

年金積立金管理運用独立行政法人について

平成23年11月21日（月）

年金積立金管理運用独立行政法人

Government Pension Investment Fund

目	次
年金積立金管理運用独立行政法人(GPIF)の概要①	1
年金積立金管理運用独立行政法人(GPIF)の概要②	2
基本ポートフォリオ	3
分散投資の考え方	4
基本ポートフォリオの策定プロセス(第1期)	5
運用受託機関の構成(マネジャー・ストラクチャー)	6
運用受託機関構成の見直し・選定	7
運用受託機関の選定手続・評価基準	8
運用受託機関の管理及び評価	9
運用委託手数料について	10
株主議決権行使状況	11
キャッシュアウトへの対応	12
GPIFにおける運用状況	13
年金積立金の自主運用開始以来の運用実績	14
長期的な目標運用利回りとの比較	15
今後の運用に当たっての主要課題	16・17

年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）の概要①

- 設立年月日 平成18年4月1日（根拠法：年金積立金管理運用独立行政法人法）
- 役職員 理事長 三谷 隆博 理事 1名、 監事 2名
職員71名（平成23年4月1日現在）
- 事業の概要 厚生労働大臣から寄託を受けた年金積立金の管理・運用
- 運用方法 民間運用機関（信託銀行及び投資顧問会社）に運用を委託しているほか、 国内債券の一部を自家運用している。
- 運用委員会 ・中期計画及び業務方法書の審議、法人が行う年金積立金の管理運用業務の実施状況の監視等を任務とする委員会（年金積立金管理運用独立行政法人法第15条）
・委員は、経済・金融の専門家等の学識経験者から厚生労働大臣が任命

運用委員（五十音順、敬称略）

※平成23年4月1日現在

稲葉 延雄 株式会社リコー取締役専務執行役員
リコー経済社会研究所所長

臼杵 政治 名古屋市立大学大学院経済学研究科教授
小幡 績 慶應義塾大学大学院経営管理研究科准教授
佐藤 久恵 日産自動車株式会社財務部主管
チーフインベストメントオフィサー

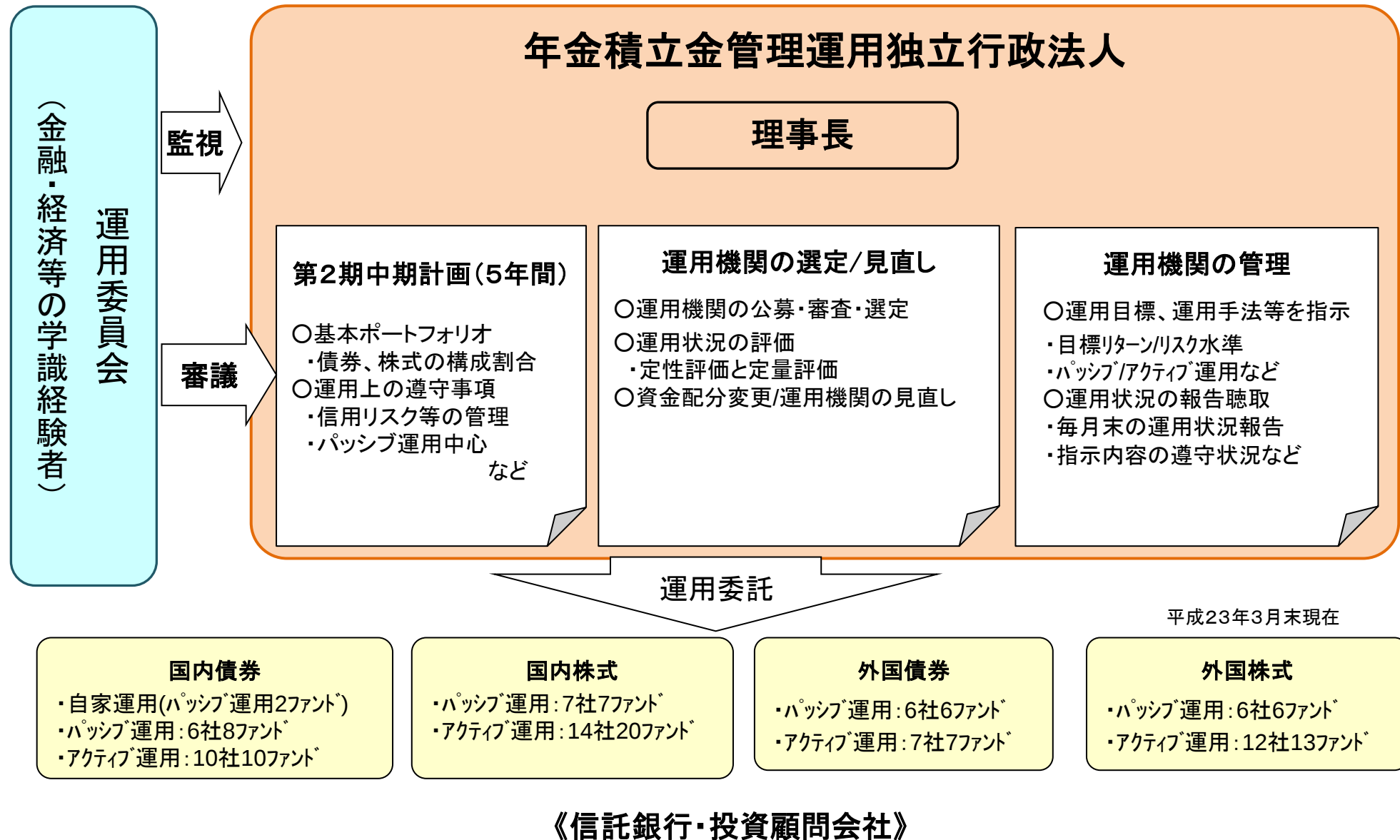
村上 正人 株式会社みずほ年金研究所専務理事
◎：委員長 ○：委員長代理

◎植田 和男 東京大学大学院経済学研究科・経済学部教授

○宇野 淳 早稲田大学大学院ファイナンス研究科教授
草野 忠義 財団法人連合総合生活開発研究所理事長
能見 公一 株式会社産業革新機構代表取締役社長

山崎 敏邦 JFEホールディングス株式会社監査役

年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）の概要②



基本ポートフォリオ

第2期中期目標

「この運用目標は、暫定的なものであることに留意し、安全・効率的かつ確実を旨とした資産構成割合を定め、これに基づき管理を行うこと。その際、市場に急激な影響を与えないこと。」



第1期中期計画における基本ポートフォリオについて、更新したリスク・リターンデータを用い、引き続き安全・効率的かつ確実であることを検証し、確認。



第1期中期計画における基本ポートフォリオを第2期中期計画における基本ポートフォリオとして策定
(平成22年3月 厚生労働大臣より認可)

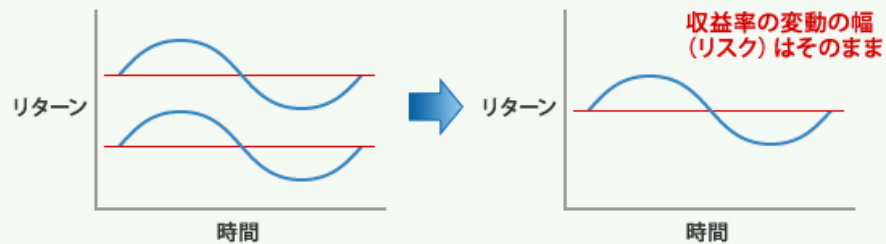
	国内債券	国内株式	外国債券	外国株式	短期資産
資産構成割合	67%	11%	8%	9%	5%
乖離許容幅	±8%	±6%	±5%	±5%	—

分散投資の考え方

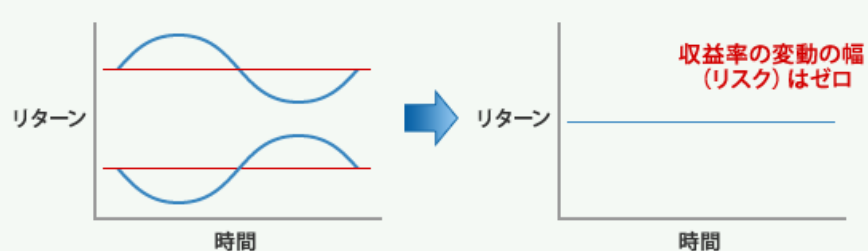
- 債券や株式のように、特性の異なる複数の資産に分散して投資を行うことにより、長期的にリスク（収益率の変動幅）水準を抑制できることが、これまでの国内外の経験則や投資理論で明らかにされている。
- このため、国内債券を中心としつつ、国内外の株式等を一定割合組み入れた分散投資を行うことにより、国内債券で全額運用する場合と同程度のリスク水準で、期待収益率を引き上げることができる。

分散投資効果

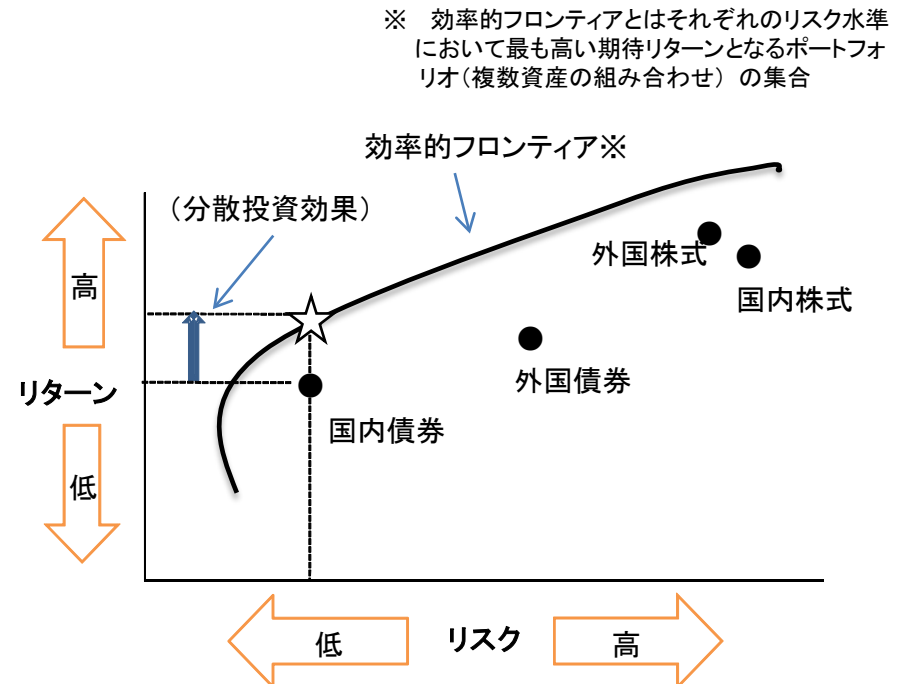
例1 収益率が全く同じ動きをする資産の組合せ



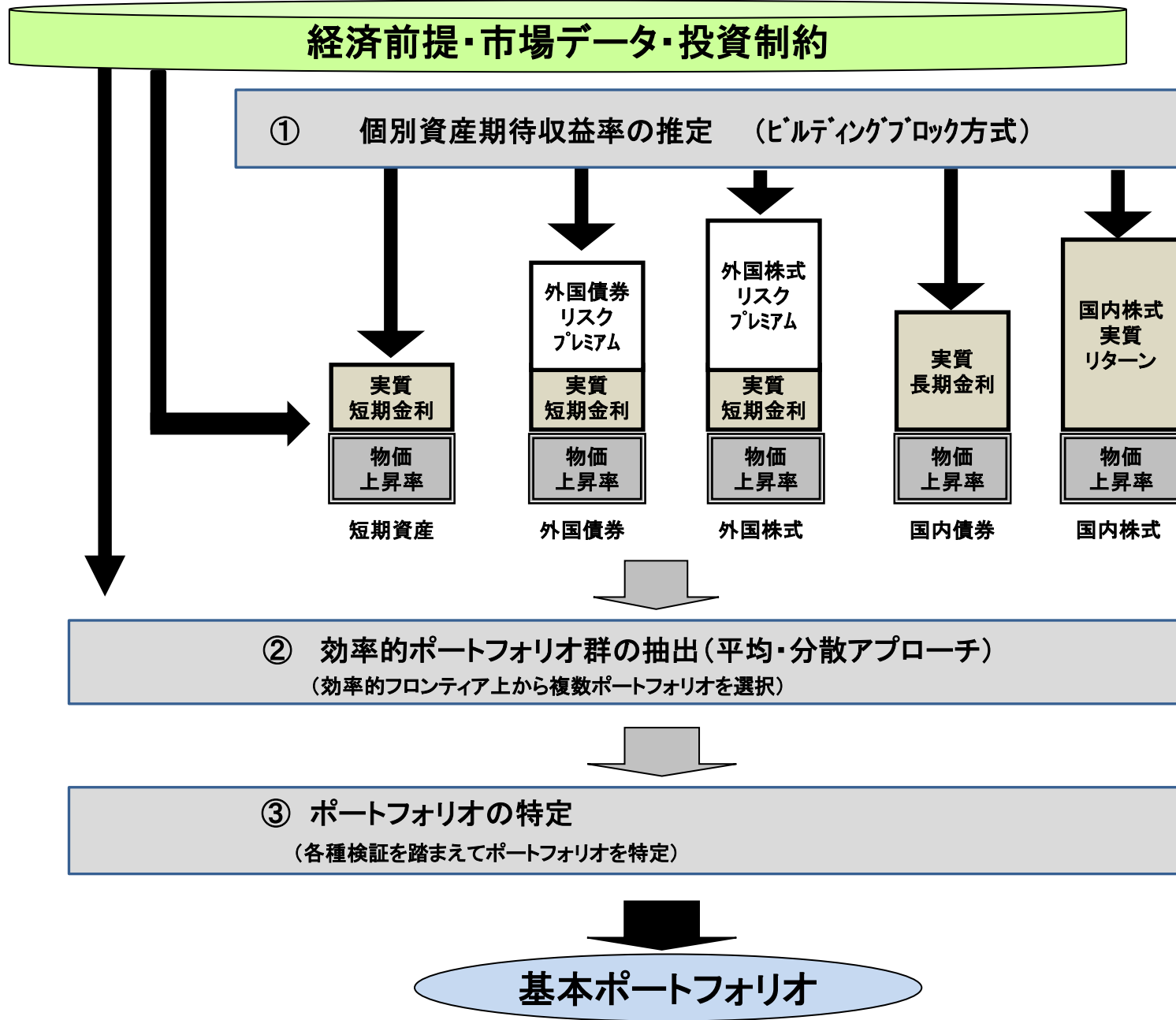
例2 収益率が逆の動きをする資産の組合せ



分散投資効果によるリターンの向上



基本ポートフォリオの策定プロセス（第1期）



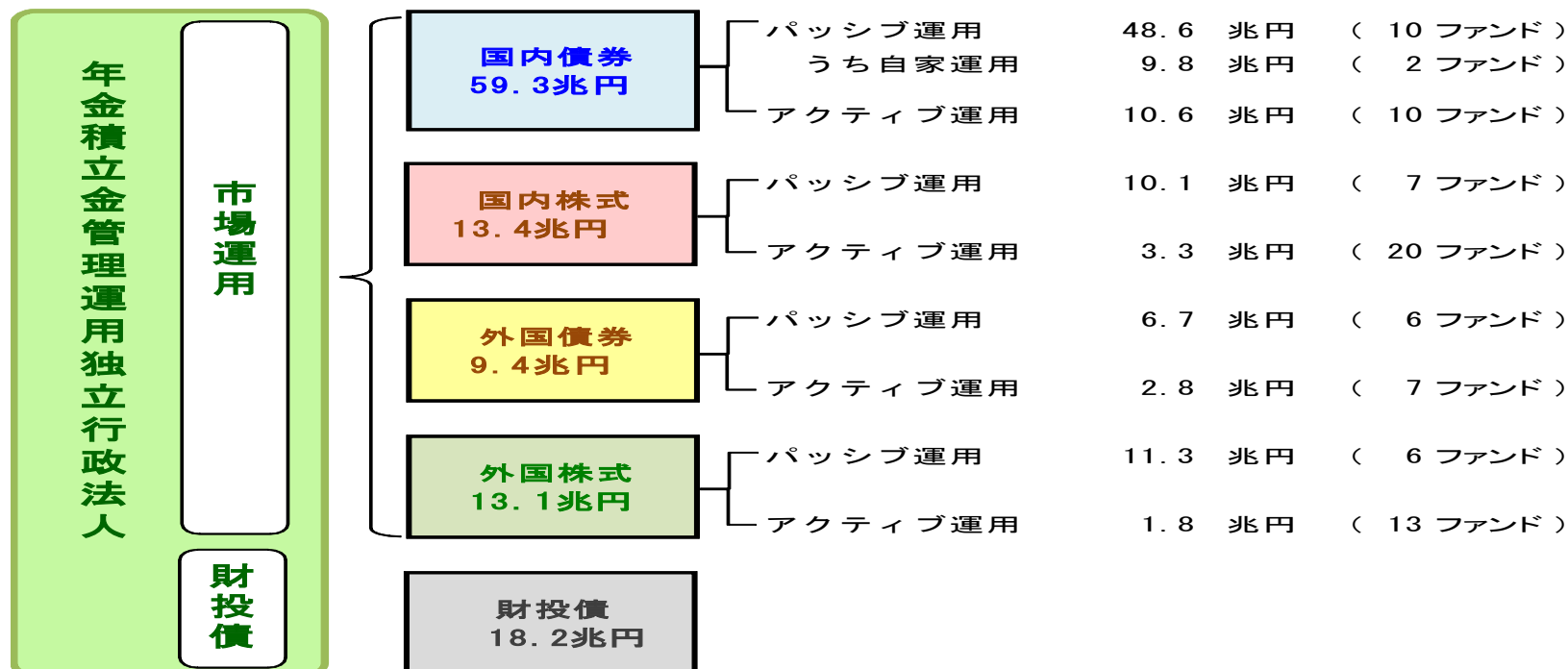
運用受託機関の構成（マネジャー・ストラクチャー）

◇ 各資産とも、パッシブ運用を中心に運用を行い、平成22年度末のパッシブ・アクティブの割合は次のとおり、約7～9割のパッシブ運用となっている。（平成23年3月末）

（単位：％）

	国内債券	国内株式	外国債券	外国株式	合計
パッシブ	82.05	75.26	70.62	86.23	78.13
アクティブ	17.95	24.74	29.38	17.33	21.87

運用スタイル別内訳



運用資産合計116.3兆円* （平成23年3月末）

*短期資産を含む。

（注）四捨五入のため、各資産の内訳の合算は各資産合計と必ずしも一致しません。

運用受託機関構成の見直し・選定

運用受託機関構成の見直し

◆運用受託機関構成(マネジャー・ストラクチャー)
の見直しは、原則として3年毎に行うこととしている。

短期間の運用実績で運用機関の運用能力を評価する場合、短期的な市場動向の影響を強く受けることから、少なくとも3年以上の期間を経過した段階で評価を行うことが適切と考えている。

◆運用受託機関構成の見直し状況

平成18年度	外国債券アクティブ運用	(新規2ファンド、既存5ファンド、解約2ファンド)
平成19年度	国内株式アクティブ運用	(新規10ファンド、既存11ファンド、解約4ファンド)
平成20年度	外国株式アクティブ運用	(新規11ファンド、既存3ファンド、解約9ファンド)
平成21年度～22年度	(平成21年度に公募を実施、平成22年度に選定)	
	外国債券パッシブ運用	(新規3ファンド、既存3ファンド、解約1ファンド)
	外国株式パッシブ運用	(新規2ファンド、既存4ファンド、解約2ファンド)

運用受託機関の選定

◆年金積立の運用を受託するために必要な認可や
年金資産の運用残高等、満たすべき要件を設定

公募

評価事項

- 投資方針
- 運用プロセス
- コンプライアンス
- 組織・人材
- 事務処理体制
- 運用委託手数料

総合評価結果及び運用受託機関構成を勘案

選定

運用受託機関の選定手続・評価基準

第1次審査

◇ 応募した運用機関の提出書類に基づき、第2次審査対象の運用機関を選定

- ・ 関係法令上の認可等の公募要件
- ・ 運用資産残高及び運用実績

第2次審査

◇ ヒアリング対象先…新規応募の運用機関及び既存運用受託機関

◇ ヒアリング事項（投資方針、運用プロセス、組織・人材、コンプライアンス、事務処理体制等）

◇ ヒアリングの結果を踏まえ、運用手数料を除く総合評価及び運用受託機関構成を勘案し、第3次審査対象の運用機関を選定

第3次審査

◇ 第2次審査を通過した新規応募の運用機関及び既存運用受託機関について、現地におけるヒアリングを実施（運用哲学やプロセスが投資判断を行うファンド・マネージャー等に共有され、理解されているか等を確認。）

◇ ヒアリングの結果を踏まえ、運用手数料を含む総合評価及び運用受託機関構成を勘案し、運用機関を選定

評価基準

投資方針

- ・ 投資方針が管理運用法人の方針と合致した形で、かつ、明確にされているか。

運用プロセス

- ・ 運用方針と整合が取れた運用プロセスが構築されているか。
- ・ 付加価値の追求方法（パッシブ運用機関にあっては、総取引費用の最小化等による収益の確保にも配慮しつつ、できる限りベンチマークに追随する手法。アクティブ運用機関にあっては超過収益の追求方法。）が合理的であり、有効と認められるか。
- ・ 運用リスクを客観的に認識しているか。与えられたベンチマークからの乖離度の把握等リスク管理が適切に行われているか。

組織・人材

- ・ 投資方針が組織の中で徹底されているか。意思決定の流れや責任の所在は明確か。
- ・ 経験を有するマネージャー等が十分に配置されているか。リスクの管理体制が確立されているか。

コンプライアンス

- ・ 法令等の遵守についての内部統制体制が整備されているか。

事務処理体制

- ・ 運用実績を報告する体制等が十分に整備されているか。

株主議決権行使の取組（株式の場合のみ）

- ・ コーポレートガバナンスの重要性を認識し、議決権行使の目的が長期的な株主利益の最大化を目指すものであることを踏まえて、行使基準が整備され株主議決権行使等の取組を適切に行っているか。

運用手数料

※ 運用受託機関については、運用委員会で審議の上、選定。

運用受託機関の管理及び評価

運用受託機関の管理

◇定期ミーティング・ リスク管理ミーティング

※ リスク管理ミーティングにおいては、年度の総合評価が一定水準以下の運用受託機関等について、運用状況、リスク管理状況等を確認

◇月次報告 ・運用実績 ・リスクの状況

◇随時ミーティング

※ 運用上の問題が発生した運用受託機関について、緊急にミーティングを実施し投資行動及びリスク管理状況等を確認

◇運用実績、リスクの 状況の問題点を確認。

◇ガイドラインの遵守 状況を確認。

◇警告 ◇資金配分停止 ◇資金回収 ◇解約等

◇金融監督当局による 処分

運用受託機関の評価(平成22年度)

◇総合評価(対象ファンド数) (パッシブ運用受託機関 26ファンド) (債券アクティブ運用受託機関 17ファンド) (株式アクティブ運用受託機関 32ファンド)

◇定性評価 運用スタイルの根拠等の投資方針、戦略決定等の運用 プロセス、組織・人材等

◇定量評価 パッシブ運用...超過収益率とトラッキングエラー(注1) アクティブ運用...超過収益率とインフォメーション・レシオ(注2)

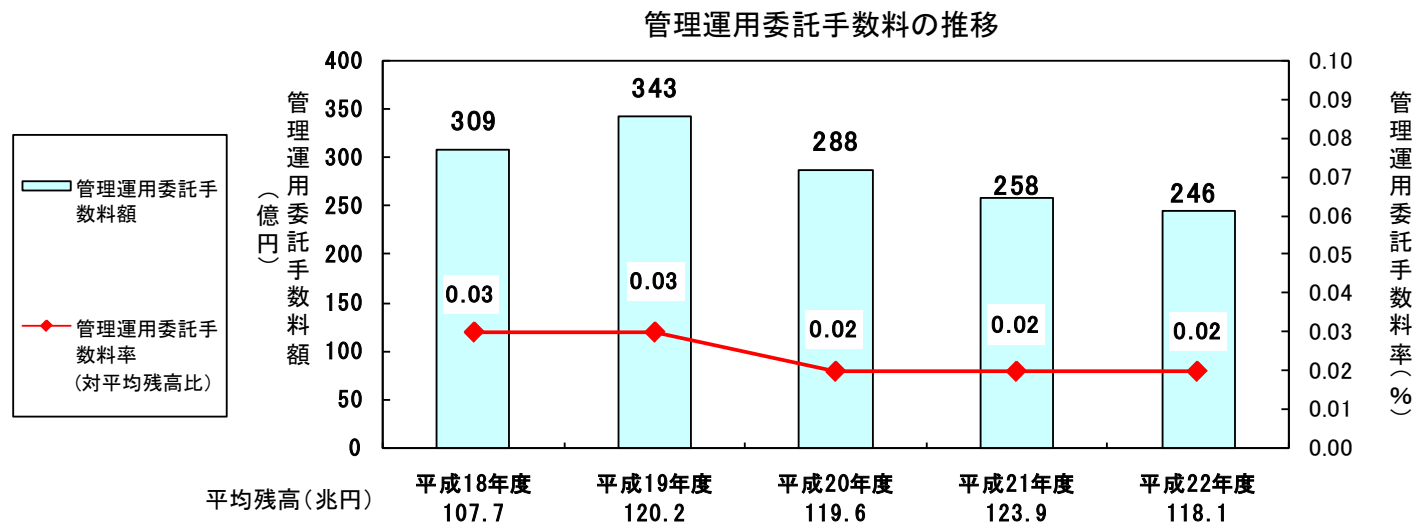
(注1) 超過収益率の標準偏差
(注2) 超過収益率/トラッキングエラー

◇総合評価結果及び対応

評価が一定水準に達していない運用受託機関について、一部資金回収及び資金配分停止

運用委託手数料について

○GPIFの運用委託手数料の推移



○運用委託手数料率

	2006年	2007年	2008年	2009年	2010年
米国公的年金基金	0.29%	0.30%	0.38%	0.36%	0.46%
米国企業年金基金	0.39%	0.40%	0.46%	0.49%	0.50%
GPIF	0.03%	0.03%	0.02%	0.02%	0.02%

(注1) 米国年金基金の数値は、Greenwich Associates社の調査によるものである。

(注2) 米国年金基金は、50億ドル以上の資産規模の基金の平均である。

(注3) GPIFの数値は、平均残高に対する委託手数料額の割合である。

(注4) 米国年金基金は暦年ベース、GPIFは年度ベースである。

株主議決権行使状況

◇運用受託機関の議決権行使の取組に関する管理・評価

○民間企業の経営に影響を及ぼさないよう配慮し、個々の議案に対する判断を管理運用法人として行わない

○運用受託機関において、議決権行使ガイドラインを策定し、その策定状況、議決権行使状況を管理運用法人が管理・評価することとした上で、株主議決権の具体的な行使は運用受託機関に委ねる

※「コーポレートガバナンスの重要性を認識し、議決権行使の目的を長期的な株主利益の最大化を目指すものとする」ことを運用受託機関に明示

管理運用法人

運用ガイドラインの策定

議決権行使ガイドラインの内容確認

運用受託機関の議決権行使状況の管理

運用受託機関の議決権行使の取組に関する評価

提示

提示

報告

指摘

運用受託機関

議決権行使ガイドラインの策定

ガイドラインに基づく議決権行使

議決権状況報告書の作成

指摘に対する改善

◇平成22年度の評価

議決権行使の取組に関する管理

議決権行使の方針
(ガイドライン)の提出

行使状況報告
(国内株式及び外国株式
の運用受託機関)

議決権行使ミーティングの実施

議決権行使の取組に関する評価

ガイドラインの整備状況

行使体制

行使状況

・議決権行使の取組は、各運用受託機関とも、概ね良好

・議決権行使の状況について、一部の運用受託機関は改善の必要性が認められ、その運用受託機関に対しては、個別に改善を求めた。

キャッシュアウトへの対応

- 旧資金運用部に預託されていた年金積立金は年金特別会計へ順次償還され、年金給付等に用いられる一部を除いて厚生労働大臣から当法人に寄託され運用を実施。
- 平成20年度末に預託金の償還が完了したことに伴い、平成21年度以降は、年金特別会計の収支不足を補うために、寄託金償還を行うこととなり、当法人の運用資産の取り崩し(キャッシュアウト)が必要となっている。
- キャッシュアウトについては、市場に影響を与えずに利用可能な財投債満期償還金を活用。また、市場運用資産から回収する場合には、市場の価格形成等に配慮して時期を分散して回収するなどの措置を実施。

	21年度	22年度	23年度
キャッシュアウト額	約3.9兆円	約6.2兆円	約6.1兆円

(注)キャッシュアウト額は、寄託金償還額のほか新規寄託金、財政融資資金借入金償還・利払い額、国庫納付金を加味した額である。
なお、21、22年度は実績額、23年度は第3次補正予算案(新規寄託金、国庫納付金は実績)である。

GP I Fにおける運用状況

- 平成22年度の運用状況は、国内株式及び外国債券がマイナスとなったことから、収益率はマイナス0.25%、収益額はマイナス2,999億円となった。
- 平成23年度第1四半期の運用状況は、国内債券がプラスとなったこと等から、収益率(期間率)はプラス0.21%、収益額は、プラス2,400億円となった。

①収益率

	22年度					23年度
	第1四半期	第2四半期	第3四半期	第4四半期	年度	第1四半期
運用資産全体の収益率	-2.94%	1.53%	0.62%	0.69%	-0.25%	0.21%
国内債券(市場運用)	2.29%	1.10%	-0.81%	-0.61%	1.95%	1.11%
国内株式	-13.93%	-0.63%	8.71%	-2.17%	-9.04%	-2.06%
外国債券	-7.51%	2.29%	-5.97%	4.47%	-7.06%	0.40%
外国株式	-17.43%	8.34%	5.55%	8.23%	2.18%	-1.81%
財投債	0.33%	0.34%	0.35%	0.35%	1.37%	0.35%

②収益額

(単位: 億円)

	22年度					23年度
	第1四半期	第2四半期	第3四半期	第4四半期	年度	第1四半期
運用資産全体の収益額	-35,898	17,725	7,193	7,981	-2,999	2,400
国内債券(市場運用)	14,182	6,889	-5,096	-3,690	12,284	6,513
国内株式	-20,548	-804	10,983	-2,973	-13,342	-2,764
外国債券	-7,617	2,148	-5,731	4,032	-7,167	377
外国株式	-22,605	8,813	6,357	9,950	2,516	-2,364
財投債	686	677	673	657	2,693	632

年金積立金の自主運用開始以来の運用実績

○年金積立金の自主運用を開始した平成13年度から22年度までの累積収益額は、11兆3,894億円。

①収益率

	13年度	14年度	15年度	16年度	17年度	18年度	19年度	20年度	21年度	22年度	10年間 (年率換算)
運用資産全体の収益率	-1.80%	-5.36%	8.40%	3.39%	9.88%	3.70%	-4.59%	-7.57%	7.91%	-0.25%	1.20%
国内債券(市場運用)	0.87%	4.19%	-1.82%	2.13%	-1.40%	2.18%	3.31%	1.35%	1.98%	1.95%	1.46%
国内株式	-17.05%	-25.41%	50.30%	1.64%	50.14%	0.47%	-27.97%	-35.55%	29.40%	-9.04%	-2.46%
外国債券	6.20%	15.23%	0.20%	11.42%	7.71%	10.19%	-0.32%	-6.75%	1.32%	-7.06%	3.76%
外国株式	3.67%	-32.23%	23.76%	15.43%	28.20%	17.50%	-17.10%	-43.21%	46.11%	2.18%	0.61%
財投債	1.13%	0.89%	0.83%	0.90%	0.93%	1.01%	1.10%	1.18%	1.26%	1.37%	1.06%

②収益額

(単位: 億円)

	13年度	14年度	15年度	16年度	17年度	18年度	19年度	20年度	21年度	22年度	10年間累積
運用資産全体の収益額	-5,874	-24,530	48,916	26,127	89,619	39,445	-55,178	-93,481	91,850	-2,999	113,894
国内債券(市場運用)	1,397	6,372	-3,452	6,415	-4,832	8,701	17,165	8,700	12,279	12,284	65,029
国内株式	-10,174	-20,452	39,869	2,119	63,437	889	-53,323	-50,613	33,510	-13,342	-8,080
外国債券	545	2,882	-105	5,222	4,843	8,002	-483	-6,213	1,315	-7,167	8,841
外国株式	1,931	-14,680	10,912	10,087	23,348	18,804	-21,765	-48,547	41,824	2,516	24,428
財投債	690	1,347	1,691	2,284	2,824	3,042	3,222	3,189	2,912	2,693	23,893

③運用資産額

(単位: 兆円)

	13年度	14年度	15年度	16年度	17年度	18年度	19年度	20年度	21年度	22年度
期末運用資産額	38.6	50.2	70.3	87.2	102.9	114.5	119.9	117.6	122.8	116.3

長期的な目標運用利回りとの比較

- 現行の基本ポートフォリオは、平成16年財政再計算（推計初年度：平成15年度）における年金積立金全体の長期的な運用利回りを踏まえて策定された第1期中期計画の基本ポートフォリオについて、これを引き続き第2期中期計画の基本ポートフォリオとして定めたもの。長期的な運用利回りは、名目賃金上昇率プラス1.1%とされている。
- 推計初年度以降8年間の名目賃金上昇率は－0.55%（年率）。上記財政再計算に沿った名目運用利回りは0.54%となるが、管理運用法人の名目運用利回りは2.43%であり、これを上回る結果となっている。

（単位：％）

	15年度	16年度	17年度	18年度	19年度	20年度	21年度	22年度	8年間 （年率）
財政再計算上の実質的な運用利回り	1.10	1.10	1.10	1.10	1.10	1.10	1.10	1.10	1.10
名目賃金上昇率（実績）	-0.27	-0.20	-0.17	0.01	-0.07	-0.26	-4.06	0.68	-0.55
財政再計算に沿った名目運用利回り	0.83	0.90	0.93	1.11	1.03	0.84	-3.00	1.79	0.54
管理運用法人の名目運用利回り	8.40	3.39	9.88	3.70	-4.59	-7.57	7.91	-0.25	2.43

（注1）厳密に言えば、「平成16年財政再計算上の実質的な運用利回り（1.1%）」は、21年度以降の期間について設定されているものであり、15年度から20年度は移行期としてより低い利回り（賃金上昇率＋0.3%～＋0.8%）が設定されている。この移行期の利回りと比較すれば、利回り差はより大きくなるが、ここでは長期的な観点からの比較のため＋1.1%としている。

（注2）名目賃金上昇率については、平成15年度から21年度は厚生労働省「平成21年度年金積立金運用報告書」より、22年度は厚生労働省より入手。

（注3）財政再計算に沿った名目運用利回りは $\{(1 + \text{実質的な運用利回り}/100) \times (1 + \text{名目賃金上昇率}/100) - 1\} \times 100$ で算出。

（注4）管理運用法人の名目運用利回りは、運用手数料等控除前。

（注5）8年間（年率）は、各年度の幾何平均（年率換算）。

今後の運用に当たっての主要課題

1. 財政検証の経済前提

- 足下から長期にわたって市場環境に立脚して設定することが必要。

2. 運用利回り

- 長期的には、伝統的資産のリターンと賃金上昇率にはある程度の相関が見られることから、「賃金上昇率 $+\alpha$ 」という運用利回りと整合的な基本ポートフォリオの構築は可能。

- 「金利 $+\alpha$ 」については、①金利変動と債券の時価は逆方向の動きをすること、②金利は名目でマイナスとならない一方、債券リターンはマイナスになりうること等、に留意が必要。

(注) 賃金上昇率と国内債券・国内株式のリターンの相関(1973~2010)

下表のように1年間の相関係数※でみると、賃金上昇率と国内債券・国内株式のリターンの相関は小さいが、5年平均でみると相関は大きくなり、特に国内債券では強い相関がみられる。

	国内債券	国内株式
1年	0.245	-0.023
3年平均	0.501	0.219
5年平均	0.743	0.412

※ 相関係数は-1から+1の間で示される

相関係数が-1 $\Rightarrow$ 全く逆の動きをする
相関係数が 0 $\Rightarrow$ 全く関係のない動きをする
相関係数が+1 $\Rightarrow$ 全く同じ動きをする

今後の運用に当たっての主要課題

3. リスクの考え方

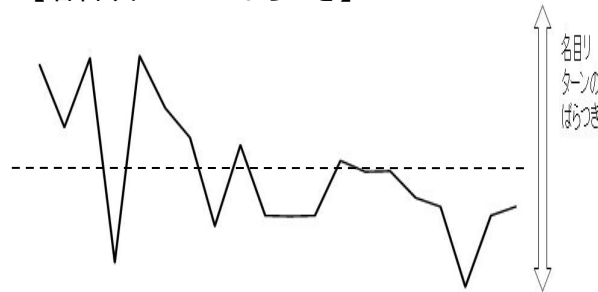
- 目標運用利回りとリスクの考え方は一体的に検討することが必要。
- 運用利回りの目標が「賃金上昇率+ α 」の場合は、リスクについても、その目標と整合的な尺度（例：名目賃金上昇率に対する実質的なリターンのばらつき）を考慮することが必要。

（注）「リスク」は、一般的には「良くないことの起こる可能性」という意味で使われるが、資産運用では、運用による収益率（リターン）のばらつき（標準偏差）で示されるのが一般的。

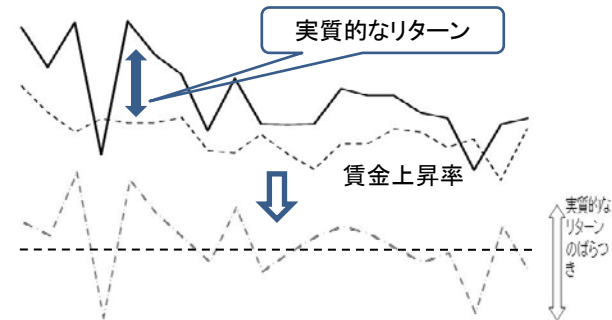
GPIFの基本ポートフォリオの「リスク」については、これまで名目リターンのばらつき（標準偏差）で示していたが、「リスク」について「賃金上昇率+ α 」という運用利回りの目標と整合的な尺度を考慮する場合は、実質的なリターン（名目リターン－賃金上昇率）のばらつき（標準偏差）等で示すことを考慮することが必要になるのではないかと考えられる。

（仮想データによる例）

【名目リターンのばらつき】



【実質的なリターンのばらつき】



4. キャッシュアウトへの対応

- 平成22年度には6兆円を超えるキャッシュアウトを実施。
- 当面の間、年間数兆円にも及ぶキャッシュアウトが見込まれる場合、長期的観点からの効率的運用を確保しつつ、市場への影響を回避しキャッシュアウトが安定的に実施できる仕組みを中期目標等において整備することが必要。