

GPIF関係

厚生労働省年金局

平成28年1月12日

目次

○ 株式運用に関する過去の議論	… 1
○ GPIF インハウス運用の対象・手法に関する制限など	… 5
○ デリバティブ取引について	… 6
○ GPIFの運用コストについて	… 8
○ インハウス運用のメリット・デメリットについて	… 9
○ 厚生年金基金及び確定給付企業年金（基金型）のインハウス運用について	…10
○ 諸外国の運用機関について	…12
○ 公的年金運用機関が母国市場に占める株式保有割合等について	…13
○ 諸外国の公的年金基金のインハウス運用	…14
○ GPIFのパッシブ運用及びアクティブ運用の比率について	…15
○ アクティブ運用に関する最近の指摘	…16
○ GPIFの株式資産の超過収益率（ベンチマーク収益率を超過する収益率）の状況	…17
○ LPS (Limited Partnership) について	…18
○ GPIFのオルタナティブ投資（インフラ共同投資）について	…19
○ 年金積立金の運用経緯（自主運用開始以降）	…20
○ 有識者会議（平成25年11月）報告書（抜粋）	…25
○ 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（抜粋）	…27

株式運用に関する過去の議論①

1. 年金資金運用基金の設立時(平成13年4月)の議論

年金自主運用検討会報告書(抜粋) 平成9年9月1日

4. 年金積立金運用の新たな仕組み (7)その他

運用に当たっては、国等が民間企業の経営を支配したり、これに影響を与えることがないよう、個別銘柄の選択を伴う運用については、民間運用機関の判断に任せるとともに、株主議決権の行使については、何らかの制限を検討することが必要である。

年金審議会「国民年金・厚生年金保険制度改正に関する意見」(抜粋) 平成10年10月9日

<新しい自主運用の在り方>

○自主運用に当たっては、将来にわたり年金給付が確実に行われるよう、安全確実な運用を行い、年金財政の安定を実現することを基本とし、運用リスクの管理に最大限努力すべきである。あわせて、運用収入によって将来の保険料負担の増加を抑制するため、効率的な運用を行うべきである。

このため、「年金自主運用検討会報告(平成9年9月)」及び「年金積立金の運用の基本方針に関する研究会報告(平成10年6月)」を踏まえ、市場を通じた運用を基本とした自主運用の具体的な仕組みを構築していく必要がある。その際、以下の点に特段の配慮を払うべきである。

- ・保険料拠出者の代表の参加を得て、その意向を十分反映させる。
- ・責任体制の明確化を図る。
- ・情報の公開と透明性の確保を図る。
- ・「運用の基本方針」を策定し、その下で安全・確実な運用を基本として効率的な運用を行う。
- ・有価証券市場への影響や株式投資による企業経営への影響が不適切なものにならないようにする。

IV 運用に当たっての留意事項

4. 個別銘柄株の選択及び株主議決権の行使の制限

株式運用において、個別銘柄の選択は、企業経営や他の投資家に与える影響を考慮し、基金が直接行うべきではない。

また、正当な投資収益を確保するために、必要に応じて議決権を行使することは、投資収益を目的とする株主としての当然の権利であるが、公的機関である基金が直接議決権を行使する場合、国が民間企業の経営を支配する、あるいはこれに影響を与えようとしているといった懸念を生じさせるおそれがあるので、基金が直接行うのではなく、運用を委託した民間運用機関の判断に委ねるべきである。

具体的には、基金は、運用受託機関への委託に際し、基金の資産を構成する株式に係る議決権の行使は専ら基金の経済的利益を増大させることを目的として行われるものであることを明示し、これを受けて当該株式を運用する運用受託機関は、議決権行使の目的は長期的な株主利益の最大化を目指すものであることを理解の上、その裁量に基づいて行うこととする。

基金は、このような株式議決権の行使に関する基本的考え方を「管理運用方針」に定めるとともに、議決権の行使に関する運用受託機関の方針や行使状況について報告を求めることとする。なお、企業に反社会的行為があった場合の運用受託機関の対応方針や対応状況についても基金は報告を求めることとする。

株式運用に関する過去の議論③

国会における議論(衆議院 厚生労働委員会)平成11年12月7日

○児玉委員

そこで、今お話しになったことに深く関連するのですが、積立金の運用を株式市場で行う、株に伴う議決権はどうなるのか、こういう問題が出てきます。

この点についても、私の質問に慶応大学の加藤教授は、コーポレートガバナンスの話だと思えます、企業統治の話ではないか、こう前置きされた上で、こうおっしゃった。国が株主として権利を行使するとすれば、やはり企業に対する経営の介入、これは間接的であっても経営に対する介入というふうになりますし、逆に、これだけ大きい金額を動かす機関投資家が一切それを行使しないということになれば、これは株主の責任はどうなるのか、企業の経営をチェックする機能というのが動かないのではないかと、こういう問題を含んでいると思えます。私は、これまた本質的な指摘だと思えます。

そして、先ほどの年金審議会の意見書の中でも「有価証券市場への影響や」、次の部分です、「株式投資による企業経営への影響が不適切なものにならないようにする。」まさにこの問題ではありませんか。国が私企業の株を取得して議決権を行使するとすれば、国が私企業に対して経営に介入することになる、それをしなかったら、株が紙くずになることについて、言ってみれば何らのチェックもできない。この問題について厚生省はどう考えますか。

○矢野政府参考人

コーポレートガバナンスの問題は非常に重要な課題だと私ども認識しております。そして、この解決のために私どもとしてはこういう手法を考えておるわけです。つまり、金融機関を通じて株式投資をするわけですので、民間金融機関が議決権を行使する場合に、基金と民間金融機関との間で、株主の利益を擁護する観点から一定のガイドラインをつくったらどうだろうか、そういうことで、株主権の行使というのは民間金融機関にやっていただくわけですし、その場合には株主の利益を高めるような考え方でその行使をしていただく、こういうことによってこの問題は解決しよう、こう考えております。

株式運用に関する過去の議論④

2. 年金資金運用分科会における株式運用に関する議論(平成15年)

社会保障審議会年金資金運用分科会「株式を含む分散投資の是非に関する意見」(抜粋)平成15年3月13日

4. 年金積立金の運用と国民経済との関係 (市場へのインパクト)

○ 巨額な年金積立金が株式投資を行うことにより、市場の価格形成を歪めないか、という点についても検討した。これについては、市場への資金投入及び回収を特定の時期に集中させないこと、同一企業発行銘柄への投資割合を制限することなど、市場の価格形成や民間の投資行動を歪めることがないよう配慮されている。今後とも、市場に影響を与えないよう、十分に配慮すべきである。

(民間企業支配のおそれ)

○ 年金積立金による株式保有は、議決権行使を通じて国による民間企業支配につながらないか、という点についても検討した。これについて、「運用の基本方針」においては、民間企業支配の懸念を生じないよう、年金資金運用基金が議決権行使を直接行うのではなく、民間の運用受託機関の判断に委ね、その上で運用受託機関の対応方針や行使状況について報告を求めるといった方式をとるよう定められている。また、年金資金運用基金は、個別銘柄の選択は行わないこととされている。今後とも、民間企業支配の懸念を生じないよう、十分に配慮すべきである。

5. 今後の課題等

○ まず、コーポレート・ガバナンス(企業統治)については、投資対象となる企業が、健全なガバナンスを確立し、効率的な経営により企業収益力を向上させるならば、公的年金にとっても運用成果の向上につながる。国が民間企業の経営に影響を与えないよう留意しつつ、コーポレート・ガバナンスへの関与のあり方について検討すべきである。

GPIFにおけるインハウス運用の対象・手法に関する制限など

「公的資金による企業支配との疑念を生じさせない」、「投機的な運用は行わない」という考えの下、
 ①インハウス運用(※1)における株式等(株式類似の出資証券等を含む)の保有を禁止、②同一企業が
 発行する株式の保有上限を設定(運用受託機関単位で当該企業の発行済株式総数の5%以下に制限)
 (※2)、③インハウス運用におけるデリバティブ取引のうち、先物取引について、市場デリバティブ取引は
 差金決済が可能(=少額の資金で多額の取引が可能)であることから禁止等の制限を設けている。

(※1) GPIFが運用指図を行うもの(直接保有及び特定信託)、(※2) GPIFの業務方針に規定

主な対象資産		運用可否	備考
伝統 四 資産	国内債券	○	同一銘柄への投資 を5%以下に制限 (注1)
	外国債券	○	
	国内株式	×	株式類似の出資証 券等を含む
	外国株式	×	
デリバティブ取引 (派生商品)		△	株式デリバティブ不可 投機的なもの不可 (注2)
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、不動産などへの直接投 資)		×	注3、注4
短期資産		○	

注1 : GPIFの業務方針に規定

注2 : デリバティブ取引については、以下の取引に限り認められている。

- ・債券先物
- ・債券オプション(店頭デリバティブ取引のうち外国で行われるものを除く)
- ・先物外国為替(市場デリバティブ除く)
- ・通貨オプション(市場デリバティブ除く)

注3 : 投資信託受益証券の取得を通じた運用(インハウス運用)は、委託運用と同じくGPIFが投資対象の運用指図を行わないため対象資産全般に認められている。

注4 : インフラストラクチャー、プライベートエクイティ、不動産は現中期計画に明記、その他のオルタナティブ資産への投資は運用委員会の議を経て決定するとされている。

デリバティブ取引とは

伝統的な金融取引(借入、預金、債券売買、外国為替、株式売買等)や実物商品、債券取引の相場変動によるリスクを回避するために開発された取引である。金融派生商品ともいう。

基本的なものとしては、

- 先物取引—その元になる金融商品(たとえば債券売買の場合は債券)について、将来売買を行うことをあらかじめ約束する取引
- オプション取引—将来売買する権利をあらかじめ売買する取引
- スワップ取引—将来の一定期間にわたり、あらかじめ決められた条件(固定金利と変動金利を交換等)に基づき、損益額を交換する取引

などや、これらを組み合わせた多種多様な取引がある。

デリバティブ取引利用の留意点

- もともと原資産の価格変動リスクのヘッジ(回避)を主な目的として登場したが、比較的少額の資金で多額の取引が行えることから、デリバティブ自体を対象とする投機や裁定を目的とした取引も行われている。
- デリバティブ取引はレバレッジ効果を有する(比較的少額の資金で多額の資金が行える)ため、投機を目的とした取引により、多額の損失が生じた事例も多く、現在では、ほとんどの金融機関ではデリバティブへの投資に対してリスクをモニタリングする仕組みが導入されている。

デリバティブ取引について②

デリバティブ取引の種類について

デリバティブは、取引が行われる場所により、大きく分けると以下の2種類に分けられる。

- 市場デリバティブ(上場デリバティブ)取引－金融商品市場で取引される取引
- 店頭デリバティブ取引－金融商品市場を介さず、当事者同士が相対で行う取引

主なデリバティブ取引について

下線のある取引については、GPIFにおいてインハウス運用が認められている。

先物取引

- 債券先物取引
- 為替先物取引(※1)
- 株価指数先物取引
- 金利先物
- 商品先物

など

オプション取引

- 債券オプション(※2)
- 通貨オプション(※1)
- 株価指数オプション

など

スワップ取引

- 金利スワップ
- 通貨スワップ
- 為替スワップ
- エクイティースワップ
- クレジット・デフォルト・スワップ(CDS)

など

※1 市場デリバティブ取引を除く

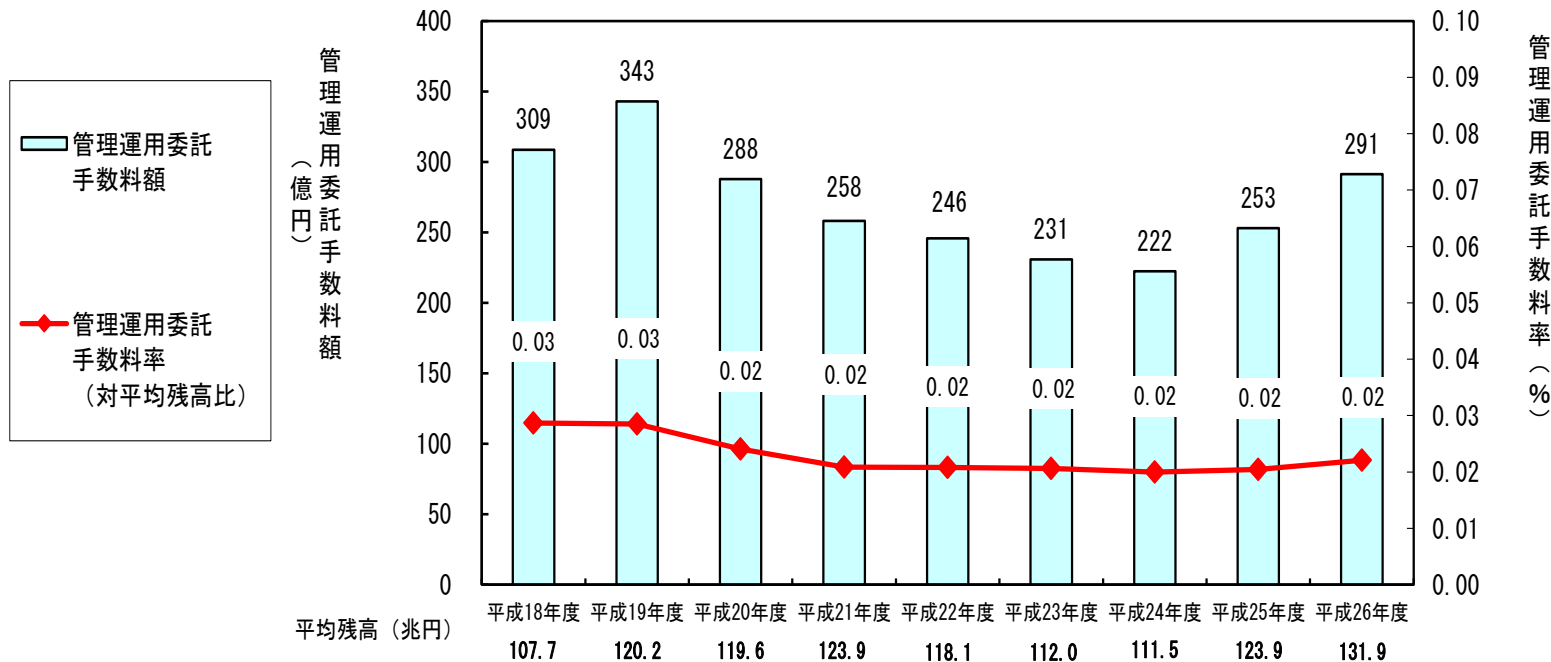
※2 店頭デリバティブ取引のうち外国で行われるものを除く

GPIFの運用コストについて

GPIFの平成26年度の運用コスト

総経費	310億円
うち 管理運用委託手数料	291億円
運用資産残高(平均残高)	131.9兆円
総経費/運用資産残高	0.02%
うち 管理運用委託手数料/運用資産残高	0.02%

管理運用委託手数料の推移



(注1) 自家運用の財投債ファンドについては、償却原価法による簿価の月末平均残高を用いています。

(注2) 管理運用委託手数料額は、億円未満を四捨五入しています。

インハウス運用のメリット・デメリットについて

【メリット】

- ① 外部運用機関に支払う委託手数料が削減できる。
- ② エージェンシーコストを削減できる。
- ③ 運用能力が向上する。
- ④ 商品選択の自由度が高まる。
- ⑤ 基金全体の機動的・効率的なコントロールが可能になる。

【デメリット】

- ① 運用体制の整備にコストがかかる。
- ② 総合的なリスク管理体制の構築・充実が求められる。
- ③ 運用マネージャーの処遇面での対応が必要となる。

出典：GPIF平成19年度委託調査研究「海外公的年金基金のインハウス運用に係る調査」

厚生年金基金及び確定給付企業年金（基金型）のインハウス運用について①

厚生年金基金及び確定企業給付年金（基金型）では、以下の要件を満たした場合、下表のとおり厚生年金基金等が自らが行う運用（インハウス運用）を行うことができる。

- ・運用に関する基本方針においてインハウス運用に関する業務を定めていること
- ・インハウス運用に係る業務を執行する理事を置いていること
- ・インハウス運用の執行に係る事務を的確に遂行可能な専門的知識及び経験を有する職員を置いていること

主な対象資産		厚生年金基金等		(参考) GPIF	
		運用可否	備考	運用可否	備考
伝統四資産	国内債券	○		○	
	外国債券	○		○	
	国内株式	△	パッシブ運用(有価証券指標(インデックス)の変動と一致する運用)は可(注1)(注2)	×	
	外国株式	×		×	
デリバティブ取引 (派生商品)		△	株式デリバティブ(株価指数先物、株価指数オプション)もヘッジ目的に限り可(注1) 投機的なもの不可	△	株式デリバティブ不可 投機的なもの不可
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、不動産などへの直接 投資)		×		×	注3
短期資産		○	コール資金の貸付、手形の割引が可(注1)	○	コール資金の貸付、手形の割引は不可

注1：資産管理機関（信託銀行）へ信託することが要件であり、運用方法を特定する信託による

注2：インデックスの変動との一致の状況の把握及び分析を正確に行うことができるシステムが構築されていることが要件

注3：投資信託受益証券の取得を通じた運用（インハウス運用）は、委託運用と同じくGPIFが投資対象の運用指図を行わないため対象資産全般に認められている。

厚生年金基金及び確定給付企業年金（基金型）のインハウス運用について②

1. 企業年金連合会（平成26年度）

（単位：百万円）

	国内債券	国内株式	外国債券	外国株式	短期その他	合計
自家運用	3,174,391	897,340	977,983	0	177,954	5,227,667
全体残高	3,943,986	2,073,970	2,398,492	2,808,428	1,481,835	12,706,711
自家運用比率	80.5%	43.3%	40.8%	0.0%	12.0%	41.1%

※平成26年度資産運用業務報告書より作成

2. 確定給付企業年金基金（平成25年度）

○3基金が自家運用を行っている。 （単位：百万円）

	自家運用	基金全体	比率
A基金	1,190	163,496	0.7%
B基金	13,444	46,884	28.7%
C基金	19,158	279,522	6.9%
計	33,792	489,902	6.9%

※平成25年度確定給付企業年金基金事業報告書より作成

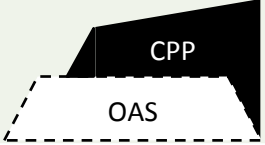


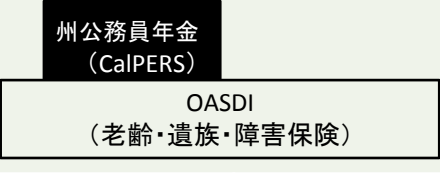
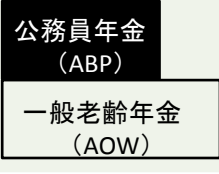
3. 厚生年金基金（平成25年度）

○1基金のみが自家運用を行っている。 （単位：百万円）

	自家運用	基金全体	比率
D基金	301	75,582	0.4%
計	301	75,582	0.4%

※平成25年度厚生年金基金資産運用業務報告書より作成

諸外国の運用機関について

	カナダ (CPPPIB)	スウェーデン (AP1~4)	韓国 (NPS)	米国 (OASDI及びCalPERSの例)		オランダ (ABP)	
概要	カナダ年金プラン(CPP)の積立金を管理運用	NDC制度におけるバッファ基金を管理運用	国民年金制度の積立金を管理運用	<ul style="list-style-type: none"> 連邦政府の社会保障年金制度の積立金(OASDI) カリフォルニア州公務員等を対象とした年金の積立金を管理運用(CalPERS) 		オランダの公務員を対象とした年金制度(ABP)の積立金を管理運用	
制度体系 (※黒地は積立金を市場運用している制度部分)							
	2階建て 1階:(基礎年金;OAS)は税方式 2階(所得比例年金;CPP)は強制加入	1階建て 保証年金は税財源 所得比例部分(NDC)は全額保険料	1階建て ※一定の所得水準に満たない無年金・低所得高齢者に対して租税を財源とする無拠出制年金を支給(加入者平均所得月額5%)する仕組みがある。	OASDI	CalPERS	ABPはオランダの年金制度の2階部分に該当 AOWは賦課方式(保険料を積み立てて運用する制度ではない)	
	制度対象	一般国民	一般国民	一般国民	一般国民	州公務員等(職域年金)	公務員等(職域年金)
	拠出	被用者:労使折半 自営業者:全額本人負担	労使按分	被用者:労使折半 自営等:全額本人負担	被用者:労使折半 自営業者:全額本人負担	労使按分	労使折半
積立or賦課	賦課方式	賦課方式	賦課方式	賦課方式	積立方式	積立方式	
運用	資金規模	約26兆円(H27.6月末)	約18兆円(H27.6月末)	約51兆円(H27.3月末)	約334兆円(H26.12月末)	約37兆円(H27.6月末)	約49兆円(H27.6月末)
	市場運用スタイル	インハウス中心	インハウス中心	インハウス中心	市場運用は行っていない。 (非市場性の米国債を保有)	インハウス中心	インハウス中心
	オルタナティブ投資	○	○	○		○	○
	執行職員数	約1,157名(H27.3月末)	213名(AP1~4合算)(H25.12月末)	199名(投資部門)(H25.12月末)		約270名(運用部門職員)(H23.9月末)	約650名(APG運用部門)(ABPは27名)

(備考) 年金と経済(2014.4)をもとに厚生労働省作成

※ ドイツ、イギリス、イタリアについては、保有する積立金がない、ないしは、少ないことから、大規模な市場運用は行われていない。

公的年金運用機関が母国市場に占める株式保有割合等について

	(円ベース:兆円)			
	運用資産残高	国内株式 資産額(比率)	国内市場規模	市場に占める 保有割合
	(A)	(B)	(C)	(B/C)
OASDI(米国) ^(注1)	334.4	0.0 (0.0%)	2,689.4	—
カルパース(米国) ^(注2)	35.9	10.0 (27.7%)	2,705.1	0.4%
CPPIB(カナダ)	25.1	1.6 (6.2%)	171.9	0.9%
NPS(韓国) ^(注3)	53.6	10.2 (19.1%)	81.9	12.5%
ABP(オランダ) ^(注4)	48.1	0.4 (0.9%)	46.2	0.9%
GPIF(日本)	137.5	31.7 (23.0%)	414.8	7.6%

※下記に記載のある場合を除き、データは平成27年3月31日基準のものを使用

(注1) OASDI(米国)の資産残高/国内株式比率とも2014年12月末のデータを利用(全額が非市場性の財務省証券)。

(注2) カルパースの国内株式比率は2015年6月末時点のデータを利用(資産額は2015年3月末時点)。

(注3) NPS(韓国)は資産残高/国内株式比率とも2015年10月末時点のデータを利用(四半期毎のデータ開示なし)。

(注4) ABP(オランダ)の国内株式比率は2014年12月末時点のデータを利用(資産額は2015年3月末時点)。

【市場規模に関する留意事項】

・市場規模はMSCI IMI Index(大型、中型、小型で構成)の各国の時価総額を使用(同指数は各国の浮動株調整後株式市場の時価総額の99%をカバー)。

・国内市場規模はMSCIのデータを元にラッセル・インベストメント株式会社が作成。

・MSCIインデックスに関する著作権及びその他知的財産権はすべてMSCI Inc.に帰属しており、その許諾なしにコピーを含め電子的、機械的な一切の手段その他、あらゆる形態を用い、インデックスの全部または一部を複製、配付、使用することは禁じられています。またこれらの情報は信頼のおける情報源から得たものでありますが、その確実性および完結性をMSCI Inc.は何ら保証するものではありません。

・インデックスは資産運用管理の対象とはなりません。また、インデックス自体は直接的に投資の対象となるものではありません。インデックスには運用報酬がかかりません。

諸外国の公的年金基金のインハウス運用

インハウス運用(※)実施状況

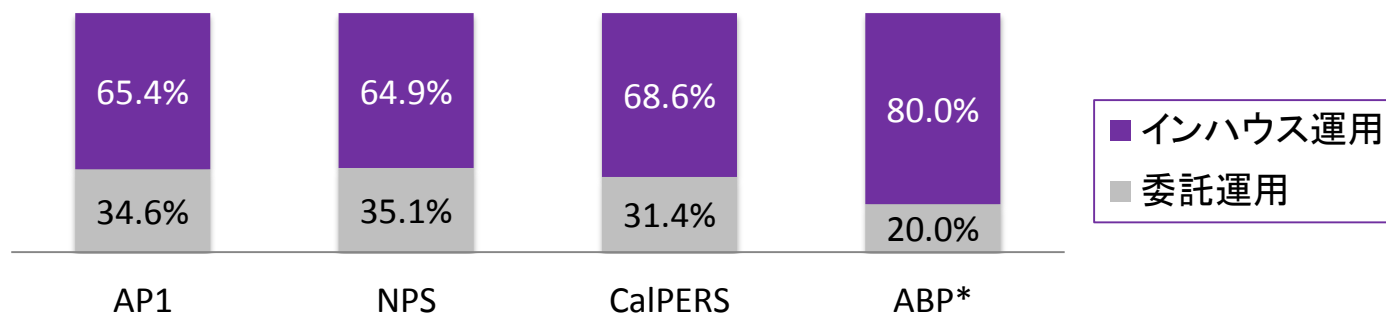
※「インハウス運用」の定義が各基金によって異なるが、「自らの判断で投資を行っているかどうか」を基準としている。

		CPPIB (カナダ)	AP1 (スウェーデン)	NPS (韓国)	CalPERS (米・カリフォルニア州)	ABP (オランダ)
伝統的資産	国内債券	○	○	○	○	○
	国内株式	○	○	○	○	○
	外国債券	○	○	○	×	○
	外国株式	○	○	○	○	○
オルタナティブ	不動産	○	○	○	×	○
	PE	○	×	○	×	○
	インフラ	○	不明	○	×	○
	ヘッジファンド	○	不明	—	×	○

○: インハウス運用(一部または全て)、×: 全て委託運用、—: 投資実績なし

※それぞれ2014年のアニュアルレポートより。ABPは運用を行っている子会社APGで代替。

インハウス運用と委託運用の割合



※それぞれ2014年のアニュアルレポートの実績数値より算出。ABPのインハウス運用比率は運用を行っている子会社APGのインハウス運用比率を記載。なお、CPPIBのインハウス運用比率は公表資料からは不明のため割愛

GPIFのパッシブ運用及びアクティブ運用の比率について

1. 平成26年度の資産別、パッシブ運用及びアクティブ運用別の運用資産額

		時価総額	構成割合
運用資産合計		137兆4,769億円	100.00%
市場運用	計	132兆4,648億円	96.35%
	パッシブ運用	111兆1,531億円	80.85%
	アクティブ運用	21兆3,116億円	15.50%
財投債		5兆122億円	3.65%

		時価総額	構成割合
運用資産合計		137兆4,769億円	100.00%
国内債券	計	51兆6,915億円	37.60%
	パッシブ運用	44兆5,064億円	32.37%
	アクティブ運用	7兆1,851億円	5.23%
国内株式	計	31兆6,704億円	23.04%
	パッシブ運用	27兆4,629億円	19.98%
	アクティブ運用	4兆2,075億円	3.06%
外国債券	計	18兆1,815億円	13.23%
	パッシブ運用	12兆7,006億円	9.24%
	アクティブ運用	5兆4,809億円	3.99%
外国株式	計	30兆772億円	21.88%
	パッシブ運用	26兆4,832億円	19.26%
	アクティブ運用	3兆5,939億円	2.61%
短期資産（アクティブ運用）		8,441億円	0.61%
財投債		5兆122億円	3.65%

2. パッシブ運用及びアクティブ運用の割合の推移

		13年度末	14年度末	15年度末	16年度末	17年度末	18年度末	19年度末	20年度末	21年度末	22年度末	23年度末	24年度末	25年度末	26年度末
国内債券	パッシブ	50.67%	61.36%	75.47%	78.58%	79.88%	77.97%	80.87%	82.26%	83.09%	82.05%	81.61%	90.48%	90.13%	86.10%
	アクティブ	49.33%	38.64%	24.53%	21.42%	20.12%	22.03%	19.13%	17.74%	16.91%	17.95%	18.39%	9.52%	9.87%	13.90%
国内株式	パッシブ	44.24%	70.84%	77.02%	76.87%	76.19%	76.27%	76.41%	75.73%	75.26%	75.26%	76.23%	78.78%	87.69%	86.71%
	アクティブ	55.76%	29.16%	22.98%	23.13%	23.81%	23.73%	23.59%	24.27%	24.74%	24.74%	23.77%	21.22%	12.31%	13.29%
外国債券	パッシブ	71.42%	76.85%	73.30%	72.45%	72.04%	71.91%	72.31%	71.71%	70.93%	70.62%	70.87%	70.60%	71.70%	69.85%
	アクティブ	28.58%	23.15%	26.70%	27.55%	27.96%	28.09%	27.69%	28.29%	29.07%	29.38%	29.13%	29.40%	28.30%	30.15%
外国株式	パッシブ	53.25%	79.03%	81.56%	79.86%	79.69%	79.85%	82.94%	85.35%	85.59%	86.23%	86.01%	86.74%	89.37%	88.05%
	アクティブ	46.75%	20.97%	18.44%	20.14%	20.31%	20.15%	17.06%	14.65%	14.41%	13.77%	13.99%	13.26%	10.63%	11.95%
合計	パッシブ	50.07%	65.54%	74.89%	77.78%	78.06%	77.22%	79.53%	80.47%	79.67%	78.13%	76.65%	84.50%	86.00%	83.91%
	アクティブ	49.93%	34.46%	25.11%	22.22%	21.94%	22.78%	20.47%	19.53%	20.33%	21.87%	23.35%	15.50%	14.00%	16.09%

アクティブ運用に関する最近の指摘

◎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会議(平成25年11月) 報告書(抜粋)

3 ポートフォリオ (運用対象)

② アクティブ比率

各資金とも、現状では、ポートフォリオにおけるアクティブ運用の比率は総じて低くなっているが、各資金の規模・性格に応じて、アクティブ運用の比率を高めることについて検討を行うべきである(注3)。

なお、アクティブ運用においては、取引手数料、運用報酬等のコストが上昇し、パッシブ運用に比べてネットのリターンが必ずしも増加するかどうか明らかでない場合もある。ただし、規模の大きい運用機関であれば、必要な人員の確保や体制の整備に相応の時間を要するものの、自家運用により委託運用と比較してコストを抑えられる可能性がある。

こうした中、運用の機動性・柔軟性を高めつつ、リスク管理を効率的に実施する観点から、運用対象の多様化の一環として、アクティブ運用の一部をベビーファンドとして特別に管理することも考えられる。

(注3) アクティブ運用比率を高めることは、市場の効率性の向上にも資するものと考えられる。

(注4) 運用方法については、アクティブかパッシブかという観点のほか、自家運用か委託運用かという観点もある。

各資金とも、現状では、資金運用の大部分を外部機関に委託しているが、自家運用を通じ、運用に関する知識・経験や市場情報の蓄積も期待できる。

◎社会保障審議会年金部会 年金財政における経済前提と積立金運用のあり方に関する専門委員会(平成26年3月)

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(抜粋)

7 アクティブ運用等について

- 現代ポートフォリオ理論から見るとパッシブ運用は合理的だが、市場の歪みの存在等、現代ポートフォリオ理論が常に妥当するとは限らない。このため、収益最大化の努力が年金財政の強化に貢献するとの考え方に立てば、前述の通り、確たる根拠のある場合には、より高い収益を求めアクティブ運用を認めるという既存の方針を維持するとともに、そのためのたゆまぬ検討を明示的に求める。
- 具体的なアクティブ運用の在り方については、前述の通り、資金運用について一般に認められた知見に基づき、基本的にGPIFにおいて検討すべきであり、あらかじめ「パッシブ運用中心」を示す必要はない。
- なお、アクティブ比率の向上のためには、運用資産の多様化の議論同様、超過収益率が獲得できる新たな手法や優れたアクティブマネージャーの輩出等運用環境の整備が図られることが重要である。
- ベンチマークについては、運用収益向上の観点から、伝統的な時価総額型インデックスのみならず、ROEなど企業収益等に着目したファンダメンタル・インデックスの活用等を検討すべきである。
- GPIFは、外部運用機関の優れたノウハウ等を活用する委託運用を中心に行っており、運用受託機関の選定・管理・監督が重要な業務であるが、運用コストの低減や運用に関する知識・経験等の蓄積も期待できることから、インハウス運用の活用も検討すべきである。

GPIFの株式資産の超過収益率(ベンチマーク収益率を超過する収益率)の状況

国内株式

		17年度	18年度	19年度	20年度	21年度	22年度	23年度	24年度	25年度	26年度	直近5年間 (年率)	直近10年間 (年率)
ベンチマーク収益率		47.85%	0.29%	-28.05%	-34.78%	28.47%	-9.23%	0.59%	23.82%	18.56%	30.69%	11.87%	4.59%
超過収益率		+2.29%	+0.18%	+0.08%	-0.77%	+0.93%	+0.19%	-0.02%	-0.42%	-0.47%	-0.21%	-0.16%	+0.07%
パッシブ運用	超過収益率	+1.17%	+0.28%	+0.12%	-0.05%	+0.13%	+0.03%	+0.11%	-0.06%	-0.49%	-0.08%	-0.08%	+0.09%
	パッシブ比率	76.29%	76.28%	76.05%	76.37%	75.36%	75.31%	76.04%	78.15%	80.86%	87.50%	-	-
アクティブ運用	超過収益率	+6.21%	-0.16%	-0.04%	-2.84%	+3.43%	+0.69%	-0.28%	-1.63%	-0.09%	-1.13%	-0.40%	+0.03%
	アクティブ比率	23.71%	23.72%	23.95%	23.63%	24.64%	24.69%	23.96%	21.85%	19.14%	12.50%	-	-

外国株式

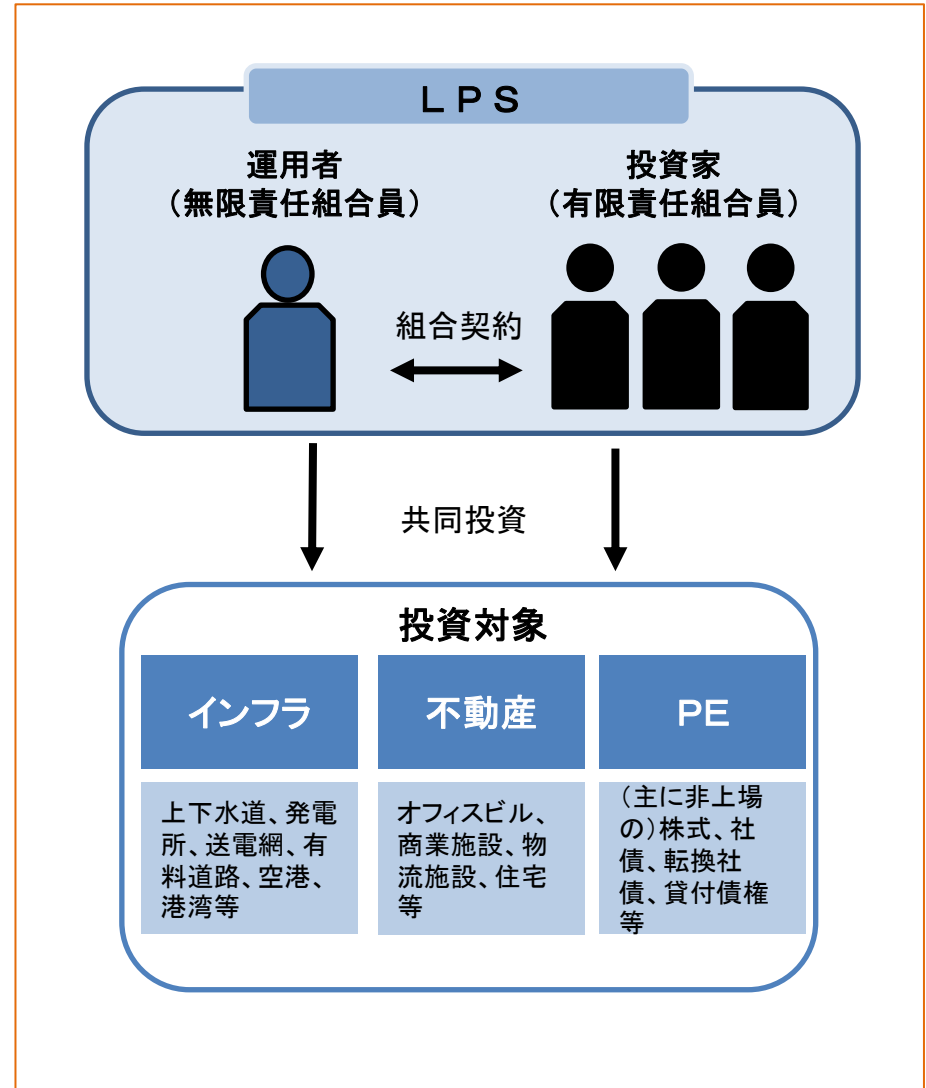
		17年度	18年度	19年度	20年度	21年度	22年度	23年度	24年度	25年度	26年度	直近5年間 (年率)	直近10年間 (年率)
ベンチマーク収益率		28.31%	17.67%	-16.92%	-43.42%	46.52%	2.27%	0.34%	28.78%	32.09%	22.31%	16.38%	8.30%
超過収益率		-0.11%	-0.17%	-0.19%	+0.21%	-0.41%	-0.08%	+0.14%	+0.13%	-0.10%	-0.04%	+0.01%	-0.03%
パッシブ運用	超過収益率	+0.07%	+0.04%	+0.07%	+0.15%	-0.09%	+0.01%	+0.04%	-0.00%	+0.04%	-0.00%	+0.02%	+0.05%
	パッシブ比率	79.79%	79.77%	81.44%	84.38%	85.57%	85.86%	86.12%	86.10%	88.83%	88.85%	-	-
アクティブ運用	超過収益率	-0.86%	-0.95%	-1.28%	+0.57%	-2.51%	-0.62%	+0.76%	+0.98%	-1.03%	-0.44%	-0.05%	-0.43%
	アクティブ比率	20.21%	20.23%	18.56%	15.62%	14.43%	14.14%	13.88%	13.90%	11.17%	11.15%	-	-

LPS (Limited Partnership) について

LPSとは

- 法令や契約により設立され、組合員が共同で主として投資事業を行う組合
- 組合の業務を執行し、債務について無限責任を負う運用者(無限責任組合員)と
- 債務について有限責任を負う投資家(有限責任組合員)によって構成
- 年金基金がインフラ、不動産、プライベートエクイティ(PE)などのオルタナティブ投資を行う場合においては、有限責任を担保することが必要
- 海外の年金基金等においてはオルタナティブ投資を行う場合にLPSが活用されている。

※国内で組合を設立する場合には、投資事業有限責任組合契約に関する法律に基づく組合契約による。



GPIFのオルタナティブ投資(インフラ共同投資)について

「オルタナティブ投資スキームについての調査研究」(平成24年度実施)により、以下の点から検討に値すると報告

- ① 流動性の犠牲に伴うプレミアムの獲得、分散投資による効率性の向上を期待
- ② インフラ投資等を目的とする投資信託に直接投資する方法
- ③ インフラ投資等の運用実績を蓄積した国内外の機関投資家との連携による投資能力の活用や知見の吸収



調査研究の結果とインフラ投資の特徴を踏まえ、実施に向けてGPIFにおいて検討



運用委員会において、実施の必要性を審議

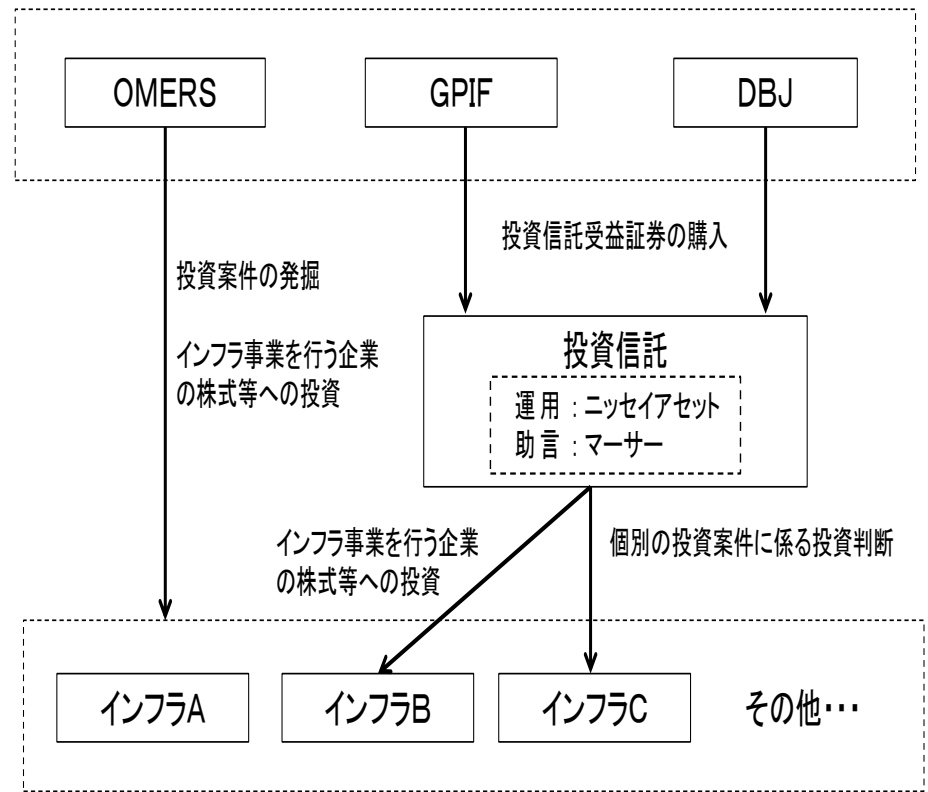


国内外の機関投資家との共同投資協定に基づくインフラストラクチャー投資の開始(平成26年2月)

- 外貨建て投資信託受益証券ファンドの設定(自家運用)
- 管理運用方針の改正
- 外貨建て投資信託受益証券ファンドに係る運用及び執行のガイドラインの制定

インフラ共同投資のスキーム(概要)

共同投資協定の締結



年金積立金の運用経緯(自主運用開始以降)①

＜運用手法、運用対象等に関する取組み＞

＜主な出来事＞

平成13年度

年金資金運用基金の設立。自主運用を開始－基本ポートフォリオを含む運用の基本方針を厚労大臣が定め、年金資金運用基金が運用の基本方針に即して管理運用を実施
 ▶ パッシブ運用中心、国内債券中心の運用

○投資一任契約での運用開始

平成14年度

エンロン・ワールドコム事件による世界的な株安

平成16年度

○財政再計算結果に基づく基本ポートフォリオ見直し

平成18年度

運用に特化した専門組織として年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）設立
 基本ポートフォリオや管理運用の基本的な方針を含む中期計画はGPIFが策定し、厚労大臣が認可
 ▶ パッシブ運用を原則、国内債券中心の運用

○外国債券アクティブ運用のベンチマークを非国債（公共債、社債など）を含むものに変更

平成19年度

▶海外公的年金基金のインハウス運用に関する調査

平成20年度

▶オルタナティブ投資(内外不動産投資)に関する調査

平成21年度

▶エマージング株式及び債券の投資に係る包括的な調査研究

平成22年度

▶海外インフラ投資に関する調査研究
 ▶プライベート・エクイティ投資に関する調査研究

リーマン・ショックによる世界的な金融不安

年金積立金の運用経緯(自主運用開始以降) ②

<運用手法、運用対象等に関する取組み>

<主な出来事>

平成23年度

- キャッシュ・アウト等対応ファンドの設置
- エマージング株式運用受託機関の選定

平成24年度

▷GPIFにおけるオルタナティブ投資スキームについての調査研究

平成25年度

- 中期目標期間中の検証に基づく基本ポートフォリオ見直し
- インフラストラクチャー共同投資の導入（投資信託受益証券の取得を通じた投資）
- ▷非時価総額加重平均型ベンチマークの活用についての調査研究
- 「J P X日経400」やJ-REITを含むインデックス等を新たに採用

日銀の「量的・質的金融緩和」の導入決定

公的・準公的資金の運用・リスク管理等の高度化に関する有識者会議（平成25年11月）

<運用対象に関する主な内容>

- 市場環境の整備状況を踏まえつつ、リスク管理体制の構築を図った上で、新たな運用対象（例えば、REIT・不動産投資、インフラ投資、ベンチャー・キャピタル投資、プライベート・エクイティ投資、コモディティ投資など）を追加することにより、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
- 各資金の規模・性格に応じて、アクティブ運用の比率を高めることについて検討を行うべき
- 運用方法については、アクティブかパッシブかという観点のほか、自家運用か委託運用かという観点もある。各資金とも、現状では、資金運用の大部分を外部機関に委託しているが、自家運用を通じ、運用に関する知識・経験や市場情報の蓄積も期待できる

年金積立金の運用経緯(自主運用開始以降) ③

<運用手法、運用対象等に関する取組み>

<主な出来事>

平成25年度
(続き)

社会保障審議会年金部会 年金財政における経済前提と積立金運用のあり方に関する専門委員会
(平成26年3月) 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

<運用手法、運用対象等に関する主な内容>

- 具体的な運用手法等については、基本的にはGPIFに委ねるのが適当
- デフレ脱却を図り、適度なインフレ環境に移行しつつあるわが国経済の環境においては、あらかじめ国内債券中心を示す必要はなく、GPIFにおいてポートフォリオを検討すべき
- 具体的な運用対象の多様化については、基本的にGPIFにおいて検討すべき
- 具体的なアクティブ運用の在り方については、基本的にGPIFにおいて検討すべきであり、あらかじめ「パッシブ運用中心」を示す必要はない
- 運用コストの低減や運用に関する知識・経験等の蓄積も期待できることから、インハウス運用の活用も検討すべき

平成26年度

- 日本版スチュワード・シップコードの受入れ
- 外国株式パッシブ運用におけるエマージングを含むベンチマークへの変更及び証券貸付運用の開始
- 国内債券アクティブ運用における物価連動国債運用の開始
- トランジション・マネジャー（資産の移管業務を効率的に行うための業務委託先）の選定

平成26年財政再計算結果に基づく基本ポートフォリオの見直し

- 基本ポートフォリオ上のオルタナティブ資産の位置付けを明記

- ▷ GPIFにおけるスチュワードシップ責任及びESG投資のあり方に関する調査研究

日銀の「量的・質的金融緩和」の
拡大

年金積立金の運用経緯(自主運用開始以降) ④

<運用手法、運用対象等に関する取組み>

<主な出来事>

平成27年度

第3期中期計画において、

- パッシブ運用とアクティブ運用の併用
- インハウス運用の活用の検討
- 運用対象の多様化

などを明記

○国連責任投資原則への署名

○ハイイールド債券、エマージング債券の運用受託機関の選定

【参考】主な市場指標の推移と主な出来事について

長期金利(10年)と日経平均株価の推移



3 ポートフォリオ (運用対象)

① 運用対象の多様化

GPIF等については、年金財政における給付と負担の長期的な見通しの下で、内外の先進的な公的年金資金運用機関を参考にして、市場環境の整備状況を踏まえつつ、後述するリスク管理体制の構築(Ⅲ 2 ②参照)を図った上で、新たな運用対象(例えば、REIT・不動産投資、インフラ投資、ベンチャー・キャピタル投資、プライベート・エクイティ投資、コモディティ投資など)を追加することにより、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である。

なお、新たな運用対象を追加する場合には、資金の性格を踏まえた上で、国民の理解を得るため、説明責任を果たすことが求められる。

(注2) 運用の多様化により、ソブリン・ウェルス・ファンドとみなされる可能性もあるが、2008年に国際的に合意された行動規範(サンティアゴ原則)に従っている限り問題は生じないとの指摘があった。

② アクティブ比率

各資金とも、現状では、ポートフォリオにおけるアクティブ運用の比率は総じて低くなっている(例えば、GPIFの国内株式運用で約2割)が、各資金の規模・性格に応じて、アクティブ運用の比率を高めることについて検討を行うべきである(注3)。

なお、アクティブ運用においては、取引手数料、運用報酬等のコストが上昇し、パッシブ運用に比べてネットのリターンが必ずしも増加するかどうか明らかでない場合もある。ただし、規模の大きい運用機関であれば、必要な人員の確保や体制の整備に相応の時間を要するものの、自家運用により委託運用と比較してコストを抑えられる可能性がある。

こうした中、運用の機動性・柔軟性を高めつつ、リスク管理を効率的に実施する観点から、運用対象の多様化の一環として、アクティブ運用の一部をベビーファンド(Ⅱ 3 ⑥参照)として特別に管理することも考えられる。

(注3) アクティブ運用比率を高めることは、市場の効率性の向上にも資するものと考えられる。

(注4) 運用方法については、アクティブかパッシブかという観点のほか、自家運用か委託運用かという観点もある。各資金とも、現状では、資金運用の大部分を外部機関に委託しているが、自家運用を通じ、運用に関する知識・経験や市場情報の蓄積も期待できる。

③ パッシブ運用のベンチマーク

ベンチマークについては、その選択に工夫を凝らすこと等によりリターンの向上を目指すことが望ましい。各運用機関は、株式のパッシブ運用のベンチマークについて、東証1部上場全銘柄を対象とするTOPIXを忠実にトラックしている場合が多いが、その対象先の中には、十分な収益性等が認められない先も含まれることから、インデックスからのかい離を許容したり、より効率的な運用が可能となる指数(例えば、日本取引所グループと日本経済新聞社が共同で開発し、平成26年初より算出を開始する予定のROE等も考慮した新たな株価指数(JPX日経400)等)を利用したりするなどの改善策について検討すべきである。また、資金によっては、債券投資においてもインデックス運用を行っている場合があるが、そうした運用がリスク管理の観点から合理的かどうかについて、改めて検討すべきである。

④ ポートフォリオやヘッジ方針の機動的な見直し

各資金のポートフォリオについては、長期的な運用の実施により効率化が図られるほか、リバランスの実施により金融市場の過度な変動が抑えられる面もあるものの、経済環境や市場環境の変化が激しい最近の傾向を踏まえれば、適宜点検し、必要に応じて見直すことが重要である。このため、各資金の規模・性格を踏まえつつ、ヘッジ方針等を含めポートフォリオのより機動的な見直しについて検討すべきである。

⑤ 海外資産運用比率

海外資産運用比率を高めることは、分散投資を進める効果があるほか、積立金の取崩し時に国内市場への影響が小さいというメリットがある反面、国内運用資産の減少が国内経済に影響を与える可能性があることから、各資金において適切に判断する必要がある。

⑥ ベビーファンド

ベビーファンドとは、基本ポートフォリオの中で一定の資金額を設定し、ある程度の独立性を持たせて柔軟な運用を行う(外部委託又は自家運用)ものであり、アセットクラスをまたがる運用を任せる場合や、新たな運用対象を一括して任せる場合などが考えられる。外部委託の場合には、リスク許容度を示した上で、アセットクラスの提案を受けて委任するような運用形態も考えられる。比較的小規模なファンドであるので、ポートフォリオの大きな変更も市場インパクトなく行うことができる、という利点もある。

4 運用手法等の具体的な検討の在り方について

- GPIFについては、運用の専門組織として設立されていること等を踏まえ、運用目的・目標等に沿った具体的な運用手法等については、資金運用について一般に認められた知見に基づき、基本的には、運用の専門家であるGPIFに委ねるのが適当である。
- なお、年金積立金は、被保険者から徴収された保険料の一部であり、その運用は、年金財政・制度と密接に関係することから今後とも、財政検証の際等必要に応じ、本専門委員会や拠出者の立場から労使代表も参画する年金部会のような場で審議することが適当である。
- また、国民に対する説明責任を果たすため、新たな運用対象を追加する場合を始め年金積立金の運用手法等については運用及び年金財政に対する影響等も踏まえつつ、国民に対する説明を一層工夫・充実させるべきである。
- 新たな運用対象の追加等にも応じ、運用の専門組織としてふさわしく、高度な専門性を持った質の高い人材を確保・育成していくべきではないか。また、今後とも、年金積立金運用の信頼確保のため、コンプライアンス等の確保に努めるべきである。

5 全額国債運用・国内債券中心の運用について

- 年金積立金の運用目的は、年金財政の安定化等であり、それに則した資産構成割合とすべきである。
- 安全かつ効率的な運用を行うためには、年金財政上必要な利回りを最小限のリスクで運用すべきであり、具体的な運用手法については、前述の通り、資金運用について一般に認められた知見に基づき、基本的にGPIFにおいて検討すべきである。
- 従前のデフレ下では「国内債券中心の運用」が安全かつ効率的な運用であったが、デフレ脱却を図り、適度なインフレ環境に移行しつつある我が国経済の環境においては、あらかじめ「国内債券中心」を示す必要はなく、GPIFにおいて、フォワードルッキングの視点も踏まえ、運用目的・運用目標に則したポートフォリオを検討すべきである。

6 運用対象資産の多様化等について

- 今後とも、市場性等が確保されたこれまでの運用対象資産が基本となると考えられるが、新たな運用対象についても、被保険者の利益に資することを前提に、物価連動国債や安定的な事業収入が見込まれるREIT等を始め、年金資金運用の観点から幅広く検討を行う。
- 具体的な運用対象資産の多様化については、前述の通り、資金運用について一般に認められた知見に基づき、基本的にGPIFにおいて検討すべきである。
- その際、非伝統的資産は、市場性や収益性、個別性、取引コストや情報開示の状況など、従来の伝統的資産とはリスク等が異なる点も多く、運用側の能力向上等のみでは対応できないことから、各資産の確かな収益力の向上や流通市場の整備等、市場環境の整備を十分踏まえた対応が必要である。

7 アクティブ運用等について

- 現代ポートフォリオ理論から見るとパッシブ運用は合理的だが、市場の歪みの存在等、現代ポートフォリオ理論が常に妥当するとは限らない。このため、収益最大化の努力が年金財政の強化に貢献するとの考え方に立てば、前述の通り、確たる根拠のある場合には、より高い収益を求めアクティブ運用を認めるという既存の方針を維持するとともに、そのためのたゆまぬ検討を明示的に求める。
- 具体的なアクティブ運用の在り方については、前述の通り、資金運用について一般に認められた知見に基づき、基本的にGPIFにおいて検討すべきであり、あらかじめ「パッシブ運用中心」を示す必要はない。
- なお、アクティブ比率の向上のためには、運用資産の多様化の議論同様、超過収益率が獲得できる新たな手法や優れたアクティブマネージャーの輩出等運用環境の整備が図られることが重要である。
- ベンチマークについては、運用収益向上の観点から、伝統的な時価総額型インデックスのみならず、ROEなど企業収益等に着目したファンダメンタル・インデックスの活用等を検討すべきである。
- GPIFは、外部運用機関の優れたノウハウ等を活用する委託運用を中心に行っており、運用受託機関の選定・管理・監督が重要な業務であるが、運用コストの低減や運用に関する知識・経験等の蓄積も期待できることから、インハウス運用の活用も検討すべきである。

8 成長分野投資、社会的投資（ESG投資を含む。）について

- 「専ら被保険者の利益のため」との法規定や受託者責任原則に則し、他事考慮せず、専ら被保険者の利益のために行う運用が、結果的に日本経済等に貢献するという「好循環」を目指すべきである。
- グロース運用として成長性に注目することは既にアクティブ運用の確立した一つの手法であるが、企業収益等に注目したファンダメンタル・インデックスの活用や、収益確保のためESG等を含めた非財務的情報に着目することの是非も、資金運用について一般に認められた知見に基づき、基本的にGPIFにおいて検討すべきである。
- 議決権行使のあり方については、「市場その他の民間活動に与える影響に留意しつつ」運用するとの法規定に則しつつ、機関投資家一般の行動原則として公表された「責任ある機関投資家」の諸原則（日本版ステューワードシップ・コード）を踏まえた方針の策定・公表等を検討すべきである。
また、この検討は、GPIFにおいて、労使推薦の委員を含め構成される運用委員会の意見に基づき、行われるべきである。