

Fiduciary Service Research

# 日本の公的年金の運用動向について

野村證券株式会社

フィデューシャリー・サービス研究センター

フィデューシャリー・マネジメント部

春日 俊介

2019年 7月 6日

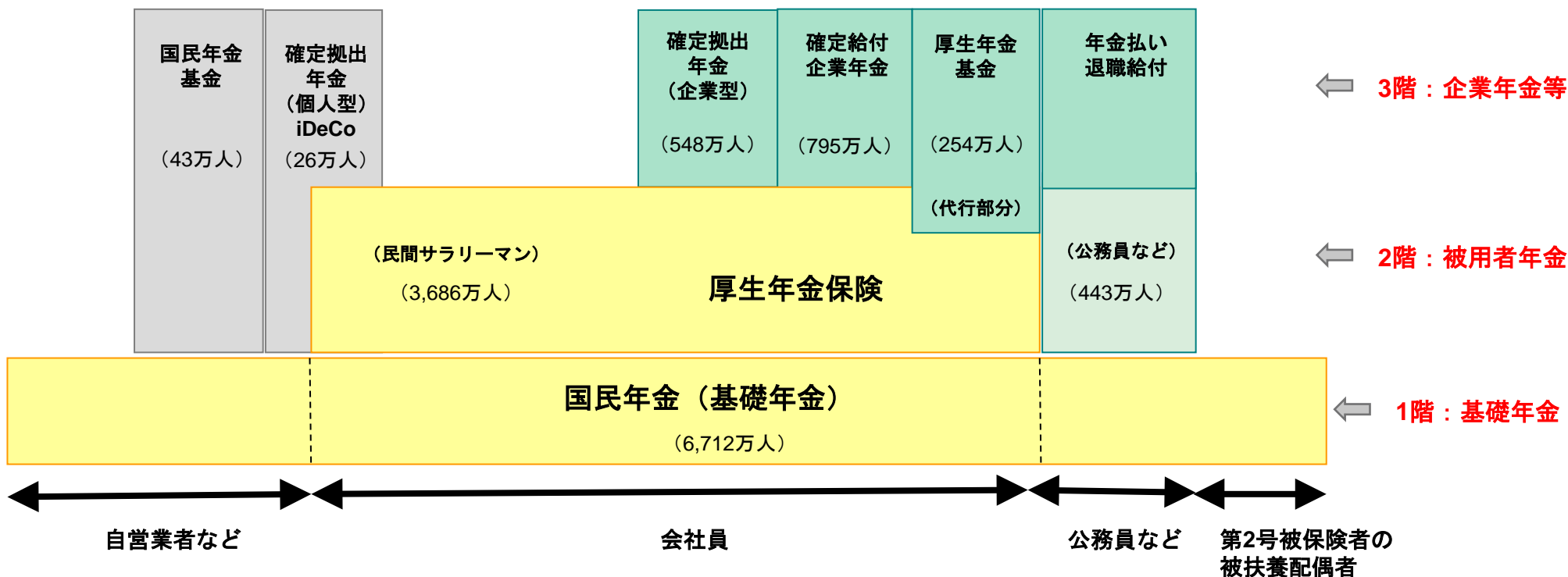
野村證券株式会社

## 1. GPIF (Government Pension Investment Fund) の概要

# 日本の年金制度

- 日本の年金制度は、全国民共通の基礎年金の上に、被用者年金、企業年金等を加えた3階建ての体系となっている
- GPIFは基礎年金(1階)および厚生年金保険(2階)の民間サラリーマン部分の年金積立金を運用する

## 年金制度の体系



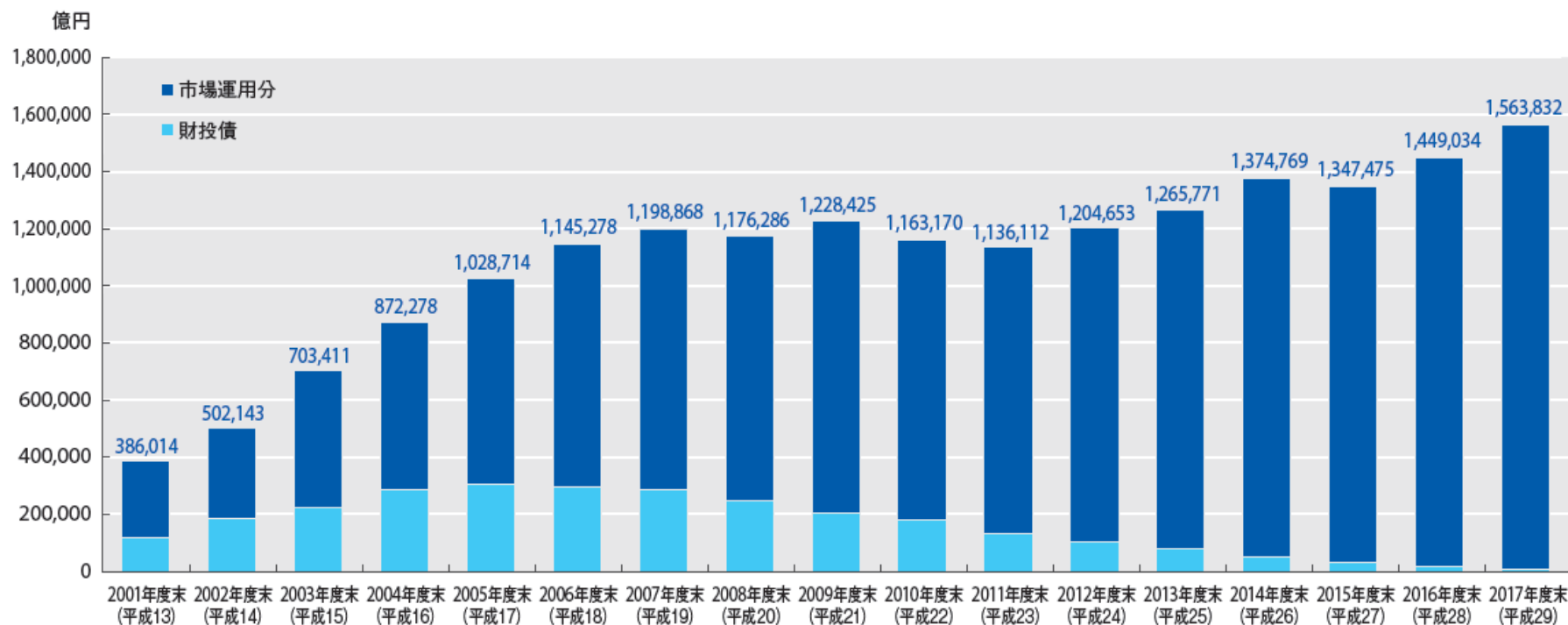
(注) カッコ内の数値は加入員数(2016年3月末)

(出所) 2017年度厚生労働白書をもとに野村証券フィデューシャリー・サービス研究センター作成

## GPIFの運用資産額の推移

- 2001年度から2008年度までは市場運用開始に伴う移行期間であり、毎年新規寄託金が入り資産規模が拡大した時期
- 公的年金の財政見通しによると、年金積立金は2040年頃に最大となり、その後減少していく見込み

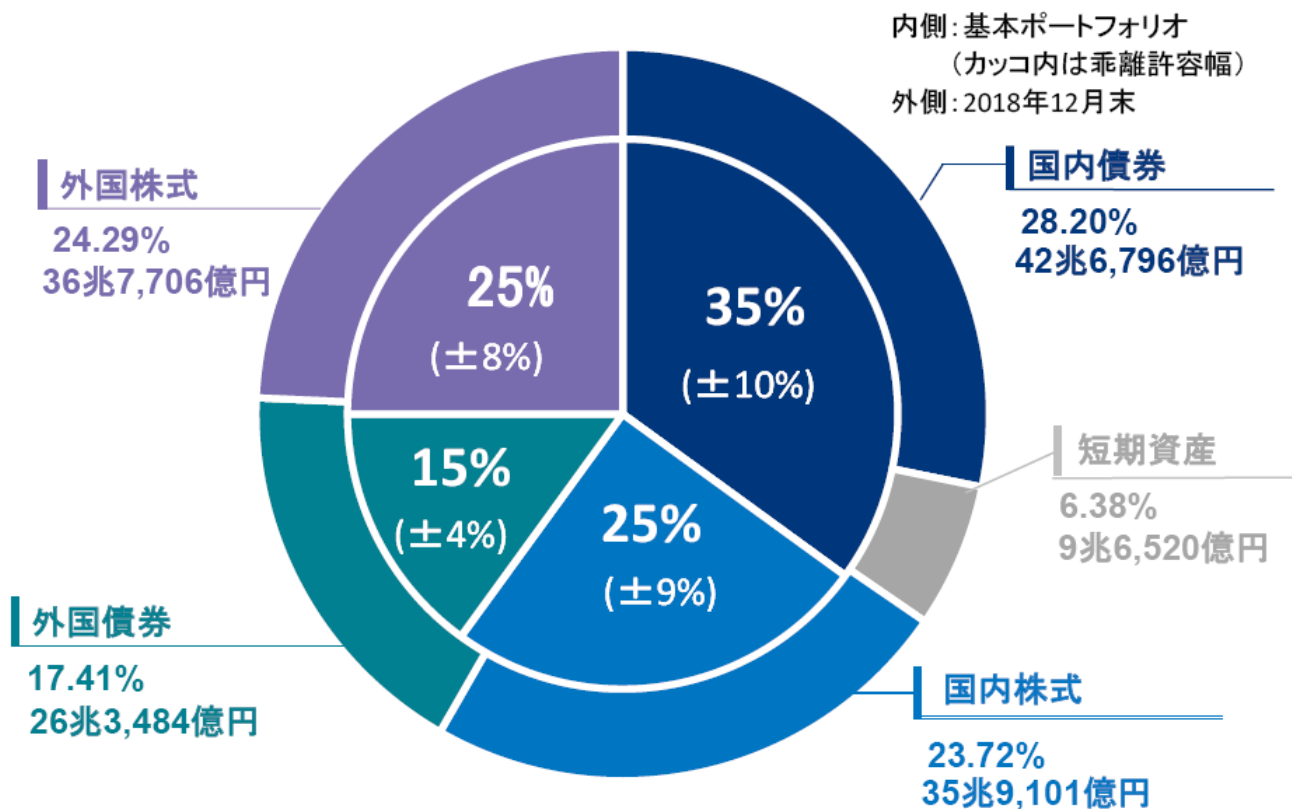
### GPIFの運用資産額の推移



## GPIFの運用資産別の構成割合

- 2018年12月末のGPIFの運用資産額は150兆6,630億円。年金特別会計の短期資産を含めた年金積立金全体では151兆3,607億円となっている
- GPIFは長期的な観点から基本ポートフォリオを定め、これに基づき運用する

GPIFの資産構成割合(年金積立金全体、2018年12月末時点)



## GPIFの運用目標

- GPIFは厚生労働大臣から寄託を受けた公的年金積立金の管理・運用を行う
- 厚生労働大臣がGPIFに対して5年毎に「中期目標」を示す。現在の運用目標は次の2つ

**(1) 長期的に賃金上昇率+1.7%を最低限のリスクで確保すること**

- 年金給付が賃金スライドすることから、目標リターンも「賃金上昇率+ $\alpha$ 」という形になっている
- GPIFはこの目標リターンを確保するよう、長期的な観点から「基本ポートフォリオ」を策定する

**(2) 各年度、各資産ごとにベンチマーク収益率を確保すること**

- 運用手法はインデックス運用等のパッシブ運用を中心とする。アクティブ運用は確たる根拠を説明できる場合に限られる

## GPIFの機能

- GPIFは業務方針を策定し、信託銀行や投資顧問会社へ運用委託を行う
- 自家運用は国内債券およびオルタナティブ投資の一部に限られる



## 2. 最近の取り組み



## 有識者会議の提言

- 「日本再興戦略(2013年6月閣議決定)」において公的・準公的資金の運用等の在り方について検討することが盛り込まれた
- それを受け、経済再生担当大臣の下に「公的・準公的資金の運用・リスク管理等の高度化等に関する有識者」が設置され、2013年11月に報告書がまとめられた

### 有識者会議の主な提言内容

#### ①運用目標・方針

- 国内債券を中心とする現在のポートフォリオの見直しが必要
- リスク許容度の在り方について検討すべき

#### ②ポートフォリオ（運用対象）

- 運用対象の多様化を図り、分散投資を進めることを検討すべき
- アクティブ運用比率を高めることを検討すべき
- ベンチマークの選択に工夫を凝らすこと等でリターン向上を目指すことが望ましい

#### ③リスク管理態勢等ガバナンスの見直し

- 合議制により実質的な決定を行う体制が望ましい
- 第一線の専門人材が必要であり、報酬体系の見直しを含めた対策が不可欠

#### ④リスクエクイティ資産に係るリターン最大化

- 投資先との緊密な対話や適切な議決権行使、日本版スチュワードシップ・コードを検討すべき

## 基本ポートフォリオの変更

- 2014年6月に公的年金の財政検証結果が公表されたことを受け、GPIFは基本ポートフォリオの検討を進め、10月に基本ポートフォリオを変更した
- 株式の投資比率を24%から50%に引き上げるとともに、オルタナティブ資産の投資枠として5%の上限を定めた
- 2019年は5年に一度の財政検証の年であり、GPIFは次期基本ポートフォリオを今年度中に策定する

### 基本ポートフォリオの変更(2014年10月)

(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	35%	25%	15%	25%
乖離許容幅	±10%	±9%	±4%	±8%

(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。

(参考) 基本ポートフォリオの策定方法

1. 想定投資期間

- ✓ 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年間とした(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ため)

2. リスク、リターンの設定

- ✓ 期待リターンは財政検証の経済シナリオと整合的に推計(下表)。国内債券リターンの推計では長期的な金利上昇を見込む

期待リターン(名目リターン)

	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%

3. 基本ポートフォリオの選定

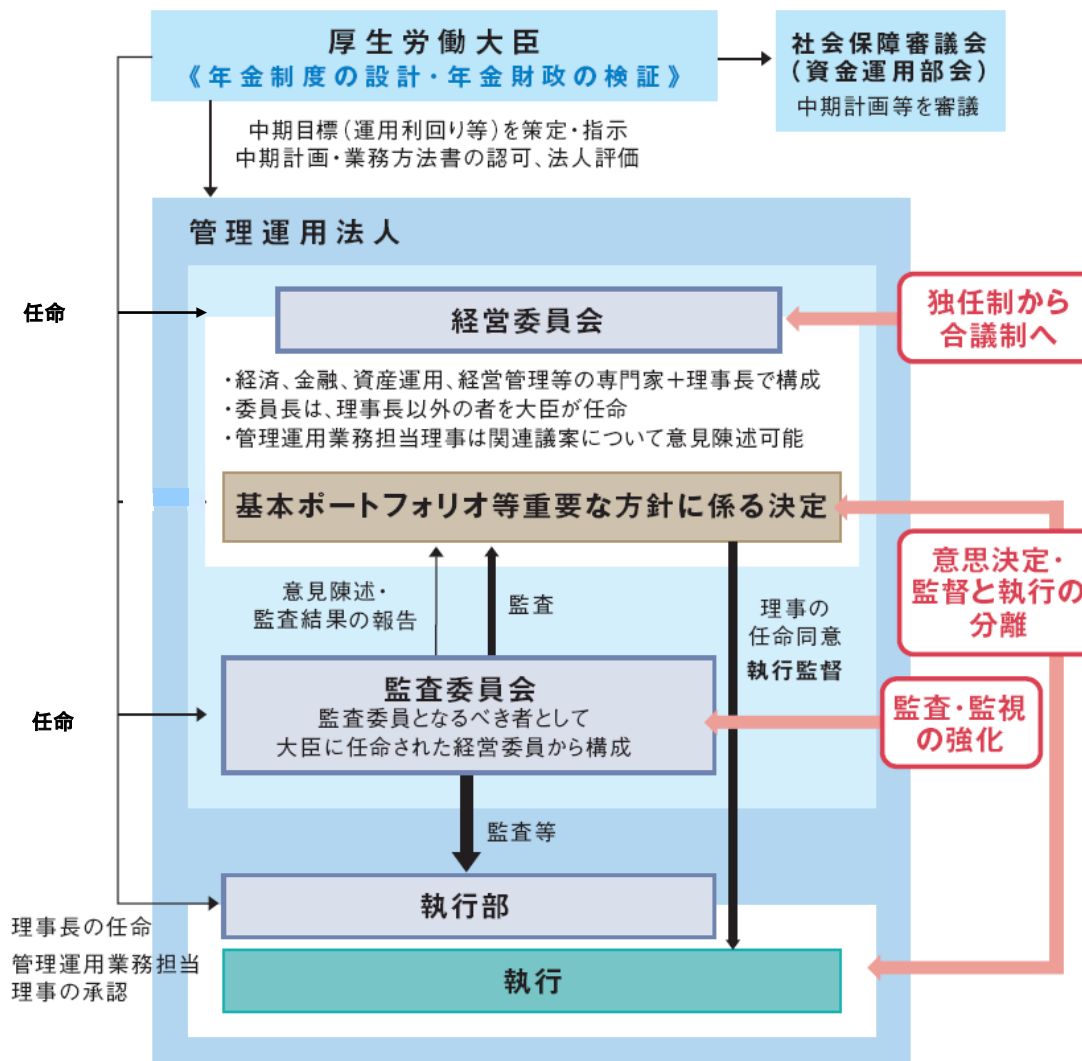
- ✓ 運用目標(賃金上昇率+1.7%)を満たし、かつ最も下方リスクの小さいポートフォリオを選定

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)
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%

# ガバナンス改革

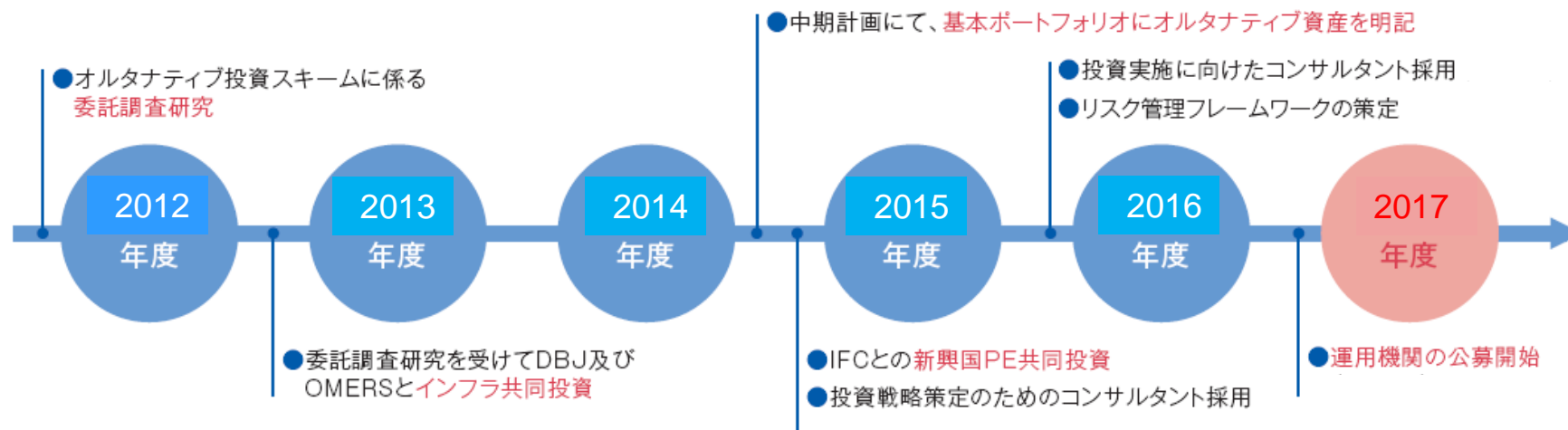
- 2017年10月にGPIFのガバナンス改革が実施された。基本ポートフォリオ策定などの重要な意思決定は新たに設置された**経営委員会**が行う



## オルタナティブ投資

- 2014年10月の基本ポートフォリオ変更で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、不動産等）に上限5%の投資枠が設けられた
  - ✓ インフラストラクチャーは2014年2月にカナダ・オンタリオ州公務員年金基金（OMERS）および日本政策投資銀行と共同投資を開始
  - ✓ プライベートエクイティは2015年6月に世界銀行グループのIFCおよび日本政策投資銀行との共同投資を開始
  - ✓ 不動産は2017年12月に三菱UFJ信託銀行を国内不動産の運用受託機関として採用
- 2014年にオルタナティブ投資を担当する独立した部署を設置し、専門人材の採用を推進
- 2017年4月からオルタナティブ投資のファンド・オブ・ファンズ・マネジャー、ゲートキーパーを公募
- 2018年12月末時点のオルタナティブ資産の構成比率は0.21%

### オルタナティブ投資に関するGPIFの取組み



# ESG投資

- 2014年5月 日本版スチュワードシップ・コードの受け入れ
- 2015年9月 責任投資原則（PRI）に署名
- 2017年7月 国内株式ESG指数を採用  
⇒ 市場の底上げ効果を期待
- 2018年4月 債券投資におけるESGの考慮に関する共同研究報告書を発表
- 2018年8月 平成29年度 ESG活動報告を公表
- 2018年9月 グローバル環境株式指数を採用

## GPIFの採用ESG指数一覧



(出所) GPIF

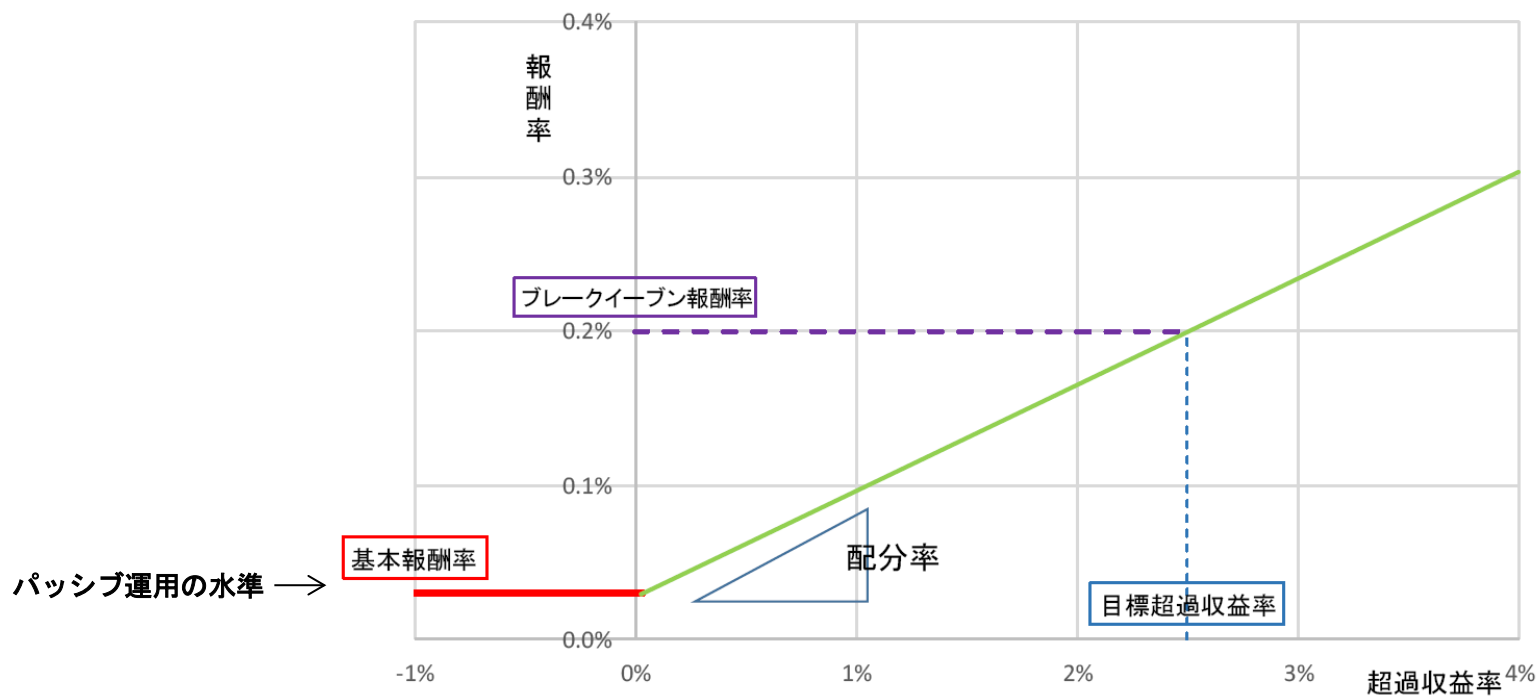


- GPIFは2018年8月13日に最初の「ESG活動報告」を刊行

## アクティブ運用機関に対する実績連動報酬の導入

- GPIFでは2013年よりゆるやかな実績連動報酬を導入してきた
- 2018年に運用受託機関の動機づけを高めるため、報酬上限を撤廃するとともに基本報酬率をパッシブ運用の料率まで引き下げた
- 配分率(下図の直線の傾き)は目標超過収益率と既存の契約で目標超過収益率を達成した場合に支払われる報酬率から計算される
- 実績連動報酬は全額が毎年支払われるのではなく、55%はキャリーオーバーとして次年度に繰り越される

### 新しい実績連動報酬のペイオフ





## 今後の展望 ～ 資産運用のトレンド

- 2018年11月に発行された“The Future of Investment Management”では現在の資産運用のトレンドとして7項目を挙げている
- 資産運用は高度化・透明化・低コスト化が進んでおり、今後もその流れは続くであろう

### Seven Trends in Investment Management

1. アクティブ運用からパッシブ運用へ
2. 競争の激化
3. 投資環境の変化
4. ビッグデータ
5. スマートベータ
6. リターンを超えた投資（ESGなど）
7. 運用報酬の低減



Author: Ronald N. Karn

CFA Institute Research Foundaion, 2018



この資料は、年金基金運営および企業財務業務の参考となる情報の提供を目的としたもので、これらに関する特定の戦略や手法をご提言するために作成したものではありません。年金基金運営および企業財務業務はご自身の判断でなさるようお願いいたします。この資料は、野村証券から直接提供するという方法でのみ配布しております。提供されたお客様限りでご使用ください。この資料のいかなる部分も一切の権利は野村証券に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、またいかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします。

《当社情報及び当社の提供する投資助言契約及び当社で取り扱う商品等のリスク・報酬・手数料等について》

当社の提供する基本的な投資助言契約にかかる報酬額は年間2,160万円（税込み）までの範囲でサービス内容及び投資助言の対象及び範囲に応じて決定いたします。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。また、投資助言の対象となる商品等には価格の変動等による損失を生じるおそれがあります。ご契約毎に報酬等およびリスクは異なりますので、当該契約等の契約締結前交付書面、上場有価証券等書面、目論見書、等をよくお読みください。

当社の業務に関して、お客様に掛かる投資リスクには主に以下のようなものがあり、投資助言の対象と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

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

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

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

流動性リスク：流動性に乏しい商品に投資する場合、不利な条件でしか換金できないリスク

先物及びデリバティブ取引に関するリスク：先物及びデリバティブ取引は証拠金の金額以上のレバレッジを活用して行なうことから、原資産となる有価証券や指数等の変動によって価格も変動し、差し入れた証拠金を上回る損失が生じる可能性があります。

当社で取り扱う商品等へのご投資には、各商品等に所定の手数料等（国内株式取引の場合は約定代金に対して最大1.404%（税込み）（20万円以下の場合は、2,808円（税込み））の売買手数料、投資信託の場合は銘柄ごとに設定された購入時手数料（換金時手数料）および運用管理費用（信託報酬）等の諸経費、等）をご負担いただく場合があります。また、各商品等には価格の変動等による損失が生じるおそれがあります。商品ごとに手数料等およびリスクは異なりますので、当該商品等の契約締結前交付書面、上場有価証券等書面、目論見書、等をよくお読みください。

野村証券株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長（金商） 第142号

加入協会／日本証券業協会、一般社団法人 日本投資顧問業協会、一般社団法人 金融先物取引業協会、一般社団法人 第二種金融商品取引業協会