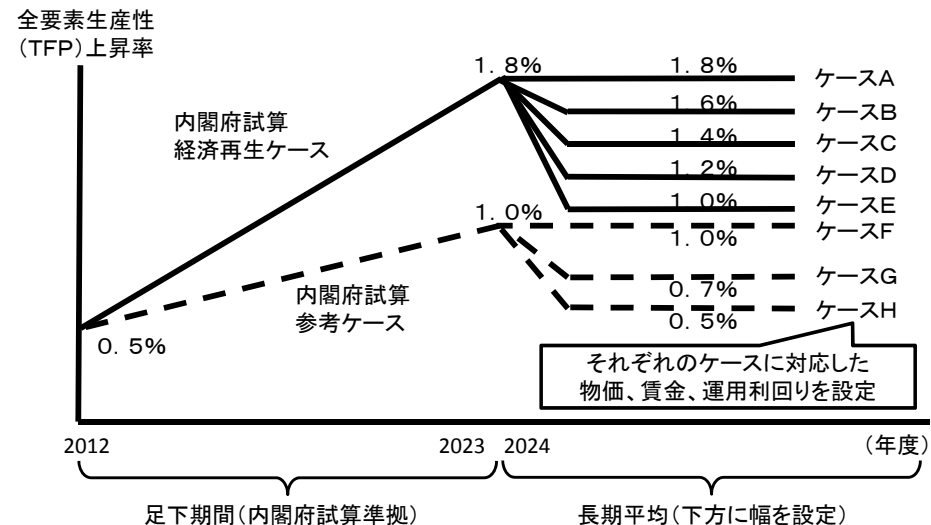
# 基本ポートフォリオ策定の前提条件(1)

## (1) 財政検証

- 我が国の公的年金制度(厚生年金及び国民年金)は、現役世代の保険料負担で高齢者世代を支えるという世代間扶養の考え方を基本として運営されています。
- 一方、少子高齢化が進む中で、現役世代の保険料のみで年金給付を賄うこととすると、その負担が大きくなりすぎることから、一定の積立金を保有しつつ概ね100年間で財政均衡を図る方式とし、財政均衡期間の終了時には給付費1年分程度の積立金を保有することとし、積立金を活用して後世代の給付に充てるという財政計画が立てられています。
- 年金財政については、政府は少なくとも5年ごとに、財政の現況及び見通し(いわゆる「財政検証」)を作成し、その健全性を検証しなければならないこととされており、積立金の運用についても、基本ポートフォリオの策定に当たっては、この財政検証を勘案することとされています。



- 本年6月3日に公表された財政検証では、内閣府「中長期の経済財政に関する試算」(平成26年1月)を参考にしつつ、長期的な経済状況を見通す上で重要となる全要素生産性(TFP)上昇率(技術進歩等)を軸として幅広い複数のケースが設定されました。



## 基本ポートフォリオ策定の前提条件(2)

### (2) 中期目標の変更

○ 厚生労働大臣から示された変更後の中期目標では、運用目標等について、次のことが定められました。

- ① 財政の現況及び見通し(いわゆる「財政検証」)を踏まえ、保険給付に必要な流動性を確保しつつ、必要となる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。以下「実質的な運用リターン」といいます。)1.7%を最低限のリスクで確保すること。
- ② 基本ポートフォリオは、資産運用に関し一般に認められている専門的な知見や内外の経済動向を考慮して、フォワードルッキングなリスク分析を踏まえて長期的な観点から設定すること。
- ③ 名目賃金上昇率からの下振れリスクが全額国内債券運用の場合を超えないこと。株式等は想定よりも下振れ確率が高い場合があることも十分に考慮すること。予定された積立金額を下回る可能性の大きさを適切に評価するとともに、リスクシナリオ等による検証について、より踏み込んだ複数のシナリオで実施するなど一層の充実を行うこと。

## 基本ポートフォリオ策定方針の主な変更点

○ 以上を踏まえた今回の基本ポートフォリオ策定方針の主な変更点は、次のとおりです。

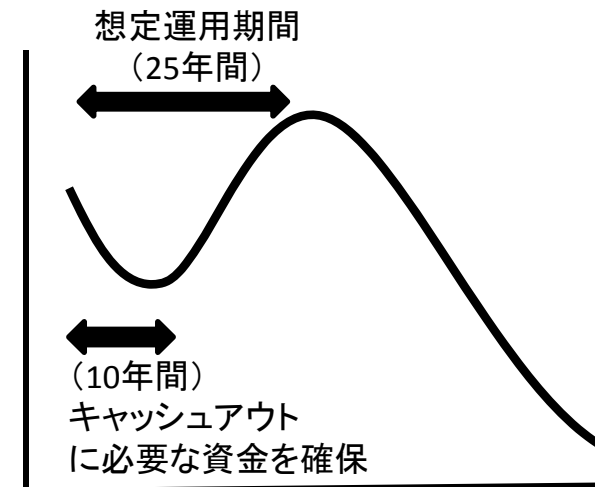
- ① 長期的な観点から策定する点は変わりませんが、これまでのように長期均衡状態のみを前提とするのではなく、フォワードルッキングなリスク分析を踏まえ、財政検証と整合性をとって、足下から向こう10年間の金利上昇シナリオを想定しました。
- ② 基本ポートフォリオ策定の際のリスクの捉え方については、全額国内債券運用の場合に積立金の実質的な価値を維持することができなくなる確率を基準としました。具体的には、賃金上昇率からの下振れリスクが全額国内債券運用の場合の下振れリスクを超えないかをみました。さらに、賃金上昇率を下回った場合の平均的な不足額も考慮しました。
- ③ 財政検証でいずれの経済シナリオでも必要な運用利回りが確保できるため運用目標の元となったケースEに相当する「経済中位ケース」と、現在の市場に織り込まれた将来の金利水準を前提とする「市場基準ケース」(財政検証のケースGに相当)の2つのケースを想定しました。(3ページ参照)

○ 以下、順を追って、新しい基本ポートフォリオの考え方をご説明いたします。

## 積立金の想定運用期間と年金給付のための流動性の確保

### (1) 想定運用期間

- 財政検証によれば、経済シナリオによって異なるものの、傾向的には、積立金の水準は、しばらく低下したのち、いったん上昇に転じ、概ね25年後に最も高くなった後、継続的に低下していきます。
- このため、想定運用期間については、継続的に積立金を取り崩していく局面では流動性の確保に重点を置く必要があるなど運用の条件が異なることから、積立金の水準が最も高くなり、継続的に低下が始まる前までの25年間としました。



財政検証による予定積立金額の推移  
(イメージ)

### (2) 年金給付のための流動性の確保

- 上記のとおり、今後10年程度は積立金を取り崩すこと(キャッシュアウト)が想定されています。この今後10年程度のキャッシュアウト局面において、確実にキャッシュアウト資金を確保することは、年金受給者の安心のために極めて重要です。
- このため、今回の基本ポートフォリオの見直しに合わせて、当面、財政検証で想定されている第3期中期計画期間(平成27~31年度)のキャッシュアウト見込額(経済中位ケースで約20兆円)について、GPIFが自家運用している財投債及びキャッシュアウト等対応ファンドの満期償還金・利金により概ね賄えるよう、キャッシュアウト等対応ファンドを積み増します。

## リターンの設定

- 将来の実質長期金利は、「経済中位ケース」で、2.7%、「市場基準ケース」で1.9%の2ケースを想定しました。(なお、将来の物価上昇率は「経済中位ケース」で1.2%、「市場基準ケース」で0.9%です。)
- 国内債券のリターンは、これまでは長期均衡状態を想定していたため長期金利と同じとしていましたが、今回は、フォワードルッキングなリスク分析を踏まえ、財政検証における足下からの長期金利推移シナリオに基づき計算された想定投資期間の平均収益率を使用することとしました。
- 国内株式、外国債券、外国株式のリターンは、いずれも短期金利にリスクプレミアムを加えたものを使用しました。基礎となる実質短期金利は、「経済中位ケース」では財政検証との整合性を考慮し、過去の短期金利を基準として推計したもの、「市場基準ケース」では実質長期金利から長短スプレッドを差し引いたものを使用しています。

### 期待リターン(実質的なリターン)

	国内債券	国内株式	外国債券	外国株式	短期資産
経済中位ケース	-0.2%	3.2%	0.9%	3.6%	-1.7%(注)
市場基準ケース	-0.1%	3.1%	1.4%	4.1%	-1.1%(注)

### 期待リターン(名目リターン:実質的なリターン+名目賃金上昇率)

	国内債券	国内株式	外国債券	外国株式	短期資産	賃金上昇率
経済中位ケース	2.6%	6.0%	3.7%	6.4%	1.1%(注)	2.8%
市場基準ケース	2.0%	5.2%	3.5%	6.2%	1.0%(注)	2.1%

(注)新しい短期資産のリターンは、市場で一般に観察される収益率ではなく、キャッシュアウトへの対応など実際の運用を想定した場合に想定される収益率です。

## リスク・相関係数の設定

- リスク(標準偏差)と相関係数については、4資産とも過去20年のデータ等(注)を用いて推計しました。

リスク(標準偏差)

	国内債券	国内株式	外国債券	外国株式	短期資産	賃金上昇率
標準偏差	4.7%	25.1%	12.6%	27.3%	0.5%	1.9%

相関係数

	国内債券	国内株式	外国債券	外国株式	短期資産	賃金上昇率
国内債券	1.00					
国内株式	-0.16	1.00				
外国債券	0.25	0.04	1.00			
外国株式	0.09	0.64	0.57	1.00		
短期資産	0.12	-0.10	-0.15	-0.14	1.00	
賃金上昇率	0.18	0.12	0.07	0.10	0.35	1.00

(注) 国内債券のリスクの計算においては、将来のデフレーションの長期化を考慮しています。



## 必要な積立金の確保と下振れリスクの最小化(1)

### (1) 基本ポートフォリオの選定

○ 次のとおり、必要な積立金を確保しつつ、下振れリスクを最小化する観点から、運用目標(名目賃金上昇率+1.7%(注1))を満たし、かつ、最もリスクの小さいポートフォリオを選定しました。

- ① 4資産のリターン、リスク等に基づき、多数のポートフォリオ(5%刻み)について、リターン、リスク(標準偏差)、名目賃金上昇率を下回る確率(以下「下方確率」といいます。)、名目賃金上昇率を下回る時の平均不足率(以下「条件付平均不足率」といいます。)などを推計しました。  
制約条件については「外国株式 $\geq$ 外国債券」だけとし、従来の「国内株式 $\geq$ 外国株式」は撤廃しました。
- ② 推計結果に基づき検討を行い、「経済中位ケース」及び「市場基準ケース」いずれにおいても、運用目標(名目賃金上昇率+1.7%)を満たしつつ、その一方で、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を選定しました。  
なお、このポートフォリオについては、 $\pm 2\%$ の範囲で1%刻みのポートフォリオについても同様の推計を行い、当初のポートフォリオが最も効率的であることを確認しました。

#### 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	条件付平均 不足率 (正規分布)	条件付平均 不足率 (経験分布) <sup>(注2)</sup>
経済中位ケース	1.77%	4.57%	12.8%	44.4%	9.45%	11.2%
市場基準ケース	1.98%	4.08%	12.8%	43.8%	9.38%	11.2%

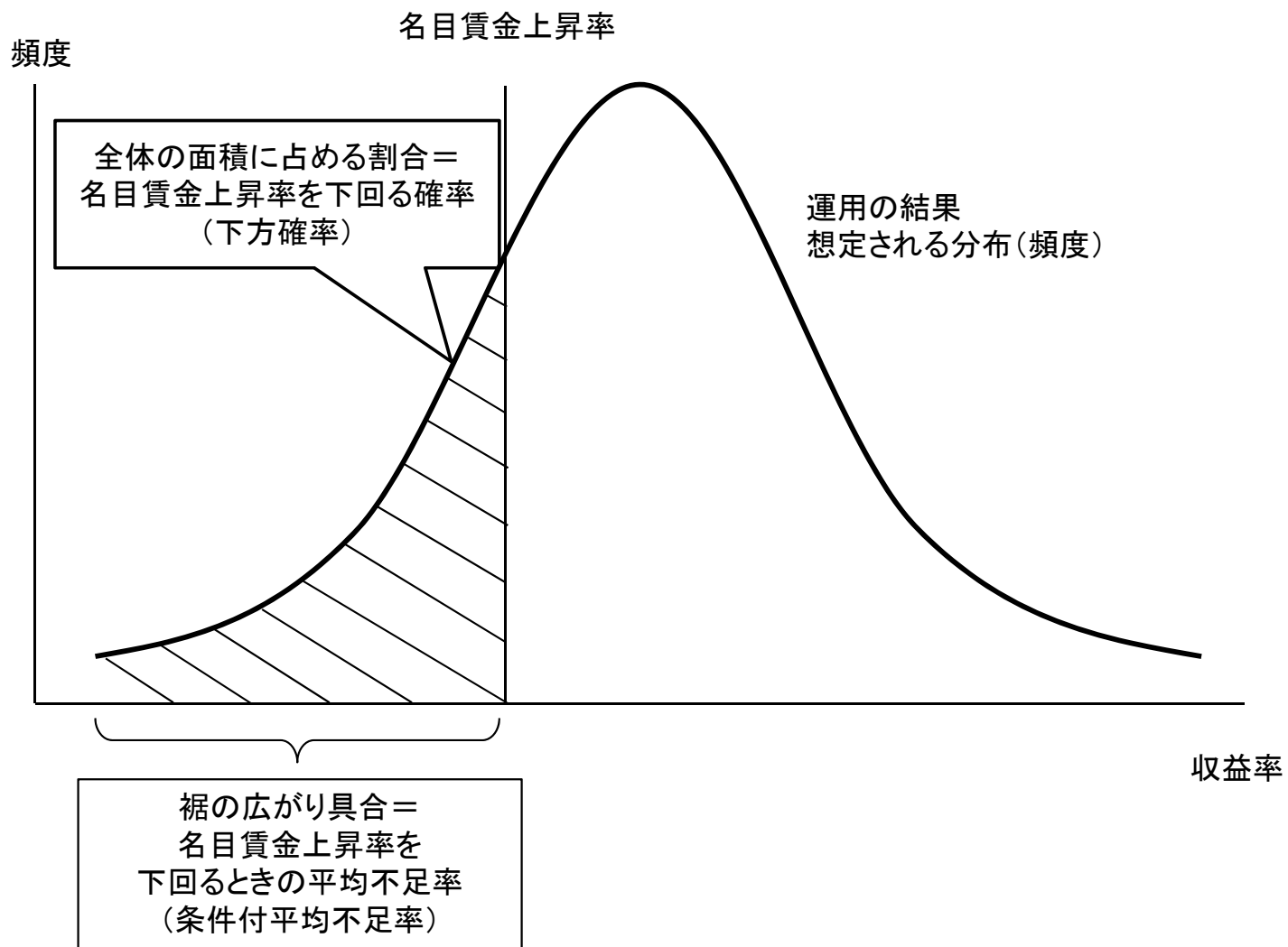
#### (参考)全額国内債券ポートフォリオの属性

経済中位ケース	-0.20%	2.60%	4.7%	51.7%	3.86%	3.52%
市場基準ケース	-0.10%	2.00%	4.7%	50.8%	3.83%	3.48%

(注1)運用目標は1.7%ですが、短期資産を2%保有するとみなし、そのリターン減少分を逆算すると、経済中位ケースで1.77%、市場基準ケースで1.76%を確保することが必要です。

(注2)「条件付平均不足率(経験分布)」は、株式等は想定よりも下振れ確率が大きい場合(いわゆる「テイルリスク」)もあることを考慮し、正規分布に替えて、過去20年のデータ(経験分布)から一定の仮定を置いて乱数を発生させ計算したものです。

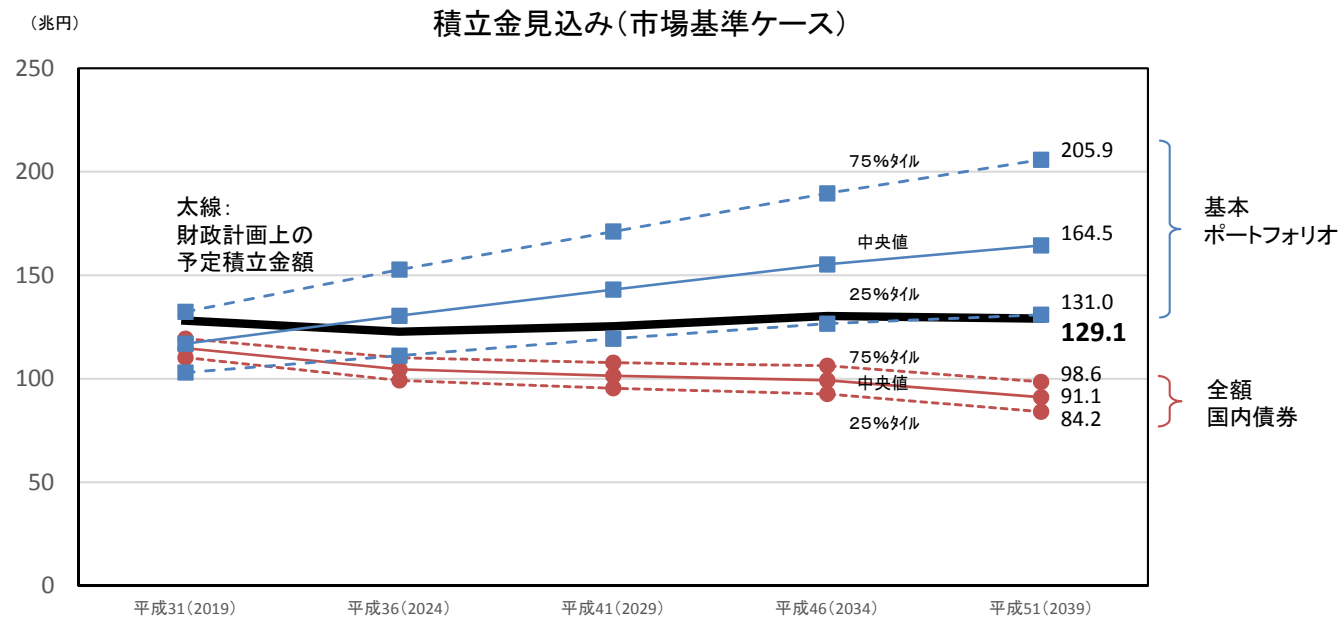
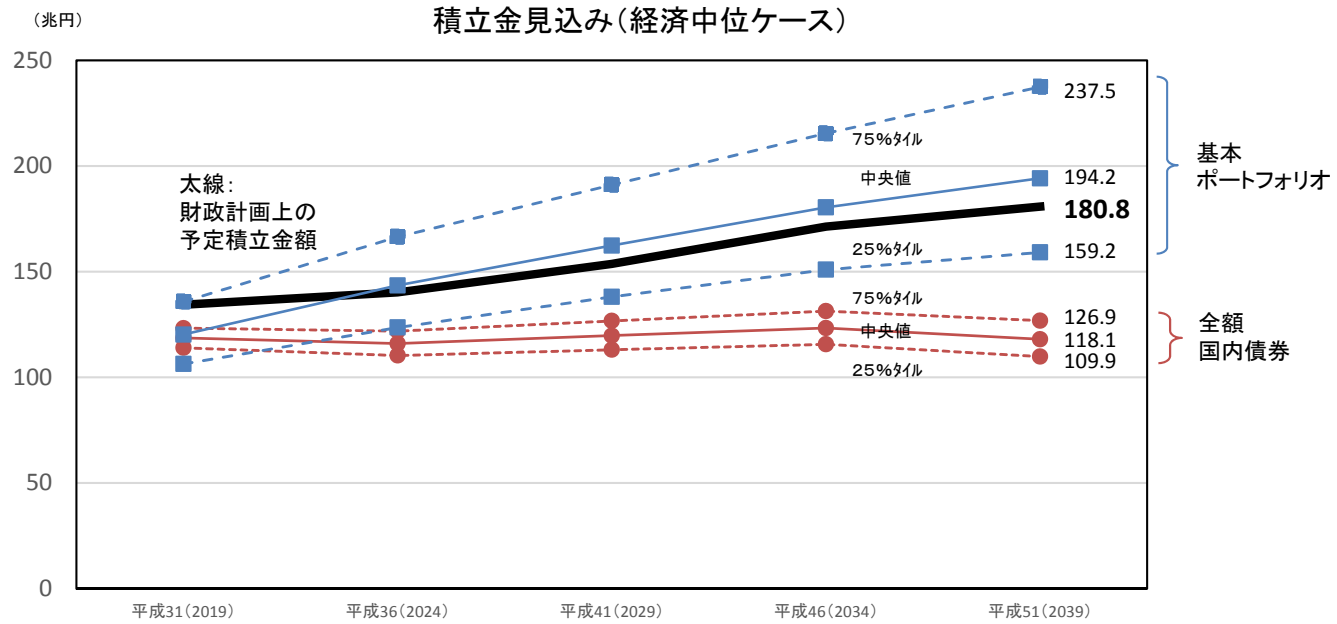
(参考) 下方確率と条件付平均不足率



## 必要な積立金の確保と下振れリスクの最小化(2)

### (2) 基本ポートフォリオのリスク検証

- 基本ポートフォリオで長期間運用した場合、年金財政が予定している積立金を確保できない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時系列推移を推計するため、ケースごとに10万回のシミュレーションを行い、その分布を調べました。(次ページ参照)
- この結果によると、想定運用期間の最終年度(平成51年(2039年))において予定積立金額を確保できないリスク(確率)は、経済中位ケースでは約40%、市場基準ケースでは約25%となります。
- 一方、比較のため全額国内債券運用の場合で同じシミュレーションを行ったところ、いずれのケースにおいても、ほぼ予定積立金額を確保することはできないという結果となりました。  
上記(1)、(2)を総合的に勘案すると、今回のポートフォリオは、必要な積立金を確保しつつ、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いえます。



(注)「積立金見込み」は、実質的な積立金(名目賃金上昇率で割り引いた現在価値)で表示しています。

## 運用手法の多様化

### (1) オルタナティブ資産

- 分散投資によるリスクの低減や運用の効率化を進めるため、今回の基本ポートフォリオにおいては、オルタナティブ資産での運用について初めて明記しました。
- 運用体制の整備に伴い管理・運用される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、不動産その他運用委員会の議を経て決定するもの）については、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、外国株式に区分し、資産全体の5%を上限としました。

### (2) 資産横断的な運用

- 今後、例えば、国内外株式の運用をまとめて委託するなど、資産横断的な運用も行っていくことを検討しています。この場合、基本ポートフォリオ上は、それぞれの資産に区分して管理します。

### (3) 外国株式のベンチマークの変更

- これまで、外国株式の収益率の算出や運用状況を評価する際に用いていたベンチマークは、先進国の上場株式市場を対象とした「MSCI KOKUSAI」でしたが、新興国の上場株式市場も含めた「MSCI ACWI(除く日本)」に変更しました。
- なお、パッシブ運用については、本年度に入ってから徐々に移行を開始し、すでに移行を完了しています。

## 基本ポートフォリオの管理方法

### (1) 機動的な運用

- 基本ポートフォリオの乖離許容幅の中で市場環境の適切な見通しを踏まえ、機動的な運用を行います。ただし、その際の見通しは決して投機的なものとならず、確度の高いものとなるよう取り組みます。

### (2) 複線的なポートフォリオ管理

- 基本ポートフォリオのリスク管理は、乖離許容幅に加え、ポートフォリオ全体のリスク量などにより複線的に行います。

### (3) 移行時の乖離許容幅の取扱い

- 基本ポートフォリオの変更に伴い、実際の資産構成割合が新しい基本ポートフォリオの乖離許容幅を超過することがあり得ますが、市場に与える影響等を考慮し、移行中は乖離許容幅からの超過を容認することとします。

### (4) 短期資産の取扱い

- これまでの基本ポートフォリオでは短期資産を5%として、各資産の構成比率を計算してきました(4資産の合計が95%となる形で計算)が、今後の基本ポートフォリオでは短期資産は設けず、4資産で100%となるように設定することとします。
- 実際の運用では、年金特別会計にある資金を含め年金積立金全体を100%として基本ポートフォリオを管理することとします。このため、短期資産を保有する分、他の4資産のウェイトが小さくなりますが、この分も含め、各資産の乖離許容幅の範囲で管理します。

## ガバナンス体制の強化(1)

- 運用委員会は、GPIFの内部統制の強化の一環として、運用委員会の下に「ガバナンス会議」を設置し、GPIFの「投資原則」及び「行動規範」の策定及びその遵守状況の監視を行うこととしました。
- また、今回の基本ポートフォリオの見直しに併せて、運用委員会から理事長に対し、ガバナンス体制の強化について、次のような建議がなされました。

### 基本ポートフォリオ見直し後のガバナンス体制の強化について

年金積立金管理運用独立行政法人においては、これまで、ガバナンス体制の整備が進められてきたところである。一方、政府においては同法人のガバナンスに関する見直しについて、今後検討される予定であると聞いている。

このような中、今般、基本ポートフォリオの見直しを機に、年金積立金の運用について、その管理運用業務が確実に安全かつ効率的に行われるよう、運用委員会として、これまでの取組に加えて、以下の点について早急な体制の見直しを行い、年金積立金の管理運用に係るガバナンス体制の更なる強化を図ることを建議する。

#### 1. 内部統制の強化

- (1) 情報管理ルールの明確化と徹底を図ること
- (2) コンプライアンスオフィサーを新設すること
- (3) 監事及び内部監査体制を強化すること
- (4) 情報開示の在り方を見直すこと

#### 2. リスク管理体制の強化

- (1) マクロ経済及び市場分析に係る体制を強化すること
- (2) 基本ポートフォリオのリスク管理は、各資産の乖離許容幅に加え、ポートフォリオ全体のリスク量などにより複線的に行うこと
- (3) 新規運用資産を追加する場合のリスク分析体制を強化すること

#### 3. 専門人材の強化

- (1) 専門人材強化のために役職員の給与水準を改訂すること
- (2) 運用委員会に対して新たな専門人材強化・育成の内容や進捗状況の報告を行うこと

なお、変更後の基本ポートフォリオについては、マクロ経済や市場等の動向を注視しつつ、今回設定した長期的な前提に変化がないか、年金財政も踏まえて定期的に検証を行い、必要があると判断される場合には見直しを検討すること

## ガバナンス体制の強化(2)

○ 運用委員会からの建議を踏まえたGPIFの対応は、次のとおりです。

### 【内部統制の強化】

- ① コンプライアンス・オフィサーを任命しました(平成26年10月30日)。  
「投資原則」等の遵守状況をコンプライアンス・オフィサーが監視し、定期的に、理事長が委員長を務める「コンプライアンス委員会」に報告します。
- ② 独立行政法人改革に合わせ、監事機能の強化を図るとともに、内部監査体制を強化します。

### 【リスク管理体制の強化】

- ① マクロ経済分析や市場予測に関するコンサルタントを採用しました(平成26年9月及び10月契約)。  
引き続き、これらに係る専門人材の強化・育成を図ってまいります。
- ② リスク管理ツールの高度化を図るため、運用資産と年金給付の両面を一体的に分析するシステムの導入を進めています(平成26年10月契約)。
- ③ 基本ポートフォリオのリスク管理は、乖離許容幅に加え、ポートフォリオ全体のリスク量などにより複線的に行います。
- ④ オルタナティブ資産を含めた運用資産全体のリスク管理ツールの導入を図ります。



## ガバナンス体制の強化(3)

### 【専門人材の強化】

- ① 専門人材の確保を図るため、外部コンサルタントを活用しつつ給与体系の見直しを進めており、できるだけ早期に結論を得て、採用に着手したいと考えています。
- ② 専門人材の強化・育成については、適宜、運用委員会にその状況を報告し、その意見も踏まえて、積極的に推進していきます。

### 【基本ポートフォリオの見直し】

- 基本ポートフォリオについては、マクロ経済や市場等の動向を注視しつつ、今回設定した長期的な前提に変化がないか、年金財政も踏まえて定期的に検証を行い、必要に応じて見直しを検討します。