

令和元事業年度業務実績評価書 (主務大臣評価(案))説明資料

令和元年度業務実績評価（案）

| 項目 | 自己評価 | 大臣評価（案） | 評価書頁 |
|------------------------------------|------|---------|---------|
| I. 国民に対して提供するサービスその他の業務の質の向上に関する事項 | | | |
| I 年金積立金の管理及び運用業務 | B | A | P5 |
| I-1 管理・運用の基本的な方針、運用の目標 [重点化項目] | B | B | P6-21 |
| I-2 リスク管理 [重点化項目] | B | A | P22-31 |
| I-3 運用手法、運用対象の多様化、株式運用における考慮事項 | A | A | P32-42 |
| I-4 透明性の向上 [重点化項目] | A | A | P43-50 |
| I-5 基本ポートフォリオ等 | B | A | P51-58 |
| I-6 管理及び運用に関し遵守すべき事項 | A | A | P59-69 |
| I-7 管理及び運用能力の向上 | B | B | P70-74 |
| I-8 調査研究業務 | B | B | P75-81 |
| II. 業務運営の効率化に関する事項 | | | |
| II-1 効率的な業務運営体制の確立 | B | B | P82-85 |
| II-2 業務運営の効率化に伴う経費節減、契約の適正化 | B | B | P86-92 |
| III. 財務内容の改善に関する事項 | | | |
| III-1 財務内容の改善に関する事項 | B | B | P93-94 |
| IV. その他事項 | | | |
| IV-1 その他業務運営に関する重要事項 | B | B | P95-114 |
| 総合評定 | - | B | |

| 評価項目 | 評価(案) |
|---|--|
| <p>I-1 管理・運用の基本的な方針、運用の目標 [重点化項目]</p> <p>評価案: B</p> | <p><評定に至った理由> 自己評価書の「B」との評価結果が妥当であることを確認できた。</p> <p><指摘事項、業務運営上の課題及び改善方策> 長期金利が極めて低い水準にあるなど運用環境が厳しい状況が続くと見込まれる中で、市場動向等を的確に把握し、適切なリスク管理を行いつつ、中期目標が定める運用目標の達成に向けて取り組むことが望まれる。</p> |
| <p>I-2 リスク管理 [重点化項目]</p> <p>評価案: A</p> | <p><評定に至った理由> 中期目標においては、年金積立金の管理及び運用におけるリスク管理について、分散投資による運用管理を行うこと、資産全体、各資産、各運用受託機関及び各資産管理機関等の各種リスク管理を行うこととしている。 法人においては、「年金財政上必要とされている長期的な収益が得られないリスク」を重視し、長期の運用実績の大半が基本ポートフォリオによって決まるとされていることを踏まえ、<u>基本ポートフォリオに基づく運用リスク管理を基本としつつ、短期のリスク指標についても「年金財政上必要とされている長期的な収益が得られないリスク」を最小化する観点から複眼的なモニタリングを実施したほか、令和元年度には、VaRレシオ(実績ポートフォリオのバリュエーション・アット・リスクを基本ポートフォリオのバリュエーション・アット・リスクで除した値)を新たなリスク指標として導入する等により、運用資産全体についてリスク管理を強化したことは高く評価できる。</u> また、令和元年度は、<u>一時的な影響だけでなく中長期の影響を重点的に分析したストレステストを複数のシナリオで実施し、その結果を基本ポートフォリオの公表に併せて開示した。これは長期的な観点からのリスク管理の強化のみならず運用リスク管理に関する開示情報の充実の観点からも高く評価できる。</u> このように複眼的・多角的な運用リスク管理の強化を行っていることに加え、令和元年度は、資産管理機関の複数化(資産クラス内で複数の資産管理機関を利用)の拡大により、一層のリスク低減を実現している。 <u>オルタナティブ投資についても、オルタナティブ資産固有のリスクを踏まえ、法人全体のリスク管理部門とオルタナティブ投資担当部門の緊密な連携、パフォーマンス管理指標を含む定量データのモニタリング方法の整理等により、リスクをより適切に管理するための取組を実施している。</u> 中期目標において「リスク管理」は年金事業の運営の安定のための主要な役割を果たすことから重要度が高いとしているところ、<u>法人が運用リスク管理の強化・高度化を実現していることは高く評価できる。</u> 以上を踏まえれば、所期の目標を上回って達成しており、「A」と評価する。</p> <p><指摘事項、業務運営上の課題及び改善方策> リスク管理に関する専門性の向上を図り、リスク管理担当部署を中心に法人内関係部署間で連携しながら、運用受託機関等の分析等も活用して、リスク管理の一層の強化に取り組むことが望まれる。</p> |

| 評価項目 | 評価(案) |
|--|---|
| <p>I-3 運用手法、運用対象の多様化、株式運用における考慮事項</p> <p>評価案:A</p> | <p><評定に至った理由></p> <p>運用手法については、中期目標において、アクティブ運用に取り組むことにより超過収益の獲得を目指すこと、また、収益確保のための運用手法の見直し及び運用受託機関等の選定・管理の強化のための取組を進めることとしている。</p> <p>令和元年度は、アクティブ運用において、国内債券及び外国株式で超過収益を獲得している。</p> <p>運用手法については、様々なインデックスに関する情報を効率的に収集し、インデックス運用の高度化につなげる仕組みである「インデックス・ポスティング」を導入している。運用資産額が大きい法人の運用はパッシブ運用が中心となっており、ベンチマークの選択が運用の成否を左右するため、法人の運用においてインデックスの選択は極めて重要なものとなっている。「インデックス・ポスティング」により収集されたインデックスから法人の運用戦略に合わせたより運用効率の高いインデックスを選定・運用することで一段の収益向上を目指す取組は、資産運用業界でも画期的な取組として注目されており、高く評価できる。</p> <p>運用受託機関等の選定・管理については、外国債券アクティブ運用において新規選定先4社と既存2社を選定し、外国債券パッシブ運用において2社を選定するなど、適切な運用受託機関構成とするための取組を行っている。</p> <p>運用対象の多様化の観点から取り組んでいるオルタナティブ投資については、ファンド・オブ・ファンズ/ゲートキーパーを通じた投資一任形式で初となるプライベート・エクイティ分野の運用受託機関1社の選定を行っている。</p> <p>株式運用における考慮事項については、中期目標において、株式運用において、財務的な要素に加えて、収益確保のため、非財務的要素であるESGを考慮することについて検討することとしている。令和元年度は、ESGインテグレーションを運用プロセスの評価項目の一つとする旨の業務方針の変更を行い、運用受託機関の総合評価において取組状況の評価を行ったほか、オルタナティブ投資についてESGに対する取組姿勢・能力等を考慮した審査を行っている。また、「インデックス・ポスティング」を通じて、ESG関連の3分野のインデックスに関する情報収集を先行的に開始するなど、収益確保に向けてESG投資の取組を強化していることは高く評価できる。</p> <p>世界的な金利低下等の内外の市場・運用環境の中で、収益確保のために、リスク管理を適切に行いつつ、新たな運用手法の導入など運用の多様化・高度化に取り組んでいることは高く評価できる。</p> <p>以上を踏まえれば、所期の目標を上回って達成しており、「A」と評価する。</p> <p><指摘事項、業務運営上の課題及び改善方策></p> <p>ESG投資については、法人の運用に求められる基本的な考え方にのっとり行われているかについて継続的に検証を行うつつ取り組むことが望まれる。</p> |

| 評価項目 | 評価(案) |
|--|--|
| <p>I-4 透明性の向上 [重点化項目]</p> <p>評価案:A</p> | <p><評定に至った理由></p> <p>令和元年度は、<u>公的年金の財政検証の年であり、年金積立金の役割や運用目標、次期基本ポートフォリオ等に注目が集まるとの見通し</u>の下で、「<u>公的年金制度・年金財政における年金積立金の役割</u>」、「<u>長期国際分散投資の効用</u>」、「<u>ESG(環境・社会・ガバナンス)投資の意義</u>」という3つのメッセージが伝わる広報をさらに強化する必要性を確認するなど広報の方向性を明確化した上で、<u>広報戦略に沿って広報の充実・強化の取組を行っている</u>。具体的には、</p> <ul style="list-style-type: none"> ・「<u>実質的な運用利回り</u>」について解説するコンテンツ「<u>GPIFの運用目標</u>」の追加など、ホームページ、Twitterでの情報発信を強化。 ・新たに策定した基本ポートフォリオの公表資料において、概ね100年間の年金積立金の見通し、近年の経済情勢、基本ポートフォリオの策定プロセス、基本ポートフォリオのリスク検証やリターン分布、ストレステストについて、<u>図表も活用しながら分かりやすく説明</u>。また、参考資料として、<u>長期運用の意義、国内外の債券・株式のインカムゲイン等を説明する資料を添付し、新たな基本ポートフォリオ策定の背景にある考え方について分かりやすく説明</u>。 <p>等の取組を行っている。</p> <p>法人が定期的に行っている<u>年度の運用状況を含む業務概況書及び四半期の運用状況の公表の際には、年金積立金運用の基本的考え方(長期の運用であること等)についても発信を行ったこと</u>によって、<u>年金積立金運用に関する理解が深まりつつあることが</u>わかれる。</p> <p>また、<u>ESG投資に関する情報開示の取組として、TCFD(気候関連財務情報開示タスクフォース)の提言に沿った情報開示を新たに行うなど、より一層の開示情報の拡充</u>を行っている。法人が実施した機関投資家のスチュワードシップ活動に関する東証一部上場企業向けアンケート結果によれば、<u>TCFD(気候関連財務情報開示タスクフォース)に沿った情報開示を含むGPIFのESG活動報告の開示については、回答企業のうち約7割の企業が評価している</u>。</p> <p>法人が令和元年度に実施した「<u>広報効果測定調査</u>」では、<u>法人を「信頼できる」との評価がGPIFの認知者ベースで33.1%(前年度比+4.1%)、「信頼できない」との評価が27.7%(前年度比▲6.4%)</u>となり、<u>評価が改善している</u>。また、<u>法人の広報活動に関する調査項目(情報を適切なタイミングで発表している、積極的な情報開示をしている、納得感が高い説明を行っている)</u>は、<u>いずれも前年度比で改善している</u>。</p> <p>中期目標において「<u>透明性の向上</u>」は年金積立金の管理及び運用に対する国民の信頼を確保するための主要な役割を果たすことから重要度が高いとしているところ、<u>法人が広報活動の方針に基づいて広報の充実・強化のための各種取組を実施し、法人に対する評価の改善が見られることは高く評価</u>できる。</p> <p>以上を踏まえれば、<u>所期の目標を上回って達成しており、「A」と評価</u>する。</p> <p><指摘事項、業務運営上の課題及び改善方策></p> <p>年金積立金の管理及び運用に対する国民の信頼を高められるよう、様々な情報発信ツールを活用しつつ、国民に対する情報公開・広報活動の一層の充実に努めるとともに、その評価や効果の把握・分析に努めることが望まれる。</p> |

| 評価項目 | 評価(案) |
|-------------------------------------|--|
| <p>I-5 基本ポートフォリオ等 評価案:A</p> | <p><評定に至った理由> 中期目標においては、基本ポートフォリオについて、運用目標に沿った資産構成とすること等としている。 令和元年度は、令和2年度からの中期計画に向けて、被用者年金一元化後及び経営委員会発足後初となる基本ポートフォリオを策定した。 <u>新たな基本ポートフォリオは、期待リターン</u>の推計において複数の手法を組み合わせることにより推計精度の向上を図り、<u>最適化の精度の向上</u>を図っている。 また、<u>株式リスクの管理強化の観点から、従来の4資産の乖離許容幅に加えて、債券・株式それぞれにおいて内外資産を合算した全体についても新たに乖離許容幅を設定し、基本ポートフォリオに基づく運用リスク管理の強化</u>を図っている。 さらに、<u>新たな基本ポートフォリオで長期間運用した場合に財政検証で予定された積立金額(予定積立金額)を下回るリスクがどの程度あるかの検証を行い、新たな基本ポートフォリオで運用した場合に予定積立金額を下回る確率(リスク)は基本ポートフォリオ変更前と比べて低下しており、運用目標を満た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を策定していることは高く評価できる。</u> <u>新たな基本ポートフォリオは、従前の基本ポートフォリオと比べて国内債券の割合が減少した(35%→25%)一方で外国債券の割合が増加し(15%→25%)、国内株式及び外国株式の割合は維持された(それぞれ25%)ところ、その公表の際には、新たな基本ポートフォリオ策定の背景にある考え方(GPIFのような長期運用を行う投資家は資産を長期保有することで債券の利子や株式の配当の形で世界の経済成長の果実を着実に獲得することが可能であること、国内外の債券の金利や株式の配当利回りの差を踏まえると外国債券や株式のインカムゲインにより安定的な収益が期待できること等)についても併せて公表しており、高く評価できる。</u> 以上を踏まえれば、所期の目標を上回って達成していることから、「A」と評価する。</p> <p><指摘事項、業務運営上の課題及び改善方策> 特になし。</p> |

| 評価項目 | 評価(案) |
|---|--|
| <p>I-6 管理及び運用に関し 遵守すべき事項</p> <p>評価案:A</p> | <p><評定に至った理由></p> <p>中期目標においては、年金積立金の運用に当たっては、市場規模を考慮し、自ら過大なマーケットインパクトを蒙ることがないように努めるとともに、市場の価格形成や民間の投資行動等を歪めないよう配慮すること等としている。</p> <p>令和元年度における年金特別会計への寄託金償還等に必要な資金については、市場に影響を与えずに利用可能な財投債ファンド及びキャッシュアウト等対応ファンドの満期償還金及び利息等を活用することにより対応するとともに、運用受託機関の解約に伴い回収した資金を再配分する際には原則として現物移管により実施することにより、市場及び民間の活動への影響に対する配慮を行っている。</p> <p>中期目標においては、企業経営に対して過度に影響を及ぼさないよう配慮するとともに、企業経営等に与える影響を考慮しつつ、株主等の長期的な利益の最大化を目指す観点から、株主議決権の行使等の適切な対応を行うことや、スチュワードシップ責任を果たす上での基本的な方針に沿った対応を行うこととしている。</p> <p>令和元年度は、スチュワードシップ責任を果たすための方針及びスチュワードシップ活動原則を改定し、スチュワードシップ活動の対象の全資産への拡大や、企業だけでなくインデックス会社等の関係者と幅広くエンゲージメントを行うことを定めるとともに、「議決権行使原則」を改定し、議決権行使は年間を通じたエンゲージメントの一環として行うこと等、運用受託機関に期待する事項を明確化した。その上で、運用受託機関との双方向のコミュニケーションを重視したエンゲージメントを実施し、コーポレート・ガバナンスの重要性を認識し長期的な株主利益の最大化に資する株主議決権の行使を求める等の取組を実施している。</p> <p>また、前年度に引き続き、「スチュワードシップ活動報告」の公表や「東証一部上場企業向けアンケート」を実施し、「企業・アセットオーナーフォーラム」を開催する等、運用受託機関におけるスチュワードシップ活動の取組や課題を把握する等の取組を継続的に行っている。</p> <p>さらに、コーポレート・ガバナンスの向上とスチュワードシップ活動の促進に向けて取り組む業界団体であるICGNに新たに参加するなど、スチュワードシップ活動の深化に向けた取組を着実に進めている。</p> <p>法人が実施した機関投資家のスチュワードシップ活動に関する東証一部上場企業向けアンケート結果によれば、回答企業のうち約8割の企業が法人のスチュワードシップ活動を評価しており、前年度比で評価が上昇している。</p> <p>投資先企業の長期的な企業価値の向上や持続的な成長を促すことにより、被保険者のために長期的な収益の向上を目指す観点から、令和元年度に法人が行った以上の取組については、法人に対する評価の改善が見られることも踏まえ、所期の目標を上回って達成していることから、「A」と評価する。</p> <p><指摘事項、業務運営上の課題及び改善方策></p> <p>受託者責任の徹底や、市場及び民間の活動への影響に対する考慮など、年金積立金の管理及び運用に関し遵守すべき事項について、適切な対応を行うことが望まれる。</p> |

| 評価項目 | 評価(案) |
|---------------------------------|---|
| I-7 管理及び運用能力の向上 評価案:B | <p>＜評定に至った理由＞ 自己評価書の「B」との評価結果が妥当であることを確認できた。</p> <p>＜指摘事項、業務運営上の課題及び改善方策＞ 高度で専門的な人材の確保・育成・定着に努めるとともに、運用の多様化・高度化に伴うリスク管理を強化することにより、法人における管理及び運用能力の向上に努めることが望まれる。</p> |
| I-8 調査研究業務 評価案:B | <p>＜評定に至った理由＞ 自己評価書の「B」との評価結果が妥当であることを確認できた。</p> <p>＜指摘事項、業務運営上の課題及び改善方策＞ 「専ら被保険者の利益のため」という年金積立金運用の目的に即して調査研究業務を行うとともに、費用対効果の検証を含めて調査研究業務に関するPDCAサイクルの取組を強化することが望まれる。</p> |

| 評価項目 | 評価(案) |
|----------------------------------|---|
| I 年金積立金の管理及び運用業務 評価案:A | <p>＜評定に至った理由＞ 法人は、年金積立金の管理及び運用を行い、その収益を国庫に納付することにより年金事業の運営の安定に資することを目的としているところ、年金積立金の管理及び運用業務に関する評価項目8項目のうち6項目（「管理・運用の基本的な方針、運用の目標」、「リスク管理」、「運用手法、運用対象の多様化、株式運用における考慮事項」、「透明性の向上」、「基本ポートフォリオ等」及び「管理及び運用に関し遵守すべき事項」）がより重要となる。 <u>当該6項目のうち5項目（「リスク管理」、「運用手法、運用対象の多様化、株式運用における考慮事項」、「透明性の向上」、「基本ポートフォリオ等」及び「管理及び運用に関し遵守すべき事項」）について所期の目標を上回って達成していることから、年金積立金の管理及び運用業務全体については、所期の目標を上回って達成しており、「A」と評価する。</u></p> <p>＜指摘事項、業務運営上の課題及び改善方策＞ 特になし。</p> |

| 評価項目 | 評価(案) |
|--|--|
| II-1 効率的な業務運営体制の確立 評価案:B | <p>＜評定に至った理由＞ 自己評価書の「B」との評価結果が妥当であることを確認できた。</p> <p>＜今後の課題＞ 業務の実情に即した組織編成及び人員配置の見直しなど効率的な業務運営体制の確立に取り組むこと、組織体制の拡大を行う場合には経営委員会の関与の下で必要性等の精査を十分に行った上で進めることが望まれる。</p> |
| II-2 業務運営の効率化に う経費節減 評価案:B | <p>＜評定に至った理由＞ 自己評価書の「B」との評価結果が妥当であることを確認できた。</p> <p>＜今後の課題＞ 業務運営の効率化に伴う経費節減に取り組み、人件費も踏まえつつ必要な人員体制の確保を図るとともに、契約の適正化に努めることが望まれる。</p> |
| III-1 財務内容の改善に 関する事項 評価案:B | <p>＜評定に至った理由＞ 自己評価書の「B」との評価結果が妥当であることを確認できた。</p> <p>＜今後の課題＞ 年金積立金は国民から納付された保険料の一部であり、将来の年金給付の貴重な原資となるものであることを踏まえ、予算の適正な執行や必要な見直しを行うPDCAサイクルの取組を強化することが望まれる。</p> |
| IV-1 その他業務運営に関 する重要事項 評価案:B | <p>＜評定に至った理由＞ 自己評価書の「B」との評価結果が妥当であることを確認できた。</p> <p>＜今後の課題＞ 内部統制の一層の強化及び情報セキュリティ対策の所要の取組を実施することが望まれる。</p> |

【I-4関係】 法人の取組に対する評価について

質問 最近の当法人の取組みについて、以下の中でご存じのものがあればご選択ください（複数回答可）。ご存じの場合、それぞれについてのご評価とその理由をお聞かせください

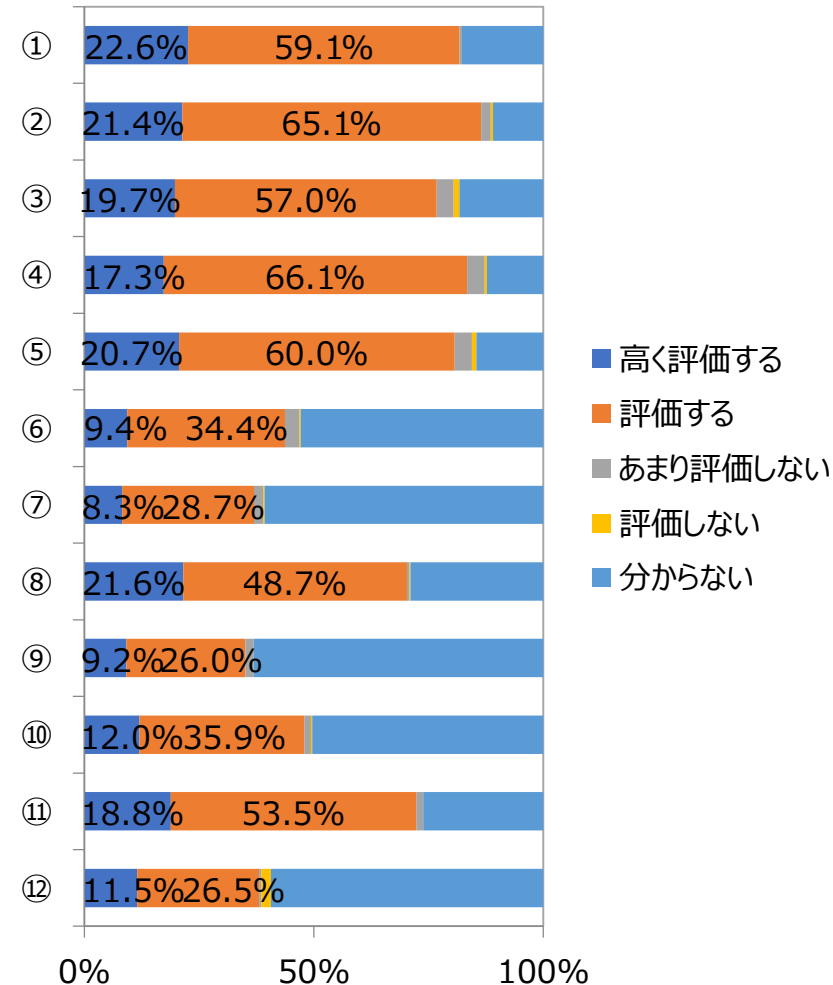
＜各取組みに対する認知度＞

| | |
|---|-------|
| ①運用受託機関の評価におけるスチュワードシップ活動の重視（中長期の企業価値向上を目指したエンゲージメント等） | 49.4% |
| ②「スチュワードシップ活動原則」および「議決権行使原則」 | 48.9% |
| ③ESG指数に基づく投資 | 48.2% |
| ④企業向けアンケート（本アンケート） | 54.7% |
| ⑤優れた統合報告書、改善度の高い統合報告書の公表 | 45.2% |
| ⑥企業・アセットオーナーフォーラム開催 | 22.5% |
| ⑦グローバル・アセットオーナーフォーラム開催 | 17.2% |
| ⑧国連が提唱する責任投資原則（PRI）への加盟とPRIを通じた活動 | 36.6% |
| ⑨英国 30% Club/米国 Thirty Percent Coalition/30% Club Japan（Investor Group）への加盟 | 18.1% |
| ⑩Climate Action100+への参加 | 21.6% |
| ⑪ESG 活動報告の開示（気候関連財務情報開示タスクフォース（TCFD）に沿った情報開示含む） | 33.1% |
| ⑫株式レンディングの停止 | 15.4% |

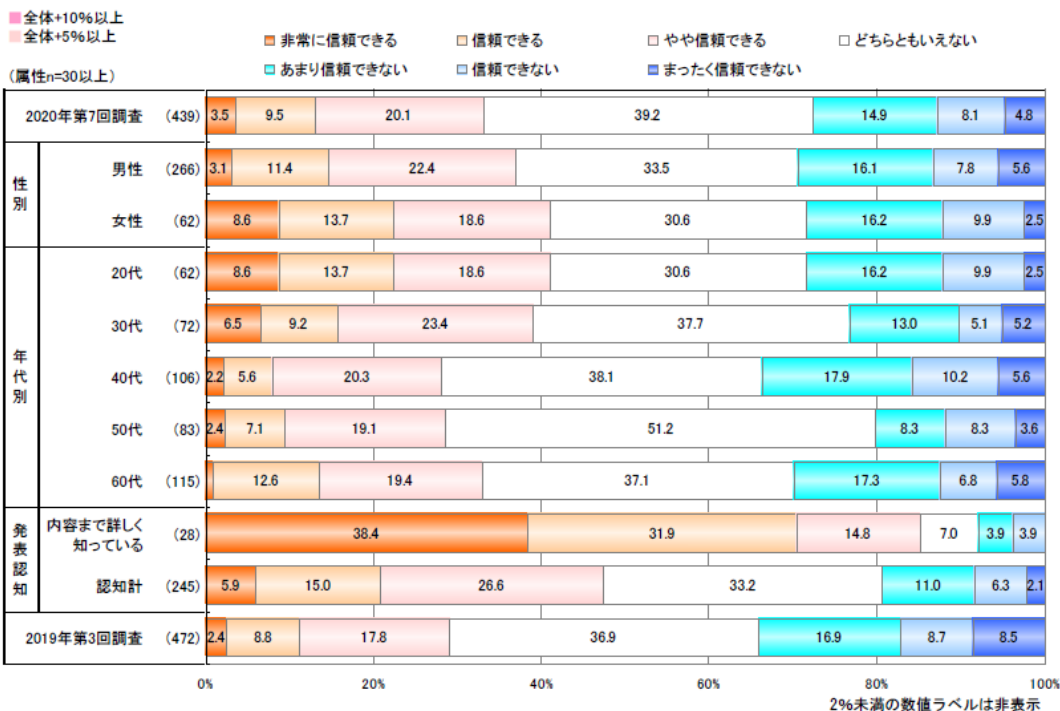
（注）左表は回答企業数662社のうち、各取組みを認識している企業の割合。
黄色は30%以上の項目。右図は無回答企業を除いたベース

第5回 機関投資家のスチュワードシップ活動に関する上場企業向けアンケート集計結果より抜粋

＜各取組みへの評価＞



【 I-4関係】 法人の信頼度、広報活動に関する調査結果 (1/2)



| 2020年 | | 2019年 | |
|----------|-----------|----------|-----------|
| 信頼できる(計) | 信頼できない(計) | 信頼できる(計) | 信頼できない(計) |
| 33.1 | 27.7 | 29.0 | 34.1 |
| 37.0 | 29.5 | 33.5 | 32.9 |
| 40.9 | 28.5 | 21.5 | 36.1 |
| 40.9 | 28.5 | 46.5 | 19.6 |
| 39.0 | 23.3 | 39.6 | 35.5 |
| 28.1 | 33.8 | 29.2 | 34.8 |
| 28.6 | 20.2 | 17.3 | 29.9 |
| 33.0 | 29.9 | 23.2 | 41.4 |
| 85.1 | 7.9 | 41.3 | 41.9 |
| 47.4 | 19.4 | 32.3 | 36.1 |

(注) 法人が実施した広報効果測定調査 2020年(第7回調査)結果報告書より GPIF認知者の回答を抜粋

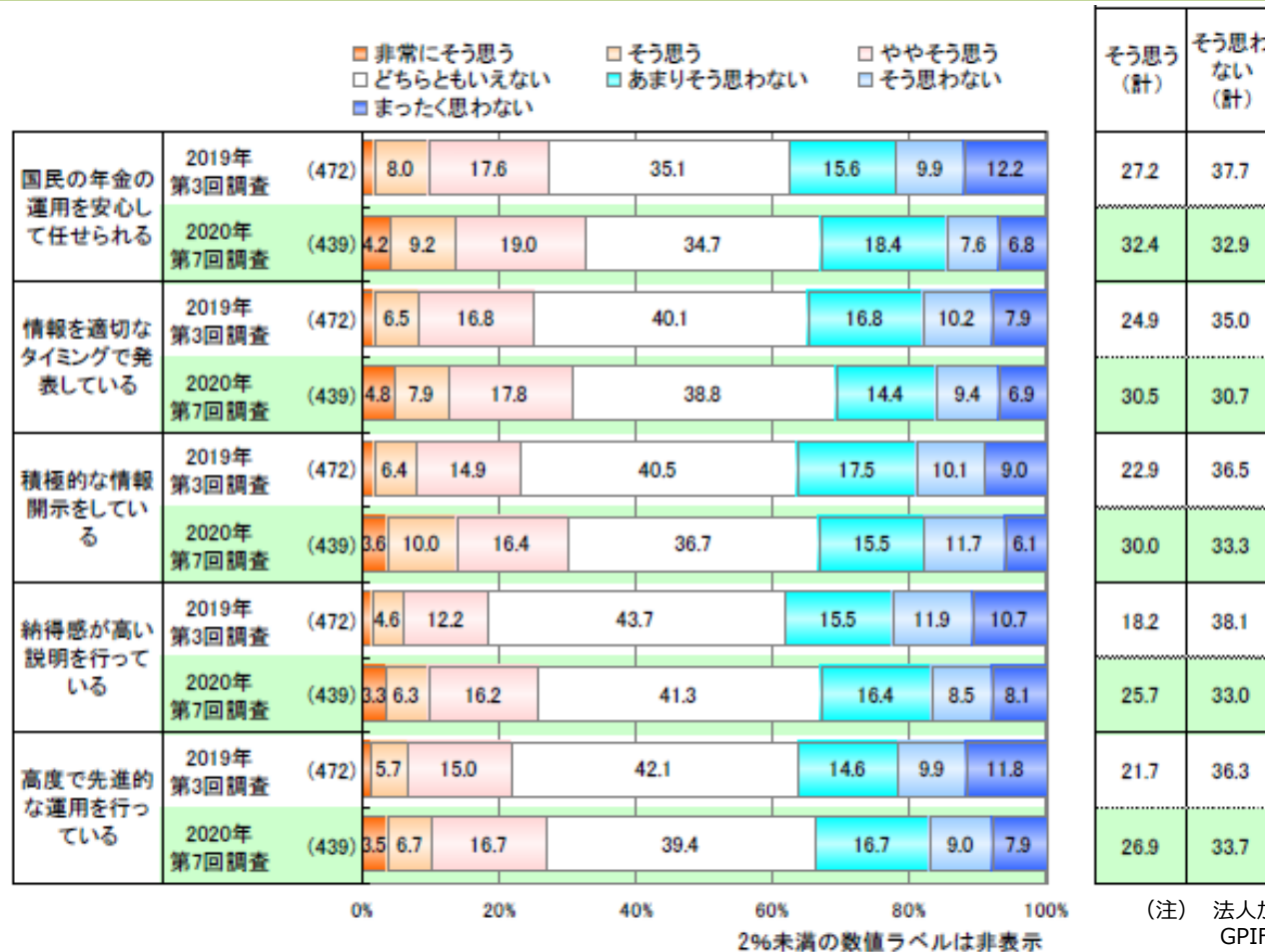
広報効果測定調査におけるGPIF信頼度の推移(GPIF認知者)

(GPIF資料に基づき年金局作成)

| GPIFの評価 | 2016/8調査 | 2017/2調査 | 2018/2調査 | 2019/2調査 | 2020/2調査 |
|------------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 信頼できる | | | | | |
| GPIF 認知者全体 | 17.7% | 23.9% | 27.7% | 29.0% | 33.1% |
| うち運用状況の発表の認知者 | 19.7% | 30.2% | 34.6% | 32.3% | 47.4% |
| うち運用状況の発表の詳細の認知者 | 31.4% | 48.0% | 73.9% | 41.3% | 85.1% |
| 信頼できない | | | | | |
| GPIF 認知者全体 | 41.1% | 34.1% | 33.2% | 34.1% | 27.7% |
| うち運用状況の発表の認知者 | 41.9% | 30.0% | 27.0% | 36.1% | 19.4% |
| うち運用状況の発表の詳細の認知者 | 46.6% | 36.6% | 26.1% | 41.9% | 7.9% |

法人を「信頼できる」との回答は、着実に上昇している。特に、令和元年度は「信頼できる」との評価(33.1%)が「信頼できない」との評価(27.7%)を初めて上回っている。「信頼できる」と回答した者については、運用状況の発表の詳細を認知している者ほど、法人に対する評価は高くなっている。

【I-4関係】 法人の信頼度、広報活動に関する調査結果 (2/2)



(注) 法人が実施した広報効果測定調査 2020年 (第7回調査) 結果報告書より GPIF認知者の回答を抜粋

広報効果測定調査における項目別評価(GPIF認知者のうち評価する人の割合)推移 (GPIF資料に基づき年金局作成)

| GPIFの評価 | 2016/8調査 | 2017/2調査 | 2018/2調査 | 2019/2調査 | 2020/2調査 |
|--------------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 情報を適切なタイミングで発表している | 15.7% | 23.3% | 25.7% | 24.9% | 30.5% |
| 積極的な情報開示をしている | 13.9% | 21.1% | 23.1% | 22.9% | 30.0% |
| 納得感が高い説明を行っている | 10.2% | 15.6% | 18.8% | 18.2% | 25.7% |

法人の広報活動を評価する割合は上昇傾向にある。

【I-4、I-5関係】 基本ポートフォリオ策定に関する公表資料の充実(1/3)

GPIFが策定した新たな基本ポートフォリオに関する公表資料では、財政検証や中期目標等を踏まえた基本ポートフォリオの策定方針が網羅的かつ丁寧に説明されている。

< 今回公表資料 >



基本ポートフォリオの策定方針

- GPIFは、基本ポートフォリオの策定方針を、財政検証及び中期目標並びに近年の経済情勢を踏まえ、以下の通りとしました。
 - また、基本ポートフォリオはモデルポートフォリオの中心値範囲に含まれることを確認することとしました。
1. 期待リターンの推計については、一つの手法に依存せず、複数の手法を組み合わせることで推計精度の向上を図りました。手法の組み合わせとしては、従来通りの方法に加えて、市場時価総額に内在すると考えられる均衡収益率も勘案することとしました。
 2. 期待リターン及びリスク・相関係数の推計には政策ベンチマークを使用しました。期待リターンの推計期間としては、ポートフォリオの最適化を行う上で財政検証の前提を参照するため、財政検証の長期の経済前提の設定に用いる経済モデルが一般的に想定する期間を勘案して25年間としました。
 3. 中期目標では、経済前提のすべてのケースの実質的な運用利回り(※)に対応する値として、ケースⅢの1.7%が運用目標と設定されたことを踏まえ、期待リターン(対賃金)を設定する際の賃金上昇率の前提となる経済シナリオは、ケースⅢを用いました。
 4. 期待リターンの推計方法の改善に伴い、最適化の精度が向上し適切な構成割合の導出が見込まれたことから、必要利回りの設定以外の制約条件(各資産の大小関係等)は設定しないこととしました。
 5. リスク制約は、従前同様に、運用利回りが名目賃金上昇率を下回るリスク(下方確率)が全額国内債券運用の場合を超えないこととしたほか、賃金上昇率を下回った場合の平均的な不足率(条件付平均不足率)をリスク尺度として最適化を行いました。
 6. 財政検証における積立金額(名目)の推移を見ると、ケースによってピークの時期は異なるものの、およそ50年後までは積立金の元本を取り崩す必要がなく、運用方針を維持できることが見込まれます。積立金額(名目)のピークは、それ以降は運用収益だけではキャッシュアウトが賄えなくなることを意味し、運用の実務上重要な時点であることから、50年後までの範囲で、変更後の基本ポートフォリオで運用した場合の積立金額の推移を財政検証で予定された積立金額と比較することとしました。
 7. なお、今回の基本ポートフォリオ策定では、現下の低金利情勢を踏まえて、国内債券と円貨短期資産及びヘッジ付き外国債券は同等のリスク・リターン特性を持つものと考え、国内債券に位置づけました。併せて、短期資産の中にある外貨短期資産は、外国債券に位置づけました。

< 前回公表資料 >

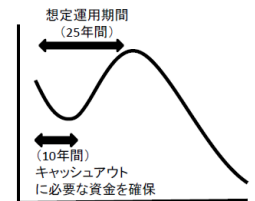
基本ポートフォリオ策定方針の主な変更点

- 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、いったん上昇し、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。

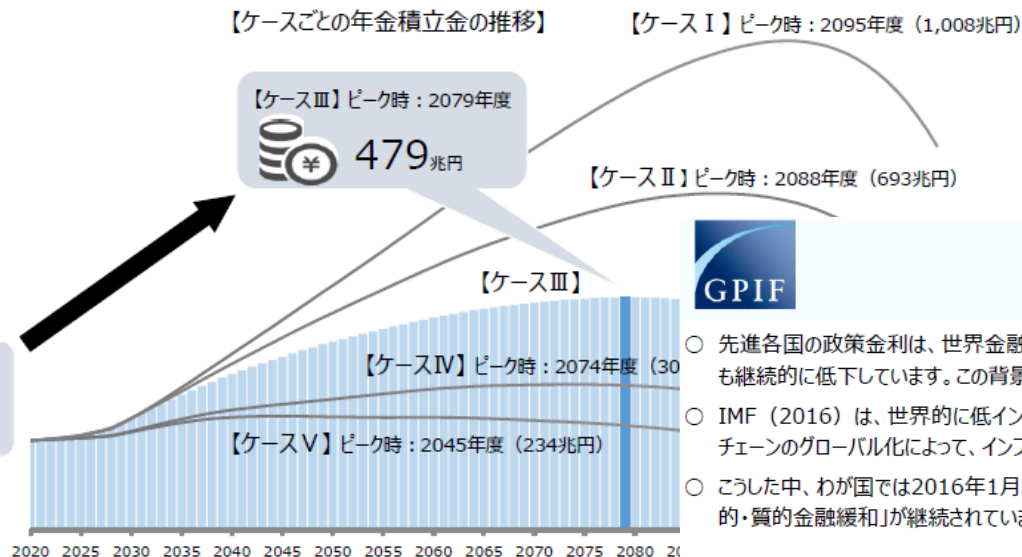
【I-4、I-5 関係】 基本ポートフォリオ策定に関する公表資料の充実(2/3)

< 今回公表資料 >



財政検証結果(概ね100年間の年金積立金の見通し)

- 2019年財政検証では、ケースごとに概ね100年間の年金積立金の見通しが示されています。
- 年金積立金の将来見通しは、ケースによって積立金額の規模や推移の状況は異なるものの、2019年3月末の159兆円から長期にわたり継続的に積み上がっていく結果となっています。



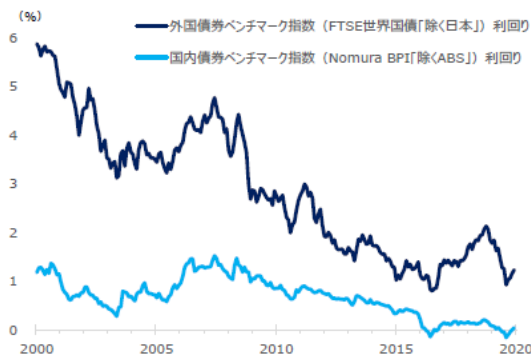
GPIFが策定した新たな基本ポートフォリオに関する公表資料では、基本ポートフォリオ策定の前提とした財政検証結果(概ね100年内の年金積立金の見通し)や近年の経済情勢について図表を活用して分かりやすく説明している。



近年の経済情勢

- 先進各国の政策金利は、世界金融危機以降、歴史的な低水準で推移しており、GPIFがベンチマークとしている国内外の債券利回りも継続的に低下しています。この背景には低インフレがあります。
- IMF（2016）は、世界的に低インフレとなった最大の要因はグローバル化にあると指摘しています。またBIS（2016）は、サプライチェーンのグローバル化によって、インフレ率が年々グローバル要因に左右されやすくなっていることを指摘しています。
- こうした中、わが国では2016年1月より「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」が導入され、同年9月より「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」が継続されています。他方、米国の長期金利はプラス圏に留まっています。

【債券ベンチマーク指数の利回りの推移】



【日米の金利動向】



(2019年12月末時点)

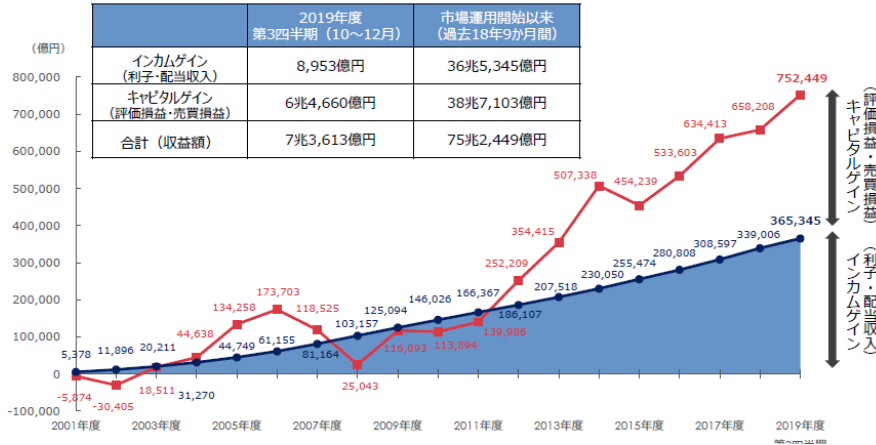
【I-4、I-5関係】基本ポートフォリオ策定に関する公表資料の充実(3/3)

GPIFが策定した新たな基本ポートフォリオに関する公表資料では、参考資料として、長期運用とインカムゲイン、国内外の債券・株式のインカムゲイン、長期運用による利回り差の累積効果など、新たな基本ポートフォリオ策定の背景にある考え方について図表を活用して分かりやすく説明している。



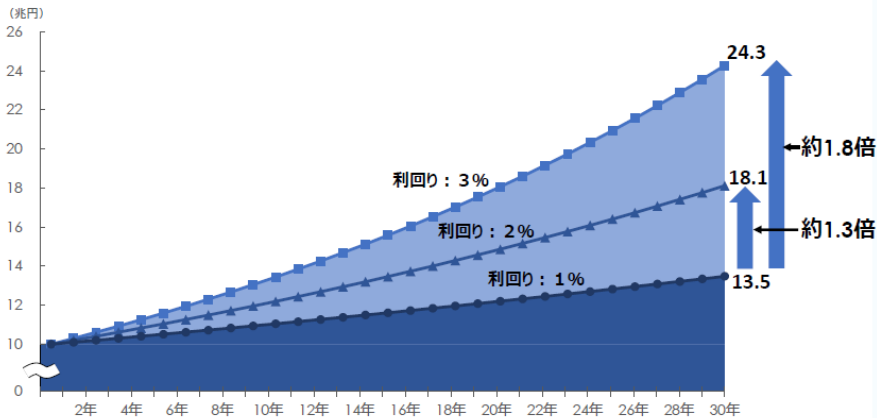
長期運用とインカムゲイン

○ GPIFのような長期運用を行う投資家は、資産を長期保有することで、利子や配当の形で、世界の経済成長の果実を着実に獲得することが可能です。こうしたインカムゲイン（利子・配当収入）は、市場変動の影響を受けにくく、運用収益の安定的な確保に貢献します。



長期運用による利回り差の累積効果

○ インカムゲイン等による収益率の差は、長期間の累積で見れば大きな差につながります。例えば、運用利回りを3%、1%と仮定して比較すると、2%の利回り差によって、30年後の運用資産額は約1.8倍の差が生まれます。



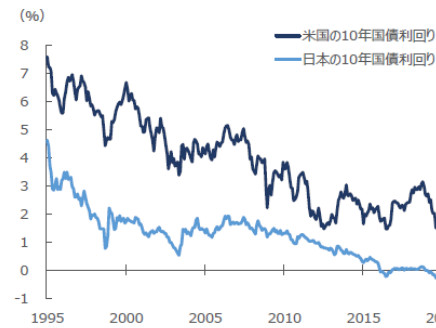
（注）元本を10兆円、運用利回りを3%、2%、1%とそれぞれ仮定して30年間運用を行った場合の運用資産額の伸びを示したものです。



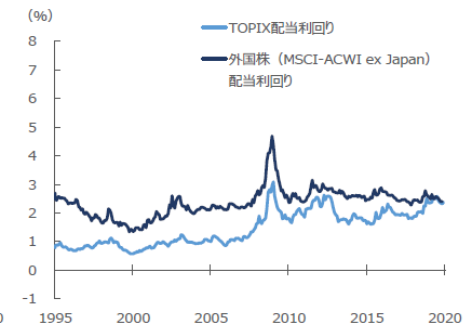
国内外の債券・株式のインカムゲイン

○ 国内を中心に債券の金利は低下していますが、米国など外国債券の金利はプラスを維持しています。また、株式の配当利回りは、長期間にわたり2%程度と現在の国内外の国債金利に比べて高い状況です。内外の株式と債券へ分散投資を行うことで、今後もインカムゲインによる安定的な収益が期待できます。

【日米の10年国債利回り】



【国内株式と外国株式の配当利回り】



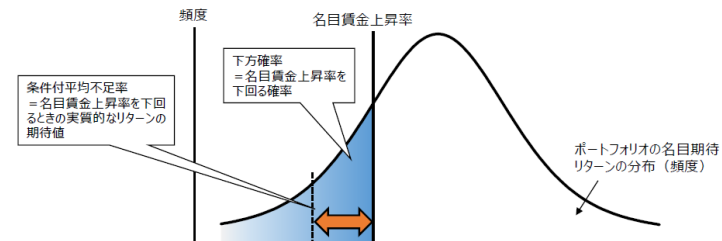
政策ベンチマーク及び下方確率について

【政策ベンチマーク】

○ GPIFでは、基本ポートフォリオ策定に用いるベンチマークを政策ベンチマークと呼んでいます。今回の基本ポートフォリオの検討にあたり、政策ベンチマークは以下を用いました。

| 資産区分 | 政策ベンチマーク |
|------|---------------------------|
| 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、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） |

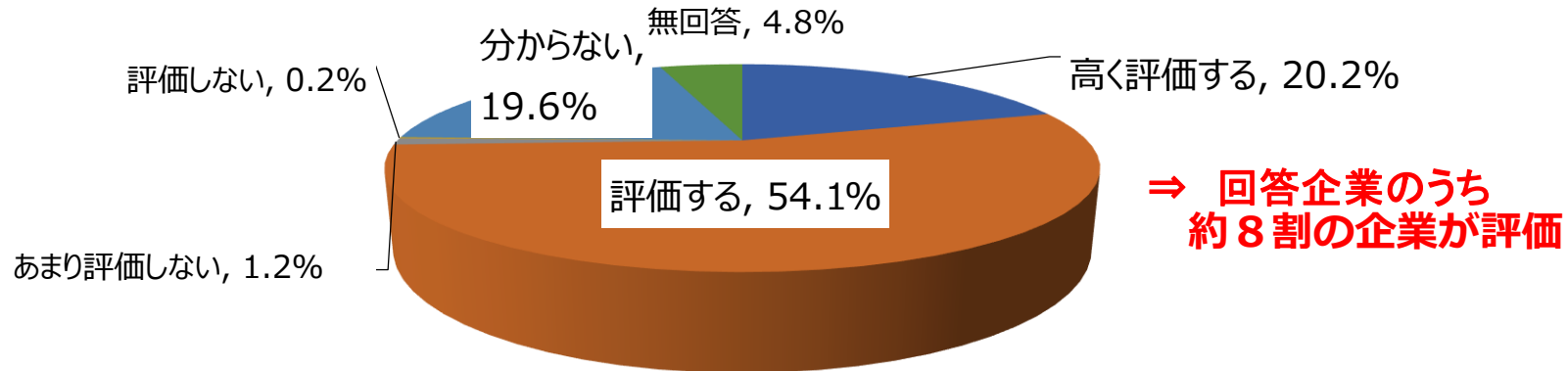
【下方確率と条件付平均不足率】



【I-6関係】 スチュワードシップ活動の評価について

約8割の企業がGPIFのスチュワードシップ活動を「評価」

【質問】当法人のスチュワードシップ活動全般への取組みについてのご評価とその理由をお聞かせください。



【各評価別のコメント抜粋】

- GPIFが運用機関の評価においてスチュワードシップ活動を重視することで、運用機関側も長期的視野で企業と対話するよう変化がおきており、ショートターミズムから脱却する気風の醸成につながっている（「高く評価する」と回答）
- アセットオーナーとして積極的な情報発信を行うことにより、委託先にとどまらず幅広い運用機関の対話姿勢に変化が見られるようになったため。また、グローバルアセットオーナーフォーラム等を通じた情報発信により、世界の投資家の我が国に対する理解が進むとともに、ESG等の評価基準作成の際にも世界最大の運用機関として考え方が発信できると考えられるため。（「高く評価する」と回答）
- 運用機関への影響のみならず、企業サイドも経営意識に変化が出始めてきている（「高く評価する」と回答）
- 活動の方針や具体的な内容をホームページ等で広く公開している（「評価する」と回答）
- 運用受託機関と投資先企業との建設的な対話の促進に貢献していると考えられるから。（「評価する」と回答）
- 企業内部でESG対応を推進していくうえで、ESG指数への投資と実績（金額）の開示は納得性の高い説明材料になっている。（「評価する」と回答）
- 対話重視といいつつ、各社の業界や事業の性質・事情を考慮せず機械的に議決権行使する投資家が多いように感じる。（「あまり評価しない」と回答）
- （優れた統合報告書の公表について）企業によるESG推進に説明責任（＝報告）を活用することは良いが、特定の報告フォーマットを強制すべきではないと考えるから。また、年次の統合報告書では直近のESG状況が反映されずタイムリーな情報アップデートを阻害する可能性があると考え。（「評価しない」と回答）