

第4期中期目標期間の振り返りと今後の展望



1. 第4期中期目標のうち、以下の3点についての現時点での振り返り

- ① 中期目標期間において資産全体で複合ベンチマーク収益率を確保
- ② 運用の多様化・高度化
- ③ スチュワードシップ活動及びESGを考慮した投資

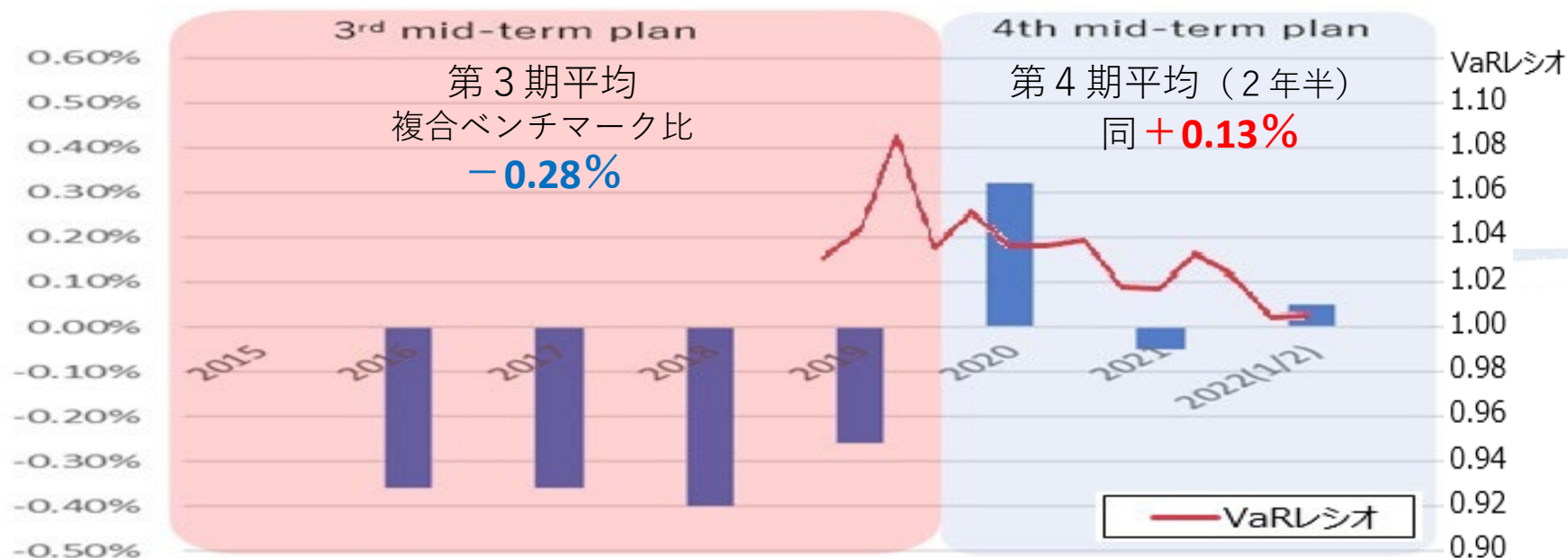
※ これらは、第4期中期目標において新たに与えられたもの。

2. 今後の展望とチャレンジについての報告

- ① 運用面 : 更なる運用・リスク管理の高度化、ESG投資の深化
- ② 組織運営面 : 高度専門人材の採用・育成、マネジメントの充実強化
- ③ その他 : GPIFのファクトの発信

振り返り① 資産全体での複合ベンチマーク収益率の確保

実績



取組

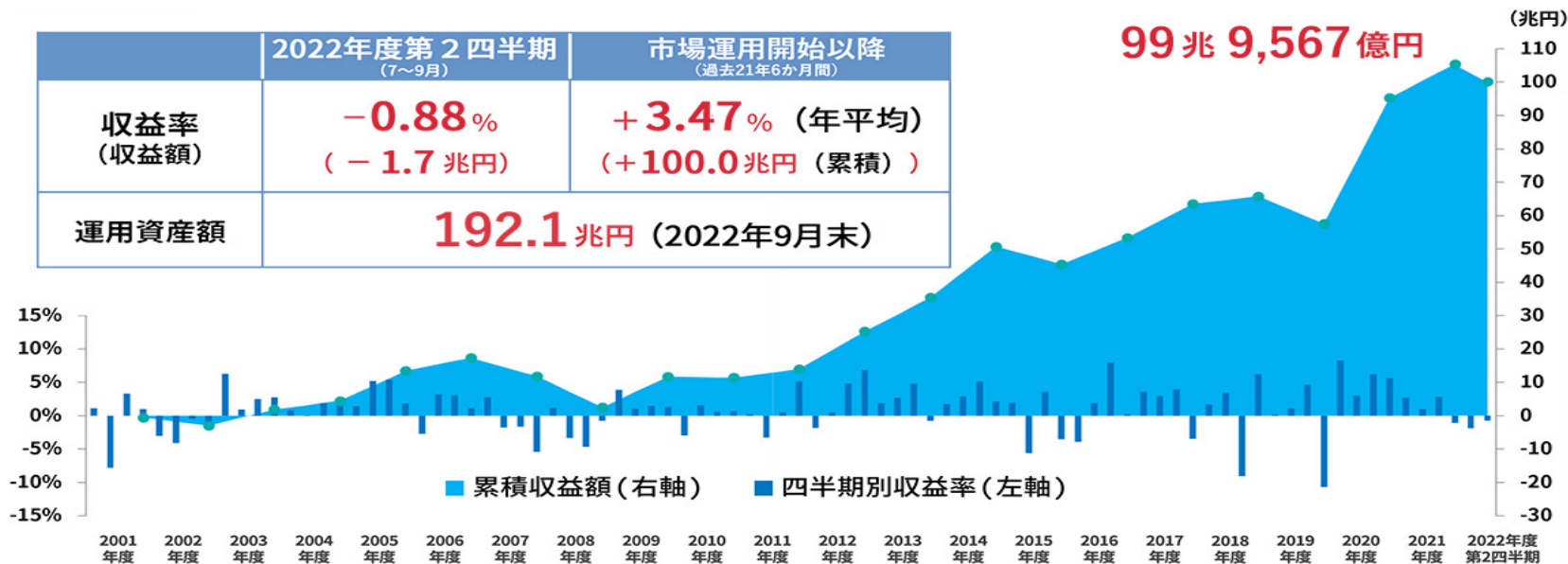
- 新たな体制のもと、運用の精緻化とガバナンスの向上
 - ・ GPIF全体を1つのアクティブファンドと考え、超過収益を獲得する意識
 - ・ 機動的なリバランスの検討・実行による運用の精緻化
 - ・ 経営委員会との連携強化（報告内容・回数の増加）

- 安定的に収益を生み出すポートフォリオの構築
 - ・ 流動性管理の精緻化による短期資産の削減（フルインベストメント）
 - ・ ファンドの総点検を実施し、ポートフォリオを最適化・超過収益の源泉を多様化
 - ・ 自家運用の活用（株価指数先物取引（2021年度国内株式、2022年度外国株式で開始）等）

振り返り① 資産全体での複合ベンチマーク収益率の確保

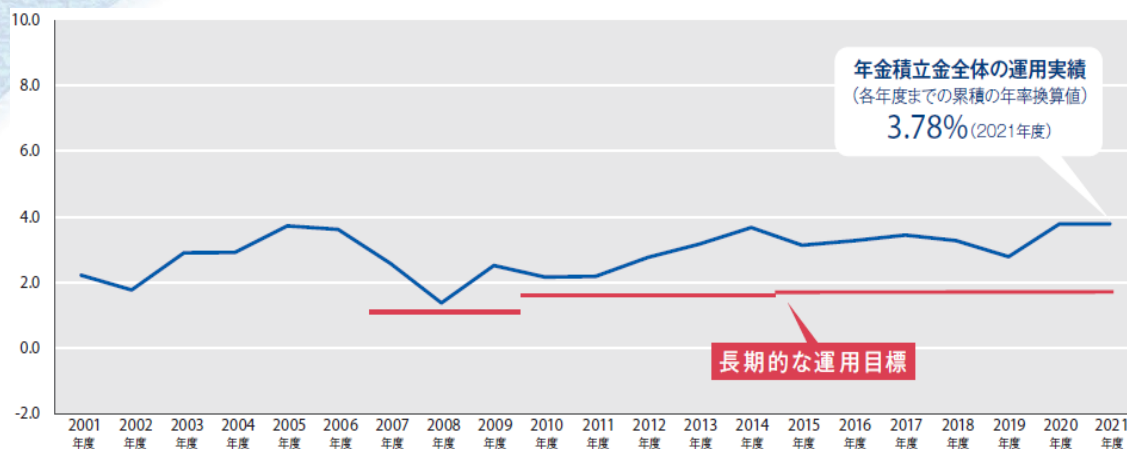
	2022年度第2四半期 (7~9月)	市場運用開始以降 (過去21年6か月間)
収益率 (収益額)	-0.88% (-1.7兆円)	+3.47% (年平均) (+100.0兆円 (累積))
運用資産額	192.1兆円 (2022年9月末)	

99兆9,567億円



【市場運用開始からの年金積立金全体の実質的な運用利回り (2001年度~2021年度)】

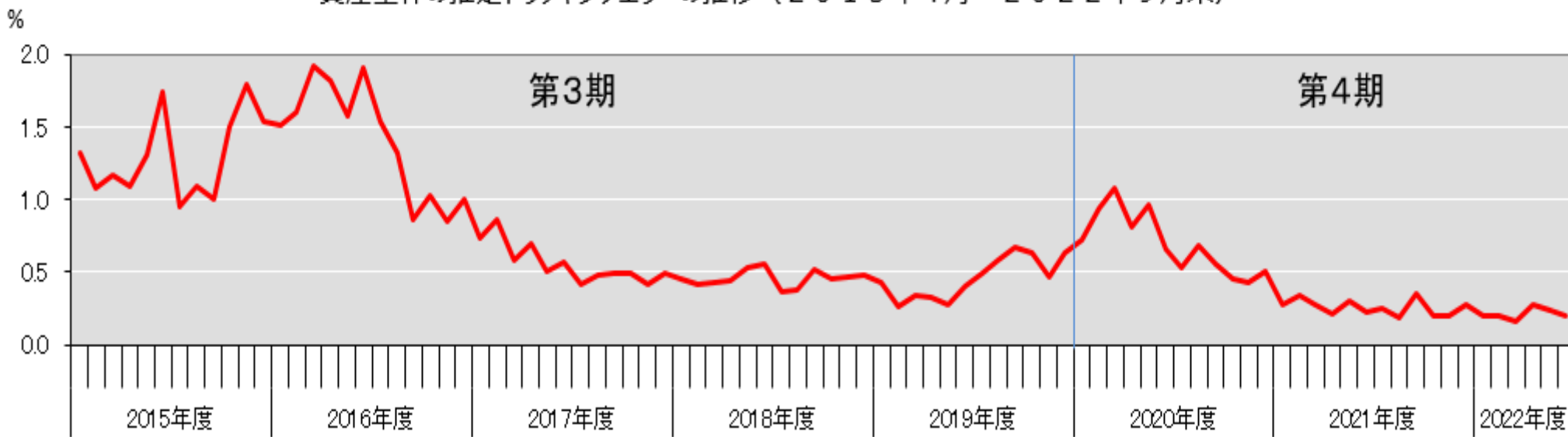
(%)



振り返り① 資産全体での複合ベンチマーク収益率の確保

収益を確保しつつ、リスクは低減できている
 ⇒ 現時点においては、「年金財政上必要な利回りを最低限のリスクで確保」という目標を達成。

資産全体の推定トラッキングエラーの推移（2015年4月～2022年9月末）



(注1) 2021年度以降は株価指数先物の想定元本等を加味して算出しています。

(注2) 2022年度以降の数値は未確定値です。

振り返り① 資産全体での複合ベンチマーク収益率の確保

市場変動が激しくなっており、資産全体の価格変動リスクを管理するために行う4資産間のリバランスは、今まで以上に重要。
 ⇒ 機動的かつ精緻なリバランスの実施によりリスクを低減させつつ、収益を確保。

【代表的な市場インデックスの動き】

国内債券：NOMURA-BPI「除くABS」 国内株式：TOPIX（配当込み）
 外国債券：FTSE WGBI 外国株式：MSCI ACWI



振り返り① 資産全体での複合ベンチマーク収益率の確保

株価指数先物の活用・・・ 前回の資金運用部会において国内株式（パッシブ）における開始を報告後、法人で検討を進め、外国株式及びアクティブ運用機関への活用について決定。

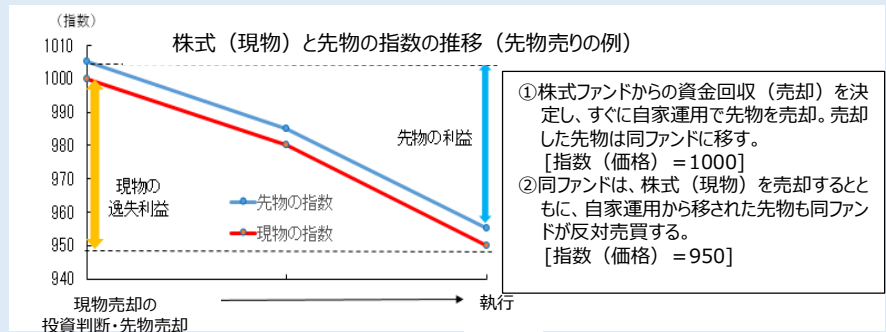
■ 株価指数先物取引の自家運用での活用

- 常時変動する市場の値動きによる資産構成比のブレを看過せず、リスク軽減のために、機動的にリバランスを行うには、一定の相関等により現物の代替となる一方、現物と異なり迅速に取引可能であるデリバティブの活用は重要。
このため、**昨年度から自家運用でも株価指数先物取引を開始**。特に、現物資産の価格変動が大きい昨今の市場環境下で、資産構成比のブレが生じた時点でそのブレの低減に資する株価指数先物のメリットは多大。
- 株価指数先物取引については、自家運用に係る「GPIFデリバティブ取引に関する新たなルール」（次ページ参照）に基づき実施（業務方法書で当該ルールを反映。）。
- 自家運用で購入した株価指数先物については、予め決定した一定の執行期間内で、運用受託機関に交付し、自家保有の長期化によるリスクを防止するとともに、現物購入資金を併せ交付することにより（買い建ての場合）、運用受託機関で適切な現物売買等を実施。現行、年金部会での例示にならい、パッシブファンドを活用。（ルール2「利用機会の制限」に従い、1回のデリバティブ取引の長期化を防ぐため、資産の売買を一定期間内に実施。）
- 取引額に比して少額の資金で利用できるデリバティブへの懸念である「投機的な利用」については、リスク軽減のため必要な取引額を予め決定し、利用額をその範囲内に限定するとともに（ルール3「利用額の限定」。不要額については解消。）、購入想定元本金額は、保有現金の範囲内に限ることで、レバレッジに関する懸念をそもそも解消。
- なお、部会資料では、運用委託先における現物売買に合わせて、自家運用で株価指数先物の反対売買も行う旨、例示されていたが、この方式で両者のタイミングを合わせることは、効率性・コスト、投資一任運用の趣旨から懸念が生じたため、厚生労働省と協議のうえ、この反対売買については、株価指数先物を委託運用ファンドに移した上で、同ファンドが現物売買等と合わせ適切に実施する方式を採用。

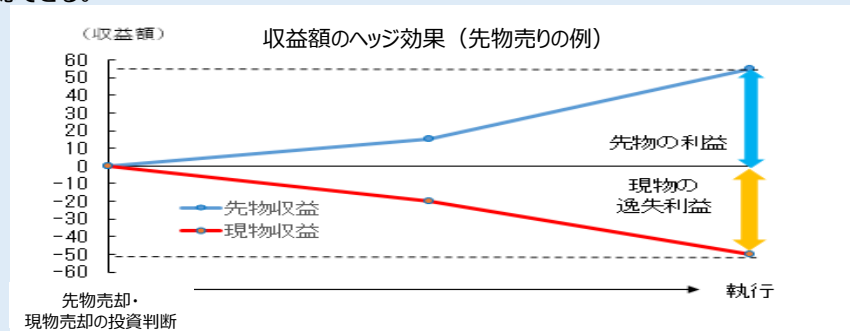
参考：第18回資金運用部会（令和4年7月25日）提出資料より

株価指数先物：価格変動リスクの軽減とリバランスの効率化

- 迅速に売買できる先物を活用することで、投資判断から執行までの時間を短縮でき、予期しない損益の発生可能性（価格変動リスク）の軽減、リバランスの効率化が期待できる。



- 株価指数先物の損益と、対応する現物ファンドの逸失利益を比較すると、両者は打ち消し合う形で連動しており、価格変動リスクの軽減（ヘッジ）効果が確認できる。



実績

以下の取組により、超過収益の源泉を多様化。

- 従来と異なる投資スタイルを持つファンドへの投資
 - 国内：J-REIT、ESG等
 - 外国：地域別適格債、ハイールド債券、地域別外国株、ESG等

- ファンドの総点検によるポートフォリオ全体のリスク・リターン改善
 - ・ 38ファンドを設定、21ファンドを解約（インハウス運用分を除く）
 - ・ 北米株式アクティブファンドの設定（新規19ファンド。最新のデータサイエンスに基づく定量分析を活用） 等

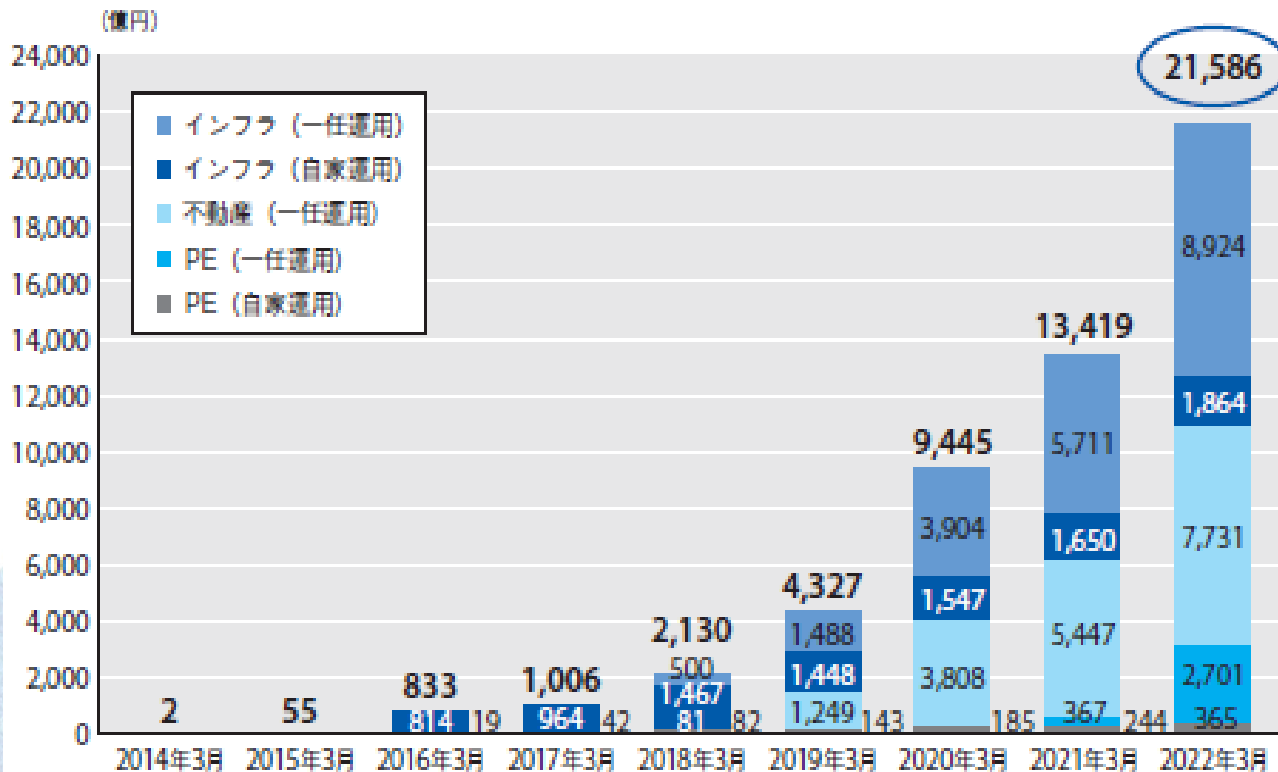
- オルタナティブ投資の進展
 - ・ 投資額 0.9兆円（2020年3月末） → 2.9兆円（2022年9月末）
 - ・ 全体の0.61% → 1.47%にまで増加
 - ・ オルタナティブ内でも分散投資を行い、コロナ禍でもダウンサイドは限定的

取組

- ファンドの総点検、新規ファンドの設定、機動的な対応等
 - ・ ファンド全体の3割を入れ替え
 - ・ 従来と異なる投資スタイルを持つファンド、アクティブファンドも積極的に設定
 - ・ 市場急変時には、リスク管理のため機動的に対応（2021年度後半に2兆円分のアクティブファンドを削減）
 - ・ GPIF自身がポートフォリオ全体を見渡して社債等への配分比率を調整できるよう新規ファンドを設定 等

- オルタナティブ投資の推進
 - ・ 運用受託機関の新規選定、既存選定分の投資をともに進める
 - ・ ※プライベート・エクイティ（グローバル、日本特化型）への新規投資等
 - ・ 法務機能の拡充により、契約締結を推進

オルタナティブ投資の状況



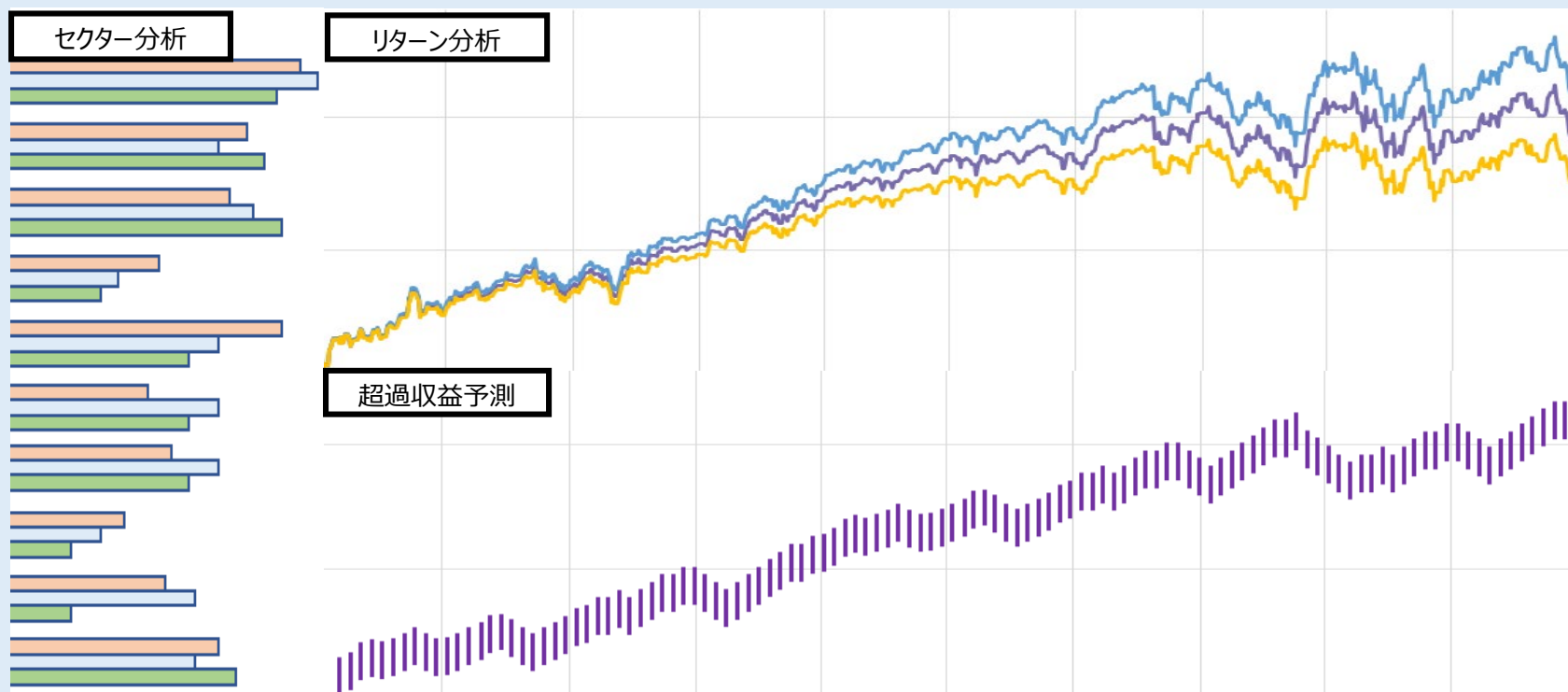
2022年9月末時点の投資額は2.9兆円（運用資産の1.47%）まで進展

北米株式アクティブファンドの設定

銘柄選択能力が高いアクティブ運用機関を選定するため、データサイエンスを活用した分析を実施。

各ファンドの投資ユニバースを保有銘柄等から把握し（セクター分析）、的確に個別ベータを区別することでファンドの銘柄選択能力を評価（リターン分析）。その安定性等（超過収益予測）も考慮した上で、銘柄選択能力の高いマネージャーを選定。

分析のイメージ



実績

- 過去1年間の機関投資家の活動について、初めて5割以上の企業が「好ましい変化がみられる」と回答。
※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（2022年1月調査）。なお、回答社数も過去最高。
- 狭義のESG投資額（※）は13.7兆円に達し、2年半で倍増。
ESG指数に基づく株式パッシブ運用は8指数まで増加（3指数を追加）
※ESG指数に基づく株式パッシブ運用とグリーンボンド等への投資額の合計
- GPIFのポートフォリオに対する外部機関によるESG評価も上昇傾向。

取組

- スチュワードシップ活動
 - ・ 運用受託機関との間での双方向のエンゲージメントを充実
 - ・ 債券スチュワードシップ評価の開始
 - ・ エンゲージメント強化型パッシブファンドの追加採用
- ESGを考慮した投資
 - ・ 新たなESG指数の選定（国内1、海外2）
 - ・ グリーンボンド等に関する国際機関との協働とコロナ債への投資
 - ・ ESGパッシブ運用の5年間の実績評価・分析（超過収益獲得）
 - ・ GPIFポートフォリオの気候変動リスク・機会の評価と分析（先進的な分析を実施）

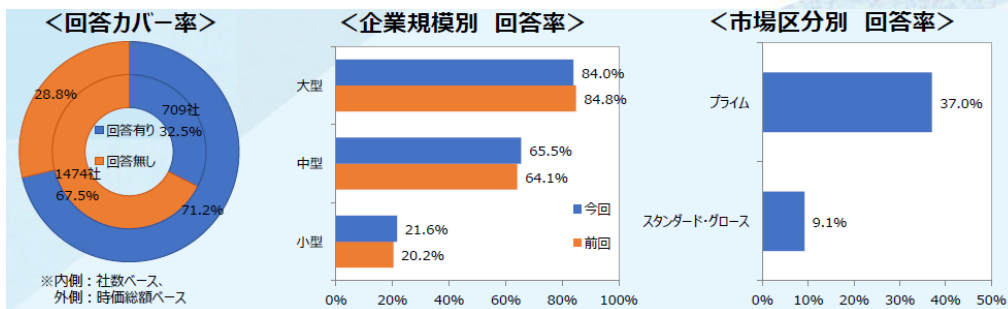
機関投資家のスチュワードシップ活動に関する上場企業向けアンケートの概要

【目的】

運用受託機関のスチュワードシップ活動に関する評価と「目的を持った建設的な対話」（エンゲージメント）の実態および前回アンケート実施以降の1年間における変化の把握

【対象など】

- 東証一部上場企業：2,183社(※令和3年12月16日現在)
- アンケート回答社数 709社（前年681社）
回答率 32.5% 回答期間 令和4年1月14日～3月18日



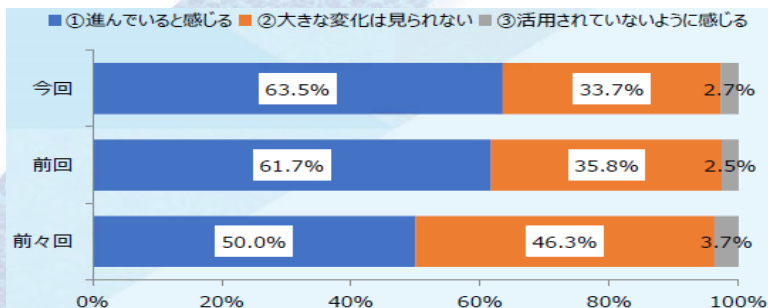
【アンケート結果概要】

○過去1年間のIRミーティング等における機関投資家の変化について、ここ数年徐々に増加していたが、初めて5割以上の企業が好ましい変化がみられると回答。

○機関投資家との対話において、長期ビジョンが議題・テーマに挙げたと回答した企業は9割。引き続き長期を想定したビジョンを示す企業は増加しており、想定期間を5年以上と回答した企業が8割を超えた。また、想定期間の設定に際して長期計画・ビジョンを基準とする割合が中期経営計画の割合を上回った。

○機関投資家のコーポレート・ガバナンス報告書、統合報告書の活用については、引き続き前回アンケートと比較して「進んでいる」というポジティブな評価が増えている。統合報告書の活用は6割以上、コーポレート・ガバナンス報告書は3割近い企業が「進んでいる」と回答。コーポレートガバナンス・コード改訂を踏まえた対話が進展していることが窺えた。

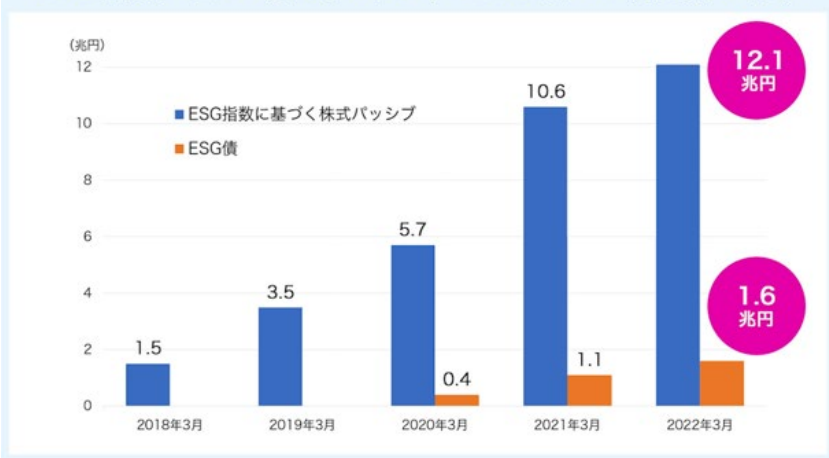
<統合報告書の機関投資家による活用>



振り返り③ スチュワードシップ活動及びESGを考慮した投資

ESG投資の状況

ESG指数に基づく株式パッシブ・ESG債への投資額の推移



採用ESG指数 (8 指数)

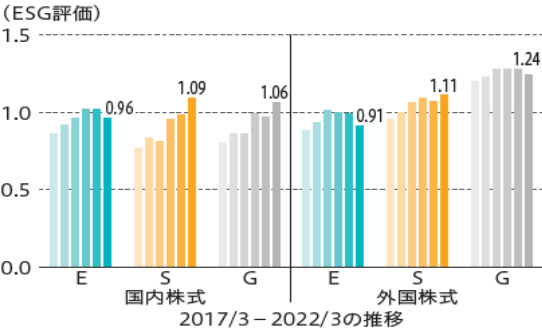
2022年3月末の投資額 12.1兆円



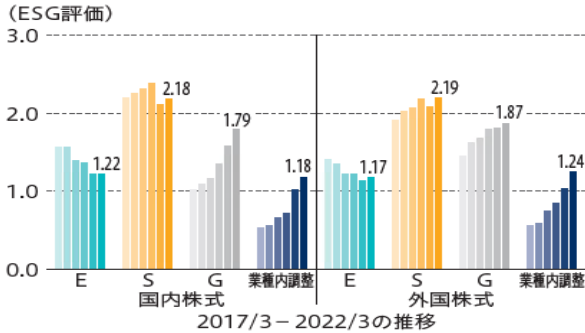
2020年度及び2021年度に採用

GPIFのポートフォリオに対するESG評価

FTSE社のESG評価の項目別推移



MSCI社のESG評価の項目別推移



1. 運用面

(1) 更なる運用・リスク管理の高度化

- 当面は市場変動が激しい状態が続く見込み。
- 約200兆円に達する資産の運用は難しく（市場影響、超過収益獲得など）、安定的・効率的な運用には更なる努力が必要。
- 運用の多様化・高度化等を通じ「データ」の重要性が高まっており、これはGPIFの強みでもある。

- ⇒ ① 安定的なポートフォリオの構築という成果の上に、アクティブ運用にも注力。
- ② ユニバーサルオーナーとして収集できる膨大な取引データ等を活用するため、データマネジメントの基礎となる情報処理プラットフォームを構築。
- ③ データサイエンス、金融工学の知見を組み合わせ、更なる運用・リスク管理の高度化を図る。

(2) ESG投資の深化

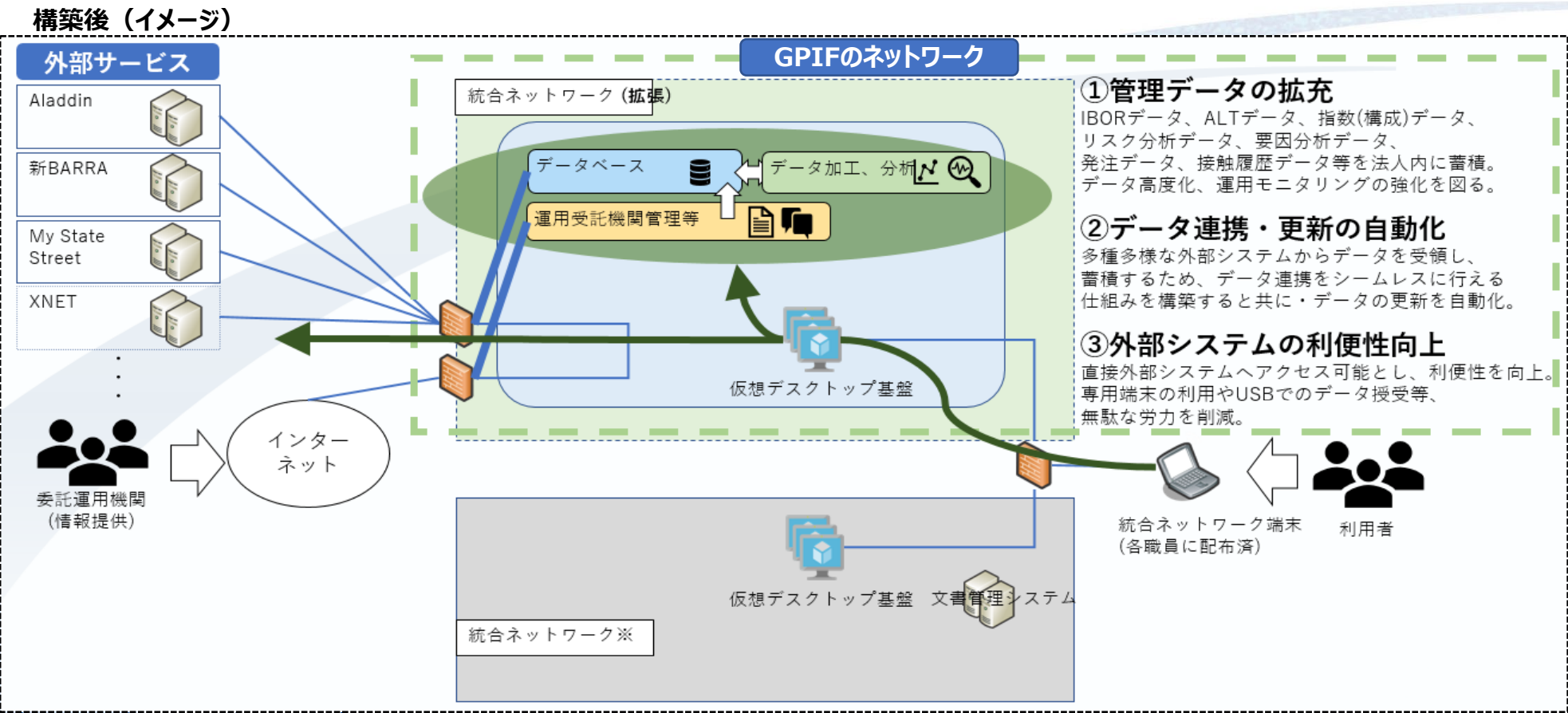
- ESG投資は、投資先及び市場全体の持続的な成長が、運用資産の長期的な拡大に必要であるとの考え方を踏まえ、被保険者の利益のために長期的な収益を確保する観点から行うもの。
- 直近ではロシアのウクライナ侵攻をきっかけにエネルギー問題が生じているが、長期的にみれば、脱炭素の重要性は変わらないものと考えられる。
- 足許では、人的資本、自然資本など、ESGのテーマに広がりがあり、これらの動きにも注目が集まっている。

- ⇒ これまでの投資成果の分析や新しい知見の収集・活用を通じて、長期的に取り組む。

情報処理プラットフォームの整備

現在は、法人ネットワーク（統合ネットワーク）と外部サービスが物理遮断されており、データの授受などについて、USBなどの電子媒体を用いて人が実施しているため、非効率かつミスが起きやすい。

喫緊の課題として、データ授受が正確かつ効率的に実施できる必要があることから、運用部門の業務効率性及びデータ利活用の向上の基礎となるインフラを構築。



2. 組織運営面

- コロナ禍の中でも、職員は新たな中期目標のもと、運用の多様化・高度化、機動的なリバランス等により増大した業務を円滑に処理。組織及び個人としての経験を蓄積。
- 職員採用も進め、職員数は13名（約10%）純増。多くは運用の多様化・高度化の中心となる運用専門職。
- しかし、データ分析や金融工学を担う人材を始め、今後も人員不足が継続する見込み。
- 海外資産の増加により、日本の長期休暇等における緊急対応も課題。

- ⇒
- ① 高度人材の確保・育成、キャリアパスの整備
 - ② マネジメントの強化 などを図る。

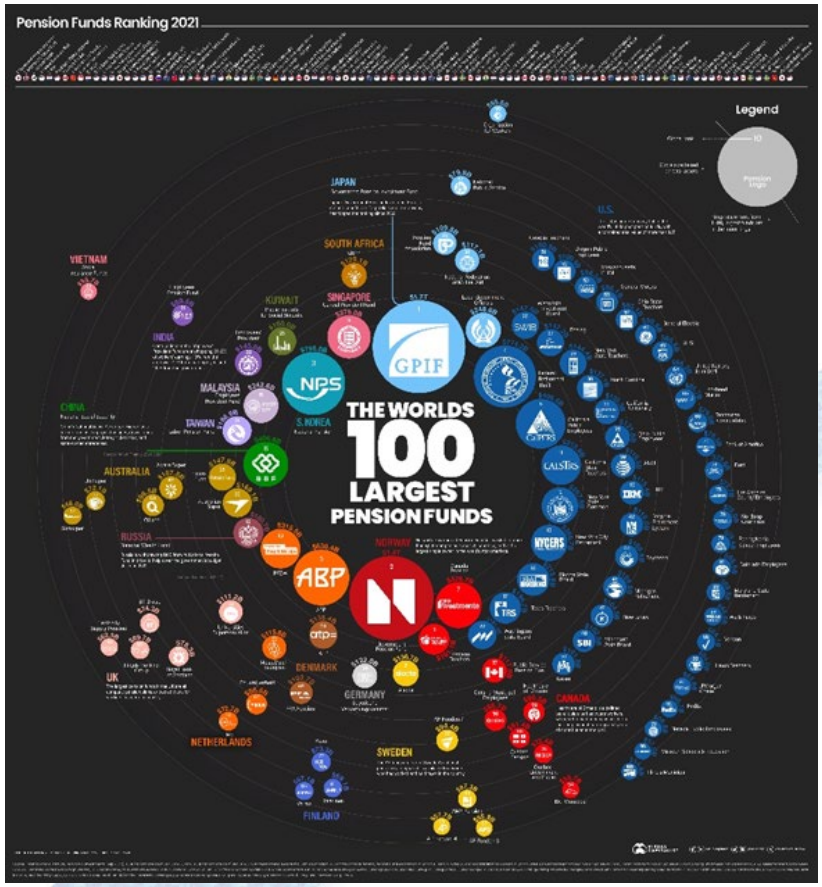
3. その他

- 年金積立金の自主運用を開始して21年半が経過。短期的な変動を繰り返しながらも着実に収益を積み上げ、累積収益額は約100兆円に達した。
- 2年半の間にTwitterのフォロワー数が倍増するなど、SNSで成果。

- ⇒ GPIFのファクトを発信することで、信頼を高めていく。

GPIFのファクトを発信

- SNSを通じて、年金運用のファクトを継続して伝えることで、積極的なイメージを発信。
 - ・ 年金積立金の役割
 - ・ GPIFは世界最大級の機関投資家
 - ・ 約100兆円の累積収益
 - ・ 長期分散投資や複利効果
 - ・ ESG投資の推進 など



<https://www.visualcapitalist.com> 11月24日リリース



YouTube 10分でわかるGPIFシリーズを公開

- 内外の取材等にも積極的に対応。



ハフポスト日本版 / KAORI NISHIDA

11月7日ハフポスト日本版にインタビュー記事掲載

https://www.huffpost.jp/entry/gpif-u30_ip_636227aae4b0ae77bc1f8b23

参考

第18回資金運用部会（令和4年7月25日）資料1-1から抜粋
 ※ 自己評価の「課題と対応」部分

○ デリバティブの活用

当法人は、必要な運用利回りを最小限のリスクで確保するため、基本ポートフォリオに基づく長期国際分散投資を行っている。運用収益は短い期間では大きく振れるものの、運用期間が長くなるほど、年率平均の収益の振れ幅を小さくする効果が期待できるためである。

一方、過去の市場の実績値を用いて、現行の基本ポートフォリオでの運用によるリターン分布を分析すると、長期（10年単位）ではすべてプラス収益となるが、単年度では▲20%強～+30%強となり、一時的には大きな評価損が発生する可能性があることが示唆される。

先物を始めとするデリバティブ取引は、一般にリスクが高く投機的とされる。しかしながら、現物株のリスク管理（損失の危険の管理）手段としては流動性や取引コスト等から有効であるため、現行法令において損失の危険の管理目的に限って利用することとされている。

当法人は、法令に基づき、令和3年度より株価指数先物の利用を開始し、リバランスを効率化することでリスク管理に役立てているが、今後も運用資産の増加が見込まれることを踏まえ、堅実な運用に努めつつ、更なる拡充に向けた検討を行う必要がある。

○ 運用の精緻化のためのシステム整備等

当法人は、必要な運用利回りを最小限のリスクで確保するため、基本ポートフォリオに基づく長期国際分散投資を行っている。今中期目標期間の2年間で運用資産額が大きく増加し、外国資産は、令和3年度末で約99兆円に達している。

今中期目標期間においては、新型コロナウイルス感染症、ロシアによるウクライナ侵攻等、市場に大きな影響を与えるイベントが発生・継続しており、今後も市場変動（ボラティリティ）が大きな状況が続くと見込まれる。

この環境下で、今中期目標期間において新たに運用目標とされた資産全体の複合ベンチマーク収益率を達成するためには、当法人がポートフォリオ全体のリスク管理の観点から自ら国内外の市場動向を常時把握し、機動的なリバランス等の検討・実行を行うことが不可欠となってきている。

この点、当法人は国内外の市場スケジュールを考慮に入れた運用に努めているものの、海外市場が日本の連休期間等に大きく動いて当法人の資産構成やリスク量が急変するケースでは至急の対応に限界が生じ、運用目標達成に課題となっている。

今後も運用資産の増加が見込まれることを踏まえ、中長期的に、運用業務の精緻化・効率化を図るため、リスク管理システムや発注システムの整備、海外市場で効率的・効果的に運用するための体制、情報セキュリティ対策等について検討する必要がある。