



I-OWA マンスリー・セミナー講演より GPIF の投資方針を学ぶ(2)

講演： 宮井 博氏
レポーター： 赤堀 薫里

年金の資産運用は「PLAN-DO-CHECK」のプロセスから構成され繰り返される。投資家サイドの制約条件の中には、流動性要件、投資期間、運用規制等、様々あり、それを踏まえて投資目的が明確となる。次に具体的な数値に落としこむ投資目標として、リスク許容度や目標リターンを作る。この部分は個人毎や年金基金の成熟度によって異なります。

また、経済の市場要因の分析を通じて、資本市場の分析をし、まさに運用対象資産のリスクとリターンや相関係数を、投資家の要件と併せた上で投資政策を策定する。基本ポートフォリオ(政策ア定、運用スタイルの選択を投資政策のもと実行して、運用実績の分析(資産配分、銘柄選択)のパフォーマンス評価を行う。このプロセスは、公的年金も企業年金も行っていきます。



公的年金の目標は、実質的な運用利回りを確保し、物価上昇、購買力を維持する為の運用を重要としています。そのために、物価上昇率、将来推計人口等の分析を行います。それらの分析をもとに5年に一度、財政再計算と呼ばれる見直し作業を行います。2004年、財政再計算の前提では、名目運用利回りを3.2%にしました。その理由は物価上昇率1.0%、実質長期金利2.0%、分散投資0.2%とそれぞれ分けて算出し加算。つまり、名目賃金上昇率2.1%に、実質的な運用利回り(目標)1.1%を達成するような運用利回りを表すと3.2%になる。

5年に一度、このような財政再計算を行います。2009年に行ったチェックでは、2009年財政検証の前提(2020年度～)で、名目運用利回りは4.1%となりました。当時、金利が下がっていた為、この4.1%という高い数値に周りから批判がでました。しかし、これは2020年度以降について4.1%



長期投資仲間通信「インベストラ이프」

と仮定とするという非常に長期な目標であり、実際には2020年度までは3.2%でいくというものでした。2014年度の財政検証では、様々なケースを想定して、名目運用利回りを3.6%~4.8%と決めて計算しました。

2004年財政再計算に基づく効率的フロンティアにつき、制約条件(短期資産=5%、外国債券<外国株式<国内株式)がある場合とない場合を比較してみましょう。制約条件がある場合はその分、効率が少し落ちるため、内側に入り短い形状となる。期待リターンは、運用コストの分も加味して3.37%と3.2%よりも0.17%高くなります。2013年変更時、推計に基づく効率的フロンティアの期待リターンは3.42%。その時のポートフォリオは、2004年は債券が67%、2013年には債券が60%に減った。双方とも債券と同じリスクでありながら、ポートフォリオを組み直すことで、リターンが高くなります。そのような見方で基本ポートフォリオを採用してきたのです。

国内債券であれば、賃金上昇率のヘッジを目的とするという理由があるが、外国債券への投資は説明が難しい。2004年当時は、ホーム・カントリー・バイアス(各国投資家の自国市場の割合を高める傾向)が結構あった。アメリカの公的年金の中身を見ると、アメリカの株や債券比率が高く、外国株は少ない。これはカナダやヨーロッパでもそういう傾向にある。結局、お金を使う時は、自国の通貨を使うため、自国のウエイトが高くなる。このような考え方のもと制約条件(外国債券<外国株式<国内株式)が考えられた。

2015年になり、ホーム・カントリー・バイアスの意味が無くなって来た。外国に投資しても無理なく情報は集まり、売買も自国と差がなくなってきた。選定の方法は、要求名目リターンを上回ることと、下方リスク指標が低いものを選択するというように、多少変わってきたが、基本的な考え方は変わらず新しいポートフォリオが考案されてきた。

講演では、前半は前回のレビューということで、年金制度の仕組みと資産運用における委託者と受託者の関係についての説明がありました。また、後半では、GPIFの新基本ポートフォリオの策定の変更点(選定基準の複数採用)についての解説。最後に、エクセルシートを用いた最適化の演習を行うことで、ポートフォリオの分散効果をより実感でき、理解を深めることができました。