



## 次期基本ポートフォリオの策定について（2）

区分	報告	対象範囲	基本ポートフォリオ
<p><b>エグゼクティブサマリー</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>第4期中期目標に向け、基本ポートフォリオ策定に関する7月以降の基本ポートフォリオ策定PTの進捗状況及び今後のスケジュールを報告するもの</li> <li>現時点における第3期からの変更点は、①資産区分、②期待リターン策定方法、③実務上の為替ヘッジの取り扱いである</li> </ul>			
<p><b>バックグラウンド</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>厚生年金保険法によると、財政検証のとき等に、積立金基本指針に検討を加え、必要に応じて変更することとされている</li> <li>管理運用主体は、積立金基本指針に適合するよう、モデルポートフォリオに即して、基本ポートフォリオを定めることとされている</li> </ul>		<p><b>フィードバック期間及び検証方法</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>なし</li> </ul>	
<p><b>戦略プラン</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>基本ポートフォリオの構成割合に影響を及ぼす事項から優先的に検討を進める。</li> </ul>		<p><b>便益及びリスク</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>便益：なし</li> <li>リスク：なし</li> </ul> <p><b>KPI</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>なし</li> </ul> <p><b>その他</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>なし</li> </ul>	



## 次期基本ポートフォリオにおける課題の洗い出し

理論の側面からの改善点

実務の側面からの課題

14の課題を洗い出し

資産構成割合に影響を与える重点項目を優先的に議論



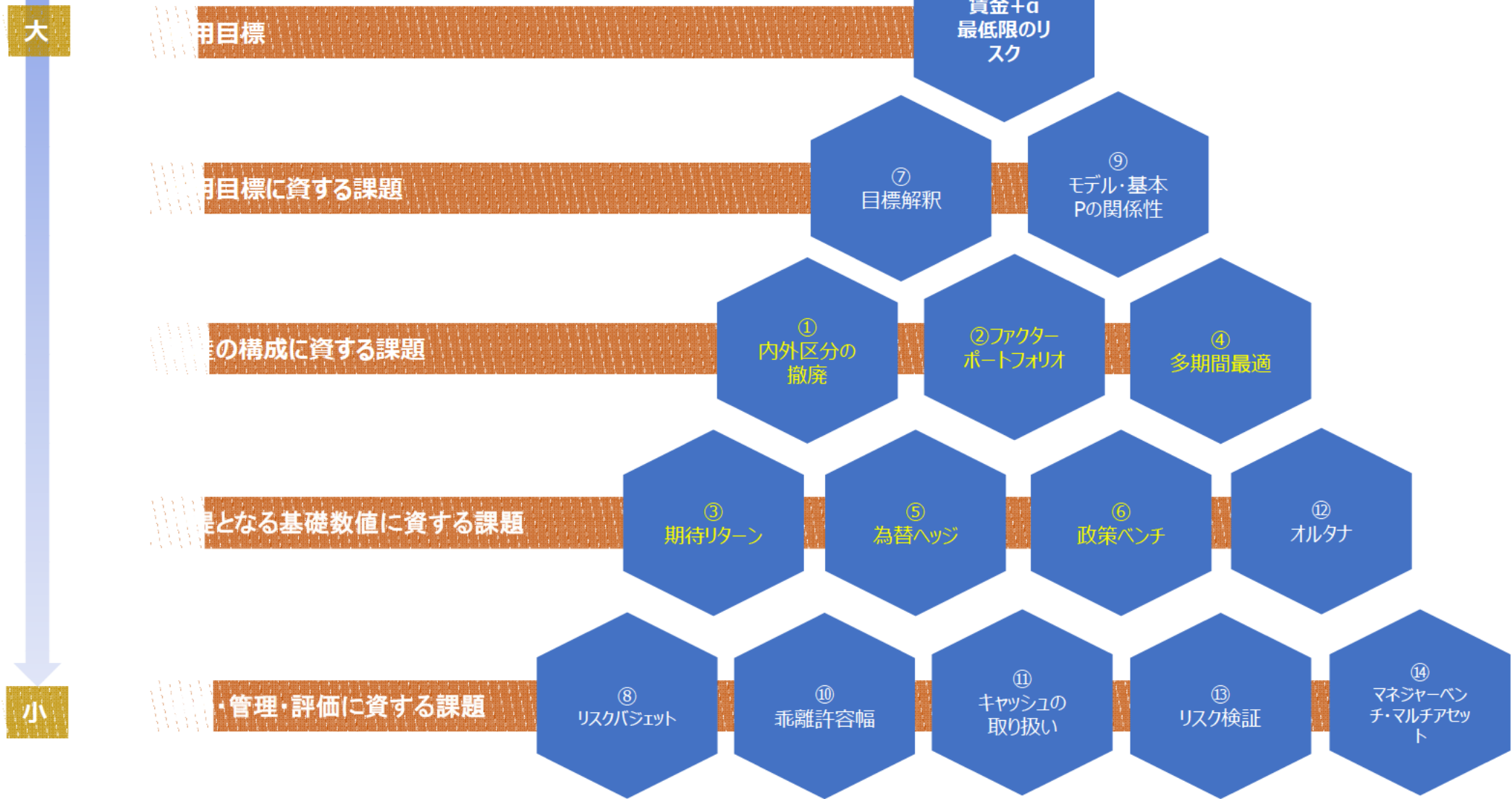
# サマリー

## 進捗状況（第8回PTより具体的に検討開始）

	課題	実施時期	結論	参考：第3期
1	内外区分の撤廃	第8～11回	株式については内外区分撤廃を基本方針とするが、市場への影響に対する対応策を検討中。債券の区分は <b>残す</b> ことを基本方針とする	伝統的4資産で構成（オルタナに投資開始）
2	ファクターポートフォリオ	第9回	ファクターにも基づく策定は <b>見送る</b> ことを基本方針とする	ファクターポートの考え方は検討していない
3	期待リターン	第10～13回	<b>Black-Litterman</b> モデルを基本方針とする。ビューの設定は検討課題	国内債券はシナリオ法。他はビルディングブロック
4	多期間最適化・最適化の課題	第10～13回	多期間最適化は、 <b>見送る</b> ことを基本方針とする。最適化は、複数の手法を検討する。	一期間最適化でポートフォリオを策定
5	為替ヘッジ	第14回	<b>第3期と同様ノーヘッジ</b> で構成割合を策定することを基本方針とする。実務上ヘッジ外債は <b>国内債券</b> に位置づけることを基本方針とする	実務上ヘッジ外債は外国債券に位置づけ
6	政策ベンチマーク	第13回	第3期と同様の政策ベンチマークとすることを基本方針とする	野村BPI除くABS, TOPIX配当込, FTSE WGBI, MSCI ACWI ex Japan
7	目標の解釈（賃金から物価へ）	第15回	第3期と同様	実質的な運用利回りを目標とした最適化
8	リスク制約・リスクバジェットing	第15回		
9	モデルポートと基本ポートの関係性	未定		
10	乖離許容幅	第15回		
11	キャッシュの取扱い	未定		
12	オルタナ資産	第16回		
13	リスクの検証	未定		
14	マネジャーベンチマーク・マルチアセット	未定		

# 課題の構造

構成比率への影響  
及び優先課題



※黒は検討済み、白は今後の検討課題



# ポートフォリオ見直しに関する今後の全体スケジュール

<前回>

<今回>

積立金基本指針に関する  
検討会  
(2013.7~2014.3)

積立金基本指針に関する  
検討会 (仮)

厚労省  
資金運用部会

- GPIFが遵守すべき方針について議論される

財政検証  
(2014.6)

財政検証  
(2019.○)

厚労省  
年金部会

- 目標となる利回りや経済シナリオが示される

積立金基本指針  
(2014.7)

積立金基本指針  
(2019.○)

厚労省  
資金運用部会

- GPIFが遵守すべき方針が示される

基本ポート見直し  
中期計画変更  
(2014.10)

次期基本  
ポート検討  
(2019.○)

モデルポ  
ート検討  
(2019.○)

GPIF

4  
団  
体

- 経営委員会にて案を策定

モデルポートの策定  
(2015.3)

- 基本指針及び財政検証を踏まえ、モデルポートフォリオを検討する

中期目標・中期計画  
(2015.4)

中期目標・中期計画  
(基本ポートの策定)  
年度計画・管理運用の方針  
(2020.4)

GPIF

- 目標となる利回りの確保を含めた今後5年間のGPIFの目標等が定められる

管理運用の方針  
(2015.9)

- ポートフォリオを含めた今後5年間のGPIFの計画等が定められる



# 詳細版：今後のスケジュール

2018年

2019年

2020

9月

3月

6月

9月

12月

3月

- 課題への対応
- 資金運用部会（積立金基本指針検討会への参画）検討
- 経営委員会への報告
- 内閣府中長期試算

- 財政検証公表
- 積立金基本指針公表
- 次期ポートフォリオの検討
- 経営委員会への報告

- 対外公表資料等の策定

- 組織の見直し
- 検討作業班の設置
- 検討課題の整理
- 課題への対応
- 年金部会（経済前提専門委員会への参画）

- 課題への対応
- （財政検証公表）
- （積立金基本指針公表）
- （次期ポートフォリオの検討）
- （経営委員会への報告）

- 次期ポートフォリオ案の策定
- モデルポート協議

- 中期計画認可
- 年度計画届出

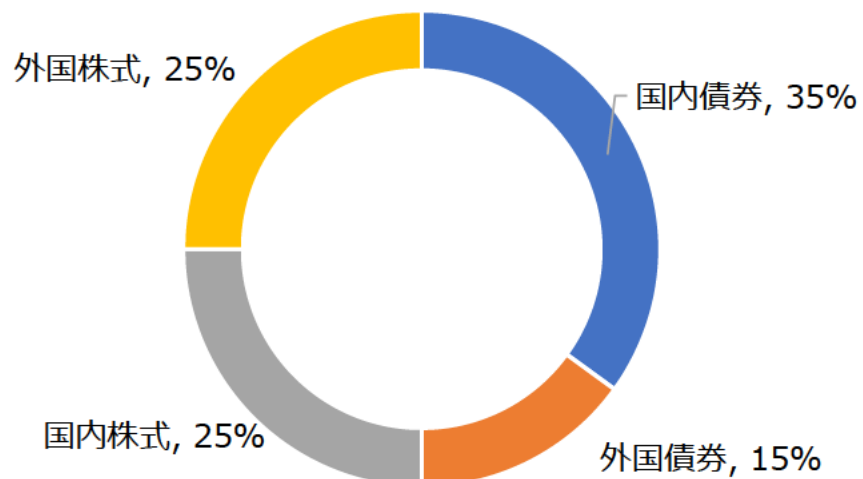
## これまでのPTの議論

## 課題① 内外区分の撤廃

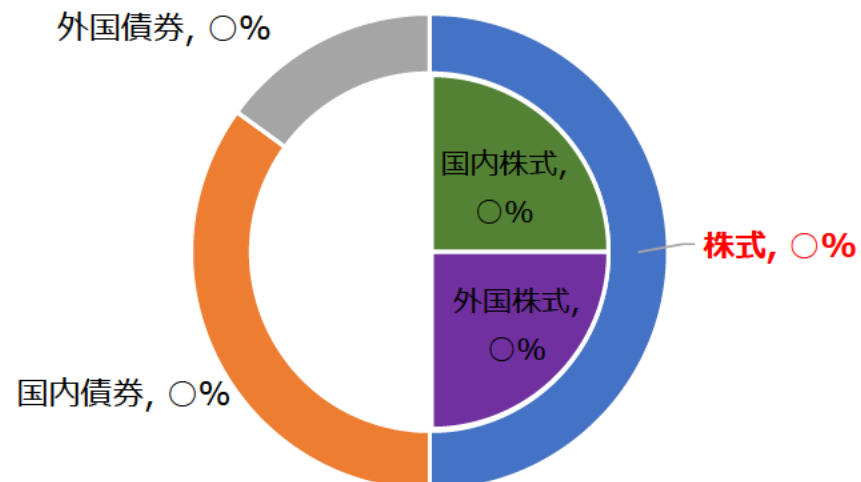
- 株式市場や企業活動のボーダレス化によって、**グローバル株式市場の共変動性は高まっており、企業の本社所在国に基づいて株式を内外株式に区分する意味が薄れてきている**
- 内外区分撤廃の意義は、運用における障害の除去、自由度を向上し、より効率的な運用を実現することである
- ただし、内外区分を撤廃したからといって、**ホーム・バイアスの解消は必然性を伴うものではない**
- また、ホーム・バイアスを解消するには相応の規模とコストが必要であることから、移行コスト・市場への影響等の面で課題が大きい。意義と課題を天秤にかけつつ判断することが大切

**株式については、内外区分撤廃を基本的方針とするが、市場への影響に対する対応策を検討中  
債券は、リスク・リターン特性が異なることから区分する**

<第3期基本ポートフォリオ>



<第4期基本ポートフォリオ (案)>

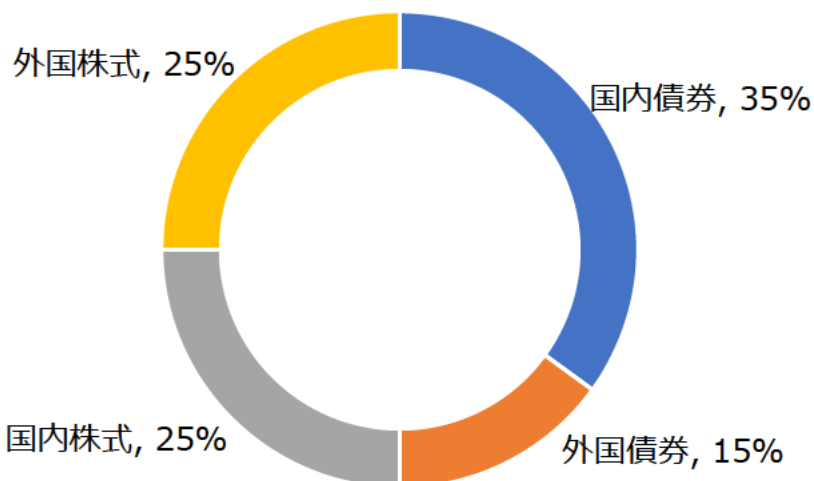


## 課題② ファクターポートフォリオ

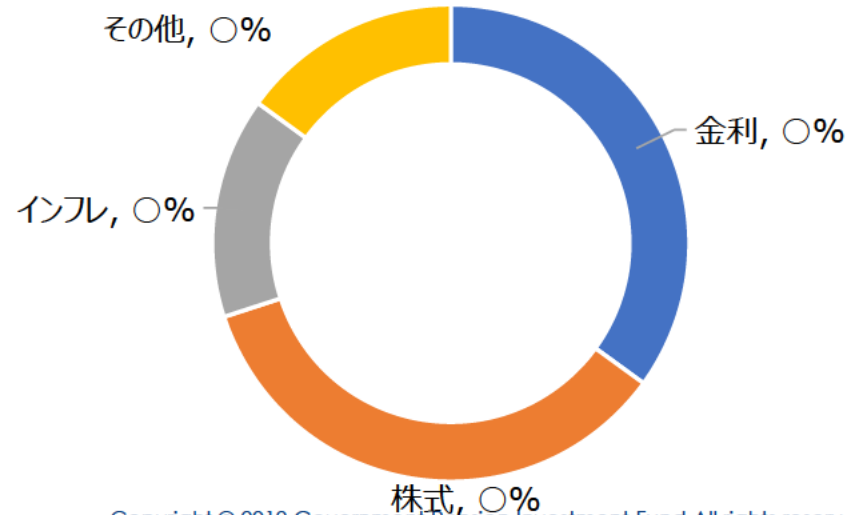
- 一部の海外年金では、債券、株式といった資産構成割合に基づくポートフォリオではなく、経済成長、インフレ、実質金利、為替などリスクファクターを構成割合としたポートフォリオを策定している。
- ファクターポートフォリオは、分散化の新たな手法として注目されてきている一方、定義の統一化がされていらず、ベストプラクティスも存在していない
- 基本ポートフォリオの策定に際して重要なファクターは、バリューやサイズといったマイクロファクターではなく、GDPや金利、インフレなどのマクロファクターである
- 一方、実装には、人・モノ・金が必要とされているため時間を要することや、現状の資産区分を踏襲する継続性の観点や国民から見て分かりづらくなるといった課題がある
- また、既に、GPIFはファクターに基づくリスク管理がなされてきており、実務的には浸透してきている

**従来通りの資産クラス的位置付けや役割を踏襲し、ファクターベースは見送る  
ただし、リスク管理においてはより積極的に活用する**

<第3期基本ポートフォリオ>



<第4期基本ポートフォリオ>



## 課題③ 期待リターン

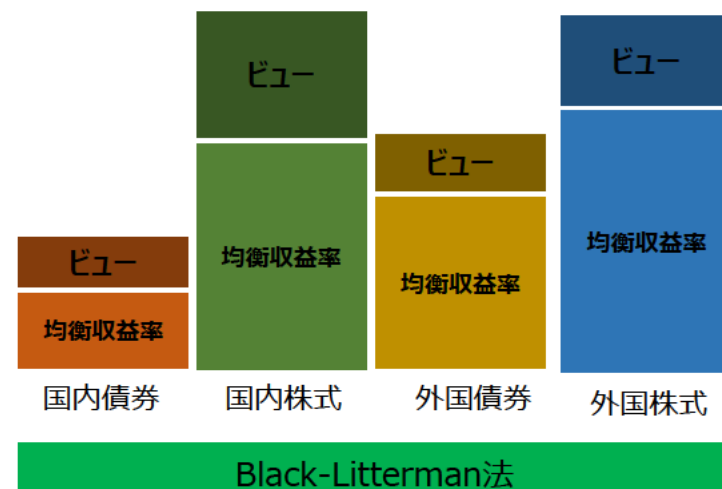
- ポートフォリオベースの運用を行うにあたり、期待リターンの推定は永遠の課題といっても過言ではない。現在GPIFは、国内債券はシナリオ法、それ以外はビルディングブロック法を採用しているものの、推定期間の取り方によってリスクプレミアムの値が大きく変動し、やや安定性に欠けるといった課題がある
- 期待リターンの推定方法は、シナリオ法、ビルディングブロック法、サプライサイド法など様々な手法が存在しているがそれぞれ一長一短。その中で、Black-Littermanモデルは、現在の市場の時価総額のウェイトから均衡収益率を逆算し、**均衡収益率に投資家のビューを加味する**（フォワードルッキング）ことで期待リターンを算出する方法である
- Black-Littermanモデルは、期待リターンの安定性は増すものの、ビューの設定に課題があるが、海外公的年金や投資家の間で幅広く活用されている

**ビューの設定に課題はあるものの、Black-Litterman 法を基本方針とするが、引き続き様々な期待リターンの手法を考慮しながら策定にあたることとする**

<第3期期待リターンの策定方法>



<第4期期待リターンの策定方法>



## 課題④ 多期間最適化

- 現在の基本ポートフォリオは長期的な観点から資産構成割合を定めており、25年間は一定の資産構成割合を基本としているが、多期間最適化は、25年を複数の期間で区切り、期間毎に最適なポートフォリオを定めるため、**25年間一定のポートフォリオよりも効率性が高まる**ことが期待される
- 5年間の運用のうち、想定を上回った投資収益を生み出した場合、ポートフォリオのリスクを減少させる（いわゆるグライドパス戦略）仕組みを取り入れる考え方もある
- 一方、そもそも年金制度は、所得代替率が62%から50%に減少する中で、想定を上回る投資収益は余裕金とみなせるかといった課題がある
- また、厚生労働省が策定する5年毎の財政検証の結果、制度から求める運用利回りが変わる可能性があるため、**基本ポートフォリオは長期的な観点から資産構成割合を定めることとしても、5年毎に見直しの検討を行う**こととしている
- そのため、多期間で最適化を行ったとしても、制度上の仕組みとの関係性や、将来を前提とするシナリオの影響を大きく受けるため、実装は難しい

**多期間モデルは、理論的には望ましいかもしれないが  
実務的には色々な障害、課題があり実装は難しいことから、実装は見送る**

## 課題⑤ 為替ヘッジ

- **円を母国通貨**とする投資家にとって、為替レートの変動リスクをヘッジすることにはリスク・リターン（効率性）を改善する一定の効果が認められる
- 他方、為替の最適ヘッジ比率の導出にあたっては、**理論的かつ実証的に明確に定まった考え方・手法が現状なく、引き続き学会でも議論が続いているところ**。最適ヘッジ比率を算出するモデル（ユニバーサルヘッジ等）はあるにはあるが、強い仮定を置いていたり、モデル・パラメーターの推定に困難が伴うなど、**実務面での課題が多い**
- （超低金利が続いている）日本の場合、為替ヘッジを導入すると、内外金利差分だけコストがかかり、長期のリターンを押し下げる要因となる恐れがある。さらに、需給要因に基づく**ベースコストの影響**にも留意を要する
- 為替ヘッジに係る**流動性**は、当法人の規模に照らし合わせると**十分に大きいとはいえない**。
- 一方、実務上のヘッジ付き資産（特に外国債券）の取り扱いについては、国内債券にするかどうか検討を行う

**基本ポートフォリオは引き続きノーヘッジで策定することを基本方針とする  
ただし、執行部が為替リスクの一部を機動的にヘッジすることは、第3期と同様に許容する**

## PTでの主な議論 ～ 課題⑥ 政策ベンチマークについて

- 政策ベンチマークに求められる要件としては、網羅性、再現性・投資可能性、流動性、透明性・ガバナンス、正確性・利便性、普及性、継続性・代表性などがあげられる
- コンサルタントによる政策ベンチマークの分析では、網羅性の観点から、4資産とも見直す余地があるとの見解が寄せられている
- 一方、基本ポートフォリオは、長期的な観点から策定するものである。第1期から第3期までの策定では、ヒストリカルデータの安定的な政策ベンチマークを使用しており、時代の検証に耐えられるものとなっている
- 国内債券（野村BPI）は、変更候補の指数ではポートフォリオのリスク・リターン特性の大幅な改善は期待できない
- 国内株式（TOPIX）は、①新興市場銘柄を非対象としていることや、②東証1部にも流動性が著しく低い銘柄が存在する、③東証のビジネスモデルとの利益相反の課題があるものの、国民から広く認知されている指数である
- 外国債券（FTSE WGBI）は、網羅性向上の観点から、変更を行う意義は大きいものの、変更候補の指数ではポートフォリオのリスク・リターン特性の大幅な改善は期待できない
- 外国株式（MSCI ACWI ex Japan）は、網羅性向上の観点から、変更を行う意義は大きいものの、変更候補の指数は、①構成銘柄数の大幅な増加による取引コストの増加や、②議決権行使の増加など実務的な課題があり、カスタマイズする必要があるが、カスタマイズを行うことで、リスク・リターン特性の改善が限定的になる

**国民へのわかりやすさ、継続性、リスク・リターン効率の限定的な改善などの理由から、  
第3期と同様のベンチマークを踏襲することとする**