

# 基本ポートフォリオの定期検証について

年金積立金管理運用独立行政法人

平成28年7月25日



# 年金積立金管理運用独立行政法人

Government Pension Investment Fund

## 基本ポートフォリオの定期検証について

### 定期検証のポイント

- GPIFは、運用委員会において、現行の基本ポートフォリオの定期検証を行いました。
- この結果、以下の点を確認し、現行の基本ポートフォリオは、見直す必要がないとの結論になりました。
  - ・ 年初からの金利低下等により国内債券の期待リターン低下の影響は見られるが、現行の基本ポートフォリオは効率的で、概ね目標利回りを満たしていること。
  - ・ 現行の基本ポートフォリオを策定した時と比較して、運用残高が年金財政で必要とされる積立金水準を下回るリスクが低下し、必要な積立金水準を確保できる見通しが高まったこと。

### 定期検証の内容（詳細は別添）

- GPIFは、第3期中期計画に基づき、定期的に基本ポートフォリオの検証を行うこととしており、運用委員会において、現行の基本ポートフォリオの定期検証を行いました。
- 長期的に必要なとされる年金積立金の水準については、厚生労働省の財政検証で、様々な経済前提に基づき、複数の見通しが示されています。厚生労働大臣がGPIFに示した中期目標では、年金積立金の運用は、財政検証結果を踏まえ、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）1.7%を、最低限のリスクで確保することとされています。
- 今回の検証作業では、成長戦略の効果が着実にあらわれる「経済中位ケース」と、市場に織り込まれた将来の金利水準を前提とした「市場基準ケース」のそれぞれの経済シナリオについて、主に以下の点を実施しました。
  - ・ 日本銀行のマイナス金利導入による金利低下の影響と、将来の長期金利上昇による評価損失の発生も考慮し、国内債券については期待リターンを引き下げました。
  - ・ 直近四半期末（平成27（2015）年12月末）を起点に、現行の基本ポートフォリオが想定している運用期間の期末（平成51（2039）年3月末）に、運用残高が必要な積立金水準を下回る確率を推計しました。
- 検証の結果、国内債券の期待リターン低下の影響は見られますが、現行の基本ポートフォリオは効率的で、概ね目標利回りを満たしていること、運用残高が年金財政で必要とされる積立金水準を下回るリスクが、平成26（2014）年10月に基本ポートフォリオを策定した時と比べて、いずれの経済シナリオにおいても低下することを確認しました。
- 以上から、総合的に見て、現行の基本ポートフォリオを変更する必要はないと判断しました。

### <高橋則広理事長コメント>

GPIFは、平成28（2016）年に3回にわたって運用委員会で議論を行い、今回の定期検証を行いました。今後とも、長期的な観点から検証を行うとともに、直近の様々な市場環境の変化を注意深く観察しながら、認められた基本ポートフォリオの枠組みの中で適切に対応してまいります。

## (参考)

### 基本ポートフォリオと直近四半期末の資産構成割合について

	基本ポートフォリオ	乖離許容幅	資産構成割合 (平成27(2015)年12月末)
国内債券	35%	±10%	37.76%
国内株式	25%	±9%	23.35%
外国債券	15%	±4%	13.50%
外国株式	25%	±8%	22.82%
短期資産	—	—	2.57%
合計	100%	—	100.00%

## 用語の解説

### 財政検証

- 財政検証は、厚生労働省が少なくとも5年ごとに行っている、年金財政の現況と見通しの検証です。直近の財政検証は、平成26(2014)年6月に公表されています。
- 我が国の公的年金制度は、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が、少子高齢化が急速に進行しており、現役世代の保険料のみで年金給付を賄おうとすると、保険料負担の上昇や給付水準の低下が避けられないため、一定の積立金を保有し、その運用収入を活用する財政計画としています。

### GPIF (Government Pension Investment Fund 年金積立金管理運用独立行政法人)

- GPIFは、厚生労働大臣から寄託された年金積立金の管理と運用を行うとともに、その収益を年金特別会計に納付し、公的年金制度の安定に資することを役割としています。

### 基本ポートフォリオ

- 基本ポートフォリオは、財政検証結果等を踏まえた運用目標を達成するために定めた、運用資産の基本的な構成割合で、資産の管理・運用に関して一般的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策定しています。
- 現行の基本ポートフォリオへの変更は、平成26(2014)年10月31日に行われました。
- GPIFは、市場動向を踏まえた適切なリスク管理を行い、定期的に基本ポートフォリオの検証を行うほか、策定時に想定した運用環境が現実から乖離している等必要があると認められる場合には、必要に応じて見直しの検討を行うこととしています。

### 乖離許容幅

- 乖離許容幅は、実際の資産構成割合が基本ポートフォリオから乖離することを許容する範囲です。
- GPIFは、乖離許容幅の中で、市場環境の適切な見通しを踏まえ、機動的な運用を行うことができますが、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、確度の高いものとしています。

## 基本ポートフォリオの検証結果について

### 1. 基本ポートフォリオ策定の考え方

平成26年10月に変更された第2期中期目標及び第3期中期目標に基づく基本ポートフォリオの策定の考え方は、次のとおりです。

#### (1) 運用目標

年金制度の財政検証を踏まえ、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です。

#### (2) 想定運用期間

平成26年6月に公表された年金制度の財政検証によれば、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、いったん上昇に転じ、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。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と考えられます。このため、想定運用期間については、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。

#### (3) 金利シナリオと想定ケース

長期的な観点から策定する点は変わりませんが、第2期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、財政検証との整合性をとって、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。

また、成長戦略の効果が着実に発現する「経済中位ケース」と、市場に織り込まれている将来の金利水準を前提とした「市場基準ケース」を想定しました。

金利上昇後の実質長期金利は、経済中位ケースで2.7%、市場基準ケースで1.9%、そのときの物価上昇率は、経済中位ケースで1.2%、市場基準ケースで0.9%を想定しました。

#### (4) 各資産の期待リターン、標準偏差等

国内債券は、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運用期間の平均収益率を使用しています。国内株式、外国債券、外国株式は、いずれも短期金利にリスクプレミアムを加えたものです。また各資産の収益率の標準偏差、相関係数の計算には、過去20年のデータ等<sup>(注)</sup>を用いました。

(注)国内債券のリスクの計算においては、将来のデフレーションの長期化を考慮しています。

#### (5) 基本ポートフォリオの属性

経済中位ケース及び市場基準ケースのいずれにおいても、基本ポートフォリオの運用目標（名目賃金上昇率+1.7%）を満たしつつ、その一方で、名目賃金上昇率を下回る確率（以下「下方確率」といいます）が全額国内債券運用の場合を下回り、かつ、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）が最も小さいポートフォリオを選定しました。

## 2. 基本ポートフォリオの検証

基本ポートフォリオについては、中期計画において定期的に検証を行うこととしています。

直近（平成28年2月）までの経済・市場データを織り込み、各資産の期待リターンや標準偏差等を基に、ポートフォリオとしての特性を検証したところ、策定時に比べ、足下の長期金利の低下により国内債券の期待リターンが低くなった影響は見られるが、現行の資産構成割合は効率的で、目標利回りを概ね満たしていることを確認しました。

また、今回の検証の諸前提を用いて、基本ポートフォリオで長期間運用した場合の積立金の分布を調べるシミュレーションを行い、年金財政が予定している積立金を確保できないリスク（確率）が、策定時に比べ低下していることを確認しました。

今回の検証（平成28年3月）について、3回の運用委員会（平成28年3月10日、29日、4月15日）の検討を経て、資産構成割合を変更する必要はないと判断しました。

なお、市場の急激な変動などが生じた場合には、必要に応じて見直しの検討を行います。

## (1) 各資産の期待リターン

将来の実質長期金利（均衡金利）については、「経済中位ケース」では2.7%という水準を維持し、一方「市場基準ケース」では、市場で織り込まれている均衡金利が低下していることから、財政検証を踏まえつつ、1.5%に引き下げました。物価上昇率の想定は、「経済中位ケース」で1.2%、「市場基準ケース」で0.8%としました。また足下の長期金利の低下を踏まえ、均衡金利に至るまでの金利シナリオを修正した結果、いずれのケースでも国内債券の期待リターンは低下しました。

国内株式のリスクプレミアムについても、「経済中位ケース」では変更していませんが、「市場基準ケース」では均衡金利水準の低下に合わせて、より低い値としました。外国債券と外国株式のリスクプレミアムについては、直近までのデータを利用すると水準の上昇が観察されます（下表「引き上げ」が該当）が、保守的な前提とする観点からリスクプレミアムを変更しない場合も想定しました。

	外貨資産 リスクプレミアム	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
経済中位 ケース (%)	変更なし	-0.4(2.3)	3.2(5.9)	0.9(3.6)	3.6(6.3)	-1.6(1.1)	(2.7)
	引き上げ			1.4(4.1)	4.0(6.7)		
市場基準 ケース (%)	変更なし	-0.4(1.5)	2.8(4.7)	1.2(3.1)	3.9(5.8)	-1.1(0.8)	(1.9)
	引き上げ			1.7(3.6)	4.3(6.2)		

(注)数値は、実質的なリターン、カッコ内は、これに賃金上昇率を加えた名目リターンです。

### (参考) 策定時

	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
経済中位ケース (%)	-0.2(2.6)	3.2(6.0)	0.9(3.7)	3.6(6.4)	-1.7(1.1)	(2.8)
市場基準ケース (%)	-0.1(2.0)	3.1(5.2)	1.4(3.5)	4.1(6.2)	-1.1(1.0)	(2.1)

(注)数値は、実質的なリターン、カッコ内は、これに賃金上昇率を加えた名目リターンです。

## (2) 各資産の標準偏差と相関係数

標準偏差と相関係数については、2015年までの過去20年のデータ等（注）を用いて更新しました。

	国内債券	国内株式	外国債券	外国株式	賃金上昇率
標準偏差 (%)	4.2	25.23	11.82	26.78	1.85

相関係数	国内債券	国内株式	外国債券	外国株式	賃金上昇率
国内債券	1.00				
国内株式	-0.23	1.00			
外国債券	-0.04	0.06	1.00		
外国株式	-0.09	0.66	0.55	1.00	
賃金上昇率	0.20	0.10	0.09	0.11	1.00

（注）国内債券の標準偏差の計算においては将来のデフレーションの長期化を考慮しています。

（参考）策定時

	国内債券	国内株式	外国債券	外国株式	賃金上昇率
標準偏差 (%)	4.7	25.1	12.6	27.3	1.9

相関係数	国内債券	国内株式	外国債券	外国株式	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	
賃金上昇率	0.18	0.12	0.07	0.10	1.00

（注）国内債券の標準偏差の計算においては将来のデフレーションの長期化を考慮しています。



### (3) 基本ポートフォリオの属性

	外貨建て資産の リスクプレミアム	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)
経済中位 ケース (%)	変更なし	1.70	4.40	12.39	44.5	9.19	10.83
	引き上げ	1.87	4.57		43.9	9.13	10.81
市場基準 ケース (%)	変更なし	1.72	3.62		44.4	9.19	10.82
	引き上げ	1.89	3.79		43.9	9.13	10.81
(参考) 全額国内債券ポートフォリオの属性							
経済中位 ケース (%)		-0.40	2.30	4.20	53.76	3.53	4.10
市場基準 ケース (%)		-0.40	1.50	4.20	53.76	3.53	4.10

(注1) 実質的なリターンについては、運用目標は1.7%ですが、短期資産を2%保有するとみなし、そのリターンの減少分を逆算すると、経済中位ケースで1.77%、市場基準ケースで1.76%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) 策定時

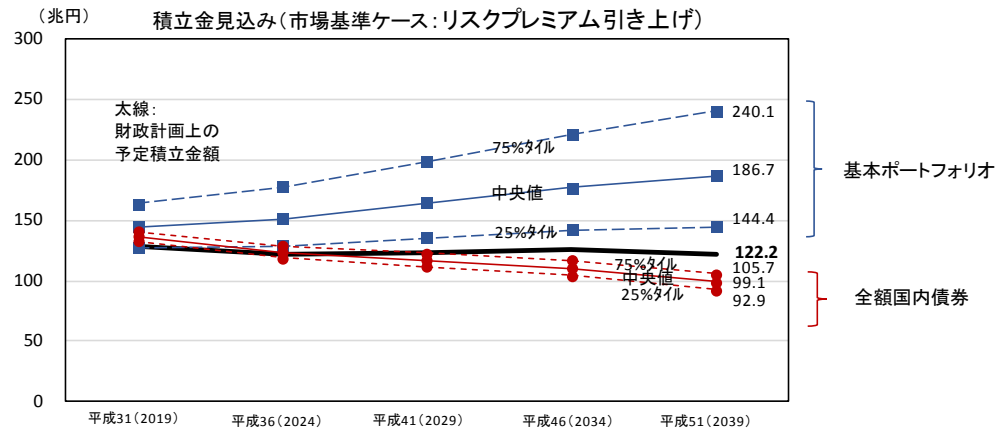
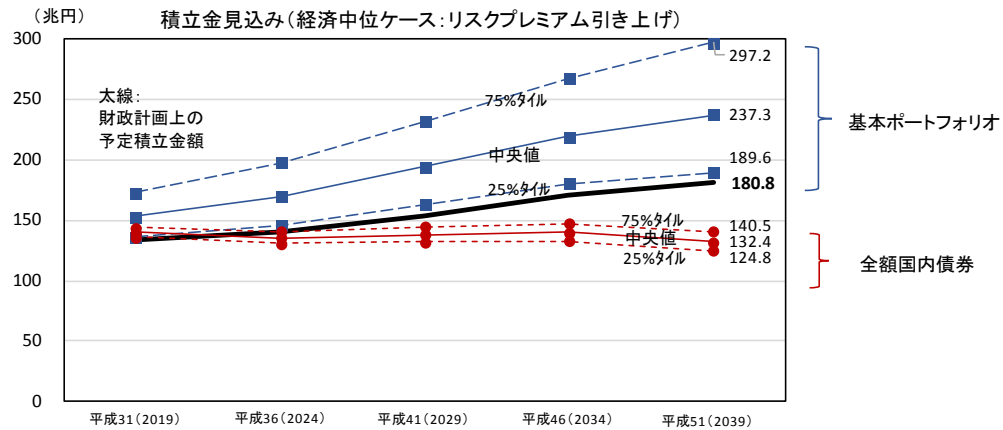
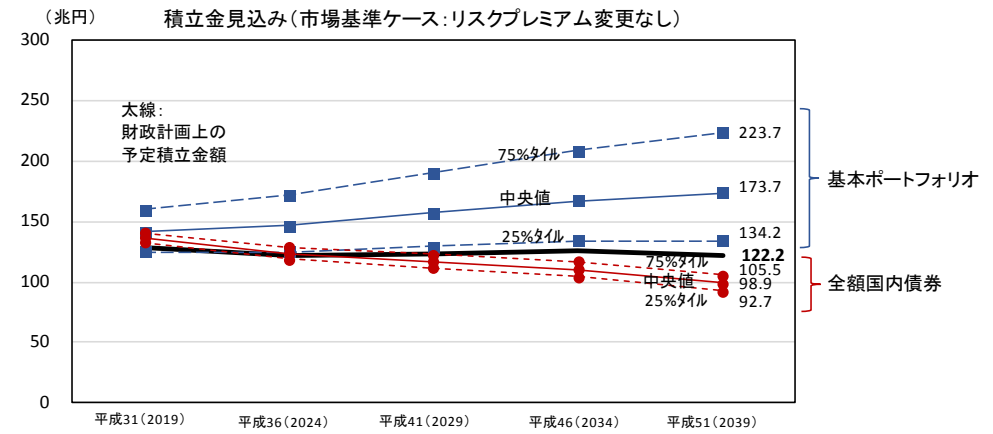
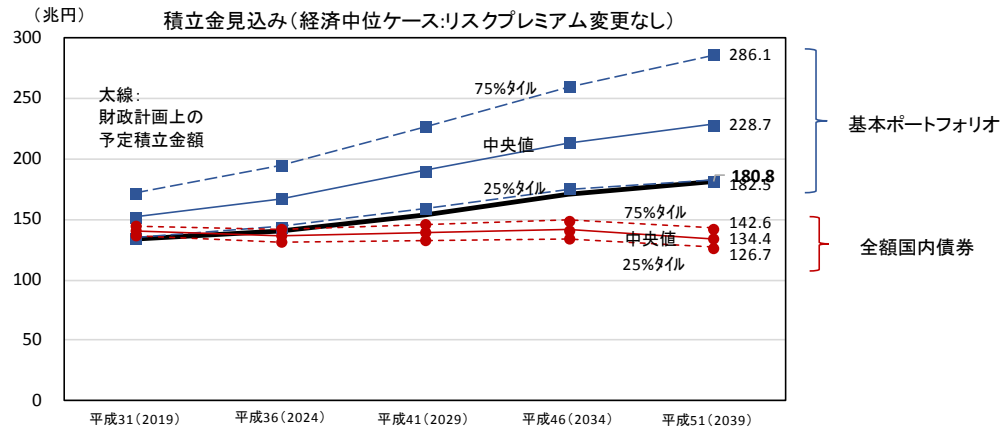
	実質的な リターン	名目 リターン	標準偏差	下方確率	条件付平均不足率 (正規分布)	条件付平均不足率 (経験分布)
経済中位ケース (%)	1.77	4.57	12.8	44.4	9.45	11.2
市場基準ケース (%)	1.98	4.08	12.8	43.8	9.38	11.2
(参考) 全額国内債券ポートフォリオの属性						
経済中位ケース (%)	-0.20	2.60	4.7	51.7	3.86	3.52
市場基準ケース (%)	-0.10	2.00	4.7	50.8	3.83	3.48

#### (4) 予定積立金額の確保

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を検証するため、今回の検証の諸前提を用いて、2015年12月末を起点として基本ポートフォリオで長期間運用した場合の積立金の分布を調べるシミュレーションを行いました。この結果によると、想定運用期間の最終年度（平成31年（2019年））において予定積立金額を確保できないリスク（確率）は、基本ポートフォリオ策定時に比べ低下しました。これは主に2014年度に積立金が増加したことによるものです。

予定積立金額を下回る確率

	今回のシミュレーション結果		(参考) 策定時
	外貨建資産の リスクプレミアム 変更なし	外貨建資産の リスクプレミアム 引き上げ	
経済中位ケース	24%	21%	40%
市場基準ケース	18%	14%	25%



(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。