

## 基本ポートフォリオ策定に係る経営委員会議事概要

### 1. 第98回経営委員会（2024年7月26日）

#### 報告事項（3）令和6年（2024年）財政検証結果のレビューについて

次期基本ポートフォリオ策定に密接に関係する、令和6年財政検証結果のレビューについて、執行部から以下の報告があった。

#### 執行部

今後、財政検証の結果を踏まえて、厚生労働大臣より積立金の運用目標が示され、運用目標に沿って基本ポートフォリオを策定していくという順序立てになっている。その中で、今回の財政検証結果は、7月3日に行われた社会保障審議会年金部会で報告、公表されたところ。今回の財政検証結果の主な結果としては、近年の女性及び高齢者の労働参加の進展や積立金の運用が好調であったことにより、5年前の財政検証結果と比べ、将来の給付水準が上昇している。経済前提のうち、賃金上昇率を上回る運用利回り（スプレッド）は、真ん中2つのケースでともに1.7%と設定されている。また、年金積立金が果たす役割は給付費全体の1割程度であることには変わらない。

質疑等の概要は以下のとおりである。

#### 委員A

積立金の将来の見通し額が増えているので所得代替率の上昇に寄与しているということだが、オプション試算については年金積立金に影響を与えるものなのか。

#### 執行部

例えば、適用拡大でいえば、若い方が適用になることが多く、受給前に保険料収入が溜まり、その分だけ積立金が積みあがる状態となる。そのため積立金の使われ方が少しは変わるが、対象者がそこまで多くなく、大勢からみれば影響は大きくないということかと思う。

#### 委員B

年金積立金について、成長型経済移行か過去30年投影かに依存するが、いずれも今後10年くらいを考えると、400兆円から500兆円程度の積立額になるようだが、GPIFの運営にどのようなインプリケーションを持つのか。

#### 執行部

市場の成長とともに積立金の規模が拡大する場合は問題ないが、積立金の伸びが市場の成長を上回る場合、安全かつ効率的な運用方法を検討する必要がある。そのため、リスク管理を念頭に置きながら、適切な運営方法を考えるべきである。

#### 委員B

経済成長率のシナリオ次第だが、成長型経済移行と過去30年投影の間程度の成長が

実現する可能性が高いと考えられる。その場合、積立金の成長率はかなり高くなり、現状の内外金融資産比率を維持すると、GDP 比で国内金融資産の割合が過度に高まる可能性があり、GPIF としても海外投資のウェイトを高くせざるを得ないと予想される。そうした状況に向けて今後 10 年間で組織的対応が必要になると思う。

#### 理事長

運用体制については、市場規模や流動性を考慮すると、現在の運用方法を継続する場合、海外資産の比率が大きくならざるを得ないと考える。また、運用目標の設定次第では、現在の体制で 400～500 兆円規模の資産を管理できるか検討が必要となる。現在、中期計画の議論を進めているが、5 年だけでなく 10 年、20 年先を見据えた議論も必要と考えているものの、検討途上である。

#### 理事

積立金の増加に伴い、積立金が年金システム全体に与える影響は市場がプラスとマイナス両面で大きくなっている。2029～2030 年には GPIF の積立金が 300 兆円規模に達すると予測される。過去 4 年間で振り返ると 20%超のプラス成長が 2 回あったが、その反面マイナスの可能性も考慮する必要があり、今後、ダウンサイドリスクへの対応策を十分に検討すべきであると考えている。

#### 委員 B

組織を急に変えることは難しいので、今後 10 年先を見据え、海外資産への投資割合が高まる場合、運用体制やリスク管理体制の強化が必要となる。そのようなことも中期計画に盛り込んでいくことが必要だと思う。

## 2. 第 100 回経営委員会（2024 年 10 月 29 日）

### 報告事項(2) 次期基本ポートフォリオの策定について

基本ポートフォリオ検証等 PT における、政策ベンチマーク、資産区分、オルタナティブ資産に関する議論の状況について、委員から以下の報告があった。

#### 委員 A

政策ベンチマークについて、国内債券については、現在の政策ベンチマークと同じ NOMURA-BPI「除く ABS」、国内株式については、配当込みの TOPIX、外国債券については、FTSE の世界国債インデックス（除く日本、除く中国）を引き続き採用したい。

外国債券については、国債のみならず、非国債も含む Bloomberg の Aggregate というベンチマークを採用したらどうかという意見が出された。これに対しては、社債等の非国債債券については、流動性に関して様々な問題があるという反対意見も出された。このため、非国債債券も含めたインデックスを使うことのメリット、デメリットについて検討を行った。

政策ベンチマークとしては現存する資産を幅広くカバーすることが望ましいこと、そうしたベンチマークを使うことによって分散投資効果を享受するという原理原則的な考え方と、一方で、現実問題として、非国債債券については流動性が国債に比べて

一般的には劣るという問題、リバランス等で支障が生じる可能性やシステム、あるいはデータベース等で準備等が必要になる問題がある。

これらの事項について活発な議論を行った結果、現状のまま、FTSE の世界国債インデックス（除く日本、除く中国）を次期中期目標期間についても採用する考えに至った。

外国株式については、基本的には従来と同様であるが、中国A株について、現在、パッシブでは除いており、政策ベンチマークでも「除く中国A株」とした。また、配当課税について、配当課税分だけパフォーマンスがベンチマークに劣後する形になることから、配当課税要因を考慮した後のベンチマークを政策ベンチマークとする結論となっている。

オルタナティブ資産は、伝統的資産とリスク・リターン特性が異なる。また、データの特性の違いがかなりある。データのレポーティングについてラグが生じることや、取引が頻繁に行われていないため鑑定価格に基づくデータになることから、データの信頼性やラグの問題等があり、このままのデータを使って別立ての資産区分にして最適な基本ポートフォリオを決めるための計算を行うと、オルタナティブが非常に大きくなってしまふなどの問題が生じてくる。

これらの問題点から、オルタナティブ資産については現行どおり、基本ポートフォリオ決定の際に独立した資産としては扱わずに、現行の4資産の中にそれぞれのオルタナティブ資産の属性、リスク・リターン特性に応じて国内債券、国内株式、外国債券、外国株式の4資産の中に含むような形で考えていくという結論となった。

オルタナティブ投資の上限については、現行5%であるが、現在の投資残高はこれを大きく下回っており、上限水準を今後引き上げるかどうかということについては、経営委員会で今後議論していくこととしている。

今後の5年間の次期中期目標期間における外国債券のベンチマークについては、従来どおり国債のみのベンチマークを使うにしても、非国債債券への投資について、アクティブ運用という形で米国の社債等に投資を進めていく形で投資経験を積む一方、信用リスク管理等の研究開発の側面でも様々な方法について検討を進めることを要望する。

世界の債券市場は5割以上を非国債債券が占めている現状があり、GPIFの資産の増加スピードが非常に速いことから、将来的にはそうしたものに幅広く投資するということが課題になってくると思うので、次期中期目標期間においても、そうした努力を引き続きお願いしたい。

質疑等はなかった。

### 3. 第101回経営委員会（2024年11月22日）

#### 報告事項(6) 次期基本ポートフォリオの策定について

委員から以下の報告があった。

##### 委員A

次期基本ポートフォリオ策定については、厚労省から運用目標がまだ示されていない

いため、基礎的なデータの取り方等の検討を鋭意進めているところである。

リスク（標準偏差）と資産間の相関係数については、今中期目標期間中は年次のリターンに基づいて推定を行ったが、今回は月次のリターンに基づいて計算を行う方法に変更することとした。

その具体的な影響については、国内債券を除いて、リスク（標準偏差）は下落するという形になっている。

各資産のリターンと名目賃金上昇率の関係については、従来はラグを取らない形で相関を取っていたが、名目賃金は景気に対する遅行指標であることから、12 か月のラグを取ることにした。

その結果として、相関係数は、外国株式、国内株式ともに相関係数が0.5、外国株式は0.6弱という形で大きく上昇している。

為替については、経常収支の中身を見ていくと、経常収支全体では黒字であるのに対して、内訳である貿易収支及びサービス収支の赤字が定着するような傾向になっており、ある意味成熟した先進国型の経常収支のパターンに日本経済もなっている。

そういう中で、為替の決定要因という部分で、構造的な変化を織り込んだ形で為替レートを考えたほうがいいのではないかという論考も見られるが、一方で、従来言われている購買力平価や金利パリティというものが全く成り立たないというわけでもない。結論としては従来どおり、基本ポートフォリオの決定については円建てに直したパラメータの推定ということで、為替ヘッジの是非については、その時々状況を基本ポートフォリオの枠内で執行部が行うというような考え方で整理している。

リスク尺度については、専門的に運用を研究している外部のリサーチャーの方にも情報を提供するというので、Conditional Value at Risk (CVaR) の1%水準、5%水準という形も含めて公表することを考えている。

質疑等はなかった。

#### 4. 第102回経営委員会（2024年12月20日）

##### 報告事項(3) 次期基本ポートフォリオの策定について

社会保障審議会資金運用部会（第24回、2024年12月2日）における、次期基本ポートフォリオ策定に必要な積立金の運用目標等に関する検討状況等について、執行部から以下の報告があった。

##### 執行部

基本ポートフォリオの策定は、財政検証における経済見通しに基づいて検討を行うということで、財政検証の経済前提は合計4通りが置かれており、対賃金上昇率のスプレッドは1.4%~1.7%という数字が置かれている。

他方、年金制度改革全体を見通すと、マクロ経済スライドによる給付調整の早期終了により将来の年金水準を確保することが非常に重要であるということが、社会保障審議会年金部会等で議論されている状況にある。

そのような中で、GPIFの運用について、例えば過去に遡って現在の基本ポートフォリオであったらどんなリターンであったかを年金局でバックテストしている。バック

テストは、実績値に比べて変動が大きい姿になっている。経済前提を定めたときにはスプレッドが1.7%だったところ、バックテストではスプレッドが1.9%となっている。

次期中期目標における実質的な運用利回りの目標設定において、GPIFとして将来合理的に期待できる実質的な運用利回りの水準として、バックテストの結果を基礎に設定する方法も考えてよいのではないかとということで、具体的には運用目標を1.9%とする提案がなされている。

運用目標が1.7%から1.9%へ0.2%上昇すると、大体3年ぐらい、マクロ経済スライド調整期間が短くなるという結果も出ている。

リスク制約としては、現行のリスク制約と同様に、実質的な運用利回りを最低限のリスクで確保すること、また、名目賃金上昇率から下振れするリスクが全額国内債券の場合を超えないことを示してはどうかといった提案がされている。

続いて、委員から以下の報告があった。

#### 委員A

政策ベンチマークは、基本的には現行と同じベンチマークである。外国株式については、中国A株を除くとか課税を考慮するといった一部の修正はあるが、基本的には現行と同じ政策ベンチマークを使用する。

オルタナティブについては、現行の4資産の中に各オルタナティブ資産を特性に応じて割り振っていく形で考えている。

様々な最適化の前提になるパラメータの推定方法等については、検討が終わりつつある。運用目標の正式決定はまだということだが、名目賃金上昇率プラス1.9%というスプレッドを前提にして試算を実施した。候補となる基本ポートフォリオは、現行の資産配分に加えて、債券を引き上げる案や、株式を引き上げる案といった複数案を暫定的に試算している。また、ストレステストやシナリオ分析も現在鋭意進めている。

1月の段階で、ストレステストやシナリオ分析を経て様々な分析に基づいて、複数案を経営委員会に示し、委員の意見で最終的に決定する段取りで考えている。

参考であるが、期待リターンについては、短期金利にリスクプレミアムが各資産ごとにどのぐらい乗っているかという構成をベースにしており、期待短期金利が重要な役割を果たしている。財政検証では、1人当たりゼロ成長ケース、過去30年投影ケース、成長型経済移行ケース、高成長実現ケースという経済シナリオごとに物価と賃金も変わっている。そのため、PTでは、短期金利の水準も経済シナリオごとに異なることも検討し、三つぐらいのパターンを今のところ考えている。

下方確率すなわち、全体ポートフォリオのリターンが、名目賃金上昇率を下回る確率が、今の試算だと42%ぐらいで、5割よりも低い結果となっている。

質疑等はなかった。

## 5. 第103回経営委員会（2025年1月24日）

### 審議事項（2）次期基本ポートフォリオの策定について

管理運用主体に提示するモデルポートフォリオ案について、委員から以下の説明が

あった。

## 委員A

基本ポートフォリオ検証 PT が設置されて以降、財政検証の諸前提を踏まえた中長期的な市場環境の見通し、資産区分の設定方法、各資産に期待する役割、政策ベンチマーク、オルタナティブ資産の位置づけ、各資産の期待リターンやリスク・相関関係の推計方法、乖離許容幅の推計方法、為替に関する考え方、ストレステスト・シナリオ分析、海外年金調査等のトピックスについて、18 回にわたり包括的に検討を進めてきた。

その中で、3 共済に提示するモデルポートフォリオ案について審議いただきたい。

財政検証では、高成長実現ケース、成長型経済移行・継続ケース、過去 30 年投影ケース、一人当たりゼロ成長ケースの 4 つの経済シナリオが提示されている。これらに従い、GPIF の運用目標の基準となる名目賃金上昇率やその基盤になる物価上昇率等の数値が違っている。4 つの経済シナリオに応じて期待リターンも変わってくるが、過去 30 年投影ケースを出発点として分析している。

今後の各資産の期待リターンを楽観的に高く見た場合、目標収益率を達成するための株式の比率が低くなる。一方、各資産の期待リターンを保守的に低く見た場合、株式の比率を高くしないと運用目標を達成できないことになる。

そのような中で、現在の地政学リスクの増大、あるいは、過去 5 年ぐらいの間において株式が内外とも非常に好調であったということで、将来的に、中心回帰、上がり過ぎたものが長期的なトレンドに戻るといったことが起こるかもしれない。また、外国債券、外国株式については、円安に助けられたところもあると考えると、あまり強気にもなれない。一方、極端に弱気にもなる必要もない。

これらを踏まえ、名目賃金上昇率プラス 1.9% の運用目標を最低限のリスクで達成できるような形の基本ポートフォリオの構成比は、現在の 4 資産に 25% ずつ、国内債券 25%、国内株式 25%、外国債券 25%、外国株式 25% という形になるとの結果に PT としては到達した。また、240~250 兆円という運用資産のうち、構成比を 5% 動かすことは、10 兆円以上の資産の取引が片道だけでも必要になるということもあることから、現状維持案がいいのではないかと考えている。

乖離許容幅については、リスクの水準が全体的に現中期目標期間で想定したものよりも低下していることを踏まえ、各資産について 1~2% ポイントほど低くなっている。各共済に示す中心値の範囲も、同じ水準で提案したい。

## 理事長

執行部としては、大前提として経営委員会によって決定された基本ポートフォリオを基に運用を行っていくというものと認識している。

その上で、2 点述べたい。1 点目は、執行の立場から今中期目標期間を振り返ると、コロナ禍による市場の低迷の真っ只中で新しい期がスタートし、その後の経済活動の再開や市場の急回復、ロシアによるウクライナ侵攻、世界的なインフレや欧米の利上げといった、大変変動の大きい不安定な市場環境が続いた。直近では、昨年 8 月に内外株式の急落、国内株式ではブラックマンデーを超える下落を経験した。

この間、執行部では、経営委員会の指導の下に、リバランスの高度化を中心とした基本ポートフォリオに沿った運用に注力してきた。

2 点目は、基本ポートフォリオは、堅調なリターンを実現しており、2024 年 12 月

までの4年9か月間において、運用目標である名目賃金上昇率プラス1.7%を達成できているとともに、100兆円を超える収益をもたらしている。

一般の財政検証においても、年金積立金の好調な運用成績が年金財政の好転の要因の一つに挙げられているのは報道のとおりである。

一方で、株価の上昇、あるいは為替の円安という要素に大いに助けられた部分もあることから、次期では、下押しの可能性も高いというふうと考えられる。

以上のことから、次期の目標期間を展望すると、現行の基本ポートフォリオを見直す積極的な理由は見だしにくいと考えており、PTから報告のあった、現状維持というモデルポートフォリオ案がいいのではというのが執行の立場からの実感である。

#### 委員長

これからの市場環境を考えると、かなり厳しい展開になる可能性もあると思っている。そういう中で、どのようなポートフォリオを組んでいったらいいかというのは非常に重要なテーマだと思うが、様々な観点からのチェックを経て現状維持で大丈夫だという整理がなされており、私も現状維持の案でよいのではないかとと思っている。

## 6. 第105回経営委員会（2025年3月11日）

議決事項（1）積立金の資産の構成の目標（モデルポートフォリオ）の変更(案)について

執行部より以下の説明があった。

1月の経営委員会で議決いただいたモデルポートフォリオの案を3管理運用主体に提案し、議決以降に3回の連絡会議を開催した。3月3日～5日に開催されたモデルポートフォリオ連絡会議において、モデルポートフォリオの中心値及び中心値範囲について全管理運用主体が合意した。

質疑等はなかった。

各回の日時、出席委員等（時間は経営委員会の総時間）

### 第98回経営委員会

日 時： 2024年7月26日（金）14:00～16:00

出席委員等： ・山口委員長 ・新井委員長代理 ・板場委員 ・逢見委員  
・尾崎委員 ・加藤委員 ・久保田委員 ・小宮山委員 ・根本委員  
・宮園理事長

### 第100回経営委員会

日 時： 2024年10月29日（火）13:30～15:30

出席委員等： ・山口委員長 ・新井委員長代理 ・板場委員 ・逢見委員  
・尾崎委員 ・加藤委員 ・久保田委員 ・小宮山委員 ・根本委員  
・宮園理事長

### 第101回経営委員会

日 時： 2024年11月22日（金）14:00～17:00

出席委員等： ・山口委員長 ・新井委員長代理 ・板場委員 ・逢見委員  
・尾崎委員 ・加藤委員 ・久保田委員 ・小宮山委員 ・根本委員  
・宮園理事長

### 第102回経営委員会

日 時： 2024年12月20日（金）15:00～17:30

出席委員等： ・山口委員長 ・新井委員長代理 ・板場委員 ・逢見委員  
・尾崎委員 ・加藤委員 ・久保田委員 ・小宮山委員 ・根本委員  
・宮園理事長

### 第103回経営委員会

日 時： 2025年1月24日（金）13:30～16:00

出席委員等： ・山口委員長 ・新井委員長代理 ・板場委員 ・逢見委員  
・尾崎委員 ・加藤委員 ・久保田委員 ・小宮山委員 ・根本委員  
・宮園理事長

### 第105回経営委員会

日 時： 2025年3月11日（火）14:00～16:00

出席委員等： ・山口委員長 ・新井委員長代理 ・板場委員 ・逢見委員  
・尾崎委員 ・加藤委員 ・久保田委員 ・小宮山委員 ・根本委員  
・宮園理事長

各回の場所： 年金積立金管理運用独立行政法人 会議室