



# GPIFの運用高度化について

2024年3月4日

GPIF 理事兼CIO 植田 栄治

GPIF  
Homepage



GPIF  
YouTube channel

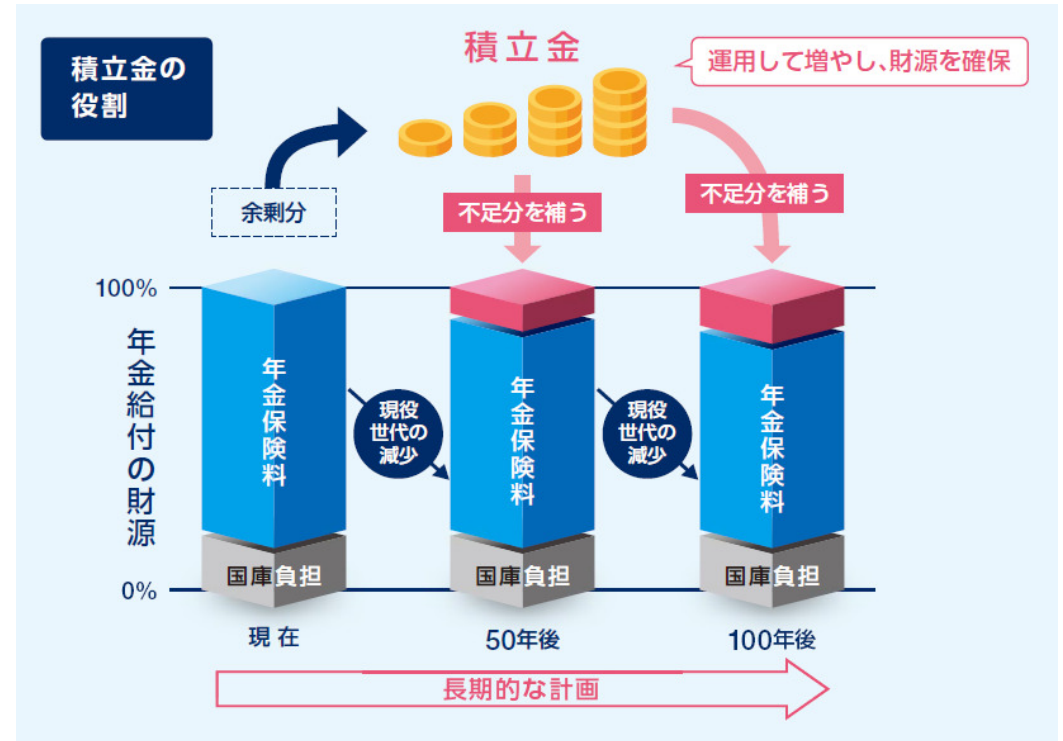
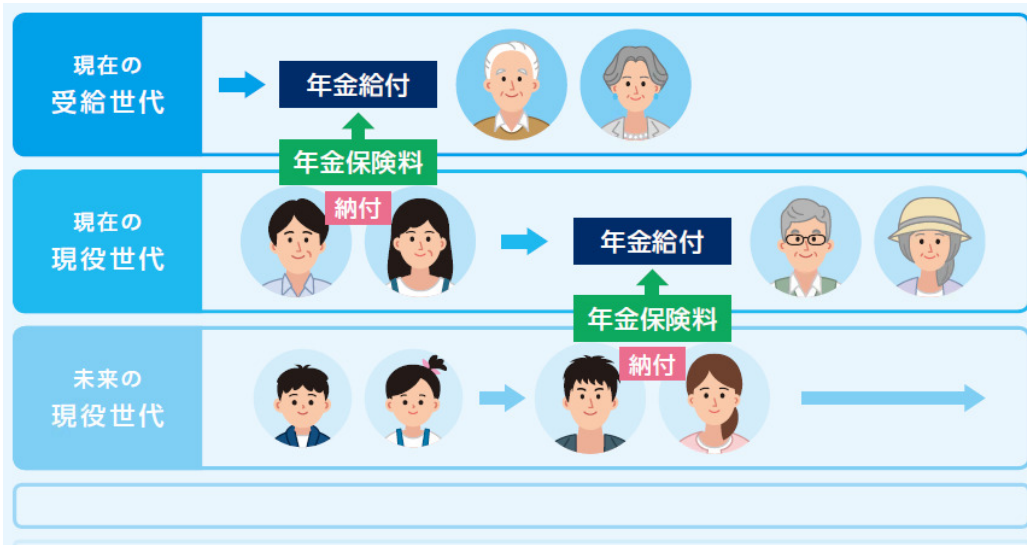


GPIF  
X



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

# 日本の年金制度とGPIFの役割



GPIFは、厚生年金と国民年金の給付の財源となる年金積立金をお預かりして管理・運用を行い、その収益を国に納めることにより、年金事業の運営の安定への貢献を目指しています



## GPIFの中期目標（第4期）

### 政策体系における法人の位置付け及び役割（ミッション） ～抜粋～

年金積立金の管理及び運用は、運用収益を通じて長期的かつ安定的に経済全体の成長の果実を獲得することにより、将来にわたって公的年金事業の運営の安定に資するという極めて重要な役割を担っている。

このため、法人の役割として、市場・運用環境が複雑化・高度化する中で、年金財政上必要な運用利回りを最低限のリスクで確保するよう、法人の専門性を活用しつつ、適切な運用及び組織運営に努めていくことが一層求められる。

### 年金積立金の管理及び運用の基本的な方針 ～抜粋～

（1）年金積立金の管理及び運用の基本的な方針

① 年金積立金の運用は、年金積立金が被保険者から徴収された保険料の一部であり、かつ、将来の年金給付の貴重な財源であることに特に留意し、専ら被保険者の利益のために、長期的な観点から、安全かつ効率的に行うことにより、将来にわたって、年金事業の運営の安定に資することを目的として行う。

（厚生年金保険法第79条の2及び国民年金法第75条）



**「専ら被保険者の利益のため」という目的を離れて他の政策目的や施策実現のために年金積立金の運用を行うこと（他事考慮）はできない仕組み**



# 「専ら被保険者のために、長期的な観点から、安全かつ効率的に行う運用」とは？

## GPIFの中期目標より ～抜粋～

### 3. 基本的な運用手法及び運用目標

#### (1) 長期的な観点からの資産構成割合に基づく運用

**長期的に年金積立金の実質的な運用利回り**（年金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をいう。）**1.7%を最低限のリスクで確保することを目標**とし、この運用利回りを確保するよう、**年金積立金の管理及び運用における長期的な観点からの資産構成割合（以下「基本ポートフォリオ」という。）を定め、これに基づき管理**を行うこと。

**= 目標リターンを最小限のリスクで獲得するための基本ポートフォリオ設計**

（最も効率の良いβのアセットアロケーション）

#### (2) ベンチマーク収益率の確保

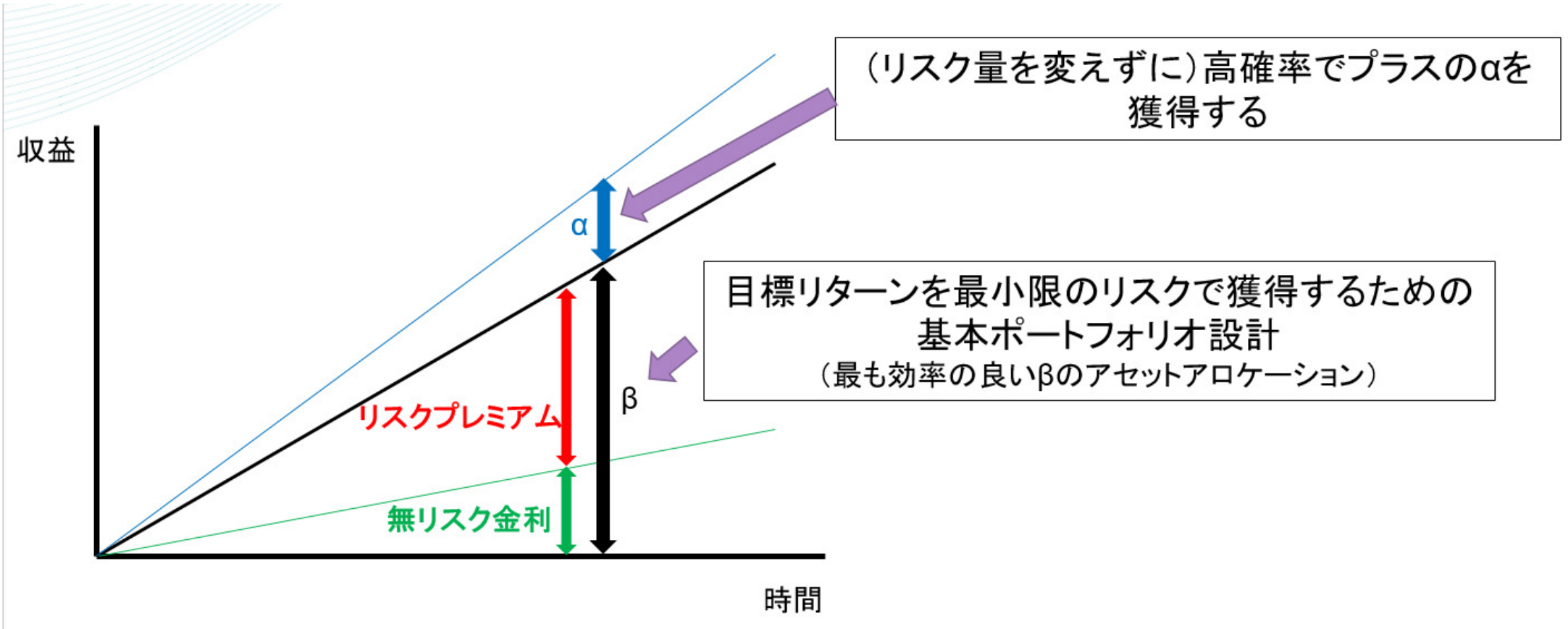
**各年度において、資産全体及び各資産ごとに、各々のベンチマーク収益率（市場平均収益率）を確保するよう努めるとともに、中期目標期間において、各々のベンチマーク収益率を確保すること。**ベンチマークについては、市場を反映した構成であること、投資可能な有価証券により構成されていること、その指標の詳細が開示されていること等を勘案しつつ適切な市場指標を用いること。

**= （リスク量を変えずに）高確率でプラスのαを獲得する**

**リターンの再現性を重視**



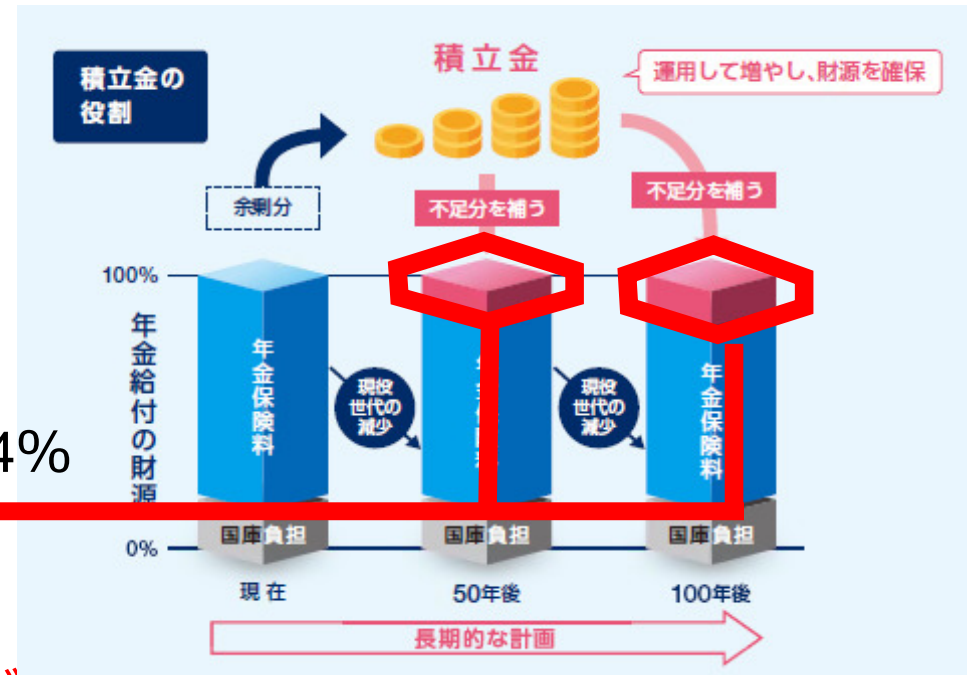
# GPIFの運用目標



# 市場リターンを最小限のリスクで獲得するための基本ポートフォリオ策定

**160兆円**  
 (財政検証上の  
 2019年度末見込み)

割引率  
 賃金上昇率+1.7%≒4%



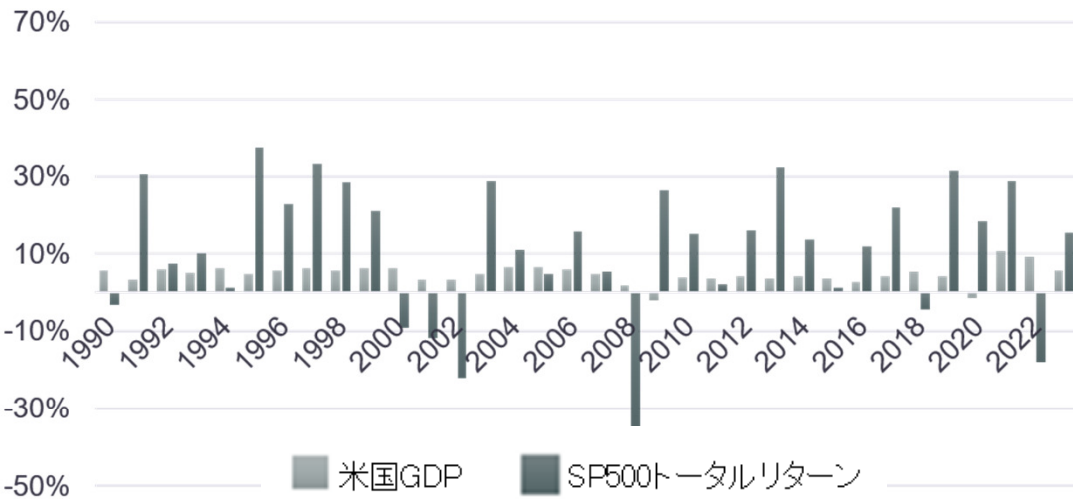
BL法+ビルディングブロック法により、  
目標利回りを確保できる最もリスクの低いポートフォリオの4資産割合を計算

**ポートフォリオのβによるリターンは世界経済の成長によって確保されている**

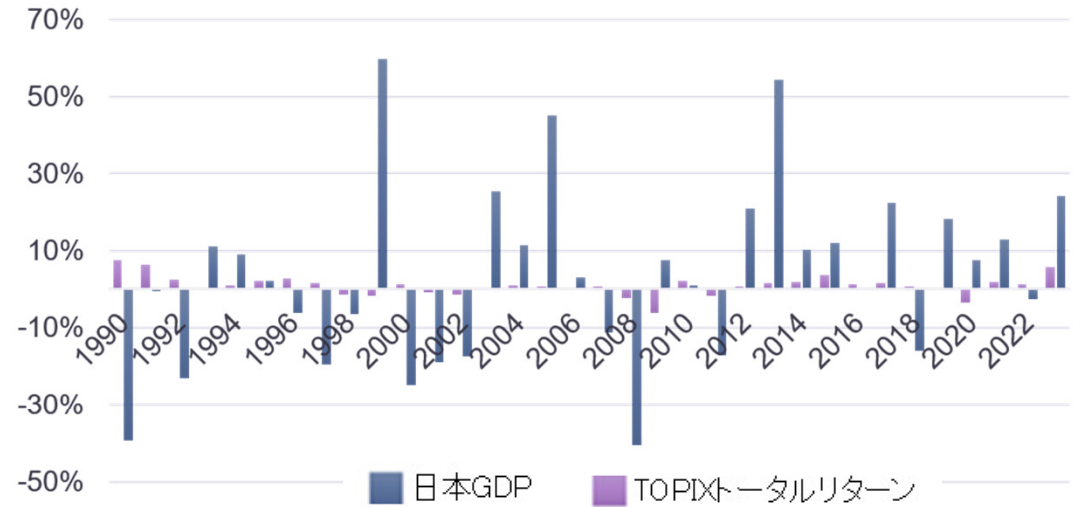


# 株式市場βのリターン再現性

### 米国名目GDP YoYとSP500トータルリターン



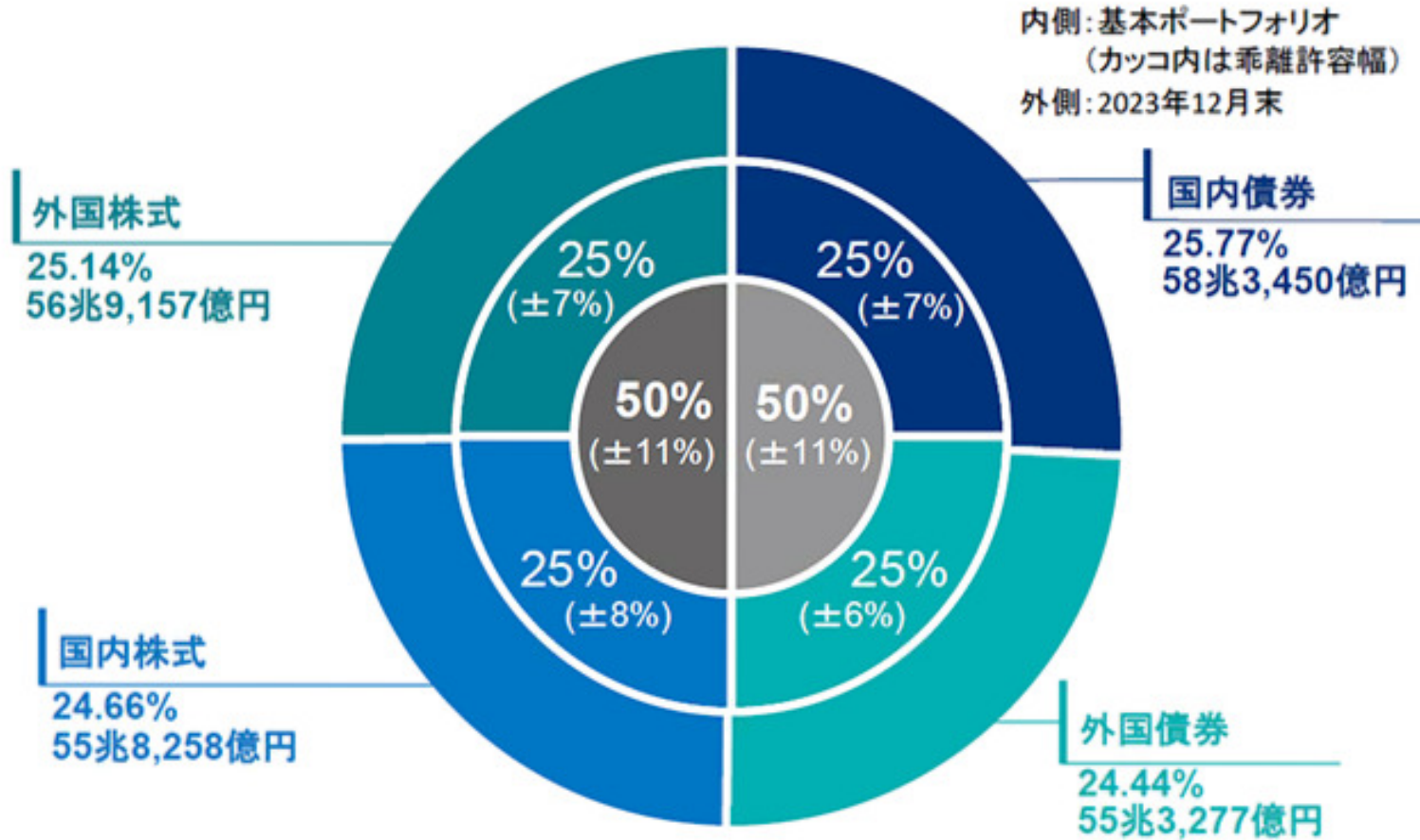
### 日本名目GDP YoYとTOPIXトータルリターン



1990年以降の34年間で	米国	日本
名目GDP YoYがプラスだった年	32 / 34回 94%	25 / 34回 73%
株式市場のトータルリターンがプラスだった年	27 / 34回 79%	20 / 34回 58%
名目GDPの上昇率	4.7% / 年	0.9% / 年
株式市場のトータルリターン上昇率	10% / 年	0.9% / 年



# GPIFの運用資産別の構成割合

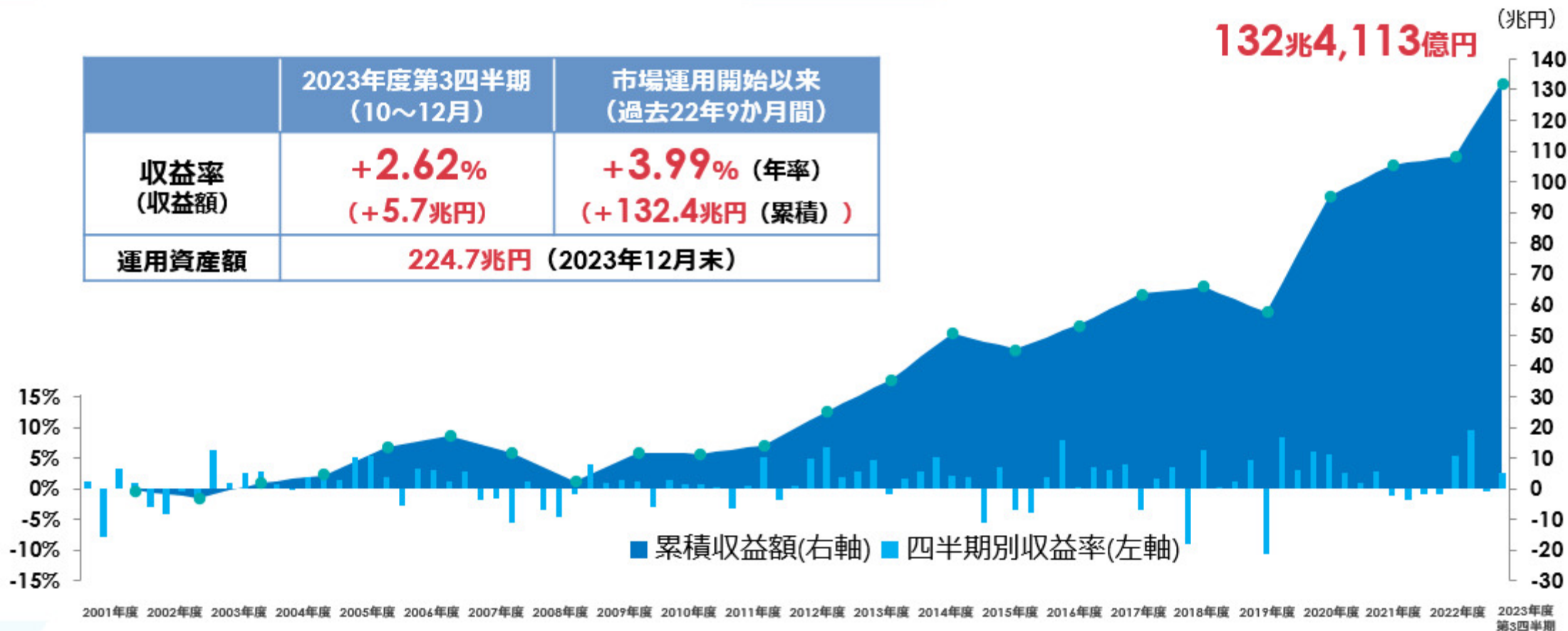






# GPIFの運用実績 (2023年12月末時点)

	2023年度第3四半期 (10~12月)	市場運用開始以来 (過去22年9か月間)
収益率 (収益額)	<b>+2.62%</b> (+5.7兆円)	<b>+3.99% (年率)</b> (+132.4兆円 (累積) )
運用資産額	<b>224.7兆円 (2023年12月末)</b>	





# 基本ポートフォリオ運用は7年でみると「負けなし」

	2001年度	2002年度	2003年度	2004年度	2005年度	2006年度	2007年度	2008年度	2009年度	2010年度	2011年度	2012年度	2013年度	2014年度	2015年度	2016年度	2017年度	2018年度	2019年度	2020年度	2021年度	2022年度
総合収益額 (億円)	-6,564	-25,877	47,225	23,843	86,795	36,404	-58,400	-96,670	88,938	-5,692	23,808	110,449	100,685	151,824	-53,846	78,899	100,578	23,623	-83,003	377,881	100,925	29,536
その年から 過去2年の合計		-32,441	21,348	71,068	110,638	123,199	-21,996	-155,070	-7,732	83,246	18,116	134,257	211,134	252,509	97,978	25,053	179,477	124,201	-59,380	294,878	478,806	130,461
その年から 過去3年の合計			14,784	45,191	157,863	147,042	64,799	-118,666	-66,132	-13,424	107,054	128,565	234,942	362,958	198,663	176,877	125,631	203,100	41,198	318,501	395,803	508,342
その年から 過去5年の合計					125,422	168,390	135,867	-8,028	57,067	-35,420	-48,016	120,833	318,188	381,074	332,920	388,011	378,140	301,078	66,251	497,978	520,004	448,962
その年から 過去7年の合計							103,426	13,320	128,135	75,218	75,183	98,837	163,118	373,342	416,166	406,127	512,397	512,212	318,760	595,956	545,057	628,439
その年から 過去10年の合計										90,002	120,374	256,700	310,160	438,141	297,500	339,995	498,973	619,266	447,325	830,898	908,015	827,102



## 目標利回りとポートフォリオのボラティリティ

GPIFの長期的な目標リターン： 賃金上昇率 + 1.7% ≒ 名目 4%

2023年第3四半期末までの実績リターン

2001年以降 3.99%      2014年11月以降 5.96%

実績ボラティリティ（日次年率）

2014年11月以降 8.45%      （注）市場運用分が対象

### プラスリターンの再現性

2001年度以降      2/3年 = 66%  
2015年度以降（株式50%）      3/4年 = 75%

## (リスク量を変えずに) 高確率でプラスの $\alpha$ を獲得する

- ①  $\alpha$ のプラスリターン再現率は $\beta$ の再現率よりも高くあるべき
- ② 様々な資産クラスの中で、リスク対比の期待リターンが他資産と大きく異なるものは無い  
(過去を振り返った場合実績のリスクリターンが良かった資産は存在する)
- ③ どんな一人の意思決定者も80~90%の再現性を持って相場を当てる事はできない

**=  $\alpha$ リスク要因の分散が必要**



# 過去GPIFポートフォリオの再現性

資産全体の超過収益率の要因分解 (2006年度~2022年度)

(単位:%)

	収益率			資産全体の超過収益率の要因分解				
	GPIFの収益率 ●	ベンチマーク収益率 ●	超過収益率 ●●	資産配分要因 ①	ベンチマーク要因 ②	ファン要因 ③	その他要因 (誤差含む)④	寄与度 ①+②+③+④
2006年度~2022年度	3.81	3.84	-0.03	-0.03	+0.01	-0.01		-0.03
2006年度	4.56	4.64	-0.08	-0.06	-0.00	-0.02		-0.08
2007年度	-6.10	-6.23	+0.13	+0.17	-0.02	-0.02		+0.13
2008年度	-7.57	-8.45	+0.88	+0.90	-0.12	+0.11		+0.88
2009年度	7.91	8.54	-0.63	-0.70	+0.08	-0.01		-0.63
2010年度	-0.25	-0.02	-0.23	-0.26	+0.12	-0.09		-0.23
2011年度	2.32	2.59	-0.27	-0.19	-0.01	-0.07		-0.27
2012年度	10.23	9.00	+1.24	+1.40	+0.03	-0.19		+1.24
2013年度	8.64	7.74	+0.90	+0.92	-0.06	+0.04		+0.90
2014年度 10月30日まで	3.97	3.50	+0.46	+0.47	-0.03	+0.02		+0.46
2014年度 10月31日以降	8.19	9.98	-1.78	-1.99	+0.01	+0.19		-1.78
2015年度	-3.81	-3.81	+0.00	+0.21	-0.15	-0.06		+0.00
2016年度	5.86	6.22	-0.37	-0.66	+0.33	-0.04		-0.37
2017年度	6.90	7.26	-0.37	-0.36	+0.00	-0.01		-0.37
2018年度	1.52	1.92	-0.40	-0.38	+0.02	-0.04		-0.40
2019年度	-5.20	-4.94	-0.25	-0.20	-0.05	-0.00		-0.25
2020年度	25.15	24.83	+0.32	+0.15	-0.17	+0.37	-0.03	+0.32
2021年度	5.42	5.47	-0.06	-0.05	+0.06	-0.07	-0.00	-0.06
2022年度	1.50	1.57	-0.06	-0.06	-0.11	+0.11	-0.00	-0.06

(注1) 通常のGPIFの収益率及びベンチマーク収益率は、各年度の収益率を用いて幾何平均により算出しています(年率換算値)。  
 (注2) 2006年度から2007年度までは市場運用を行っている資産(以下「市場運用分」といいます。)の収益率(時間加重収益率)と複合ベンチマーク収益率の乖離の分析、2008年度から2019年度までは運用資産全体(市場運用分にそれ以外の財投債を含みます。)の収益率(修正総合収益率)と複合ベンチマーク収益率の乖離の分析、2020年度以降は運用資産全体(市場運用分にそれ以外の財投債を含みます。)の収益率(時間加重収益率)と複合ベンチマーク収益率の乖離の分析を行っています。なお、財投債による運用は、2020年度中に終了しました。

GPIFポートフォリオの $\alpha$ 再現性は低かった

→ $\beta$ 以上の再現性を確保するためには

**$\alpha$ の源泉を分散投資**

- ① アクティブファンド
- ② オルタナ
- ③ 戦略的アセットアロケーション  
等に分散投資

## 株式アクティブファンドの例

最新のデータサイエンスを活用し、株式アクティブファンドを選定

- マネージャーベンチマーク対比でのパフォーマンス評価に寄らない
- マネージャーの取引一つ一つの判断の良し悪しを判定
- マネージャーの判断の安定性を重視
- 出来るだけ多数のマネージャーを採用し分散を計る
- GPIFのベンチマークに近づけるべく、アクティブファンドポートフォリオのリスク調整パッシブファンドも多数選定

北米株式 19 アクティブファンド + 4 リスク調整用パッシブファンド

グローバル先進国で 14 アクティブファンド + 7 リスク調整用パッシブファンド を選定

**αの再現性の高いポートフォリオを作る**

- GPIFの運用は“専ら被保険者の利益の為” “他事考慮禁止”
- 将来の年金給付不足分を過不足なく埋める基本ポートフォリオを設計する必要
- 基本ポートフォリオはCAPM理論に基づき、BL法 + BB法で設計
- ポートフォリオの $\beta$ は“経済成長の果実を獲得する”事で再現性を確保
- GPIFのポートフォリオは年度毎に65～75%の高確率でプラスのリターン  
(過去7年ローリングではマイナスは無し)
- $\alpha$ の獲得は $\beta$ リターンの再現性より高くあるべき
- CAPM理論から常勝資産、常勝マネージャーはいない
- $\alpha$ の源泉も分散が大切
- 比較的高確率で付加価値を出せる優秀なマネージャー、ファンドは多く存在
- 出来るだけ多数の優秀なマネージャーでポートフォリオを組めば高確率の $\alpha$ 獲得

詳細は業務概況書で

