

年金積立金管理運用独立行政法人中期計画の変更（案）新旧対照表

変更案	現行
<p>第1 年金積立金の管理及び運用に関する主要な事項</p> <p>1. (略)</p> <p>2. 運用の目標、リスク管理及び運用手法</p> <p>(1) 運用の目標</p> <p>年金積立金の運用は、厚生年金保険法第2条の4第1項及び国民年金法第4条の3第1項に規定する財政の現況及び見通しを踏まえ、保険給付に必要な流動性を確保しつつ、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をいう。）1.7%を最低限のリスクで確保することを目指す。この運用利回りを確保するよう、年金積立金の管理及び運用における長期的な観点からの基本ポートフォリオを定め、これを適切に管理する。</p> <p>その際、市場に急激な影響を与えないこととする。</p> <p>また、運用受託機関の選定、管理及び評価を適切に実施すること等により、各年度における各資産ごとのベンチマーク収益率を確保するよう努めるとともに、中期目標期間においても各資産ごとのベンチマーク収益率を確保する。</p> <p>ベンチマークについては、市場を反映した構成であること、投資可能な有価証券により構成されていること、その指標の詳細が開示されていること等を勘案しつつ適切な市場指標を用いる。</p>	<p>第1 年金積立金の管理及び運用に関する主要な事項</p> <p>1. (略)</p> <p>2. 運用の目標、リスク管理及び運用手法</p> <p>(1) 運用の目標</p> <p>今後年金制度の抜本的な見直しが予定されているとともに、年金積立金管理運用独立行政法人の運営の在り方について検討が進められていることから、暫定的に第一期中期計画における基本ポートフォリオを中期目標第2の2の(1)の資産構成割合とし、今中期計画における基本ポートフォリオとして定め、これを適切に管理する。</p> <p>また、運用受託機関の選定、管理及び評価を適切に実施すること等により、各年度における各資産ごとのベンチマーク収益率を確保するよう努めるとともに、中期目標期間においても各資産ごとのベンチマーク収益率を確保する。</p> <p>ベンチマークについては、市場を反映した構成であること、投資可能な有価証券により構成されていること、その指標の詳細が開示されていること等を勘案しつつ適切な市場指標を用いる。</p>

変更案	現行
<p>資可能な有価証券により構成されていること、その指標の詳細が開示されていること等を勘案しつつ適切な市場指標を用いる。</p> <p>(2) ~ (4) (略)</p> <p>3. (略)</p> <p>4. 年金積立金の管理及び運用における長期的な観点からの資産の構成に関する事項</p> <p>(1) 基本ポートフォリオの基本的考え方 基本ポートフォリオは、運用の目標に沿った資産構成割合とし、資産の管理及び運用に関し一般に認められている専門的な知見並びに内外の経済動向を考慮して、フォワードロッキングなりスク分析を踏まえて長期的な観点から設定する。その際、名目賃金上昇率から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とする。また、株式等は想定よりも下振れ確率が大きい場合があることも十分に考慮する。また、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。</p> <p>(2) 基本ポートフォリオ 基本ポートフォリオを構成する資産区分については、国内債券、国内株式、外国債券及び外国株式とし、基本ポートフォリオ</p>	<p>(2) ~ (4) (略)</p> <p>3. (略)</p> <p>4. 年金積立金の管理及び運用における長期的な観点からの資産の構成に関する事項</p> <p>(1) 基本ポートフォリオの基本的考え方 基本ポートフォリオの策定に当たっては、運用目標に沿った安金・効率的かつ確実な資産構成割合とする。その際、<u>世界経済の動向を注視し、それに適切に対応するとともに、特に株式のリターン・リスクについては、そのリスク特性に配慮しつつ、慎重に推計を行う。</u></p> <p>(2) 基本ポートフォリオ 基本ポートフォリオを構成する資産区分については、国内債券、国内株式、外国債券、外国株式及び短期資産とし、基本ポー</p>

変更案

及び乖離許容幅を次のとおり定める。

なお、以下に定める基本ポートフォリオへ移行するまでの間、乖離許容幅を超過することについては許容するものとする。

	国内債券	国内株式	外国債券	外国株式
資産構成割合	1%	1%	1%	1%
乖離許容幅	±1%	±1%	±1%	±1%

(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●%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直しを踏まえ、機動的な運用ができる。ただし、その際の見直しは、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。

(3) (略)

5. (略)

現行

トフォリオ及び乖離許容幅を次のとおり定める。

	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	6.0%	1.2%	1.1%	1.2%	5%
乖離許容幅	±8%	±6%	±5%	±5%	—

(3) (略)

5. (略)

第 86 回運用委員会	委員限り 5
平成 26 年 10 月 23 日	

(案)

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

基本ポートフォリオの見直し後の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、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を大幅に強化することを建議する。

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

以 上

運用の高度化に係る対応状況（報告）

委託業務名	委託先	状況
経済環境コンサルティング業務 (契約期間 ～平成 29 年 3 月)	オックスフォードエコノミクスリミテッド みずほ総合研究所株式会社	契約締結の上、 実施済
公的年金積立金・資産財政統合リスク分析 についての調査研究業務 (契約期間 ～平成 27 年 3 月)	ステート・ストリート・グローバル・マーケット証券株式会社	来年 3 月に報告 書を受領予定
年金積立金管理運用独立行政法人における スチュワードシップ責任及び ESG 投資のあ り方についての調査研究業務 (契約期間 ～平成 27 年 3 月)	新日本有限責任監査法人 株式会社 QUICK MSCI Inc. 東京支店	来年 3 月に報告 書を受領予定

1. 経済環境コンサルティング業務

社会保障審議会年金部会資料「年金財政における経済前提と積立金運用のあり方について：検討結果の報告」において、市場環境の適切な見通しを踏まえて機動的な運用ができることとされた。当法人では、こうした課題に対応するため、グローバルな経済ファンダメンタルデータの収集及び分析に関する支援や、フォワードルッキングな運用のための意思決定に関する支援が必要となり、以下の2社の経済環境コンサルを採用した。

委託先

① オックスフォードエコノミクス

選定理由

[Redacted text block]

② みずほ総合研究所

選定理由

[Redacted text block]

2. 公的年金積立金・資産財政統合リスク分析についての調査研究業務

社会保障審議会年金部会資料「年金財政における経済前提と積立金運用のあり方について：検討結果の報告」において、当法人に対し、フォワードルッキングな視点でのポートフォリオ分析や、財政サイドを含めた統合的なリスク管理が求められている。当法人では、こうした課題に対応するため、資産・財政両サイドを統合したリスク分析ツールが必要となり、調達の実施し、以下の社を採用した。

委託先

ステート・ストリート・グローバルマーケッツ証券

選定理由

[Redacted text block]

3. 年金積立金管理運用独立行政法人におけるスチュワードシップ責任及び ESG 投資のあり方についての調査研究業務

当法人では、平成 26 年 5 月末に日本版スチュワードシップ・コードの受入れを表明しているところであり、被保険者のために中長期的な投資リターンの拡大を図ることを目的とした長期的な株式市場のリターン拡大に資する活動について、受託者責任の観点から検討することとしたところである。当法人では、こうした課題に対応するため、調達を実施し、以下の 3 社を採用した。

委託先

① MSCI. Inc. 東京支店

選定理由

[Redacted text]

② 新日本有限責任監査法人（共同提案：Ernst&Young）

選定理由

[Redacted text]

③ 株式会社 QUICK（共同提案：FTSE）

選定理由

[Redacted text]

(案)

運用委員会規則改正案新旧対照表

改正案	現行
<p>第1条～第8条 (略)</p> <p>(ガバナンス会議)</p> <p>第8条の2 <u>運用委員会に、ガバナンス会議(以下「会議」という。)を置く。</u></p> <p>2 <u>会議は、運用委員会が策定する管理運用人における投資原則及び行動規範を立案し、並びに、その実施状況を監視し、運用委員会に報告する。</u></p> <p>3 <u>会議の議員(以下「議員」という。)は、委員の意向を勸案の上、委員長が指名する。</u></p> <p>4 <u>会議に議長(以下「議長」という。)を置き、議員の互選により選任する。</u></p> <p>5 <u>議長は、会議の会務を総理する。</u></p> <p>6 <u>この規則に定めるもののほか、会議の運営に必要な事項は、議長が定める。</u></p>	<p>(平成18年4月1日制定) (平成22年6月22日改正) (平成〇〇年〇月〇日改正)</p> <p>第1条～第8条 (略)</p> <p>(平成18年4月1日制定) (平成22年6月22日改正)</p>

CPPIBの投資原則・行動規範

第86回運用委員会

平成26年10月23日

委員限り7
参考資料

関連文書として次のものがある。いずれも、理事会(Board of Directors)が策定。

- ・ 「CPP投資ポートフォリオの投資目的、方針、期待収益率、リスク管理に関する規程」(Statement of Investment Objectives, Policies, Return Expectations and Risk Management for the Investment Portfolio of the Canada Pension Plan)
- ・ 「行動規範」(Code of Conduct)

「CPP投資ポートフォリオの投資目的、方針、期待収益率、リスク管理に関する規程」の概要

- 「投資目的(Investment Objectives)」、「CPP参照ポートフォリオ(CPP Reference Portfolio)」、「CPPIBの投資目的(CPPIB's Investment Objective)」、「期待収益率(Return Expectations)」、「アクティブリスクの限度(Active Risk Limit)」などの17項目で構成。

「行動規範」の概要

- 「個人及び専門家としての行動(Personal and Professional Conduct)」、「利益相反(Conflicts of Interests)」、「便益、娯楽、贈り物及び恩典(Benefits, Entertainment, Gifts and Favours)」、「資産保護(Protecting our Assets)」、「個人取引(Personal Trading)」などを規定。
- 全役職員は、採用時及び毎年4月と10月に行動規範の遵守を文書で表明。また、採用時及び毎年4月に、CPPIBの信用確保に関する個人の経済的利益の情報報告。理事会の「ガバナンス委員会」が行動規範の遵守状況を監視し、少なくとも年に一度行動規範を点検する。

基本ポートフォリオの変更について(案)

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
○ 回・検討作業班○回、計○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、○月○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、リスク管理の高度化及びコンプライア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。

【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

【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
 - ・運用資産と年金負債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
- 【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)

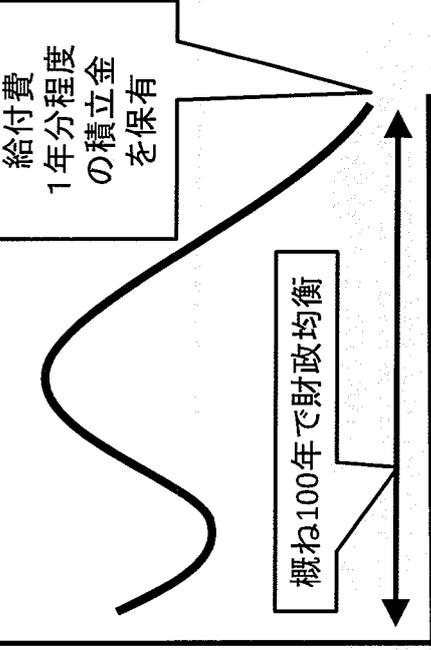
	国内債券	国内株式	外国債券	外国株式
資産構成割合	%	%	%	%
乖離許容幅	±%	±%	±%	±%

(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●%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。

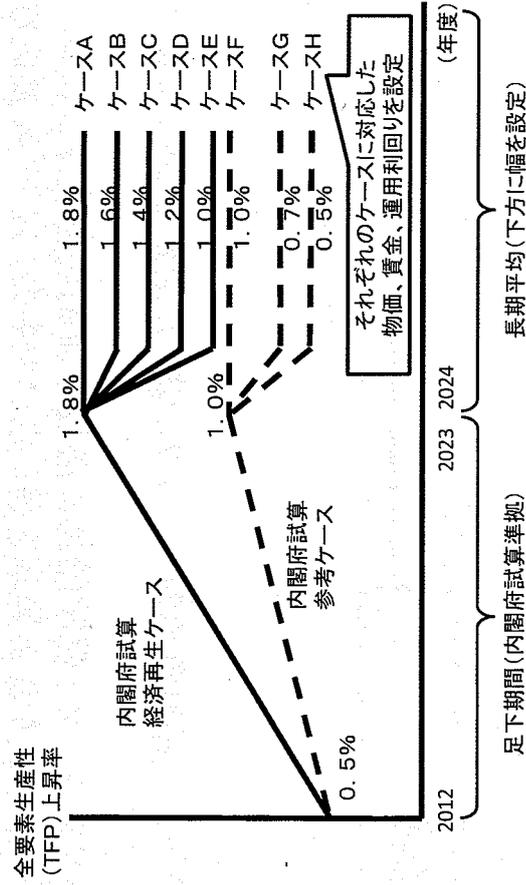
基本ポートフォリオ策定の前提条件(1)

(1) 財政検証



財政計画のイメージ

- 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ぬこととされており、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大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。

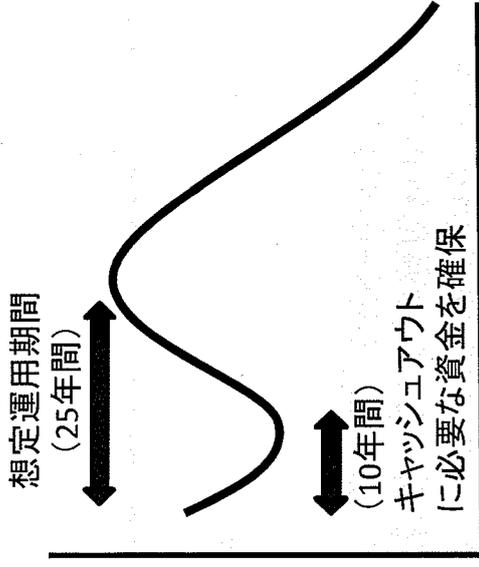
基本ポートフォリオ策定方針の主な変更点

- 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 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)と、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、しばらく低下した後、いったん上昇に転じ、概ね25年後に最も高くなつた後、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。



(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。

財政検証による予定積立金額の推移
(イメージ)

リターンの設定

- 将来の実質長期金利は、「市場基準ケース」で1.9%、「経済中位ケース」で2.7%の2ケースを想定しました。(なお、将来の物価上昇率は「市場基準ケース」で0.9%、「経済中位ケース」で1.2%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、フォワードリ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、「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、「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
市場基準ケース	-0.1%	3.1%	1.4%	4.1%	-1.1%(注)
経済中位ケース	-0.2%	3.2%	0.9%	3.6%	-1.7%(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
市場基準ケース	2.0%	5.2%	3.5%	6.2%	1.0%(注)	2.1%
経済中位ケース	2.6%	6.0%	3.7%	6.4%	1.1%(注)	2.8%

(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、将来のデレージ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ときの平均不足率(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≧外国債券」だけとし、従来の「国内株式≧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、「市場基準ケース」及び「経済中位ケース」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、±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)(注2)
市場基準ケース	1.98%	4.08%	12.8%	43.8%	9.38%	11.2%
経済中位ケース	1.77%	4.57%	12.8%	44.4%	9.45%	11.2%

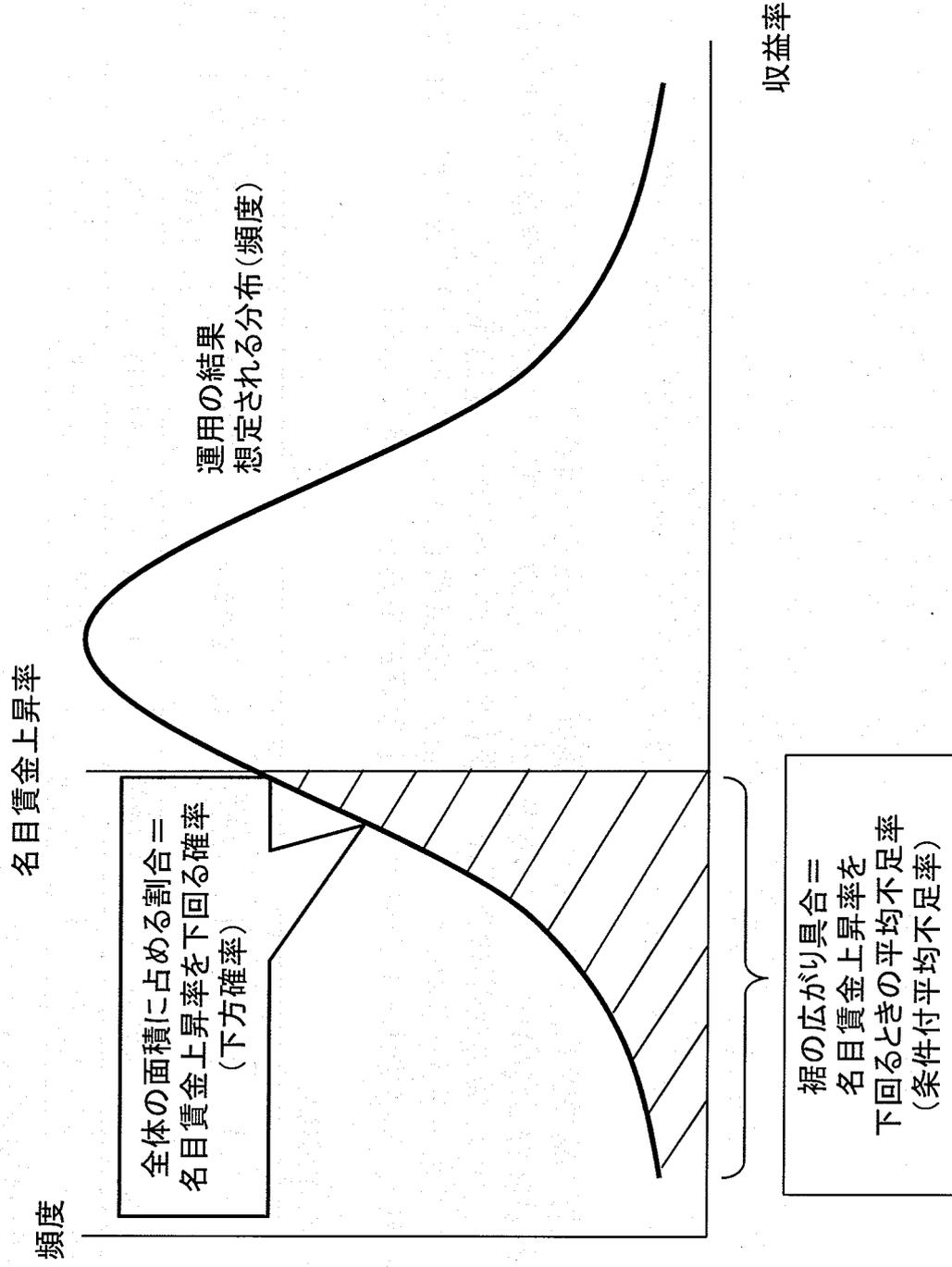
(参考) 全額国内債券ポートフォリオの属性

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

(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、市場基準ケースで1.76%、経済中位ケースで1.77%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

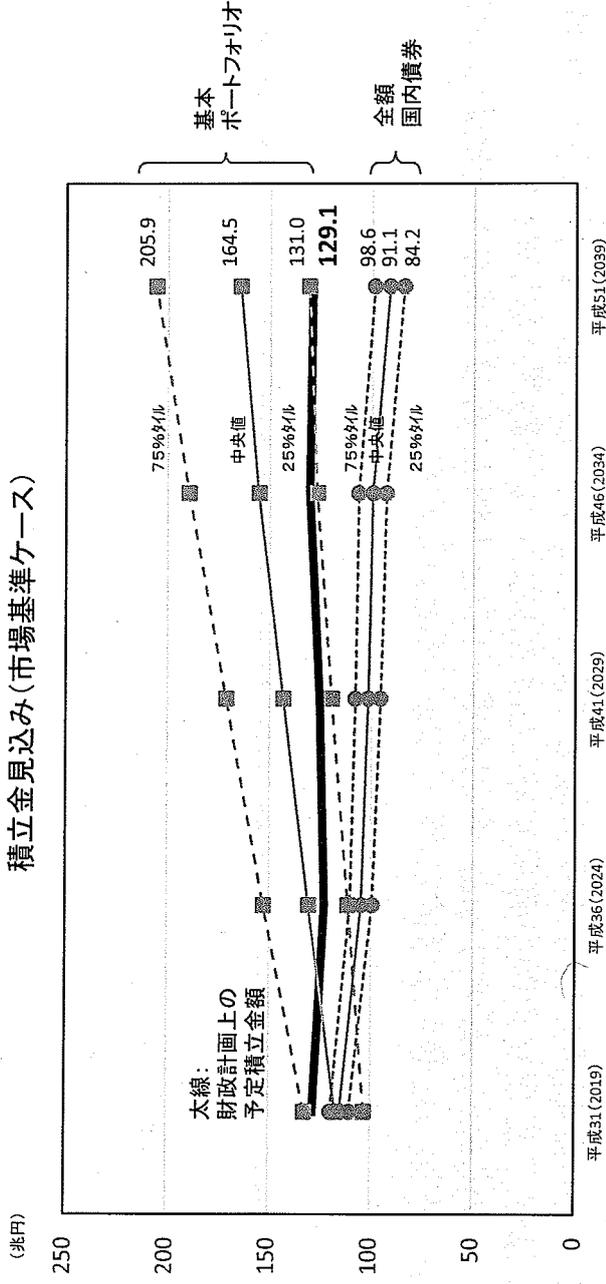


必要な積立金の確保と下振れリスクの最小化(2)

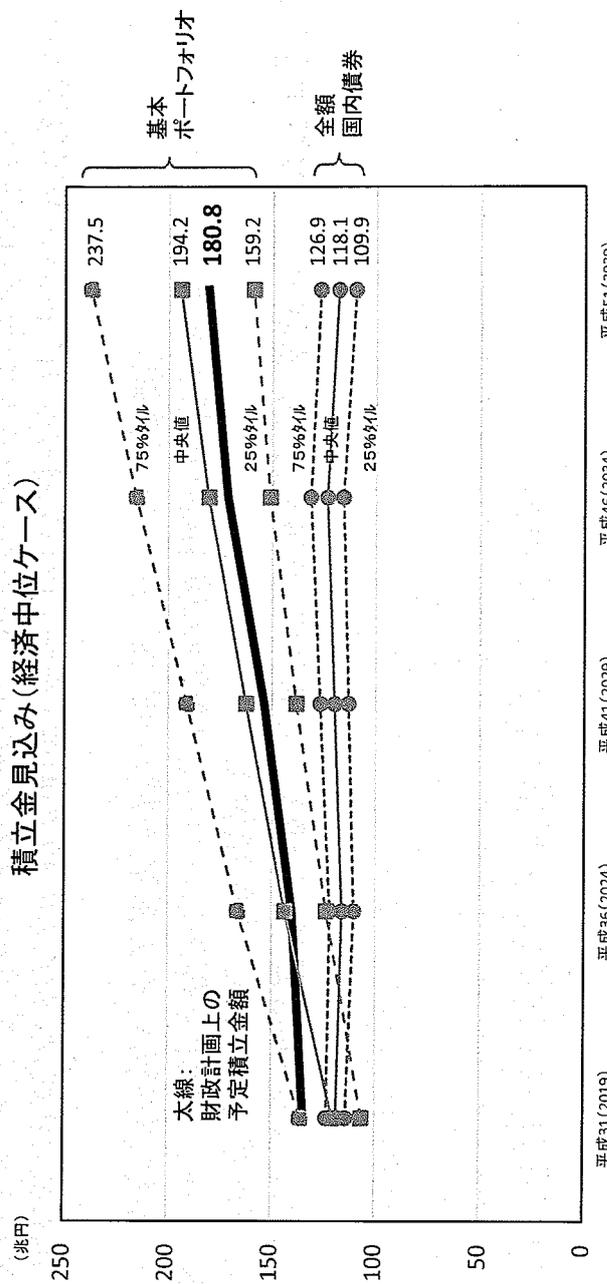
(2) 基本ポートフォリオのリスク検証

- 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、市場基準ケースでは約25%、経済中位ケースでは約40%となります。
- 一方、比較のため全額国内債券運用の場合と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。

積立金見込み(市場基準ケース)



積立金見込み(経済中位ケース)



(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) 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。

(2) 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。

(3) 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

基本ポートフォリオの見直し後の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、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を大幅に強化することを建議する。

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、必要がある場合と判断されると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(平成〇年〇月〇日)。
「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、運用資産と年金負債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。

リスク管理状況等の報告

(平成26年6月・7月・8月)

1. リスク管理		...	1
(1) 全体のリスク		...	3
①基本ポートフォリオ等からの乖離状況		...	4
②資産全体のリスク		...	5
③複合ベンチマークの要因分析		...	6
(2) 資産毎のリスク		...	7
(3) 運用受託機関のリスク管理状況		...	8
(4) カウンターパーティーリスク		...	9
(5) 流動性リスク		...	10
2. 運用状況		...	11
(1) 財投債を含めた運用資産全体の収益状況		...	12
(2) 市場運用分 資産全体及び各資産別の収益状況		...	13
(3) ベンチマーク収益率		...	15
(4) 市場運用分 資産別超過収益率		...	
(5) アクティブ運用受託機関 超過収益率分布		...	

【参考】「リスク管理状況等の報告」に係る用語の解説

1. リスク管理

(1) 全体のリスク

①基本ポートフォリオ等からの乖離状況

【年金積立金全体】

	平成25年度										平成26年度			
	9月	10月	11月	12月	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月		
国内債券	56.28			53.40			53.43							
構成割合														
基本ポート	60.00			60.00			60.00							
(乖離)	(-3.72)			(-6.60)			(-6.57)							
国内株式	15.80			16.66			15.88							
構成割合														
基本ポート	12.00			12.00			12.00							
(乖離)	(3.80)			(4.66)			(3.88)							
外国債券	9.82			10.26			10.66							
構成割合														
基本ポート	11.00			11.00			11.00							
(乖離)	(-1.18)			(-0.74)			(-0.34)							
外国株式	13.09			14.68			15.03							
構成割合														
基本ポート	12.00			12.00			12.00							
(乖離)	(1.09)			(2.68)			(3.03)							
短期資産	5.00			5.00			5.00							
構成割合														
基本ポート	5.00			5.00			5.00							
(乖離)	(0.00)			(0.00)			(0.00)							

(注1) 資産構成割合は、短期資産に含まれる財政融資資金預託金額を当法人で推計の上算出したもの。

(注2) 平成25年6月7日付けで基本ポート向け変更

【市場運用分】

	平成25年度										平成26年度			
	9月	10月	11月	12月	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月		
国内債券														
構成割合														
参照値														
(乖離)														
国内株式														
構成割合														
参照値														
(乖離)														
外国債券														
構成割合														
参照値														
(乖離)														
外国株式														
構成割合														
参照値														
(乖離)														
短期資産														
構成割合														
参照値														
(乖離)														

(注) 参照値は、基本ポートフォリオにおける市場運用部分のリスク管理を行ううえでの管理指標となるもの。

(参考)

【市場運用分の時価総額】

(単位：億円)

	平成25年度						平成26年度					
	9月	10月	11月	12月	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月
国内債券	624,336			621,298			620,364			606,111		
国内株式	201,908			221,471			208,466			219,709		
外国債券	125,496			136,355			139,961			140,726		
外国株式	167,220			195,219			197,326			203,353		
短期資産	25,531			22,711			18,422			29,737		
市場運用分計	1,144,490			1,197,054			1,184,539			1,199,636		

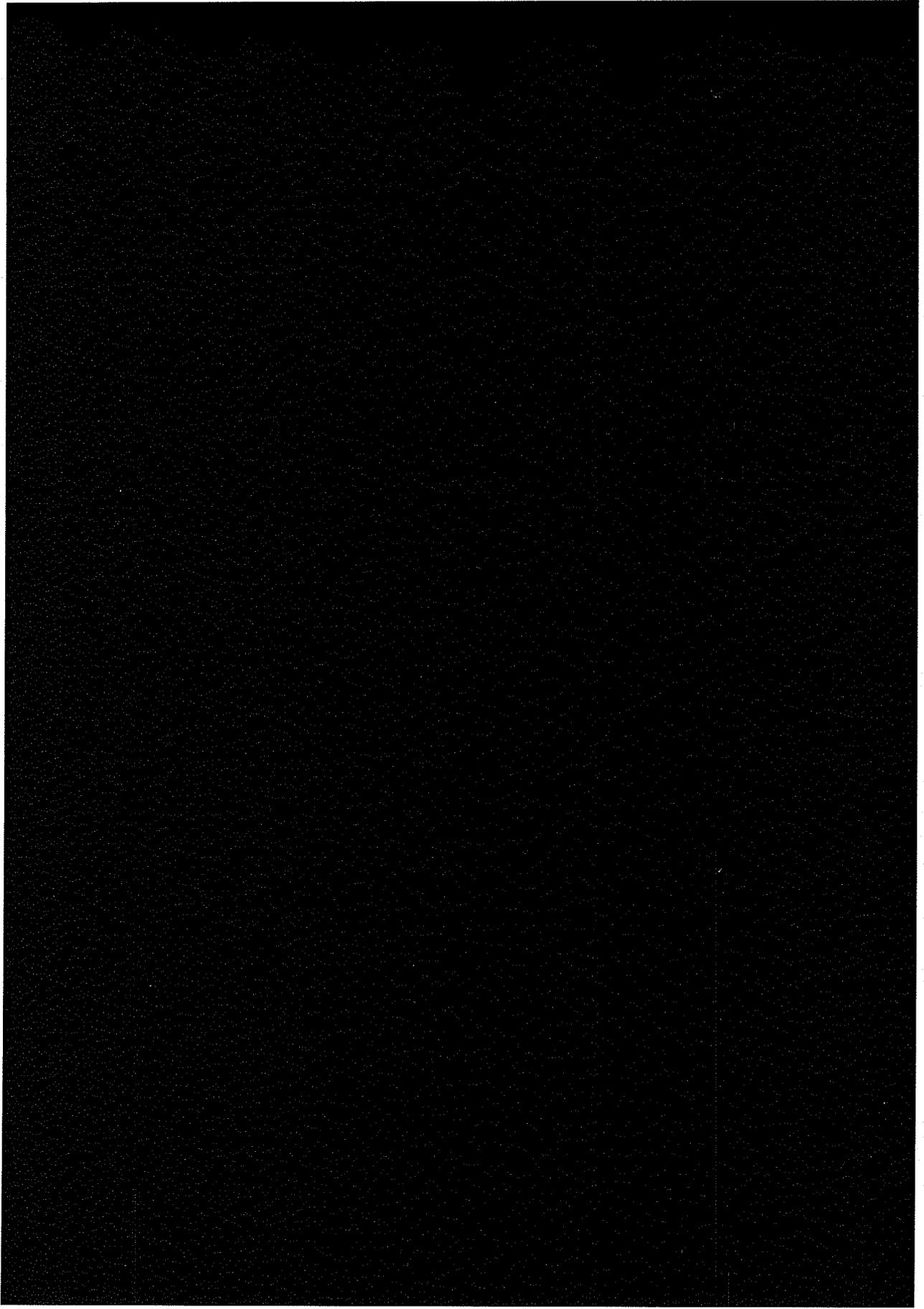
【参考】

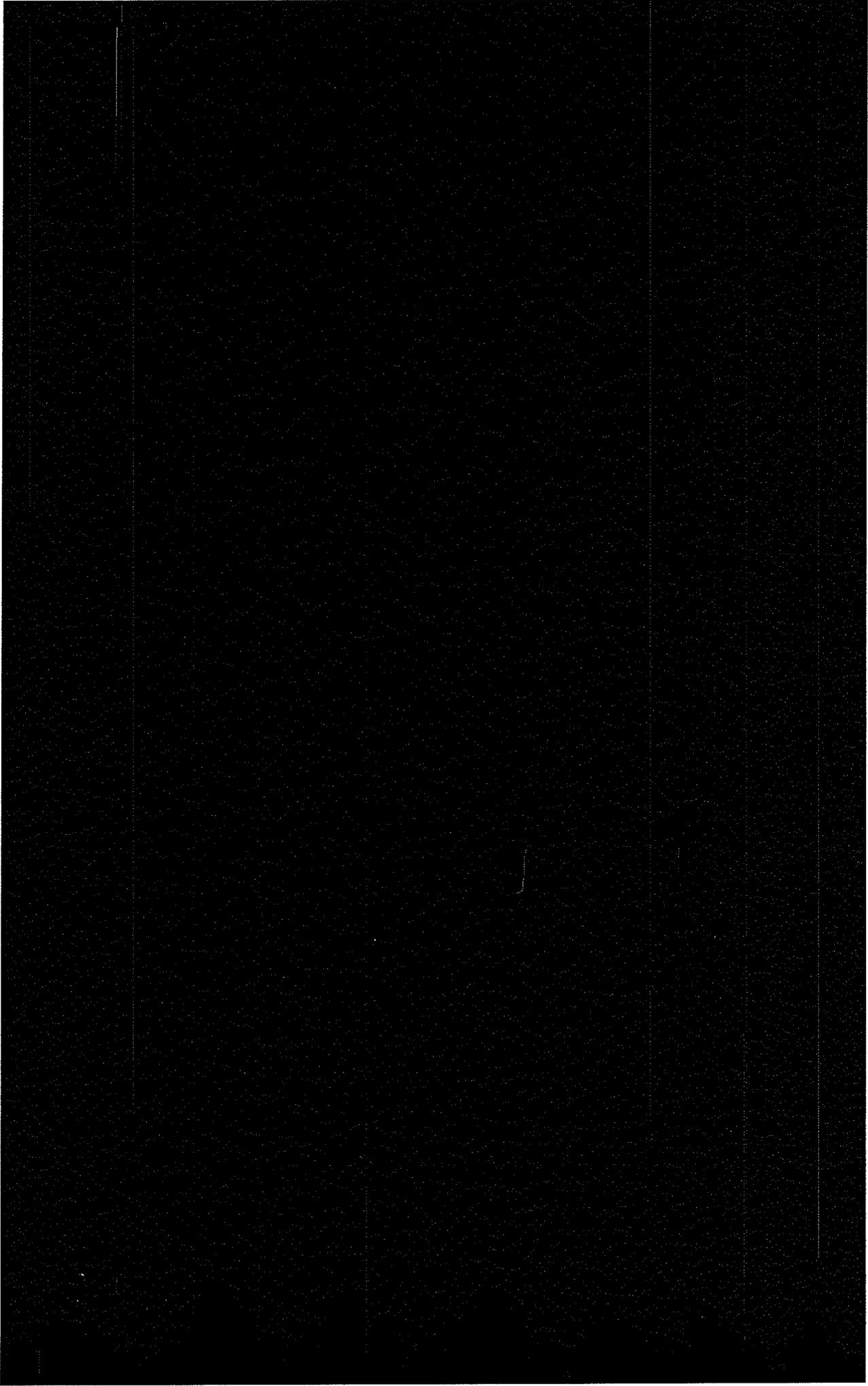
(単位：億円)

財投債	94,737			88,735			81,232			72,991		
運用資産全体計	1,239,228			1,285,790			1,285,771			1,272,627		

(注) 財投債は、償却原価法による簿価の値。

②資産全体のリスク





(2) 資産毎のリスク

	平成25年度 (平均)	平成25年度							平成26年度						
		8月	9月	10月	11月	12月	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	
国内債券															
国内株式															
外国債券															
外国株式															

(3) 運用受託機関のリスク管理状況(平成26年8月)

【内外債券】

管理項目	国内債券		外国債券	
	基準超え ファンド数	内容等	基準超え ファンド数	内容等

【内外株式】

管理項目	国内株式		外国株式	
	基準超え ファンド数	内容等	基準超え ファンド数	内容等

(4) カウンターパーティーリスク

① 資産管理機関の格付変更状況

受託機関名	変更状況			見通し
	格付機関	変更日	長期	

② インハク運用先の格付変更状況

運用先名	変更状況			見通し
	格付機関	変更日	長期	

2. 運用状況（平成26年度）

(1) 財投債を含めた運用資産全体の収益状況

① 収益率

	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	1月	2月	3月

【参考】収益率（月率）

	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	1月	2月	3月	通期
財投債を含む 運用資産全体 (うち財投債)													

② 収益額

	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	1月	2月	3月	通期
財投債を含む 運用資産全体 (うち財投債)													

(単位：億円)

(2) 市場運用分 資産全体及び各資産別の収益状況

① 時間加重収益率 (累積)

	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	1月	2月	3月

【参考】時間加重収益率 (月率)

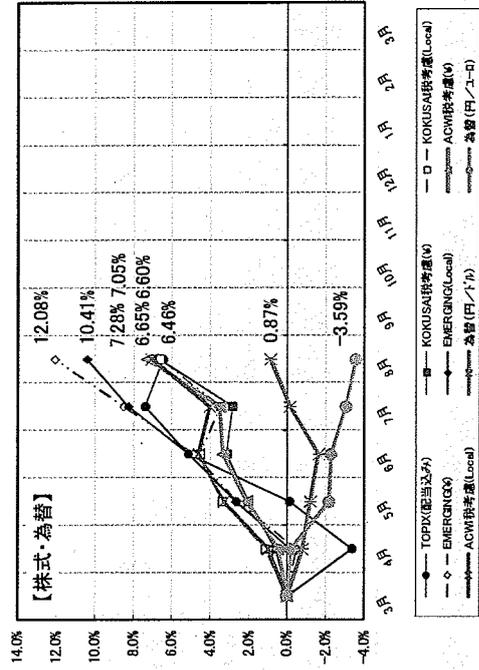
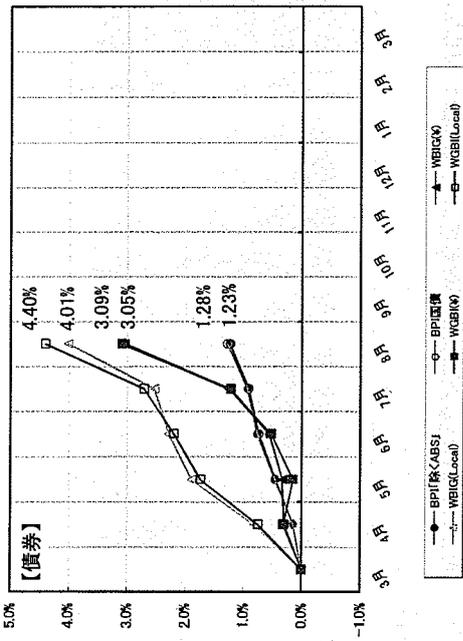
	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	1月	2月	3月	通期
国内債券													
国内株式													
外国債券													
外国株式													
資産全体													

② 総合収益額

	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	1月	2月	3月	通期
国内債券													
国内株式													
外国債券													
外国株式													
短期資産													
合計													

(単位：億円)

(3) ベンチマーク収益率 (累積)



【参考】ベンチマーク収益率 (月率)

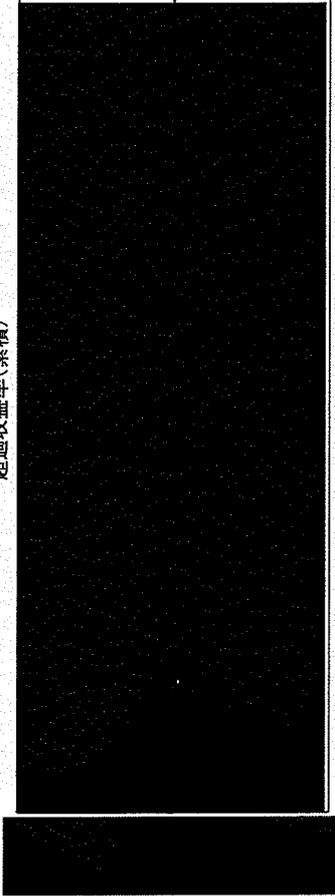
	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	1月	2月	3月	通期
国内債券 (複合)													
アクティブ複合	0.13%	0.29%	0.28%	0.18%	0.30%	0.30%							1.16%
パッシブ複合	0.14%	0.30%	0.29%	0.17%	0.32%	0.30%							1.23%
BPI(除くABS)	0.13%	0.28%	0.28%	0.16%	0.30%	0.30%							1.15%
BPI(国債)	0.14%	0.30%	0.29%	0.17%	0.32%	0.32%							1.25%
BPI/GPIF Customized	0.14%	0.31%	0.30%	0.17%	0.35%	0.35%							1.28%
国内株式 (複合)	0.11%	0.22%	0.23%	0.12%	0.22%	0.22%							0.90%
TOPIX(配当込み)	-0.36%	3.36%	5.27%	2.13%	-0.86%	-0.86%							6.46%
外国債券 (複合)	0.31%	-0.11%	0.34%	0.69%	1.83%	1.83%							3.08%
(Local)	0.77%	1.00%	0.44%	0.42%	1.59%	1.59%							4.29%
アクティブ	0.30%	0.03%	0.23%	0.69%	1.77%	1.77%							3.08%
(Local)	0.81%	1.07%	0.39%	0.24%	1.44%	1.44%							4.01%
パッシブ	0.32%	-0.17%	0.38%	0.69%	1.85%	1.85%							3.09%
(Local)	0.75%	0.98%	0.45%	0.50%	1.65%	1.65%							4.40%
外国株式 (複合)	0.56%	1.44%	1.12%	-0.07%	3.66%	3.66%							6.85%
(Local)	1.13%	2.18%	1.16%	-0.79%	2.94%	2.94%							6.76%
アクティブ複合	0.49%	1.58%	1.18%	0.01%	3.67%	3.67%							7.08%
(Local)	1.04%	2.25%	1.22%	-0.70%	2.95%	2.95%							6.91%
パッシブ複合	0.57%	1.42%	1.12%	-0.08%	3.66%	3.66%							6.82%
(Local)	1.14%	2.17%	1.15%	-0.80%	2.94%	2.94%							6.74%
KOKUSAI・株主権 (¥)	0.57%	1.46%	1.09%	-0.29%	3.70%	3.70%							6.65%
(Local)	1.14%	2.20%	1.12%	-1.02%	3.03%	3.03%							6.60%
EMERGING (¥)	-0.48%	3.08%	2.21%	3.47%	3.30%	3.30%							12.08%
(Local)	-0.17%	2.86%	2.39%	2.97%	1.99%	1.99%							10.41%
ACWI・株主権 (¥)	0.45%	1.64%	1.22%	0.16%	3.65%	3.65%							7.28%
(Local)	0.99%	2.28%	1.27%	-0.55%	2.91%	2.91%							7.05%
為替 (円/ドル)	-0.81%	-0.40%	-0.43%	1.51%	1.02%	1.02%							0.87%
(円/ユーロ)	-0.21%	-1.98%	-0.10%	-0.80%	-0.55%	-0.55%							-3.59%

※網掛けの部分は速報値。

(4) 市場運用分 資産別超過収益率 (累積)

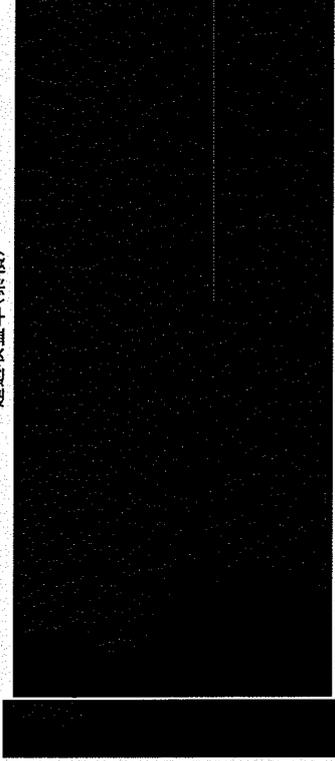
【国内債券・外国債券】

超過収益率(累積)



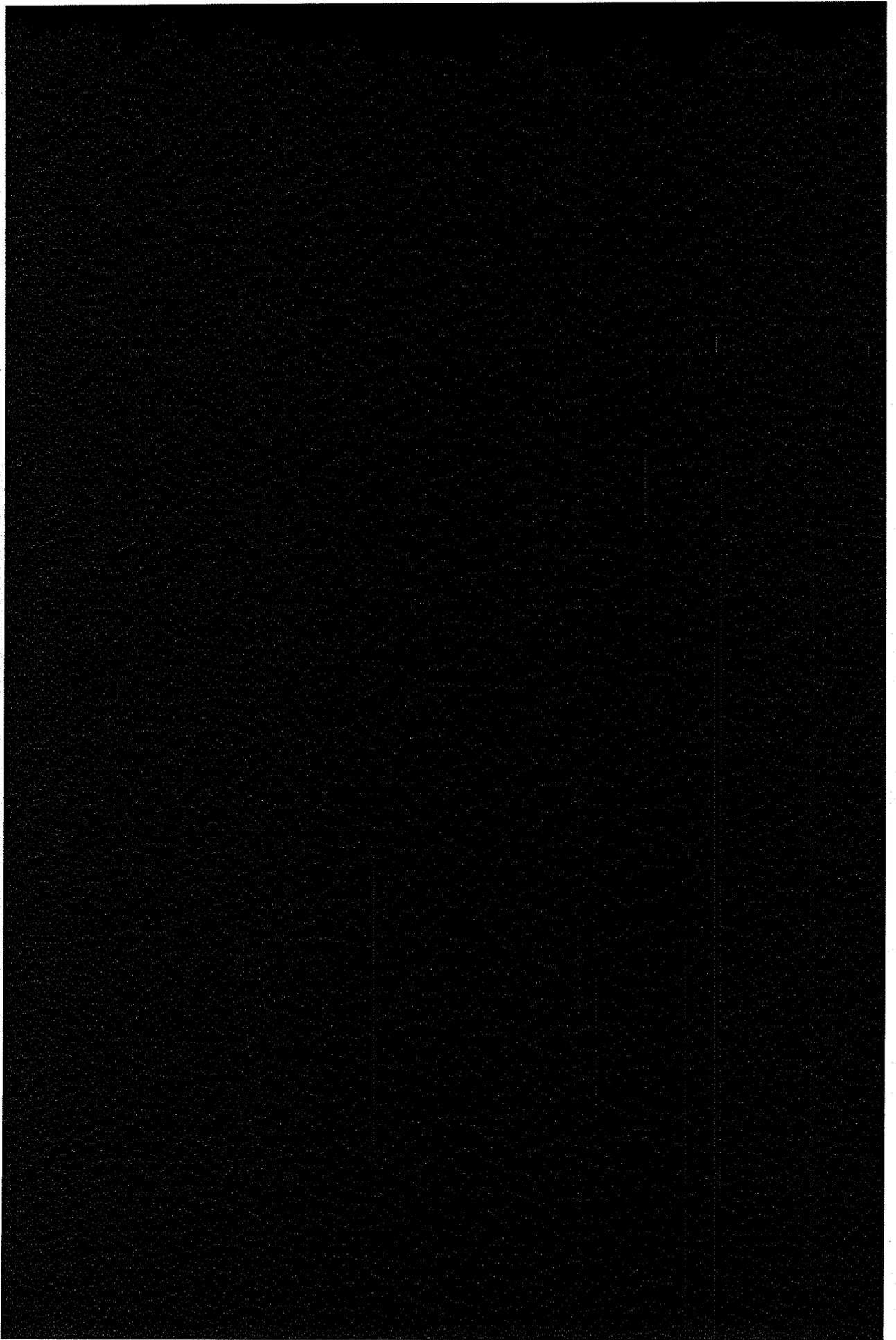
【国内株式・外国株式】

超過収益率(累積)

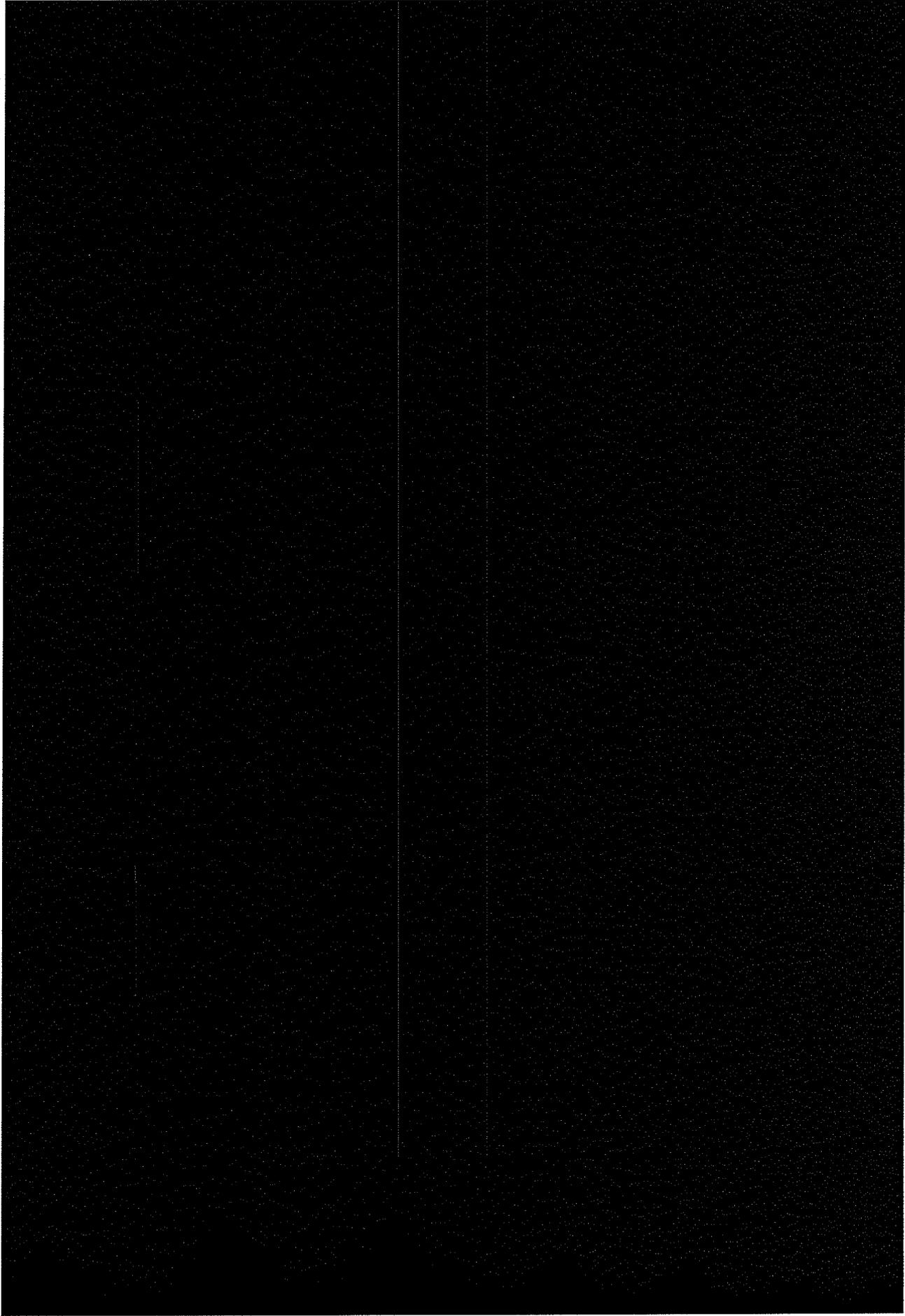


資産種別	【参考】超過収益率(月率)													
	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	1月	2月	3月	
国内債券				0.02%										
国内株式				-0.04%										
外国債券				0.01%										
外国株式				-0.09%										

■
(5) アクティブ運用受託機関対ベンチマーク超過収益率分布



■ (5) アクティブ運用受託機関対ベンチマーク超過収益率分布



「リスク管理状況等の報告」に係る用語の解説

- **NOMURA-BPI「除くABS」**
野村証券金融市場調査部が作成・発表している国内債券市場の代表的なベンチマークの一つ。
- **NOMURA-BPI国債**
野村証券金融市場調査部が作成・発表している国債のベンチマーク。
- **NOMURA-BPI/GPIF Customized**
管理運用法人がキャッシュアウト等対応ファンドに移管し、満期まで保有することとした公募利付債について、野村証券金融市場調査部が投資収益率を指数化したベンチマーク。
- **TOPIX (配当込み)**
東京証券取引所が作成・発表している国内株式の代表的なベンチマーク。
- **シティ世界国債インデックス (除く日本、ヘッジなし・円ベース)**
シティグループ・グローバル・マーケット・インクが作成・発表している世界国債のベンチマークであり、時価総額につき一定基準を満たす国の国債について、投資収益率を指数化したもの。
- **シティ世界BIG債券インデックス (除く日本円、ヘッジなし・円ベース)**
シティグループ・グローバル・マーケット・インクが作成・発表している世界債券のベンチマークである。国債に加え、米ドル、ユーロ及び英ポンドについては政府機関債、担保付証券及び社債を含んでいる。
- **MSCI KOKUSAI (円ベース、配当込み、管理運用法人の配当課税要因考慮後)**
MSCI Incが作成する日本を除く先進国で構成された世界株指数。管理運用法人が管理運用する外国株式に係る配当については、日本政府と各国政府の租税条約等に基づき、非課税・軽減税率等が適用されており、運用パフォーマンスをより適切に評価する観点から、平成22年4月より、従来の配当課税前指数(GROSS)から、管理運用法人の配当課税要因考慮後指数に変更した。

- MSCI EMERGING MARKETS (円ベース、配当込み、税引き後)
MSCI Incが作成する新興国で構成されたベンチマーク。
- MSCI ACWI (除く日本、円ベース、配当込み、管理運用法人の配当課税要因考慮後)
MSCI Incが作成する日本を除く先進国及び新興国で構成された世界株指数。
- 推定リスク
分析ツール (モデル) 等により推計した将来リタンの標準偏差を意味する。ベンチマークの推定リスクは、ベンチマークにかか
る推定リスクであり、実績ポートフォリオの推定リスクは、当法人が実際に運用しているポートフォリオにかかると推定リスクである。
- トラッキングエラー
基準とするベンチマーク収益率 (市場平均収益率) に対するポートフォリオの収益率の超過収益率の標準偏差を意味する。トラッ
キングエラーが大きいうことは、ポートフォリオがベンチマークに対してリスクを大きくとっていることを示す。
推定トラッキングエラーは、分析ツール (モデル) により、分析時点におけるポートフォリオのトラッキングエラーを推計したも
のである。また、実績トラッキングエラーは、過去60ヶ月のポートフォリオの実績収益率のベンチマークの実績収益率に対する超
過収益率の標準偏差である。
- 修正デュレーション
債券価格の金利感応度。デュレーションが大きいうことは、金利リスクが大きいうことを示す。
- 実効デュレーション
債券価格の金利感応度。債券に期限前償還等のオプションが附随している場合に、その影響も含めて債券価格の金利感応度を推計
したものの。

○ ILLIQ

株式市場の流動性を示す指標。価格変化の絶対値を売買代金で除したものであり、高い値は流動性の低さを示す。月次ILLIQは、日次ILLIQの月次平均値。市場全体の月次ILLIQは、個別銘柄の月次ILLIQを時価ウェイトで加重平均したもの。

$$\text{市場全体の } t \text{ 月の } ILLIQ_t = \sum_{j=1}^{N_t} w_j \left(\frac{1}{D_{jt}} \sum_{d=1}^{D_{jt}} \frac{|r_{j,t,d}|}{V_{j,t,d}} \right)$$

N_t : 市場全体の銘柄数 w_j : 銘柄 j の当月初の時価ウェイト $D_{j,t}$: 銘柄 j について t 月に売買が成立した日数 $r_{j,t,d}$: d 営業日の日次リターン
 $V_{j,t,d}$: d 営業日の売買金額

○ IR (インフォメーションレシオ)

ポートフォリオのベンチマークに対する超過収益率をトラッキングエラー（超過収益率の標準偏差）で割った比率。インフォメーションレシオは、ポートフォリオのベンチマーク収益率に対する超過収益率がプラスの値で安定的に推移する程高い数値になるので、アクティブ運用の能力の高さを示す数値とされている。

