

令和元年度

厚生年金保険法第79条の8第2項に基づく
GPIFにかかる管理積立金の管理及び運用
の状況についての評価の結果

令和2年12月
厚生労働省

目 次

概 要	1
第 1 章 年金積立金の運用の目的と仕組み	
1. 1 運用の目的	3
1. 2 運用の仕組み	3
1. 3 運用方法	5
(1) G P I Fにおける管理及び運用	5
(2) 年金特別会計で管理する積立金	6
1. 4 G P I Fにおける年金積立金運用	7
第 2 章 年金積立金の運用実績	
2. 1 年金積立金の運用実績（令和元年度）	9
(1) 年金積立金の運用実績	9
(2) 市場運用分の運用実績	9
(3) 財投債引受け分の運用実績	10
(4) 年金特別会計で管理する積立金（財政融資資金への預託）の運用実績	10
(5) 運用方法ごとの年金積立金に対する収益率	11
2. 2 年金積立金の運用実績（平成 1 3 年度～令和元年度）	12
(1) 年金積立金の運用実績	12
(2) 市場運用分の運用実績（運用手数料等控除後）	13
(3) 財投債引受け分の運用実績	13
(4) 年金特別会計で管理する積立金（財政融資資金への預託）の運用実績	13
(5) 運用方法ごとの年金積立金に対する平均収益率	14
第 3 章 年金積立金の運用実績が年金財政に与える影響の評価	15
3. 1 年金財政からみた運用実績の評価の考え方	15
(1) 年金積立金の運用とその評価	15
(2) 実質的な運用利回りによる評価	15
(3) 公的年金における財政検証とその前提	15
(4) 公的年金における長期的な運用目標との比較による評価	16
3. 2 運用実績が年金財政に与える影響の評価	18
(1) 平成 1 3 年度から令和元年度までの運用実績	18
(2) 平成 1 3 年度から令和元年度までの 1 9 年間の運用実績が年金財政に与える影響の評価（年金積立金の自主運用開始からの評価）	21
(参考) 平成 1 8 年度から令和元年度までの 1 4 年間の運用実績が年金財政に与える影響の評価（G P I F 設立からの評価）	22
第 4 章 積立金基本指針及び管理運用の方針に定める事項の遵守の状況について	
4. 1 総合的な評価	23
4. 2 管理積立金の運用の目的	23
4. 3 積立金の資産の構成の目標（モデルポートフォリオ）について	25
4. 4 基本ポートフォリオの策定と検証	27

4.4.1	基本ポートフォリオの変更（令和元年度）	28
4.4.2	基本ポートフォリオの検証について	29
4.4.3	管理運用の方針の変更について	29
4.5	基本ポートフォリオの管理及びリスク管理	30
4.5.1	基本ポートフォリオの管理及び資産全体のリスク管理の状況	31
4.5.2	資産ごとのリスク管理の状況	34
4.5.3	各運用受託機関・各資産管理機関及び自家運用のリスク管理の状況	37
4.6	市場の価格形成や民間の投資行動への配慮	39
4.7	保険給付等に必要流動性の確保	42
4.8	運用手法の見直し及び運用受託機関の評価・選定等	43
4.8.1	ベンチマークや運用の効率化のための運用手法の見直し等	43
4.8.2	運用受託機関等の管理・評価	44
4.8.3	運用受託機関の選定・管理の強化等	45
4.9	パッシブ運用とアクティブ運用	46
4.10	非財務的要素であるESGの考慮	47
4.11	管理積立金の管理運用状況の評価	48
4.11.1	各資産の運用利回りのベンチマーク収益率による評価	49
4.11.2	非伝統的資産の評価及び財投債の評価	52
4.12	情報公開及び広報活動	53
4.13	受託者責任の徹底等	55
4.14	管理運用主体間の連携	57
4.15	国民から一層信頼される組織体制の確立	58
4.16	運用対象の多様化及びリスク管理の強化	59
4.17	調査研究業務の充実等	61

参考資料

【用語の解説】	63
（図表1） 年金積立金の運用実績（平成13年度～令和元年度）	65
（図表2） 年金積立金の運用損益の按分状況	66
（図表3） 年金積立金額（簿価、時価）の推移	67
（図表4） 年金積立金額（簿価）の内訳	68
（図表5） 年金積立金額（時価）の増減	69
積立金の管理及び運用が長期的な観点から安全かつ効率的に行われるようにするための基本的な指針	70
管理運用の方針	74
年金積立金運用関係法令	83

概 要

1 年金積立金の運用実績

年金積立金管理運用独立行政法人（以下「GPIF」という。）で管理する積立金と年金特別会計で管理する積立金（注1）を合わせた、年金積立金（注2）の令和元年度の運用実績は、△8兆3,200億円の収益額となった。収益率は、△5.00%となった。このうち、厚生年金保険の年金積立金の令和元年度の運用実績は、△7兆8,605億円の収益額となり、収益率は、△5.00%となった。

また、平成13年度（年金積立金の自主運用開始）から令和元年度までの年金積立金の運用実績は、68兆4,228億円の収益額となった。平均収益率は、2.66%となった。

（注1）年金特別会計において、年金給付等の資金繰り上生じる資金不足を補うため、GPIFとは別に所要額の積立金を管理している。

（注2）厚生年金保険の年金積立金のうち、GPIF以外の管理運用主体で運用を行っている積立金は対象としていない。

（1）令和元年度

収益額（運用手数料等控除後）	△8兆3,200億円
収益率（〃）	△5.00%
（厚生年金保険分）	
収益額（運用手数料等控除後）	△7兆8,605億円
収益率（〃）	△5.00%

GPIFで管理する積立金の収益額（運用手数料等控除後）	△8兆3,201億円
〃 収益率（〃）	△5.22%
年金特別会計で管理する積立金の収益額	1.2億円
〃 収益率	0.00%
（厚生年金保険分）	
GPIFで管理する積立金の収益額（運用手数料等控除後）	△7兆8,606億円
〃 収益率（〃）	△5.22%
年金特別会計で管理する積立金の収益額	1.1億円
〃 収益率	0.00%

	GPIF			年金特別会計で管理する積立金	合計
	市場運用分	財投債引受分	合計		
資産額	149.7兆円 (141.7兆円)	0.9兆円 (0.8兆円)	150.6兆円 (142.5兆円)	7.3兆円 (6.9兆円)	157.9兆円 (149.4兆円)
収益額	△8兆3,373億円 (△7兆8,768億円)	172億円 (162億円)	△8兆3,201億円 (△7兆8,606億円)	1.2億円 (1.1億円)	△8兆3,200億円 (△7兆8,605億円)
収益率	△5.26% (△5.26%)	1.93% (1.93%)	△5.22% (△5.22%)	0.00% (0.00%)	△5.00% (△5.00%)

下段（）内は、厚生年金保険の積立金に係る数値

（2）平成13年度～令和元年度

累積収益額	68兆4,228億円
平均収益率	2.66%
（厚生年金保険分）	
累積収益額	64兆1,276億円
平均収益率	2.67%

2 年金積立金の運用実績が年金財政に与える影響の評価

平成13年度（年金積立金の自主運用開始）から令和元年度までの運用実績は、長期の運用目標を上回っており、年金財政上必要な運用利回りを確保している。

公的年金の年金給付額は、長期的にみると名目賃金上昇率に連動して増加することとなるため、運用収入のうち名目賃金上昇率を上回る分が、年金財政上の実質的な収益となる。

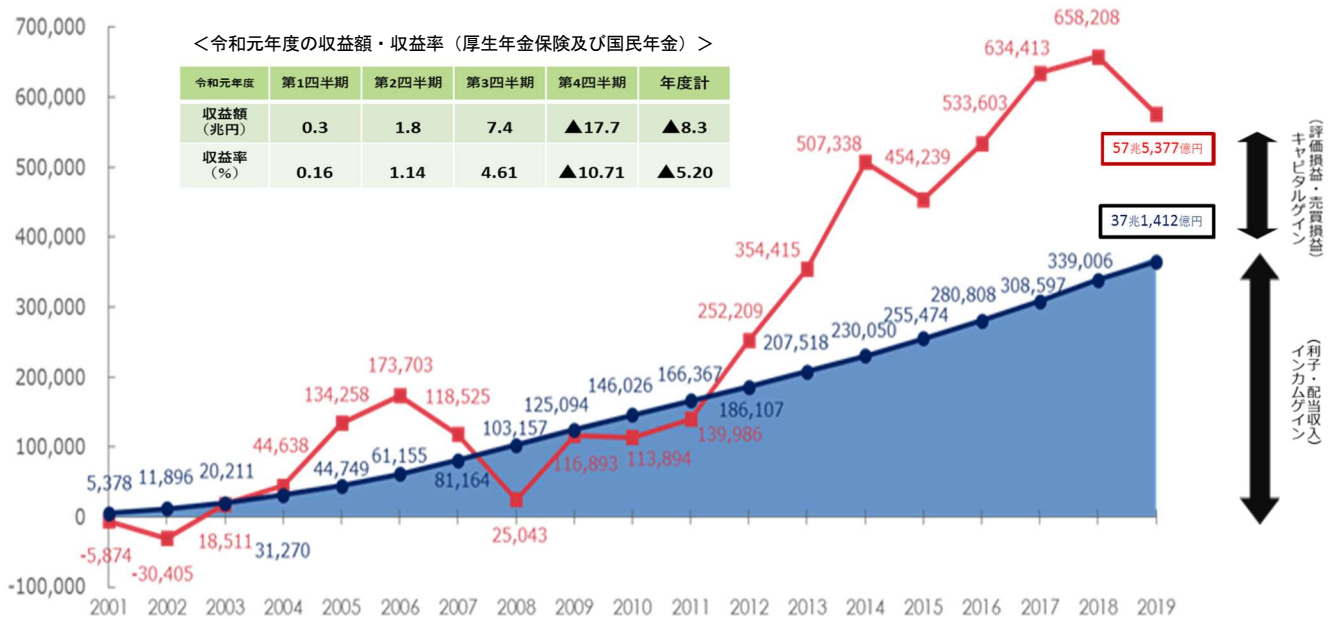
このため、運用実績の評価は、名目運用利回りから名目賃金上昇率を差し引いた「実質的な運用利回り」と、長期の運用目標を比較して行う。

	実 績			2015年度以降の 長期の運用目標
	実質的な運用利回り			
	名目運用利回り	名目賃金上昇率		
平成13～令和元年度平均 (自主運用開始以降(過去19年))	2.86% (2.86%)	2.66% (2.67%)	△0.19%	1.7%
(参考)平成18～令和元年度平均 (GPIF設立以降(過去14年))	2.61% (2.61%)	2.44% (2.44%)	△0.16%	

(注1) 名目賃金上昇率は性・年齢構成の変動による影響を控除した名目標準報酬上昇率であり、年金改定率の算出のもととなるものである。

(注2) 運用手数料等控除後の運用実績であり、下段()内は厚生年金保険の年金積立金に係る数値である。

< GPIFの累積収益額（厚生年金保険及び国民年金） >



第1章 年金積立金の運用の目的と仕組み

1.1 運用の目的

我が国の公的年金制度(厚生年金及び国民年金)は、現役世代の保険料負担で高齢者世代を支えるという世代間扶養の考え方を基本として運営されているが、少子高齢化が急速に進行する中で、将来の現役世代の負担が過重なものとならないように、一定の積立金を保有し、年金積立金及び運用収入を活用する財政運営を行っている。

平成16年改正までの財政方式では、将来にわたる全ての期間を考慮しており、将来にわたり一定規模の積立金を保有し、その運用収入を活用することとなっていた(永久均衡方式)。平成16年改正により、将来の保険料水準を固定した上で、今後は、概ね100年間にわたる期間を考慮に入れ、その期間の最終年度の積立金を給付費の1年分とする財政枠組みが構築された。

ただし、新しい財政方式においても、概ね100年間にわたり給付費の1年以上の積立金を保有することとなり、その運用収入は年金給付の重要な原資となる。

積立金を保有する平成16年改正後の財政方式による所得代替率の見通しと、積立金を保有しない完全な賦課方式の場合に確保できる所得代替率の見通しを比較すると、積立金を活用することによって、完全な賦課方式の場合よりも高い所得代替率を確保できることとなる。

1.2 運用の仕組み

年金積立金は、平成12年度までは、全額を旧大蔵省資金運用部(以下「旧資金運用部」という。)に預託することによって運用されていたが、財政投融资制度の抜本的な改革により、平成13年度以降、厚生労働大臣から直接、旧年金資金運用基金(以下「旧基金」という。)に寄託され、旧基金により管理・運用される仕組みとなった。

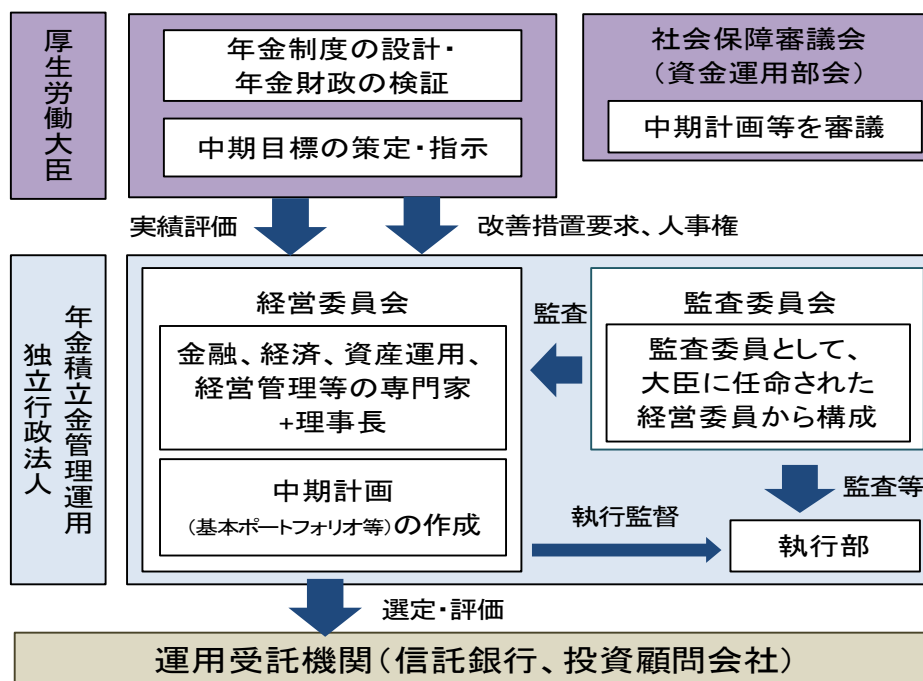
その後、特殊法人等整理合理化計画に基づき、年金積立金の運用組織について、専門性を徹底し、責任の明確化を図る観点から制度改革が行われ、平成18年4月に、旧基金が解散され、年金積立金の管理・運用は、新たに設立されたGPIFで行われることとなった。

GPIFにおける年金積立金の運用においては、厚生労働大臣が、達成すべき業務運営の目標として中期目標を定め、GPIFはこの目標を達成するための具体的な計画として自ら中期計画を策定している。この中期計画の中で、(1)運用の基本方針、(2)基本ポートフォリオの策定、(3)遵守すべき事項などを定め、この計画に従って、専ら被保険者の利益のために、長期的な観点から、安全かつ効率的に運用を行う仕組みとなっている。

また、GPIFでは、平成29年9月以前は、経済・金融に関して高い識見を有する者などのうちから厚生労働大臣が任命した委員で組織する運用委員会を置き、中期計画等を審議するとともに、運用状況などを監視していた。平成28年12月の法改正によ

り、平成29年10月からは、国民から一層信頼される組織体制の確立を図り、年金積立金をより安全かつ効率的に運用する観点から、経営委員会及び監査委員会が新たに設置された(図1参照)。

GPIFの業務の実績の評価については、平成29年度からは、社会保障審議会に新たに設置された資金運用部会に諮問することとされた。



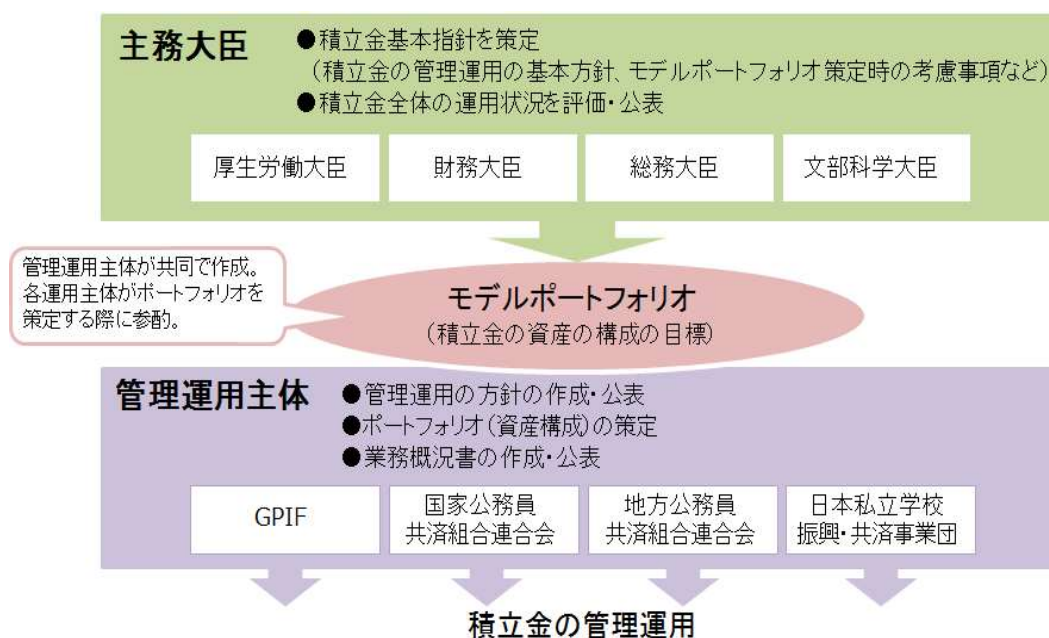
(図1)

平成27年10月に施行された「被用者年金制度の一元化等を図るための厚生年金保険法等の一部を改正する法律」は、被用者年金制度の公平性を確保し安定性を高めるといった観点から、被用者年金各制度を厚生年金制度へ統一するものである。これにより、公務員等の保険料率や給付内容が民間サラリーマン等と同一化されるとともに、給付費について管理運用主体がそれぞれの積立金残高等に応じて負担し、管理運用主体の運用収益は厚生年金の共通財源に充てられることとなった。

このため、被用者年金一元化後の年金積立金運用の仕組みは、GPIFの管理する年金積立金だけではなく、他の管理運用主体(国家公務員共済組合連合会、地方公務員共済組合連合会及び日本私立学校振興・共済事業団)で運用を行う厚生年金の積立金もその共通財源として一元的に管理する必要があることから、各管理運用主体が行う年金積立金の運用について共通のルールを設けている。

この共通のルールについては、主務大臣(厚生労働大臣、財務大臣、総務大臣及び文部科学大臣)が共同で「積立金基本指針」を策定するとともに、積立金全体の運用状況を評価・公表することとなっている。また、管理運用主体は、共同でモデルポー

トフォリオを作成するとともに、各管理運用主体で管理運用の方針や業務概況書の作成・公表を行うこととされている(図2参照)。



(図2)

1.3 運用方法

「2 運用の仕組み」で記したとおり、年金積立金は、厚生労働大臣が、直接、GPIF(平成17年度までは旧基金)に寄託するという仕組みの下で運用されている。GPIFにおいては、厚生労働大臣から寄託された年金積立金を原資として民間の運用機関等を活用した市場運用を行っているほか、平成13年度から平成19年度までに財政融資資金特別会計から直接引き受けた財投債の管理・運用を行っている。

(1) GPIFにおける管理及び運用

① 市場運用

厚生労働大臣から寄託された厚生年金及び国民年金の積立金については、GPIFにおいて、自ら策定した中期計画に従って、運用を行う仕組みとなっており、中期計画で策定した基本ポートフォリオに基づき、国内外の債券や株式等を適切に組み合わせた分散投資を行っている。

実際の市場運用は、民間の運用機関(信託銀行及び投資顧問会社)を活用し、また、債券の一部は自家運用を行っており、これらの運用機関等を通じて、運用対象資産の資産構成割合が、基本ポートフォリオの乖離許容幅の範囲内に収まるよう、適切かつ円滑なリバランスを行う等の管理及び運用を行っている。

② 財投債の引受け

GPIF(平成17年度までは旧基金)は、平成13年度から平成19年度までに財政融資資金特別会計から直接引き受けた財投債の管理・運用を行っている。

旧資金運用部は、郵便貯金や年金積立金の預託により調達した資金を特殊法人等に貸し付けていたが、財投改革の結果、特殊法人等は、必要な資金を自ら財投機関債を発行して市場から調達することとなったため、財投機関債の発行が困難な特殊法人等については、財政融資資金特別会計が国債の一種である財投債を発行し、市場から調達した資金をこれらに貸し付ける仕組みとなった。この財投債の一部については、経過的に、郵便貯金や GPIF(平成17年度までは旧基金)に寄託される年金積立金で引き受けることが法律に定められた。

(2) 年金特別会計で管理する積立金

① 財政融資資金への預託(平成20年度までで終了)

年金積立金は、平成12年度まで、この全額を旧資金運用部に預託することが義務づけられていたため、平成12年度末時点で、約147兆円の年金積立金が旧資金運用部へ預託されていた。この積立金は、平成13年度から平成20年度までの間に、毎年度、20兆円弱程度ずつ財政融資資金から償還され、それまでの間は、経過的に、年金積立金の一部は財政融資資金に引き続き預託されていた。預託されていた資金に対しては、財政融資資金から、積立金預託時における預託金利に基づき、平成13年度から平成20年度までの間に約14兆円の利子が支払われていた。

② 年金給付等の資金繰り上必要な資金

保険料収入等の収納と給付費等の支払いの時点にずれがあることから、一時的に資金が不足するため、年金特別会計において、GPIFとは別に積立金を管理し、給付費の支払いに用いている。

また、資金繰り上、現金に余裕が生ずる場合などには^(注)、財政融資資金に預託することができることとなっており、短期的な財政融資資金への預託による運用を行っている。

(注) 各特別会計において、支払上現金に余裕がある場合には、これを財政融資資金に預託することができる。(特別会計に関する法律第11条、財政融資資金法第6条第2項)

年金特別会計の積立金は、GPIFに寄託するまでの間、財政融資資金に預託することができる。(厚生年金保険法第79条の3第2項、国民年金法第76条第2項)

1.4 GPIFにおける年金積立金運用

「1.2 運用の仕組み」及び「1.3 運用方法」で記した仕組み等の下で、年金積立金の大半についてGPIFが市場運用を行っている。GPIFは、以下の点を基本的な考え方として運用を行っている。

(1) 長期的なリスクを重視

年金積立金の運用は、「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、将来の保険給付の貴重な財源となるもの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」ことが法律で定められている。

また、厚生労働大臣により定められた「中期目標」においては、「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)1.7%を最低限のリスクで確保すること」が要請されている。

GPIFが重視しているリスクは、「市場の一時的な変動による短期的なリスク」のことでなく、「年金財政上必要とされている長期的な収益が得られないリスク」のことであるため、長期的に見て収益率が期待できる資産を適切に組み入れていくことが重要である。

(2) 国内外の様々な資産に分散投資

特定の資産だけではなく、国内外の様々な種類の資産に分けて投資することで、世界中の経済活動から収益を得ると同時に、資産分散の効果により、大きな損失が発生する可能性を抑える効果が期待できる。

例えば、市場の変動により資産価格が一時的に下落したとしても、その後再び上昇すれば、長期的には影響がない。しかし、場合によっては、当初の想定よりも長期間にわたり、資産価格の下落が継続することもある。逆に、特定の資産価格が継続的に上昇を続けた場合に、その資産を保有していなければ、収益獲得の機会を逸してしまうことになる。

そのため、GPIFでは、様々な資産に分散して投資を行うことにより、「リスク」を抑制しながら、年金財政上必要な収益の確保を目指している。

(3) 長期的に高い収益が期待できる株式を適切に組み入れ

株式は、短期的な価格変動リスクは債券よりも大きいものの、長期的に見た場合、債券よりも高い収益が期待できる。

株式を長期保有する意味は、国内外の企業活動やその結果としての経済成長の果実を「配当」及び保有株式の「評価益」という形で取り込むことにある。企業の経済活動から得られる利潤は「配当」として分配されるため、経済が成熟し、成長率が低下する中であっても、収益が安定的に確保される。さらに、企業が成長すれば、長期的には株価が上昇し、「評価益」という形で収益を確保することができる。

GPIFの株式運用は、インデックス(指数)に連動する形で幅広い銘柄を保有する

パッシブ運用を中心としている。また、インデックスよりも高い収益率の確保を目指すアクティブ運用も一部組み合わせている。

(4) 国内債券と比較して、長期的な収益率が高い外国債券を適切に組み入れ

外国債券は、国内債券と比較した場合に、為替変動による一時的な「ブレ」は生じるものの、長期的に見た場合、国内債券よりも高い収益が期待できる。国内の国債金利は、例えば日本銀行の金利政策により、直近では0%近傍で推移している。そのため、以前のような日本国債中心の運用では収益が確保できない。外国債券の運用に当たっては、カントリーリスクをはじめとした様々なリスクを慎重に見極めつつ、外国債券を一定程度保有することとしている。

(5) その時々々の運用環境に応じて、適時適切に基本ポートフォリオを見直し

GPIFでは、国内債券の金利が現在よりも高かった独立行政法人化直後は、国内債券中心の運用をしていたが、その後は、日本国債の金利低下等に伴い、内外株式や外国債券の割合を増やしている。

今後とも、その時々々の運用環境に応じて、適時適切に基本ポートフォリオの見直しを行っていくこととしている。

第2章 年金積立金の運用実績

2.1 年金積立金の運用実績(令和元年度)

(1) 年金積立金の運用実績

令和元年度の年金積立金の運用実績は、厚生年金の収益額が△7兆8,605億円、国民年金の収益額が△4,595億円となり、合計で△8兆3,200億円の収益額となった。また、収益率は、厚生年金が△5.00%、国民年金が△5.07%となり、合計で△5.00%となった。

(表2-1) 年金積立金の資産額・収益額・収益率 (単位: 億円)

	合 計		
	厚生年金	国民年金	
資産額 (平成30年度末)	1,664,845	1,573,302	91,543
資産額 (令和元年度末)	1,579,128	1,493,896	85,232
収益額 (注1)	△83,200	△78,605	△4,595
収益率 (注2)	△5.00%	△5.00%	△5.07%

(注1) 収益額は、市場運用分(時価:総合収益額)と財投債(簿価:償却原価法による簿価の収益額)と、年金特別会計で管理する積立金(財政融資資金への預託(簿価))の合計額である。

(注2) 収益率は、運用元本平均残高を「{ 前年度末資産額 + (当年度末資産額 - 収益額) } ÷ 2」で求め、これに対する収益率である。

(注3) 運用手数料等控除後の運用実績である。

※ 年金積立金資産額合計(令和元年度末) [157.9兆円]
 = 年金積立金資産額合計(平成30年度末) [166.5兆円] + 収益額 [△8.3兆円]
 + 歳入等(運用収入、積立金より受入を除く) [51.2兆円] - 給付費等 [51.5兆円]

年金積立金の管理及び運用は、GPIF(市場運用・財投債の引受け)と、一部は年金特別会計で行われている。令和元年度のそれぞれの運用実績は以下のとおり。

(2) 市場運用分の運用実績

① 運用手数料等控除前の運用実績

令和元年度のGPIFの運用結果は、市場運用部分の総合収益額は△8兆3,003億円となった。この額を、厚生年金と国民年金に按分すると^(注)、厚生年金の収益額は△7兆8,419億円、国民年金の収益額は△4,584億円となった。また、収益率は、△5.24%となった。

(注) 厚生年金及び国民年金に係る寄託金の平均残高を基に按分している。

② 運用手数料等控除後の運用実績

①の運用実績から、運用手数料等370億円を控除した収益額△8兆3,373億円を、厚生年金と国民年金に按分すると、厚生年金の収益額は△7兆8,768億円、国民年金の収益額は△4,605億円となった。また、収益率は△5.26%となった。

(表2-2) 市場運用分の資産額・収益額・収益率(運用手数料控除後) (単位:億円)

	合 計		
		厚生年金	国民年金
資産額 (平成30年度末)	1,582,946	1,495,823	87,123
資産額 (令和元年度末)	1,497,124	1,416,554	80,571
収益額 (注1)	△83,373	△78,768	△4,605
収益率 (注2)	△5.26%	△5.26%	△5.26%

(注1) 収益額は、総合収益額である。

(注2) 収益率は、修正総合収益率である。

(注3) 四捨五入の関係で合計が一致しない場合がある。

(3) 財投債引受け分の運用実績

平成13年度から平成19年度までの間に40兆2,812億円の財投債を引受け、これまでに約39兆円の満期償還を迎え、令和元年度末の資産額は8,962億円となった。

令和元年度の財投債引受け分の収益額は172億円であり、この額を厚生年金と国民年金に按分すると、厚生年金の収益額は162億円、国民年金の収益額は9億円となった。また、収益率は、1.93%となった。

(表2-3) 財投債引受け分の資産額・収益額・収益率 (単位:億円)

	合 計		
		厚生年金	国民年金
資産額 (平成30年度末)	8,963	8,343	620
資産額 (令和元年度末)	8,962	8,342	620
収益額 (注1)	172	162	9
収益率 (注2)	1.93%	1.93%	1.93%

(注1) 収益額は、償却原価法による簿価の収益額である。

(注2) 収益率は、財投債元本平均残高に対する収益率である。

(注3) 四捨五入の関係で合計が一致しない場合がある。

(4) 年金特別会計で管理する積立金(財政融資資金への預託)の運用実績

年金特別会計において、年金給付等の資金繰り上必要な資金として、GPIFと別に管理している積立金(決算剰余金を含む。)は、令和元年度末に7兆3,041億円となった。

また、資金繰り上、一時的に生ずる余裕金等の短期的な財政融資資金への預託による令和元年度の収益額は、厚生年金が1億円、国民年金が0億円となり、合計で1億円となった。

この年金特別会計で管理する積立金に対する収益額の収益率は、厚生年金が0.00%、国民年金が0.00%、合計で0.00%となった。

(表2-4) 年金特別会計で管理する積立金(財政融資資金への預託)の資産額・収益額・収益率

(単位:億円)

	合 計		
	厚生年金	国民年金	
資産額(平成30年度末)	72,936	69,136	3,800
資産額(令和元年度末)	73,041	69,000	4,041
収益額(注1)	1	1	0
収益率(注2)	0.00%	0.00%	0.00%

(注1) 収益額は、簿価である。

(注2) 収益率は、運用元本平均残高を「{前年度末資産額 + (当年度末資産額 - 収益額)} ÷ 2」で求め、これに対する収益率である。

(5) 運用方法ごとの年金積立金に対する収益率

市場運用分、財投債引受け分、年金特別会計で管理する積立金(財政融資資金への預託)の年金積立金に対する収益率は以下のとおりとなった。

(表2-5) 運用方法ごとの年金積立金に対する収益率

(単位:%)

		年金積立金に対する収益率
合 計	収益率	△5.00
	市場運用分(運用手数料等控除後)	△5.01
	財投債引受け分	0.01
	年金特別会計で管理する積立金(財政融資資金への預託)	0.00
厚生年金	収益率	△5.00
	市場運用分(運用手数料等控除後)	△5.01
	財投債引受け分	0.01
	年金特別会計で管理する積立金(財政融資資金への預託)	0.00
国民年金	収益率	△5.07
	市場運用分(運用手数料等控除後)	△5.08
	財投債引受け分	0.01
	年金特別会計で管理する積立金(財政融資資金への預託)	0.00

2.2 年金積立金の運用実績(平成13年度～令和元年度)

(1) 年金積立金の運用実績

平成13年度(年金積立金の自主運用開始)から令和元年度までの19年間における年金積立金の運用実績は、厚生年金が64兆1,276億円、国民年金が4兆2,952億円となり、合計で68兆4,228億円の収益額となった。

また、19年間の平均収益率は、厚生年金が2.67%、国民年金が2.60%となり、合計で2.66%となった。

(表2-6) 年金積立金の累積収益額・平均収益率 (単位:億円)

	合 計		
	厚生年金	国民年金	
累積収益額(平成13年度～令和元年度)	641,276	42,952	684,228
平均収益率(平成13年度～令和元年度)	2.67%	2.60%	2.66%

(注1) 平均収益率は、相乗平均である。

(注2) 詳細は、(図表2-6)を参照。

なお、昭和61年以降の旧年金福祉事業団(以下「旧事業団」という。)、旧基金及びGPIFの累積収益は52兆6,665億円となった。

(参考)年金積立金の運用収益の状況

	積立金全体		GPIF (平成17年度までは旧基金)		うち、年金特別 会計へ納付	年金特別会計 (財政融資資金への預託)	
	収益額	収益率	収益額	収益率		収益額	収益率
平成13年度	27,787	1.94%	△ 13,084	△ 1.80%	4年度 133	40,870	2.99%
14年度	2,360	0.17%	△ 30,608	△ 5.36%	0	32,968	2.75%
15年度	68,714	4.90%	44,306	8.40%	0	24,407	2.41%
16年度	39,588	2.73%	22,419	3.39%	0	17,169	2.06%
17年度	98,344	6.83%	86,811	9.88%	8,122	11,533	1.73%
18年度	45,669	3.10%	37,608	3.70%	19,611	8,061	1.61%
19年度	△ 51,777	△ 3.53%	△ 56,455	△ 4.59%	13,017	4,678	1.45%
20年度	△ 93,176	△ 6.86%	△ 94,015	△ 7.57%	17,936	839	0.57%
21年度	91,554	7.54%	91,500	7.91%	0	54	0.09%
22年度	△ 3,263	△ 0.26%	△ 3,281	△ 0.25%	2,503	19	0.03%
23年度	25,863	2.17%	25,843	2.32%	1,398	20	0.03%
24年度	112,000	9.56%	111,983	10.23%	6,291	17	0.03%
25年度	101,951	8.23%	101,938	8.64%	21,116	13	0.02%
26年度	152,627	11.62%	152,619	12.27%	32,710	8	0.01%
27年度	△ 53,498	△ 3.64%	△ 53,502	△ 3.81%	2,750	4	0.00%
28年度	78,930	5.48%	78,925	5.86%	2,907	5	0.01%
29年度	100,293	6.52%	100,290	6.90%	9,096	3	0.00%
30年度	23,462	1.43%	23,459	1.52%	7,300	3	0.00%
令和元年度	△ 83,200	△ 5.00%	△ 83,201	△ 5.20%	7,721	1	0.00%
合計 (平均収益率)	684,228	(平均) 2.66%	543,555 【526,665】	(平均) 2.58%	152,611	140,672	(平均) 0.83%

- (注1) GPIFの収益率は、運用手数料及び借入金利息等を控除する前のものである。
- (注2) 平成13年度から平成22年度までの積立金、GPIFの収益額及び収益率には承継資産の損益を含んでいる。これは、承継資産は年金積立金そのものではないが、承継資産の運用実績を年金積立金の運用実績の一部と捉え、各年度の収益に反映させたものである。
- (注3) GPIF(平成17年度までは旧基金)の平成13年度からの収益額の合計は54兆3,555億円であるが、これに旧事業団から承継した累積利差損(△1兆7,025億円(平成12年度末))を減じ、平成4年度の年金特別会計への納付金(133億円)を加え、平成18年4月のGPIFの設立に際し資産の評価替えに伴う評価増(3億円)を加味したものが、旧事業団、旧基金及びGPIFの累積収益額【52兆6,665億円】である。

(2) 市場運用分の運用実績(運用手数料等控除後)

平成13年度から令和元年度までの19年間における市場運用分(運用手数料等控除後)の収益額は、厚生年金が49兆3,253億円、国民年金が3兆3,472億円となり、合計で52兆6,724億円の収益額となった。また、19年間の平均収益率は、2.79%となった。

(表2-7) 市場運用分の累積収益額・平均収益率 (単位:億円)

	合 計		
	厚生年金	国民年金	
累積収益額(平成13年度～令和元年度)	493,253	33,472	526,724
平均収益率(平成13年度～令和元年度)	2.79%	2.79%	2.79%

- (注1) 累積収益額は、総合収益額の累積である。
- (注2) 平均収益率は、修正総合収益率の相乗平均である。
- (注3) 四捨五入の関係で合計が一致しない場合がある。

(3) 財投債引受け分の運用実績

平成13年度から令和元年度までの19年間における財投債引受け分の収益額は、厚生年金が2兆7,812億円、国民年金が1,900億円となり、合計で2兆9,713億円の収益額となった。また、19年間の平均収益率は、1.36%となった。

(表2-8) 財投債引き受け分の累積収益額・平均収益率 (単位:億円)

	合 計		
	厚生年金	国民年金	
累積収益額(平成13年度～令和元年度)	27,812	1,900	29,713
平均収益率(平成13年度～令和元年度)	1.36%	1.36%	1.36%

- (注1) 累積収益額は、償却原価法による簿価の収益額の累積である。
- (注2) 平均収益率は、財投債元本平均残高に対する収益率の相乗平均である。
- (注3) 四捨五入の関係で合計が一致しない場合がある。

(4) 年金特別会計で管理する積立金(財政融資資金への預託)の運用実績

平成13年度から令和元年度までの19年間における年金特別会計で管理する積立金(財政融資資金への預託)の収益額は、厚生年金が13兆2,218億円、国民年金が8,454億円となり、合計で14兆672億円の収益額となった。

また、年金特別会計で管理する積立金に対する収益額の19年間の平均収益率は、厚生年金が0.83%、国民年金が0.81%となり、合計で0.83%となった。

(表2-9) 年金特別会計で管理する積立金(財政融資資金への預託)の累積収益額・平均収益率
(単位:億円)

	合 計		
	厚生年金	国民年金	
累積収益額(平成13年度～令和元年度)	140,672	132,218	8,454
平均収益率(平成13年度～令和元年度)	0.83%	0.83%	0.81%

(注1) 平均収益率は、相乗平均である。収益率は、運用元本平均残高を「{前年度末資産額 + (当年度末資産額 - 収益額)} ÷ 2」で求め、これに対する収益率である。

(5) 運用方法ごとの年金積立金に対する平均収益率

市場運用分、財投債引受け分、年金特別会計で管理する積立金(財政融資資金への預託)ごとの年金積立金に対する平均収益率は以下のとおりとなった。

(表2-10) 運用方法ごとの年金積立金に対する平均収益率(平成13年度～令和元年度)
(単位:%)

		年金積立金に対する平均収益率
合 計	平均収益率	2.66
	市場運用分(運用手数料等控除後)	2.08
	財投債引受け分	0.12
	年金特別会計で管理する積立金(財政融資資金への預託)	0.51
厚生年金	平均収益率	2.67
	市場運用分(運用手数料等控除後)	2.08
	財投債引受け分	0.12
	年金特別会計で管理する積立金(財政融資資金への預託)	0.52
国民年金	平均収益率	2.60
	市場運用分(運用手数料等控除後)	2.06
	財投債引受け分	0.12
	年金特別会計で管理する積立金(財政融資資金への預託)	0.47

(注) 平均収益率は、相乗平均である。

第3章 年金積立金の運用実績が年金財政に与える影響の評価

3.1 年金財政からみた運用実績の評価の考え方

(1) 年金積立金の運用とその評価

年金積立金の運用は、長期的な視点から安全かつ効率的に行うこととされており、株式市場や為替市場を含む市場の一時的・短期的な変動に過度にとらわれるべきものではない。

したがって、運用実績の年金財政に与える影響については、長期的な観点から評価することが重要である。

(2) 実質的な運用利回りによる評価

公的年金の年金額は、年金を受け取り始めるときの年金額は名目賃金上昇率に応じて改定され、受給後は物価に応じて改定されることが基本であるが、このような仕組みの下では、長期的にみると年金給付費は名目賃金上昇率に連動して変動することとなる。

したがって、運用収入のうち賃金上昇率を上回る分が、年金財政上の実質的な収益となる。

このため、運用実績が年金財政に与える影響の評価をする際には、収益率(名目運用利回り)から名目賃金上昇率を差し引いた「実質的な運用利回り」に着目することが適切である。

(3) 公的年金における財政検証とその前提

平成16年年金制度改正では、年金財政の均衡を確保するため、保険料水準の上限を定め、平成29(2017)年度まで段階的に引き上げるとともに、社会経済状況の変動に応じて給付水準を自動調整する保険料固定方式が導入された。併せて、少なくとも5年に1度、概ね100年間の視野に入れて財政状況を検証し、マクロ経済スライドにより給付水準がどこまで調整されるかの見通しを示すこととなった。

少なくとも5年ごとに行うこととされている財政検証では、将来の加入、脱退、死亡、障害等の発生状況(人口学的要素)や運用利回り、賃金上昇、物価上昇の状況(経済的要素)等について、一定の前提を置いて、今後概ね100年間にわたる収支状況を推計し、財政見通しを公表しており、令和元年財政検証についても、このような推計を行ったところである。

令和元年財政検証では、運用利回り等の経済前提については、社会保障審議会年金部会の下に設置された年金財政における経済前提に関する専門委員会において作成された「年金財政における経済前提について(検討結果の報告)」(平成31年3月)及び「2019(令和元)年財政検証に用いる経済前提における内閣府の「中長期の経済財政に関する試算(2019年7月)」の取扱いについて」(令和元年8月)に基づいて設定されたものである。

- ・足下(令和10(2028)年度まで)の経済前提は、内閣府が作成した「中長期の経済財政に関する試算」(令和元年7月)の「成長実現ケース」、「ベースラインケース」に準拠して設定している。(表3-1)
 - ・長期(令和11(2029)年度以降)の経済前提は、マクロ経済に関する試算(コブ・ダグラス型生産関数を用いた長期的な経済成長率等の推計)に基づいて設定している。
- ※ 長期的な経済状況を見通す上で重要な全要素生産性(TFP)上昇率を軸とした、幅の広い複数ケース(6ケース)を設定している。(表3-2)

(4) 公的年金における長期的な運用目標との比較による評価

令和元年財政検証では、経済前提について高成長ケースから低成長ケースまで幅の広い6通りの経済状況を設定して検証を行っているが、GPIFの中期目標では、財政検証における長期の経済前提における実質的な運用利回りのうち最も大きな値1.7%が長期的な運用目標として設定されている。

年金積立金の運用は、長期的な視点から安全かつ効率的に行うこととされており、長期的な運用利回りの実績が確保されているか確認することが重要である。

したがって、この章において、年金積立金の運用実績が年金財政に与える影響を評価するに当たっては、長期的に見たときの実質的な運用利回りの実績とGPIFの長期の運用目標である1.7%を比較することとする。

(表3-1) 令和元年財政検証の足下(令和10(2028)年度まで)の経済前提

○内閣府 成長実現ケースに接続するケース(ケースⅠ～ケースⅢ)

年度		2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
物価上昇率(※1)		0.7%	0.8%	1.0%	1.4%	1.7%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
賃金上昇率(実質<対物価>)(※2)		0.4%	0.4%	0.4%	0.8%	1.2%	1.3%	1.4%	1.3%	1.3%	1.3%
運用利回り(※3)	実質<対物価>	1.0%	0.9%	0.7%	0.3%	0.0%	△0.3%	0.0%	0.3%	0.5%	0.6%
	スプレッド<対賃金>	0.6%	0.5%	0.3%	△0.5%	△1.2%	△1.6%	△1.4%	△1.0%	△0.8%	△0.7%
(参考)全要素生産性(TFP)上昇率		0.4%	0.6%	0.8%	1.0%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%

○内閣府 ベースラインケースに接続するケース(ケースⅣ～ケースⅥ)

年度		2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
物価上昇率(※1)		0.7%	0.8%	0.7%	0.7%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
賃金上昇率(実質<対物価>)(※2)		0.4%	0.4%	0.1%	0.3%	0.5%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
運用利回り(※3)	実質<対物価>	1.0%	0.9%	1.0%	1.0%	0.7%	0.6%	0.7%	0.9%	0.9%	0.8%
	スプレッド<対賃金>	0.6%	0.5%	0.9%	0.7%	0.2%	▲0.1%	0.0%	0.2%	0.2%	0.1%
(参考)全要素生産性(TFP)上昇率		0.4%	0.6%	0.7%	0.7%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%

- (※1) 内閣府「中長期の経済財政に関する試算」の公表値は年度ベースであるが、年金額の改定等に用いられる物価上昇率は暦年ベースである。上表は暦年ベースである。
(※2) 賃金上昇率は、内閣府試算に準拠して労働生産性上昇率を基に設定。
(※3) 運用利回りは、内閣府試算の長期金利に、内外の株式等の分散投資による効果を加味し、長期金利上昇による国内債券への影響を考慮して設定。
(※4) 賃金上昇率については、男女の賃金水準の差が過去(2012～2017年度)の傾向で2030年度まで縮小するものと仮定。(男女の差が約10%解消)

(表3-2) 令和元財政検証の長期(令和11(2029)年度以降)の経済前提

		将来の経済状況の仮定		経済前提				(参考) 経済成長率 (実質) 2029年度以降 20～30年
		労働力率	全要素生産性 (TFP) 上昇率	物価上昇率	賃金上昇率 (実質<対物価>)	運用利回り		
						実質 <対物価>	スプレッド <対賃金>	
ケースⅠ	内閣府試算 「成長実現 ケース」に 接続するもの	経済成長と 労働参加が 進むケース	1.3%	2.0%	1.6%	3.0%	1.4%	0.9%
ケースⅡ			1.1%	1.6%	1.4%	2.9%	1.5%	0.6%
ケースⅢ			0.9%	1.2%	1.1%	2.8%	1.7%	0.4%
ケースⅣ	内閣府試算 「ベースライ ンケース」に 接続するもの	経済成長と 労働参加が 一定程度進む ケース	0.8%	1.1%	1.0%	2.1%	1.1%	0.2%
ケースⅤ			0.6%	0.8%	0.8%	2.0%	1.2%	0.0%
ケースⅥ			0.3%	0.5%	0.4%	0.8%	0.4%	△0.5%

3. 2 運用実績が年金財政に与える影響の評価

(1) 平成13年度から令和元年度までの運用実績

年金積立金の自主運用を開始した平成13年度から令和元年度までの運用実績等は表3-3のとおりである。

(表3-3) 平成13年度から令和元年度までの運用実績

○厚生年金 [年金特別会計 厚生年金勘定]

	実質的な運用利回り		名目賃金上昇率		年度末積立金(※)	運用収益
	%	%	%	%		
平成13年度	1.60	1.99	0.38		134.6	2.7
平成14年度	0.88	0.21	△ 0.66		132.1	0.3
平成15年度	5.55	4.91	△ 0.61		135.9	6.4
平成16年度	2.92	2.73	△ 0.18		138.2	3.7
平成17年度	7.08	6.82	△ 0.24		140.3	9.2
平成18年度	3.36	3.10	△ 0.25		139.8	4.3
平成19年度	△ 3.09	△ 3.54	△ 0.46		130.2	△ 4.9
平成20年度	△ 6.37	△ 6.83	△ 0.49		116.6	△ 8.7
平成21年度	10.90	7.54	△ 3.03		120.8	8.6
平成22年度	0.18	△ 0.26	△ 0.44		114.2	△ 0.3
平成23年度	2.25	2.17	△ 0.08		111.5	2.4
平成24年度	9.92	9.57	△ 0.32		117.9	10.5
平成25年度	8.37	8.22	△ 0.14		123.6	9.5
平成26年度	10.44	11.61	1.06		136.7	14.3
平成27年度	△ 3.95	△ 3.63	0.33		133.9	△ 5.0
平成28年度	5.52	5.47	△ 0.05		144.4	7.4
平成29年度	6.23	6.51	0.26		154.9	9.4
平成30年度	0.63	1.43	0.79		157.3	2.2
令和元年度	△ 5.57	△ 5.00	0.60		149.4	△ 7.9
平成13～令和元年度平均	2.86	2.67	△ 0.19		-	3.4
平成18～令和元年度平均	2.61	2.44	△ 0.16		-	3.0

○国民年金

	実質的な運用利回り			年度末積立金 (※)	運用収益
	名目運用利回り	名目賃金上昇率			
	%	%	%	兆円	兆円
平成13年度	0.91	1.29	0.38	9.7	0.1
平成14年度	0.27	△ 0.39	△ 0.66	9.5	△ 0.0
平成15年度	5.42	4.78	△ 0.61	9.7	0.4
平成16年度	2.96	2.77	△ 0.18	9.7	0.3
平成17年度	7.14	6.88	△ 0.24	9.7	0.6
平成18年度	3.33	3.07	△ 0.25	9.4	0.3
平成19年度	△ 2.93	△ 3.38	△ 0.46	8.5	△ 0.3
平成20年度	△ 6.83	△ 7.29	△ 0.49	7.2	△ 0.6
平成21年度	10.84	7.48	△ 3.03	7.5	0.5
平成22年度	0.19	△ 0.25	△ 0.44	7.7	△ 0.0
平成23年度	2.23	2.15	△ 0.08	7.9	0.2
平成24年度	9.87	9.52	△ 0.32	8.1	0.7
平成25年度	8.46	8.31	△ 0.14	8.4	0.7
平成26年度	10.62	11.79	1.06	9.3	1.0
平成27年度	△ 4.04	△ 3.72	0.33	8.8	△ 0.3
平成28年度	5.68	5.63	△ 0.05	9.0	0.5
平成29年度	6.42	6.70	0.26	9.2	0.6
平成30年度	0.66	1.46	0.79	9.2	0.1
令和元年度	△ 5.64	△ 5.07	0.60	8.5	△ 0.5
平成13～令和元年度平均	2.79	2.60	△ 0.19	-	0.2
平成18～令和元年度平均	2.61	2.44	△ 0.16	-	0.2

○年金積立金全体の実績(年金特別会計の厚生年金勘定と国民年金の合計)

	実質的な 運用利回り	名目運用 利回り	名目賃金 上昇率	年度末 積立金 (※)	運用 収益
平成13年度	1.55	1.94	0.38	144.3	2.8
平成14年度	0.84	0.17	△ 0.66	141.5	0.2
平成15年度	5.54	4.90	△ 0.61	145.6	6.9
平成16年度	2.92	2.73	△ 0.18	148.0	4.0
平成17年度	7.09	6.83	△ 0.24	150.0	9.8
平成18年度	3.36	3.10	△ 0.25	149.1	4.6
平成19年度	△ 3.08	△ 3.53	△ 0.46	138.6	△ 5.2
平成20年度	△ 6.40	△ 6.86	△ 0.49	123.8	△ 9.3
平成21年度	10.90	7.54	△ 3.03	128.3	9.2
平成22年度	0.18	△ 0.26	△ 0.44	121.9	△ 0.3
平成23年度	2.25	2.17	△ 0.08	119.4	2.6
平成24年度	9.91	9.56	△ 0.32	126.0	11.2
平成25年度	8.38	8.23	△ 0.14	132.1	10.2
平成26年度	10.45	11.62	1.06	145.9	15.3
平成27年度	△ 3.96	△ 3.64	0.33	142.7	△ 5.3
平成28年度	5.53	5.48	△ 0.05	153.4	7.9
平成29年度	6.24	6.52	0.26	164.1	10.0
平成30年度	0.63	1.43	0.79	166.5	2.3
令和元年度	△ 5.57	△ 5.00	0.60	157.9	△ 8.3
平成13～令和元年度平均	2.86	2.66	△ 0.19	-	3.6
平成18～令和元年度平均	2.61	2.44	△ 0.16	-	3.2

(※) 年度末積立金は時価で表示しており、
 $\text{年度末積立金} = \text{前年度末積立金} + \text{運用収益} + \text{歳入(運用収益、積立金より受入)を除く} \text{等} - \text{給付費等}$
 [157.9兆円] [166.5兆円] [△8.3兆円] [51.2兆円] [51.5兆円]
 という関係になっている。([] は令和元年度の数値)

(注1) 運用利回りは運用手数料控除後のものである。また、名目賃金上昇率は性・年齢構成の変動による影響を控除した名目標準報酬上昇率であり、年金改定率の算出のもととなるものである。

(注2) 実質的な運用利回りの実績値は、 $(1 + \text{名目運用利回り} \div 100) \div (1 + \text{名目賃金上昇率} \div 100) \times 100 - 100$ により求めている。

(注3) 平成13年度から平成22年度までについては、承継資産の損益を含んでいる。

(2) 平成13年度から令和元年度までの19年間の運用実績が年金財政に与える影響の評価(年金積立金の自主運用開始からの評価)

年金積立金の自主運用を開始した平成13年度から令和元年度までの19年間の運用実績と、GPIFの長期の運用目標を比較すると表3-4のとおりである。

平成13年度から令和元年度までの19年間の平均収益率(名目運用利回り)は厚生年金が2.67%、国民年金が2.60%となっており、この期間における平均名目賃金上昇率は△0.19%であるから、実質的な運用利回りの平均は厚生年金が2.86%、国民年金が2.79%となる。

GPIFの長期の運用目標は1.7%であることから、厚生年金では1.16%、国民年金では1.09%、年金積立金全体では1.16%、実績がGPIFの長期の運用目標を上回っており、年金財政上必要な運用利回りを確保している。

(表3-4)

		厚生年金(注1)	国民年金	(参考) 年金積立金全体
実績	名目運用利回り	2.67%	2.60%	2.66%
	名目賃金上昇率	△0.19%	△0.19%	△0.19%
	実質的な運用利回り	2.86%	2.79%	2.86%
GPIFの長期の運用目標		1.7%	1.7%	1.7%
実績とGPIFの長期の運用目標との差		1.16%	1.09%	1.16%

(注1) 厚生年金については、年金特別会計の厚生年金勘定の積立金に限ったものであり、実施機関積立金に係る分は含まれていない。

(注2) 名目運用利回りは、承継資産の損益を含めた、運用手数料等控除後の収益率である。

(注3) 名目賃金上昇率は、性・年齢構成の変動による影響を控除した名目標準報酬上昇率であり、年金改定率の算出のもととなるものである。

(注4) 実質的な運用利回りの実績値は $(1 + \text{名目運用利回り} \div 100) \div (1 + \text{名目賃金上昇率} \div 100) \times 100 - 100$ により求められている。

(参考) 平成18年度から令和元年度までの14年間の運用実績が年金財政に与える影響の評価(GPIFの設立からの評価)

GPIFが設立した平成18年度から令和元年度までの14年間の運用実績と、GPIFの長期の運用目標を比較すると表3-5のとおりである。

平成18年度から令和元年度までの14年間の平均収益率(名目運用利回り)は厚生年金、国民年金ともに2.44%となっており、この期間における平均名目賃金上昇率は△0.16%であるから、実質的な運用利回りの平均は厚生年金、国民年金ともに2.61%となる。

GPIFの長期の運用目標は1.7%であることから、厚生年金、国民年金ともに0.91%、実績がGPIFの長期の運用目標を上回っている。

(表3-5)

		厚生年金(注1)	国民年金	(参考) 年金積立金全体
実 績	名目運用利回り	2.44%	2.44%	2.44%
	名目賃金上昇率	△0.16%	△0.16%	△0.16%
	実質的な運用利回り	2.61%	2.61%	2.61%
GPIFの長期の運用目標		1.7%	1.7%	1.7%
実績とGPIFの長期の運用目標との差		0.91%	0.91%	0.91%

(注1) 厚生年金については、年金特別会計の厚生年金勘定の積立金に限ったものであり、実施機関積立金に係る分は含まれていない。

(注2) 名目運用利回りは、承継資産の損益を含めた、運用手数料等控除後の収益率である。

(注3) 名目賃金上昇率は、性・年齢構成の変動による影響を控除した名目標準報酬上昇率であり、年金改定率の算出のもととなるものである。

(注4) 実質的な運用利回りの実績値は $(1 + \text{名目運用利回り} \div 100) \div (1 + \text{名目賃金上昇率} \div 100) \times 100 - 100$ により求められている。

第4章 積立金基本指針及び管理運用の方針に定める 事項の遵守の状況について

厚生年金保険法第79条の8第2項及び厚生年金保険法施行規則第89条の5において、管理積立金の管理及び運用に関する事項で、主務大臣による「積立金の管理及び運用が長期的な観点から安全かつ効率的に行われるようにするための基本的な指針」(以下「積立金基本指針」という。)及び各管理運用主体(厚生年金保険法第79条の4第2項第3号に規定する管理運用主体をいう。)による「管理運用の方針」に定める事項の遵守状況について、評価を行うこととされている。

4.1 総合的な評価

令和元年度において、GPIFは積立金基本指針及びGPIFの管理運用の方針に規定されている事項について遵守しているものと評価できる。

以下、個別の事項についての遵守状況を記載する。

4.2 管理積立金の運用の目的

【積立金基本指針】

第一 積立金の管理及び運用に関する基本的な方針

- 一 積立金(厚生年金保険法(以下「法」という。)第七十九条の二に規定する積立金をいう。以下同じ。)の運用は、積立金が厚生年金保険の被保険者から徴収された保険料の一部であり、かつ、将来の保険給付の貴重な財源となるものであることに特に留意し、専ら厚生年金保険(法第七十九条の三第三項の規定により共済各法(同項に規定する共済各法をいう。)の目的に沿って運用する場合においては、厚生年金保険)の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、厚生年金保険事業の運営の安定に資することを目的として行うこと。
- 二 積立金の運用は、厚生年金保険事業の財政上の諸前提(法第二条の四第一項に規定する財政の現況及び見通し(以下「財政の現況及び見通し」という。)を作成する際に用いられる厚生年金保険事業の財政上の諸前提をいう。以下同じ。)を踏まえ、保険給付等に必要な流動性を確保しつつ、必要となる積立金の実質的な運用利回り(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。以下同じ。)を、最低限のリスクで確保することを目的として行うこと。

【管理運用の方針】

第1 管理積立金の管理及び運用の基本的な方針

1. 基本的な考え方

管理積立金(厚生年金保険法第79条の6第1項に規定する管理積立金をいう。以下同じ。)の運用は、管理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となるもの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。また、「積立金の管理及び運用が長期的な観点から安全かつ効率的に行われるようにするための基本的な指針」(平成26年7月総務省、財務省、文部科学省、厚生労働省第一号。以下「積立金基本指針」という。)の内容に従って管理積立金の管理及び運用を行う。

(略)

積立金基本指針及び管理運用の方針の遵守状況

GPIFの管理積立金の運用については、厚生年金保険制度の平成26年及び令和元年財政検証における財政上の諸前提を踏まえ、保険給付等に必要な流動性を確保しつつ、必要となる積立金の実質的な運用利回りを最低限のリスクで確保することにより、将来にわたって厚生年金保険事業の運営の安定に資するという目的を達成できるように、分散投資を基本として長期的な観点から定めた基本ポートフォリオを踏まえた運用となっており、厚生年金保険法第79条の2に規定された目的に則った運用が実施されているものと評価できる。

4.3 積立金の資産の構成の目標(モデルポートフォリオ)について

【積立金基本指針】

第二 積立金の資産の構成の目標に関する基本的な事項

- 一 管理運用主体(法第七十九条の四第二項第三号に規定する管理運用主体をいう。以下同じ。)は、本指針に適合するよう、共同して、管理運用の方針(法第七十九条の六第一項に規定する管理運用の方針をいう。以下同じ。)において基本ポートフォリオ(同条第二項第三号に規定する管理積立金(同条第一項に規定する管理積立金をいう。以下同じ。)の管理及び運用における長期的な観点からの資産の構成をいう。以下同じ。)を定めるに当たって参酌すべき積立金の資産の構成の目標(以下「モデルポートフォリオ」という。)を定めること。その際、積立金等の今後の見通しと整合的な形でのリスク検証を行うこと。
- 二 モデルポートフォリオは、厚生年金保険事業の財政上の諸前提と整合性をもつ積立金の実質的な運用利回りとして、財政の現況及び見通しを作成する際に積立金の運用利回りとして示される積立金の実質的な運用利回りを長期的に確保する構成とすること。
- 三 管理運用主体は、モデルポートフォリオを定めるに当たっては、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すること。その際、今後の経済状況の見通しを踏まえ、フォワード・ルッキングなリスク分析を行うこと。
- 四 管理運用主体は、モデルポートフォリオを定めるに当たっては、モデルポートフォリオを参酌して管理運用主体が定める基本ポートフォリオとの関係も併せて検討すること。その際、モデルポートフォリオの乖離許容幅の範囲内で基本ポートフォリオを定める等、管理運用主体が管理積立金の運用において、厚生年金保険事業の共通財源として一体性を確保しつつ、自主性及び創意工夫を発揮できるようなものとなるよう配慮すること。
- 五 管理運用主体は、財政の現況及び見通しが作成されたときその他必要があると認めるときは、共同して、モデルポートフォリオに検討を加え、必要に応じ、これを変更しなければならないこと。また、管理運用主体は、モデルポートフォリオ策定時に想定した運用環境が現実から乖離していないか等についての定期的な検証の必要性について検討すること。

【管理運用の方針】

第1 管理積立金の管理及び運用の基本的な方針

1. 基本的な考え方
(略)

積立金の運用については厚生年金保険法第79条の5第1項の規定により管理運用主体(管理運用法人、国家公務員共済組合連合会、地方公務員共済組合連合会及び日本私立学校振興・共済事業団をいう。以下同じ。)が共同して、積立金の資産の構成の目標(以下「モデルポートフォリオ」という。)を定めることとされており、これを参酌して、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。)を策定し、分散投資を基本として、管理積立金の運用を行う。

なお、その際には、管理積立金の管理及び運用に関する具体的な方針を策定し、公表するとともに、少なくとも毎年1回検討を加え、必要があると認めるときは速やかに見直しを行う。

第3 管理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の構成に関する事項

1. モデルポートフォリオの策定

経営委員会は、モデルポートフォリオを策定するに際して、運用の目標に沿った資産構成とし、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、フォワード・ルッキングなリスク分析を踏まえて長期的な観点から設定する。なお、経営委員会は、モデルポートフォリオを策定するに当たっては、モデルポートフォリオを参酌して他の管理運用主体が定める基本ポートフォリオとの関係も併せて検討する。

2. モデルポートフォリオの見直し

策定時に想定した運用環境が現実から乖離している等、必要があると認めるとき、他の管理運用主体と共同して、モデルポートフォリオに検討を加え、必要に応じ、これを変更する。また、モデルポートフォリオ策定時に想定した運用環境が現実から乖離していないか等についての検証は、少なくとも基本ポートフォリオの定期的な検証において必要と判断されたときに実施する。

令和元年財政検証結果の公表に伴い、GPIF では、令和元年度中に他の管理運用主体と共同してモデルポートフォリオの変更を行っており、令和2年4月からは、以下のモデルポートフォリオへ変更することとしている。

資産	国内債券	外国債券	国内株式	外国株式
モデルポートフォリオ	25%	25%	25%	25%
中心地範囲	上記±4%	上記±4%	上記±4%	上記±4%

(備考)

- 1 この表において「中心値範囲」とは、管理運用主体(厚生年金保険法第79条の4第2項第3号に規定する管理運用主体をいう。)が管理積立金(厚生年金保険法第79条の6第1項に規定する管理積立金をいう。)の運用において厚生年金保険事業の共通財源としての一体性を確保する観点から定められた、基本ポートフォリオにおける各資産の中心値が含まれるべき範囲をいう。
- 2 この表に掲げる資産(以下「伝統的4資産」という。)以外の資産は、リスク・リターン特性に応じて、伝統的4資産のいずれかに区分して管理するものとする。ただし、短期資産は、伝統的4資産とは別に区分して管理することができる。
- 3 基本ポートフォリオにおいて短期資産の割合を定めるときは、この表の数値は、国内債券の数値から短期資産の割合を控除した数値に読み替えることができるものとする。

積立金基本指針及び管理運用の方針の遵守状況

GPIF では、令和元年財政検証結果の公表に伴い、令和元年度中に他の管理運用主体と共同してモデルポートフォリオの変更を行っており、令和元年度時点の積立金基本指針及び管理運用の方針に記載されている事項について遵守されていると評価できる。

4. 4 基本ポートフォリオの策定と検証

【積立金基本指針】

第三 積立金の管理及び運用に関し管理運用主体が遵守すべき基本的な事項

- 一 管理運用主体は、管理積立金の管理及び運用を適切に行うため、本指針に適合するように、かつ、モデルポートフォリオに即して、基本ポートフォリオを含む管理運用の方針を定めること。その際、基本ポートフォリオについては、積立金等の今後の見通しと統合的な形でのリスク検証を行うこと。
- 二 管理運用主体は、本指針が変更されたときその他必要があると認めるときは、管理運用の方針に検討を加え、必要に応じ、これを変更しなければならないこと。特に、基本ポートフォリオについては、策定時に想定した運用環境が現実から乖離していないか等についての検証を定期的に行い、必要に応じ、随時見直すこと。
- 三 管理運用主体が基本ポートフォリオを定めるに当たっては、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すること。その際、今後の経済状況の見通しを踏まえ、フォワード・ルッキングなリスク分析を行うこと。
- 四 管理運用主体は、本指針及び管理運用の方針に従って管理積立金の管理及び運用を行わなければならないこと。

第四 その他積立金の管理及び運用に関する重要事項

- 一 管理運用主体は、基本ポートフォリオを見直す場合において、市場への影響等に鑑み必要があると認めるときは、ポートフォリオを見直し後の基本ポートフォリオに円滑に移行させるため、移行ポートフォリオ(基本ポートフォリオを実現するまでの経過的な資産の構成をいう。)を策定すること。

【管理運用の方針】

第1 管理積立金の管理及び運用の基本的な方針

3. 運用の目標、リスク管理及び運用手法

(1) 運用の目標

管理積立金の運用は、厚生年金保険法第2条の4第1項に規定する財政の現況及び見通し(以下「財政検証」という。)を踏まえ、保険給付に必要な流動性を確保しつつ、長期的に積立金の実質的な運用利回り(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、管理積立金の管理及び運用における長期的な観点からの基本ポートフォリオを定め、これを適切に管理する。

その際、市場の価格形成や民間の投資行動等を歪めないよう配慮する。

(略)

第3 管理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の構成に関する事項

3. 基本ポートフォリオの基本的考え方

経営委員会は、基本ポートフォリオをモデルポートフォリオに即し、運用の目標に沿った資産構成割合とし、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、フォワード・ルッキングなリスク分析を踏まえて長期的な観点から策定する。その際、名目賃金上昇率から下振れリスクが全額国内債券運用の場合を超えないこととするとともに、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も十分に考慮する。また、予定された積立金額を下回る可能性の大きさを適切に評価するとともに、リスクシナリオ等による検証について、より踏み込んだ複数のシナリオで実施するなど、一層の充実を行う。

4. 基本ポートフォリオ

基本ポートフォリオを構成する資産区分については、国内債券、国内株式、外国債券及び外国株式とし、基本ポートフォリオ及び乖離許容幅を次のとおり定める。

なお、以下に定める基本ポートフォリオへ移行するまでの間、乖離許容幅を超過することについては許容するものとする。

	国内債券	国内株式	外国債券	外国株式
資産構成割合	35%	25%	15%	25%
乖離許容幅	±10%	±9%	±4%	±8%

(注) 運用体制の整備に伴い管理・運用される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)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%を上限とする。

また、経済環境や市場環境の変化が激しい昨今の傾向を踏まえ、基本ポートフォリオの乖離許容幅の中で市場環境の適切な見通しを踏まえ、機動的な運用ができる。ただし、その際の見通しは、決して投機的なものであってはならず、確度が高いものとする。

5. 基本ポートフォリオの見直し

市場動向を踏まえた適切なリスク管理等を行い、定期的に基本ポートフォリオの検証を行うほか、策定時に想定した運用環境が現実から乖離している等必要があると認める場合には、必要に応じて見直しの検討を行う。なお、市場への影響等に鑑み必要があると認めるときは、ポートフォリオを見直し後の基本ポートフォリオに円滑に移行させるため、移行ポートフォリオ(基本ポートフォリオを実現するまでの経過的な資産の構成をいう。)を策定する。

4.4.1 基本ポートフォリオの見直し(令和元年度)

GPIFでは、令和元年財政検証結果が公表されたことに伴い、令和元年度中に基本ポートフォリオを見直している。この基本ポートフォリオは、令和元年財政検証を踏まえたモデルポートフォリオとも整合したものとなっている。変更された基本ポートフォリオの考え方は次のとおりである。

基本ポートフォリオの策定における期待リターンの推計については、従来通りの方法に加え、市場時価総額に内在すると考えられる均衡収益率も勘案し、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ている。期待リターンの推計期間としては、ポートフォリオの最適化を行う上で財政検証の前提を参照するため、令和元年財政検証の長期の経済前提の設定に用いる経済モデルが一般的に想定する期間を勘案して25年間としている。

また、中期目標では、令和元年財政検証の長期の経済前提のすべてのケースの実質的な運用利回りに対応する値として、ケースⅢの1.7%が運用目標として設定されたことを踏まえ、期待リターン(対賃金)を設定する際の賃金上昇率の前提となる経済シナリオは、ケースⅢを用いている。その上で、次の①から③の条件を満たすポートフォリオを選定している。

- ① 運用目標(名目賃金上昇率+1.7%)を満たしている。
- ② 名目賃金上昇率を下回る確率(下方確率)が全額国内債券運用の場合を下回っている。
- ③ 名目賃金上昇率を下回るときの平均不足率(条件付平均不足率)が最も小さい。

GPIFでは、変更した基本ポートフォリオで長期間運用した場合、年金財政が予定している積立金を確保できないリスクがどの程度あるのかをシミュレーションにより検証している。具体的には、財政検証における積立金額(名目)の推移を見ると、概ね50年後までは積立金の元本を取り崩す必要がなく、運用方針を維持できることが見込まれるため、50年後までの範囲で、変更後の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、100万回の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(ケースⅢ)と比較している。この結果、予定積立金額を下回る確率(リスク)は、見直し前の基本ポートフォリオと比べて低下している。

これらを総合的に勘案して、見直し後の基本ポートフォリオは、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であるとして見直しを行っている。なお、見直し後の基本ポートフォリオは以下のとおりとなっている。

資産	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)	上記±7%	上記±6%	上記±8%	上記±7%
乖離許容幅(債券・株式)	±11%		±11%	

4.4.2 基本ポートフォリオの検証について

GPIFでは、見直し後の基本ポートフォリオについて、マクロ経済や市場等の動向を注視しつつ、策定時に想定した運用環境から乖離がないか、適時適切に検証を行い、必要に応じて見直しの検討を行うこととしている。

4.4.3 管理運用の方針の変更について

GPIFでは、令和元年度中に積立金基本指針が変更されたことや、令和2年4月から第4期中期目標・中期計画期間が開始することに伴い、令和元年度中に管理運用の方針の変更を行っている。

積立金基本指針及び管理運用の方針の遵守状況

GPIFでは、令和元年財政検証を受け、令和元年度中に基本ポートフォリオを見直しており、見直しに当たっては、積立金基本指針及び管理運用の方針を遵守していると評価できる。また、見直し後の基本ポートフォリオの検証について、策定時に想定した運用環境から乖離がないか適時適切に検証を行い、必要に応じて見直しの検討を行うとしている。さらに、積立金基本指針の変更内容や第4期中期目標の内容に則して管理運用の方針の変更を行っており、令和元年度時点の積立金基本指針及び管理運用の方針を遵守していると評価できる。

4.5 基本ポートフォリオの管理及びリスク管理

【積立金基本指針】

第三 積立金の管理及び運用に関し管理運用主体が遵守すべき基本的な事項

- 五 管理運用主体は、分散投資による運用管理を行うこと。その際、ポートフォリオの管理を適切に行うとともに、資産全体、各資産、各運用受託機関及び各資産管理機関等のリスク管理を行うこと。

【管理運用の方針】

第1 管理積立金の管理及び運用の基本的な方針

3. 運用の目標、リスク管理及び運用手法

(2) 管理積立金の管理及び運用におけるリスク管理

リターン・リスク等の特性が異なる複数の資産に分散投資することをリスク管理の基本とし、管理積立金の管理及び運用に伴う各種リスクの管理を適切に行う。

また、管理積立金について、運用受託機関及び資産管理機関への委託並びに自家運用により管理及び運用を行うとともに、運用受託機関及び資産管理機関からの報告等に基づき、資産全体、各資産、各運用受託機関及び各資産管理機関並びに自家運用について、以下の方法によりリスク管理を行う。

① 資産全体

基本ポートフォリオを適切に管理するため、管理積立金の資産構成割合と基本ポートフォリオとの乖離状況を少なくとも毎月1回把握するとともに、必要な措置を講じる。

また、適切かつ円滑なリバランスを実施するため、市場動向の把握・分析等必要な機能の強化を図る。

さらに、資産全体のリスクを確認し、リスク負担の程度についての分析及び評価並びに各年度の複合ベンチマーク収益率(各資産のベンチマーク収益率をポートフォリオで加重したもの)との乖離要因の分析等を行う。

② 各資産

市場リスク、流動性リスク、信用リスク等を管理する。また、外国資産については、カントリーリスクも注視する。

③ 各運用受託機関

運用受託機関に対し運用ガイドライン及びベンチマークを示し、各社の運用状況及びリスク負担の状況を把握し、適切に管理する。

また、運用体制の変更等に注意する。

④ 各資産管理機関

資産管理機関に対し資産管理ガイドラインを示し、各機関の資産管理状況を把握し、適切に管理する。

また、資産管理機関の信用リスクを管理するほか、資産管理体制の変更等に注意する。

⑤ 自家運用

運用ガイドラインを定め、運用状況及びリスク負担の状況を確認し、適切に管理する。

4.5.1 基本ポートフォリオの管理及び資産全体のリスク管理の状況

GPIFでは、運用リスク管理について、以下の基本的な考え方にに基づき実施している。

- 年金積立金の運用は、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われる。また、厚生労働大臣により定められた「中期目標」においては、「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)1.7%を最低限のリスクで確保すること」が要請されている。
- この目的及び要請のもとで重視するリスクは、「市場の一時的な変動による短期的なリスク」ではなく「年金財政上必要とされている長期的な収益が得られないリスク」である。
- 長期的な運用においては、短期的な市場の動向により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おり、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ることから、基本ポートフォリオが運用リスク管理の根幹となる。
- このため、基本ポートフォリオを適切に管理するとともに、複数の資産への分散投資、資産全体・各資産クラス・各運用受託機関等のそれぞれの段階でのリスク管理を行いつつ、資産全体及び資産ごとのベンチマーク収益率を確保できるよう、様々な指標を複眼的にモニタリングし、一定の対応が必要と認められる場合には、あらかじめ定められたルールに基づき、適切な措置を講じることとする。
- このような運用リスク管理の基本的な考え方を「運用リスク管理規程」の中に「基本方針」として明文化し、これを踏まえ、市場リスク、流動性リスク、信用リスク、カントリーリスクを適切に管理するとともに、国内外のマクロ経済動向や地政学リスク、トラッキングエラー、VaRやストレステスト等の各種リスク指標を適時把握し、投資委員会や運用リスク管理委員会で議論し、経営委員会にも定期的に報告するなど、長期的なリスク・リターンを勘案した適切な措置を講じることとする。

GPIFでは、基本ポートフォリオに基づくリスク管理について、各資産に乖離許容幅を設定し、その範囲内で運用を行うとともに、乖離許容幅の管理・遵守を徹底するため、乖離許容幅内にアラームポイントを設定し、乖離許容幅の管理・遵守が適切に行われるようにするための指標のひとつとして位置づけている。また、これらの乖離許容幅やアラームポイントの超過時の対応プロセスを明文化している。令和元年度は、令和2年1月以降、外国債券の構成割合が乖離許容幅を超過したが、あらかじめ経営委員会の了承を得ることとし、その状況を毎回経営委員会に報告し、適切に判断しながら運用を行っている(図1)。

また、トラッキングエラーによる運用リスク管理も行っており、令和元年度の年金積立金全体の推定トラッキングエラーは、新型コロナウイルスの世界的な感染拡大の影響

による金融市場のボラティリティ上昇や信用スプレッド拡大等が影響し、3月にかけて上昇している(図2)。

さらに、VaR(※1)による運用リスク管理も行っており、令和元年度の年金積立金全体のVaRは、第3四半期まではほぼ横ばいで推移していたが、第4四半期には新型コロナウイルスの感染拡大の影響による金融市場のボラティリティ(変動幅)の高まりを受けて上昇している(図3)。また、GPIFでは、複眼的なリスク管理の観点から、令和元年度からVaRレシオ(※2)をモニタリング指標に試行的に加え、リスク管理を強化している。

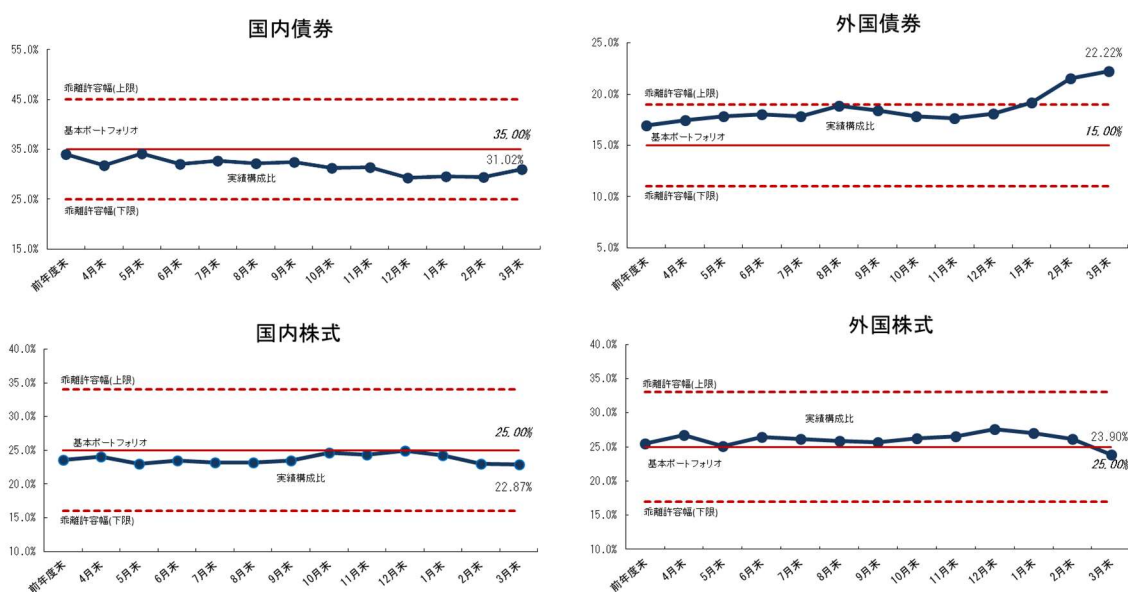
加えて、ストレステストについても、市場の変動による一時的な影響だけでなく中長期的な影響について、過去のシナリオを用いて分析を行い、その結果について新たに開示を行っている(図4)。

※1 VaR(バリュー・アット・リスク)とは、各資産を一定期間保有(保有期間)すると仮定した場合に、ある一定の確率の範囲内(信頼水準)で発生しうる最大損益を表したものの。

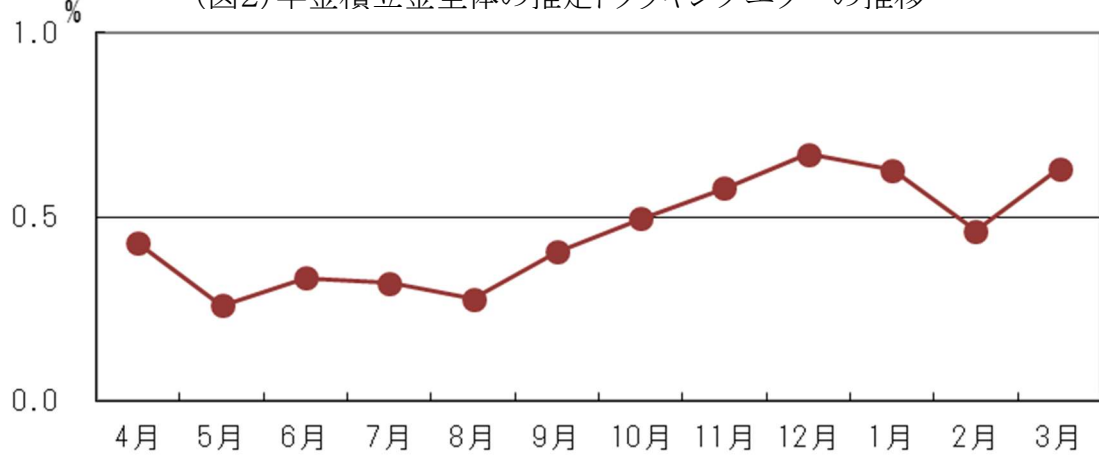
※2 VaRレシオは、実績ポートフォリオのVaRを基本ポートフォリオのVaRで除した値であり、実際のポートフォリオのリスク量が基本ポートフォリオで運用した場合のリスク量からどの程度乖離しているか等といったモニタリングを行うための指標。

年金財政上必要とされる運用利回りの確保が求められるGPIFにおいては、「年金財政上必要とされている長期的な収益が得られないリスク」を最低限にすることが重要である。そのために、VaRなどのリスク指標を参考指標として活用しつつ複眼的なモニタリングを行っている。

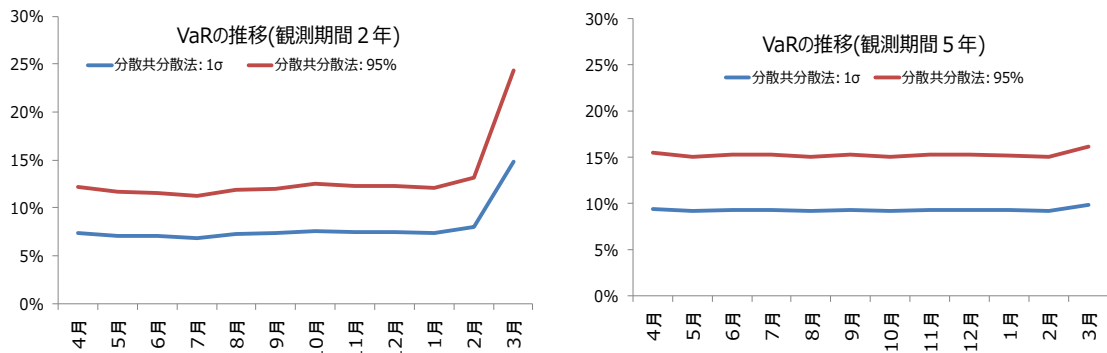
(図1) 資産構成割合の推移



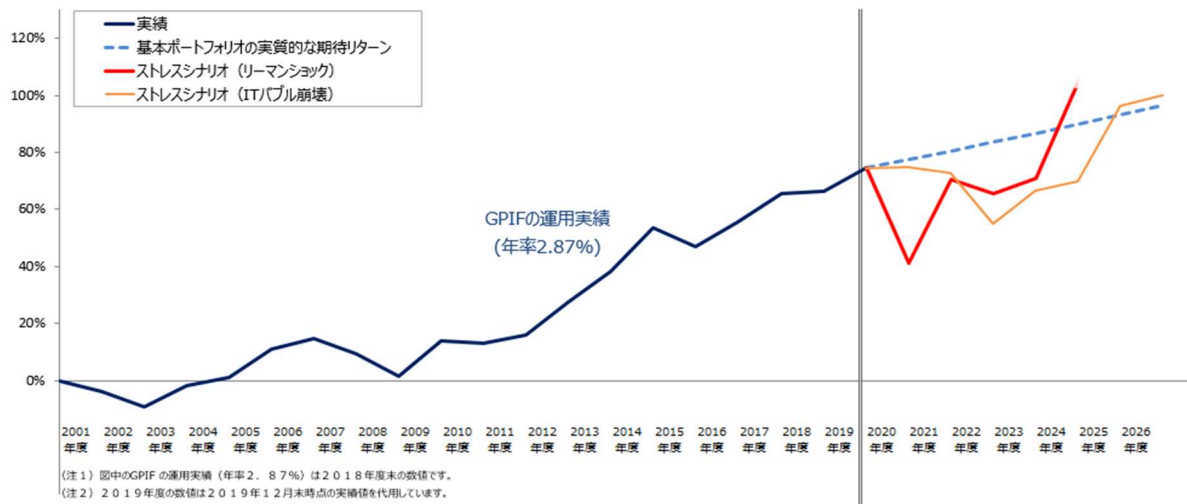
(図2) 年金積立金全体の推定トラッキングエラーの推移



(図3) 年金積立金全体のVaR (Value at Risk) の推移



(図4) ストレストテスト(実質的な運用利回りの実績値及び推計値(累積))



4.5.2 資産ごとのリスク管理の状況

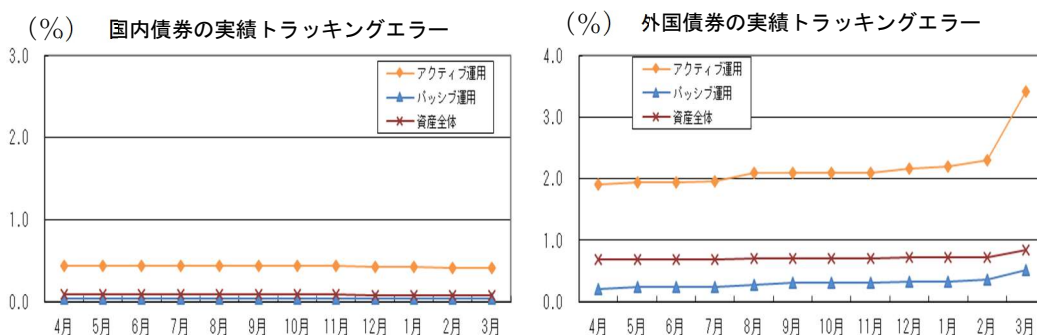
GPIFでは、各資産については、市場リスク、流動性リスク、信用リスクを管理し、また、外国資産についてはカントリーリスクも注視している。

(1) 市場リスクの管理状況

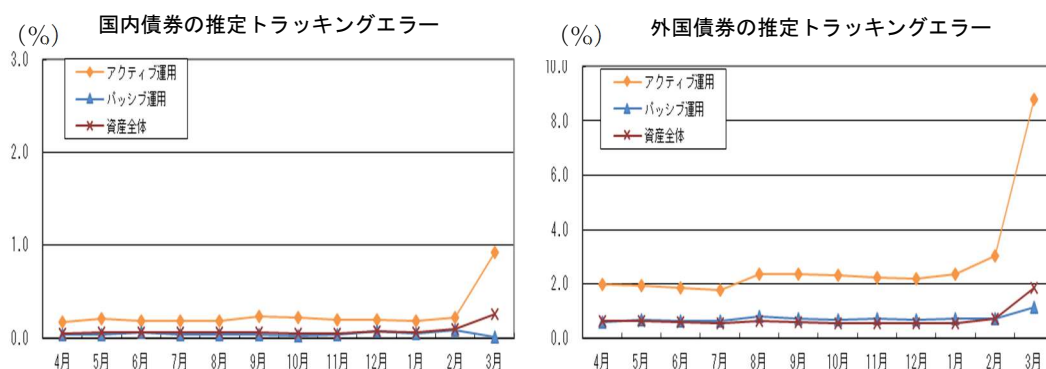
市場リスクを測定する基準の一つに、目標とするベンチマーク収益率(市場平均収益率)と運用ポートフォリオの収益率との差(超過収益率)のばらつきを標準偏差で表すトラッキングエラーがある。トラッキングエラーには、ポートフォリオの実績の収益率から計算する実績トラッキングエラーと、将来の収益のばらつきについて、分析ツール等を用いて構成される銘柄間の相互依存関係を統計的に推計して計算する推定トラッキングエラーがある。トラッキングエラーが大きいということは、運用ポートフォリオがベンチマークに対してリスクを大きくとっていることを示している。

GPIFでは、内外債券のそれぞれについて、パッシブ運用とアクティブ運用及び資産全体の実績トラッキングエラーと推定トラッキングエラーを毎月把握し管理している。(図5・図6)

(図5) 実績トラッキングエラーの推移

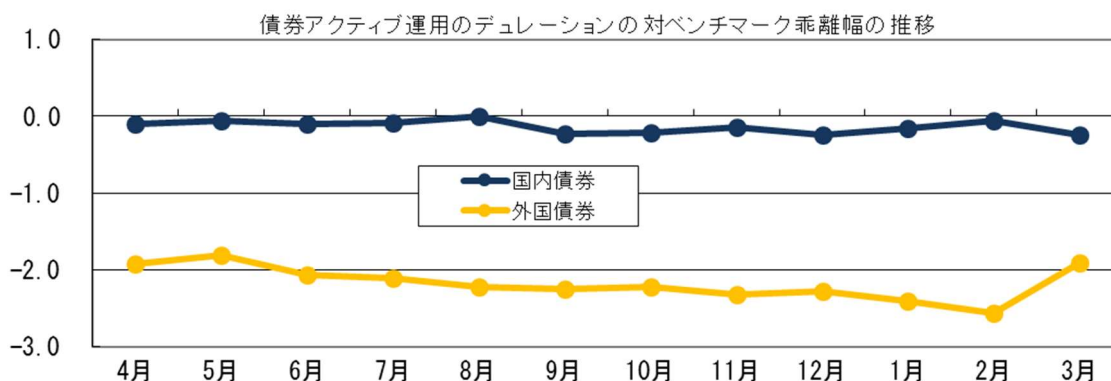


(図6) 推定トラッキングエラーの推移



債券については、アクティブ運用の市場リスクを把握する代表的な指標として、債券価格の金利感応度を示すデュレーションがある。GPIFでは、内外債券のアクティブ運用のデュレーションと、ベンチマークのデュレーションの乖離幅の推移を毎月把握している(図7)。

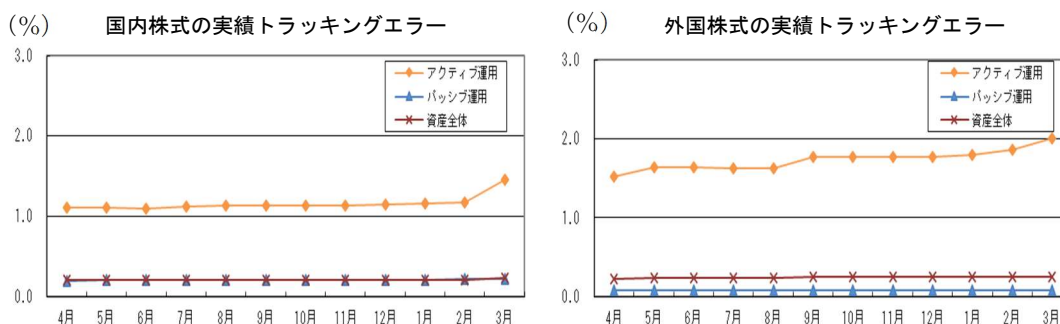
(図7) デュレーションの対ベンチマーク乖離幅の推移



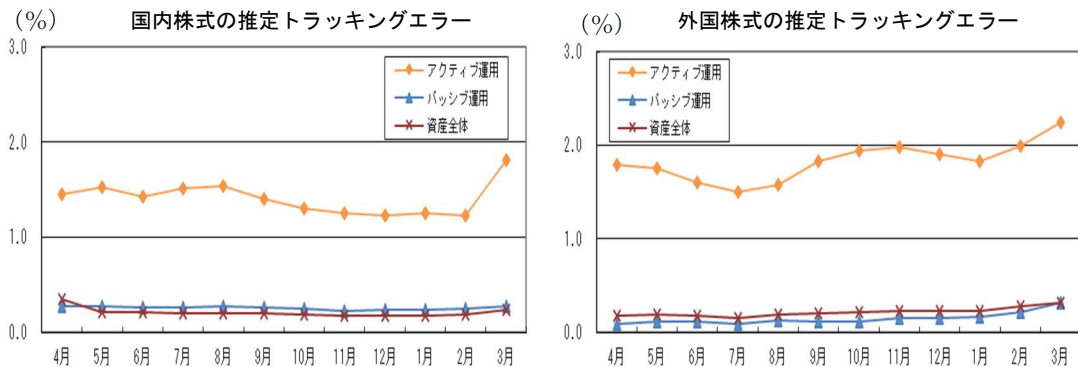
(注) 国内債券アクティブ運用は修正デュレーションを、外国債券アクティブ運用は実効デュレーションを計測している。

GPIFでは、内外株式のそれぞれについて、パッシブ運用とアクティブ運用及び資産全体の実績トラッキングエラーと推定トラッキングエラーを毎月把握し管理している。(図8・図9)

(図8) 実績トラッキングエラーの推移

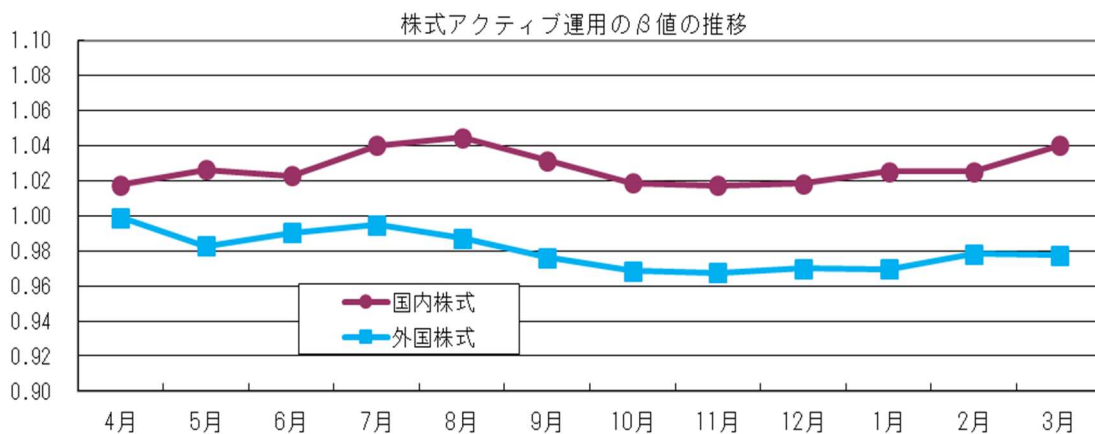


(図9) 推定トラッキングエラーの推移



株式については、アクティブ運用の市場リスクを把握する代表的な指標として、ベンチマーク収益率に対する感応度を示す β (ベータ) 値がある。GPIFでは、内外株式のアクティブ運用の β 値の推移を毎月把握している。(図10)

(図10) β 値の推移



(2) 流動性リスク・信用リスク・カントリーリスク等の管理状況

GPIFでは、流動性リスクについて、ベンチマークの市場規模に対するGPIFの時価総額ウェイトの状況等を毎月把握している。

信用リスクについては、クレジット投資の保有状況について、リスクベースでモニタリングを実施している。債券への投資はBBB格以上の格付を得ている銘柄としている。ただし、運用手法の特性によりこの格付に満たない銘柄とする場合等上記によらない合理的な理由があることをGPIFが事前に承認したときはこの限りでないとしている。令和元年度の内外債券の格付別保有状況において、国内債券及び外国債券について運用手法の特性によりBBB格以上の格付を得ていない債券への投資を行っている。

カントリーリスクについては、カントリー格付に基づく配付量のモニタリングを実施している。

4.5.3 各運用受託機関・各資産管理機関及び自家運用のリスク管理の状況

GPIFでは、運用受託機関の管理は、毎月1回、運用実績やリスクの状況について報告を求め、運用ガイドラインの遵守状況を確認するとともに、定期ミーティング等において説明を受けるなどの方法により行っている。

資産管理機関の管理は、資産管理に係るデータの提出を求め、資産管理ガイドラインの遵守状況を確認するとともに、現地調査を含む定期ミーティング等において説明を受ける等の方法により行っている。

また、GPIFでは、運用の効率化や必要な流動性の確保の観点から、運用資産の一部について、資産管理機関を利用しつつ自ら管理及び運用（自家運用）を行っている。自家運用については、市場運用部がインハウス運用室に対し、運用ガイドラインを示し、月次でリスク管理状況等の報告を受け、リスク管理指標に係る目標値等の遵守状況について確認している。

(1) 各運用受託機関のリスク管理の状況

GPIFでは、運用受託機関に対し、運用目標、運用手法、リスク指標及びベンチマーク等に関する運用ガイドラインを提示している。その上で、ファンドごとに提示したリスク管理指標の目標値等の遵守状況、投資行動及び運用結果の報告を、月次及び必要に応じて随時求めている。これらの報告を通じて、一時的な要因等により管理目標値を超えていないか確認を行っている。また、総合評価のための定期ミーティングを実施し、ガイドラインの遵守状況、運用状況及びリスク負担状況を把握している。

運用受託機関の運用体制の変更等については、運用に大きな影響を及ぼすものであることから、GPIFは迅速に把握し適切な措置を講じることとしている。令和元年度において運用体制の変更等があったものは8ファンド(9件)であり、このうち、運用統括責任者の変更等、重要な変更があったのは4ファンド(5件)であった。GPIFは、これらの運用受託機関に対し、ミーティング等を実施し説明を求めている。

(2) 各資産管理機関のリスク管理の状況

GPIFでは、資産管理機関に対し、資産管理の目標、管理手法及び体制等に関する資産管理ガイドラインを提示している。その上で、資産管理状況に係るデータやガイドラインにおける資産管理の目標、管理手法及び体制等について随時必要な資料を求め内容を確認している。

令和元年度は、総合評価のためのミーティングを全資産管理機関に対して現地で実施し、問題がないことを確認している。

また、資産管理体制の変更等については、資産管理に大きな影響を及ぼすものであることから、GPIFは迅速に把握し適切な措置を講じることとしている。令和元年度は、人事異動等により資産管理体制の変更があった資産管理機関は4社17件であった。信用リスクの管理については、格付状況を月1回確認し問題がないことを確認している。

さらに、GPIFでは、運用資産の管理を資産クラスごとに一つの資産管理機関に集約してから約10年が経過し、運用多様化の障害になる場合や BCP(事業継続計画)における懸念があることから、資産管理の在り方を見直し、会計用データとは別に投資判断用データを収集し活用すること、及び資産クラス内で複数の資産管理機関を利用することができるように取り組んでいる。

(3) 自家運用のリスク管理の状況

GPIFでは、自家運用のリスク管理について、GPIFの市場運用部からインハウス運用室に対して、運用ガイドラインを提示し、月次でリスク管理状況等の報告を受けている。令和元年度においては、リスク管理指標に係る目標値等の遵守状況について問題のないことを確認している。さらに、令和元年7月のミーティングにおいて運用状況の報告を受け、問題のないことを確認している。

また、インハウス運用室では、月次でリスク管理を行っているほか、日次で国内債券パッシブファンドのリスク特性値、保有債券及び購入予定債券の格付けの状況による信用リスク並びに短期資産ファンドの与信先の格付けによる信用リスク、約定前後の運用対象資産及び与信限度額について、市場運用部から示された運用ガイドライン等に基づき、遵守状況の確認を行っている。

さらに、自家運用に係る取引先の評価について、「債券の売買の取引先」及び「短期資産の運用先としての銀行、証券会社及び短資業者」に関する取引執行能力、事務処理能力、情報セキュリティ対策等を総合的に評価している。

積立金基本指針及び管理運用の方針の遵守状況

GPIFでは、基本ポートフォリオの管理及びリスク管理について、令和元年度時点の積立金基本指針及び管理運用の方針を遵守していると評価できる。

4. 6 市場の価格形成や民間の投資行動への配慮

【積立金基本指針】

第三 積立金の管理及び運用に関し管理運用主体が遵守すべき基本的な事項

- 六 管理運用主体による管理積立金の運用に当たっては、管理運用主体の資産の規模に応じ、市場規模を考慮し、自ら過大なマーケット・インパクトを被ることがないように努めるとともに、市場の価格形成や民間の投資行動等を歪めないよう配慮すること。
- 七 管理運用主体は、企業経営に対して過度に影響を及ぼさないよう配慮するとともに、企業経営等に与える影響を考慮しつつ、株主等の長期的な利益の最大化を目指す観点から、株主議決権の行使等の適切な対応を行うこと。その際、「責任ある機関投資家」の諸原則《日本版ステュワードシップ・コード》（平成二十六年二月二十六日日本版ステュワードシップ・コードに関する有識者検討会取りまとめ）を踏まえ、ステュワードシップ責任（機関投資家が、投資先の日本企業やその事業環境等に関する深い理解に基づく建設的なエンゲージメント等を通じて、当該企業の企業価値の向上や持続的成長を促すことにより、顧客・受益者の中長期的な投資収益の拡大を図る責任をいう。）を果たす上での基本的な方針の策定及び公表についても検討を行うこと。
- 八 管理運用主体は、企業経営等に与える影響を考慮し、自家運用で株式運用を行う場合においては、個別銘柄の選択は行わないこと。

【管理運用の方針】

第2 管理積立金の管理及び運用に関し遵守すべき事項

2. 市場及び民間の活動への影響に対する配慮

管理積立金の運用に当たっては、市場規模を考慮し、自ら過大なマーケット・インパクトを蒙ることがないように努めるとともに、市場の価格形成や民間の投資行動等を歪めないよう配慮し、特に、資金の投入及び回収に当たって、特定の時期への集中を回避するよう努める。

また、民間企業の経営に対して過度に影響を及ぼさないよう、以下の点について配慮する。

- (1) 運用受託機関ごと（自家運用を含む。）に同一企業発行有価証券の保有について制限を設ける。
- (2) 企業経営等に与える影響を考慮し、株式運用において個別銘柄の選択は行わない。
- (3) 企業経営に直接影響を与えるとの懸念を生じさせないよう株主議決権の行使は直接行わず、運用を委託した民間運用機関の判断に委ねる。ただし、運用受託機関への委託に際し、コーポレートガバナンスの重要性を認識し、議決権行使の目的が長期的な株主利益の最大化を目指すものであることを示すとともに、運用受託機関における議決権行使の方針や行使状況等について報告を求める。その際、「責任ある機関投資家」の諸原則《日本版ステュワードシップ・コード》（平成26年2月26日日本版ステュワードシップ・コードに関する有識者検討会取りまとめ）を踏まえ、ステュワードシップ責任（機関投資家が、投資先の日本企業やその事業環境等に関する深い理解に基づく建設的なエンゲージメント等を通じて、当該企業の企業価値の向上や持続的成長を促すことにより、顧客・受益者の中長期的な投資収益の拡大を図る責任をいう。）を果たす上での基本的な方針に沿った対応を行う。

(1) 市場の価格形成や民間の投資行動への配慮

国の年金特別会計において、年金給付に必要な資金が不足する場合には、GPIFに寄託して運用されている年金積立金を償還し年金給付に充てることとなる。

この際、GPIFは、市場で運用している資産を売却するなどして現金に換えることとなる。しかし、GPIFが市場規模と比較して多額の資産をまとめて売買すると、市場価格自体を変動させ、自ら大きなコスト(マーケットインパクトコスト)を支払うこととなる。このため、GPIFでは年金特別会計で必要とされる資金に対応すべく必要な対応をとっている。

令和元年度は、年金特別会計への寄託金償還等について、年度当初に寄託金償還等の見通しを策定し、キャッシュアウト等対応ファンド及び財投債ファンドの満期償還金・利金等を活用し対応している。また、運用受託機関の解約に伴い、当該資金を回収し再配分する際には、市場の価格形成等を考慮し、原則として現物移管により実施している。

(2) 民間企業の経営に与える影響に対する配慮

GPIFでは、民間企業の経営に与える影響に配慮し、運用受託機関ごとの同一企業発行株式の保有に一定の制約を設けている。具体的には、運用受託機関に対し、同一企業発行株式の保有が当該企業の発行済株式総数の5%以下となるよう求め、この基準を遵守しているか確認している。

また、企業経営に直接影響を与えるとの懸念を生じさせないよう株主総会における個々の議案に対する判断をGPIFとして行わないこととしている。一方で、コーポレートガバナンスの重要性に鑑み、運用受託機関等説明会において議決権行使の目的が長期的な株主利益の最大化を目指すものであることを示し、その目的に沿った株主議決権の行使を求めている。また、運用受託機関に提示している運用ガイドラインにおいて、「コーポレートガバナンスの重要性を認識し、長期的な株主利益の最大化を目的とする」としていることを踏まえ、株主議決権行使に係る方針を定めるよう明記している。その上で、運用受託機関に対して株主議決権行使に係る方針の提出を求めている。議決権行使に係る方針について変更があった場合には、変更後の方針について提出を受けている。

GPIFでは、令和元年度には、スチュワードシップ活動原則、議決権行使原則を一部改定し、スチュワードシップ活動の対象資産を全資産へ拡大すること、スチュワードシップ活動と運用の連携、様々な関係者とのエンゲージメントの実施の要請などを明記している。また、「スチュワードシップ活動報告」を公表し、GPIFのスチュワードシップ活動状況や株主議決権行使状況、運用受託機関のスチュワードシップ活動状況等の概要について報告している。

スチュワードシップ責任を果たすための取り組みとして、令和元年度には、「東証一部上場企業向けアンケート」の実施、「企業・アセットオーナーフォーラム」の開催、GPIFの委託先運用機関が選んだ「優れた統合報告書」及び「改善度の高い統合報告書」の公表を行った。

また、国連が提唱する責任投資原則(PRI)で各種Committee に所属しているほか、30% Club Japan、ICGN(International Corporate Governance Network)及び米国の公的年金基金が設立したCII(Council of Institutional Investors)にも新たに参加するなど、国内外関係団体・機関との連携強化を行っている。

また、株式の運用を委託する全ての運用受託機関にヒアリングを実施し、継続的なエンゲージメントの実施や対話内容の充実等、運用受託機関と投資先企業との間で前向きな対応が行われていることや、運用受託機関のスチュワードシップ活動の課題を確認している。

なお、GPIFは法令上、株式運用の自家運用を行うことは認められていない。

積立金基本指針及び管理運用の方針の遵守状況

GPIFでは、市場の価格形成や民間の投資行動への配慮及び民間企業の経営に与える影響に対する配慮について、令和元年度時点での積立金基本指針及び管理運用の方針を遵守していると評価できる。

4.7 保険給付等に必要な流動性の確保

【積立金基本指針】

第三 積立金の管理及び運用に関し管理運用主体が遵守すべき基本的な事項

- 九 管理運用主体は、年金財政の見通し及び収支状況を踏まえ、保険給付等に支障を生じさせることがないよう、保険給付等に必要な流動性を確保すること。

【管理運用の方針】

第2 管理積立金の管理及び運用に関し遵守すべき事項

3. 年金給付のための流動性の確保

年金財政の見通し及び収支状況を踏まえ、年金給付等に必要な流動性(現金等)を確保するとともに、効率的な現金管理を行う。

その際、市場の価格形成等に配慮しつつ、円滑に資産の売却等を行い、不足なく確実に資金を確保するため、市場動向の把握・分析や短期借入の活用等必要な機能の強化を図る。

国の年金特別会計において、年金給付に必要な資金が不足する場合には、GPIFに寄託して運用されている年金積立金を償還し、年金給付に充てることとなる。このため、GPIFでは、年金特別会計で必要とされる資金に対応すべく必要な対応をとっている。

令和元年度は、年金特別会計への寄託金償還等について、年度当初に寄託金償還等の見通しを策定し、キャッシュアウト等対応ファンド[※]及び財投債ファンドの満期償還金・利金等を活用して対応している。そのため、寄託金償還等のための資産の売却は行っていない。また、運用専門職員による市場分析に加えて、法人内の運用関係部室、運用受託機関、経済環境コンサルタントによる経済・金融分析・市場見通し等も集約し、それらの見方の違いや地政学リスクに関する分析等を含めて、多面的な分析を行ったうえで、資金配分・回収に活用している。

また、GPIFは、予見し難い事由による一時的な資金不足等に対応するため、必要に応じて短期借入が可能な体制を整えている。令和元年度は、短期借入が必要となるような事態は発生しなかった。

※キャッシュアウト等対応ファンドとは、年金給付等に必要な流動性を確保するための、NOMURA-BPI/GPIF Customized をベンチマークとするパッシブファンド。

積立金基本指針及び管理運用の方針の遵守状況

GPIFでは、保険給付等に必要な流動性の確保について、令和元年度時点での積立金基本指針及び管理運用の方針を遵守していると評価できる。

4. 8 運用手法の見直し及び運用受託機関の評価・選定等

【積立金基本指針】

第三 積立金の管理及び運用に関し管理運用主体が遵守すべき基本的な事項

- 十 管理運用主体は、実質的な運用利回りを確保することができるよう、運用手法の見直し並びに運用受託機関等の選定機能及び管理の強化のための取組を進めること。この場合において、運用受託機関等については、定期的に評価を行い、資金配分の見直し等の必要な措置を採ること。

【管理運用の方針】

第1 管理積立金の管理及び運用の基本的な方針

3. 運用の目標、リスク管理及び運用手法

(3) 運用手法について

運用手法については、新たな手法の導入等に当たって経営委員会が重要事項と判断する事項について経営委員会の審議を経て議決を行うなど経営委員会による適切な監督の下で、適切なリスク管理を行う。

(略)

ベンチマークについては、伝統的な時価総額型インデックスのみならず、運用収益向上の観点から検討するとともに、ベンチマークにより難しい非伝統的資産の評価については、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評価方法を明らかにする。

また、ベンチマークをより適切なものに見直すなど収益確保や運用の効率化のための運用手法の見直し及び的確なパフォーマンス管理を行うなど運用受託機関等の選定・管理の強化のための取組を進めるとともに、運用実績等を定期的に評価し、資金配分の見直しを含め、運用受託機関を適時に見直す。さらに、マネジャー・エントリー制の導入を検討する。

外部運用機関の優れたノウハウ等を活用するとともに、運用コストの低減や運用に関する知識・経験等の蓄積の観点から、法令で認められる範囲でインハウス運用の活用を検討する。

4. 8. 1 ベンチマークや運用の効率化のための運用手法の見直し等

GPIFでは、外国債券パッシブ運用について、アルファ獲得策の一環として平成30年度に実施した国際機関債(Supranational債)の投資に加え、令和元年度には政府機関債への投資を認めており、所与のリスク指標の範囲内で、超過収益の確保のための取組みや運用の効率化のための見直しを行っている。

また、運用資産全体の長期的なリターンを向上させることを目的に、国内株式及び外国株式のパッシブ運用において、既存の時価総額型の国内株式パッシブ運用及び外国株式パッシブ運用から、それぞれの資産のESGパッシブ運用へ資産の移管を行っている。

4. 8. 2 運用受託機関等の管理・評価

(1) 運用受託機関の管理・評価

運用受託機関の管理は、各運用受託機関に運用方法等に係るガイドラインを提示した上で、毎月1回、運用実績やリスクの状況について報告を求めるとともに、選定時の投資方針等の維持、法令遵守の確保等がなされているかについて定期ミーティング等で報告を受け、ガイドラインの遵守状況を確認するといった方法により行っている。

令和元年度においては、定期ミーティングにより、毎月1回各運用受託機関の運用状況、リスク管理状況を取りまとめ、問題点の有無を確認し、必要に応じ運用受託機関と協議するなど適切に対応している。

なお、運用受託機関の平成30年度の総合評価については、平成29年度の総合評価方法の変更(従来の定性評価(運用スタイルの根拠等の投資方針、戦略決定等の運用プロセス、組織・人材等)及び定量評価(パッシブ運用については超過収益率とトラッキングエラー、アクティブ運用については超過収益率とインフォメーション・レシオ)に基づく総合評価から、定量的な実績を勘案した定性評価による総合評価への変更)に伴い、運用機関にとって適切なマネジャー・ベンチマークであるか検証した結果を踏まえ、令和元年度に実施している。特に運用上の懸念が考えられるファンドを中心にミーティングを行い、総合評価を実施した結果、国内株式アクティブ1ファンドの解約を決定したほか、国内株式アクティブ3ファンド、国内株式パッシブ2ファンド、外国株式パッシブ1ファンドに対して警告を決定するなどの対応を実施している。また、総合評価以外にも、外国債券アクティブ運用において運用上重要なキーパーソンの変更に伴い、運用の継続性について確認した結果、1ファンドを解約している。

(2) 資産管理機関の管理・評価

資産管理機関の管理は、各資産管理機関に資産管理ガイドラインを提示し、資産管理に係るデータの提出を求めるとともに、現地調査を含む定期ミーティング等において説明を受け、資産管理ガイドラインの遵守状況を確認するといった方法により行っている。

資産管理機関の評価は、業務体制、資産管理システム等の項目による総合評価により行っている。令和元年度は、総合評価の結果により、いずれの資産管理機関も契約を継続することとしている。

(3) トランジション・マネジャーの管理・評価

トランジション・マネジャーの管理は、各トランジション・マネジャーに運用ガイドラインを提示し、トランジション・マネジメントに係る報告の提出を求めるとともに、定期ミーティング等において説明を受け、運用ガイドラインの遵守状況を確認するといった方法により行っている。また、トランジション・マネジャーの評価は、取引執行能力、組織・人材等の項目による総合評価により行っている。

4. 8. 3 運用受託機関の選定・管理の強化等

GPIFでは、運用受託機関の選定にあたっては、マネジャー・エントリー制を活用している。令和元年度は、安定的な超過収益率の確保を目的として、平成30年度から進めていた外国債券アクティブ（ハイ・イールド）について第3次審査を行い、新規選定先4社と既存の2社を選定している。また、外国債券パッシブ（MBA-TBA）の審査を行い、2社を選定している。さらに、外国株式アクティブにおいて、マルチ・マネジャーの選定を行い、第3次審査まで実施したほか、国内株式アクティブのバリュー型について、運用受託機関構成の見直しのため第2次審査まで終了している。

また、オルタナティブ資産にかかる運用受託機関の選定については、マネジャー・エントリー制を活用した公募により、プライベート・エクイティ分野において1社を新規に選定している。さらに、GPIFでは、運用受託機関の機動的な選定や評価の一貫性をより高めるため、選定プロセスの変更を行うとともに、審査基準を変更し、ESG（環境・社会・ガバナンス）を投資分析や投資決定に明示的かつ体系的に組み込んでいるかを評価することとしている。

加えて、アクティブ運用受託機関とのアラインメントの強化（目標超過収益率達成への意欲を高め、長期的に超過収益の水準向上を図る）とアクティブ運用受託機関のセルフガバナンス向上（運用キャパシティ管理）を目的として、平成30年4月に新実績連動報酬体系を導入している。

積立金基本指針及び管理運用の方針の遵守状況

GPIFでは、運用手法の見直し及び運用受託機関の評価・選定等について、令和元年度時点の積立金基本指針及び管理運用の方針を遵守していると評価できる。

4.9 パッシブ運用とアクティブ運用

【積立金基本指針】

第三 積立金の管理及び運用に関し管理運用主体が遵守すべき基本的な事項

十一 管理運用主体は、パッシブ運用とアクティブ運用を併用することを原則とすること。その上で、アクティブ運用に取り組むことにより超過収益の獲得を目指すものとする。ただし、アクティブ運用については、過去の運用実績も勘案し、超過収益が獲得できるとの期待を裏付ける十分な根拠を得ることを前提に行うこと。

【管理運用の方針】

第1 管理積立金の管理及び運用の基本的な方針

3. 運用の目標、リスク管理及び運用手法

(3) 運用手法について

(略)

キャッシュアウト対応等の場合を除き、原則としてパッシブ運用とアクティブ運用を併用する。その上で、アクティブ運用に取り組むことにより超過収益の獲得を目指すものとする。ただし、アクティブ運用については、過去の運用実績も勘案し、超過収益が獲得できるとの期待を裏付ける十分な根拠を得ることを前提に行う。

(略)

GPIFでは、アクティブ運用にかかる運用受託機関構成の見直しに際しては、運用責任者と面談し、投資方針及び運用プロセスの合理性・納得性が高く、定量評価を勘案した定性評価に基づき、超過収益獲得の確信が持てるファンドのみを最終的に選定している。なお、令和元年度末のパッシブ・アクティブの割合は、次のとおりとなっている。資産全体のアクティブ運用の割合は、約21%となっている。

	国内債券	国内株式	外国債券	外国株式	資産全体
パッシブ運用の割合	71.45%	90.93%	73.81%	90.17%	79.21%
アクティブ運用の割合	28.55%	9.07%	26.19%	9.83%	20.79%

積立金基本指針及び管理運用の方針の遵守状況

GPIFでは、パッシブ運用とアクティブ運用について、令和元年度時点の積立金基本指針及び管理運用の方針を遵守していると評価できる。

4. 10 非財務的要素であるESGの考慮

【積立金基本指針】

第三 積立金の管理及び運用に関し管理運用主体が遵守すべき基本的な事項

十二 管理運用主体は、株式運用において、財務的な要素に加えて、収益確保のため、非財務的要素であるESG(環境、社会、ガバナンス)を考慮することについて、個別に検討すること。

【管理運用の方針】

第1 管理積立金の管理及び運用の基本的な方針

3. 運用の目標、リスク管理及び運用手法

(5) 株式運用における考慮事項

株式運用において、財務的な要素に加えて、収益確保のため、ESG(環境、社会、ガバナンス)を含めた非財務的要素を考慮することについても、資金運用について一般に認められている専門的な知見に基づき、検討する。

GPIFでは、環境・社会問題などの負の影響を減らし、運用資産全体の長期的なリターンを向上させるため、ESG(環境・社会・ガバナンス)を考慮した投資を推進している。

平成29年には、国内株式について、ESG総合指数を2つ、女性活躍指数を1つ、合計3つのESG指数を選定したほか、平成30年には、企業の炭素効率性(売上高当たりの温室効果ガス排出量)を評価した株式指数を選定し、これらの指数に基づくパッシブ運用を開始している。令和元年には、様々なインデックスの情報収集を効率的に行い、運用の高度化につなげることを目的に、インデックスに関する情報を常時受け付ける仕組みである「インデックス・ポスティング」を導入することを公表し、ESG関連の3分野に関して、先行的に情報収集を開始している。

また、平成29年6月に制定したスチュワードシップ活動原則及び議決権行使原則において、ESGの考慮を運用受託機関に求めることを明示し、重要なESG課題についてヒアリングを実施し、株式運用の総合評価において「スチュワードシップ責任にかかる取組」の中で取組状況を評価している。

さらに、世界銀行グループとの調査研究を踏まえ、国際開発金融機関、各国政策金融機関と投資プラットフォームを構築し、債券投資におけるESGインテグレーションの一環としてグリーンボンド、ソーシャルボンド、サステナビリティボンドへの投資機会を運用機関に提供している。

積立金基本指針及び管理運用の方針の遵守状況

GPIFでは、非財務的要素であるESGの考慮について、令和元年度時点の積立金基本指針及び管理運用の方針を遵守していると評価できる。

4. 11 管理積立金の管理運用状況の評価

【積立金基本指針】

第四 その他積立金の管理及び運用に関する重要事項

- 二 主務大臣(法第百条の三の三第一項に規定する主務大臣をいう。以下同じ。)及び管理運用主体は、積立金の運用の状況については、原則として時価評価し、実質的な運用利回りによる評価を行うこと。また、管理運用主体の各資産の運用利回りについては、ベンチマーク収益率による評価を行うこと。ただし、これにより難しい場合にあっては、管理運用の方針においてその評価方法を明らかにすること。

【管理運用の方針】

第1 管理積立金の管理及び運用の基本的な方針

3. 運用の目標、リスク管理及び運用手法

(1) 運用の目標

(略)

また、運用受託機関の選定、管理及び評価を適切に実施すること等により、各年度における各資産ごとのベンチマーク収益率を確保するよう努めるとともに、平成27年度から平成31年度までの5年間に於いても各資産ごとのベンチマーク収益率を確保する。

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。

(3) 運用手法について

(略)

ベンチマークについては、伝統的な時価総額型インデックスのみならず、運用収益向上の観点から検討するとともに、ベンチマークにより難しい非伝統的資産の評価については、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評価方法を明らかにする。

(略)

(6) 財投債の管理及び運用

平成19年度までに引き受けた満期保有とする財投債について、原価法(引受価格と券面額との間に差がある場合にあっては、償却原価法)に基づき簿価による評価を行うとともに、管理積立金の適正な管理に資するため、時価による評価も併せて行い、開示することとする。

なお、当該財投債については、第1の3の(1)に定めるベンチマーク収益率に係る規定を適用しない。

4.11.1 各資産の運用利回りのベンチマーク収益率による評価

ベンチマークとは、運用成果を評価する際に、相対比較の対象となる基準指標のことをいい、一般に市場の動きを代表する指数を使用することが多い。GPIFでは、国内債券(市場運用分)、国内株式、外国債券、外国株式のベンチマークを次のとおり定め、各資産の運用利回り(時間加重収益率)と比較し評価している。

(1) 国内債券(市場運用分)のベンチマーク収益率による評価

①ベンチマーク

国内債券は、NOMURA-BPI「除くABS」、NOMURA-BPI国債、NOMURA-BPI/GPIF Customized、NOMURA J-TIPS Index(フロアあり)及びNOMURA-BPI物価連動国債プラスの複合インデックス(それぞれの運用金額による構成比で加重平均したもの)をベンチマークとしている。なお、NOMURA-BPI「除くABS」は、野村証券金融工学研究センターが作成・発表している国内債券市場のベンチマークであり、NOMURA-BPI国債は、野村証券金融工学研究センターが作成・発表している国債のベンチマークである。また、NOMURA-BPI/GPIF Customized は、GPIFがキャッシュアウト等対応ファンドに移管し、満期まで保有することとした公募利付債について、野村証券金融工学研究センターが投資収益率を指数化したベンチマークである。さらに、NOMURA物価連動国債インデックス(フロアあり)は、野村証券金融工学研究センターが作成・発表している、日本国が発行した物価連動国債のみを対象とするベンチマークであり、NOMURA-BPI物価連動国債プラスは、NOMURA-BPI「除くABS」とNOMURA物価連動国債インデックス(フロアあり)を時価加重合成したカスタムインデックスである。

②超過収益率

令和元年度におけるベンチマークに対する国内債券(市場運用分)の運用利回り(時間加重収益率)の超過収益率は+0.13%となっている。パッシブ/アクティブ運用別の超過収益率をみると、パッシブ運用の超過収益率は+0.07%と概ねベンチマーク並みの収益率となっている。一方、アクティブ運用の超過収益率は、国債セクターの時価構成割合がベンチマークに比べて低めになっていたこと等がプラスに寄与し+0.31%となっている。

さらに、GPIFは超過収益率を、ファンド要因、ベンチマーク要因及びその他要因に分解している。なお、ファンド要因とは、個別ファンドとマネジャー・ベンチマークの収益率の差による要因で、各ファンドの時価総額平均残高を考慮して算出している。

また、ベンチマーク要因とは、マネジャー・ベンチマークとベンチマークの収益率の差による要因であり、各ファンドの時価総額平均残高を考慮し算出している。その他要因は計算上の誤差等の要因である。

時間加重収益率 ①	ベンチマーク ②	超過収益率 ①-②	ファンド要因	ベンチマーク 要因	その他要因
-0.36%	-0.49%	+0.13%	+0.13%	-0.00%	-0.00%

ファンド要因において、NOMURA-BPI物価連動国債プラスをマネジャー・ベンチマークとするアクティブ運用の収益率が、マネジャー・ベンチマークの収益率より高かったこと等がプラスに寄与している。

(2) 外国債券のベンチマーク収益率による評価

①ベンチマーク

外国債券は、FTSE世界国債インデックス(除く日本、ヘッジなし・円ベース)をベンチマークとしている。FTSE世界国債インデックス(除く日本、ヘッジなし・円ベース)は、ロンドン証券取引所グループが作成・発表している世界国債のベンチマークであり、時価総額につき一定基準を満たす国の国債について、投資収益率を指数化したものである。国際債券投資の代表的なベンチマークとして使用されている。

②超過収益率

令和元年度におけるベンチマークに対する外国債券の運用利回り(時間加重収益率)の超過収益率は-0.82%となっている。パッシブ/アクティブ運用別の超過収益率をみると、パッシブ運用の超過収益率は、米ドル建て債券の時価構成割合がベンチマークに比べて高めになっていたことやユーロ建て債券の時価構成割合がベンチマークに比べて低めになっていたこと等がプラスに寄与し、+1.45%となっている。一方、アクティブ運用の超過収益率は、米ドル建て債券において社債の時価構成割合がベンチマークに比べて高めになっていたところ、米ドル建て社債の収益率が米国債の収益率を下回ったこと等がマイナスに寄与し-6.87%となっている。

超過収益率を、ファンド要因、ベンチマーク要因及びその他要因に分解した結果は以下のとおりとなっている。

時間加重収益率 ①	ベンチマーク ②	超過収益率 ①-②	ファンド要因	ベンチマーク 要因	その他要因
+3.55%	+4.37%	-0.82%	-0.77%	+0.05%	-0.10%

ファンド要因において、グローバル総合をマネジャー・ベンチマークとするアクティブ運用の収益率が、マネジャー・ベンチマークの収益率より低かったこと等がマイナスに寄与している。

(3) 国内株式のベンチマーク収益率による評価

①ベンチマーク

国内株式は、TOPIX(配当込み)をベンチマークとしている。東京証券取引所が作成・発表している国内株式の代表的なベンチマークである。東証第一部の基準時の時価総額を100として、その後の時価総額を指数化したものである。

②超過収益率

令和元年度におけるベンチマークに対する国内株式の運用利回り(時間加重収益率)の超過収益率は-0.20%となっている。パッシブ/アクティブ運用別の超過収益率をみると、パッシブ運用については、-0.01%と概ねベンチマーク並の収益率となっている。一方、アクティブ運用の超過収益率は、医薬品セクター及び電気機器セクターのほか、情報・通信業セクター及びサービス業セクターの銘柄選択等がマイナスに寄与し-2.08%となっている。

超過収益率を、ファンド要因、ベンチマーク要因及びその他要因に分解した結果は以下のとおりとなっている。

時間加重収益率 ①	ベンチマーク ②	超過収益率 ①-②	ファンド要因	ベンチマーク 要因	その他要因
-9.71%	-9.50%	-0.20%	-0.03%	-0.15%	-0.02%

ベンチマーク要因において、S&P GIVI Japan、野村RAFI及びRUSSEL/NOMURA Large Cap Valueのマネジャー・ベンチマークの収益率が、国内株式のベンチマーク収益率より低かったこと等がマイナスに寄与している。

(4) 外国株式のベンチマーク収益率による評価

①ベンチマーク

外国株式は、MSCI ACWI(除く日本、円ベース、配当込み、GPIFの配当課税要因考慮後)をベンチマークとしている。

MSCI ACWI(除く日本、円ベース、配当込み、GPIFの配当課税要因考慮後)は、MSCI Inc.が作成する日本を除く先進国及び新興国で構成された株式のベンチマークである。

②超過収益率

令和元年度におけるベンチマークに対する外国株式の運用利回り(時間加重収益率)の超過収益率は+0.32%となっている。パッシブ/アクティブ運用別の超過収益率をみると、パッシブ運用の超過収益率は+0.02%と概ねベンチマーク並みの収益率となっている。一方、アクティブ運用の超過収益率は、先進国市場において、自動車・自動車部品セクター及び消費者サービスセクターの銘柄選択等がプラスに寄与している。エマージング市場においては、素材セクター及び医薬品・バイオテクノロジー・ライフサイエンスセクターの銘柄選択等がプラスに寄与している。

超過収益率を、ファンド要因、ベンチマーク要因及びその他要因に分解した結果は以下のとおりとなっている。

時間加重収益率 ①	ベンチマーク ②	超過収益率 ①-②	ファンド要因	ベンチマーク 要因	その他要因
-13.08%	-13.40%	+0.32%	+0.30%	+0.05%	-0.02%

ファンド要因において、先進国及びACWIをマネジャー・ベンチマークとするアクティブ運用の収益率が、マネジャー・ベンチマークの収益率より高かったこと等がプラスに寄与している。

4. 11. 2 非伝統的資産の評価及び財投債の評価

(1) 非伝統的資産の評価

GPIFでは、非伝統的資産の評価についてグローバル投資パフォーマンス基準(GIPS)に則り、リターンについては、内部収益率(IRR)で計測している。

(2) 財投債の評価

GPIFでは、平成13年度から平成19年度までに財政融資資金特別会計から直接引き受けた満期保有目的の財投債について管理・運用を行っている。この満期保有目的の財投債は、独立行政法人会計基準に従い、原価法(引受価格と券面額との間に差がある場合には、償却原価法)に基づき簿価による評価を行っている。ただし、年金積立金の適正な管理に資するため、満期保有目的とする財投債の時価評価額も併せて開示している。

令和元年度末における財投債の簿価額は8,962億円であり、時価額は9,371億円となっている。また、令和元年度の財投債ファンドの収益額は172億円、収益率は1.93%となっている。なお、収益率は財投債元本平均残高に対する収益額の比率により算定している。

積立金基本指針及び管理運用の方針の遵守状況

GPIFでは、管理積立金の管理運用状況の評価について、令和元年度時点の積立金基本指針及び管理運用の方針を遵守していると評価できる。

4. 12 情報公開及び広報活動

【積立金基本指針】

第四 その他積立金の管理及び運用に関する重要事項

- 三 主務大臣及び管理運用主体は、積立金の運用に対する被保険者の理解を促進するため、被保険者に対する情報公開及び広報活動を積極的に行うこと。特に、管理運用主体が作成する業務概況書、所管大臣(法第七十九条の六第四項に規定する所管大臣をいう。)が行う管理積立金の管理及び運用の状況の評価の結果並びに主務大臣が作成する報告書等については、分かりやすいものとなるよう工夫すること。

【管理運用の方針】

第4 その他管理積立金の適切な管理及び運用に関し必要な事項

1. 透明性の向上

管理積立金の管理及び運用に関して、各年度の管理及び運用実績の状況(運用資産全体の状況、運用資産ごとの状況及び各運用受託機関等の状況並びに新たな運用対象を追加する場合を始めとする管理積立金の運用手法、管理運用委託手数料、運用受託機関等の選定過程・結果を含む。)等について、毎年1回(各四半期の管理及び運用実績の状況(運用資産全体の状況及び運用資産ごとの状況を含む。))等については四半期ごとにホームページ等を活用して迅速に公表するなど、公開資料をより一層分かりやすいように工夫するとともに、運用の多様化、高度化や国際化に対応した国民に対する情報公開・広報活動の在り方を検討し、その充実を図る。

また、運用受託機関等の選定等に関しては、経営委員会が重要事項と判断する事項について経営委員会の審議を経て議決を行うなど、経営委員会による適切な監督の下で、その透明性を確保する。

さらに、経営委員会の審議の透明性の確保を図るため、議事録及び議事概要をそれぞれ厚生労働省令で定める期間の経過後速やかに公表する。

加えて、管理運用法人が行う年金積立金の管理及び運用の透明性をさらに高めるため、保有する全ての有価証券の銘柄名(債券については発行体名)と当該有価証券の時価総額を公表する。

これらの情報公開に当たっては、市場への影響に留意するものとする。

(1) 運用実績等の公表

GPIFでは、令和元年7月5日に平成30年度の運用状況について記者発表を行うとともに、業務概況書を公表している。また、四半期ごとの運用状況についても公表を行っており、令和元年度第1四半期は8月2日に、令和元年度第2四半期は11月1日に、令和元年度第3四半期は令和2年2月7日に公表している。併せて業務概況書と四半期ごとの運用状況を、それぞれGPIFのホームページに掲載している。

また、令和元年度は、新たに策定した基本ポートフォリオの内容を分かりやすく解説した資料を作成し、ホームページで公表するとともに、基本ポートフォリオ等の管理及び運用の趣旨や仕組みについて、業務概況書やホームページで説明しているほか、年金制度における積立金の役割や長期分散投資の効用を中心に分かりやすく解説したパンフレットを動画にして YouTube や Twitter 等で配信している。さらに、年金財政における積立金の役割に対する理解を深めるうえで重要な概念である「実質的な運用利回り」(スプレッド)について分かりやすく解説するコンテンツ

「GPIF の運用目標」をホームページに追加し Twitter でも発信するなど、年金積立金の管理運用の分かりやすい説明に努めている。

(2) 経営委員会の議事要旨及び議事録等の公表

GPIFでは、経営委員会に係る資料及び議事概要等について、市場への影響に配慮しつつ、ホームページに公表するとともに、公表した旨をTwitterで情報発信している。

また、経営委員会の議事録についても、厚生労働省令で定める期間(7年)経過後の議事録公表に向けた所要の手続きを行っている。さらに、監査委員会監査の結果及び監査法人による外部監査の結果について、ホームページに掲載するなど、GPIFの業務に関する透明性の向上に努めている。加えて、年金積立金の管理及び運用の透明性をさらに高めるため、平成31年3月末時点の保有する全ての有価証券の銘柄名(債券については発行体名)と当該有価証券の時価総額を公表している。

(3) GPIFの業務活動に関する情報公開

GPIFでは、令和2年3月26日に「スチュワードシップ活動報告」を公表し、令和元年度のスチュワードシップ活動の状況及び株主議決権行使の状況の概要についてホームページに掲載している。併せて、海外に向け英語版も作成しホームページに掲載している。また、ESGの取組を評価し、投資の効果を確認するとともに、透明性を確保する観点から、令和元年8月に「2018年度ESG活動報告」を刊行し、同年9月に英語版も公表している。

(4) 分かりやすい情報公開に向けた新たな取り組み

GPIFでは、令和元年度広報戦略を策定し、広報の方向性を明確化したうえで、効果的なコミュニケーションツールとしてSNSを活用し、昨年度に引き続き「3つのメッセージ」(積立金の役割、長期分散投資の効果、ESG投資の意義)をさらに訴求する取組を行っている。また、YouTube では、積立金の役割や ESG 投資の解説など多様なコンテンツの動画を掲載し、併せてホームページや Twitter にも掲載するなど情報発信をしている。

積立金基本指針及び管理運用の方針の遵守状況

GPIFでは、情報公開及び広報活動について、令和元年度時点の積立金基本指針及び管理運用の方針を遵守していると評価できる。

4. 13 受託者責任の徹底等

【積立金基本指針】

第四 その他積立金の管理及び運用に関する重要事項

- 四 管理運用主体は、受託者責任(忠実義務及び善良なる管理者としての注意義務を遵守することをいう。)を徹底するための機能を確保するとともに、業務を的確に遂行する上で必要となる人材の確保に努めること。

【管理運用の方針】

第2 管理積立金の管理及び運用に関し遵守すべき事項

1. 受託者責任の徹底

慎重な専門家の注意義務及び忠実義務の遵守を徹底する。

第4 その他管理積立金の適切な管理及び運用に関し必要な事項

2. 高度で専門的な人材の確保とその活用等

高度で専門的な人材に必要とされる専門的能力を精査し、当該専門的能力を必要とする業務等を明らかにするとともに、その人材の受入に伴う環境整備を行う。

また、高度で専門的な人材の管理運用法人に対する貢献を維持するため、業績を定期的に評価するシステムを構築・導入し、必要な場合には、雇用関係の見直しを可能とするなど、人材の適時適切な配置を行う。

さらに、高度で専門的な人材を活用した研修等を実施することにより、管理運用法人の職員の業務遂行能力の向上を目指す。

なお、高度で専門的な人材の報酬水準の妥当性については、その報酬体系を成果連動型とすることや民間企業等における同様の能力を持つ人材の報酬水準と比較するなどの手法により、国民に分かりやすい説明を行う。

専門人材の強化・育成については、経営委員会の適切な監督の下、積極的に推進する。

(1) 受託者責任の徹底

GPIFでは、投資原則・行動規範をはじめとする関係法令及び業務方針等をGPIFのネットワークシステムに掲載し、役職員にその遵守を徹底するよう求めている。また、内部規程等の改正の際は、メールにより役職員に周知を図っている。さらに、役職員全員がポケットサイズの投資原則・行動規範を携行することとしている。

また、幹部職員及び法務に関する有識者である第三者で構成するコンプライアンス委員会を開催している。コンプライアンス委員会では、役職員の行動規範の遵守状況等の報告及びコンプライアンス推進施策の審議を行っている。

被保険者の利益を最優先し受託者責任を徹底するため、また、国民から疑念を受けないよう法令遵守等の徹底を図る観点から、役職員の服務規律の概要をとりまとめた「コンプライアンスハンドブック」の改訂(平成31年4月)を行い、役職員に周知の上意識の向上を図っている。加えて、監査委員会において役職員の行動規範の遵守状況について報告している。

さらに、令和元年度は1月をコンプライアンス強化月間としている。コンプライアンス強化月間は、理事長によるコンプライアンスの遵守に関する訓示や、コンプライアンスに関する事項をテーマにしたディスカッション及び e ラーニングを実施するなど、役職

員の意識の向上を図っている。加えて、役職員の懲戒処分及び制裁処分を受けた再発防止策として、臨時コンプライアンス研修を実施するなど、綱紀粛正に努め、役職員の意識の向上を図っている。

(2) 高度で専門的な人材の確保とその活用等

GPIFでは、令和元年度は平成30年度に引き続き、専門的能力が必要となる業務等を明確化し、高度で専門的な人材に必要とされる専門的能力を精査している。その結果、日本版スチュワードシップ・コードの受け入れや国連責任投資原則(PRI)への署名等の取組を進めてきたことに伴う専門的能力を有する人材、分散投資を進めるためにオルタナティブ投資などによる運用多様化やリスク管理の強化に伴う専門的能力を有する人材やこれらを進めて行くにあたって必要となる法務の専門的知識を有する人材の採用を行っている。

GPIFは、これらの必要な人材の採用にあたって、客観的な視点における外部コンサルタントの評価(アセスメント)を行っており、令和元年度においては、外部コンサルタントの評価を考慮した審査により、専門的な人材8名を採用している。また、高度で専門的な職員のGPIFに対する貢献度及び成果について適正な評価を行うため、平成27年度の実績の評価から、目標に対する成果を評価する制度(目標管理型人事評価)を導入している。当該制度を適切に運用するため、新たに評価者となった者に対して評価プロセスや評価基準の理解を深めるための研修を実施している。

GPIFでは、運用のフロント業務だけではなく、ミドル・バック業務を含む法人の業務全般を担当する職員等の採用も積極的にを行い、専門的な人材と正規職員を合わせて平成30年度は21名、令和元年度も21名の人材を採用している。

また、「役職員の報酬・給与等について」の中で、民間調査会社の調査結果に基づいた民間資産運用業界の市場水準を用いて「職員給与の支給水準の設定等についての考え方」を公表している。

積立金基本指針及び管理運用の方針の遵守状況

GPIFでは、受託者責任の徹底等について、令和元年度時点の積立金基本指針及び管理運用の方針を遵守していると評価できる。

4. 14 管理運用主体間の連携

【積立金基本指針】

第四 その他積立金の管理及び運用に関する重要事項

- 五 管理運用主体は、積立金の運用に係る業務の実施に関して、必要な情報の提供を行う等、相互に連携を図りながら協力するよう努めること。

【管理運用の方針】

第2 管理積立金の管理及び運用に関し遵守すべき事項

4. 他の管理運用主体との連携

- 他の管理運用主体に対して必要な情報の提供を行う等、相互に連携を図りながら協力するよう努める。

GPIFでは、第3回GPIF Finance Awards の実施にあたり国家公務員共済組合連合会から後援の協力を得て令和元年7月に表彰式・講演会を開催している。

また、モデルポートフォリオの変更に関して、国家公務員共済組合連合会、地方公務員共済組合連合会及び日本私立学校振興・共済事業団と連携して検討を行い、変更している。

積立金基本指針及び管理運用の方針の遵守状況

GPIFでは、管理運用主体間の連携について、令和元年度時点の積立金基本指針及び管理運用の方針を遵守していると評価できる。

4. 15 国民から一層信頼される組織体制の確立

【管理運用の方針】

第1 管理積立金の管理及び運用の基本的な方針

2. 国民から一層信頼される組織体制の確立

公的年金制度の持続可能性の向上を図るための国民年金法等の一部を改正する法律(平成28年法律第104号)による年金積立金管理運用独立行政法人法(平成16年法律第105号。以下「法」という。)の改正に伴い、①独任制から合議制への転換、②「意思決定・監督」と「執行」の分離、執行部の責任と権限の明確化を目的として、平成29年10月1日から管理運用法人に経営委員会及び監査委員会を設置した。経営委員会は、管理運用法人の重要事項について議決し、その方針に沿って、理事長及び管理運用業務担当理事等の役職員が与えられた責任と権限の下で専門性やその裁量を発揮し、適切に業務を執行するよう、役員の職務の執行の監督等の業務を行う。監査委員会は、コンプライアンスの確保、業務執行の手続きの適正性及びリスク管理等の観点から、経営委員会と必要な連携をとって監査等を行う。また、理事長は、合議制の経営委員会の一員として意思決定に参加するとともに、管理運用法人を代表して経営委員会の定めるところに従って管理運用法人の業務を総理する。管理運用業務担当理事は、経営委員会の定めるところにより、経営委員会の会議に出席し、管理運用業務に関し意見を述べるができる。

本改正の趣旨・内容を十分に踏まえ、意思決定・監督を担う経営委員会、監査等を担う監査委員会及び執行を担う理事長等が、適切にそれぞれの役割を分担し、また相互に密接な連携を図ることにより、自立的なPDCA サイクルを機能させ、国民から一層信頼される組織体制の確立に努める。

GPIFでは、経営委員会(令和元年度に18回開催)は、管理運用の方針、中期計画、年度計画、業務概況書等の重要事項の議決を行い、議決により定められた方針等に沿って、理事長や管理運用業務担当理事等の役職員が与えられた責任と権限の下で専門性やその裁量を発揮し、適切に業務を執行するよう、役員の職務の執行の監督等を行ったほか、第4期中期計画に向け、経済・金融の専門家からなる次期基本ポートフォリオの検討作業班を設けて議論を重ね、被用者年金一元化後及び経営委員会発足後初めてとなる基本ポートフォリオを策定している。

また、監査委員会(21回開催)は、監査委員会の運営に関する事項や法人内における課題について審議や議決を行ったほか、コンプライアンスの確保、業務執行の手続きの適正性及びリスク管理等の観点から、経営委員、理事長及び理事を始め、各部及び室に対する業務監査等を経営委員会と必要な連携をとって行っている。

さらに、理事長は合議制の経営委員会の一員として意思決定に参加するとともに、GPIFを代表し経営委員会の定めるところに従ってGPIFの業務を総理している。管理運用業務担当理事は、経営委員会の定めるところにより、経営委員会に出席し、管理運用業務に関する意見を述べるなど、適切に役割を果たしている。

積立金基本指針及び管理運用の方針の遵守状況

GPIFでは、国民から一層信頼される組織体制の確立について、令和元年度時点の積立金基本指針及び管理運用の方針を遵守していると評価できる。

4. 16 運用対象の多様化及びリスク管理の強化

【管理運用の方針】

第1 管理積立金の管理及び運用の基本的な方針

3. 運用の目標、リスク管理及び運用手法

(4)運用対象の多様化

運用対象については、第1の1の基本的な考え方に基づき、分散投資を進めるため、オルタナティブ投資などその多様化を図る。新たな運用対象については、被保険者の利益に資することを前提に、経営委員会において、年金資金運用の観点から幅広く検討を行う。理事長等は実施状況や経営委員会から求めのあった市場環境等に関する事項については適時に経営委員会に報告することとし、経営委員会はその報告等を十分に踏まえ、資金運用について一般に認められている専門的な知見に基づき検討する。その際、非伝統的資産は、市場性や収益性、個別性、取引コストや情報開示の状況など、従来の伝統的資産とはリスク等が異なる点も多く、運用側の能力向上等のみでは対応できないことから、各資産の確かな収益力の向上や流通市場の整備等、市場環境の整備を十分踏まえた検討をする。

第4 その他管理積立金の適切な管理及び運用に関し必要な事項

3. 運用対象の多様化に伴うリスク管理の強化

オルタナティブ投資に関するリスク管理を含めたポートフォリオ全体のリスク管理システムについて、費用対効果を勘案した上で、自ら開発することを含め検討を行う。

また、基本ポートフォリオの乖離許容幅の中での機動的な運用を行うことなどを踏まえ、リスク管理について、フォワード・ルッキングなリスク分析機能の強化、リスク管理分析ツールの整備、情報収集・調査機能の強化を進めるなど高度化を図る。

GPIFでは、平成28年9月に導入した新たなリスク管理システムにより、オルタナティブ資産を含めたトータルリスクの分析を実施している。資産全体のリスク管理については、乖離許容幅、推定トラッキングエラー、VaR（バリュー・アット・リスク）のほか、VaRレシオを新たに導入し、複眼的なリスク管理を強化している。資産配分に係るリスクの変化については、リスク管理ツールを用いて、事前にVaR及びトラッキングエラー等の値の推移の変化要因を分析して把握することで投資判断に活用している。

オルタナティブ投資については、リスクをより適切に管理する目的で、オルタナティブ資産固有のリスク項目の洗い出しを含む運用リスク管理フレームワークのもと、パフォーマンス管理指標を含む定量データのモニタリング方法の整理を行い、リスク管理体制の更なる強化を実施している。

フォワード・ルッキングなリスク分析としては、外部コンサルタントを採用し、マクロ経済学・地政学等の不均衡及びトリガーについて報告している。また、リスク管理分析ツールの仮想シナリオ等によりストレステストを実施し、資産構成割合やリターンへの影響について分析するとともに、マハラノビス距離(※)に基づくシナリオの蓋然性について分析している。

※ 統計学で用いられる距離を表す手法の1つで、多次元のデータが相関を持つ場合に使用される。ここでは、仮想シナリオが現状の市場環境とどの程度離れているかを距離として把握するために用いられる。

また、平成29年度に開始した投資一任形式でのオルタナティブ投資の運用受託機関の公募において、初めてプライベート・エクイティ分野の運用受託機関を選定している。さらに、LPS 投資に関して、外部コンサルタント、運用受託機関及び資産管理機関から情報収集するなど、実施に向けた体制整備を継続して行っている。

積立金基本指針及び管理運用の方針の遵守状況

GPIFでは、運用対象の多様化及びリスク管理の強化について、令和元年度時点の積立金基本指針及び管理運用の方針を遵守していると評価できる。

4. 17 調査研究業務の充実等

【管理運用の方針】

第4 その他管理積立金の適切な管理及び運用に関し必要な事項

4. 調査研究

(1) 調査研究業務の充実

法では、年金積立金の管理及び運用に係る調査研究業務は、付随業務として位置付けられているが、高度で専門的な人材を活用した管理運用法人内部での調査研究を拡充できるような体制の整備を図り、調査研究によって得られたノウハウを蓄積し、将来に渡って管理積立金の管理及び運用を安全かつ効率的に行う。

また、調査研究業務については、大学との共同研究やシンクタンク等へ委託研究を行うとともに、管理積立金の管理及び運用に関するノウハウを管理運用法人内に蓄積するため、高度で専門的な人材の採用に伴い、当該人材を含めた管理運用法人の職員が担うことを検討する。

(2) 調査研究業務に関する情報管理

具体的に運用手法に結びつく調査研究業務について、共同又は委託により実施する場合には、契約において守秘義務を課している現状の取扱いに加えて、管理運用法人が自ら共同研究者又は委託研究機関の守秘義務の遵守状況を検証する仕組みを構築すること等により、情報漏えい対策を徹底する。

(1) 調査研究業務の充実

GPIFでは、管理運用手法の高度化を進めるため、「人工知能(AI)によるファンド行動学習についての調査研究業務」、「プライベートデットに関する調査研究業務」、「第4期中期計画策定に資する調査研究業務」、「オルタナティブ資産の複製手法に関する調査研究業務」、「機動的運用のためのリスク管理指標の共同研究業務」、「Society5.0 for SDGsの実現に向けた共同研究業務」を実施している。これらの実施にあたっては、委託先や大学と頻繁に意見交換を行い、ノウハウの蓄積を図っている。

また、GPIFは、運用手法の高度化や金融商品の多様化が進む中で年金積立金を安全かつ効率的に運用するためには、年金運用に関する学術研究態勢の強化を継続的に進める環境づくりが必要と考えており、その一環として、GPIF Finance Awardsを創設し、年金運用の分野で優れた功績をあげた若手研究者を表彰するとともに、その功績や社会的意義を広く情報発信し、優秀な研究者の活動を振興している。

さらに、国内外で開催される専門調査機関等が主催する会議に参加し、国内外の情報収集や意見交換を積極的に行っている。

(2) 調査研究業務に関する情報管理

GPIFでは、調査研究業務の委託先に対し、GPIFに関する情報に係る情報セキュリティ対策の履行状況や情報セキュリティ対策ベンチマークによる自己診断等について報告を求め、業務委託先の情報セキュリティ対策を評価し、情報セキュリティ委員会及び内部統制委員会に報告している。

積立金基本指針及び管理運用の方針の遵守状況

GPIFでは、調査研究業務の充実等について、令和元年度時点の積立金基本指針及び管理運用の方針を遵守していると評価できる。

参考資料

【用語の解説】

1 市場運用分の収益率(修正総合収益率)

① 修正総合収益率

運用成果を測定する尺度の1つ。

総合収益率では、収益に時価の概念を導入しているが、これに加え、投下元本に時価の概念を導入して算定した収益率である。算出が比較的容易なことから、運用の効率性を表す時価ベースの資産価値の変化を把握する指標として用いられる。

【計算式】

$$\text{修正総合収益率} = \{ \text{売買損益} + \text{利息・配当金収入} + \text{未収収益増減(当期末未収収益} - \text{前期末未収収益)} + \text{評価損益増減(当期末評価損益} - \text{前期末評価損益)} \} / (\text{投下元本平均残高})$$

② 投下元本平均残高

期初の運用資産時価^(※)に期中に発生した資金追加・回収(=キャッシュフロー)の加重平均を加えたもの。総合収益額を発生させた元手がいくらであったかを表している。

※ G P I Fでは、市場運用資産については、時価主義、発生主義の会計処理を行っている。従って、年度初元本には前年度末評価損益と前年度末未収収益を含み、年度初元本は年度初運用資産時価と一致する。

【計算式】

$$\begin{aligned} \text{投下元本平残} &= \text{期初の運用資産時価} + \text{キャッシュフローの加重平均} \\ \text{キャッシュフローの加重平均} &= \sum_i (i \text{ 番目のキャッシュフロー} \times i \text{ 番目の} \\ &\quad \text{キャッシュフロー発生時から期末までの日数} \\ &\quad / \text{期中の合計日数}) \end{aligned}$$

③ 総合収益率

運用成果を測定する尺度の1つ。

総合収益率は、実現収益に、資産の時価評価による評価損益を加え、時価に基づく収益把握を行って算定している。分母は簿価ベースの元本平均残高を用いている。

【計算式】

$$\text{総合収益率} = \{ \text{売買損益} + \text{利息・配当金収入} + \text{未収収益増減(当期末未収収益} - \text{前期末未収収益)} + \text{評価損益増減(当期末評価損益} - \text{前期末評価損益)} \} / (\text{投下元本平均残高} - \text{前期末未収収益} - \text{前期末評価損益})$$

④ 総合収益額

総合収益額は、実現収益額に加え資産の時価評価による評価損益を加味することにより、時価に基づく収益把握を行ったもの。

【計算式】

$$\text{総合収益額} = \text{売買損益} + \text{利息・配当金収入} + \text{未収収益増減(当期末未収収益} - \text{前期末未収収益)} + \text{評価損益増減(当期末評価損益} - \text{前期末評価損益})$$

2 財投債引受け分の収益率(財投債の運用元本平均残高に対する収益額の比率)

① 財投債

財投機関債の発行が困難な特殊法人等に融資するために、財政融資資金特別会計が国の信用で発行する国債。財投改革の経過措置として、平成19年度までは郵便貯金や年金積立金でその一部を直接引き受けることとされていた。

② 財投債の収益額

財政融資資金特別会計から直接引き受けた財投債は、満期保有目的として管理しているため、償却原価法に基づく簿価による収益額。

③ 償却原価法(定額法)

債券を額面金額よりも低い金額又は高い金額で取得した場合、差額が発生し、これらの差額を償還期までに毎期、一定の方法で収益又は費用に加減する評価方法。

3 年金特別会計で管理する積立金(財政融資資金への預託)の収益率

【計算式】

$$\text{収益率} = \text{運用収入} / \text{運用元本平均残高} \left(\{ \text{前年度末資産額} + (\text{当年度末資産額} - \text{収益額}) \} \div 2 \right)$$

4 年金積立金全体の収益率

GPIFが管理する積立金と年金特別会計で管理する積立金を合わせて、積立金全体の運用元本平均残高（{前年度末資産額 + (当年度末資産額 - 収益額) ÷ 2で算出。）を求め、これに対する積立金全体の収益額の収益率。

5 相乗平均

相乗平均は、n 個のデータを全て掛け合わせたものの n 乗根。

【計算式】

例えば3年平均の利回りを求める場合

$$\{ (1 + 1\text{年目の利回り}) \times (1 + 2\text{年目の利回り}) \times (1 + 3\text{年目の利回り}) \}$$

の3乗根 - 1

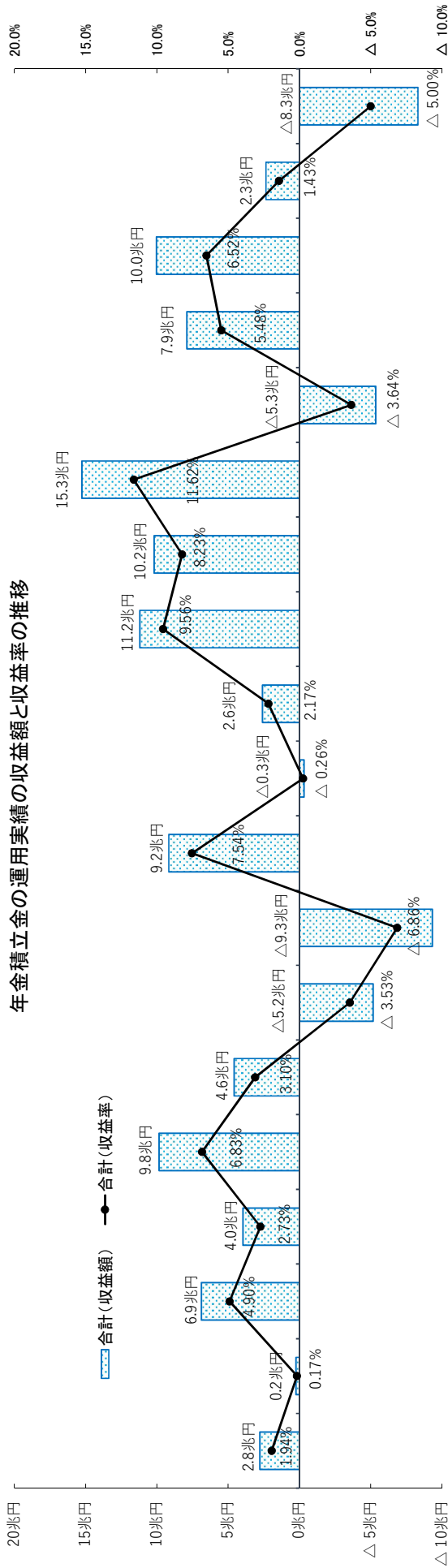
(図表1) 年金積立金の運用実績 (平成13年度～令和元年度)

	平成13年度																	令和元年度			
	平成13年度	平成14年度	平成15年度	平成16年度	平成17年度	平成18年度	平成19年度	平成20年度	平成21年度	平成22年度	平成23年度	平成24年度	平成25年度	平成26年度	平成27年度	平成28年度	平成29年度	平成30年度	令和元年度	自主運用開始から (13～元年度) 【上段: 累積収益額】 【下段: 平均収益率】	GPIF設立から (18～元年度) 【上段: 累積収益額】 【下段: 平均収益率】
合計	1,443,315	1,415,415	1,456,311	1,479,619	1,500,231	1,491,337	1,386,485	1,238,381	1,282,647	1,218,926	1,194,015	1,260,269	1,320,631	1,459,323	1,427,079	1,534,130	1,641,245	1,664,845	1,579,128	684,228	447,435
資産額(年度末)	27,787	2,360	68,714	39,588	98,344	45,669	△ 51,777	△ 93,176	91,554	△ 3,263	25,863	112,000	101,951	152,627	△ 53,498	78,930	100,293	23,462	△ 83,200	2.66%	2.44%
収益額	1.94%	0.17%	4.90%	2.73%	6.83%	3.10%	△ 3.53%	△ 6.86%	7.54%	△ 0.26%	2.17%	9.56%	8.23%	11.62%	△ 3.64%	5.48%	6.52%	△ 5.00%			
厚生年金	1,345,967	1,320,717	1,359,151	1,382,468	1,403,465	1,397,509	1,301,810	1,166,496	1,207,568	1,141,532	1,114,990	1,178,823	1,236,139	1,366,656	1,339,311	1,444,462	1,549,035	1,573,302	1,493,896	641,276	418,945
資産額(年度末)	26,541	2,731	64,232	36,934	91,893	42,790	△ 48,705	△ 87,252	86,258	△ 3,069	24,201	104,707	95,329	142,762	△ 50,081	74,076	94,401	22,133	△ 78,605	2.67%	2.44%
収益額	1.99%	0.21%	4.91%	2.73%	6.82%	3.10%	△ 3.54%	△ 6.83%	7.54%	△ 0.26%	2.17%	9.57%	8.22%	11.61%	△ 3.63%	5.47%	6.51%	△ 5.00%			
国民年金	97,348	94,698	97,160	97,151	96,766	93,828	84,674	71,885	75,079	77,394	79,025	81,446	84,492	92,667	87,768	89,668	92,210	91,543	85,232	42,952	28,490
資産額(年度末)	1,246	△ 371	4,482	2,654	6,451	2,879	△ 3,073	△ 5,924	5,296	△ 194	1,662	7,293	6,622	9,865	△ 3,417	4,854	5,892	△ 4,595			
収益額	1.29%	△ 0.39%	4.78%	2.77%	6.88%	3.07%	△ 3.38%	△ 7.29%	7.48%	△ 0.25%	2.15%	9.52%	8.31%	11.79%	△ 3.72%	5.63%	6.70%	△ 5.07%			

※ 平成13年度から平成22年度までについては、承継資産の増益を含んでいる。

(注1) 収益額及び収益率は、運用手数料等控除後の運用実績である。

(注2) 平均収益率は、相乗平均である。



平成13年度 平成14年度 平成15年度 平成16年度 平成17年度 平成18年度 平成19年度 平成20年度 平成21年度 平成22年度 平成23年度 平成24年度 平成25年度 平成26年度 平成27年度 平成28年度 平成29年度 平成30年度 令和元年度

(図表2) 年金積立金の運用損益の按分状況

(単位:億円)

年度	年金特別会計						GPIF			年金積立金 全体
	厚生年金			国民年金			承継資金運用勘定			
	①GPIFから の利益配分	②年金特別 会計の利益 (財投融資資 金への預託 の利子収入)	A小計 (①+②)	①GPIFから の利益配分	②年金特別 会計の利益 (財投融資資 金への預託 の利子収入)	B小計 (①+②)	①GPIFから の利益配分	②財投支払 利息	C小計 (①-②)	合計 (A+B+C)
平成13年度	△ 1,421	38,607	37,186	△ 248	2,263	2,015	△ 4,513	6,902	△ 11,415	27,787
平成14年度	△ 12,891	31,071	18,180	△ 1,153	1,897	744	△ 10,671	5,893	△ 16,565	2,360
平成15年度	33,351	22,884	56,236	2,386	1,523	3,909	12,986	4,417	8,569	68,714
平成16年度	19,774	16,125	35,899	1,537	1,044	2,581	4,584	3,476	1,107	39,588
平成17年度	73,606	10,776	84,382	5,171	758	5,928	10,571	2,537	8,034	98,344
平成18年度	34,308	7,454	41,762	2,202	607	2,809	2,845	1,747	1,098	45,669
平成19年度	△ 50,355	4,344	△ 46,011	△ 3,228	334	△ 2,894	△ 1,947	925	△ 2,872	△ 51,777
平成20年度	△ 87,107	824	△ 86,283	△ 5,878	15	△ 5,862	△ 804	227	△ 1,031	△ 93,176
平成21年度	86,008	50	86,059	5,280	3	5,283	284	73	212	91,554
平成22年度	△ 3,066	15	△ 3,051	△ 196	3	△ 193	△ 2	17	△ 19	△ 3,263
平成13年度 から平成22 年度までの 合計	92,209	132,152	224,361	5,874	8,447	14,320	13,332	26,214	△ 12,882	225,799
平成23年度	24,184	17	24,201	1,659	3	1,662	-	-	-	25,863
平成24年度	104,691	16	104,707	7,291	2	7,293	-	-	-	112,000
平成25年度	95,317	12	95,329	6,621	1	6,622	-	-	-	101,951
平成26年度	142,754	7	142,762	9,865	1	9,865	-	-	-	152,627
平成27年度	△ 50,085	3	△ 50,081	△ 3,417	0	△ 3,417	-	-	-	△ 53,498
平成28年度	74,071	5	74,076	4,854	0	4,854	-	-	-	78,930
平成29年度	94,398	3	94,401	5,892	0	5,892	-	-	-	100,293
平成30年度	22,131	3	22,133	1,328	0	1,329	-	-	-	23,462
令和元年度	△ 78,606	1	△ 78,605	△ 4,595	0	△ 4,595	-	-	-	△ 83,200
平成13年度 から令和元 年度までの 合計	521,067	132,218	653,283	35,372	8,454	43,826	13,332	26,214	△ 12,882	684,228

(注) 四捨五入の関係で内訳と合計が一致しない場合がある。

(図表3) 年金積立金額(簿価、時価)の推移

(単位: 億円)

年 度	厚生年金 (括弧内は時価ベース)	国民年金 (括弧内は時価ベース)	合 計 (括弧内は時価ベース)
平成元年度末	702, 175	32, 216	734, 391
平成2年度末	768, 605	36, 317	804, 922
平成3年度末	839, 970	43, 572	883, 542
平成4年度末	911, 340	51, 275	962, 615
平成5年度末	978, 705	58, 468	1, 037, 174
平成6年度末	1, 045, 318	63, 712	1, 109, 030
平成7年度末	1, 118, 111	69, 516	1, 187, 628
平成8年度末	1, 184, 579	78, 493	1, 263, 072
平成9年度末	1, 257, 560	84, 683	1, 342, 243
平成10年度末	1, 308, 446	89, 619	1, 398, 065
平成11年度末	1, 347, 988	94, 617	1, 442, 605
平成12年度末	1, 368, 804	98, 208	1, 467, 012
平成13年度末	1, 373, 934 (1, 345, 967)	99, 490 (97, 348)	1, 473, 424 (1, 443, 315)
平成14年度末	1, 377, 023 (1, 320, 717)	99, 108 (94, 698)	1, 476, 132 (1, 415, 415)
平成15年度末	1, 374, 110 (1, 359, 151)	98, 612 (97, 160)	1, 472, 722 (1, 456, 311)
平成16年度末	1, 376, 619 (1, 382, 468)	96, 991 (97, 151)	1, 473, 610 (1, 479, 619)
平成17年度末	1, 324, 020 (1, 403, 465)	91, 514 (96, 766)	1, 415, 534 (1, 500, 231)
平成18年度末	1, 300, 980 (1, 397, 509)	87, 660 (93, 828)	1, 388, 640 (1, 491, 337)
平成19年度末	1, 270, 568 (1, 301, 810)	82, 692 (84, 674)	1, 353, 260 (1, 386, 485)
平成20年度末	1, 240, 188 (1, 166, 496)	76, 920 (71, 885)	1, 317, 108 (1, 238, 381)
平成21年度末	1, 195, 052 (1, 207, 568)	74, 822 (75, 079)	1, 269, 874 (1, 282, 647)
平成22年度末	1, 134, 604 (1, 141, 532)	77, 333 (77, 394)	1, 211, 937 (1, 218, 926)
平成23年度末	1, 085, 263 (1, 114, 990)	77, 318 (79, 025)	1, 162, 581 (1, 194, 015)
平成24年度末	1, 050, 354 (1, 178, 823)	72, 789 (81, 446)	1, 123, 143 (1, 260, 269)
平成25年度末	1, 031, 737 (1, 236, 139)	70, 945 (84, 492)	1, 102, 683 (1, 320, 631)
平成26年度末	1, 049, 500 (1, 366, 656)	71, 965 (92, 667)	1, 121, 465 (1, 459, 323)
平成27年度末	1, 072, 240 (1, 339, 311)	73, 233 (87, 768)	1, 145, 473 (1, 427, 079)
平成28年度末	1, 103, 321 (1, 444, 462)	73, 186 (89, 668)	1, 176, 506 (1, 534, 130)
平成29年度末	1, 119, 295 (1, 549, 035)	73, 132 (92, 210)	1, 192, 427 (1, 641, 245)
平成30年度末	1, 125, 431 (1, 573, 302)	74, 437 (91, 543)	1, 199, 868 (1, 664, 845)
令和元年度末	1, 128, 931 (1, 493, 896)	76, 142 (85, 232)	1, 205, 074 (1, 579, 128)

(注1) 厚生年金の積立金には、厚生年金基金の代行部分が、国民年金の積立金には、基礎年金勘定分が含まれていない。

(注2) 平成13年度末以降には、GPIF(平成17年度までは旧基金)への寄託分を含んでいる。

また、()は、GPIF(平成17年度までは旧基金)における運用収益(承継資産の損益を含む。)を加えた時価ベースの積立金の額である。

(注3) 四捨五入のため、合算した数値は一致しない場合がある。

(図表4) 年金積立金額(簿価)の内訳

(単位: 億円)

年度	年金特別会計で管理		GPIFへの 寄託額	合計
	財政融資資金の 預託額(長期)	短期資金		
平成12年度末	1,404,194	62,818	0	1,467,012
平成13年度末	1,248,816	54,384	170,224	1,473,424
平成14年度末	1,067,633	55,716	352,782	1,476,132
平成15年度末	854,799	75,886	542,037	1,472,722
平成16年度末	683,656	73,018	716,936	1,473,610
平成17年度末	504,163	81,294	830,077	1,415,534
平成18年度末	329,811	92,441	966,388	1,388,640
平成19年度末	142,936	82,780	1,127,544	1,353,260
平成20年度末	0	67,268	1,249,839	1,317,108
平成21年度末	0	55,863	1,214,011	1,269,874
平成22年度末	0	55,868	1,156,069	1,211,937
平成23年度末	0	58,014	1,104,567	1,162,581
平成24年度末	0	55,723	1,067,420	1,123,143
平成25年度末	0	54,988	1,047,694	1,102,683
平成26年度末	0	84,719	1,036,747	1,121,465
平成27年度末	0	79,822	1,065,651	1,145,473
平成28年度末	0	85,387	1,091,119	1,176,506
平成29年度末	0	77,778	1,114,649	1,192,427
平成30年度末	0	72,936	1,126,932	1,199,868
令和元年度末	0	73,041	1,132,033	1,205,074

(注1) 財政融資資金の預託額(長期)は、平成12年度末までに財政融資資金に長期預託していたものである。

(注2) 短期資金は、年金特別会計で管理する年金給付等の資金繰り上、必要とする資金である。

(図表5) 年金積立金額(時価)の増減

(単位：億円)

年 度	厚生年金	国民年金	合 計	増 減	増 減の内訳	
					運用収入	運用収入を除く積立金の増減
平成13年度末	1,345,967	97,348	1,443,315	△ 23,697	27,787	(注2)△ 51,484
平成14年度末	1,320,717	94,698	1,415,415	△ 27,901	2,360	△ 30,260
平成15年度末	1,359,151	97,160	1,456,311	40,897	68,714	△ 27,817
平成16年度末	1,382,468	97,151	1,479,619	23,307	39,588	△ 16,280
平成17年度末	1,403,465	96,766	1,500,231	20,612	98,344	△ 77,732
平成18年度末	1,397,509	93,828	1,491,337	△ 8,894	45,669	△ 54,563
平成19年度末	1,301,810	84,674	1,386,485	△ 104,852	△ 51,777	△ 53,075
平成20年度末	1,166,496	71,885	1,238,381	△ 148,104	△ 93,176	△ 54,928
平成21年度末	1,207,568	75,079	1,282,647	44,266	91,554	△ 47,287
平成22年度末	1,141,532	77,394	1,218,926	△ 63,722	△ 3,263	△ 60,459
平成23年度末	1,114,990	79,025	1,194,015	△ 24,911	25,863	△ 50,774
平成24年度末	1,178,823	81,446	1,260,269	66,254	112,000	△ 45,746
平成25年度末	1,236,139	84,492	1,320,631	60,362	101,951	△ 41,590
平成26年度末	1,366,656	92,667	1,459,323	138,692	152,627	△ 13,935
平成27年度末	1,339,311	87,768	1,427,079	△ 32,244	△ 53,498	21,254
平成28年度末	1,444,462	89,668	1,534,130	107,051	78,930	28,121
平成29年度末	1,549,035	92,210	1,641,245	107,114	100,293	6,821
平成30年度末	1,573,302	91,543	1,664,845	23,600	23,462	138
令和元年度末	1,493,896	85,232	1,579,128	△ 85,717	△ 83,200	△ 2,517

(注1) 年金特別会計の積立金に、G P I F (平成17年度までは旧基金)における運用収益(承継資産の損益を含む。)を加えた時価ベースの積立金の額である。

(注2) 平成13年度末の「運用収入を除く積立金の増減」には、旧事業団から承継した累積利差損益(△17,025億円)を含んでおり、これを除けば△34,458億円となる。

(注3) 四捨五入のため、合算した数値は一致しない場合がある。

積立金の管理及び運用が長期的な観点から安全かつ効率的に行われるようにするための基本的な指針

○ 総務省、財務省、告示第一号
文部科学省、厚生労働省

被用者年金制度の一元化等を図るための厚生年金保険法等の一部を改正する法律（平成二十四年法律第六十三号）の施行に伴い、並びに厚生年金保険法（昭和二十九年法律第百十五号）第七十九条の四第一項及び被用者年金制度の一元化等を図るための厚生年金保険法等の一部を改正する法律附則第二十八条第一項の規定に基づき、積立金の管理及び運用が長期的な観点から安全かつ効率的に行われるようにするための基本的な指針を次のように定め、同法の施行の日（平成二十七年十月一日）から適用することとしたので、厚生年金保険法第七十九条の四第六項及び被用者年金制度の一元化等を図るための厚生年金保険法等の一部を改正する法律附則第二十八条第一項の規定に基づき公表する。

平成二十六年七月三日

総務大臣臨時代理

国務大臣 田村 憲久

財務大臣 麻生 太郎

文部科学大臣 下村 博文

厚生労働大臣 田村 憲久

積立金の管理及び運用が長期的な観点から安全かつ効率的に行われるようにするための基本的な指針

第一 積立金の管理及び運用に関する基本的な方針

一 積立金（厚生年金保険法（以下「法」という。）第七十九条の二に規定する積立金をいう。以下同じ。）の運用は、積立金が厚生年金保険の被保険者から徴収された保険料の一部であり、かつ、将来の保険給付の貴重な財源となるものであることに特に留意し、専ら厚生年金保険（法第七十九条の三第三項の規定により共済各法（同項に規定する共済各法をいう。）の目的に沿って運用する場合においては、厚生年金保険）の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、厚生年金保険事業の運営の安定に資することを目的として行うこと。

二 積立金の運用は、厚生年金保険事業の財政上の諸前提（法第二条の四第一項に

規定する財政の現況及び見通し（以下「財政の現況及び見通し」という。）を作成する際に用いられる厚生年金保険事業の財政上の諸前提をいう。以下同じ。）を踏まえ、保険給付等に必要な流動性を確保しつつ、必要となる積立金の実質的な運用利回り（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。以下同じ。）を、最低限のリスクで確保することを目的として行うこと。

第二 積立金の資産の構成の目標に関する基本的な事項

- 一 管理運用主体（法第七十九条の四第二項第三号に規定する管理運用主体をいう。以下同じ。）は、本指針に適合するよう、共同して、管理運用の方針（法第七十九条の六第一項に規定する管理運用の方針をいう。以下同じ。）において基本ポートフォリオ（同条第二項第三号に規定する管理積立金（同条第一項に規定する管理積立金をいう。以下同じ。）の管理及び運用における長期的な観点からの資産の構成をいう。以下同じ。）を定めるに当たって参酌すべき積立金の資産の構成の目標（以下「モデルポートフォリオ」という。）を定めること。その際、積立金等の今後の見通しと統合的な形でのリスク検証を行うこと。
- 二 モデルポートフォリオは、厚生年金保険事業の財政上の諸前提と整合性をもつ積立金の実質的な運用利回りとして、財政の現況及び見通しを作成する際に積立金の運用利回りとして示される積立金の実質的な運用利回りを長期的に確保する構成とすること。
- 三 管理運用主体は、モデルポートフォリオを定めるに当たっては、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すること。その際、今後の経済状況の見通しを踏まえ、フォワード・ルッキングなリスク分析を行うこと。
- 四 管理運用主体は、モデルポートフォリオを定めるに当たっては、モデルポートフォリオを参酌して管理運用主体が定める基本ポートフォリオとの関係も併せて検討すること。その際、モデルポートフォリオの乖離許容幅の範囲内で基本ポートフォリオを定める等、管理運用主体が管理積立金の運用において、厚生年金保険事業の共通財源として一体性を確保しつつ、自主性及び創意工夫を発揮できるようなものとなるよう配慮すること。
- 五 管理運用主体は、財政の現況及び見通しが作成されたときその他必要があると認めるときは、共同して、モデルポートフォリオに検討を加え、必要に応じ、これを変更しなければならないこと。また、管理運用主体は、モデルポートフォリオ策定時に想定した運用環境が現実から乖離していないか等についての定期的な検証の必要性について検討すること。

第三 積立金の管理及び運用に関し管理運用主体が遵守すべき基本的な事項

- 一 管理運用主体は、管理積立金の管理及び運用を適切に行うため、本指針に適合

- するように、かつ、モデルポートフォリオに即して、基本ポートフォリオを含む管理運用の方針を定めること。その際、基本ポートフォリオについては、積立金等の今後の見通しと整合的な形でのリスク検証を行うこと。
- 二 管理運用主体は、本指針が変更されたときその他必要があると認めるときは、管理運用の方針に検討を加え、必要に応じ、これを変更しなければならないこと。特に、基本ポートフォリオについては、策定時に想定した運用環境が現実から乖離していないか等についての検証を定期的に行い、必要に応じ、随時見直すこと。
 - 三 管理運用主体が基本ポートフォリオを定めるに当たっては、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すること。その際、今後の経済状況の見通しを踏まえ、フォワード・ルッキングなりリスク分析を行うこと。
 - 四 管理運用主体は、本指針及び管理運用の方針に従って管理積立金の管理及び運用を行わなければならないこと。
 - 五 管理運用主体は、分散投資による運用管理を行うこと。その際、ポートフォリオの管理を適切に行うとともに、資産全体、各資産、各運用受託機関及び各資産管理機関等のリスク管理を行うこと。
 - 六 管理運用主体による管理積立金の運用に当たっては、管理運用主体の資産の規模に応じ、市場規模を考慮し、自ら過大なマーケット・インパクトを被ることがないように努めるとともに、市場の価格形成や民間の投資行動等を歪めないよう配慮すること。
 - 七 管理運用主体は、企業経営に対して過度に影響を及ぼさないよう配慮するとともに、企業経営等に与える影響を考慮しつつ、株主等の長期的な利益の最大化を目指す観点から、株主議決権の行使等の適切な対応を行うこと。その際、「責任ある機関投資家」の諸原則《日本版ステewardシップ・コード》（平成二十六年二月二十六日日本版ステewardシップ・コードに関する有識者検討会取りまとめ）を踏まえ、ステewardシップ責任（機関投資家が、投資先の日本企業やその事業環境等に関する深い理解に基づく建設的なエンゲージメント等を通じて、当該企業の企業価値の向上や持続的成長を促すことにより、顧客・受益者の中長期的な投資収益の拡大を図る責任をいう。）を果たす上での基本的な方針の策定及び公表についても検討を行うこと。
 - 八 管理運用主体は、企業経営等に与える影響を考慮し、自家運用で株式運用を行う場合においては、個別銘柄の選択は行わないこと。
 - 九 管理運用主体は、年金財政の見通し及び収支状況を踏まえ、保険給付等に支障を生じさせることがないように、保険給付等に必要な流動性を確保すること。
 - 十 管理運用主体は、実質的な運用利回りを確保することができるよう、運用手法の見直し並びに運用受託機関等の選定機能及び管理の強化のための取組を進めること。この場合において、運用受託機関等については、定期的に評価を行い、

資金配分の見直し等の必要な措置を採ること。

十一 管理運用主体は、パッシブ運用とアクティブ運用を併用することを原則とすること。その上で、アクティブ運用に取り組むことにより超過収益の獲得を目指すものとする。ただし、アクティブ運用については、過去の運用実績も勘案し、超過収益が獲得できるとの期待を裏付ける十分な根拠を得ることを前提に行うこと。

十二 管理運用主体は、株式運用において、財務的な要素に加えて、収益確保のため、非財務的要素であるESG（環境、社会、ガバナンス）を考慮することについて、個別に検討すること。

第四 その他積立金の管理及び運用に関する重要事項

一 管理運用主体は、基本ポートフォリオを見直す場合において、市場への影響等に鑑み必要があると認めるときは、ポートフォリオを見直し後の基本ポートフォリオに円滑に移行させるため、移行ポートフォリオ（基本ポートフォリオを実現するまでの経過的な資産の構成をいう。）を策定すること。

二 主務大臣（法第百条の三の三第一項に規定する主務大臣をいう。以下同じ。）及び管理運用主体は、積立金の運用の状況については、原則として時価評価し、実質的な運用利回りによる評価を行うこと。また、管理運用主体の各資産の運用利回りについては、ベンチマーク収益率による評価を行うこと。ただし、これにより難しい場合にあっては、管理運用の方針においてその評価方法を明らかにすること。

三 主務大臣及び管理運用主体は、積立金の運用に対する被保険者の理解を促進するため、被保険者に対する情報公開及び広報活動を積極的に行うこと。特に、管理運用主体が作成する業務概況書、所管大臣（法第七十九条の六第四項に規定する所管大臣をいう。）が行う管理積立金の管理及び運用の状況の評価の結果並びに主務大臣が作成する報告書等については、分かりやすいものとなるよう工夫すること。

四 管理運用主体は、受託者責任（忠実義務及び善良なる管理者としての注意義務を遵守することをいう。）を徹底するための機能を確保するとともに、業務を的確に遂行する上で必要となる人材の確保に努めること。

五 管理運用主体は、積立金の運用に係る業務の実施に関して、必要な情報の提供を行う等、相互に連携を図りながら協力するよう努めること。

六 主務大臣は、管理運用主体に対し、積立金の運用評価等に用いる厚生年金保険の被保険者の賃金上昇率等の実績を適時に提供すること。

七 主務大臣は、財政の現況及び見通しが作成されたときその他必要があると認めるときは、本指針に検討を加え、必要に応じ、これを変更すること。

管理運用の方針

平成27年9月30日付厚生労働省発年0930第3号承認
変更：平成29年10月2日付厚生労働省発年1002第7号承認

被用者年金制度の一元化等を図るための厚生年金保険法等の一部を改正する法律（平成24年法律第63号）附則第28条第3項の規定によりその例によることとされた同法第1条の規定による改正後の厚生年金保険法（昭和29年法律第115号）第79条の6第1項の規定に基づき、年金積立金管理運用独立行政法人（以下「管理運用法人」という。）の管理運用の方針を次のとおり定め、同法の施行の日（平成27年10月1日）から適用する。

平成27年9月30日

年金積立金管理運用独立行政法人
理事長 三谷 隆博

第1 管理積立金の管理及び運用の基本的な方針

1. 基本的な考え方

管理積立金（厚生年金保険法第79条の6第1項に規定する管理積立金をいう。以下同じ。）の運用は、管理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となるもの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。

また、「積立金の管理及び運用が長期的な観点から安全かつ効率的に行われるようにするための基本的な指針」（平成26年7月総務省、財務省、文部科学省、厚生労働省第一号。以下「積立金基本指針」という。）の内容に従って管理積立金の管理及び運用を行う。

積立金の運用については厚生年金保険法第79条の5第1項の規定により管理運用主体（管理運用法人、国家公務員共済組合連合会、地方公務員共済組合連合会及び日本私立学校振興・共済事業団をいう。以下同じ。）が共同して、積立金の資産の構成の目標（以下「モデルポートフォリオ」という。）を定めることとされており、これを参酌して、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。）を策定し、分散投資を基本として、管理積立金の運用を行う。

なお、その際には、管理積立金の管理及び運用に関する具体的な方針を策定し、公表するとともに、少なくとも毎年1回検討を加え、必要があると認めるときは

速やかに見直しを行う。

2. 国民から一層信頼される組織体制の確立

公的年金制度の持続可能性の向上を図るための国民年金法等の一部を改正する法律（平成28年法律第104号）による年金積立金管理運用独立行政法人法（平成16年法律第105号。以下「法」という。）の改正に伴い、①独任制から合議制への転換、②「意思決定・監督」と「執行」の分離、執行部の責任と権限の明確化を目的として、平成29年10月1日から管理運用法人に経営委員会及び監査委員会を設置した。経営委員会は、管理運用法人の重要事項について議決し、その方針に沿って、理事長及び管理運用業務担当理事等の役職員が与えられた責任と権限の下で専門性やその裁量を発揮し、適切に業務を執行するよう、役員の職務の執行の監督等の業務を行う。監査委員会は、コンプライアンスの確保、業務執行の手続きの適正性及びリスク管理等の観点から、経営委員会と必要な連携をとって監査等を行う。また、理事長は、合議制の経営委員会の一員として意思決定に参加するとともに、管理運用法人を代表し経営委員会の定めるところに従って管理運用法人の業務を総理する。管理運用業務担当理事は、経営委員会の定めるところにより、経営委員会の会議に出席し、管理運用業務に関し意見を述べるができる。

本改正の趣旨・内容を十分に踏まえ、意思決定・監督を担う経営委員会、監査等を担う監査委員会及び執行を担う理事長等が、適切にそれぞれの役割を分担し、また相互に密接な連携を図ることにより、自立的な PDCA サイクルを機能させ、国民から一層信頼される組織体制の確立に努める。

3. 運用の目標、リスク管理及び運用手法

(1) 運用の目標

管理積立金の運用は、厚生年金保険法第2条の4第1項に規定する財政の現況及び見通し（以下「財政検証」という。）を踏まえ、保険給付に必要な流動性を確保しつつ、長期的に積立金の実質的な運用利回り（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、管理積立金の管理及び運用における長期的な観点からの基本ポートフォリオを定め、これを適切に管理する。

その際、市場の価格形成や民間の投資行動等を歪めないよう配慮する。

また、運用受託機関の選定、管理及び評価を適切に実施すること等により、各年度における各資産ごとのベンチマーク収益率を確保するよう努めるとともに、平成27年度から平成31年度までの5年間においても各資産ごとのベンチマーク収益率を確保する。

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。

(2) 管理積立金の管理及び運用におけるリスク管理

リターン・リスク等の特性が異なる複数の資産に分散投資することをリスク管理の基本とし、管理積立金の管理及び運用に伴う各種リスクの管理を適切に行う。

また、管理積立金について、運用受託機関及び資産管理機関への委託並びに自家運用により管理及び運用を行うとともに、運用受託機関及び資産管理機関からの報告等に基づき、資産全体、各資産、各運用受託機関及び各資産管理機関並びに自家運用について、以下の方法によりリスク管理を行う。

① 資産全体

基本ポートフォリオを適切に管理するため、管理積立金の資産構成割合と基本ポートフォリオとの乖離状況を少なくとも毎月1回把握するとともに、必要な措置を講じる。

また、適切かつ円滑なりバランスを実施するため、市場動向の把握・分析等必要な機能の強化を図る。

さらに、資産全体のリスクを確認し、リスク負担の程度についての分析及び評価並びに各年度の複合ベンチマーク収益率（各資産のベンチマーク収益率をポートフォリオで加重したもの）との乖離要因の分析等を行う。

② 各資産

市場リスク、流動性リスク、信用リスク等を管理する。また、外国資産については、カントリーリスクも注視する。

③ 各運用受託機関

運用受託機関に対し運用ガイドライン及びベンチマークを示し、各社の運用状況及びリスク負担の状況を把握し、適切に管理する。

また、運用体制の変更等に注意する。

④ 各資産管理機関

資産管理機関に対し資産管理ガイドラインを示し、各機関の資産管理状況を把握し、適切に管理する。

また、資産管理機関の信用リスクを管理するほか、資産管理体制の変更等に注意する。

⑤ 自家運用

運用ガイドラインを定め、運用状況及びリスク負担の状況を確認し、適切に管理する。

(3) 運用手法について

運用手法については、新たな手法の導入等に当たって経営委員会が重要事項

と判断する事項について経営委員会の審議を経て議決を行うなど経営委員会による適切な監督の下で、適切なリスク管理を行う。

キャッシュアウト対応等の場合を除き、原則としてパッシブ運用とアクティブ運用を併用する。その上で、アクティブ運用に取り組むことにより超過収益の獲得を目指すものとする。ただし、アクティブ運用については、過去の運用実績も勘案し、超過収益が獲得できるとの期待を裏付ける十分な根拠を得ることを前提に行う。

ベンチマークについては、伝統的な時価総額型インデックスのみならず、運用収益向上の観点から検討するとともに、ベンチマークにより難しい非伝統的資産の評価については、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評価方法を明らかにする。

また、ベンチマークをより適切なものに見直すなど収益確保や運用の効率化のための運用手法の見直し及び的確なパフォーマンス管理を行うなど運用受託機関等の選定・管理の強化のための取組を進めるとともに、運用実績等を定期的に評価し、資金配分の見直しを含め、運用受託機関を適時に見直す。さらに、マネジャー・エントリー制の導入を検討する。

外部運用機関の優れたノウハウ等を活用するとともに、運用コストの低減や運用に関する知識・経験等の蓄積の観点から、法令で認められる範囲でインハウス運用の活用を検討する。

(4) 運用対象の多様化

運用対象については、第1の1の基本的な方針に基づき、分散投資を進めるため、オルタナティブ投資などその多様化を図る。新たな運用対象については、被保険者の利益に資することを前提に、経営委員会において、年金資金運用の観点から幅広く検討を行う。理事長等は実施状況や経営委員会から求めのあった市場環境等に関する事項については適時に経営委員会に報告することとし、経営委員会はその報告等を十分に踏まえ、資金運用について一般に認められている専門的な知見に基づき検討する。その際、非伝統的資産は、市場性や収益性、個別性、取引コストや情報開示の状況など、従来の伝統的資産とはリスク等が異なる点も多く、運用側の能力向上等のみでは対応できないことから、各資産の確かな収益力の向上や流通市場の整備等、市場環境の整備を十分踏まえた検討をする。

(5) 株式運用における考慮事項

株式運用において、財務的な要素に加えて、収益確保のため、ESG（環境、社会、ガバナンス）を含めた非財務的要素を考慮することについても、資金運用について一般に認められている専門的な知見に基づき、検討する。

(6) 財投債の管理及び運用

平成19年度までに引き受けた満期保有とする財投債について、原価法（引

受価格と券面額との間に差がある場合にあつては、償却原価法)に基づき簿価による評価を行うとともに、管理積立金の適正な管理に資するため、時価による評価も併せて行い、開示することとする。

なお、当該財投債については、第1の3の(1)に定めるベンチマーク収益率に係る規定を適用しない。

第2 管理積立金の管理及び運用に関し遵守すべき事項

1. 受託者責任の徹底

慎重な専門家の注意義務及び忠実義務の遵守を徹底する。

2. 市場及び民間の活動への影響に対する配慮

管理積立金の運用に当たっては、市場規模を考慮し、自ら過大なマーケットインパクトを蒙ることがないように努めるとともに、市場の価格形成や民間の投資行動等を歪めないよう配慮し、特に、資金の投入及び回収に当たって、特定の時期への集中を回避するよう努める。

また、民間企業の経営に対して過度に影響を及ぼさないよう、以下の点について配慮する。

(1) 運用受託機関ごと(自家運用を含む。)に同一企業発行有価証券の保有について制限を設ける。

(2) 企業経営等に与える影響を考慮し、株式運用において個別銘柄の選択は行わない。

(3) 企業経営に直接影響を与えるとの懸念を生じさせないよう株主議決権の行使は直接行わず、運用を委託した民間運用機関の判断に委ねる。ただし、運用受託機関への委託に際し、コーポレートガバナンスの重要性を認識し、議決権行使の目的が長期的な株主利益の最大化を目指すものであることを示すとともに、運用受託機関における議決権行使の方針や行使状況等について報告を求める。その際、「責任ある機関投資家」の諸原則《日本版スチュワードシップ・コード》(平成26年2月26日日本版スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会取りまとめ)を踏まえ、スチュワードシップ責任(機関投資家が、投資先の日本企業やその事業環境等に関する深い理解に基づく建設的なエンゲージメント等を通じて、当該企業の企業価値の向上や持続的成長を促すことにより、顧客・受益者の中長期的な投資収益の拡大を図る責任をいう。)を果たす上での基本的な方針に沿った対応を行う。

3. 年金給付のための流動性の確保

年金財政の見通し及び収支状況を踏まえ、年金給付等に必要な流動性(現金等)を確保するとともに、効率的な現金管理を行う。

その際、市場の価格形成等に配慮しつつ、円滑に資産の売却等を行い、不足なく確実に資金を確保するため、市場動向の把握・分析や短期借入の活用等必要な

機能の強化を図る。

4. 他の管理運用主体との連携

他の管理運用主体に対して必要な情報の提供を行う等、相互に連携を図りながら協力するよう努める。

第3 管理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の構成に関する事項

1. モデルポートフォリオの策定

経営委員会は、モデルポートフォリオを策定するに際して、運用の目標に沿った資産構成とし、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、フォワード・ルッキングなリスク分析を踏まえて長期的な観点から策定する。なお、経営委員会は、モデルポートフォリオを策定するに当たっては、モデルポートフォリオを参酌して他の管理運用主体が定める基本ポートフォリオとの関係も併せて検討する。

2. モデルポートフォリオの見直し

策定時に想定した運用環境が現実から乖離している等、必要があると認めるとき、他の管理運用主体と共同して、モデルポートフォリオに検討を加え、必要に応じ、これを変更する。また、モデルポートフォリオ策定時に想定した運用環境が現実から乖離していないか等についての検証は、少なくとも基本ポートフォリオの定期的な検証において必要と判断されたときに実施する。

3. 基本ポートフォリオの基本的考え方

経営委員会は、基本ポートフォリオをモデルポートフォリオに即し、運用の目標に沿った資産構成割合とし、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、フォワード・ルッキングなリスク分析を踏まえて長期的な観点から策定する。その際、名目賃金上昇率から下振れリスクが全額国内債券運用の場合を超えないこととともに、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も十分に考慮する。また、予定された積立金額を下回る可能性の大きさを適切に評価するとともに、リスクシナリオ等による検証について、より踏み込んだ複数のシナリオで実施するなど、一層の充実を行う。

4. 基本ポートフォリオ

基本ポートフォリオを構成する資産区分については、国内債券、国内株式、外国債券及び外国株式とし、基本ポートフォリオ及び乖離許容幅を次のとおり定める。

なお、以下に定める基本ポートフォリオへ移行するまでの間、乖離許容幅を超過することについては許容するものとする。

	国内債券	国内株式	外国債券	外国株式
資産構成割合	35%	25%	15%	25%
乖離許容幅	±10%	±9%	±4%	±8%

(注) 運用体制の整備に伴い管理・運用される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）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%を上限とする。

また、経済環境や市場環境の変化が激しい昨今の傾向を踏まえ、基本ポートフォリオの乖離許容幅の中で市場環境の適切な見通しを踏まえ、機動的な運用ができる。ただし、その際の見通しは、決して投機的なものであってはならず、確度が高いものとする。

5. 基本ポートフォリオの見直し

市場動向を踏まえた適切なリスク管理等を行い、定期的に基本ポートフォリオの検証を行うほか、策定時に想定した運用環境が現実から乖離している等必要があると認める場合には、必要に応じて見直しの検討を行う。なお、市場への影響等に鑑み必要があると認めるときは、ポートフォリオを見直し後の基本ポートフォリオに円滑に移行させるため、移行ポートフォリオ（基本ポートフォリオを実現するまでの経過的な資産の構成をいう。）を策定する。

第4 その他管理積立金の適切な管理及び運用に関し必要な事項

1. 透明性の向上

管理積立金の管理及び運用に関して、各年度の管理及び運用実績の状況（運用資産全体の状況、運用資産ごとの状況及び各運用受託機関等の状況並びに新たな運用対象を追加する場合を始めとする管理積立金の運用手法、管理運用委託手数料、運用受託機関等の選定過程・結果を含む。）等について、毎年1回（各四半期の管理及び運用実績の状況（運用資産全体の状況及び運用資産ごとの状況を含む。）等については四半期ごとに）ホームページ等を活用して迅速に公表するなど、公開資料をより一層分かりやすいように工夫するとともに、運用の多様化、高度化や国際化に対応した国民に対する情報公開・広報活動の在り方を検討し、その充実を図る。

また、運用受託機関等の選定等に関しては、経営委員会が重要事項と判断する事項について経営委員会の審議を経て議決を行うなど、経営委員会による適切な監督の下で、その透明性を確保する。

さらに、経営委員会の審議の透明性の確保を図るため、議事録及び議事概要をそれぞれ厚生労働省令で定める期間の経過後速やかに公表する。

加えて、管理運用法人が行う年金積立金の管理及び運用の透明性をさらに高めるため、保有する全ての有価証券の銘柄名（債券については発行体名）と当該有

価証券の時価総額を公表する。

これらの情報公開に当たっては、市場への影響に留意するものとする。

2. 高度で専門的な人材の確保とその活用等

高度で専門的な人材に必要とされる専門的能力を精査し、当該専門的能力を必要とする業務等を明らかにするとともに、その人材の受入に伴う環境整備を行う。

また、高度で専門的な人材の管理運用法人に対する貢献を維持するため、業績を定期的に評価するシステムを構築・導入し、必要な場合には、雇用関係の見直しを可能とするなど、人材の適時適切な配置を行う。

さらに、高度で専門的な人材を活用した研修等を実施することにより、管理運用法人の職員の業務遂行能力の向上を目指す。

なお、高度で専門的な人材の報酬水準の妥当性については、その報酬体系を成果連動型とすることや民間企業等における同様の能力を持つ人材の報酬水準と比較するなどの手法により、国民に分かりやすい説明を行う。

専門人材の強化・育成については、経営委員会の適切な監督の下、積極的に推進する。

3. 運用対象の多様化に伴うリスク管理の強化

オルタナティブ投資に関するリスク管理を含めたポートフォリオ全体のリスク管理システムについて、費用対効果を勘案した上で、自ら開発することを含め検討を行う。

また、基本ポートフォリオの乖離許容幅の中での機動的な運用を行うことなどを踏まえ、リスク管理について、フォワード・ルッキングなリスク分析機能の強化、リスク管理分析ツールの整備、情報収集・調査機能の強化を進めるなど高度化を図る。

4. 調査研究

(1) 調査研究業務の充実

法では、年金積立金の管理及び運用に係る調査研究業務は、付随業務として位置付けられているが、高度で専門的な人材を活用した管理運用法人内部での調査研究を拡充できるような体制の整備を図り、調査研究によって得られたノウハウを蓄積し、将来に渡って管理積立金の管理及び運用を安全かつ効率的に行う。

また、調査研究業務については、大学との共同研究やシンクタンク等へ委託研究を行うとともに、管理積立金の管理及び運用に関するノウハウを管理運用法人内に蓄積するため、高度で専門的な人材の採用に伴い、当該人材を含めた管理運用法人の職員が担うことを検討する。

(2) 調査研究業務に関する情報管理

具体的に運用手法に結びつく調査研究業務について、共同又は委託により実施する場合には、契約において守秘義務を課している現状の取扱いに加えて、

(参考資料)

管理運用法人が自ら共同研究者又は委託研究機関の守秘義務の遵守状況を検証する仕組みを構築すること等により、情報漏えい対策を徹底する。

年金積立金運用関係法令

厚生年金保険法（昭和二十九年法律第百十五号）

第四章の二 積立金の運用

（運用の目的）

第七十九条の二 積立金（年金特別会計の厚生年金勘定の積立金（以下この章において「特別会計積立金」という。）及び実施機関（厚生労働大臣を除く。次条第三項において同じ。）の積立金のうち厚生年金保険事業（基礎年金拠出金の納付を含む。）に係る部分に相当する部分として政令で定める部分（以下「実施機関積立金」という。）をいう。以下この章において同じ。）の運用は、積立金が厚生年金保険の被保険者から徴収された保険料の一部であり、かつ、将来の保険給付の貴重な財源となるものであることに特に留意し、専ら厚生年金保険の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、厚生年金保険事業の運営の安定に資することを目的として行うものとする。

（積立金の運用）

第七十九条の三 特別会計積立金の運用は、厚生労働大臣が、前条の目的に沿った運用に基づく納付金の納付を目的として、年金積立金管理運用独立行政法人に対し、特別会計積立金を寄託することにより行うものとする。

- 2 厚生労働大臣は、前項の規定にかかわらず、同項の規定に基づく寄託をするまでの間、財政融資資金に特別会計積立金を預託することができる。
- 3 実施機関積立金の運用は、前条の目的に沿って、実施機関が行うものとする。ただし、実施機関積立金の一部については、政令で定めるところにより、国家公務員共済組合法（昭和三十三年法律第百二十八号）、地方公務員等共済組合法（昭和三十七年法律第百五十二号）又は私立学校教職員共済法（以下「共済各法」という。）の目的に沿って運用することができるものとし、この場合における同条の規定の適用については、同条中「専ら厚生年金保険」とあるのは、「厚生年金保険」とする。

(積立金基本指針)

第七十九条の四 主務大臣は、積立金の管理及び運用が長期的な観点から安全かつ効率的に行われるようにするための基本的な指針（以下「積立金基本指針」という。）を定めるものとする。

- 2 積立金基本指針においては、次に掲げる事項を定めるものとする。
 - 一 積立金の管理及び運用に関する基本的な方針
 - 二 積立金の資産の構成の目標に関する基本的な事項
 - 三 積立金の管理及び運用に関し管理運用主体（年金積立金管理運用独立行政法人、国家公務員共済組合連合会、地方公務員共済組合連合会及び日本私立学校振興・共済事業団をいう。以下同じ。）が遵守すべき基本的な事項
 - 四 その他積立金の管理及び運用に関する重要事項
- 3 主務大臣は、財政の現況及び見通しが作成されたときその他必要があると認めるときは、積立金基本指針に検討を加え、必要に応じ、これを変更するものとする。
- 4 積立金基本指針を定め、又は変更しようとするときは、厚生労働大臣は、あらかじめ、積立金基本指針の案又はその変更の案を作成し、財務大臣、総務大臣及び文部科学大臣に協議するものとする。
- 5 財務大臣、総務大臣及び文部科学大臣は、必要があると認めるときは、厚生労働大臣に対し、積立金基本指針の変更の案の作成を求めることができる。
- 6 主務大臣は、積立金基本指針を定め、又は変更したときは、速やかに、これを公表するものとする。

(積立金の資産の構成の目標)

第七十九条の五 管理運用主体は、積立金基本指針に適合するよう、共同して、次条第一項に規定する管理運用の方針において同条第二項第三号の資産の構成を定めるに当たって参酌すべき積立金の資産の構成の目標を定めなければならない。

- 2 管理運用主体は、財政の現況及び見通しが作成されたときその他必要があると認めるときは、共同して、前項に規定する積立金の資産の構成の目標に検討を加え、必要に応じ、これを変更しなければならない。
- 3 管理運用主体は、第一項に規定する積立金の資産の構成の目標を定め、又は変更したときは、遅滞なく、共同して、これを公表するとともに、主務大臣に送付しなければならない。
- 4 主務大臣は、第一項に規定する積立金の資産の構成の目標が積立金基本指針に適合しないと認めるときは、管理運用主体に対し、当該目標の変更を命ずることができる。
- 5 前項の規定による命令をしようとするときは、厚生労働大臣は、あらかじめ、積立金基本指針に適合するよう変更させるべき内容の案を作成し、財務大臣、

総務大臣及び文部科学大臣に協議するものとする。

(管理運用の方針)

第七十九条の六 管理運用主体は、その管理する積立金（地方公務員共済組合連合会にあつては、地方公務員共済組合連合会が運用状況を管理する実施機関の実施機関積立金を含む。以下この章において「管理積立金」という。）の管理及び運用（地方公務員共済組合連合会にあつては、管理積立金の運用状況の管理を含む。以下この章において同じ。）を適切に行うため、積立金基本指針に適合するように、かつ、前条第一項に規定する積立金の資産の構成の目標に即して、管理及び運用の方針（以下この章において「管理運用の方針」という。）を定めなければならない。

- 2 管理運用の方針においては、次に掲げる事項を定めるものとする。
 - 一 管理積立金の管理及び運用の基本的な方針
 - 二 管理積立金の管理及び運用に関し遵守すべき事項
 - 三 管理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の構成に関する事項
 - 四 その他管理積立金の適切な管理及び運用に関し必要な事項
- 3 管理運用主体は、積立金基本指針が変更されたときその他必要があると認めるときは、管理運用の方針に検討を加え、必要に応じ、これを変更しなければならない。
- 4 管理運用主体は、管理運用の方針を定め、又は変更しようとするときは、あらかじめ、当該管理運用主体を所管する大臣（以下この章並びに第百条の三の三第二項第一号及び第三項において「所管大臣」という。）の承認を得なければならない。
- 5 管理運用主体は、管理運用の方針を定め、又は変更したときは、遅滞なく、これを公表しなければならない。
- 6 管理運用主体は、積立金基本指針及び管理運用の方針に従つて管理積立金の管理及び運用を行わなければならない。
- 7 所管大臣は、その所管する管理運用主体の管理運用の方針が積立金基本指針に適合しなくなつたと認めるときは、当該管理運用主体に対し、その管理運用の方針の変更を命ずることができる。

(管理運用主体に対する措置命令)

第七十九条の七 所管大臣は、その所管する管理運用主体が、管理積立金の管理及び運用に係る業務に関しこの法律の規定若しくはこれに基づく命令の規定に違反し、又は当該管理運用主体の管理積立金の管理及び運用の状況が、積立金基本指針若しくは当該管理運用主体の管理運用の方針に適合しないと認めるときは、当該管理運用主体に対し、当該業務の運営を改善するために必要な

措置又は当該管理積立金の管理及び運用の状況を積立金基本指針若しくは当該管理運用の方針に適合させるために必要な措置をとることを命ずることができる。

(管理積立金の管理及び運用の状況に関する公表及び評価)

第七十九条の八 管理運用主体は、各事業年度の決算完結後、遅滞なく、当該事業年度における管理積立金の資産の額、その構成割合、運用収入の額その他の主務省令で定める事項を記載した業務概況書を作成し、これを公表するとともに、所管大臣に送付しなければならない。

- 2 所管大臣は、その所管する管理運用主体の業務概況書の送付を受けたときは、速やかに、当該管理運用主体について、管理積立金の管理及び運用の状況（第七十九条の三第三項ただし書の規定による運用の状況を含む。）その他の管理積立金の管理及び運用に関する主務省令で定める事項について評価を行い、その結果を公表するものとする。
- 3 所管大臣は、第一項の規定による業務概況書の送付を受けたときは、前項の規定による評価の結果を添えて、当該業務概況書を主務大臣に送付するものとする。
- 4 年金積立金管理運用独立行政法人について第一項の規定を適用する場合には、同項中「決算完結後」とあるのは、「独立行政法人通則法（平成十一年法律第百三号）第三十八条第一項の規定による同項に規定する財務諸表の提出後」とする。

(積立金の管理及び運用の状況に関する公表及び評価)

第七十九条の九 主務大臣は、毎年度、主務省令で定めるところにより、積立金の資産の額、その構成割合、運用収入の額、積立金の運用の状況の評価その他の積立金の管理及び運用に関する事項を記載した報告書を作成し、これを公表するものとする。

- 2 前項の報告書を作成しようとするときは、厚生労働大臣は、あらかじめ、その案を作成し、財務大臣、総務大臣及び文部科学大臣に協議するものとする。
- 3 主務大臣は、第一項の報告書における評価の結果に基づき、管理運用主体の管理積立金の管理及び運用の状況が積立金基本指針に適合しないと認めるときは、当該管理運用主体の所管大臣に対し、当該管理運用主体の管理積立金の管理及び運用の状況を積立金基本指針に適合させるために必要な措置をとるよう求めることができる。
- 4 前項の規定による措置を求めようとするときは、厚生労働大臣は、あらかじめ、積立金基本指針に適合させるために必要な措置の案を作成し、財務大臣、総務大臣及び文部科学大臣に協議するものとする。

（運用職員の責務）

第七十九条の十 積立金の運用に係る行政事務に従事する厚生労働省、財務省、総務省及び文部科学省の職員（政令で定める者に限る。以下「運用職員」という。）は、積立金の運用の目的に沿って、慎重かつ細心の注意を払い、全力を挙げてその職務を遂行しなければならない。

（秘密保持義務）

第七十九条の十一 運用職員は、その職務に関して知り得た秘密を漏らし、又は盗用してはならない。

（懲戒処分）

第七十九条の十二 運用職員が前条の規定に違反したと認めるときは、その職員の任命権者は、その職員に対し国家公務員法（昭和二十二年法律第二百十号）に基づく懲戒処分をしなければならない。

（年金積立金管理運用独立行政法人法等との関係）

第七十九条の十三 積立金の運用については、この法律に定めるもののほか、年金積立金管理運用独立行政法人法（平成十六年法律第百五号）、国家公務員共済組合法、地方公務員等共済組合法又は日本私立学校振興・共済事業団法（平成九年法律第四十八号）の定めるところによる。

（政令への委任）

第七十九条の十四 この章に定めるもののほか、積立金の運用に関し必要な事項は、政令で定める

厚生年金保険法施行規則（昭和二十九年厚生省令第三十七号）

（法第七十九条の八第一項に規定する厚生労働省令で定める事項）

第八十九条の四 法第七十九条の八第一項に規定する厚生労働省令で定める業務概況書に記載すべき事項は、次に掲げる事項とする。

- 一 当該事業年度における管理積立金（法第七十九条の六第一項に規定する管理積立金のうち年金積立金管理運用独立行政法人（以下「管理運用法人」という。）が管理するものをいう。以下この条及び次条において同じ。）の資産の額
- 二 当該事業年度における管理積立金の資産の構成割合
- 三 当該事業年度における管理積立金の運用収入の額
- 四 法第七十九条の六第二項第三号に規定する管理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の構成に関する事項
- 五 管理積立金の運用利回り
- 六 管理積立金の運用に関するリスク管理の状況
- 七 運用手法別の運用の状況（管理運用法人が年金積立金管理運用独立行政法人法（平成十六年法律第百五号）第二十一条第一項第三号本文、同号ハ及び同項第四号に規定する方法で運用する場合にあつては、当該運用に関する契約の相手方の選定、管理の状況等を含む。）
- 八 管理運用法人における株式に係る議決権の行使に関する状況等
- 九 管理運用法人の役員（監事を除く。）及び職員の職務の執行が法令等に適合するための体制その他管理運用法人の業務の適正を確保するための体制に関する事項
- 十 その他管理積立金の管理及び運用に関する重要事項

（法第七十九条の八第二項に規定する厚生労働省令で定める事項）

第八十九条の五 法第七十九条の八第二項に規定する厚生労働省令で定める事項は、次に掲げる事項とする。

- 一 管理積立金の運用の状況及び当該運用の状況が年金財政に与える影響
- 二 法第七十九条の四第一項に規定する積立金基本指針及び法第七十九条の六第一項に規定する管理運用の方針に定める事項の遵守の状況（前号に掲げるものを除く。）
- 三 その他管理積立金の管理及び運用に関する重要事項

厚生年金保険法第七十九条の九第一項の報告書に記載すべき事項及びその公表方法を定める省令（平成二十七年九月二十八日総務省・財務省・文部科学省・厚生労働省令第一号）

- 1 厚生年金保険法（以下「法」という。）第七十九条の九第一項の報告書に記載すべき事項は、次に掲げる事項とする。
 - 一 当該年度における積立金（法第七十九条の二に規定する積立金をいう。以下同じ。）の資産の額及びその構成割合（管理運用主体（法第七十九条の四第二項第三号に規定する管理運用主体をいう。以下同じ。）の管理積立金（法第七十九条の六第一項に規定する管理積立金をいう。以下同じ。）ごとの資産の額及びその構成割合を含む。）
 - 二 当該年度における積立金の運用収入の額（管理運用主体の管理積立金ごとの運用収入の額を含む。）
 - 三 積立金の管理及び運用の状況に関する次に掲げる事項の評価（管理運用主体の管理積立金ごとの管理及び運用の状況に関する次に掲げる事項の評価を含む。）
 - イ 当該運用の状況が年金財政に与える影響
 - ロ 法第七十九条の三第三項ただし書の規定による運用の状況
 - ハ 積立金基本指針（法第七十九条の四第一項に規定する積立金基本指針をいう。）に定める事項の遵守の状況（イ及びロに掲げる事項を除く。）
 - 四 その他積立金の管理及び運用に関する重要事項
- 2 主務大臣は前項の報告書の作成後、速やかに、当該報告書をインターネットの利用その他の適切な方法により公表するものとする。

附 則

- 1 この省令は、平成二十七年十月一日から施行する。
- 2 平成二十七年度に係る法第七十九条の九第一項の報告書に記載すべき事項のうち、第一項第二号に規定する積立金の運用収入の額に関し、国家公務員共済組合連合会、地方公務員共済組合連合会及び日本私立学校振興・共済事業団の管理積立金については、平成二十七年十月一日から平成二十八年三月三十一日までの間における当該管理積立金の運用収入の額を記載するものとする。