



第5期中期目標期間における基本ポートフォリオについて ～ 詳細 ～

第5期中期目標期間における基本ポートフォリオについて

- 年金積立金管理運用独立行政法人（以下GPIF）では、各資産を組み合わせた資産構成割合を「基本ポートフォリオ」として定め、これに基づき運用を行っています。今般、2025年度からの第5期中期目標（5ヵ年計画）に向けた基本ポートフォリオを策定しました。この基本ポートフォリオは、経営委員会において6回にわたり議論を重ね決定し、2025年4月1日より適用となります。
- 経営委員会での議論を円滑に進めるため、2022年度より経営委員会の下に経済・金融の専門家からなる検討作業班を設け、多面的かつ包括的、理論的・実務的な観点から20回に及ぶ検討を重ねました。
- 年金積立金の運用については、将来の安定的な年金給付に向けて、足下の運用環境の変化や将来想定される運用環境に対応しながら、長期的に年金財政上必要な利回りを最低限のリスクで確保することが必要です。
- その上で、基本ポートフォリオの策定にあたっては、
 - 厚生労働省が実施する財政検証の結果や、厚生労働大臣から与えられる中期目標を踏まえるとともに、被用者年金一元化後の積立金運用を担う4管理運用主体が共同して定めるモデルポートフォリオを参酌しました。
 - 資産の管理及び運用に関し一般に認められている専門的な知見並びに内外の経済動向を考慮して策定しました。
 - 近年の世界情勢は、様々な地政学リスクや地球規模の課題がもたらす経済・社会への影響といった不確実性が高まっていることなどを踏まえ、フォワード・ルッキングな観点からリスク分析を行いました。
- このような背景を踏まえ、各資産の期待リターンやリスク・相関係数を推計し、年金財政上必要な利回りを最低限のリスクで達成するための基本ポートフォリオを策定した結果、資産構成割合は第4期と同様となりました。
- 乖離許容幅は、4資産の幅とともに、株式リスクの管理強化の観点から、債券・株式全体についても設定しました。新たに想定したリスクを元に乖離許容幅を推計したところ、第4期と比べて小さくなりました。

第5期中期目標期間における基本ポートフォリオについて

- GPIFは、今般、以下のとおり基本ポートフォリオを策定しました。

【第4期】

	国内債券	外国債券	国内株式	外国株式
資産構成割合	25%	25%	25%	25%
乖離許容幅 (各資産)	±7%	±6%	±8%	±7%
乖離許容幅 (債券・株式)	±11%		±11%	



【第5期】

	国内債券	外国債券	国内株式	外国株式
資産構成割合	25%	25%	25%	25%
乖離許容幅 (各資産)	±6%	±5%	±6%	±6%
乖離許容幅 (債券・株式)	±9%		±9%	

- 令和6年の財政検証を踏まえて各資産の期待リターンを推計し、各資産のリスクと資産間の相関係数の推計方法を変更するとともに数値を更新し、運用目標である実質的な運用利回り※1.9%を満たしつつ、最もリスクの小さなポートフォリオを選定した結果、資産構成割合は第4期と同様のものとなりました。

※ 名目運用利回りから名目賃金上昇率を差し引いたスプレッド

- 乖離許容幅は、4資産の幅とともに、株式リスクの管理強化の観点から、債券・株式全体についても設定しました。新たに想定したリスクを元に乖離許容幅を推計したところ、第4期と比べて小さくなりました。
- なお、オルタナティブ資産（インフラストラクチャー、プライベートエクイティ、不動産その他経営委員会の議を経て決定するもの）については、引き続き、独立した資産区分としては位置づけず、リスク・リターン特性に応じて国内債券、外国債券、国内株式、外国株式の中で管理することとし、資産全体の5%を上限とすることとしました。

基本ポートフォリオ策定の基本的な考え方

基本ポートフォリオの性質

- 長期的な運用においては、短期的な市場の動向によって資産構成割合を変更するよりも、基本となる資産構成割合（基本ポートフォリオ）を決めて長期間維持していく方が、効率的で良い結果をもたらすことが知られています。また、長期の運用実績の大半は基本ポートフォリオによって決まるとされています。

基本ポートフォリオ策定の基本的な考え方

- GPIFでは、厚生労働大臣が示す運用目標「年金財政上必要な利回りを長期的に最低限のリスクで確保すること」を踏まえ、基本ポートフォリオを定め、これに基づいて運用を行っています。ただし、市場は常に変動するため、実際の運用においては、基本ポートフォリオをベースとしながらも合理的に無理のない範囲で機動的な運用を可能とする仕組みとして、基本ポートフォリオからの乖離許容幅を定めています。
- 基本ポートフォリオを定めるにあたっては、まず、投資対象となる資産区分を定めて、その後、各資産の期待リターンとリスクを用いて、運用目標とリスク制約を満たす基本ポートフォリオを定めることが一般的です。
- 資産区分の設定にあたっては、異なる性質を持つ資産へ分散投資を行うことによってポートフォリオの効率性を向上させることができるといわれており、①リターンの源泉が異なっていること、②リスク特性が異なっていること、③資産間の相関が低いことなどの観点から資産を区分することが一般的です。
- GPIFでは、資産区分を定めた後、資産の管理及び運用に関し一般に認められている専門的な知見に基づき各資産の期待リターンとリスクを推計し、運用目標である「年金財政上必要な運用利回りを長期的に最低限のリスクで達成」する基本ポートフォリオを定めています。

基本ポートフォリオの策定方針（１）

GPIFは、財政検証及び中期目標並びに近年の経済情勢を踏まえ、基本ポートフォリオの策定方針を以下の通りとしました。

運用目標及び リスク制約

1. **運用目標**は、長期的に年金財政上必要な利回り（名目賃金上昇率＋１．９％）を最低限のリスクで確保すること。
2. **リスク制約**は、厚生労働省から従来と同様に示された「名目賃金上昇率から下振れするリスク（以下「下方確率」という。）が全額国内債券の場合を超えないこと」とする。これに加え、賃金上昇率を下回った場合の平均的な不足率（以下「条件付平均不足率」という。）をリスク尺度とする。
3. **その他の制約条件**（各資産の大小関係等）は設定しないこととする。
4. **乖離許容幅**は、各資産及び債券全体・株式全体で設定することとする。

資産区分及び 運用対象資産

1. **資産区分**は、従来通り、国内債券・外国債券・国内株式・外国株式とする。
2. **オルタナティブ資産**は、独立した資産区分としては位置づけず、リスク・リターン特性に応じて伝統的４資産の中で管理することとする。
3. 円建ての短期資産及び為替ヘッジ付き外国債券は、国内債券と同等のリスク・リターン特性を持つものと考え、国内債券に位置づけることとする。併せて、外貨建ての短期資産は、外国債券に位置づけることとする。

基本ポートフォリオの策定方針（２）

期待リターン リスク・相関係数

1. 期待リターン及びリスク・相関係数の推計には**政策ベンチマーク**を使用することとする。
政策ベンチマークは、海外の様々な資産への投資を行うにあたっての流動性や各国の税率といった投資環境を踏まえたものとする。
2. **期待リターン**は、複数の手法を組み合わせることで推計精度の向上を図った。具体的には、4資産ともにビルディングブロック法による期待収益率と市場時価総額に内在すると考えられる均衡収益率を混合することとする。
3. 各資産と賃金上昇率の**リスク**は、長期の平均的な姿を推計するとともに、各資産のリスクは月初・月中・月末でリスクの水準が異なる傾向が見られることから、リスクの推計は月中の平均をとることとする。
4. 各資産同士の**相関係数**は、長期の平均的な姿を推計するとともに、企業業績が賃金に反映されるまで時間がかかり、賃金は株価に遅れて変動する傾向があることから、4資産と賃金上昇率との相関係数の推計にあたっては、その時間差を考慮することとする。

リスク分析 ストレステスト

1. 基本ポートフォリオで運用した場合の積立金額の推移を、財政検証で予定された積立金額と比較し、**必要な積立金額を下回る確率**を算出することとする。
2. 株式等は想定よりも下振れ確率が大きい場合があることを考慮し、経験分布を用いた**リスク分析や、ストレステスト**を行うこととする。
3. 基本ポートフォリオが財政検証上のどの経済状況でも**必要な利回り**が確保されるかどうかを確認することとする。
4. 基本ポートフォリオが**モデルポートフォリオの中心値範囲**に含まれることを確認することとする。

基本ポートフォリオの前提条件 ～ 運用対象資産と資産区分 ～

運用対象資産とその役割について

- GPIFでは、伝統的な上場株式及び債券並びにオルタナティブ資産（インフラストラクチャー、プライベートエクイティ、不動産その他経営委員会の議を経て決定するもの）を運用対象資産としており、役割を以下のように整理しています。

【各資産の役割】

国内債券	債券は確定利付きであり、かつ一般的に元本保証があるという意味で、安全確実を目指す運用対象
外国債券	外国債券の投資収益率は長期的には国内債券と同等になる。一方、積立金の規模が巨額であることを考慮すると、国内債券市場への影響を回避できる効果大きい
国内株式	経済の成長と大きな関わりがあり、インフレに対するヘッジ機能も期待されるもの。短期的なリスクは大きい、長期的に収益性の追求を目指す運用対象
外国株式	外国株式は、長期的には国内株式同様、リスクに見合ったリターンが期待される。また、我が国の経済とは異なる経済変動・経済循環を持つ国の株式を保有すれば、分散効果も大きい
オルタナティブ資産	伝統的な投資対象である上場株式、債券とは異なるリスク・リターンを有しており、ポートフォリオに組み入れることで効率性の向上が期待される。超過リターンの獲得を目指す運用対象

資産区分について

- 現在の基本ポートフォリオは、構成割合を決定する際の自由度を高めることや為替の影響を考慮することを目的に、国内債券、外国債券、国内株式、外国株式の4資産で区分しています。
- 近年、企業活動のグローバル化の進展に伴い、国内・海外株式のリターンの相関が高い状況にあることから、リスク特性が似通っている内外株式を統合することも考えられますが、グローバル株式の政策ベンチマークによって内外株式の比率が決まり、基本ポートフォリオの資産構成割合を決定する際の自由度が落ちることに加え、為替のリスク寄与がこれまで以上に高まる懸念があります。
- 以上の観点から、資産区分については統合せず、従来通り国内債券、外国債券、国内株式、外国株式としました。
- なお、オルタナティブ資産は、リスク・リターン特性に応じて国内債券、国内株式、外国債券及び外国株式に区分し、資産全体の5%を上限としています。

基本ポートフォリオの前提条件 ～ 政策ベンチマーク ～

- GPIFでは、基本ポートフォリオの策定に用いるベンチマークを政策ベンチマークと呼んでいます。
- 政策ベンチマークの設定にあたっては、中期目標の記載を踏まえるとともに、理論的・実務的な観点や、モデルポートフォリオで用いるベンチマークも考慮して検討した結果、以下の通り設定しました。

	第4期中期目標期間（2020-2024年度）の政策ベンチマーク
国内債券	NOMURA-BPI「除くABS」
外国債券	FTSE 世界国債インデックス（除く日本、ヘッジなし・円ベース）
国内株式	TOPIX（配当込み）
外国株式	MSCI ACWI（除く日本、円ベース、配当込み、税考慮前）

※ FTSE世界国債インデックスに中国が組み入れられたのは2021年10月からであるため、前回の第4期基本ポートフォリオ策定における外国債券の政策ベンチマークでも、中国国債は除かれていました。



	第5期中期目標期間（2025-2029年度）の政策ベンチマーク
国内債券	NOMURA-BPI「除くABS」
外国債券	FTSE 世界国債インデックス（除く日本、除く中国、ヘッジなし・円ベース）
国内株式	TOPIX（配当込み）
外国株式	MSCI ACWI（除く日本、除く中国A株、円ベース、配当込み、管理運用法人の配当課税要因考慮後）

基本ポートフォリオの前提条件 ～ 期待リターンの設定 ～

- 4資産の期待リターンは、いずれも短期金利にリスクプレミアムを加えたビルディングブロック法※¹による期待リターンに、均衡収益率※²を混合することによって推計しました。
- 各資産の期待リターンは、想定された4つの長期シナリオに基づき推計しました。その結果、期待リターンは、国内債券で-0.3%～3.2%、外国債券で1.4%～4.9%、国内株式で4.0%～7.5%、外国株式で4.6%～8.1%となりました。

経済前提と各資産の期待リターン

経済シナリオ	物価 上昇率	実質賃金 上昇率	名目 賃金	期待 短期金利	名目期待リターン			
					国内債券	外国債券	国内株式	外国株式
高成長実現ケース	2.0%	2.0%	4.0%	2.9%	3.2%	4.9%	7.5%	8.1%
成長型経済移行・継続ケース	2.0%	1.5%	3.5%	2.4%	2.7%	4.4%	7.0%	7.6%
過去30年投影ケース	0.8%	0.5%	1.3%	0.2%	0.5%	2.2%	4.8%	5.4%
1人当たりゼロ成長ケース	0.4%	0.1%	0.5%	-0.6%	-0.3%	1.4%	4.0%	4.6%

※¹ ビルディングブロック法とは、各資産の期待リターンを短期金利の期待リターンとリスクプレミアム（リスクの対価とみなされる部分）に分解し、それぞれを推計した上で合算することによって、各資産の期待リターンを推計する方法です。

※² 均衡収益率とは、各資産のリスク・相関係数及びグローバル市場の時価総額を用いて、市場から示唆されるリターンを逆算したものに期待短期金利を加えたものです。

※³ 期待短期金利及び各資産の期待リターンは様々な方法で推計しており、一例を表示（詳細はP.16～17参照）。

基本ポートフォリオの前提条件 ～ リスク・相関係数の設定 ～

- リスク・相関係数の推計には、過去30年間の政策ベンチマークの月次リターンを用いました。月次リターンは開始日によってブレがあるため、開始日を各月1日～30日と様々に変えた場合にリスク・相関係数を算出し、これらの平均をとることにより設定しました。
- 賃金上昇率は年次の上昇率として捉えることが適当であるため、賃金上昇率と4資産の相関係数については年次リターンを用いて推計しました※¹。賃金上昇率は、株式指数に遅れて変動する傾向があり、概ね1年程度の時間差が見られるため、賃金上昇率に12ヵ月のラグを設定しました※²。

リスク（標準偏差）

国内債券	外国債券	国内株式	外国株式	賃金上昇率
2.60%	9.72%	19.19%	20.35%	0.94%

相関係数

	国内債券	外国債券	国内株式	外国株式	賃金上昇率
国内債券	1	0.073	-0.254	-0.125	-0.110
外国債券		1	0.271	0.560	0.193
国内株式			1	0.692	0.537
外国株式				1	0.619
賃金上昇率					1

※¹ 賃金のヒストリカルデータは標準報酬上昇率を使用しました。

※² 2024年度の賃金上昇率は、財政検証の足元の経済前提を用いて外挿しました。

基本ポートフォリオの選定

- 推計された期待リターン、リスク・相関係数を用いて、年金財政上必要な利回り（名目賃金上昇率+1.9%）を満たし、下方確率が全額国内債券運用の場合を下回り、かつ、条件付平均不足率が最小のポートフォリオを選定しました。
- 基本ポートフォリオは、厳密な最適構成割合を丸めて、5%刻みの資産構成割合としました。
- 乖離許容幅は、4資産の幅とともに、株式リスクの管理強化の観点から、債券・株式全体についても設定しました。新たに想定したリスクを元に乖離許容幅を推計したところ、前回よりも小さくなりました。

基本ポートフォリオ及び乖離許容幅

	国内債券	外国債券	国内株式	外国株式
資産構成割合	25%	25%	25%	25%
乖離許容幅（各資産）	±6%	±5%	±6%	±6%
乖離許容幅（債券・株式）	±9%		±9%	

※オルタナティブ資産（インフラストラクチャー、プライベートエクイティ、不動産その他経営委員会の議を経て決定するもの）については、引き続き、独立した資産区分としては位置づけず、リスク・リターン特性に応じて国内債券、外国債券、国内株式、外国株式の中で管理することとし、資産全体の5%を上限とする。ただし、経済環境や市場環境の変化によって5%の上限遵守が困難となる場合には、経営委員会による審議・議決を経た上で、上振れを容認する。

基本ポートフォリオの属性

- 基本ポートフォリオは、年金財政上必要な利回り（名目賃金上昇率＋1.9%）を、財政検証で想定される全てのシナリオで確保できるポートフォリオです。
- 基本ポートフォリオの標準偏差は10.34%、運用利回りが名目賃金上昇率を下回る確率（下方確率）は42.3%、運用利回りが名目賃金上昇率を下回るときの平均的な不足率（条件付平均不足率）は7.2%となっています。
- なお、全額国内債券運用では、いずれのシナリオにおいても実質的なリターン1.9%※が確保できない結果となりました。

基本ポートフォリオ及び全額国内債券運用の期待リターンと様々なリスク尺度によるリスク

	実質的なリターン	標準偏差	下方確率	条件付平均不足率		平均不足率	CVaR (5%)	CVaR (1%)
				正規分布	経験分布			
基本ポートフォリオ	1.9%	10.34%	42.3%	-7.2%	-8.5%	-3.0%	-18.3%	-24.2%
全額国内債券	-0.8%	2.60%	60.8%	-2.6%	-2.7%	-1.6%	-6.7%	-8.4%

※ 実質的なリターンは、名目運用利回りから名目賃金上昇率を差し引いたものです。

※ 「条件付平均不足率」は、株式等が想定よりも下振れ確率が高い場合（いわゆる「テールリスク」）もあることを考慮し、正規分布の他、過去の実現リターンから推計した経験分布を用いた試算も行いました。

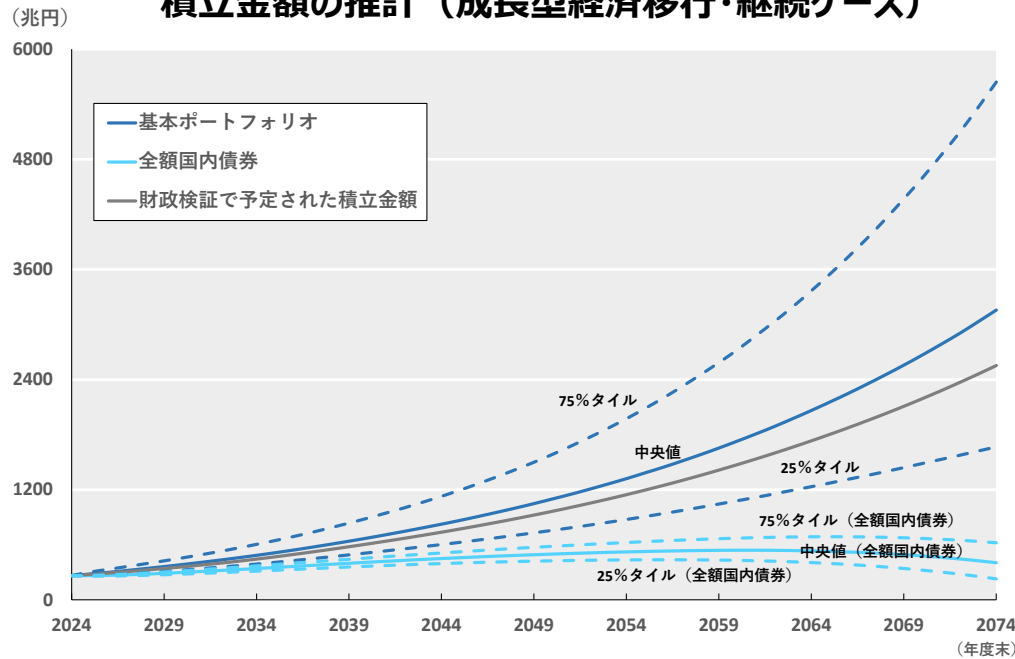
※ リーマンショックのような、発生確率が5%に満たない経済状況が起きた場合（信頼区間95%及び99%）の平均的な収益率（CVaR5%、CVaR1%）は、それぞれ-18.3%、-24.2%となりました。

財政検証の予定積立金額との比較

～ 成長型経済移行・継続ケース・過去30年投影ケース ～

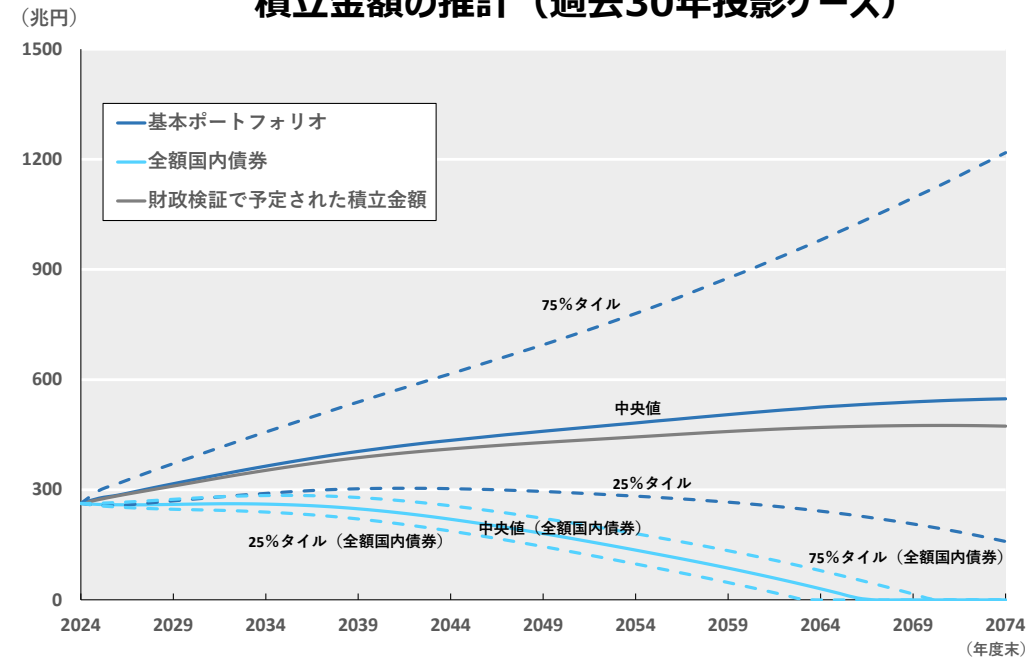
- 基本ポートフォリオで運用した場合の積立金の将来の推移について、各資産の期待リターンや標準偏差、相関係数をもとに、乱数を用いた確率的な計算手法による100万回の数値シミュレーションを行い、その分布を調べるとともに、財政検証上の予定積立金（過去30年投影ケース及び成長型経済・移行ケース）と比較しました。
- シミュレーションによる積立金額（中央値）は、25年後・50年後ともに予定積立金額を上回り、下回る確率は41%～46%となりました。他方、全額国内債券で運用した場合には、予定積立金を常に下回る結果となりました。
- 下方確率、条件付平均不足率とあわせて総合的に勘案すると、今回のポートフォリオは、運用目標を満たしつつ、下振れリスクの最小化を図った最も効率的なポートフォリオといえます。

積立金額の推計（成長型経済移行・継続ケース）



下回る確率	2049年度末時点（25年後）	2074年度末時点（50年後）
基本ポートフォリオ	40.6%	40.8%
全額国内債券	99.8%	100.0%

積立金額の推計（過去30年投影ケース）

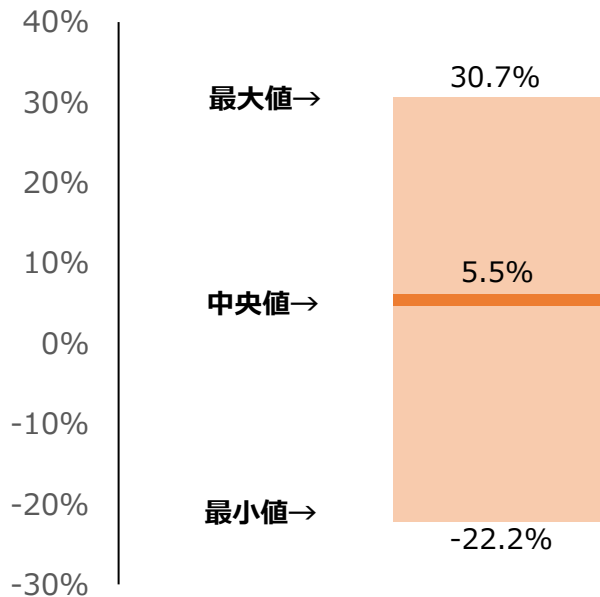


下回る確率	2049年度末時点（25年後）	2074年度末時点（50年後）
基本ポートフォリオ	45.7%	45.8%
全額国内債券	99.9%	100.0%

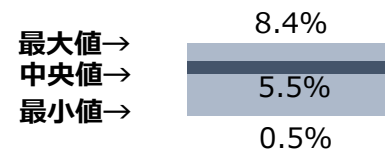
様々なリスク指標に基づく検証 ～ ストレステスト ～

- 基本ポートフォリオの短期的なリターン（1年）と長期的なリターン（10年）の状況を過去のデータを用いて確認したところ、短期的には振れ幅が大きいものの、10年平均で見ると、過去一度もマイナスになっておらず、最低でも0.5%のリターンを獲得しています。
- ブラックマンデーやITバブル崩壊、リーマンショックなど、過去のストレス局面における基本ポートフォリオと全額国内債券運用の収益状況を分析しました。基本ポートフォリオの場合、一時的な最大損失はリーマンショックの時に-33%となりました。全額国内債券の場合の一時的な最大損失は、日本のバブル崩壊の-4.7%となりました。

短期的なリターン
(1年単位)



長期的なリターン
(10年単位、年率)



過去のストレス時における名目運用利回り

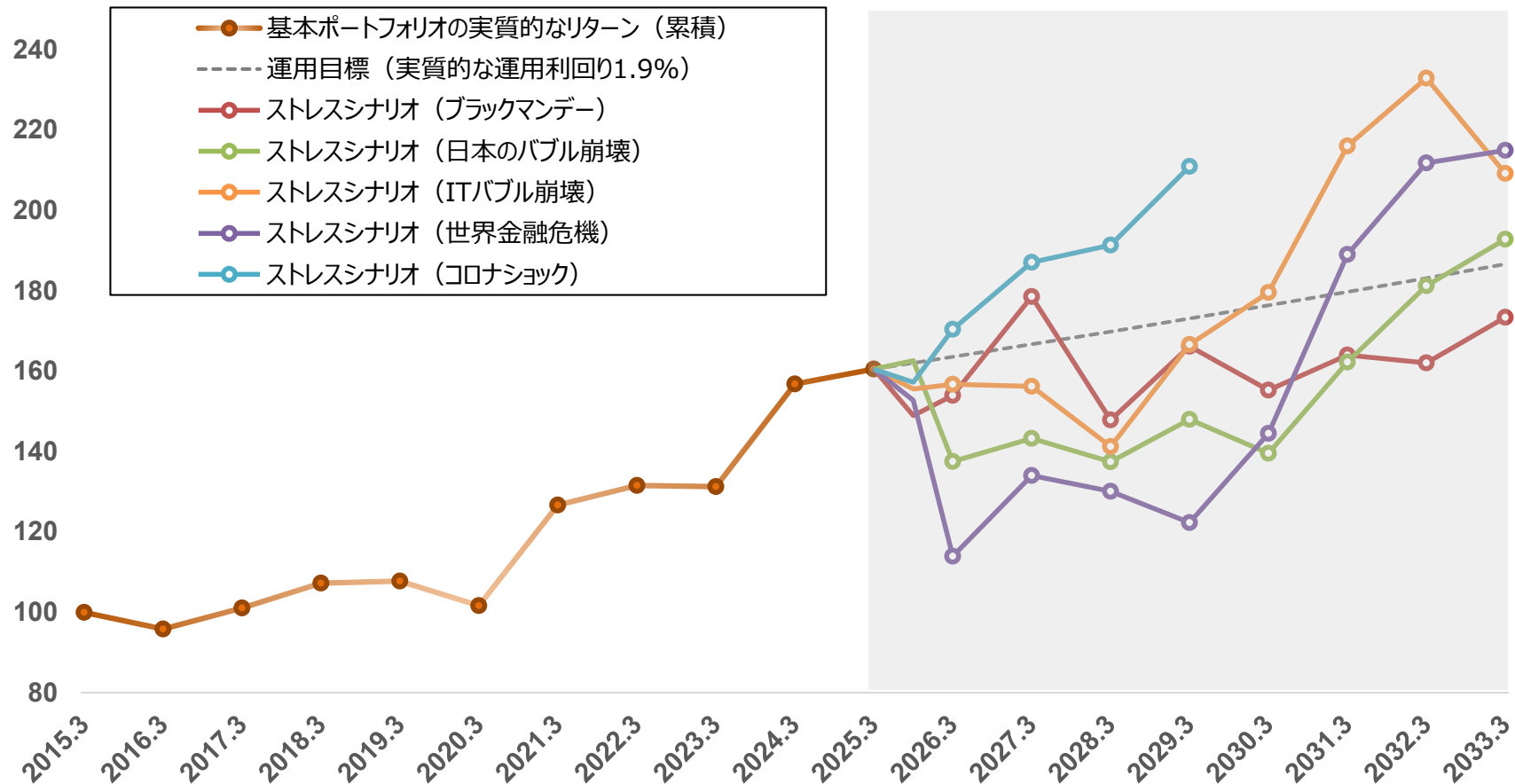
過去のストレス局面	基本ポートフォリオ	全額国内債券
1987/9末-1987/12末 (ブラックマンデー)	-14.8%	5.9%
1989/12末-1990/9末 (日本のバブル崩壊)	-16.9%	-4.7%
2000/3末-2001/9末 (ITバブル崩壊・同時多発テロ含む)	-9.9%	5.3%
2007/12末-2009/2末 (世界金融危機)	-33.0%	3.0%
2019/11末-2020/3末 (コロナショック初期)	-9.1%	-0.7%

様々なリスク指標に基づく検証 ～ ストステスト ～

- 金融危機が発生するとの想定で複数のストレステストを実施しました。ストレスシナリオには、リーマンショック（2008年）とITバブル崩壊（2000年）等における市場の実績を用いています。
- どちらのシナリオについても、実質的な運用利回りの累積値は一時的に低下するものの、その後の市場回復に伴い、上向きになる傾向が観測できました。

※ 但し、ショックの後、数年経過してからの市場の動きは、その時々を経済状況によって様々な動きをしている。

実質的運用利回りの実績値及び推計値（累積）

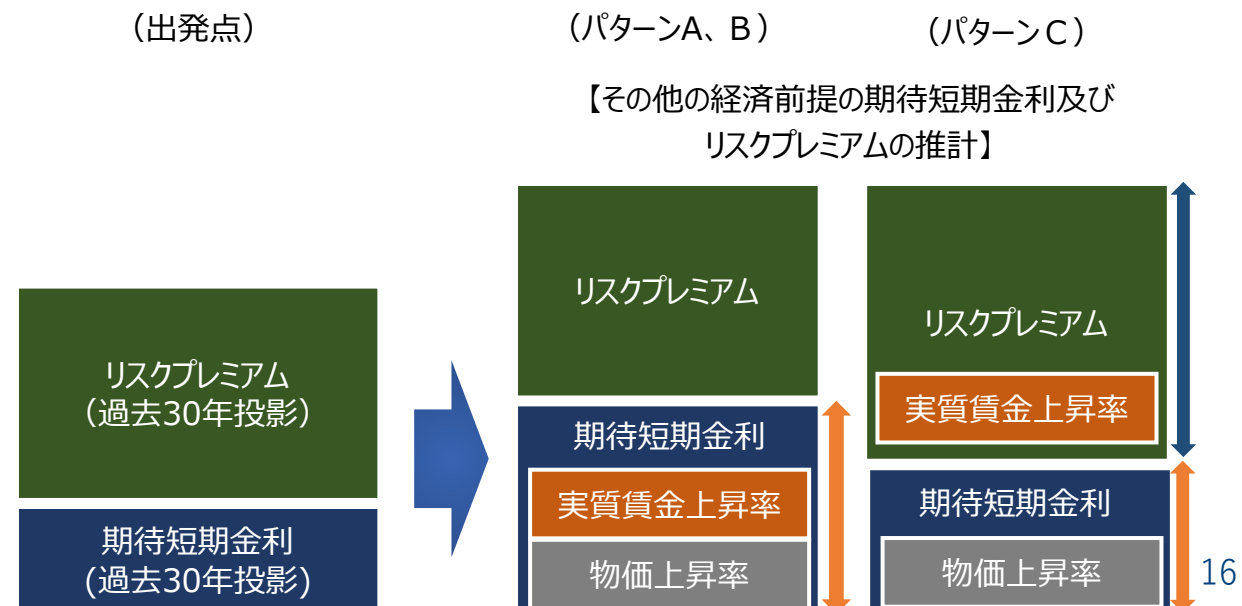


※ 2025年4月以降は、過去のストレス局面を基本ポートフォリオで運用した場合によって得られる累積収益率を指数化したもの。

(参考) 異なる経済前提における期待リターンの推計

- 各資産の期待リターンは、**期待短期金利** + **リスクプレミアム** で推計しています。
- 財政検証では4つの長期の経済前提が示されたため、長期の経済前提に基づく期待リターンを多面的に推計しました。
- 推計にあたっては、過去30年投影ケースの名目期待短期金利とリスクプレミアムの推計値を出発点とし、その他の経済前提の期待短期金利やリスクプレミアムを推計しました。具体的には、
 - 過去30年投影ケースの期待短期金利は、1年金利の過去30年平均値を用いました。
 - 金利と物価の関係は、フィッシャー方程式（名目金利は、実質金利 + 期待インフレ率）を前提としました。
 - その上で、**期待短期金利**を物価上昇率と実質賃金上昇率に応じて変動する方法（パターンA，パターンB）と、
 - **期待短期金利**は物価上昇率、**リスクプレミアム**は実質賃金上昇率に応じて変動する方法（パターンC）を検討しました。

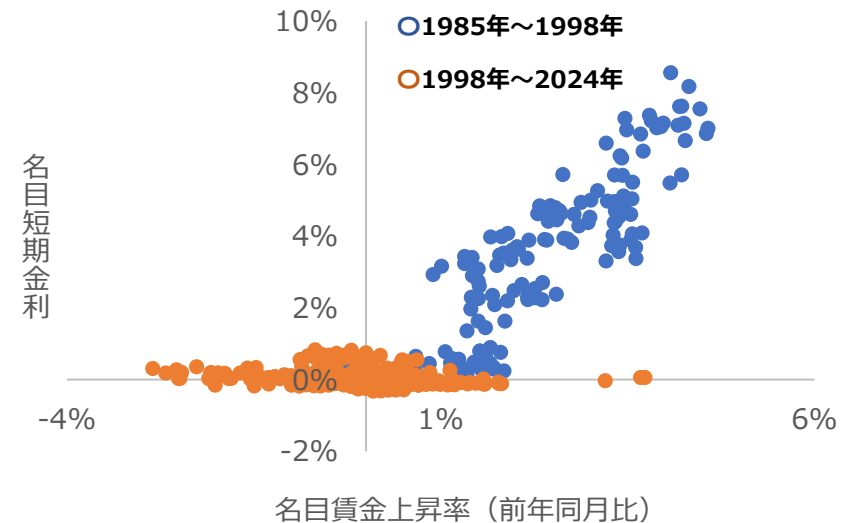
財政検証の経済前提			
経済シナリオ	物価 上昇率	実質賃金 上昇率	名目賃金 上昇率
高成長実現	2.0%	2.0%	4.0%
成長型経済 移行・継続	2.0%	1.5%	3.5%
過去30年投影	0.8%	0.5%	1.3%
1人当たり ゼロ成長	0.4%	0.1%	0.5%



(参考) 異なる経済前提における期待リターン の推計

- 短期金利と賃金上昇率は、1985年から2024年までの期間でみると、賃金が1%上昇すると、短期金利は1%上昇する関係性が見られます。パターンAでは、この関係性を全ての経済シナリオに一律に適用しました。一方、賃金と短期金利の関係性は期間等によって異なることも観測されています。パターンBではこの異なる関係性を各経済シナリオに適用しました。
- 株式のリスクプレミアムは、賃金の上昇（低下）幅以上に高く（低く）なりますが（ β が1以上）、債券のリスクプレミアムは、賃金の上昇（低下）幅ほどは高く（低く）なりません（ β が1未満）。パターンCでは、このような状況を踏まえた期待リターンを、各資産ごとに設定しました。
- いずれの推計方法においても、基本ポートフォリオは、年金財政上必要な利回り（名目賃金上昇率 + 1.9%）を、どの経済状況でも達成できることを確認しました。

賃金上昇率と短期金利の関係性（名目）



賃金上昇率（実質）と各資産のリスクプレミアムの関係性

β			
国内債券	外国債券	国内株式	外国株式
0.54	0.61	2.37	4.32

経済シナリオ	基本ポートフォリオのリターン		
	パターン A	パターン B	パターン C
高成長実現	1.9% (5.9%)	3.5% (7.5%)	1.9% (5.9%)
成長型経済 移行・継続	1.9% (5.4%)	1.9% (5.4%)	1.9% (5.4%)
過去30年投影	1.9% (3.2%)	1.9% (3.2%)	1.9% (3.2%)
1人当たり ゼロ成長	1.9% (2.4%)	2.1% (2.6%)	1.9% (2.4%)

※ 上段は実質的、下段 () は名目値

(参考) 政策ベンチマークの変更について

- GPIFは、国内・海外の様々な種類の資産に投資することで収益獲得の機会を増やし、世界中の経済活動から収益を得るとともに、資産分散の効果により運用資産全体の価格の変動を抑制し、大きな損失が発生する可能性を抑える運用を行っています。
- 海外の様々な資産への投資を行うにあたって、以下に例示する状況が認められる場合には、年金積立金の管理運用に支障が生じうると考えています。
 - ・ 国際的な決済システムでの決済に支障が生じ得る状況
 - ・ GPIFの投資規模に比して、市場の流動性が十分ではない状況
 - ・ 国外の投資家に対して先物取引等の投資活動に制約が設けられている状況、あるいは投資活動を行うために国外の投資家に対して認証制度を課している状況
 - ・ 売買停止銘柄が一定数以上存在している状況
 - ・ 当局により投資の制約につながる政策変更が頻繁に行われている状況
- 今般、現在の運用状況や投資環境を踏まえ、外国資産への投資について総合的に検討した結果、
 - 外国債券の政策ベンチマークとしては、FTSE世界国債インデックス（除く日本、除く中国※1、ヘッジなし・円ベース）
 - 外国株式の政策ベンチマークとしては、MSCI-ACWI（除く日本、除く中国A株※2、円ベース、配当込み、管理運用法人の配当課税要因考慮後）※2

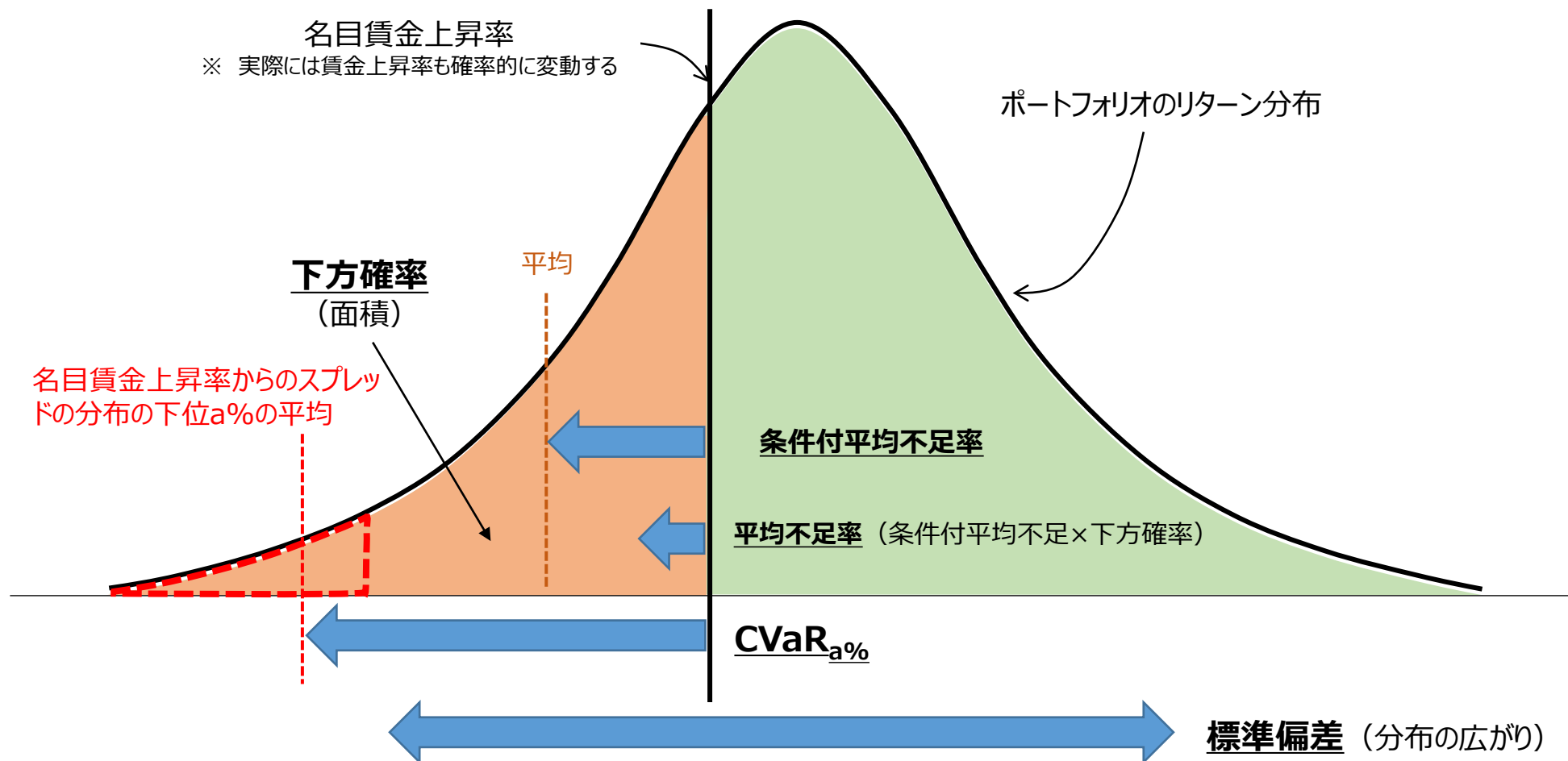
を、それぞれ使用することとしました。なお、今後も、経済や社会の変化の状況を適時適切に捉え、必要に応じて政策ベンチマークの見直しを実施します。

※1 FTSE世界国債インデックスに中国が組み入れられたのは2021年10月からであるため、前回の第4期基本ポートフォリオ策定における外国債券の政策ベンチマークでも、中国国債は除かれていました。

※2 従来、外国株式の政策ベンチマークはMSCI-ACWI（除く日本、円ベース、税引き前）を使用していましたが、中国A株については上記の懸念事項が認められることから、パッシブ運用受託機関の投資対象としていませんでした。2018年に中国A株が組み入れられてから一定期間が経過するなか、今般、政策ベンチマークもパッシブ運用に合わせて変更しました。

(参考) 様々なリスク尺度

- 標準偏差 ポートフォリオリターンの分布の広がりを表す指標
- 下方確率 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
- 条件付平均不足率 ... ポートフォリオのリターンが名目賃金上昇率を下回ったときの平均的な不足率
- 平均不足率 ポートフォリオのリターンの名目賃金上昇率に対する平均的な不足率（ポートフォリオのリターンが名目賃金上昇率を上回るときは0として平均をとる）
- CVaR_{a%} ポートフォリオリターンが、名目賃金上昇率からのスプレッドの分布の下位a%であるときの平均的な不足率



基本ポートフォリオ検討作業班（基本ポートフォリオ検証等PT）における議論

	開催日	主な議題
第1回	2022.4.25	基本ポートフォリオ策定における主要な論点について
第2回	2022.8.2	- シナリオ分析について - オルタナティブ最適化結果について、プロキシ配分の課題について、オルタナティブのリスク管理状況について - 海外公的年金への質問について
第3回	2022.11.1	オルタナティブ資産の位置づけについて（1）
第4回	2023.1.30	海外年金調査の進捗状況報告
第5回	2023.5.2	- 期待短期金利について（1） - 海外年金調査二次報告について - 内外区分の撤廃の振り返りについて
第6回	2023.8.4	- 均衡収益率の安定性について - 期待リターン策定の振り返りについて - 海外年金調査結果報告と今後の検討の参考となる項目について
第7回	2023.11.6	- 基本ポートフォリオ策定に活用する各資産のデータの特徴について - 国内資産の政策ベンチマークについて - リスクの期間構造に係る分析結果 - 海外年金調査追加結果報告
第8回	2024.2.7	- 外国資産の政策ベンチマークについて（1） - 経済シナリオに基づく期待リターンの策定中間報告について - 最適化について
第9回	2024.5.2	- 外国資産の政策ベンチマークについて（2） - 最適化における分散共分散行列の感応度分析について - 制約条件の有無について - 経済前提について
第10回	2024.5.31	- 外国資産の政策ベンチマークについて（3） - オルタナティブ資産の位置づけについて（2） - 期待短期金利について（2）
第11回	2024.6.20	- 賃金上昇率の取り扱いについて（1） - モデルポートフォリオ連絡会議の進め方について
第12回	2024.7.19	- 賃金上昇率の取り扱いについて（2） - 基本ポートフォリオ検討にあたっての運用上の制約について - 令和6年財政検証結果について

	開催日	主な議題
第13回	2024.9.12	- 政策ベンチマークの検討状況 - 資産区分の考え方や乖離許容幅の設定方法について
第14回	2024.10.8	- 基本ポートフォリオ策定にかかるデータの諸前提について - リスクプレミアム仮説に基づく期待短期金利推計にかかる学術指導の実施報告 - モデルポート連絡協議会において三共済から提示された論点について
第15回	2024.11.15	- 為替について - 賃金上昇率の取り扱いについて（3） - 基本ポートフォリオ案について（1） - モデルポート連絡会議の進捗状況について
第16回	2024.12.12	- ストレステスト・シナリオ分析について（1） - 基本ポートフォリオ案について（2） - 議論のとりまとめ資料（草案）について - モデルポート連絡会議の進捗状況について - 資産全体の推定TEの参照値設定について
第17回	2024.12.24	- 運用目標について - 基本ポートフォリオ案について（3） - ストレステスト・シナリオ分析について（2） - 議論のとりまとめ資料について
第18回	2025.1.17	- 基本ポートフォリオ案（モデルポートフォリオ案）について（4） - 議論のとりまとめ資料について（2）
第19回	2025.2.26	- モデルポートフォリオの検討状況について - 議論のとりまとめ資料について（3）
第20回	2025.3.19	- 基本ポートフォリオ案について（5） - 議論のとりまとめ資料について（4）

※基本ポートフォリオ検証等PT設置以前も、8回にわたり議論を実施。

経営委員会における議論

	開催日	主な議題
第98回	2024.7.26	令和6(2024)年財政検証結果のレビュー
第100回	2024.10.29	次期基本ポートフォリオについて（１）
第101回	2024.11.22	次期基本ポートフォリオについて（２）
第102回	2024.12.20	次期基本ポートフォリオについて（３）
第103回	2025.1.24	- 次期基本ポートフォリオについて（４）（モデルポートフォリオについて） - オルタナティブ資産の上限設定5%の取扱いについて
第105回	2025.3.11	- 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 - 次期基本ポートフォリオ（５）の検討状況について

