



2021年度

業務概況書

年金積立金管理運用独立行政法人
Government Pension Investment Fund



投資原則

1

年金事業の運営の安定に資するよう、専ら被保険者の利益のため、長期的な観点から、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を目標とする。

2

資産、地域、時間等を分散して投資することを基本とし、短期的には市場価格の変動等はあるものの、長い投資期間を活かして、より安定的に、より効率的に収益を獲得し、併せて、年金給付に必要な流動性を確保する。

3

基本ポートフォリオを策定し、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リスク管理を行うとともに、パッシブ運用とアクティブ運用を併用し、ベンチマーク収益率(市場平均収益率)を確保しつつ、収益を生み出す投資機会の発掘に努める。

4

投資先及び市場全体の持続的成長が、運用資産の長期的な投資収益の拡大に必要であるとの考え方を踏まえ、被保険者の利益のために長期的な収益を確保する観点から、財務的な要素に加えて、非財務的要素であるESG(環境・社会・ガバナンス)を考慮した投資を推進する。

5

長期的な投資収益の拡大を図る観点から、投資先及び市場全体の長期志向と持続的成長を促す、スチュワードシップ責任を果たすような様々な活動(ESGを考慮した取組を含む。)を進める。

2021年度 業務概況書 目次



P.3

2021年度の 運用実績一覧・トピックス



P.5

経営委員長メッセージ



P.6

理事長あいさつ



P.7

GPIFの紹介



P.19

2021年度の概況



P.21

2021年度の運用を 振り返って

第1部 2021年度の管理及び運用状況

1 運用実績	23
2 基本ポートフォリオの概要	33
3 運用リスク管理に関する基本的考え方等	41
4 各資産の運用状況	46
5 オルタナティブ資産の運用	52
6 スチュワードシップ責任	63
7 ESG活動	71
8 その他主要な取組	78
9 その他	84

第2部 GPIFの役割と組織運営

1 公的年金制度におけるGPIFの役割	85
2 組織・内部統制体制	89

第3部 資料編

1 ベンチマークインデックスの推移(2021年度)	95
2 運用実績等の推移	96
3 運用手法・運用受託機関別運用資産額等	100
4 超過収益率の要因分析	110
5 保有全銘柄	112
6 その他	113

▶ 年金積立金管理運用独立行政法人の運用状況については、この業務概況書を含め、インターネット・ホームページに掲載していますので、ご参照ください。

ホームページ

<https://www.gpif.go.jp/>



中期目標・中期計画等

<https://www.gpif.go.jp/info/activity/>



▶ ホームページには用語集を掲載していますので、適宜ご参照ください。

用語集

<https://www.gpif.go.jp/gpif/words/index.html>

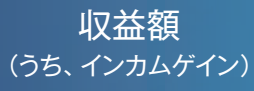


▶ この業務概況書の内容について、商用目的で転載・複製(引用は含まれません。)を行う場合は、事前に企画部(TEL:03-3502-2486)までご相談ください。引用・転載・複製を行う場合は、出所を明記してください。



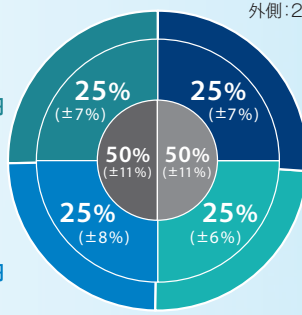
2021年度の運用実績一覧

▶ 詳細は23ページから32ページをご覧ください。

 収益率	2021年度	市場運用開始以降 [2001年度～2021年度]
	+5.42% [年率]	+3.69% [年率]
 収益額 (うち、インカムゲイン)	+10兆925億円 [年間] (+3兆1,983億円 [年間])	+105兆4,288億円 [累積] (+43兆3,523億円 [累積])

 超過収益率 (複合ベンチマーク対比)	2021年度	GPIF設立以降 [2006年度～2021年度]
	-0.06%	-0.03%

 運用資産額	2021年度末時点	
	196兆5,926億円	

 資産構成割合 (年金積立金全体)	内側：基本ポートフォリオ (カッコ内は乖離許容幅) 外側：2022年3月末	
	 外国株式 25.11% 50兆7,700億円 国内株式 24.49% 49兆5,137億円 国内債券 26.33% 53兆2,357億円 外国債券 24.07% 48兆6,784億円	

 各資産への配分・回収額	(単位：億円)				
		国内債券	外国債券	国内株式	外国株式
	配分・回収額	+43,038	+3,120	+12,221	-54,764

(注) 各資産の配分・回収額は、配分額から回収額を差し引いた額です。

 管理運用委託手数料額 (管理運用委託手数料率)	352億円 (0.02%)
--	------------------

 国庫納付	2021年度	市場運用開始以降 [2001年度～2021年度]
	7,500億円	17兆5,797億円 [累積]



2021年度のトピックス

1 基本ポートフォリオに基づく運用の着実な実施

GPIFでは、基本ポートフォリオに基づく運用を着実に実施するため、経済環境や市場環境の変化が激しくなる局面においても、基本ポートフォリオで定めた資産構成割合から乖離しないよう、適時適切に資産の売買等（リバランス）を行っています。

2021年度においては、海外金利の急上昇やロシアによるウクライナ侵攻を受けて金融市場全体の変動が大きくなる局面がありましたが、価格変動リスクの軽減とリバランスの効率化につながる株価指数先物を活用するなど、リスク管理に努めました。こうした取組の結果、2021年度の収益率は+5.42%となり、2年連続でプラス収益を確保しました。

2 スチュワードシップ活動・ESG活動の推進

GPIFでは、長期的な視点で環境問題や社会問題が資本市場に与える負の影響を減らし、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ます。

2021年度は、コーポレートガバナンス・コード改訂内容を踏まえた新たな取組として、国内株式の運用を委託している運用機関に対して「優れたTCFD開示」の選定を依頼し、高い評価を得た企業を公表しました。また、国内株式を対象とした下記のESG指数を選定し、その指数に基づくパッシブ運用を開始しました。

- 【総合型】FTSE Blossom Japan Sector Relative Index

▶ 詳細は63ページから77ページをご覧ください。

3 オルタナティブ投資の充実

GPIFでは、より大きな分散効果が期待でき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）への投資を積み上げることで、運用の効率化、ひいては年金財政の安定化を目指しています。

2014年の投資開始以来、運用体制の整備を進めながら資産残高を着実に積み上げており、2021年度末時点の時価総額は2兆円を超えました。また、2021年度は新たに下記の分野について運用を開始しました。

- プライベート・エクイティ（日本特化型）

▶ 詳細は52ページから62ページをご覧ください。

多様な知識・経験を有する専門家の英知を結集し、
国民の皆様から、常に信頼される組織を目指します。



GPIFの使命は、年金積立金の管理・運用を、専ら国民の皆様の利益のために長期的な観点に立って安定的かつ効率的に行い、これを通じて年金財政の安定に貢献することです。

経営委員会は、多様な知識・経験を有する専門家9名と理事長の合計10名によって構成されています。基本ポートフォリオの策定など年金積立金の管理・運用や組織の運営に関する重要な方針を決定するとともに、監査委員会とも連携しながら、執行部の執行状況を監督しています。

GPIFは、常に国民の皆様から信頼される組織でなければなりません。そのためには、年金積立金の管理・運用が、私たちの使命に則して適切に行われることが何よりも重要であると考えています。新型コロナウイルス感染症の収束がなかなかみえない中、ロシアによるウクライ

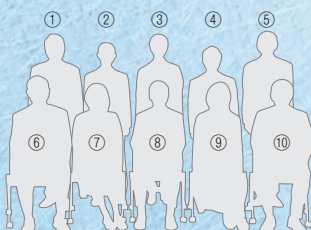
ナ侵攻によって国際的な緊張も高まっています。一方、欧米等の中央銀行は、インフレ抑制に向けて金融引締めに舵を切り始めています。このように変化の激しい社会経済情勢の下にあっても、私たちの使命に変わりはありません。経営委員会としては、委員会メンバーの英知を結集し、理事長率いる執行部と密接な連携をとりながら、国民の皆様の利益に資するよう全力を傾けてまいり所存です。

国民の皆様のご理解とご支援を宜しくお願い申し上げます。

年金積立金管理運用独立行政法人

経営委員長

山口 廣 秀



①内田 貴和(うちだ たかかず)
②堀江 貞之(ほりえ さだゆき)
③加藤 康之(かとう やすゆき)
④逢見 直人(おうみ なおと)
⑤尾崎 道明(おさき みちあき)

⑥新井 富雄(あらい とみお)
⑦小宮山 榮(こみやま さかえ)
⑧山口 廣秀(やまぐち ひろひで)
⑨根本 直子(ねもと なおこ)
⑩宮園 雅敬(みやぞの まさたか)

年金積立金の管理及び運用を通じ、年金制度の財政の安定、ひいては国民生活の安定に貢献するという使命を全うします。

年金積立金管理運用独立行政法人(GPIF)は、厚生労働大臣から寄託された年金積立金の管理及び運用を行うとともに、その収益を年金特別会計に納付することにより、厚生年金保険事業及び国民年金事業の安定に資することを目的としています。

2021年度の運用結果は、外国株式市場の大幅な上昇や円安により、年度ベースで5.42%のプラス収益となりました。

ロシアによるウクライナ侵攻や新型コロナウイルス感染症の感染再拡大等によりドイツ等の株式市場は下落したものの、堅調な景気拡大等を背景に米国等の株式市場が上昇したことで、外国株式市場全体としては上昇しました。一方で、国内株式市場は、ほぼ横ばいとなりました。また、記録的な物価の上昇等を背景に米国連邦準備

制度理事会(FRB)が緩和的な金融政策からの転換を進めるなか、米国を中心に主要国で国債利回りが大幅に上昇する一方、日本銀行は緩和的な金融政策を継続する姿勢を示したことで国内の国債利回りは相対的に低位に留まり、国内外の長期金利差が拡大したこと等から、為替では対ドル・対ユーロで円安となりました。

年金積立金の市場運用を開始した2001年度からの累積収益額は105兆円を超える結果となっております。もとより今回の数値は一時点のものであり、長期的な観点から運用を行うGPIFとしては、引き続き投資原則・行動規範を遵守し、短期的な市場変動に捉われず長期的な観点から運用を行い、次世代に必要な積立金を残すためにしっかりと受託者責任を果たしてまいります。2021年度の業務概況書でも、前年度に引き続き新しい情報を加え透明性の向上を図りながら、できるだけ分かりやすく説明するように工夫しております。

GPIFは、年金制度の財政の安定、ひいては国民生活の安定に貢献するという使命を全うすべく、国民の皆様 に信頼される組織を目指し、経営委員会と密に連携しながら、役職員一同全力で取り組んでまいり所存です。

皆様のご理解、ご支援を賜りますよう、よろしくお願い申し上げます。



年金積立金管理運用独立行政法人

理事長

宮園 雅敬

1. GPIF について

はじめに

日本の未来を支えるための、公的年金。
その大切なお金の一部を運用している GPIF が
どのような活動をしているのか、
国民の皆様にはわかりやすくご説明いたします。

公的年金って？

「歳をとって働けなくなる」「病気や事故で障害を負う」「一家の大黒柱を亡くす」などの人生のリスクに備えて、国民みんながお金を出し合う助け合いのしくみです。特に日本の社会においては、高齢者の暮らしを生涯にわたって支えるものとして、とても大切な役割を果たしています。

▶ 公的年金制度における GPIF の役割の詳細については、85・86 ページをご覧ください。

(注) 国民の皆様にはわかりやすくお伝えするため、一部情報を簡略化しています。画像は全てイメージです。

Q1

自分が納めたお金は
年金として戻ってくるの？

A

日本の公的年金制度は、現役世代が納める保険料で、その時々の高齢者世代に年金を給付する「世代間の支え合い」です。自分が納めたお金が、そのまま戻ってくる仕組みにはなっていません。

▶ 詳しくは 8 ページへ

Q2

少子高齢化が進むと、
年金はどうなるの？

A

高齢者世代に給付する年金をまかなう現役世代からの保険料が少なくなるため、その不足分を補うことが必要になります。
高齢者や女性の就業が増加するなどの時代の変化を年金制度に反映することで年金制度の持続性は高まっていますが、加えて、年金積立金の活用により年金財政の安定化を図るしくみになっています。

▶ 詳しくは 9 ページへ

Q3

GPIF って何をする組織なの？

A

年金給付のためのお金の一部を、将来の世代のために運用し、増やしています。

▶ 詳しくは 10 ページへ

Q4

今年の運用結果で、来年に
貰える年金額は変わるの？

A

GPIF が運用しているのは「将来世代のための備え」のお金なので、今年の運用結果がプラスでもマイナスでも来年に受けとる年金額に影響することはありません。

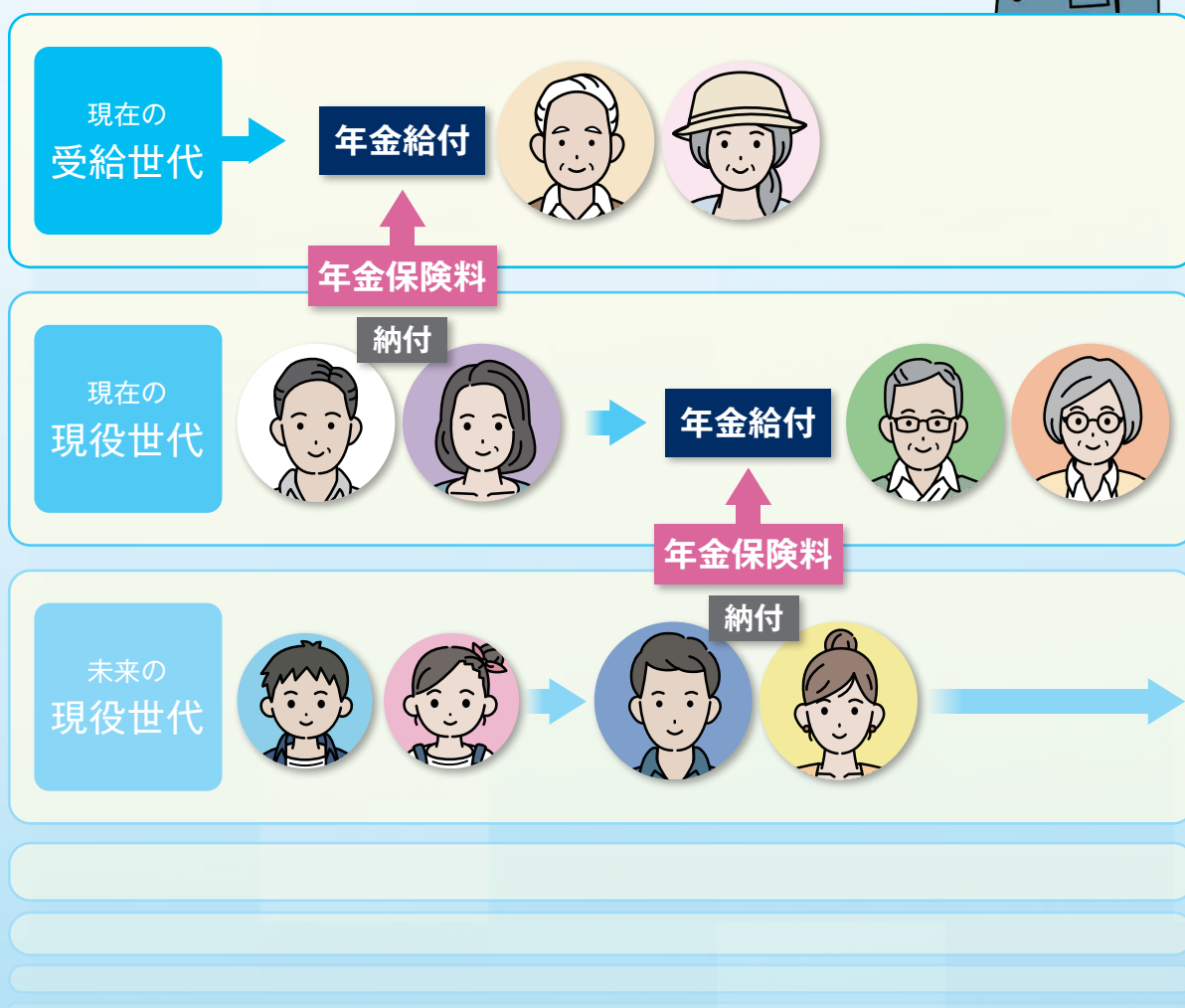
▶ 詳しくは 10 ページへ

POINT 1

まずは、日本の年金制度について、改めて確認してみましょう。



日本では、高齢者の生活を現役世代が「**支える**」制度を採用しています。



現役世代が納める保険料で、その時々の高齢者世代に年金を給付しています。つまり、現役世代が将来受け取る年金は、その子どもや孫たちの世代が納める保険料でまかなわれることになります。自分が納めた保険料が将来そのまま戻ってくるしくみではありません。

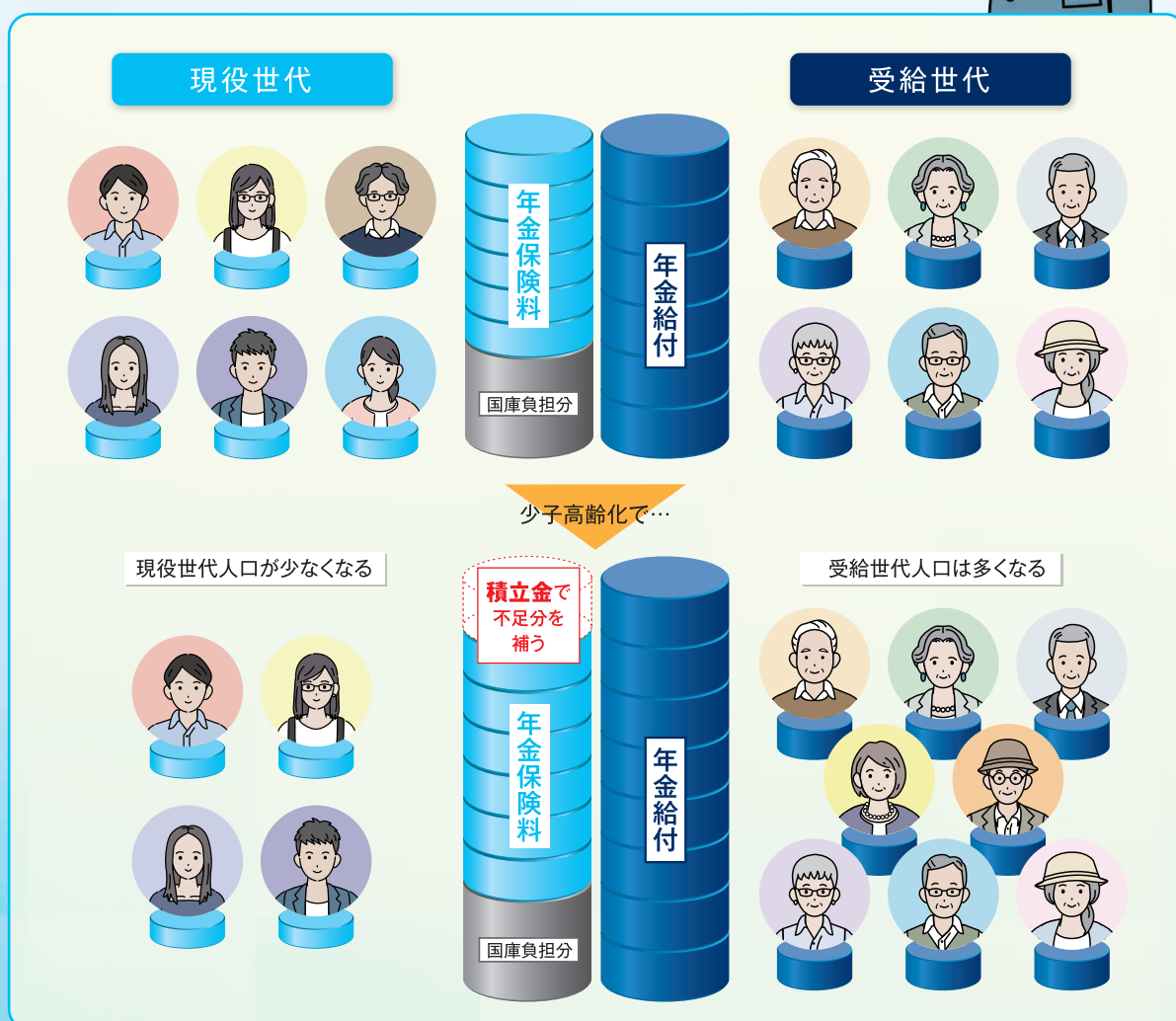


人口が減っている時代。どんな心配があるのでしょうか？

POINT 2

日本の人口が減ると、年金はどうなるのでしょうか？

このまま少子高齢化が進むと、
将来の現役世代の負担が
大きくなりすぎてしまうかもしれません。



近年は、現役世代の人口が減少する一方で、健康寿命の伸長に伴い高齢者の就業が増加し、また女性の就業率も上昇するなど、これまでよりも長く多様な形で人々が就労する社会となっていきます。こうした時代の変化を年金制度に反映することで年金制度の持続可能性は高まっています。これに加えて、将来の年金給付財源の不足分を補うために年金積立金を活用することにより、将来にわたって年金財政の安定化を図るしくみになっています。



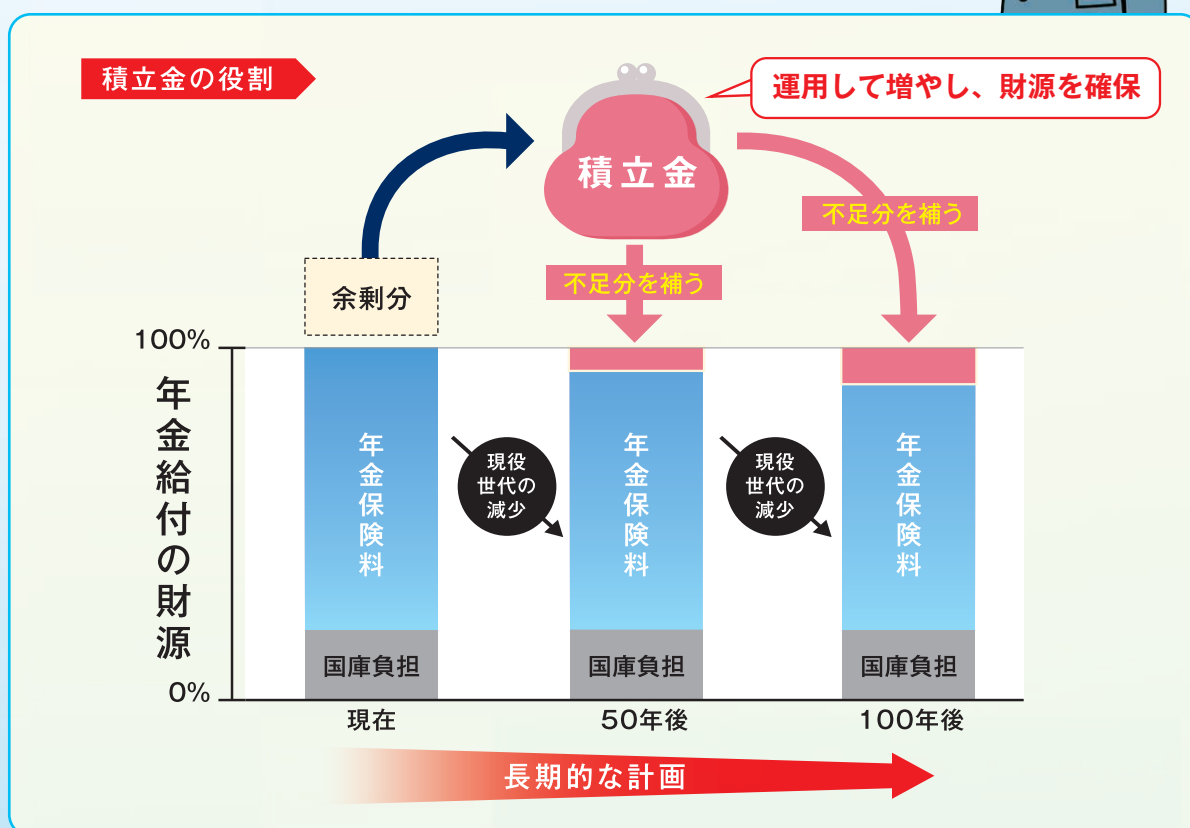
積立金の役割について、詳しく見てみましょう。

POINT 3

GPIFは、未来の世代のためにお金を運用しています。

どんなお金を運用しているの？

現役世代が納めた年金保険料のうち、年金の支払いなどに充てられなかったものが、将来世代のために積み立てられています。長期的にみると、年金財源全体のうち、積立金からまかなわれるのは1割程度です。



「GPIF」って何の略？



Government = 政府

Investment = 投資

Pension = 年金

Fund = 基金

「年金積立金を運用している公的な機関」を意味する英語から、頭文字をとっています。

今年の運用結果は、来年の年金に影響するの？

GPIFが運用している積立金は、将来世代の負担が大きくなりすぎないようにするためのお金です。よって、もし今年の運用結果がプラスでも、来年の年金支給額が増えることはありません。同じように、運用結果がマイナスでも、来年の年金支給額が減ることはありません。

2. 年金積立金の運用について

これからも安定して
収益を得ていくために、
GPIFはこんなことを心がけています。

POINT 1

長期分散投資を基本としています。

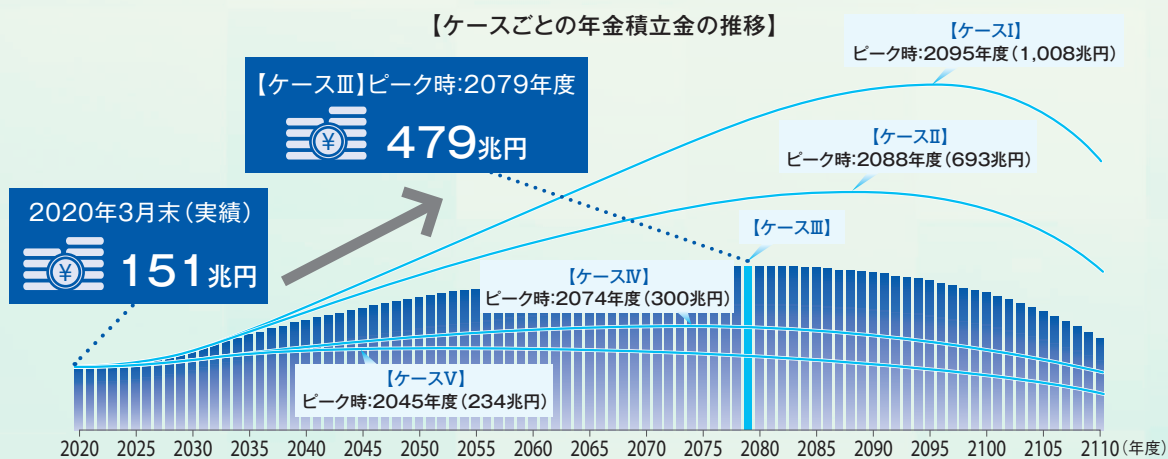


1 長い目で投資を行っています。

短い期間では、運用によって得られる収益はプラスやマイナスに大きく振れる可能性があります。運用の期間が長くなるほど、プラスとマイナスが互いに打ち消し合うことで、年率平均の収益の振れ幅を小さくする効果が期待できます。

GPIFが運用している年金積立金は概ね50年程度は取り崩す必要が生じない資金です。このため、一時的な市場の変動に過度にとらわれる必要はなく、さまざまな資産を長期にわたって持ち続ける「長期運用」によって、安定的な収益を得ることを目指しています。

概ね100年間の年金積立金の見通し(2019年財政検証)

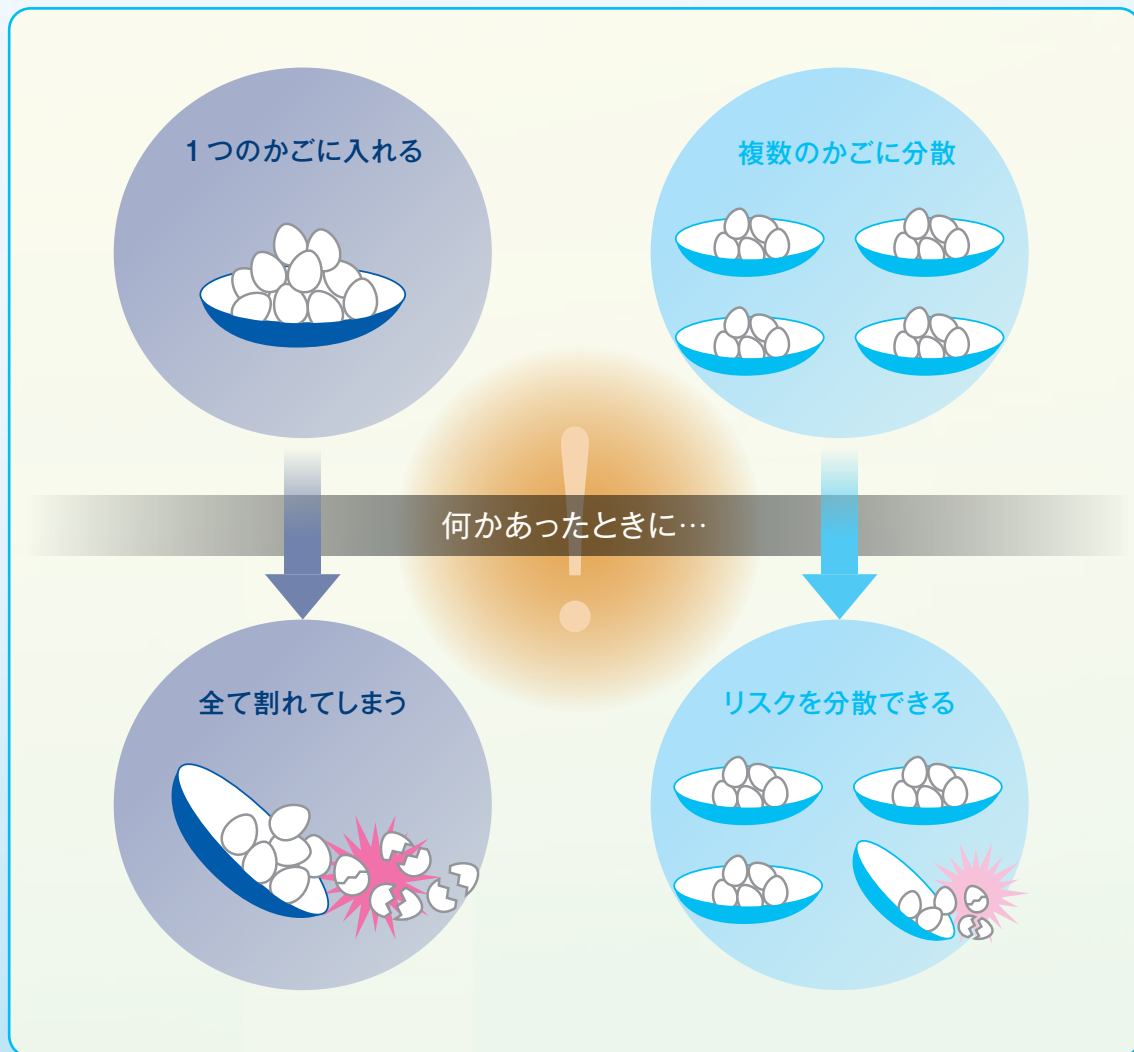


(注) ケースⅠ～ケースⅤの詳細は34ページをご覧ください。

2 分散して投資を行っています。

資産運用には「卵を一つのかごに盛るな (Don't put all eggs in one basket)」ということわざがあります。性質や値動きの異なる複数の資産に分散して運用することにより、安定的な運用成果を目指しています。

GPIFが運用している年金積立金は約200兆円と巨額の規模です。このため、市場や企業経営に与える影響に配慮しつつ、国内外の様々な資産に幅広く投資することができます。



この「長期投資」と「分散投資」の組み合わせにより、収益の安定を目指しています。

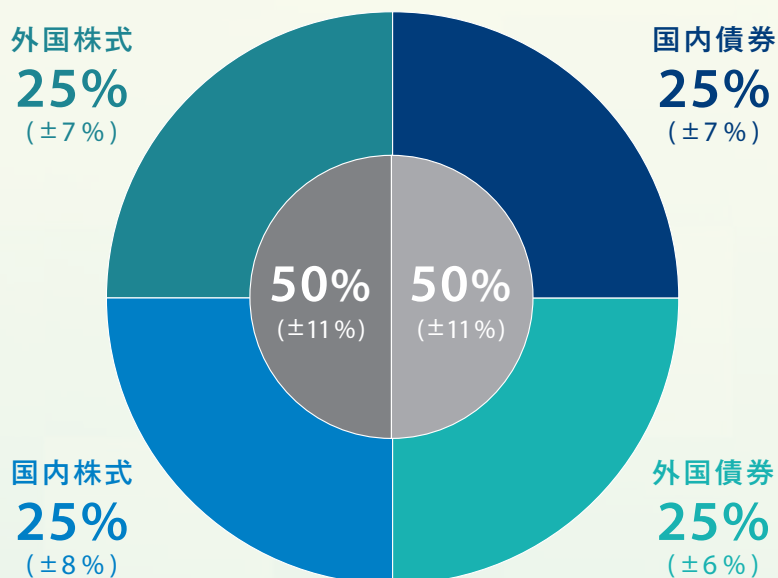
基本ポートフォリオ (基本となる資産構成割合)に 基づいて運用を行っています。

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とされています。

GPIFでは、長期的な観点から基本となる資産構成割合(基本ポートフォリオ)に従って運用を行うこととされています。



【現在の基本ポートフォリオ】
(2020年4月以降)



(注) カッコ内は乖離許容幅です。

ただし、市場は常に変動するものであるため、実際の運用は、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が不可欠です。

このため、GPIFでは、基本ポートフォリオからの乖離を許容する範囲(乖離許容幅)を定めています。

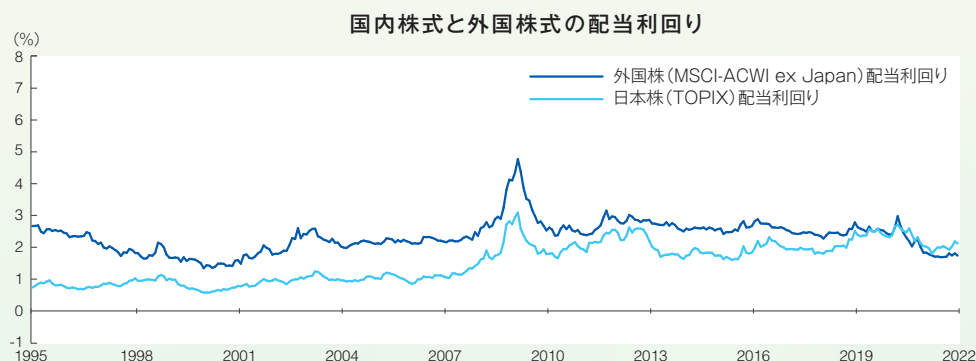
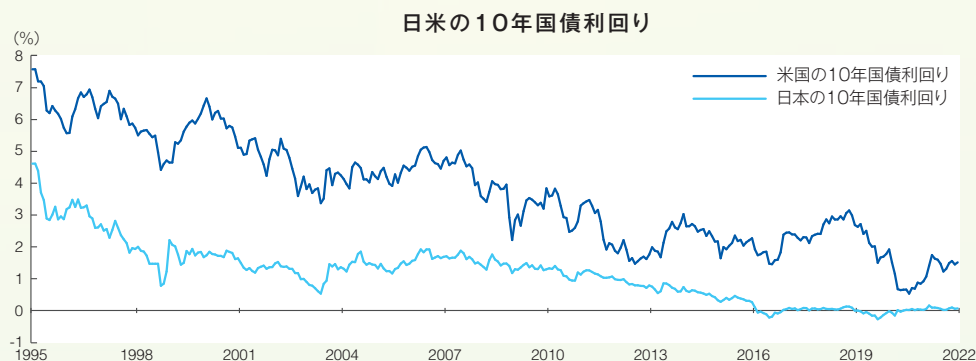
長期の運用実績の大半は基本ポートフォリオによって決まるとされていることから、GPIFでは、年金積立金の管理及び運用において、基本ポートフォリオに基づくことが重要であると考えています。実際の運用における資産構成割合が基本ポートフォリオから乖離した場合には、適時適切に資産の入替え等(リバランス)を行い、乖離許容幅内に収まるよう管理しています。

POINT 3

債券だけではなく、 株式も適切に組み入れています。

近年、日本の国債金利は0%前後で推移しています。長期的に経済・運用環境が変化し、物価や賃金の上昇が想定される中で、国内債券を中心とした運用では、年金財政上必要な利回りを確保することは困難です。

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ます。GPIFでは、株式を適切に組み入れて運用することで、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より、最低限のリスクで年金財政上必要な利回りを確保することを目指しています。



**巨額の株式を保有していると、年金積立金を取り崩す
(株式を売却する)時に、株価を押し下げてしまうのでは？**

GPIFが運用している年金積立金は、概ね50年程度は取り崩す必要は生じません。
(ただし、運用収益の一部を年金給付に充てることはあります。)

取り崩し局面が来た後も、巨額の資産を一度に取り崩すのではなく、数十年かけて少しずつ取り崩していくことになります。その際、国内外の市場動向を慎重に見極めた上で、市場にできる限り影響を与えないよう、十分に留意します。

国内だけではなく、 外国の様々な資産にも 投資しています。

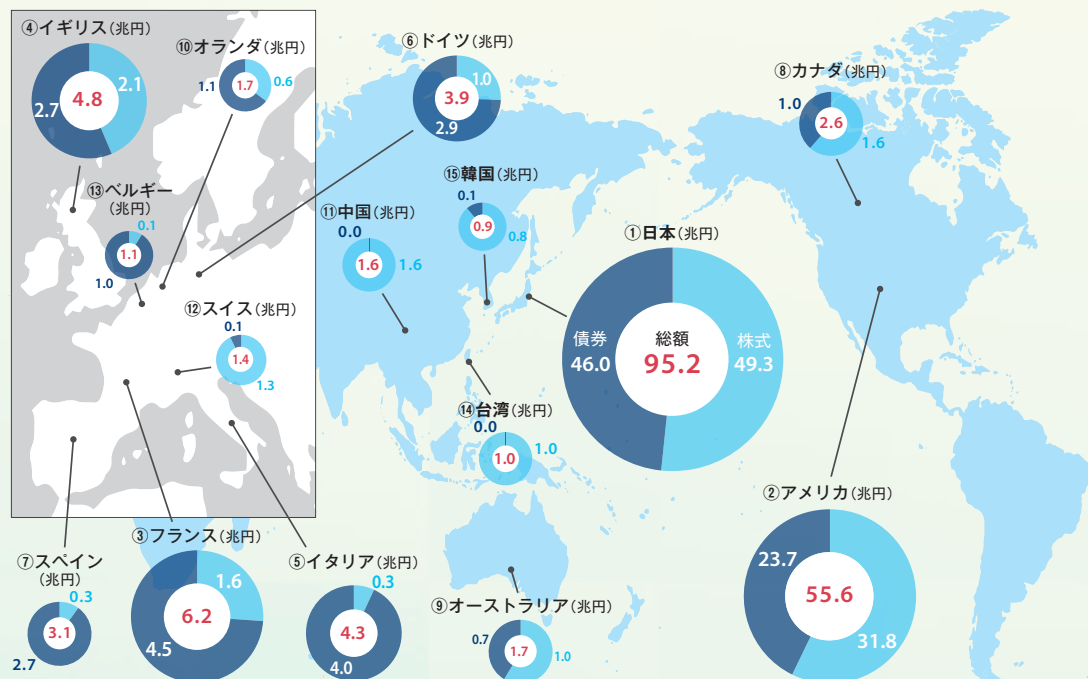


例えば、市場の変動により資産価格が一時的に下落したとしても、その後再び上昇すれば、長期的には影響がありません。しかし、場合によっては、当初の想定よりも長期間にわたり、資産価格の下落が継続することもあります。逆に、特定の資産価格が継続的に上昇を続けた場合に、その資産を保有していなければ、収益獲得の機会を逸してしまうことになります。

GPIFは、国内だけではなく、外国の様々な種類の資産に分けて投資することで、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同時に、資産分散の効果により、運用資産全体の価格の「ブレ」を抑制することで、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。

国・地域別に分類した投資額

2022年3月末時点の投資額上位15の国・地域は、以下のとおりとなっています。



(注1) 原則、株式は主に発行体の設立国または銘柄の主な上場先である国基準(MSCIインデックスの国分類)、債券は主に発行体または発行体の親会社の本社所在国基準(ブルームバーグインデックスの国分類)を使用して集計しています。

(注2) ファンド内に一時的に残るキャッシュ等は除いて集計しています。

POINT 5

株式や債券に加えて、 オルタナティブ資産にも 投資しています。

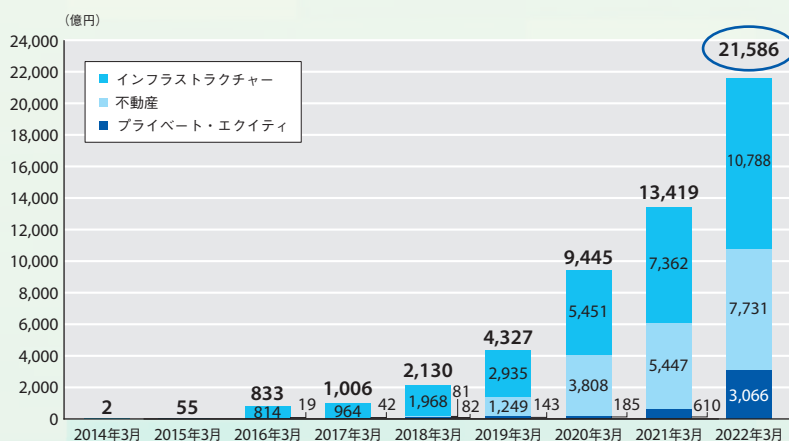
オルタナティブ資産とは伝統的な投資資産である上場株式、債券に対する「代替的（オルタナティブ）」な投資資産の総称です。オルタナティブ資産には多種多様な資産がありますが、GPIFでは「インフラストラクチャー（再生可能エネルギーなどのインフラ事業への投資）」、「プライベート・エクイティ（非上場株式への投資）」、「不動産（物流施設、商業施設などの実物不動産への投資）」を運用の対象としています。



オルタナティブ資産は、株式や債券とはリスクや収益の動きが異なることから、株式や債券と一緒に保有することで、資産全体としての収益の変動を抑える効果が期待できます。また、迅速な売買ができないという不便がありますが、その分利回りが高いとされています。

海外の年金基金では、このような特性・効果をもつオルタナティブ資産を活用した分散投資を推進しています。超長期の投資家であるGPIFでは、迅速な売買が可能な株式や債券を保有しながら、市場環境や運用リスクにも十分に留意しつつ良質なオルタナティブ資産を着実に積み上げることで、運用の効率性の向上を目指しています。

投資開始来のオルタナティブ資産の時価推移



スチュワードシップ活動や ESGを考慮した投資を推進しています。

GPIFは、長期的な投資収益の拡大を図る観点から、スチュワードシップ責任を果たすための活動やESGを考慮した取組を推進しています。

GPIFのESG投資は法令に従って、「社会問題の解決に貢献する」こと自体を目的とするのではなく、環境問題や社会問題が資本市場に与える負の影響を低減することによって、被保険者の長期的な「経済的な利益」を確保する、という考え方のもとで推進しています。



スチュワードシップ責任とは、機関投資家が、投資先及び市場全体の長期志向と持続成長を促すことにより、長期的な投資収益拡大を図る責任のことです。GPIFでは、2014年5月の日本版スチュワードシップ・コード受入れから、スチュワードシップ責任に関する活動を本格的に開始しています。

GPIFは株式を直接保有せず、外部の運用会社を通じて投資しているため、スチュワードシップ活動の一環として、スチュワードシップ活動原則・議決権行使原則を定め、運用受託機関に対して、投資先企業との間で持続的な成長に資するESGも考慮に入れた「建設的な対話」（エンゲージメント）を行うよう求めています。

ESGは、環境(Environment)・社会(Social)・ガバナンス(Governance)の英語の頭文字を合わせた言葉です。



ESGを考慮した投資は、環境、社会、コーポレート・ガバナンスの視点を投資判断に組み込み、長期的なリターンの改善を期待するものです。

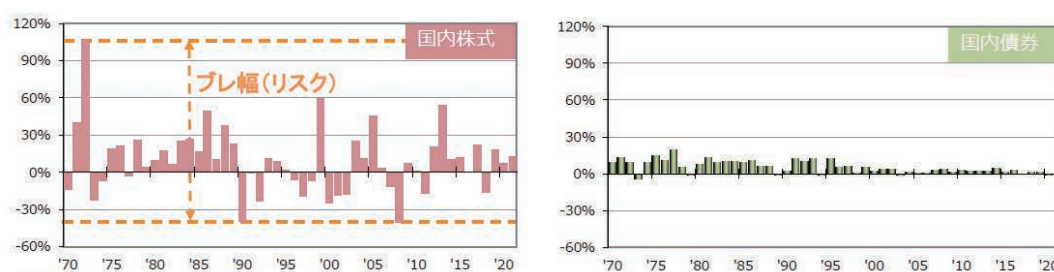
「世界の資本市場全体に幅広く分散して運用する投資家」（ユニバーサル・オーナー）かつ「世代をまたぐ投資家」（超長期投資家）という特性を持つGPIFが、長期にわたって安定した収益を獲得するためには、資本市場全体が持続的・安定的に成長することが重要です。このような認識のもと、GPIFはESG投資を推進しています。

長期的な収益を確保できるよう、適切にリスクを管理しています。

リスクという言葉は日本語で「危険」「良くないことの起こる可能性」といった使われ方をしますが、資産運用の世界では「リターン（収益）の変動」、つまりリターンのブレの大きさを指すことが一般的です。

株式や債券の将来のリターンは確定していません。下の図はそれぞれの資産のリターンのブレ幅を表しており、ブレ幅が大きいほどリスクが高いことを示しています。

国内株式及び国内債券の年次リターンの推移 1970年～2021年



※運用コストとして、シミュレーション期間全体について、各資産ごとの管理運用委託手数料（年率）を用いています。各資産ごとの管理運用委託手数料（年率）は以下の通りです。

国内株式：0.03%、国内債券：0.02%

※税金、及びリバランスに係る費用等の取引コストは考慮していません。利息・配当等は再投資したものと計算しています。

※過去のパフォーマンスは将来のリターンを保証するものではありません。

＜出所＞国内株式：東証一部時価総額加重平均収益率 国内債券：野村BPI総合

Copyright © 2022 Ibbotson Associates Japan, Inc. All Rights Reserved.

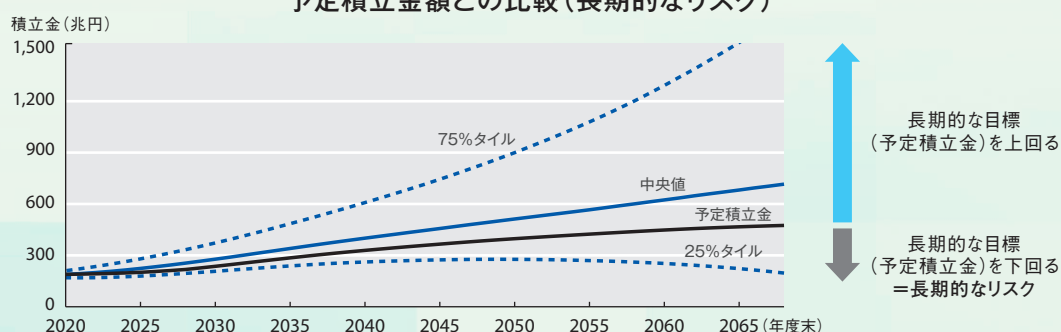
当資料はイボットソン・アソシエイツ・ジャパン株式会社（以下「イボットソン」）の著作物です。イボットソンの事前の書面による承諾のない利用、複製等は、全部または一部を問わず、損害賠償、著作権法の罰則の対象となります。

年金積立金の運用は、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ます。また、厚生労働大臣が定めた「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%^{（注）}を最低限のリスクで確保することが要請されています。

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ターンの変動（ブレ幅）」ではなく、「年金財政上必要とされる長期的な収益が得られないこと」です。GPIFは、年金積立金の運用を長期的な観点から安全かつ効率的に行うため、様々な指標を専門的に分析し、市場の一時的な変動による短期的なリターンの変動（ブレ幅）にも配慮しながら、長期的な収益が得られないリスクを抑えることを重視した運用を行っています。

（注）2019年財政検証で設定された長期の実質的な運用利回りの前提6ケースのうち、最も大きな値である1.7%を長期の運用目標として設定しています。

予定積立金額との比較（長期的なリスク）



2021年度の概況



運用実績

▶ 詳細は23・24ページをご覧ください。



(注) 収益率及び収益額は2021年度末での時価による評価であるため評価損益を含んでいます。

年金積立金は長期的な運用を行うものであるため、短期的な市場変動に過度に捉われるのではなく、その運用状況を長期的に判断することが必要です。

GPIFの収益のうち、キャピタルゲイン(価格変動による損益(実現損益と評価損益))は市場価格の変動により短期的には評価損となることもあります。インカムゲイン(利子・配当収入)は市場変動の影響を受けにくく、市場運用開始以降、利子や配当による収入を着実に積み上げています。

市場運用開始後の累積収益額 [2001年度～2021年度]





年金財政に与える影響

▶ 詳細は25ページをご覧ください。



年金積立金全体の
実質的な運用利回り

運用実績[累積]

3.78% [年率]

年金積立金全体^(注1)の運用は、厚生労働大臣が定めた中期目標において、長期的に実質的な運用利回り(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とされています。

(単年度ごとに1.7%を達成するよう求められていないことに留意が必要です。)

(注1) 年金積立金全体はGPIFの運用資産に加え、年金特別会計で管理する積立金を含みます。

(注2) 公的年金の年金給付費は、長期的にみると概ね名目賃金上昇率に連動して増加する仕組みになっています。したがって、年金積立金全体の運用収入のうち賃金上昇率を上回る分が、年金財政に対してプラス寄与となるという意味において実質的な収益となります。このため、年金財政に与える影響を評価する際には、年金積立金全体の収益率(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」を基準に行います。

▶ 年金財政における積立金の役割については、85・86ページをご覧ください。

市場運用開始(2001年度)からの年金積立金全体の実質的な運用利回り



(注1) 実質的な運用利回りは $\{(1 + \text{名目運用利回り} / 100) / (1 + \text{名目賃金上昇率} / 100)\} \times 100 - 100$ で算出しています。

(注2) 名目運用利回りは、運用手数料等(2010年度までは承継資金運用勘定における借入金利息を含みます。)控除後の収益率であり、年金積立金全体の収益額を年金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」で除して算出しています。

(注3) 長期的な運用目標は、2006年度から2009年度までは名目賃金上昇率+1.1%、2010年度から2014年度までは名目賃金上昇率+1.6%、2015年度以降は名目賃金上昇率+1.7%です。

(注4) 2001年度から各年度時点までの累積利回りをを用いて幾何平均により算出しています(年率換算値)。

2021年度の運用を振り返って

2021年度は、市場の急速な変化に対応し、ポートフォリオのリスク削減とリスク管理強化に努力した1年となりました。

2021年度の収益額は10兆円を超え、年度の収益率は+5.42%となりました。また、年金積立金の自主運用を開始した2001年以降の21年間でも、実質的な運用利回りは+3.78%（年率換算）となり、長期的な運用目標の「名目賃金上昇率+1.7%」を上回る状況が継続しております。四半期ごとの収益では、第4四半期以外の3四半期はプラスの収益となりました。2001年以来、計84四半期中7割強の60四半期でプラスとなり、長期投資として経済成長の果実を享受できるポートフォリオ構成であることも再確認されました。

超過収益率は、年度後半に上昇した市場のボラティリティが大きく上昇した影響により-6bp（約-1,100億円）と2年ぶりにマイナスでしたが、第4期中期目標期間の累積ではプラス（+26bp）を確保しております。オルタナティブ資産やESG指数に基づく運用が貢献しましたが、外国株式のファンド要因によりマイナスを記録しました。

年度後半は市場環境が大きく変化しました。米国連邦準備制度理事会（FRB）を始め海外各国で金融緩和から金融引き締めへの政策転換が実施され、市場のボラティリティは第3四半期以降高止まりしました。2月にはロシアによるウクライナ侵攻も発生しましたので、出来る限り不要なリスクは避け、基本ポートフォリオを忠実に再現し、ポートフォリオのリスク管理強化に努めました。

ポートフォリオのリスク削減に向けた具体的な方策としては、（1）外国債券の社債等比率の低減、（2）株価指数先物の利用による資産間リバランスの迅速化、（3）ドル金利上昇懸念に伴う為替ヘッジ付き米国債の削減、（4）決済リスクの高い証券のベンチマークからの除外と保有削減、（5）株式アクティブファンド残高の減額、（6）債券貸出における受入担保と貸出期間の見直し等が挙げられます。その結果、年度通期のVaRレシオ（P43参照）のピークは、2019年度の1.09から、2020年度1.05、2021年度1.03と順調に低減しております。

一方、オルタナティブ資産に関しては、2021年度は

国内プライベートエクイティファンドの新規選定等を行い、資産残高も順調な積み上がりを見せ、年度末での残高は2.1兆円を超え、初めて資産全体に占める割合が1%超となりました。ESG投資については、FTSE Blossom Japan Sector Relative Indexを新たに採用し、GPIFが採用するESG指数は国内株式・外国株式合計で8本となりました。その結果、ESG指数に基づく株式パッシブ運用とグリーンボンド等への投資を合わせた狭義のESG投資額は約13.7兆円となりました。

厳しい市場環境が続いておりますが、第4期中期計画の目標達成に向けて、引き続ききめ細やかなリスク管理に努めてまいります。被保険者を始めとする国民の皆様のご理解とご支援を賜りますようお願い申し上げます。

2021年度GPIFポートフォリオの主なリスク削減項目

（1）外国債券の社債等比率の低減

2020年度は、クレジットスプレッド拡大に伴い、外国債券での社債等比率を高めました。2021年度末には外国債券の約5%程度まで低下させております。特に、ハイイールド債の保有額については、運用ガイドラインの変更やファンドの解約により、2021年度末にはピーク時の1/5以下にまで減少させております。

（2）株価指数先物の利用による資産間リバランスの迅速化

ボラティリティの上昇で、4資産間のリバランスは今まで以上に重要なリスク管理対象となっております。GPIFでは基本ポートフォリオのリスク・リターン特性を確保すべく、機動的なリバランスを志向しておりますが、その執行効率を高めるため、2021年度より自家運用にて株価指数先物を利用しております。自家運用による先物の利用は2018年に制度化されましたが、実際に行うのは2021年度が初めてです。少額の資金で大きな取引が可能となる（レバレッジをかけることができる）先物の利用に対するご懸念を考慮し、GPIFでは株価指数先物購入時に購入想定元本金額を保有現金の範囲内としてレバレッジがかからないようにし、先物が現物株購入の一時的代替となるべく利用をしております。株価指数先物の利用により、株式購入・売却の意思決定から執行開

始までの時間を短縮できるだけでなく、株式市場の動きに合わせて売買金額を調整することや、ほぼ24時間開いているグローバル市場の流動性もリスク管理に活用できるようになり、リバランスがより効率化しました。

(3)ドル金利上昇懸念に伴う為替ヘッジ付き米国債の削減

GPIFは、外国資産の為替リスクを外国債券と外国株式のポートフォリオを合算して一体管理しております。また、外国債券の金利リスク(デュレーションリスク)に関しては、外国債券の全ポートフォリオと、国内債券に区分される為替ヘッジ付きの外国債券を一体で管理を行っております。2022年3月からFRBによる利上げ開始が予想されておりましたが、GPIFでは為替のリスクを基本ポートフォリオから変更せずに、外国債券の金利リスクのみを低減させるべく、為替ヘッジ付き米国債を約1兆円減額し、ポートフォリオ全体の金利上昇リスクを低下させております。

(4) 決済リスクの高い証券のベンチマークからの除外と保有削減

GPIFは世界市場に投資を行っておりますが、その中で一部新興国を中心に決済制度等に不安が残る市場もあります。被保険者の利益のために安全かつ効率的に運用を行うという目的に即して、こうしたリスクにも留意しながらポートフォリオ運営を行っております。

第59回経営委員会(2021年9月)では、外国債券の政策・評価ベンチマークである世界国債インデックス(WGBI)に段階的に組み入れられる予定となった中国国債について、国際決済制度が利用できない等の理由により、ベンチマークから除外する決定が行われました(P48参照)。

また、2022年2月にはロシアのウクライナ侵攻が発生しました。ロシア関連資産については、第65回経営委員会(2022年3月)で、リスク管理の観点から、新規投資は停止し、既保有資産は状況を注視しながら適切な時機での売却等の対応を行う方針を報告しました。具体的には、3月にロシア関連資産が指数会社によりベンチマークから除外されたことに伴い、GPIFの保有資産について

も受託運用機関が流動性等を考慮しながら売却等を進めております。ロシア関連債券は3月以降もロシア国外での店頭取引が海外決済機関を通じ一部行われていますが、ロシア関連株式は国外投資家による取引や決済が制限されています。このため、3月末時点では債券保有は大きく減少している一方、株式は一定程度残っておりますので、引き続き市場環境を注視しつつ対応してまいります。

(5) 株式アクティブファンド残高の減額

収益率要因分解(P28)をご覧頂くと、2021年度の超過収益率に最も影響があった項目は外国株式のファンド要因です。GPIFでは現在7社の外国株式アクティブファンドに運用をお願いしておりますが、全社の年度パフォーマンスがマネジャー・ベンチマークに劣る結果となりました。年度後半に各ファンドの超過収益の相関が高まるとともに、市場のボラティリティが急上昇しましたので、リスク管理上の理由で合計約2兆円分のアクティブファンド残高を減額しました。今後、株式ポートフォリオでは、配分資金の集中を避け、分散投資効果を得るために、アクティブファンドの採用数を増やす必要があり、現在、最も選択肢の多い北米市場でアクティブファンドを選定する方向で検討しております。出来る限り早い時期にアクティブファンドの分散効果が発揮できるよう進めてまいります。

(6) 債券貸出における受入担保と貸出期間の見直し

GPIFでは運用利回り向上のため、保有債券を貸し出すことで収益を得ておりますが、貸し出しの際には、貸出先の信用リスクがGPIFに及ばないよう、同等金額の有価証券等を担保として受け入れております。2021年度の初め、米国市場で証券会社数社が債券を貸し出していた先が破綻し、受入担保の売却が遅れ多額の損失を出した事例が報道されました。GPIFも同様なリスクを生じさせないよう慎重を期し、受入担保の種類と債券貸出の期間を保守的に見直しました。

理事(管理運用業務担当)兼CIO **植田栄治**

第1部 2021年度の管理及び運用状況

1 | 運用実績

[1] 収益等

① 収益率・収益額

2021年度の収益率は、

収益額は、

+5.42%

+10兆925億円

となりました。

		第1四半期	第2四半期	第3四半期	第4四半期	年度
資産全体	収益率(%)	2.68	0.98	2.81	-1.10	5.42
	収益額(億円)	49,820 (47,153)	18,763 (17,757)	54,372 (51,472)	-22,031 (-20,865)	100,925 (95,583)
国内債券	収益率(%)	0.47	0.11	-0.02	-1.54	-0.99
	収益額(億円)	2,090 (1,978)	501 (474)	-75 (-71)	-7,476 (-7,080)	-4,960 (-4,698)
外国債券	収益率(%)	1.87	-0.85	2.52	-1.22	2.29
	収益額(億円)	8,873 (8,398)	-4,091 (-3,872)	12,072 (11,428)	-6,130 (-5,806)	10,724 (10,156)
国内株式	収益率(%)	-0.25	5.35	-1.62	-1.22	2.12
	収益額(億円)	-1,051 (-994)	25,919 (24,530)	-8,081 (-7,650)	-5,916 (-5,603)	10,871 (10,296)
外国株式	収益率(%)	8.62	-0.77	10.54	-0.55	18.48
	収益額(億円)	39,908 (37,771)	-3,565 (-3,374)	50,456 (47,764)	-2,508 (-2,376)	84,290 (79,828)

(注1) カッコ内は管理積立金(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います。以下「厚生年金分」といいます。)の値です。寄託金の元本に応じて按分しています。なお、厚生年金分の収益率は、按分後も同じ値なので特記していません。

(注2) GPIFは時価評価により資産の管理・運用を行っています。資産全体及び各資産別の収益率は時間加重収益率(運用手数料等控除前)です。(以下のページにおいても同様です。)

(注3) 収益額は、総合収益額(運用手数料等控除前)です。(以下のページにおいても同様です。)

(注4) 国内債券は為替ヘッジ付き外国債券及び円建ての短期資産を含み、外国債券は外貨建ての短期資産を含みます。

(注5) 複数の資産区分が混在しているオルタナティブ資産のファンドは、当該ファンドの運用開始時の投資計画における目標資産構成比率に応じて各資産に按分しています。(以下のページにおいても同様です。)

(注6) 2021年度のオルタナティブ資産全体の時間加重収益率は21.37%(インフラストラクチャー:20.80%、プライベート・エクイティ:28.83%、不動産:20.25%)です。オルタナティブ資産の運用及び収益率計測方法の詳細については、52ページから62ページをご覧ください。

(注7) 四捨五入のため、各四半期の数値の合算は年度の数値と必ずしも一致しません。

② 累積収益額・運用資産額

年金積立金の市場運用を開始した2001年度から2021年度までの累積収益額は、

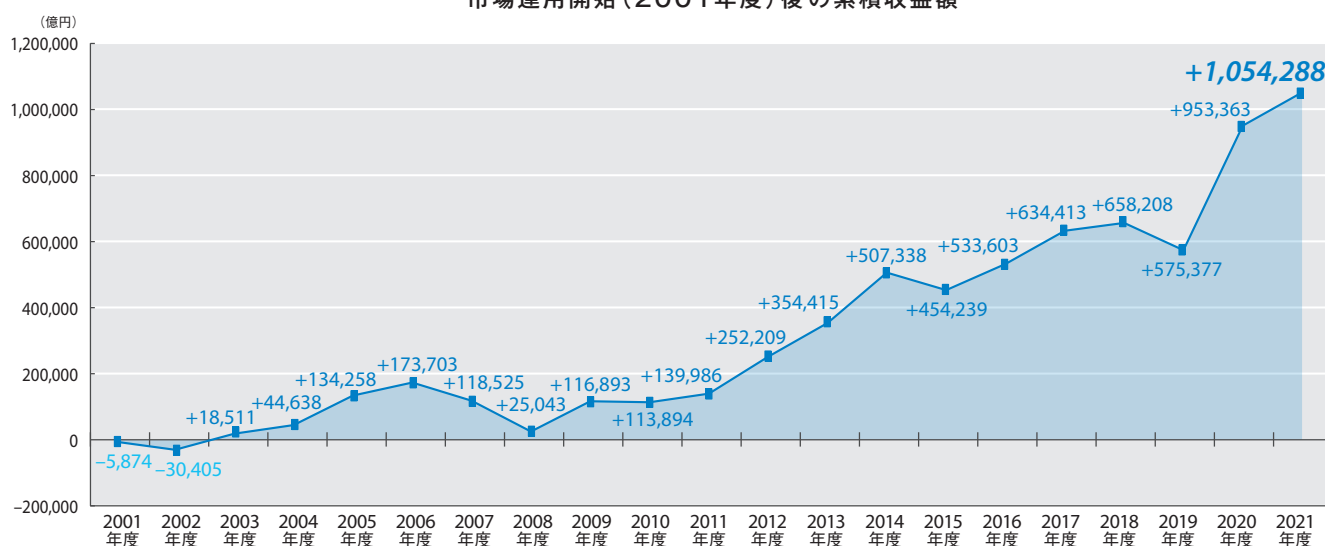
+105兆4,288億円 となり、

2021年度末のGPIFの運用資産額は

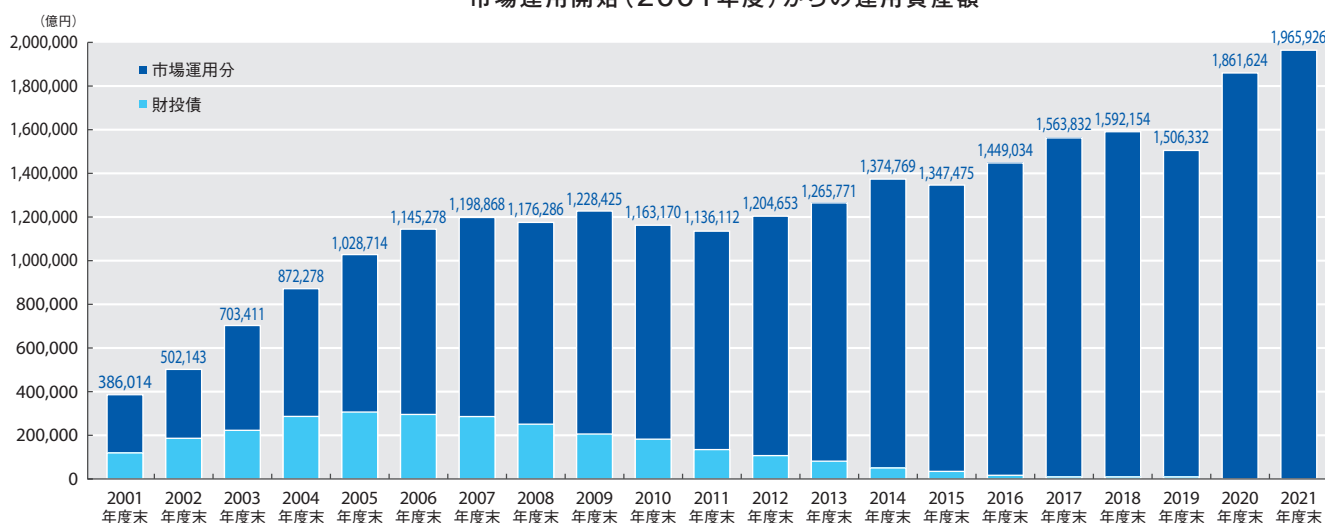
196兆5,926億円
(186兆1,865億円^(注)) となっています。

(注) 厚生年金分の値です。寄託金の元本に応じて按分しています。

市場運用開始(2001年度)後の累積収益額



市場運用開始(2001年度)からの運用資産額



(注) 財投債による運用は、2020年度中に終了しました。詳細については、115ページをご覧ください。

③ 長期的な運用目標との比較

年金積立金全体^(注1)の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^(注2)」は、市場運用を開始した2001年度以降の21年間の平均で

3.78%

2015年度以降の長期的な運用目標

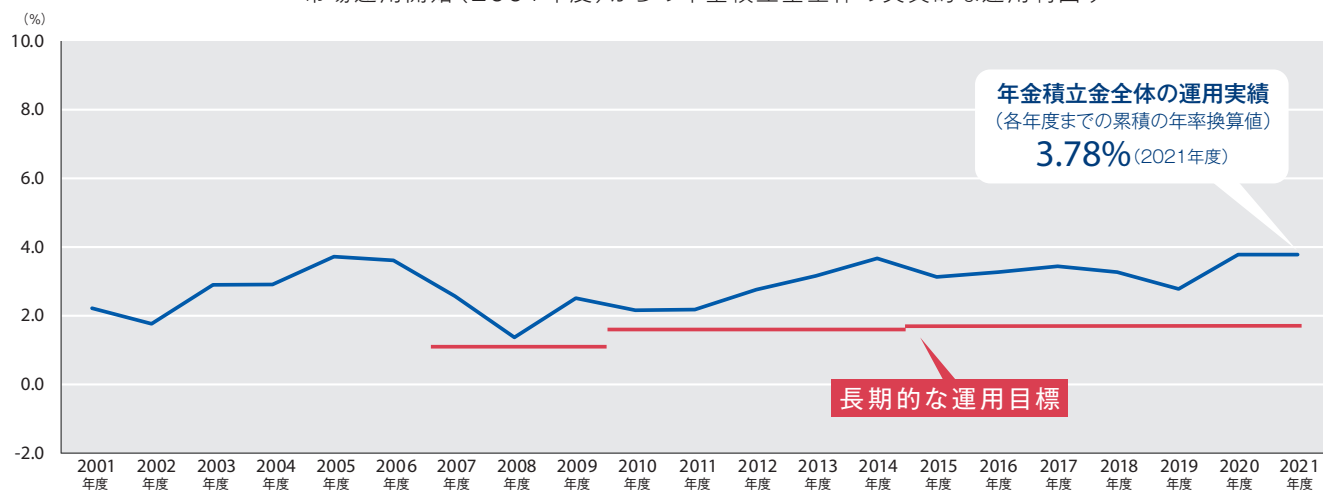
名目賃金上昇率 **+1.7%**

となり、長期的な運用目標を上回っています。
年金財政における積立金の役割については、85・86ページをご覧ください。

(注1) 年金積立金全体はGPIFの運用資産に加え、年金特別会計で管理する積立金を含みます。

(注2) 公的年金の年金給付費は、長期的にみると概ね名目賃金上昇率に連動して増加する仕組みになっています。したがって、年金積立金全体の運用収入のうち賃金上昇率を上回る分が、年金財政に対してプラス寄与となるという意味において実質的な収益となります。長期的な運用目標は、2006年度から2009年度までは名目賃金上昇率+1.1%、2010年度から2014年度までは名目賃金上昇率+1.6%、2015年度以降は名目賃金上昇率+1.7%です。なお、これらの目標は、あくまで長期的な運用目標として与えられているものであり、単年度ごと、あるいは、一定の期間(中期計画の5年間など)の目標達成が求められているわけではない点に留意が必要です。

市場運用開始(2001年度)からの年金積立金全体の実質的な運用利回り



年金積立金全体の運用実績

(単位:%)

	2001年度	2002年度	2003年度	2004年度	2005年度	2006年度	2007年度	2008年度	2009年度	2010年度	2011年度	2012年度	2013年度	2014年度	2015年度	2016年度	2017年度	2018年度	2019年度	2020年度	2021年度	21年間(年率)
実績																						
名目運用利回り	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	1.43	-5.00	23.98	5.17	3.71
名目賃金上昇率	-0.27	-1.15	-0.27	-0.20	-0.17	0.01	-0.07	-0.26	-4.06	0.68	-0.21	0.21	0.13	0.99	0.50	0.03	0.41	0.95	0.70	-0.51	1.26	-0.07
実質的な運用利回り	2.22	1.34	5.18	2.94	7.01	3.09	-3.46	-6.62	12.09	-0.93	2.39	9.33	8.09	10.53	-4.12	5.45	6.09	0.48	-5.66	24.62	3.86	3.78

(注1) 実質的な運用利回りは $\{(1+\text{名目運用利回り}/100)/(1+\text{名目賃金上昇率}/100)\} \times 100 - 100$ で算出しています。

(注2) 名目運用利回りは、運用手数料等(2010年度までは承継資金運用勘定における借入金利息を含みます。)控除後の収益率であり、年金積立金全体の収益額を年金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」で除して算出しています。

(注3) 長期的な運用目標は、2006年度から2009年度までは名目賃金上昇率+1.1%、2010年度から2014年度までは名目賃金上昇率+1.6%、2015年度以降は名目賃金上昇率+1.7%です。

(注4) 長期的な運用目標は、2001年度から各年度時点までの累積利回りをを用いて幾何平均により算出しています(年率換算値)。

(注5) 名目運用利回り及び名目賃金上昇率は、2020年度までは厚生労働省「令和2年度年金積立金の運用状況について(年金積立金管理運用独立行政法人法第28条に基づく公表資料)」を前提とし、2021年度は厚生労働省より入手(速報値)しています。

(注6) ここで使用している名目賃金上昇率は、第1号厚生年金被保険者に係る名目賃金上昇率です。

(注7) 名目運用利回り及び名目賃金上昇率の直近21年間(年率)は、各年度の幾何平均(年率換算)です。

④ インカムゲイン

GPIFの収益は、インカムゲイン（利子・配当収入）とキャピタルゲイン（価格変動による損益（実現損益と評価損益））に分けることができます。

インカムゲインの内訳を見ると、近年国内債券の割合が減少する一方、内外株式の割合が増加する傾向にあることが分かります。市場運用開始直後の時点では、インカムゲインに占める国内債券の割合は60～70%でしたが、近年では、国内債券の割合は20%を下回る一方で、内外株式の割合は60%程度となっています。これは、①近年、国内債券の利回りが著しく低下し、株式の配当利回りを大きく下回っているほか、②2014年度以降、基本ポートフォリオの構成上、債券の割合を下げ、株式の割合を上げたことによるものです。

長期投資家の場合には、インカムゲインを再投資に回した方が、長い期間で見れば大きな複利効果が得られるため、GPIFは、保有する資産から得られるインカムゲインをキャッシュ（現金）のまま保有せず、再投資しています。

なお、2021年度のインカムゲインは

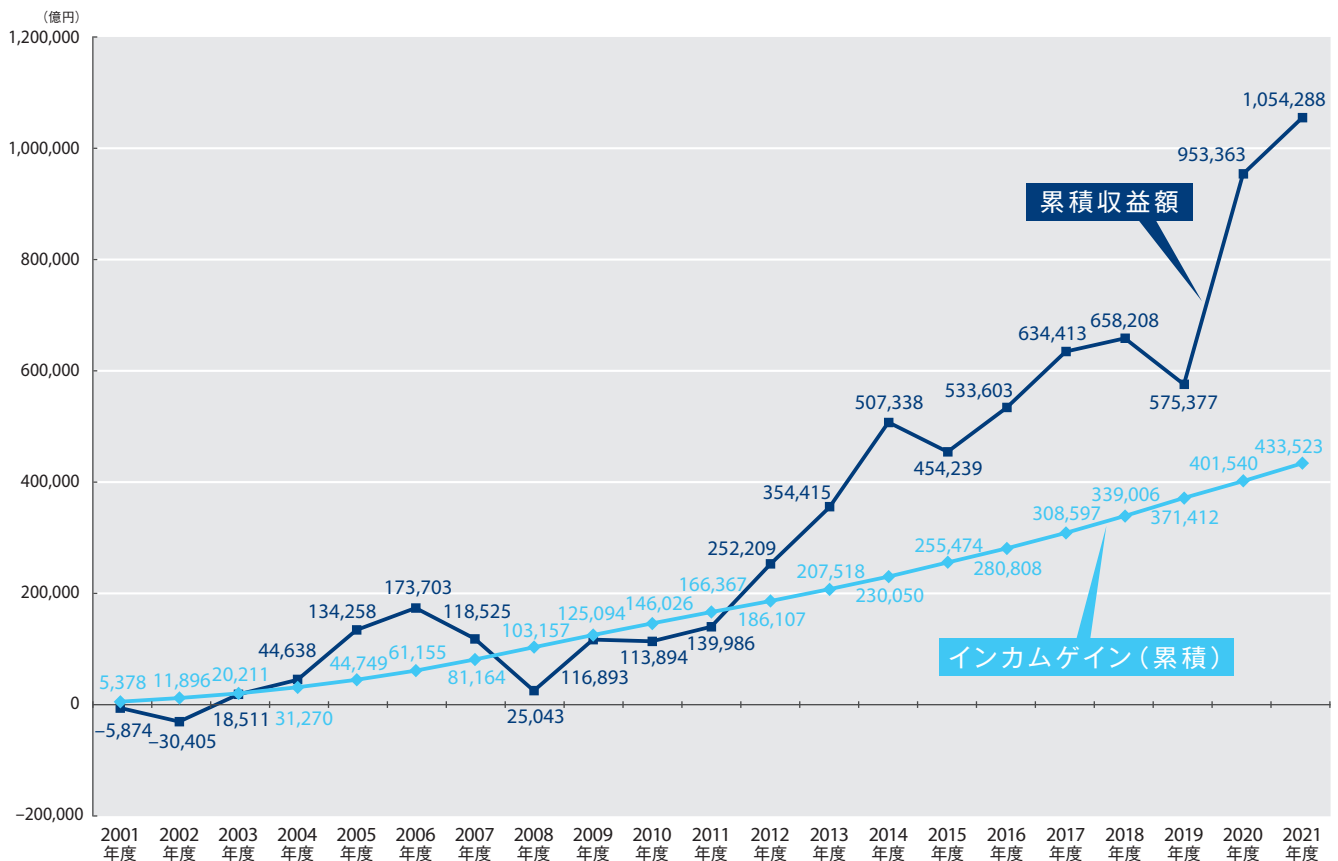
3兆1,983億円（収益率^{（注6）}は**+1.63%**）で、

市場運用を開始した2001年度以降の21年間の累積額は

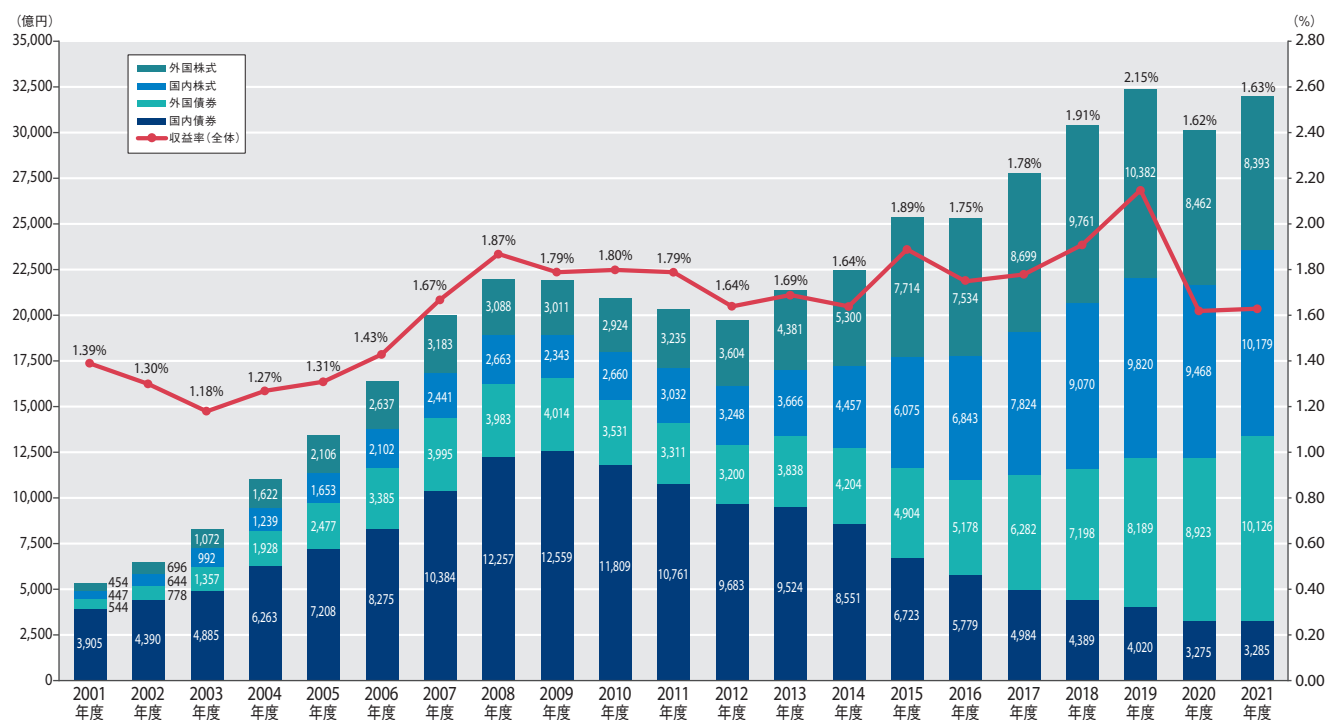
43兆3,523億円（収益率^{（注6）}は**+1.64%**〔年率〕）

となっており、累積収益額に占めるインカムゲインの累積額の割合は40%を超えています。

累積収益額とインカムゲイン（累積）との対比グラフ



インカムゲインの推移



収益額・収益率(インカムゲイン)

(単位: 億円)

	累積収益額 (通期)	2001 年度	2002 年度	2003 年度	2004 年度	2005 年度	2006 年度	2007 年度	2008 年度	2009 年度	2010 年度
国内債券	152,909 (1.21%)	3,905 (1.49%)	4,390 (1.26%)	4,885 (1.03%)	6,263 (1.03%)	7,208 (1.10%)	8,275 (1.12%)	10,384 (1.21%)	12,257 (1.41%)	12,559 (1.51%)	11,809 (1.52%)
外国債券	91,345 (3.07%)	544 (4.04%)	778 (3.06%)	1,357 (3.43%)	1,928 (3.33%)	2,477 (3.28%)	3,385 (3.73%)	3,995 (4.13%)	3,983 (3.98%)	4,014 (3.96%)	3,531 (3.75%)
国内株式	90,867 (1.68%)	447 (0.65%)	644 (0.87%)	992 (0.83%)	1,239 (1.00%)	1,653 (0.87%)	2,102 (1.10%)	2,441 (1.77%)	2,663 (2.34%)	2,343 (1.59%)	2,660 (1.98%)
外国株式	98,256 (2.18%)	454 (1.19%)	696 (1.56%)	1,072 (1.81%)	1,622 (1.99%)	2,106 (1.96%)	2,637 (2.09%)	3,183 (2.92%)	3,088 (3.40%)	3,011 (2.27%)	2,924 (2.23%)
合 計	433,523 (1.64%)	5,378 (1.39%)	6,518 (1.30%)	8,314 (1.18%)	11,060 (1.27%)	13,479 (1.31%)	16,407 (1.43%)	20,008 (1.67%)	21,994 (1.87%)	21,937 (1.79%)	20,932 (1.80%)

	2011 年度	2012 年度	2013 年度	2014 年度	2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年度	2019 年度	2020 年度	2021 年度
国内債券	10,761 (1.50%)	9,683 (1.30%)	9,524 (1.36%)	8,551 (1.51%)	6,723 (1.27%)	5,779 (1.21%)	4,984 (1.12%)	4,389 (1.02%)	4,020 (1.08%)	3,275 (0.75%)	3,285 (0.69%)
外国債券	3,311 (3.33%)	3,200 (2.71%)	3,838 (2.74%)	4,204 (2.31%)	4,904 (2.59%)	5,178 (2.63%)	6,282 (2.63%)	7,198 (2.59%)	8,189 (2.25%)	8,923 (1.89%)	10,126 (2.08%)
国内株式	3,032 (2.14%)	3,248 (1.85%)	3,666 (1.76%)	4,457 (1.41%)	6,075 (1.99%)	6,843 (1.95%)	7,824 (1.92%)	9,070 (2.35%)	9,820 (2.76%)	9,468 (2.00%)	10,179 (2.06%)
外国株式	3,235 (2.48%)	3,604 (2.42%)	4,381 (2.22%)	5,300 (1.76%)	7,714 (2.48%)	7,534 (2.16%)	8,699 (2.25%)	9,761 (2.33%)	10,382 (2.79%)	8,462 (1.77%)	8,393 (1.65%)
合 計	20,341 (1.79%)	19,739 (1.64%)	21,411 (1.69%)	22,532 (1.64%)	25,424 (1.89%)	25,334 (1.75%)	27,789 (1.78%)	30,409 (1.91%)	32,406 (2.15%)	30,128 (1.62%)	31,983 (1.63%)

(注1) 四捨五入のため、各年度の数値の合算は累積収益額の数値と必ずしも一致しません。

(注2) 短期資産の収益額(インカムゲイン)は、2019年度までは合計のみに、2020年度以降は、円建て分を国内債券に、外貨建て分を外国債券に含みます。

(注3) 為替ヘッジ付き外国債券の収益額(インカムゲイン)は、2020年度以降は国内債券に含みます。

(注4) 財投債の収益額(インカムゲイン)は、財投債を保有していた2020年度まで国内債券に含みます。

(注5) 転換社債の収益額(インカムゲイン)は、2001年度の国内債券に含みます。

(注6) 各年度の収益率は、各資産の収益額(インカムゲイン)を各資産の運用資産額で除して算出しています。

(注7) 通期の収益率は、各年度の収益率を用いて幾何平均により算出しています(年率換算値)。

⑤ 複合ベンチマーク収益率との乖離の要因分析

2021年度の

運用資産全体の収益率は

5.42%

複合ベンチマーク収益率は

5.47%

超過収益率は

-0.06% となりました。

GPIFが設立された2006年度以降の16年間の平均で、

運用資産全体の収益率は

3.96%

複合ベンチマーク収益率は

3.98%

超過収益率は

-0.03% となりました。第4期中期目標期間である2020年度以降の2年間の累積で、
運用資産全体の収益率は**31.93%****31.67%**

超過収益率は

+0.26% となりました。

複合ベンチマーク収益率とは、資産（国内債券・外国債券・国内株式・外国株式）全体のベンチマーク収益率のことで、GPIFが運用する資産全体の運用成果の評価基準として用います。各資産のベンチマーク収益率（月次ベース）を基本ポートフォリオ（国内債券25%、外国債券25%、国内株式25%、外国株式25%）の割合で加重平均した「複合ベンチマーク収益率（月次ベース）」をもとに年間収益率を算出したものです。

2020年度から2024年度までの5年間を目標期間とする第4期中期目標において、資産全体及び各資産ごとに各々のベンチマーク収益率（市場平均収益率）を確保することが求められています。

2021年度の超過収益率の要因分解

（単位：％）

	収益率			資産全体の超過収益率の要因分解				
	GPIFの収益率 ①	ベンチマーク収益率 ②	超過収益率 ①-②	資産配分要因 ①	ベンチマーク要因 ②	ファンド要因 ③	その他要因 (誤差含む)④	寄与度 ①+②+③+④
資産全体	+5.42	+5.47	-0.06	-0.05	+0.06	-0.07	-0.00	-0.06
国内債券	-0.99	-1.22	+0.23	+0.01	+0.01	+0.05	-0.00	+0.07
外国債券	+2.29	+1.88	+0.41	+0.00	-0.02	+0.13	+0.00	+0.11
国内株式	+2.12	+1.99	+0.13	-0.04	+0.06	-0.03	+0.00	-0.01
外国株式	+18.48	+19.38	-0.90	-0.02	+0.01	-0.21	-0.00	-0.22

（注1）国内債券は為替ヘッジ付き外国債券及び円建ての短期資産を含み、外国債券は外貨建ての短期資産を含みます。

（注2）「資産配分要因」とは、基本ポートフォリオの資産構成割合と実際の資産構成割合との差による要因、「ベンチマーク要因」とは、各資産の政策ベンチマークとマネジャー・ベンチマークとの収益率の差による要因、「ファンド要因」とは、個別ファンドとマネジャー・ベンチマークとの収益率の差による要因です。なお、各資産の政策ベンチマークについては、36ページをご覧ください。

（注3）オルタナティブ資産全体での超過収益率への寄与度は+0.14%です。オルタナティブ資産の運用の詳細については、52ページから62ページをご覧ください。

（注4）GPIFの収益率は外国債券の利子及び外国株式の配当に係る課税分を控除したものです。ベンチマーク収益率は課税分を控除していないため、超過収益率では課税分がマイナスに寄与しています。

資産全体の超過収益率の要因分解(2006年度～2021年度)

(単位:%)

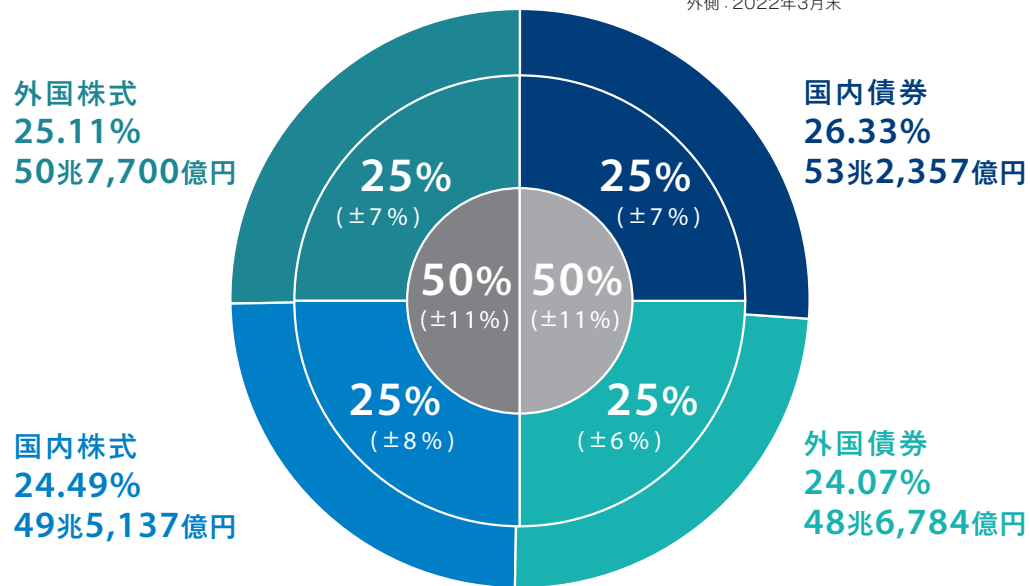
	収益率			資産全体の超過収益率の要因分解				
	GPIFの収益率 ①	ベンチマーク収益率 ②	超過収益率 ①-②	資産配分要因 ①	ベンチマーク要因 ②	ファンド要因 ③	その他要因 (誤差含む)④	寄与度 ①+②+③+④
2006年度～2021年度	3.96	3.98	-0.03	-0.03	+0.02		-0.01	-0.03
2006年度	4.56	4.64	-0.08	-0.06	-0.00		-0.02	-0.08
2007年度	-6.10	-6.23	+0.13	+0.17	-0.02		-0.02	+0.13
2008年度	-7.57	-8.45	+0.88	+0.90	-0.12		+0.11	+0.88
2009年度	7.91	8.54	-0.63	-0.70	+0.08		-0.01	-0.63
2010年度	-0.25	-0.02	-0.23	-0.26	+0.12		-0.09	-0.23
2011年度	2.32	2.59	-0.27	-0.19	-0.01		-0.07	-0.27
2012年度	10.23	9.00	+1.24	+1.40	+0.03		-0.19	+1.24
2013年度	8.64	7.74	+0.90	+0.92	-0.06		+0.04	+0.90
2014年度 10月30日まで	3.97	3.50	+0.46	+0.47	-0.03		+0.02	+0.46
2014年度 10月31日以降	8.19	9.98	-1.78	-1.99	+0.01		+0.19	-1.78
2015年度	-3.81	-3.81	+0.00	+0.21	-0.15		-0.06	+0.00
2016年度	5.86	6.22	-0.37	-0.66	+0.33		-0.04	-0.37
2017年度	6.90	7.26	-0.37	-0.36	+0.00		-0.01	-0.37
2018年度	1.52	1.92	-0.40	-0.38	+0.02		-0.04	-0.40
2019年度	-5.20	-4.94	-0.25	-0.20	-0.05		-0.00	-0.25
2020年度	25.15	24.83	+0.32	+0.15	-0.17	+0.37	-0.03	+0.32
2021年度	5.42	5.47	-0.06	-0.05	+0.06	-0.07	-0.00	-0.06

(注1) 通期のGPIFの収益率及びベンチマーク収益率は、各年度の収益率を用いて幾何平均により算出しています(年率換算値)。

(注2) 2006年度から2007年度までは市場運用を行っている資産(以下「市場運用分」といいます。)の収益率(時間加重収益率)と複合ベンチマーク収益率の乖離の分析、2008年度から2019年度までは運用資産全体(市場運用分にそれ以外の財投債を含みます。)の収益率(修正総合収益率)と複合ベンチマーク収益率の乖離の分析、2020年度以降は運用資産全体(市場運用分にそれ以外の財投債を含みます。)の収益率(時間加重収益率)と複合ベンチマーク収益率の乖離の分析を行っています。なお、財投債による運用は、2020年度中に終了しました。

⑥ 運用資産額・構成割合（年金積立金全体）

内側：基本ポートフォリオ（カッコ内は乖離許容幅）
外側：2022年3月末



	資産額 (億円)	構成割合 [4資産]	構成割合 [債券・株式]
国内債券	532,357	26.33%	50.40%
外国債券	486,784	24.07%	
国内株式	495,137	24.49%	49.60%
外国株式	507,700	25.11%	
合 計	2,021,977	100.00%	100.00%

(注1) 四捨五入のため、各数値の合算は合計と必ずしも一致しません。

(注2) 資産額欄の金額は未収収益及び未払費用を考慮した額です。

(注3) 年金積立金全体は、2021年度末時点の年金特別会計で管理する積立金（約5.6兆円）を含みますが、出納整理前の金額であり、決算額とは異なります。

(注4) 為替ヘッジ付き外国債券及び円建ての短期資産については国内債券に区分し、外貨建ての短期資産については外国債券に区分することとしています。

(注5) オルタナティブ資産の年金積立金全体に占める割合は1.07%（基本ポートフォリオでは上限5%）です。

(注6) 厚生年金分に係る運用資産別の構成割合は、年金積立金全体に係る構成割合と同じ比率です。

(注7) 上記の注記については、以下のページにおいても同様です。

⑦ 各資産への配分・回収額

（単位：億円）

	国内債券	外国債券	国内株式	外国株式
配分・回収額	+43,038	+3,120	+12,221	-54,764

(注) 各資産の配分・回収額は、配分額から回収額を差し引いた額です。

⑧ 管理運用委託手数料

2021年度の管理運用委託手数料額は、

352億円

運用資産額に対する管理運用委託手数料率は、

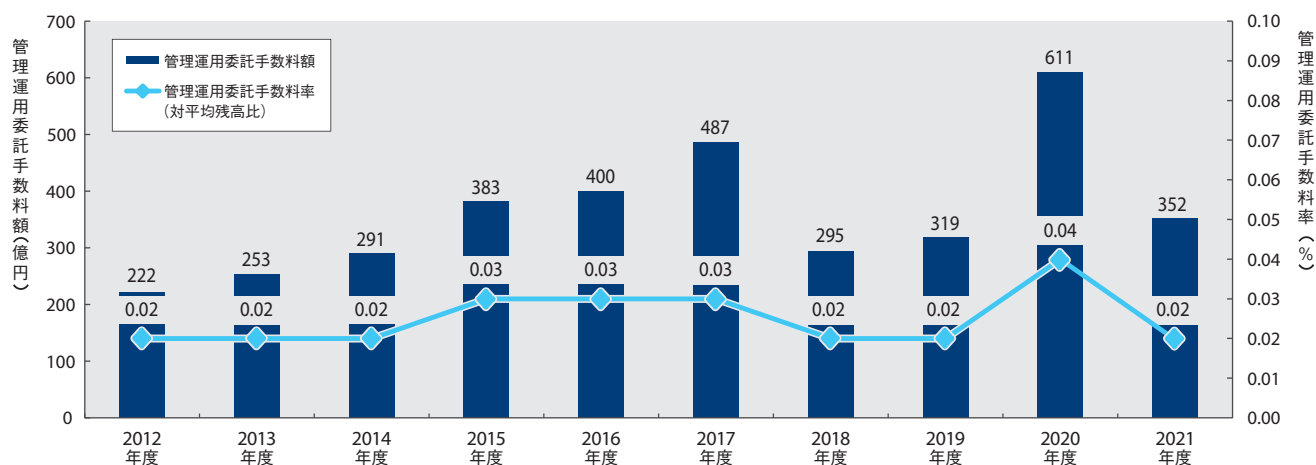
0.02%

となりました。

管理運用委託手数料額は、運用残高が増加する一方、目標超過収益率を下回るアクティブ運用機関があり、実績に基づく報酬が減ったことにより、前年度比259億円の減少となりました。

今後とも、運用手法等に応じて効率的かつ合理的な手数料水準を実現するよう努めていきます。

管理運用委託手数料の推移



(注1) 2020年度まで保有していた自家運用の財投債ファンドについては、償却原価法による簿価の月末平均残高を用いています。

(注2) 管理運用委託手数料額は、億円未満を四捨五入しています。

管理運用委託手数料額

(単位: 億円)

	2012年度	2013年度	2014年度	2015年度	2016年度	2017年度	2018年度	2019年度	2020年度	2021年度
合 計	222	253	291	383	400	487	295	319	611	352
国内債券	47	36	38	38	39	40	16	20	30	34
外国債券	57	68	85	91	125	172	92	71	254	186
国内株式	59	78	57	83	88	106	75	65	127	60
外国株式	60	72	112	170	149	169	107	155	188	53
オルタナティブ	—	—	—	—	0	0	3	7	10	14

(注1) 管理運用委託手数料額は、億円未満を四捨五入しています。

(注2) 合計欄は、指数利用料額及び短期資産に係る管理運用委託手数料額を含みます。

(注3) 資産管理機関に対する手数料額には、カストディ費用・弁護士費用等、信託財産から引き落とされる費用を含みません。

(注4) 外国債券は為替ヘッジ付き外国債券を含みます。

管理運用委託手数料率(委託運用分)

(単位: %)

	2012年度	2013年度	2014年度	2015年度	2016年度	2017年度	2018年度	2019年度	2020年度	2021年度
資産全体	0.02	0.02	0.02	0.03	0.03	0.03	0.02	0.02	0.04	0.02
国内債券	0.01	0.01	0.01	0.02	0.03	0.03	0.01	0.01	0.02	0.01
外国債券	0.06	0.05	0.05	0.05	0.07	0.08	0.04	0.02	0.06	0.04
国内株式	0.04	0.04	0.02	0.03	0.03	0.03	0.02	0.02	0.03	0.01
外国株式	0.04	0.04	0.05	0.05	0.05	0.04	0.03	0.04	0.04	0.01
オルタナティブ	—	—	—	—	—	0.14	0.23	0.14	0.11	0.09
平均残高(兆円)	111.5	123.9	131.9	139.0	137.3	155.7	158.9	161.4	170.2	193.1

(注1) 資産全体には、自家運用及び指数利用料を含みます。

(注2) 平均残高には自家運用を含み、2020年度まで保有していた自家運用の財投債ファンドについては、償却原価法による簿価の月末平均残高を用いています。

(注3) 外国債券は為替ヘッジ付き外国債券を含みます。

[2] 国庫納付・寄託金の増減等

① 国庫納付

2021年度は年金特別会計に対し、

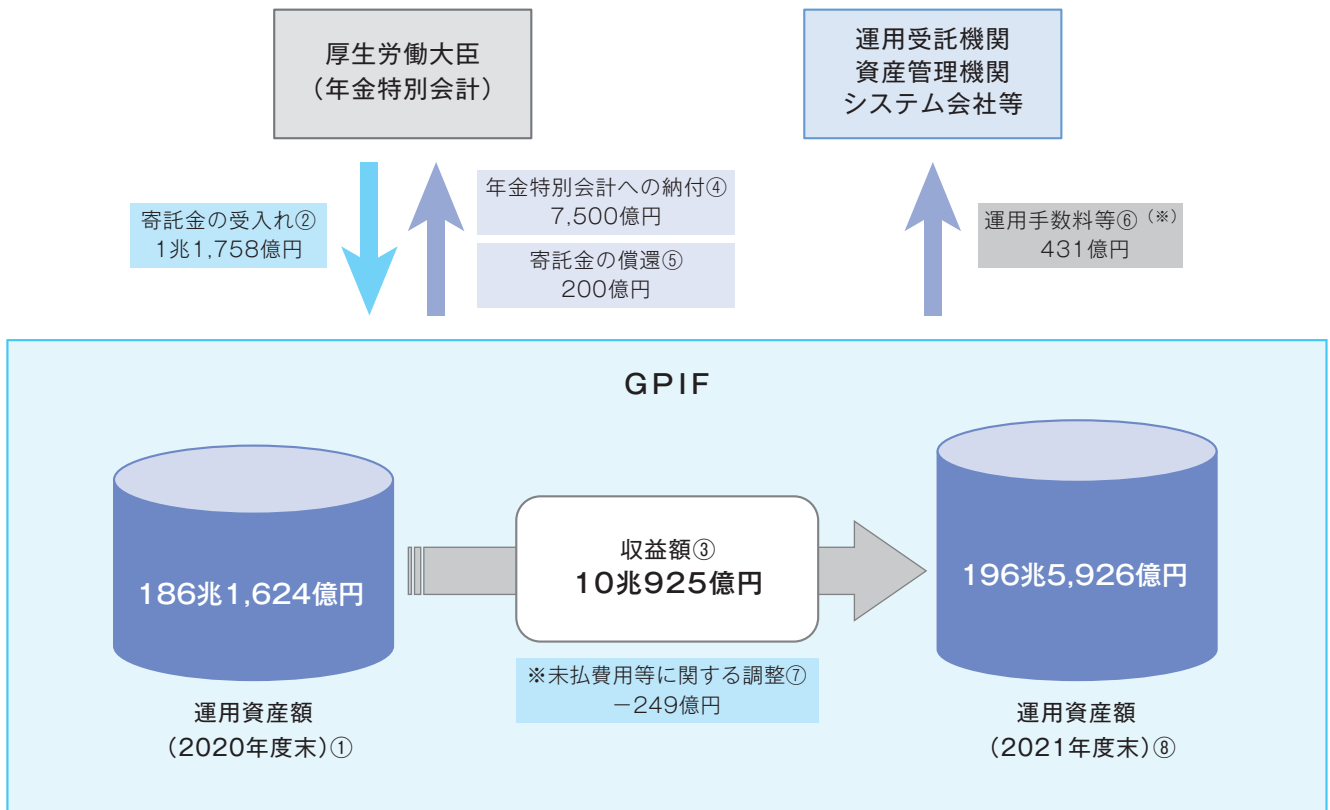
国庫納付 **7,500億円** を行いました。

その結果、市場運用を開始した2001年度以降の21年間の累積国庫納付額は、

17兆5,797億円 となりました。

(注) 年金積立金管理運用独立行政法人法第25条及び年金積立金管理運用独立行政法人法施行令第18条において、年度末に利益剰余金がある時は、年金特別会計の執行状況を勘案して国庫納付することになっています。

② 寄託金の増減等



2020年度末運用資産額① 寄託金の受入れ② 収益額③ 年金特別会計への納付④ 寄託金の償還⑤ 運用手数料等⑥(※) 未払費用等に関する調整⑦ 2021年度末運用資産額⑧

$186兆1,624億円 + 1兆1,758億円 + 10兆925億円 - 7,500億円 - 200億円 - 431億円 - 249億円 = 196兆5,926億円$

運用手数料 業務経費や一般管理費等 運用手数料等⑥

(※) $352億円 + 79億円 = 431億円$

(注1) 寄託金とは、厚生年金保険及び国民年金の保険料のうち年金給付に充てられなかったもので、厚生労働大臣から年金特別会計を通じて GPIF に運用を委託された資金です。GPIF は、2021 年度に寄託金として 1 兆 1,758 億円を受け入れ、200 億円を償還しました。また、GPIF は年金給付の原資として、運用収益の一部を年金特別会計に納付しています(国庫納付)。

(注2) 「運用手数料等」は、運用手数料のほか業務経費や一般管理費等(79 億円)を含んでいます。運用手数料等の費用については、発生した年度の費用として計上しており、同様に、収入についても発生した年度に計上しています。これらについては、計上した年度には運用資産額は必ずしも増減せず、支払いもしくは受取りが行われた年度に運用資産額が増減することになります。

(注3) 四捨五入のため、各項目の合算は運用資産額と必ずしも一致しません。

2 | 基本ポートフォリオの概要

[1] 現在の基本ポートフォリオ

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。

現在の基本ポートフォリオは、運用目標である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%を満たしつつ、リスクが最も小さいポートフォリオとして選定されたものであり、2020年

4月より適用しています。乖離許容幅については、従来の4資産の幅に加えて、株式リスクの管理強化の観点から、債券全体・株式全体についても設定しています。

(注)現在の基本ポートフォリオ及び過去の基本ポートフォリオの詳細については、GPIFのホームページ(<https://www.gpif.go.jp/gpif/portfolio.html>)をご参照ください。

【現在の基本ポートフォリオ】

(2020年4月以降)

(単位:%)

		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
	債券・株式	±11		±11	

(注1)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%を上限としています。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、上振れを容認することとしています。

(注2)為替ヘッジ付き外国債券及び円建ての短期資産については国内債券に区分し、外貨建ての短期資産については外国債券に区分することとしています。

(注3)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て、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こととしています。ただし、その際の見通しは、合理的な根拠を持つものでなければならないこととされています。

【過去の基本ポートフォリオ】

(2006年4月～2013年6月)

(単位:%)

	国内債券	国内株式	外国債券	外国株式	短期資産
資産構成割合	67	11	8	9	5
乖離許容幅	±8	±6	±5	±5	—



(2013年6月～2014年10月)

(単位:%)

	国内債券	国内株式	外国債券	外国株式	短期資産
資産構成割合	60	12	11	12	5
乖離許容幅	±8	±6	±5	±5	—



(2014年10月～2020年3月)

(単位:%)

	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

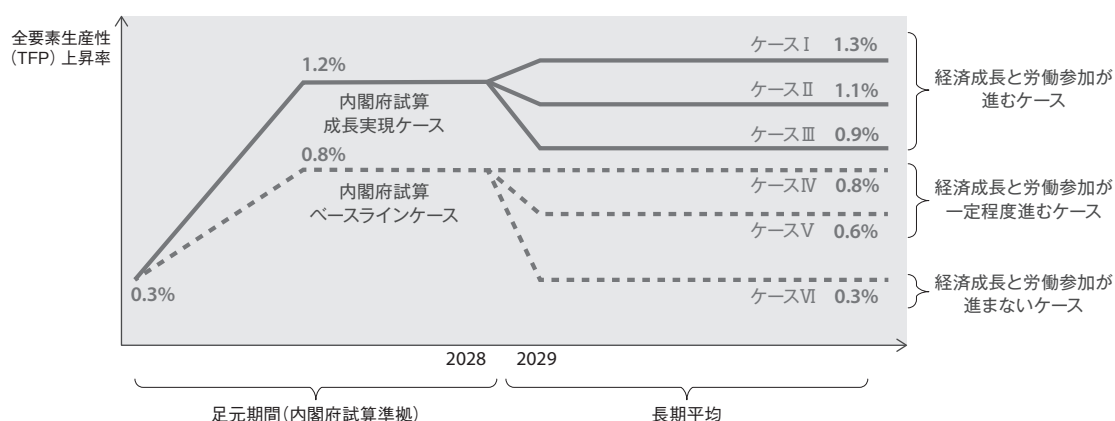
[2] 基本ポートフォリオ策定の背景

日本の公的年金制度（厚生年金保険及び国民年金）は、現役世代の保険料負担で高齢者世代を支える賦課方式の考え方を基本として運営されています。一方、少子高齢化が進む中で、現役世代の保険料のみで年金給付を賄うと現役世代の負担が大きくなりすぎることから、保有する積立金を後世代の給付に充てていくこととしています。

このようなフレームワークの下、厚生労働省は、少なく

とも5年ごとに、人口見通しの変化や経済動向を踏まえて財政の現況及び見通し（いわゆる「財政検証」）を作成しています。2019年財政検証では、長期的な経済状況を見通す上で重要となる全要素生産性（TFP）上昇率（技術進歩等）を軸として幅広い6ケースが設定されました。この結果を踏まえて、積立金の目標運用利回り等が定められました。

財政検証の経済前提



		将来の経済状況の仮定		経済前提				(参考)
		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		経済成長率 (実質) 2029年度以降 20～30年
						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		経済成長と 労働参加が 進まないケース	0.3%	0.5%	0.4%	0.8%	0.4%	－0.5%

(注) 2019年財政検証の詳細については、厚生労働省のホームページ(<https://www.mhlw.go.jp/stf/seisakunitsuite/bunya/nenkin/nenkin/zaisei-kensyo/index.html>)をご参照ください。

[3] 基本ポートフォリオ策定の詳細

① 中期目標における整理

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。このため、公的年金運用では、各資産の期待収益率やリスクなどを考慮したうえで、積立金の基本となる資産構成割合（基本ポートフォリオ）を定めることとされています。

厚生労働大臣から示された2020年度から2024年度までの5年間を目標期間とする第4期中期目標では、積立金の運用目標について、次のことが定められました。

- ア. 財政検証を踏まえ、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を目標とし、この運用利回りを確保するよう、基本ポートフォリオを定め、これに基づき管理を行うこと。
- イ. 基本ポートフォリオは、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こと。
- ウ. 名目賃金上昇率から下振れする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こと。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、より踏み込んだ複数のシナリオで実施するなど、リスクシナリオ等による検証を行うこと。

② 基本ポートフォリオの策定方針

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とおりとしました。

- ア. 期待リターンの推計については、一つの手法に依存せず、複数の手法を組み合わせることで推計精度の向上を図りました。手法の組み合わせとしては、従来どおりの方法に加えて、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することとしました。
- イ. 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^(注)を使用しました。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、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年間としました。
- ウ. 中期目標では、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を用いました。
- エ. 期待リターンの推計方法の改善に伴い、最適化の精度が向上し適切な構成割合の導出が見込まれたことから、必要利回りの設定以外の制約条件（各資産の大小関係等）は設定しないこととしました。
- オ. リスク制約は、従前同様に、運用利回りが名目賃金上昇率を下回るリスク（以下「下方確率」といいます。）が全額国内債券運用の場合を超えないこととしたほか、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」といいます。）をリスク尺度として最適化を行いました。
- カ. 財政検証における積立金額（名目）の推移を見ると、ケースによってピークの時期は異なるものの、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ます。積立金額（名目）のピークは、それ以降は運用収益だけではキャッシュアウトが賄えなくなることを意味し、運用の実務上重要な時点であることから、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額の推移を財政検証で予定された積立金額と比較することとしました。
- キ. なお、今回の基本ポートフォリオ策定では、現下の低金利情勢を踏まえて、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ました。併せて、外貨建ての短期資産は、外国債券に位置づけました。

(注) GPIF では、基本ポートフォリオ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。基本ポートフォリオ策定時の政策ベンチマークは以下を用いました。なお、2021年10月からFTSE世界国債インデックスに中国国債が段階的に組み入れられることとなりましたが、GPIF では当面中国国債への投資を見送ることとし、これに伴って現在は中国国債を除くインデックスを外国債券のベンチマークとしています。詳細は48ページをご覧ください。

資産区分	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、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)

③ 各資産の期待リターンと賃金上昇率の想定

国内債券の期待リターンについては、将来の長期金利推移シナリオを想定した債券運用のシミュレーションから算定される平均収益率に、市場時価総額に内在すると考えられる均衡収益率^(注1)を組み合わせることによって推計しました。国内株式、外国債券、外国株式の期待リターンについては、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^(注2)によるものに、市場時価総

額に内在すると考えられる均衡収益率を組み合わせることによって推計しました。この計算の基礎となる短期金利の期待リターンは、金融市場におけるイールドカーブに基づき推計したものを使用しました。

名目の期待リターンを実質的なリターン(対賃金)に変換する際の名目賃金上昇率は、財政検証の経済前提(ケースⅢ)の将来の平均値である2.3%としました。

(注1) 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、市場から想定されるリターンを逆算したものです。

(注2) 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。なお、リスクプレミアムの推計にあたっては政策ベンチマーク等の過去データを用いました。

【各資産の期待リターンと賃金上昇率】

(単位:%)

短期金利	国内債券	外国債券	国内株式	外国株式	賃金上昇率
-1.7	-1.6	0.3	3.3	4.9	(2.3)
(0.6)	(0.7)	(2.6)	(5.6)	(7.2)	

(注) 数値は、実質的なリターン、カッコ内は、これに賃金上昇率を加えた名目リターンです。

④ 各資産の標準偏差と相関係数

各資産の標準偏差と相関係数については、バブル崩壊後の1994年から2018年の25年間における年次データを用いて推計を行いました。

【リスク(標準偏差)】

(単位:%)

	国内債券	外国債券	国内株式	外国株式	賃金上昇率
標準偏差	2.56	11.87	23.14	24.85	1.62

【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	1.00				
外国債券	0.290	1.00			
国内株式	-0.158	0.060	1.00		
外国株式	0.105	0.585	0.643	1.00	
賃金上昇率	0.042	-0.010	0.113	0.099	1.00

(注) 異なるリスク・リターン特性をもつ資産を組み合わせると、ポートフォリオの期待リターンは各資産の期待リターンの平均になる一方で、ポートフォリオのリスク(標準偏差)は各資産のリスク(標準偏差)の平均よりも小さくすることができます。これを「分散投資効果」といいます。GPIFでは、性質や値動きの異なる複数の資産に分散して運用することにより、安定的な運用成果を目指しています。詳しくは、GPIFのホームページ(<https://www.gpif.go.jp/gpif/>)をご参照ください。

⑤ 基本ポートフォリオの選定

基本ポートフォリオは、以下の観点から選定しました。

ア. 4資産のリターン、リスク等に基づき、多数のポートフォリオについてリターン、リスク（標準偏差）、リターンが名目賃金上昇率を下回る確率（下方確率）、リターン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）を推計。

イ. 推計結果に基づき、多数のポートフォリオの中から、運用目標（実質的な運用利回り：1.7%）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も小さいポートフォリオを選定。

なお、基本ポートフォリオは従来どおり5%刻みの資産構成割合とするとともに、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しました。

【基本ポートフォリオの属性】

(単位:%)

実質的なリターン	名目リターン	標準偏差	下方確率	条件付平均不足率	
				正規分布	経験分布 ^(注)
1.7	4.0	12.32	44.4	9.2	10.9

(参考)全額国内債券ポートフォリオの属性

(単位:%)

-1.6	0.7	2.56	70.7	3.0	3.0
------	-----	------	------	-----	-----

(注)「条件付平均不足率(経験分布)」は、株式等が想定よりも下振れ確率が大きい場合(いわゆる「テールリスク」)もあることを考慮し、正規分布に加えて、1994年から2018年の25年間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。

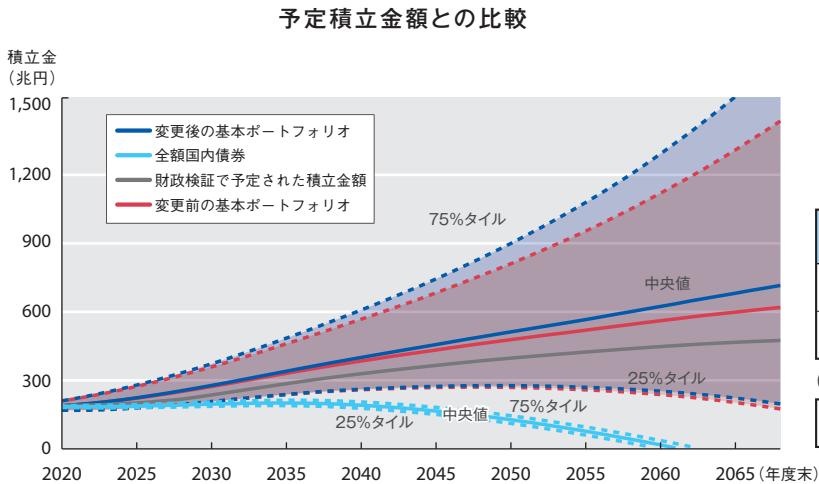
⑥ 基本ポートフォリオ策定時におけるリスク検証

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か検証するため、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(ケースⅢ)と比較しました。

この結果、予定積立金額を下回る確率(リスク)は、変

更前の基本ポートフォリオと比べて低下しています。一方で、全額国内債券で運用した場合は、予定積立金額を常に下回る結果となりました。

前述の下方確率、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。



予定積立金額を下回る確率(リスク)

(単位:%)

	25年後 (2043年度末時点)	50年後 (2068年度末時点)
基本ポートフォリオ	38.1	39.8
全額国内債券	100.0	100.0

(参考)

(単位:%)

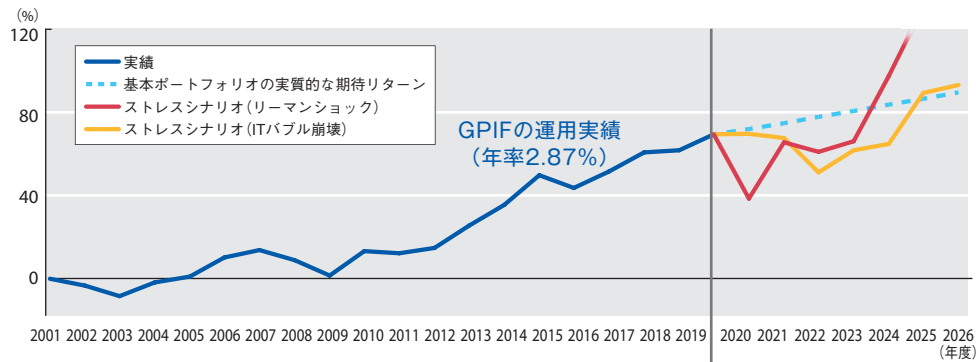
変更前	40.0	43.0
-----	------	------

⑦ 基本ポートフォリオ策定時におけるストレステスト(2019年度実施)

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)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、数年後には期待される水準まで運用利回りが回復する結果となりました。

実質的な運用利回りの実績値及び推計値(累積)



- ・ ストレスシナリオでの年度最大の損失率は、リーマンショックでは-19.4%、ITバブル崩壊では-11.4%となります。
- ・ ストレスシナリオについて、経験分布上での位置を確認することで発生確率を評価したところ、リーマンショック級の損失は概ね70年に一度程度の発生確率であり、ITバブル崩壊級の損失は概ね7年に一度程度の発生確率でした。

(注1) GPIFの運用実績(年率2.87%)は2018年度末時点の数値です。

(注2) 2019年度の数値は2019年12月末時点の実績値を代用しています。

(注3) 最新のストレステストの詳細については、44ページをご覧ください。

(コラム) モデルポートフォリオ

2015年10月以降は、被用者年金一元化により、4管理運用主体(GPIF、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)が共同してモデルポートフォリオを策定し、4管理運用主体のそれぞれの基本ポートフォリオは、モデルポートフォリオを参酌して策定することとされました。

モデルポートフォリオは政府による財政検証が行われたとき等に検討を加え、必要に応じて変更することとされており、2019年財政検証の公表後、4管理運用主体で検討を進め、新しいモデルポートフォリオを以下のように決定しました。

(単位:%)

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

[4] 基本ポートフォリオの検証

① 中期計画における整理

GPIFにおける基本ポートフォリオの検証については、第4期中期計画期間中に適時適切に実施するほか、策定時に想定した運用環境が大きく変化する可能性がある

等経営委員会が必要と認めるときは、見直しの検討を行い、必要に応じて速やかに修正を実施することとしています。

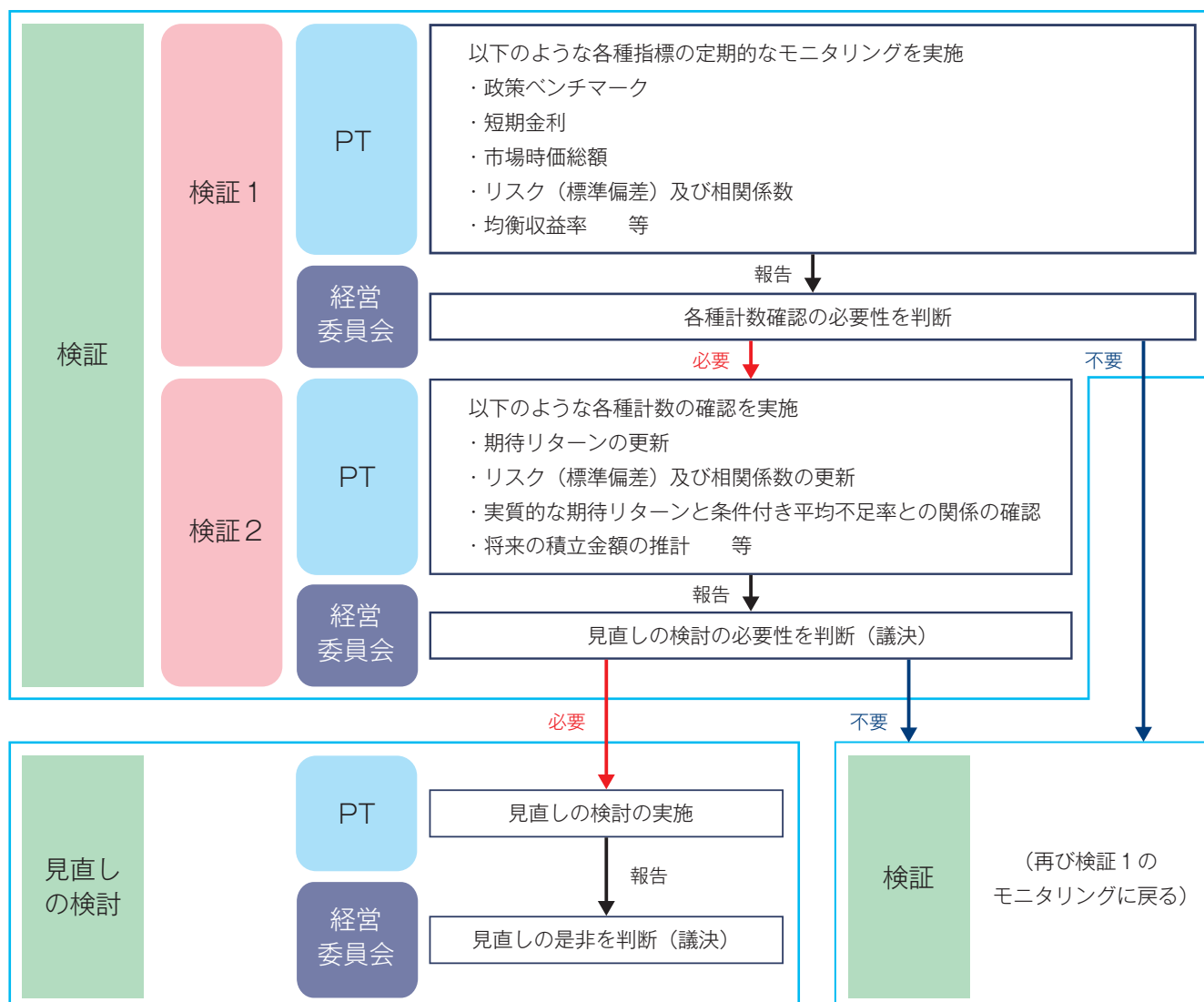
② 検証の体制

GPIFにおける基本ポートフォリオの検証を適時適切に行うため、基本ポートフォリオ検証等PTを経営委員会の下に設置し、基本ポートフォリオの検証等の実務を行って

います。基本ポートフォリオ検証等PTは経営委員会の委員で構成され、金融・経済の分野に専門的知見のある委員を中心としたメンバーになっています。

③ 検証の方法

検証は次の検証1及び検証2の2段階で行っています。



※上図のPTは「基本ポートフォリオ検証等PT」です。

ア 検証1

- GPIFの基本ポートフォリオは長期的な観点から策定されており、25年間の政策ベンチマークや短期金利、策定時の直近の市場時価総額、これらから算出されるリスク（標準偏差）、相関係数、均衡収益率などに基づいて策定されています。基本ポートフォリオ検証等PTでは、こうした基本ポートフォリオの策定の基礎となった各種指標を定期的にモニタリングしています。
- 定期的なモニタリングの結果、各種指標に変化が見られ運用環境が策定時の想定から大きく変化している可能性があると思受けられる場合等には、基本ポートフォリオ検証等PTは経営委員会に報告します。

イ 検証2

- 定期的なモニタリング（検証1）において、各種指標に変化が見られ運用環境が策定時の想定から大きく変化している可能性があると思受けられる場合等の報告が基本ポートフォリオ検証等PTから行われた場合には、経営委員会は、期待リターンの更新、リスク（標準偏差）及び相関係数の更新、実質的な期待リターンと条件付き平均不足率との関係の確認、将来の積立金額の推計といった各種計数の確認による検証を行うかどうかを判断します。
- 判断の結果、期待リターンの更新等の検証を行うこととなった場合、基本ポートフォリオ検証等PTにおいて検証作業を行い、結果を経営委員会に報告します。
- 経営委員会は、基本ポートフォリオ検証等PTの報告に基づき、基本ポートフォリオの見直しの検討を行うかどうかを判断します。
- 経営委員会の判断に基づき、基本ポートフォリオ検証等PTは基本ポートフォリオの見直しの検討を行い、検討結果を経営委員会に報告します。
- 経営委員会は、基本ポートフォリオ検証等PTの検討結果を踏まえ、必要に応じて基本ポートフォリオを速やかに修正することとしています。
- なお、定期的なモニタリング（検証1）の結果、運用環境が策定時の想定から大きく変化している可能性があると思受けられる状態にならない場合であっても、少なくとも年に1度は、基本ポートフォリオ検証等PTはモニタリングの状況について経営委員会に報告します。経営委員会は、基本ポートフォリオ検証等PTの報告に基づき、期待リターンの更新等の各種計数の確認による検証を行う必要がないかどうかを判断します。

④ 2021年度における検証

2021年度においては、検証1を実施した結果、運用環境は策定時の想定から必ずしも大きく変化しているわけではない、との検証結果が得られたことから、期待リ

ターンの更新等の検証2を行う必要はなく、基本ポートフォリオの見直しは必要ないものと判断しました。

3 | 運用リスク管理に関する基本的考え方等

[1] 基本的考え方

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ます。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」が要請されています。

昨今の市場・経済環境は不安定かつ不確実性が高い状況ですが、GPIFで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」のことです。

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います。2020年度から新たな基本ポートフォリオに移行しましたが、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見ても、基本ポート

フォリオが運用リスク管理の根幹であると考えています。

そして、この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、資産全体及び各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、適切な措置を講じています。

このような運用リスク管理の基本的考え方は、経営委員会で制定した「運用リスク管理規程」に「基本方針」という形で明文化されています。この基本方針を踏まえ、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ています。

<運用リスク管理の「基本方針」>

- (1) 年金財政上必要とされる運用利回りを最低限のリスクで確保するよう、基本ポートフォリオを定め、これを適切に管理する。
- (2) 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する。
- (3) 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リスク管理を行うとともに、資産全体及び各資産ごとにベンチマーク収益率を確保する。
- (4) 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、合理的な根拠を持つものでなければならない。
- (5) 短期的には市場価格の変動等はあるものの、長い投資期間を活かして、より安定的に、より効率的に収益を獲得し、併せて、年金給付に必要な流動性を確保する。流動性確保に際しては、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。
- (6) 年金積立金の管理及び運用に当たっては、専門性の向上を図るとともに、責任体制の明確化を図り、受託者責任（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。

[運用リスクの種類]

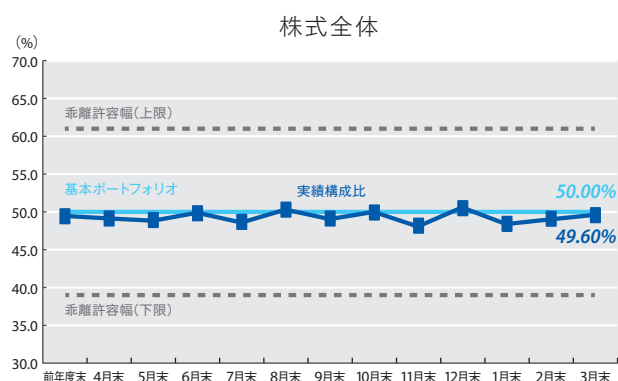
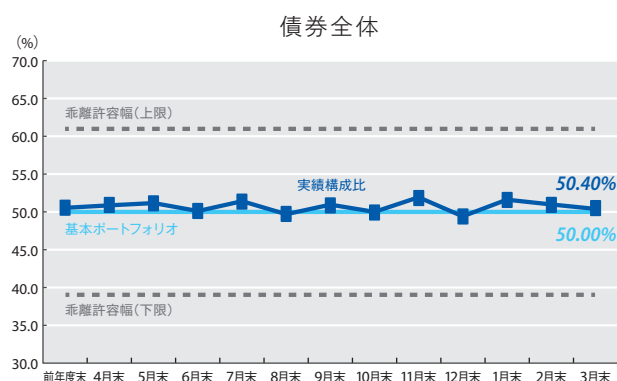
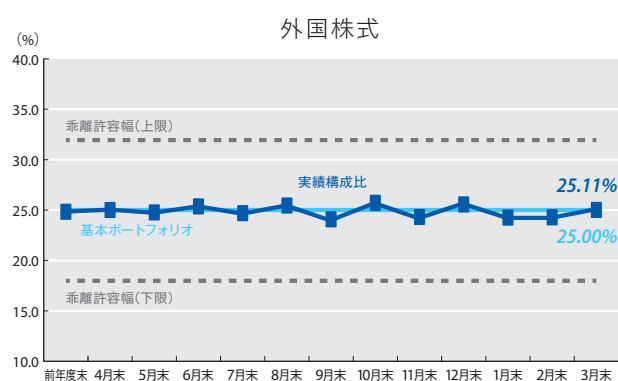
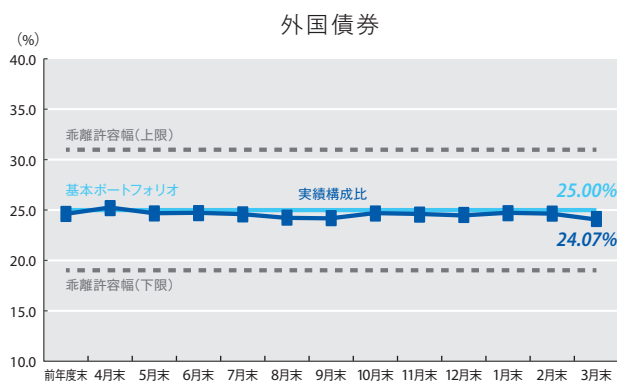
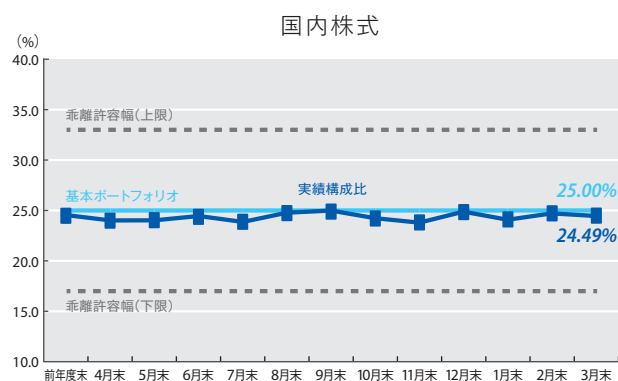
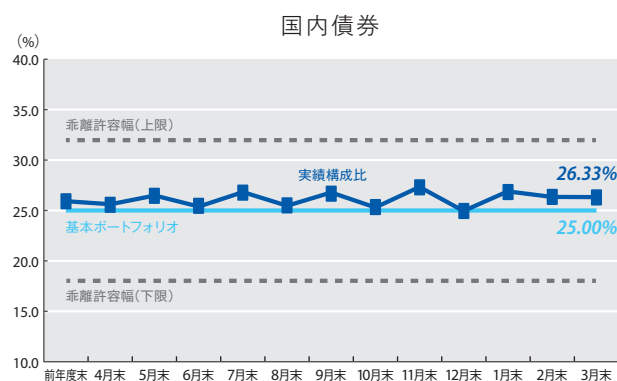
市場リスク	金利、為替、株式、オルタナティブ資産等の様々な市場のリスク・ファクターの変動により、保有する資産（デリバティブを含む。）の価値が変動するリスクをいう。
流動性リスク	キャッシュアウトの予期せぬ増加等により、必要な資金確保が困難になる、又は通常よりも著しく高い金利での資金調達を余儀なくされることにより損失を被るリスク（資金繰りリスク）及び市場の混乱等により市場において取引ができなかったり、通常よりも著しく不利な価格での取引を余儀なくされることにより損失を被るリスク（市場流動性リスク）をいう。
信用リスク	保有資産の発行体、資産管理等の委託先、デリバティブ取引のカウンターパーティの財務状況の悪化等により、資産（デリバティブを含む。）の価値が減少ないし消失し、損失を被るリスクをいう。
カントリーリスク	外国資産について、当該資産に係る国の外貨事情や政治・経済情勢等により損失を被るリスクをいう。

[2] 基本ポートフォリオに基づくリスク管理

先に述べたとおり、GPIFでは、基本ポートフォリオに基づき資産構成割合を適切に管理していくことが、運用リスク管理の中で最も重要であると考えています。市場は常に変動するものである以上、実際の運用は、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が不可欠です。このため、4資産（国内債券、外国債券、国内株式、外国株式）及び債券全体・株式全体ごとに乖離許容幅を定め、その範囲内で機動的な運用を行うとともに、乖離許容幅の管理遵守がスムーズに行われるようにする目的

から、乖離許容幅内にアラームポイントを設定し、乖離許容幅やアラームポイント超過時の対応プロセスを明文化しています。2021年度は、年度中に乖離許容幅やアラームポイントを超過した資産はありませんでした。また、オルタナティブ資産は資産全体の5%を上限としていますが、同資産についてもアラームポイントを設定し、超過時の対応プロセスを明文化しています。2021年度は、オルタナティブ資産についても上限やアラームポイントに達することはありませんでした。

【乖離許容幅の管理】



(注1) 資産構成割合は、年金特別会計で管理する積立金を含めて算出しています。

(注2) 2021年度以降は株価指数先物の想定元本等を加味して算出しています。株価指数先物の活用については、50・51ページをご覧ください。

(注3) 第4期中期計画の乖離許容幅は、国内債券±7%、外国債券±6%、国内株式±8%、外国株式±7%です。また、債券全体±11%、株式全体±11%です。

このような乖離許容幅やオルタナティブ投資のように上限を定めたリスク管理のほか、複眼的なリスク管理の観点から、資産全体の推定トラッキングエラー^(注1)やVaRレシオも引き続きモニタリング指標にしています。

2021年度の資産全体の推定トラッキングエラーは、特に年度後半の市場のボラティリティが上昇する中で、株価指数先物を活用し、基本ポートフォリオの複合ベンチマーク収益率と乖離しないよう、きめ細かい施策を実施した結果、年度を通じて18~35bp(1bpは0.01%を指します。)と低位で推移しています。

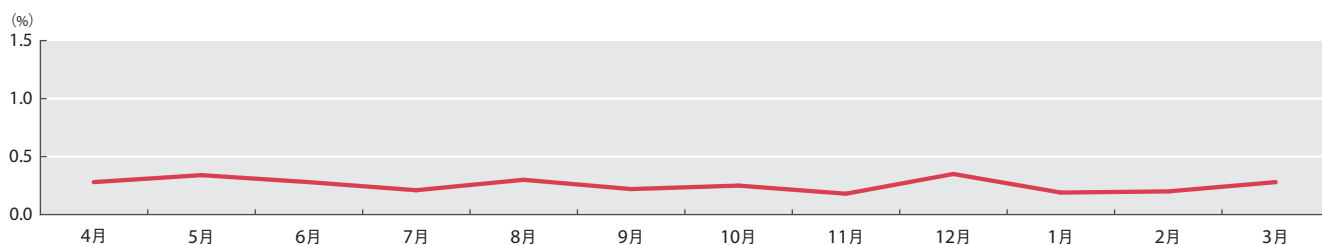
VaRレシオは、実績ポートフォリオのVaR^(注2)を基本

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ていた場合のリスク量からどの程度乖離しているかをモニタリングするための指標です。2021年度は、特に年度後半の市場のボラティリティが上昇する中で、主要な市場リスクである株価リスクと為替リスクについて、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ていた場合のリスク量と乖離しないようにしました。また、基本ポートフォリオのリスク量として微小なスプレッドリスクやオルタナティブリスクを比較的低位で抑えたことから、VaRレシオは1.00~1.03と低位で推移しました。

(注1) 一定の確率で将来に取り得る収益の範囲について、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したものです。

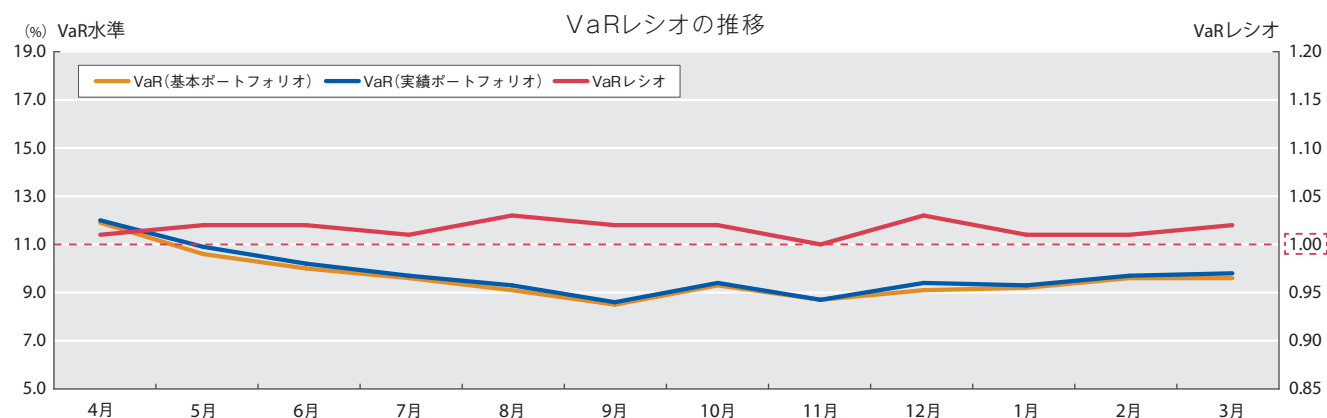
(注2) VaR(バリュー・アット・リスク)とは、各資産を一定期間保有(保有期間)すると仮定した場合に、ある一定の確率の範囲内(信頼水準)で発生しうる最大損失率を表したものです。

【資産全体の推定トラッキングエラーの推移】



(注) 2021年度以降は株価指数先物の想定元本等を加味して算出しています。株価指数先物の活用については、50・51ページをご覧ください。

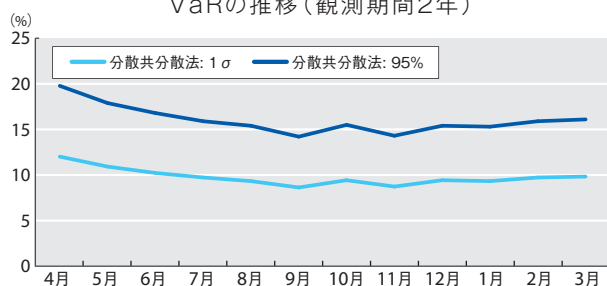
【VaRレシオ及びVaRの推移】



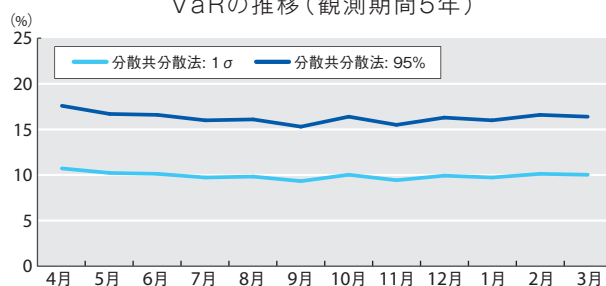
(注1) 分散共分散法で、信頼水準は1σ、保有期間1年、観測期間は2年で算出しています。

(注2) 2021年度以降は株価指数先物の想定元本等を加味して算出しています。株価指数先物の活用については、50・51ページをご覧ください。

VaRの推移(観測期間2年)



VaRの推移(観測期間5年)



(注1) 分散共分散法で、信頼水準は1σと95%、保有期間1年、観測期間は2年と5年で算出しています。(いずれも実績ポートフォリオに基づき算出しています。)

(注2) 2021年度以降は株価指数先物の想定元本等を加味して算出しています。株価指数先物の活用については、50・51ページをご覧ください。

[3] オルタナティブ資産の分散効果とリスク管理

インフラストラクチャー、プライベート・エクイティ、不動産などを投資対象とするオルタナティブ資産は、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・リターン特性を有しており、これをポートフォリオに組み入れることにより、分散効果が期待できるとともに、運用の効率性向上に資すると考えられます。

こうしたことから、GPIFでは、2017年度よりオルタナ

ティブ資産運用の充実を図っていますが、それぞれの投資対象に固有の専門性が求められることから、リスク管理面においても、伝統的資産と共通する項目のほか、オルタナティブ投資で特に必要とされる項目もあります。

GPIFでは、きめ細やかなリスク管理を可能とするなどの体制整備を行い、網羅的かつきめ細やかなリスク管理に向けた取組を進めています。

(注) オルタナティブ投資に関するリスク管理の詳細については、62ページをご覧ください。

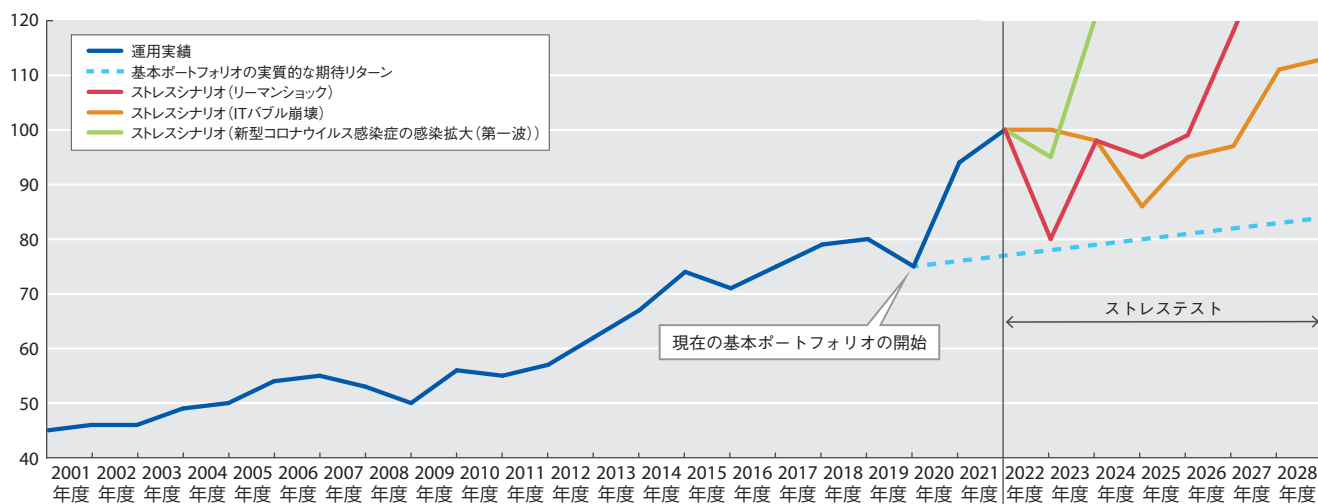
[4] 長期的な観点からのリスク管理

① ストレステスト

ストレステストは、マーケットに大きな変動が発生した際に生じる収益や資本へのインパクトを計測し、必要に応じて適切な対策を講じるための手段を検討するための手法の一つです。

年金積立金の運用は、長期的な観点から安全かつ効率的に行うことが重要であり、中長期的にどのような影響が生じるかという点を分析しています。大幅な下落と

なったリーマンショックシナリオ、市場の回復が遅かったITバブル崩壊シナリオ、新型コロナウイルス感染症の感染拡大(第一波)による市場の下落シナリオのいずれのシナリオについても、市場運用開始からの実質的な運用利回りに一時的な影響はあるものの、その後は市場が回復し、期待される水準の運用利回りが確保される結果になりました。



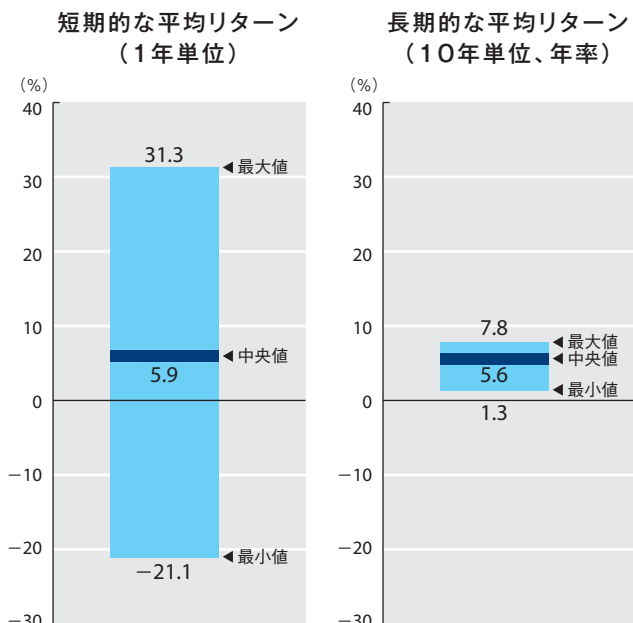
(注1) 図中の運用実績は2001年度以降の累積収益率を示しています(実質的な運用利回り)。

(注2) 2021年度の数値は2021年12月末時点の実績値を代用しています。

(注3) 縦軸はストレステストの起点(2021年12月末時点の実績値)を100と置いて累積収益率を指数化したものです。

② 長期運用によるリスク低減

過去のデータから見たポートフォリオのリターン分析として、過去34年間の市場の運用実績値を用いて、現在の基本ポートフォリオでの運用によるリターン分布を分析してみると、短期的には単年度で最大+30%強の収益、最大-20%強の損失が発生するとの結果となり、過去最大の収益だった2020年度の収益額の逸失に相当する損失額が一時的に発生する可能性も示唆されます。ただし、こちらも長期的にみるとリターンは安定し、10年単位でみると過去34年間で一度もマイナスになっていません。基本ポートフォリオは長期で実質的な運用利回り1.7%を確保するよう作成されたものであり、市場の変動に過度にとらわれるべきではありませんが、足許で起こりうる様々なストレス状況も想定し、こうした短期的なリスクにも配慮して、長期にわたるGPIFの運用リスク管理に役立てています。



(注1) 平均リターンは、各年度末で現在の基本ポートフォリオにリバランスしたことを想定して算出しています。

(注2) 分析期間は1985年4月から2019年3月までの34年間です。

③ 長期的なリスク低減が期待される ESG 投資

年金積立金の運用は、法律上、長期的な観点から安全かつ効率的に行うことが求められていることから、長期的な観点からのリスク管理がより大切になります。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）を考慮した投資を行って

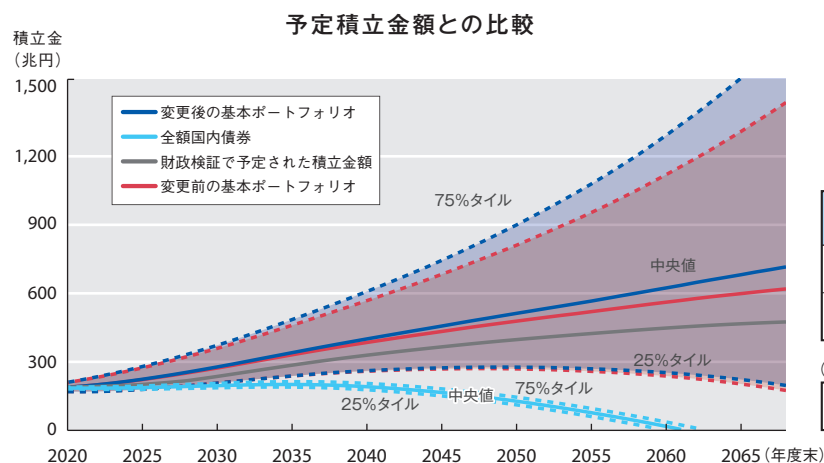
います。気候変動リスクなどに象徴されるESGリスクは、運用期間が長期であればあるほど顕在化する可能性が高いと考えられることから、ESG投資を通じて、長期的なリスクを低減させることの意義は大きいと考えています。2021年度もこのような考えに基づき、ESGを考慮した投資を推進しています。

④ 予定積立金額の確保

積立金が長期的に財政検証上の予定積立金額を下回るリスクをどうコントロールするかも重要な論点です。そのため、GPIFでは、2019年度に策定した現在の基本ポートフォリオの策定過程においても、乱数を用

いた確率的な計算手法によるシミュレーションを行い、財政検証上の予定積立金額を下回るリスクを確認しており、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を選定しています。

(注) 現在の基本ポートフォリオの詳細については、33ページから40ページをご覧ください。



予定積立金額を下回る確率(リスク)

(単位:%)

	25年後 (2043年度末時点)	50年後 (2068年度末時点)
基本ポートフォリオ	38.1	39.8
全額国内債券	100.0	100.0

(参考)

(単位:%)

変更前	40.0	43.0
-----	------	------

4 | 各資産の運用状況

[1] 国内債券

① 国内債券市場

10年国債利回りは、米国での金利上昇に連動して上昇（債券価格は下落）しましたが、日本銀行が緩和的な金融政策を継続する姿勢を示したことから、欧米と比較して利回りの上昇幅は限定的となりました。

このような背景から、10年国債利回りは2020年度末の0.10%から2021年度末は0.22%へと上昇（債券価格は下落）しました。

② 超過収益率

国内債券のベンチマーク^(注1)に対する超過収益率は、+0.23%となりました。超過収益率を、ベンチマーク要因^(注2)、ファンド要因^(注3)及びその他要因^(注4)に分解すると、

ベンチマーク要因は+0.04%、ファンド要因は+0.19%、その他要因は+0.00%となりました。

(単位: %)

時間加重収益率 ①	ベンチマーク ②	超過収益率 ①－②	ベンチマーク要因	ファンド要因	その他要因
-0.99	-1.22	+0.23	+0.04	+0.19	+0.00

(注1) 国内債券のベンチマークは、NOMURA-BPI「除くABS」です。

(注2) 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(NOMURA-BPI「除くABS」)との収益率の差による要因です。

(注3) ファンド要因とは、個別ファンドとマネジャー・ベンチマークとの収益率の差による要因です。

(注4) その他要因とは、計算上の誤差等の要因です。

③ 自家運用

GPIFは、委託運用のほか、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、以下のとおり自ら管理及び運用を行っています。

ア. 国内債券パッシブファンド

NOMURA-BPI「除くABS」をベンチマークとするファンドとNOMURA-BPI国債をベンチマークとする2つのパッシブファンドがあります。

	2021年度				
	時価総額	時間加重収益率 (債券貸付運用含む)	ベンチマーク	債券貸付運用	
				運用資産(額面)	収益額
BPI「除くABS」型ファンド	89,490億円	-1.02%	-1.22%	—	1億円
BPI国債型ファンド	91,604億円	-1.33%	-1.34%	—	4億円

(注) 債券貸付運用は委託先との契約の関係で、年度末の残高はありません。

イ. 物価連動国債ファンド

物価連動国債ファンドは、インフレリスクの軽減を図ることを目的とし、元本が全国消費者物価指数（生鮮食品を除く。）に連動する国債による運用を行っています。

	2021年度	
	時価総額	時間加重収益率
物価連動国債ファンド	20,948億円	3.98%

ウ. 短期資産ファンド

短期資産ファンドは、寄託金償還等に必要な流動性を確保することを目的としています。

	2021年度	
	時価総額	時間加重収益率
短期資産ファンド	7,337億円	-0.01%

[2] 外国債券

① 外国債券市場

米国10年国債利回りは、記録的な物価の上昇等を背景に米国連邦準備制度理事会（FRB）が緩和的な金融政策からの転換を進めるなか、大幅に上昇（債券価格は下落）しました。

ドイツ10年国債利回りは、米国での金利上昇に加え、欧州中央銀行（ECB）が国債等の買入を終了する方針を示し

たこと等から、大幅に上昇（債券価格は下落）しました。

このような背景から、米国10年国債利回りは2020年度末の1.74%から2021年度末は2.34%へ、ドイツ10年国債利回りは2020年度末の-0.29%から2021年度末は0.55%へと共に上昇（債券価格は下落）しました。

② 外国為替市場

ドル／円は、日米の長期金利差が拡大するなか、円安・ドル高が大きく進行し、2020年度末の110.50円から2021年度末は121.38円となりました。

ユーロ／円は、年度末にかけて円安・ユーロ高基調となり、2020年度末の129.87円から2021年度末は135.05円となりました。

③ 超過収益率

外国債券のベンチマーク^(注1)に対する超過収益率は、+0.41%となりました。超過収益率を、ベンチマーク要因^(注2)、ファンド要因^(注3)及びその他要因^(注4)に分解すると、

ベンチマーク要因は-0.09%、ファンド要因は+0.50%、その他要因は-0.00%となりました。

（単位：%）

時間加重収益率 ①	ベンチマーク ②	超過収益率 ①-②	ベンチマーク要因	ファンド要因	その他要因
2.29	1.88	+0.41	-0.09	+0.50	-0.00

（注1）外国債券のベンチマークは、FTSE世界国債インデックス（除く日本、中国、ヘッジなし・円ベース）です。

（注2）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（FTSE世界国債インデックス（除く日本、中国、ヘッジなし・円ベース））との収益率の差による要因です。

（注3）ファンド要因とは、個別ファンドとマネジャー・ベンチマークとの収益率の差による要因です。

（注4）その他要因とは、計算上の誤差等の要因です。

④ ベンチマークの変更

外国債券のベンチマークであるFTSE世界国債インデックスは、2021年10月から、中国国債を36か月かけて段階的に組み入れることとなりましたが、中国国債は国際的な決済システムでの決済ができないこと、GPIFの投資規模と比較して市場の流動性が限定的であること、先物取引が外国人投資家には認められていないこと等から、GPIFでは当面、中国国債への投資を見送ることとしました。

た。

これに伴い、現在の外国債券のベンチマークを「FTSE世界国債インデックス（除く日本、中国、ヘッジなし・円ベース）」としています。なお、2021年10月以前の外国債券のベンチマークにも中国国債は含まれていないため、実態は従前と変わっていないこととなります。

⑤ 自家運用

GPIFは、委託運用のほか、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、以下のとおり自ら管理及び運用を行っています。

ア．外貨建て短期資産ファンド

外貨建て短期資産ファンドは、オルタナティブ資産への投資に必要な流動性を確保することを目的としています。

	2021年度	
	時価総額	時間加重収益率
外貨建て短期資産ファンド	495億円	9.44%

[3] 国内株式

① 国内株式市場

国内株式は、国内の経済政策に対する期待感から年度中大幅に上昇する場面もありましたが、ロシアによるウクライナ侵攻や国内における新型コロナウイルス感染症の感染再拡大等により、年度末にかけて下落基調で

推移しました。

このような背景から、東証株価指数（TOPIX）は2020年度末の1,954.00ポイントから2021年度末は1,946.40ポイントへと下落しました。

② 超過収益率

国内株式のベンチマーク^(注1)に対する超過収益率は、+0.13%となりました。超過収益率を、ベンチマーク要因^(注2)、ファンド要因^(注3)及びその他要因^(注4)に分解すると、

ベンチマーク要因は+0.24%、ファンド要因は-0.12%、その他要因は+0.01%となりました。

(単位：%)

時間加重収益率 ①	ベンチマーク ②	超過収益率 ①－②	ベンチマーク要因	ファンド要因	その他要因
2.12	1.99	+0.13	+0.24	-0.12	+0.01

(注1) 国内株式のベンチマークは、TOPIX（配当込み）です。

(注2) 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（TOPIX（配当込み））との収益率の差による要因です。

(注3) ファンド要因とは、個別ファンドとマネジャー・ベンチマークとの収益率の差による要因です。

(注4) その他要因とは、計算上の誤差等の要因です。

③ 株主優待への対応

GPIFは、運用資産の管理を全て資産管理機関に委託しています。株主優待についても資産管理機関において管理されており、GPIFは資産管理機関に対して、株主優待については、できるだけ現金化し、収益の向上を図るよう指示しています。

具体的には、資産管理機関において、割引券等の換金可能なものは換金のうえ運用収益の一部とされています（2021年度実績約3.0億円）。また、食品・家庭用品等は日本赤十字社や東京都社会福祉協議会及び神奈川県共同募金会等を通じて福祉施設などに寄付する等の対応を行い、社会に役立てられています。

[4] 外国株式

① 外国株式市場

堅調な景気拡大等を背景に米国等の株式市場が上昇する一方、ロシアによるウクライナ侵攻や新型コロナウイルス感染症の感染再拡大等によりドイツ等の株式市場は下落しました。

このような背景から、ダウ平均株価指数は2020年度

末の32,981.55ドルから2021年度末は34,678.35ドルへ上昇し、ドイツDAX株価指数は2020年度末の15,008.34ポイントから2021年度末は14,414.75ポイントへと下落しました。

② 超過収益率

外国株式のベンチマーク^(注1)に対する超過収益率は、-0.90%となりました。超過収益率を、ベンチマーク要因^(注2)、ファンド要因^(注3)及びその他要因^(注4)に分解すると、

ベンチマーク要因は+0.06%、ファンド要因は-0.96%、その他要因は+0.00%となりました。

(単位:%)

時間加重収益率 ①	ベンチマーク ②	超過収益率 ①-②	ベンチマーク要因	ファンド要因	その他要因
18.48	19.38	-0.90	+0.06	-0.96	+0.00

(注1) 外国株式のベンチマークは、MSCI ACWI (除く日本、円ベース、配当込み、管理運用法人の配当課税要因考慮前)です。

(注2) 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(MSCI ACWI (除く日本、円ベース、配当込み、管理運用法人の配当課税要因考慮前))との収益率の差による要因です。

(注3) ファンド要因とは、個別ファンドとマネジャー・ベンチマークとの収益率の差による要因です。

(注4) その他要因とは、計算上の誤差等の要因です。

[5] その他の運用リスク管理

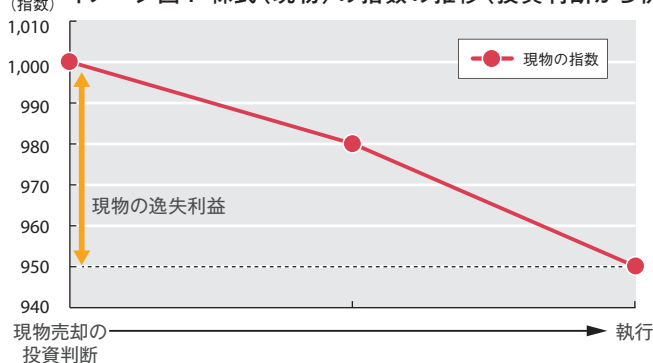
① 株価指数先物の活用

先物とは、将来の売買について現時点で約束する取引のことです。取引価格をあらかじめ固定できる性質により、資産の価格変動を抑制する効果があります。

株価指数先物は、運用に係る損失の危険の管理を目的にGPIFが直接行える運用方法として、2018年に追加され、運用の多様化・高度化に向けた取組の一環として、2021年度から株式パッシブについて株価指数先物の活用を開始しました。

GPIFは、基本ポートフォリオに基づく運用を行うため、必要に応じてリバランスを実施し、基本ポートフォリオと実際のポートフォリオの資産構成割合が乖離することによるリスクを管理・抑制しています。しかし、市場は常に変動していることから、リバランス時に当初予定していた価格で取引ができず、予期しない損益が発生する可能性があります。（イメージ図1）

イメージ図1: 株式（現物）の指数の推移（投資判断から執行まで）

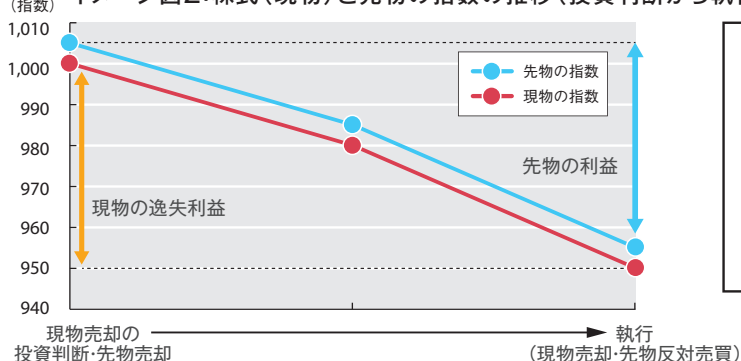


- ① 株式ファンドから資金回収（売却）を決定。
[指数=1,000]
 - ② 同ファンドが株式（現物）を売却。
[株価指数=950]
- ⇒①と②の間の株価下落により、予定していた価格よりも低い価格で売却。（損失（逸失利益）の発生）

ここでは、法令等に則って、保有原資産の売却の一時的な代替として株価指数先物を活用する例を紹介しします。

迅速に売買を行うことができる株価指数先物を活用することで、投資判断から執行までの時間を短縮することができ、予期しない損益が発生する可能性（価格変動リスク）を軽減するとともに、リバランスの効率化が期待できます。（イメージ図2）

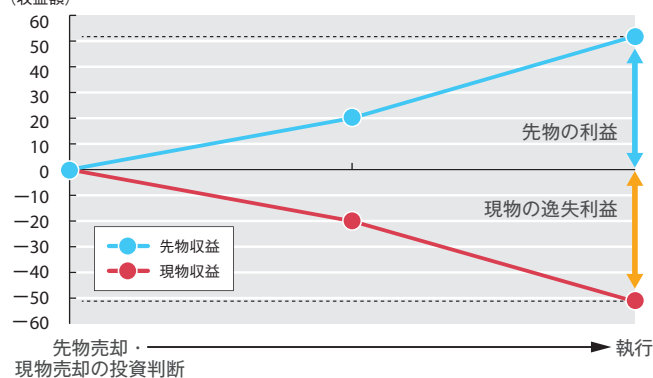
イメージ図2: 株式（現物）と先物の指数の推移（投資判断から執行まで）



- ① 株式ファンドからの資金回収を決定し、すぐに自家運用で先物を売却。売却した先物は同ファンドに移す。[指数=1,000]
- ② 同ファンドは、株式（現物）を売却するとともに、自家運用から移された先物も同ファンドが反対売買する。[株価指数=950]

株価指数先物の取引日を起点とした株価指数先物の損益とそれに対応するファンドの逸失利益を比較すると、両者はその動きが連動して打ち消し合い、価格変動リスクの軽減（ヘッジ）効果が確認できます。（イメージ図3）

イメージ図3:収益額のヘッジ効果



先物取引日を起点とした先物の評価損益とヘッジ対象となるファンドの逸失利益を比較すると、両者は符合が反転してその動きが連動しており、ヘッジ効果が確認できる。

なお、GPIFでは、法令に従って上記のとおり損失の危険の管理のために株価指数先物取引を活用しており、投機を目的とした株価指数先物取引を行うことはありません。

② 信用リスク

[運用受託機関／資産管理機関]

ア. 内外債券の保有状況

○格付別保有状況

債券への投資は、BBB格以上の格付を得ている銘柄とすることとしています。ただし、運用手法の特性など合理的な理由があり、GPIFが事前に承認した場合には、BBB格以上の格付を得ていない債券への投資を行えることとしています。2021年度において、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ます^(注)。

(注) 国内債券については、国債、地方債、特別の法律により法人の発行する債券（政府保証が付された債券に限る。）以外の種別の債券が対象です。外国債券については、すべての債券種別が対象となります。

[自家運用]

ア. 国内債券パッシブファンド等（BPI「除くABS」型ファンド及びBPI国債型ファンド）

○格付別保有状況

BPI「除くABS」型ファンドの債券への投資は、BBB格以上の格付を得ている銘柄とすることとしています。2021年度において、BBB格以上の格付を得ていない債券への投資はありませんでした^(注)。

○債券貸付運用の取引先

BPI「除くABS」型ファンド及びBPI国債型ファンドの債券貸付運用の取引先は、格付機関2社以上からBBB格以上の格付を得ており、かつ、格付機関のいずれからBB格以下の格付を得ていないこととしています。2021年度において、基準を満たさない取引先はありませんでした。

(注) 国債、地方債、特別の法律により法人の発行する債券（政府保証が付された債券に限る。）以外の債券種別が対象です。

イ. 短期資産ファンド

○短期資産運用の取引先

短期資産運用の取引先は、格付機関2社以上からBBB格以上の格付を得ており、かつ、格付機関のいずれからBB格以下の格付を得ていないこととしています。2021年度において、基準を満たさない取引先はありませんでした。

③ 内外株式の保有状況

○同一企業発行株式の保有状況

同一企業が発行する株式への投資は、各運用受託機関ごとに当該企業の発行済み株式総数の5%以下とすることとしています。2021年度において、外国株式では一時的に5%を超過した運用機関がありましたが、すぐに必要な対応を行いました。国内株式では基準を超えるものではありませんでした。

5 | オルタナティブ資産の運用

[1] 概要

オルタナティブ資産とは、伝統的な投資対象資産である上場株式、債券に対する「代替的（オルタナティブ）」な投資対象資産の総称です。オルタナティブ資産には多種多様な資産が含まれますが、GPIFではインフラストラクチャー、プライベート・エクイティ、不動産をオルタナ

ティブ資産運用の対象としています。第4期中期計画（2020年度から2024年度）では、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、外国債券、国内株式及び外国株式に区分し、資産全体の5%を上限に運用を行うこととされています。

① 運用目的

オルタナティブ資産は、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・リターン特性を有しており、ポートフォリオに組み入れることにより運用の効率性の向上及び年金財政の安定に寄与する効果が期待できます。また、オルタナティブ資産は、伝統的資産に比べて流動性が低い一方、その分利回りが高いとされています。GPIFは長期の投資家であり、豊富な流動性資産を有していることから、あえて流動性の低いオルタナティブ資産をポートフォリオに組み入れることで、投資ポートフォリオの効率性を向上しつつ超過プレミアムを獲得することを

目指しています。

海外の年金基金では、このような特性・効果をもつオルタナティブ資産の運用を行うことによる分散投資を推進しています。GPIFでは、オルタナティブ資産の運用を開始するに先立ち委託調査研究を通じて慎重な検討を重ねてきました。中でも2012年度に実施した委託調査研究では、同運用には流動性の犠牲に伴う投資プレミアムの獲得、分散投資による効率性の向上が期待できることが報告されました。

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



② これまでの投資実績

GPIFは、上述の研究成果を踏まえ、2013年度以降、機関投資家との共同投資形態によるオルタナティブ資産の運用に着手しました（インフラストラクチャー共同投資は2013年度より、プライベート・エクイティ共同投資は2015年度より実施）。2017年度からは、マネジャー・エントリー制度を活用したオルタナティブ資産の運用に係る公募を開始し、GPIF向け仕様のマルチ・マネジャー戦略^{*}を実行する運用受託機関（マルチ・マネジャーを選定するファンド・オブ・ファンズマネジャー及びファンド・オブ・ファンズマネジャーの運用能力を評価するゲートキーパー）の選定を進め、オルタナティブ資産運用の充実を図っています。

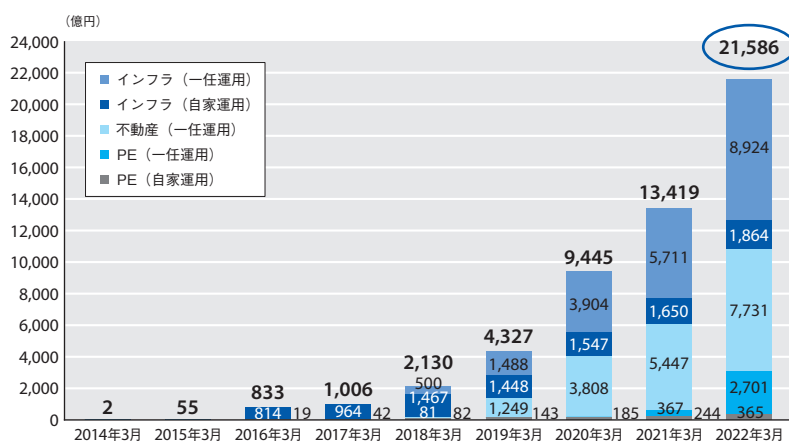
この間、専門人材を継続的に採用して専門部署（オルタ

ナティブ投資室）を設置するとともに、コンサルタント等を活用した投資戦略の検討（2015年度以降）及びリスク管理フレームワークの策定などを通じて、オルタナティブ資産の運用体制を整備・強化してきました。オルタナティブ資産の運用は個別性が強く、また、流動性の低さからも投資評価時及び投資実行後のリスク管理は重要な課題であり、今後もリスク管理を含めた運用体制の強化に努めていきます。

^{*}マルチ・マネジャー戦略とは、複数のファンドに分散投資する運用手法です。複数のファンドを組み入れるファンド、という意味でファンド・オブ・ファンズとも呼ばれます。GPIFは、各オルタナティブ資産の運用スタイルごとにマルチ・マネジャー戦略を実行する運用受託機関を選定し、個別の投資判断を全て運用受託機関に一任しています。



投資開始来のオルタナティブ投資の時価推移



(注)オルタナティブ資産の具体的な投資事例については、GPIFのホームページにて掲載していますので、ご参照ください。



GPIFのオルタナティブ資産運用については、近年、運用体制の整備を進めつつ、資産残高を着実に積み上げてきています。2022年3月末時点でのオルタナティブ資産

の時価総額は、2兆1,586億円となりました。また、年金積立金全体に占める割合は1.07%となっています。

③2021年度の主な活動

ア.ゲートキーパー及びファンド・オブ・ファンズマネジャーの公募・選定

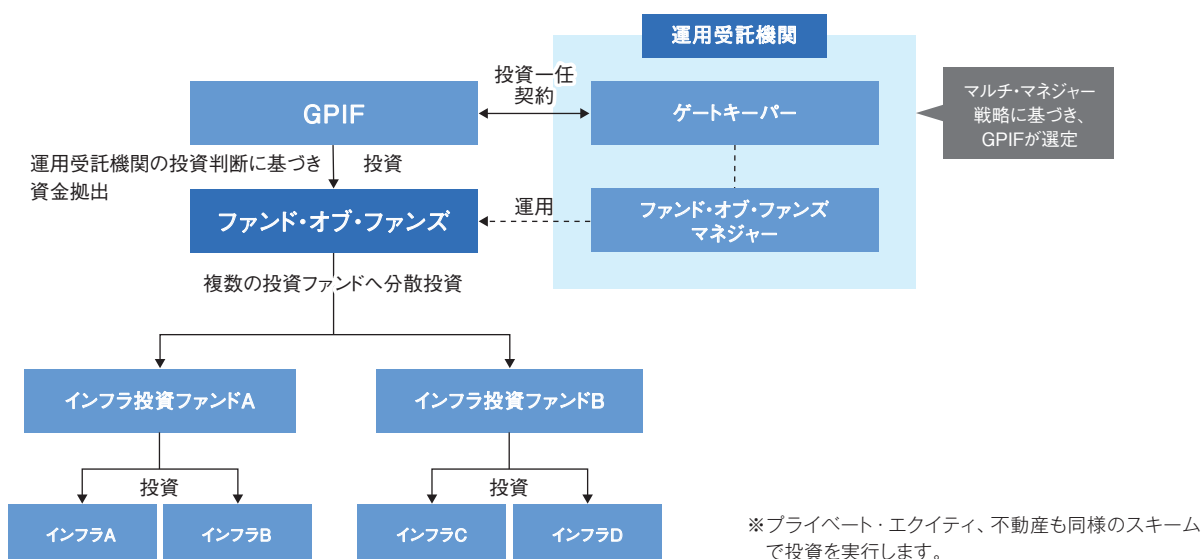
2021年度は、引き続きマネジャー・エントリー制度を活用したオルタナティブ資産の運用に係る公募を継続し、GPIF向け仕様のマルチ・マネジャー戦略を行う運用受託機関の選定を進めてきました。

新たにプライベート・エクイティ分野で選定された日本特化型の運用受託機関で運用を開始したことに加え、

インフラストラクチャー分野で既存運用受託機関2社の新規ファンド・オブ・ファンズに投資を実行しています。

運用受託機関の選定にあたっては、GPIF自身の専門チームに加え、コンサルタントによる書類審査、面談、会社訪問を多段階で実施し、運用受託機関の能力、投資戦略、運用実績、リスク管理体制等を慎重に審査しています。

〈(例) インフラストラクチャーの運用スキームのイメージ〉



オルタナティブ資産の運用は投資一任契約方式により行っています。選定された運用受託機関はGPIF専用のファンド・オブ・ファンズを組成した上で、事前に策定された投資ガイドラインに記載されている運用目標、運用スタイル、一定の投資制限等に従いファンドへの投資を実行します。

その後は各ファンドが個別のオルタナティブ資産に投資を行います。投資機会の発掘から各種調査（デューデリジェンス）を経て投資が実行されるまでには一定の時間を

要します。また、ポートフォリオの時間分散のためにも投資時期を複数年に分散させることが重要です。そのため、オルタナティブ資産への投資は時間をかけて行っています。

GPIFでは運用受託機関から定期的な運用状況の報告を受け、投資の進捗やリスクのモニタリングを行っています。加えて年次にて、運用受託機関に関する総合評価を行い、運用体制に変化がないことや、投資計画の進捗確認を行い、適切に管理しています。

イ. 投資事業有限責任組合／リミテッドパートナーシップ（LPS）への投資を行うための体制整備

2017年9月に、年金積立金の運用の対象となる有価証券として、投資事業有限責任組合／リミテッドパートナーシップ（LPS）を追加する旨の政令の改正が行われました。LPSを活用する効果として、投資対象との間の介在者を減らし、投資スキームをシンプルにすることで、投資先の情報をより速やかに把握するとともに、リスク管理の強化を図りながら、実質的なリターンの向上を期待することができます。そのため、海外の年金基金等の機関投資家の間でも、オルタナティ

ブ資産運用の際の一般的手法として導入されています。

GPIFではこの政令の改正を受けて、2017年度より、LPS手法による投資を開始するための体制等について整備を行っており、2021年度にはリスク管理及び法務機能の強化等を行いました。また、今後のLPS投資においてGPIFがスチュワードシップ責任を果たしていくのに必要な手段・方策についての検討も行っています。

ウ. オルタナティブ資産の運用状況

〈2022年3月末時点の運用状況〉

	オルタナティブ資産全体	インフラストラクチャー	不動産	プライベート・エクイティ
コミットメント額(億円) (注2)	40,368	18,880	12,210	9,278
時価総額(億円)	21,586	10,788	7,731	3,066
投資開始からの内部収益率(IRR) (円建て)	10.89%	8.93%	12.99%	21.38%
うち国内資産(円建て) (注3)	6.54%	3.24%	7.32%	—
うち海外資産(米ドル建て) (注4)	7.30%	5.85%	10.30%	11.85%
うち海外資産(円建て) (注5)	11.55%	9.17%	16.17%	21.38%

(注1) ファンド・オブ・ファンズ及び投資信託ごとに集計しています。

(注2) コミットメント額は、運用開始時に、各運用受託機関に対してGPIFが拠出する資金の上限額として契約した金額の合計です。

(注3) 国内(主要運用通貨円建て)で運用している資産を集計しています。

(注4) 海外(主要運用通貨米ドル建て)で運用している資産を集計しています。

(注5) 米ドル建ての資産は円換算して算出しています。

(コラム) 2021年度の時価総額の増減の要因分解

2021年3月末からの1年間に、オルタナティブ資産の時価総額は8,166億円増加しました。この増加額は、主に以下の5つの要因に分解することができます。

①新規投資向けの資金拠出(+5,541億円)：

ファンドは新規投資を行う際に投資家に対して投資資金の拠出依頼(キャピタルコール)を行います。投資家からファンドに資金が拠出されるため、オルタナティブ資産の時価が増加します。2021年度はオルタナティブ資産の3資産全てで投資が進捗しています。

②投資回収による分配金受領(-819億円)：

ファンドは投資先から投資資金を回収した際に投資家に対して回収した資産を分配するため、その分だけオルタナティブ資産の時価が減少します。2021年度は主にインフラストラクチャー分野や不動産分野で投資先から分配金を受領しています。

③報酬・費用等(-91億円)：

ファンド・オブ・ファンズや投資信託に賦課された報酬、取引費用等の経費です(2021年度のオルタナティブ資産の平均残高に対し0.55%相当)。

(注) 投資しているファンド・オブ・ファンズ及び投資信託が支払った金額をGPIFにて集計しています。投資信託については概算値です。

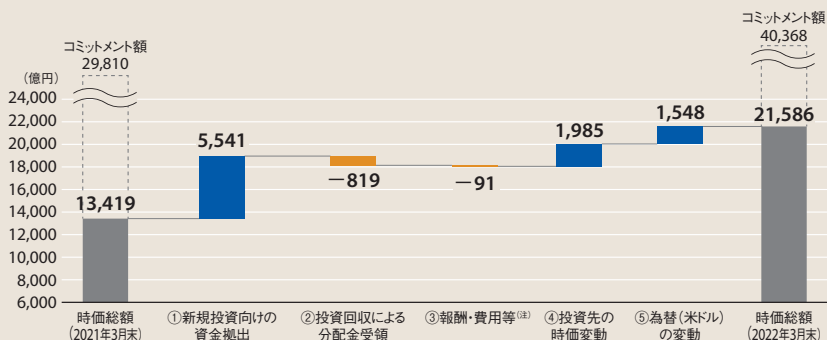
④投資先の時価変動(+1,985億円)：

ファンドによる投資実行後は、投資先の評価に基づく未実現損益や、投資先売却による実現損益に応じて、オルタナティブ資産の時価が増減します。2021年度は新型コロナウイルス感染症により影響を受けたセクターで時価に回復の兆しが見られ、その他のセクターの時価評価も堅調に推移したため、投資先の時価は増加しています。

⑤為替(米ドル)の変動(+1,548億円)：

海外(主要運用通貨米ドル建て)で運用している場合において、米ドルと円の為替変動により円建ての時価が増減します。2021年度は、年度後半の円安によって時価が増加しています。

オルタナティブ投資の時価変動要因(2021年4月～2022年3月)



(コラム) オルタナティブ資産の収益率計測方法

株式や債券等の上場資産の運用パフォーマンスは時間加重収益率で計測されることが多い一方、オルタナティブ資産の運用パフォーマンスは、運用開始からの内部収益率(IRR)で計測されることが一般的です。内部収益率(IRR)は金額加重収益率とも呼ばれており、投資家とファンドとの間のキャッシュフロー(資金拠出や分配金受領等)のタイミングや規模を勘案して収益率を算出します。

伝統的資産では投資家が投資資金の配分や回収時期を自ら定めることができるのに対して、オルタナティブ資産の運用ではファンドの運用機関が投資や資産売却のタイミングを決め、その都度投資家に対して投資資金の拠出を求め(キャピタルコール)、投資回収した資金の分配(ディストリビューション)を行うことができます。そのため、キャッシュフローのタイミングや規模の決定が運用機関の能力の一部であるという考え方のもとで、内部収益率(IRR)が利用されています。なお、業務概況書においてオルタナティブ資産を含むGPIF全体の運用実績は時間加重収益率で表示していますが、オルタナティブ資産の運用実績は内部収益率(IRR)でも表示しています。

[2] インフラストラクチャー

① 概要

インフラストラクチャー（インフラ）投資とは、電力発送電、再生可能エネルギー、鉄道、通信などのインフラ事業への投資をいい、長期にわたり安定した利用料収入が期待できることから、海外の年金基金ではインフラ事業を対象とするファンド等への投資が有力な投資手法となっています。

インフラ事業の中でも、特に社会・経済活動に不可欠で、当局による規制環境等が確立されており、長期契約に基づく安定した利用料収入等が期待されるものを「コア型」といい、GPIFではコア型インフラ事業を主な組み入れ対象とするファンドを中心に投資を行っています。投資したファンドに組み入れられたインフラ事業は、一般的に10年以上の長期にわたり運営されます。当該投資資金は、安定した利用料収入を源泉とする配当や、最終的には、他の投資家への売却などにより回収されます。



② GPIF の投資

ア. 運用方針

「コア型」のインフラ事業を中心とした分散投資を、市場環境を踏まえ、タイムリーかつ効率的に行うことを通じて、インカムゲインを中心とした安定的なリターンの獲得を目指しています。

イ. 投資対象とスキーム

主に稼働中のインフラ事業のエクイティ（投資持分）及びその収入を裏付とするデット（債権）を投資対象とするファンドへの投資を行います。

(i) 自家運用での投資信託の購入

2014年2月から、インフラ投資に豊富な実績を持つカナダ・オンタリオ州公務員年金基金（OMERS）及び日本政策投資銀行（DBJ）との共同投資協定に基づき、先進国の稼働中のインフラ事業等を投資対象とする投資信託受益証券を保有しています。

(ii) 投資一任（ファンド・オブ・ファンズ形式）

2021年度は、下記運用受託機関において投資が進み、「コア型」のインフラ事業を中心とした分散投資ポートフォリオが構築されています。

運用受託機関名	運用スタイル	運用開始年月
GK：三井住友DSアセットマネジメント株式会社 FoF マネジャー：StepStone Infrastructure & Real Assets	グローバル・コア型	2018年1月
GK：野村アセットマネジメント株式会社 FoF マネジャー：Pantheon	グローバル・コア型	2018年2月
GK 兼 FoF マネジャー：DBJアセットマネジメント株式会社	国内インフラを中心とした特化型運用	2018年3月

GK：ゲートキーパー

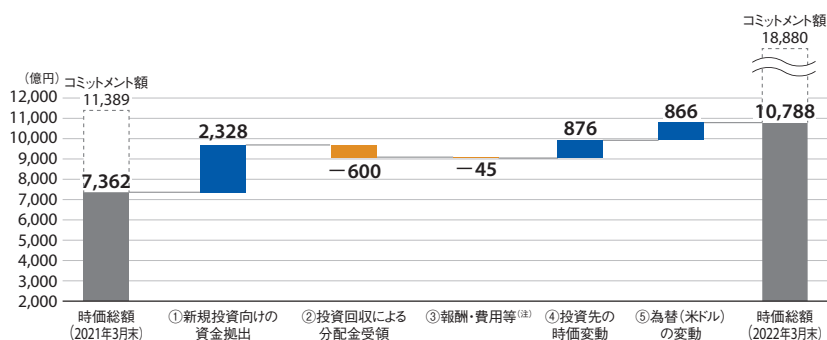
FoF マネジャー：ファンド・オブ・ファンズ・マネジャー

ウ. 運用状況

インフラ投資の2022年3月末時点の時価総額は1兆788億円となりました。2021年3月末対比では3,426億円増加しています。新型コロナウイルス感染症により影響を受けた空港等の一部の交通セクターなどで時

価に回復の兆しが見られ、その他のセクターの時価評価が引き続き堅調に推移したこと、及び為替の変動により、インフラ資産全体では時価総額が増加しました。

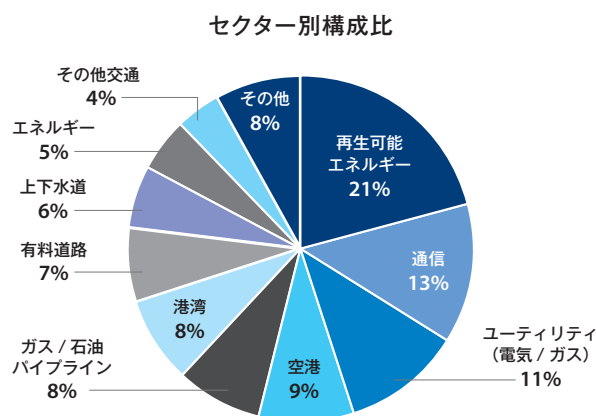
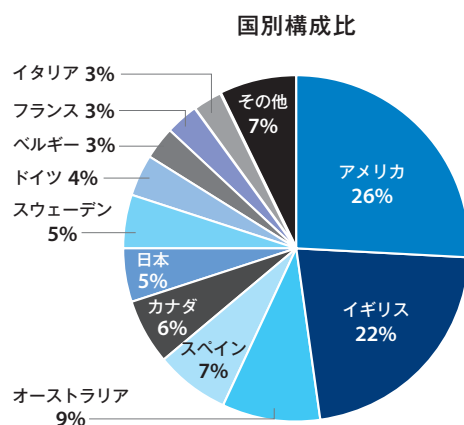
オルタナティブ資産（インフラストラクチャー）の時価変動要因（2021年4月～2022年3月）



（注）投資しているファンド・オブ・ファンズ及び投資信託が支払った金額をGPIFにて集計しています。投資信託については概算値です。

ポートフォリオの構成は、国別では、アメリカの割合が最も多く、ポートフォリオ全体の26%を占めており、その他イギリス22%、オーストラリア9%などとなっています。セクター別では、再生可能エネルギー21%、通信13%、ユーティリティ（電気／ガス）11%などとなっており、安定した収入が期待できる「コア型」のインフラ事業を中心に分散投資されています。運用を開

始した2014年2月以来の海外インフラ投資全体の内部収益率（IRR、2022年3月末時点）は米ドル建てで5.85%、国内インフラ投資全体の内部収益率（IRR、2022年3月末時点）は円建てで3.24%となっています。また、2021年度に外国籍投資信託及びファンド・オブ・ファンズより受領した配当金（元本返済分を除く。）は合計349億円です。



[3] プライベート・エクイティ

① 概要

主に非上場企業の株式（プライベート・エクイティ（PE））を投資対象とするファンド（PEファンド）への投資です。PEファンドは一般に、投資時期を分散しながら様々なステージにある投資対象企業を発掘し、投資を実行します。PEファンドには、バイアウト（投資実行後に投資先企業の経営改善やガバナンスの向上等を通じて企業価値を高めようとするもの）、グロースエクイティ（事業

拡大期の企業に成長資金を供給するもの）、ベンチャーキャピタル（成長が見込まれる新興企業等を投資対象とするもの）、ターンアラウンド（経営不振企業の債務のリストラクチャリング等を行うもの）、プライベート・デット（非上場企業の債権に投資するもの）などがあり、これらに分散して投資します。

② GPIF の投資

ア．運用方針

創業、成長、発展、再生といった様々なステージにある非上場企業の株式等へ分散投資を行うことにより、主に企業価値の増大による比較的高いリターンを確保し、投資ポートフォリオ全体のリターンの向上に貢献します。

イ．投資対象とスキーム

非上場企業の株式（プライベート・エクイティ（PE））及び債権（プライベート・デット）等を投資対象とするファンドへの投資を行います。

(i) 自家運用での投資信託の購入

2015年6月から、世界銀行グループの一員である国際金融公社（IFC）及び日本政策投資銀行（DBJ）との共同投資協定に基づき、新興国の消費関連企業等のプライベート・エクイティ（PE）に投資する外貨建て投資信託受益証券を保有しています。新興国株式市場への投資に見られる業種の偏りを是正し、今後の人口動態や経済発展によって高い成長が見込める消費関連企業等への投資を行うことにより、バランスよく世界経済の成長の果実を獲得することを目的としています。

(ii) 投資一任（ファンド・オブ・ファンズ形式）

2021年度は、2020年度に運用を開始したグローバル・戦略分散型では十分にカバーできない日本国内の投資機会を捕捉するため、新たに日本特化型の運用受託機関を選定しました。下記の運用受託機関を通じて、先進国を中心としたPEファンドへの分散投資が実行されています。

運用受託機関名	運用スタイル	運用開始年月
GK: ニューバーガー・バーマン株式会社 FoF マネジャー: NB Alternatives Advisers LLC	グローバル・戦略分散型	2020年4月
GK: 三菱UFJ信託銀行株式会社 FoF マネジャー: Hamilton Lane Advisors, L.L.C.	グローバル・戦略分散型	2021年1月
GK 兼 FoF マネジャー: 三菱UFJ信託銀行株式会社 FoF マネジャーへの投資助言: エー・アイ・キャピタル株式会社	日本特化型	2022年1月

GK: ゲートキーパー

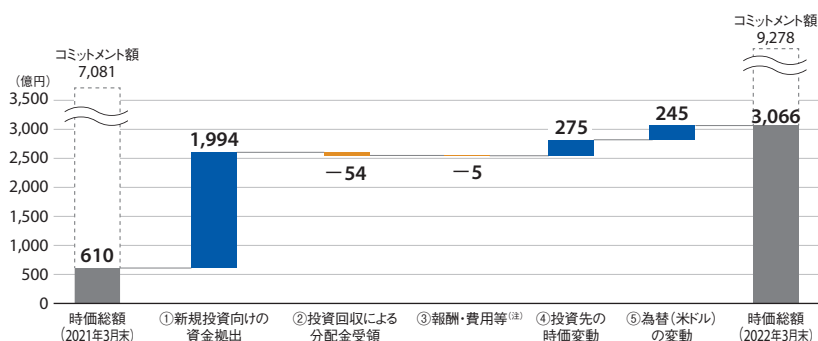
FoF マネジャー: ファンド・オブ・ファンズ・マネジャー

ウ. 運用状況

PE投資の2022年3月末時点の時価総額は3,066億円となりました。2021年3月末対比では2,456億円増加しています。主に投資一任の運用機関を通じた新規投

資に加え、投資先の時価上昇や為替の変動の影響により、PE資産全体では時価総額が増加しました。

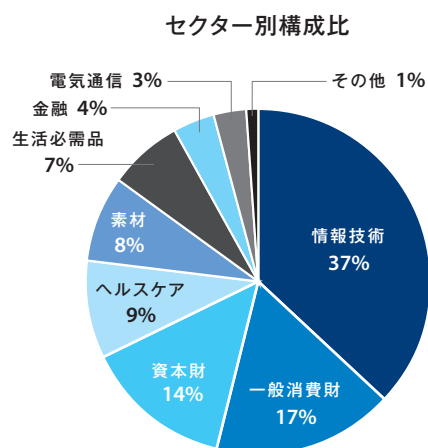
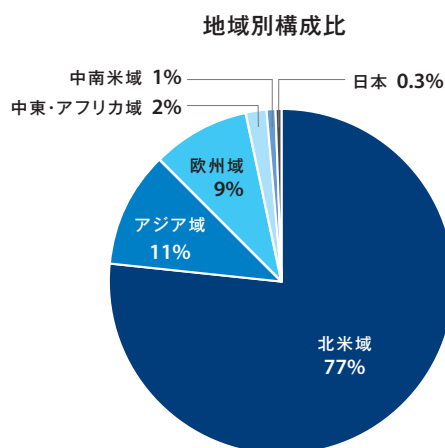
オルタナティブ資産(プライベート・エクイティ)の時価変動要因(2021年4月～2022年3月)



(注)投資しているファンド・オブ・ファンズ及び投資信託が支払った金額をGPIFにて集計しています。投資信託については概算値です。

ポートフォリオの構成は、地域別では、北米域の割合がポートフォリオ全体の77%と最も多く、次いでアジア域が多くなっています。セクター別では、情報技術の割合が37%と最も多くなっていますが、その他には一般消費

財や資本財など幅広い業種に分散投資されています。自家運用での投資信託購入を開始した2015年6月以来のPE投資全体の内部収益率(IRR、2022年3月末時点)は米ドル建てで11.85%となっています。



(注) PEでは幅広い国に分散投資しているため、地域別で集計しています。

[4] 不動産

① 概要

GPIFが行う不動産投資では物流施設、オフィス、賃貸住宅、商業施設等の実物不動産に投資を行っている不動産ファンドを対象としています。

その中でも入居テナントからの継続的・安定的な賃料収入が期待される投資戦略（「コア型」）を主として採用しており、これは海外の年金基金でも有力な投資手法となっています。一方で不動産マーケットにはサイクル（需給関係・金融情勢等による価格の変

動）があること、また案件あたりの投資金額が比較的大きくなる傾向もあることから、投資のタイミング・対象種別等を分散させること（分散投資）が重要となります。また、管理運営を適切に行える専門会社（アセットマネジャー、プロパティマネジャー等）も十分に活用し、その長期的資産価値を維持する体制も必要です。GPIFでは、以上のような不動産投資の特性を踏まえながら、慎重かつ計画的に投資を進めています。

② GPIF の投資

ア．運用方針

「コア型」の不動産資産を中心とした分散投資を、市場環境を踏まえ、タイムリーかつ効率的に行うことを通じて、インカムゲインを中心とした安定的なリターンの獲得を目指しています。

イ．投資対象とスキーム

主に稼働中の不動産を裏付とするエクイティ（投資持分）及びデット（債権）を投資対象とするファンドへの投資を行います。

(i) 投資一任（ファンド・オブ・ファンズ形式）

2021年度は、2017年度に選定した国内の運用受託機関に加えて、2018年度以降に新規採用した海外における不動産投資の運用受託機関において投資が進捗し、「コア型」中心のグローバルな分散投資ポートフォリオが構築されています。

運用受託機関名	運用スタイル	運用開始年月
GK 兼 FoF マネジャー：三菱UFJ信託銀行株式会社	ジャパン・コア型	2017年12月
GK：アセットマネジメントOne株式会社 FoF マネジャー：CBRE Global Investment Partners Limited	グローバル・コア型 伝統的ファンド領域 ^(注1)	2018年9月
GK：アセットマネジメントOne株式会社 FoF マネジャー：CBRE Global Investment Partners Limited	グローバル・コア型 共同投資ファンド領域 ^(注2)	2021年2月

GK：ゲートキーパー

FoF マネジャー：ファンド・オブ・ファンズ・マネジャー

(注1) 合同運用されるコmingルファンド投資を中心とする運用です。

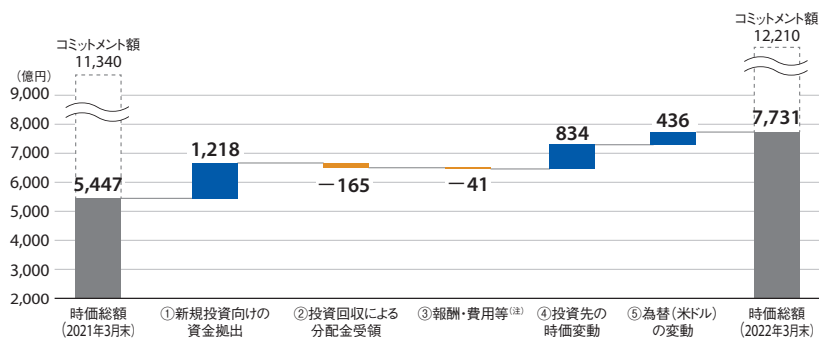
(注2) 少数の投資家との共同投資を中心とする運用です。

ウ. 運用状況

不動産投資の2022年3月末時点の時価総額は7,731億円となりました。2021年3月末対比では2,284億円増加しています。新型コロナウイルス感染症により影響

を受けた一部セクターも回復の兆しを見せ、概ね安定的なパフォーマンスによる時価上昇や為替の変動の影響により、不動産資産全体では時価総額が増加しました。

オルタナティブ資産（不動産）の時価変動要因（2021年4月～2022年3月）

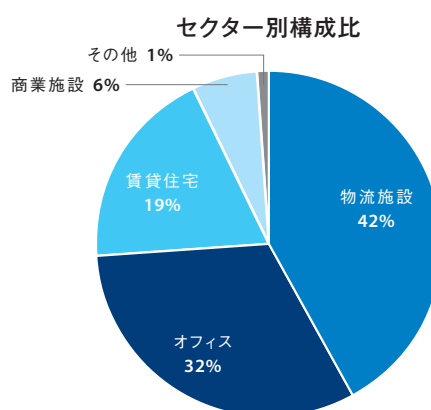
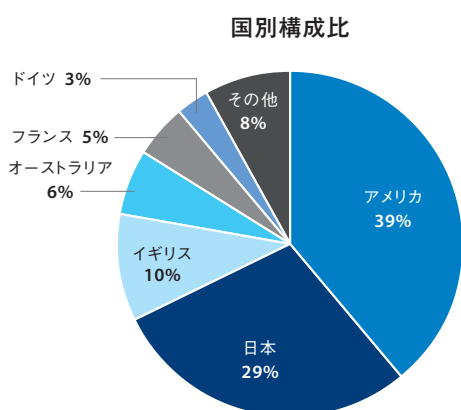


（注）投資しているファンド・オブ・ファンズ及び投資信託が支払った金額をGPIFにて集計しています。投資信託については概算値です。

ポートフォリオの構成は、国別ではアメリカの割合が最も多く、ポートフォリオ全体の39%を占めており、日本29%、イギリス10%、オーストラリア6%などが続きます。セクター別構成比は、物流施設の割合が最も多く、ポートフォリオ全体の42%を占めており、オフィス32%、賃貸住宅19%、商業施設6%となっています。いずれも先進国のコア型不動産ファンドを中心に分散投資されています。

運用を開始した2017年12月以来の国内不動産投資

の内部収益率（IRR、2022年3月末時点）は円建てで7.32%、同じく2018年9月以来の海外不動産投資の内部収益率（IRR、2022年3月末時点）が米ドル建てで10.30%となっています。また、2021年度にファンド・オブ・ファンズより受領した配当金（元本返済分を除く。）は合計137億円です。今後も、外部コンサルタントも活用し、マーケット環境に留意しつつ不動産投資を進めていきます。



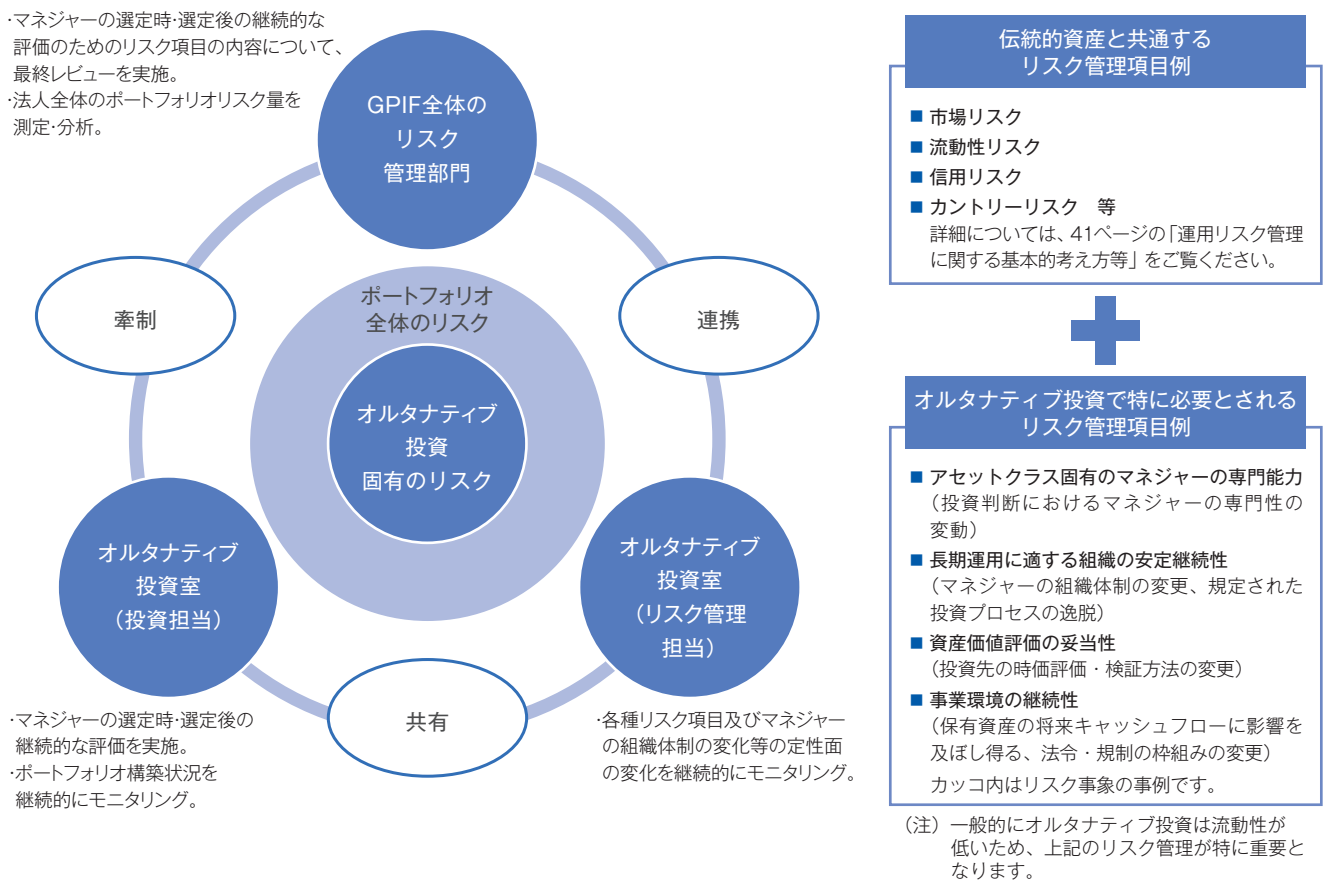
[5] オルタナティブ資産の運用リスク管理

2021年度は、管理体制のさらなる整備・強化を進め、オルタナティブ資産のリスク管理を一層推進しました。運用受託機関との対話・情報共有をより一層強化し、パフォーマンス悪化の懸念がある投資先について、投資先の評価額や、その背景となる外部環境等の時価変動要因と、それらの改善策をより詳細に把握しています。そうした従来のモニタリング体制の充実に加え、運用受託機関の運用するファンド・オブ・ファンズの運用パフォーマンス

を、入手可能な市場データと比較する定量的分析を開始することで、従来からの定性的評価を含めた運用受託機関に対する評価の精度向上に努めています。

なお、個別性の高いオルタナティブ投資では投資に係る内外法令・契約内容等の精査・確認が極めて重要であり、2020年度に設置した法務室がリーガル・チェック等必要な対応を行っています。

< オルタナティブ投資のリスク管理体制 >



（注）オルタナティブ資産を含めた GPIF 全体の運用資産のリスク管理に関する基本的考え方等については、41 ページから 45 ページをご覧ください。

6 | スチュワードシップ責任

[1] スチュワードシップ活動の目的と意義

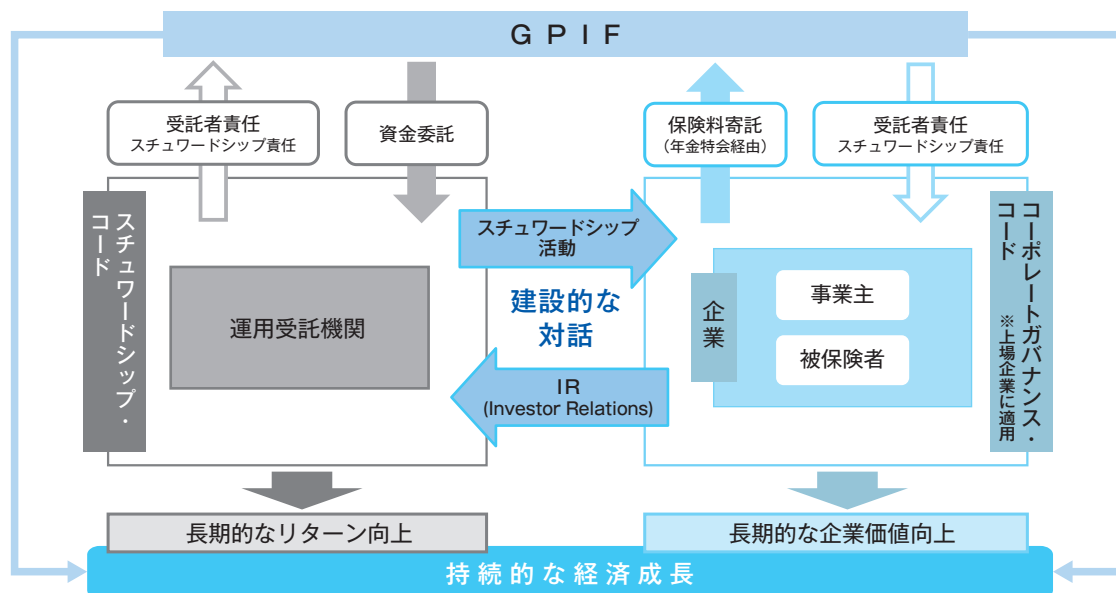
GPIFは「投資原則」と「行動規範」で、被保険者に対して、受託者としての責任を適切に果たし、長期的な投資収益の拡大を図ることを目的に、スチュワードシップ責任^(注)を果たすための活動（以下「スチュワードシップ活動」といいます。）を推進することを定めています。また、2017年には、スチュワードシップ活動を進めるにあたり、ESGを考慮した取組を含めることを投資原則に明記しました。

GPIFは被保険者である国民の皆様に対してスチュワードシップ責任を負っており、GPIFが運用を委託している運用受託機関はGPIFに対してスチュワードシップ責任を負っている関係にあります。（下図）

GPIFがスチュワードシップ責任を適切に果たすためのキーワードとして、「ユニバーサル・オーナー」と「超長期投資家」があります。資金規模が大きく資本市場全

体に幅広く分散して投資する「ユニバーサル・オーナー」であり、100年を視野に入れた年金制度の一端を担う「超長期投資家」であるGPIFが長期にわたって投資収益を獲得するためには、環境・社会問題など、社会・経済活動による負の影響を減らし、市場全体、さらにはその背後にある社会が持続的かつ安定的（サステナブル）に成長することが不可欠です。GPIF自身は一部の資産を除き、運用受託機関を通じて日々の売買や株式における議決権行使を行っています。そのため、GPIFは運用受託機関に対して、投資先企業・発行体との間で、非財務要素であるESGも考慮に入れた「建設的な対話」（エンゲージメント）を促すことで、「長期的な企業価値向上」が「経済全体の成長」に繋がり、最終的に「長期的なリターン向上」が実現するような環境の構築を目指すことにより、スチュワードシップ責任を果たしていきます。

（注）スチュワードシップ責任とは、機関投資家が、投資先企業やその事業環境等に関する深い理解のほか、運用戦略に応じたサステナビリティ（ESG要素を含む中長期的な持続可能性）の考慮に基づく建設的な「目的を持った対話」（エンゲージメント）などを通じて、企業価値の向上や持続的成長を促すことにより、中長期的な投資リターンの拡大を図る責任のことです。



[2] スチュワードシップ活動の進化と基盤

GPIFはスチュワードシップ責任に関する活動を、2014年5月の日本版スチュワードシップ・コード受入れから本格的に開始しました。2015年3月には投資原則を制定し、株式投資においてスチュワードシップ責任を果

たすような様々な活動を通じて被保険者のために長期的な投資収益の拡大を図ることを明確化しました。同年9月にはESGへの取組強化の一環として、国連が提唱する責任投資原則（PRI）に署名しました。さらに、2017年

10月には投資原則を改訂し、スチュワードシップ責任に関する活動について、全ての資産に拡大することを決定し、その具体的な活動としてESGを考慮した取組を明記しました。なお、投資原則は、「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」（積立金基本指針）の改正及び第

4期中期計画を受けて、2020年4月にも再度改訂を行いました。

GPIFのスチュワードシップ活動は、投資原則、スチュワードシップ責任を果たすための方針に則り、運用受託機関への要請として、スチュワードシップ活動原則及び議決権行使原則を制定して行っています。

① スチュワードシップ責任を果たすための方針

2020年3月24日に、日本版スチュワードシップ・コードが再改訂（以下「再改訂版コード」といいます。）されました。再改訂では、スチュワードシップ責任の定義に運用戦略に応じたサステナビリティ（ESG要素を含む中長期的な持続可能性）の考慮が追加されたほか、対象資産も日本の上場株式に加え、他資産でも適用が可能となりました。GPIFは、再改訂版コードの趣旨に賛同を表明し、

2020年6月に、「スチュワードシップ責任を果たすための方針」を一部改定しました。この改定での最大の変更点は、投資原則等に合わせ、その対象資産を株式から全資産に拡大したことです。また、再改訂版コードの各原則への対応では、ESGの考慮を明確化しました。GPIFは、スチュワードシップ・コードが求めるアセットオーナーとしての責任を全ての資産で果たしていきます。

② スチュワードシップ活動原則・議決権行使原則

GPIFは、2017年6月に、スチュワードシップ活動原則と議決権行使原則を制定しました。この二つの原則は、超長期のアセットオーナーの責任として、運用受託機関に対して、議決権行使を含む、スチュワードシップ活動に関して求める事項や原則を明確にしたものです。運用受託機関には両原則の遵守を求め、運用受託機関の個別事情に照らして実施することが適切でないと考え

られる場合には実施しない理由の説明を求めています。GPIFは自らのスチュワードシップ責任を果たすため、運用受託機関における議決権行使を含むスチュワードシップ活動の取組状況について、適切にモニタリングし、運用受託機関と積極的に対話（エンゲージメント）を実施しています。スチュワードシップ活動原則は以下の5つの項目から成っています。

<スチュワードシップ活動原則>

- 1 運用受託機関におけるコーポレート・ガバナンス体制
- 2 運用受託機関における利益相反管理
- 3 エンゲージメントを含むスチュワードシップ活動方針
- 4 投資におけるESGの考慮
- 5 議決権行使

2020年2月には初めて改定を行い、対象資産を株式から全資産へ拡大したほか、スチュワードシップ活動と運用の連携やインデックス会社など幅広い関係者との建設的な対話（エンゲージメント）、ESGに関する様々なイニシアティブへの参加を新たに求めています。併せて、議決権行使原則では、議決権行使は年間を通じた建設的な対話（エンゲージメント）の一環として行うことを改めて

明確にしました。

GPIFでは、投資原則、スチュワードシップ責任を果たすための方針と上記のスチュワードシップ活動原則、議決権行使原則を基盤とし、年金積立金の運用にふさわしいスチュワードシップ責任の在り方を検討しながら、今後もスチュワードシップ活動に取り組んでいきます。

③ 国際的なイニシアティブ（活動）への参加

GPIFは、2015年9月にPRIに署名したのを皮切りに、以下のとおり、国際的なイニシアティブに参加しています。これらのイニシアティブへの参加を通じて、ESG

に関する知見を高め、運用受託機関のスチュワードシップ活動の評価に活用しています。



[3] スチュワードシップ責任を果たす取組の推進

① 市場の持続的な成長に向けた取組

ア. 債券のスチュワードシップ評価

再改訂版コードでは、株式以外の資産に投資を行う場合にもコードの適用が可能と明示されました。これを受けて、GPIFでも、債券のスチュワードシップ活動の評価について検討を進め、新たに、2022年度より「投資先企業の持続的な成長を促し信用リスクの低減に資するか」という観点で、債券の運用受託機関を対象とする評価を開始することを決定しました。

なお、現段階では、債券については個々のエンゲージメントの評価方法が確立しているとは言えないことから、スチュワードシップ方針や利益相反管理等の方針・体制面などスチュワードシップ活動を行うための組織・人材が整

備されているかについて評価を行うこととしました。具体的には、以下のポイントを確認するとともに、運用受託機関がどのようにスチュワードシップ活動を行うための「組織・人材」が整備されているかについて意見交換し、評価基準の「組織・人材」の一項目として評価します。

- ✓ 体制面（組織、利益相反管理）
- ✓ 日本版スチュワードシップ・コードの受け入れ状況、責任投資原則（PRI）署名の有無及び対応状況
- ✓ スチュワードシップ活動方針
- ✓ GPIFのスチュワードシップ活動原則への対応状況（該当項目）等

イ. エンゲージメント強化型パッシブ運用

(i) 採用状況

2021年度に、スチュワードシップを重視したパッシブ運用モデルの一つとして、三井住友トラスト・アセットマネジメント株式会社及びりそなアセットマネジメント株式会社の2社を新たに「エンゲージメント強化型パッシブ」ファンドとして採用しました。2018年度に、アセットマネジメントOne株式会社及びフィデリティ投信株式会社の2社をエンゲージメント強化型パッシブ運用受託機関として採用しており、合計、4ファンドとなりました。4ファンド体制に拡大したことから、エンゲージメントのテーマや対象となる企業の幅も拡がり、また、各社の長をを活かしたエンゲージメントが着実に進んでいます。

(ii) 目的

GPIFの株式運用のうち約9割がパッシブ運用であり、上場企業に幅広く投資を行っています。よって、市場全体の長期的な成長がリターン向上には欠かせないことから、パッシブ運用については投資先企業の長期的な企業価値の向上や特に市場全体の持続的成長を促すためのエンゲージメント活動に取り組むことが重要と考えています。GPIF自身は企業に対する直接的なエンゲージメントを行っておらず、株式パッシブ運用受託機関に、これらの目的を踏まえて、エンゲージメント活動を継続的に実施してもらう必要があります。また、スチュワードシップ活動の実施に伴う適正なコストは、投資に必要なコストであるという意識を、機関投資家と顧客・受益者の双方において共有すべきである、と再改訂版コードで指摘されています。そこで、GPIFは、特に、国内株式パッシブ運用受託

機関が、スチュワードシップ活動の持続性を高め、従来以上に、より高度に、深く、投資先企業とエンゲージメントを継続的に実施できる環境が必要と考え、採用にあたって、運用プロセスとスチュワードシップ活動の方針、それらを実施するための組織体制及び報酬水準を一体としたビジネスモデルを評価するスチュワードシップを重視したパッシブ運用モデルを導入しました。採用ファンドの報酬水準は、通常のパッシブ運用とは異なるため、エンゲージメント計画におけるKPIの達成状況、翌年度のマイルストーンの確認・評価を行い、更新を年次で判断します。

再改訂版コードでも、スチュワードシップ活動の実施に伴う適正なコストは、投資に必要なコストであるという意識を、機関投資家と顧客・受益者の双方において共有すべきであると指摘されています。また、パッシブ運用は投資先企業の株式売却の選択肢が限られる分、中長期的な企業価値の向上を促す必要性が高いことから、より積極的に中長期視点に立った対話に取り組むべきであるとされており、GPIFでは本ファンドの採用も通じて実践しています。

(iii) 評価のポイント

＜適切なKPIの設定＞

- ✓ 中長期のエンゲージメント活動のゴール設定
- ✓ 達成に向けた年間の計画（マイルストーン）

＜エンゲージメント体制・手法＞

- ✓ スチュワードシップ活動を行う組織体制・責任者
- ✓ エンゲージメントの手法

② インベストメントチェーンの強化を目的とした諸活動

GPIFは、インベストメントチェーンを一層活性化させるべく、2015年度より、運用受託機関のスチュワードシップ活動が投資先企業からどのように受け止められているかを確認することを目的として、運用受託機関のス

チュワードシップ活動に関する企業向けアンケートを実施しています。また、運用受託機関と企業の対話の促進に向けた取組として、GPIFの運用受託機関が選ぶ「優れた開示」の公表をしています。

ア. 運用受託機関のスチュワードシップ活動に関する企業向けアンケートの実施

＜実施の目的＞

GPIFの国内株式運用は運用受託機関に委託しており、GPIFは運用受託機関に対してスチュワードシップ活動の充実を求めています。建設的な対話（エンゲージメント）を含む運用受託機関のスチュワードシップ活動が投資先企業からどのように受け止められているかを確認するため、GPIFは2015年度に初めて「機関投資家のス

チュワードシップ活動に関する上場企業向けアンケート」（調査対象は「JPX日経インデックス400」構成銘柄企業）を実施しました。運用受託機関のスチュワードシップ活動の対象となる上場企業に直接アンケートをすることにより、その有効性を点検し、アンケート集計結果の公表を通じてインベストメントチェーンの強化に繋げることが

狙いです。2021年度は7回目の実施となり、GPIFの運用受託機関のスチュワードシップ活動に関する評価と「目的を持った建設的な対話」（エンゲージメント）の実態及び前回アンケート以降の1年間の変化の把握を目的として、東証一部上場企業（2,183社※）を対象に実施しま

した。そのうち、32.5%にあたる709社より回答がありました。市場区分別では、プライム市場の企業の回答率は37.0%、スタンダード・グロース市場の企業の回答率は9.1%でした。

（※2021年12月16日時点）

<アンケート結果の概要>

過去1年間のIRミーティング等における機関投資家の変化について、初めて5割以上の企業が、好ましい変化がみられると回答しています。今回のアンケート結果では、TCFD（気候関連財務情報開示タスクフォース）への賛同や、TCFDを含む非財務情報を開示する企業が大幅に増加しています。また、統合報告書の作成やTCFDへの賛同を検討中の企業も多く、今後さらに企業の非財務情報の開示が進んでいくことが窺える結果となっています。同時に、これらの非財務情報に対する投資家の関心や活用についても、企業側がポジティブな変化を感じていることが分かりました。

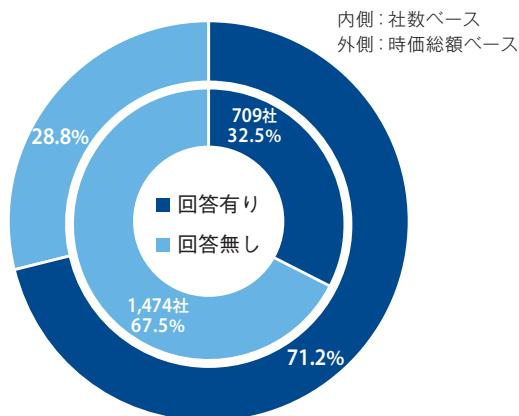
また、企業のESG活動における主要テーマとしては、「気候変動」と回答した企業が77.9%（前回比+14.3%）と最も多く、「コーポレートガバナンス」が71.7%（同±0%）、「ダイバーシティ」が55.0%（同+11.

8%）、「人権と地域社会」が43.2%（前回比+6.2%）と続きます。

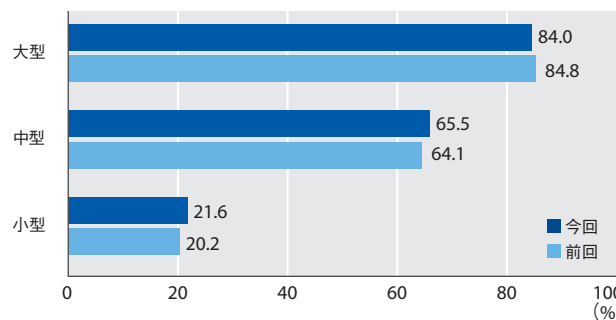
2021年6月に改訂されたコーポレートガバナンス・コードで追加された補充原則やサステナビリティ課題として例示された項目を中心に、ガバナンス（G）に加えて、気候変動関連に代表される環境（E）や新型コロナウイルス感染症の影響など昨今の世界情勢を反映したとみられる社会（S）まで、幅広いESGテーマに関心が高まっていることが窺えます。

GPIFへの期待としては、①中長期視点の建設的な対話の促進、②ESG投資の推進、③情報開示の継続などを挙げた企業が多く見られました。結果の詳細については、GPIFのホームページ（<https://www.gpif.go.jp/esg-stw/stewardship/>）をご参照ください。

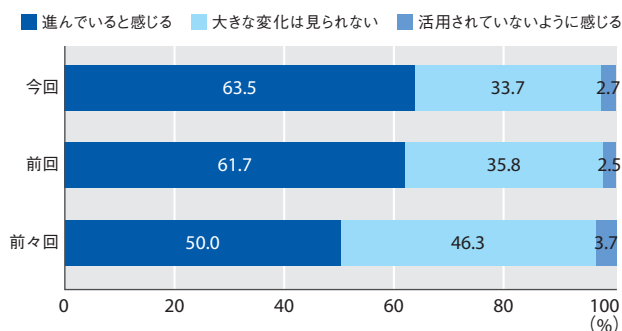
〈回答カバー率〉



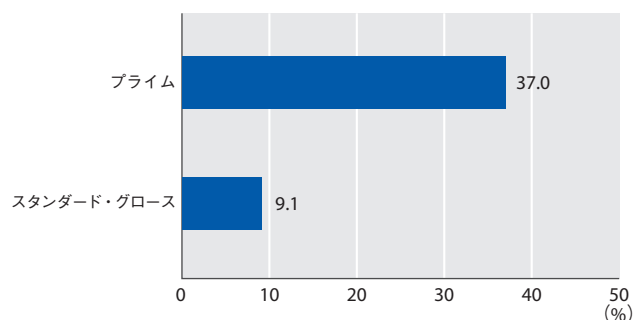
〈企業規模別 回答率〉



〈統合報告書の機関投資家による活用〉



〈市場区分別 回答率〉



イ.GPIFの運用受託機関が選ぶ「優れた開示」の公表拡大～「優れたTCFD開示」公表～

GPIFは、投資家にとって投資先企業と対話を行っていくうえで、情報開示は極めて重要な要素と考えています。その観点で、企業には統合報告書のような任意開示について作成や充実を促し、投資家にはその活用を働きかけることを目的に、運用受託機関に優れた開示の選定を依頼し、「優れた統合報告書」や「改善度の高い統合報告書」などの公表を行ってきました。2021年度は、新たに、国内及び外国株式運用受託機関に「優れたTCFD開示」の選定の依頼を行い公表しました。TCFDは、2021年6月に改訂されたコーポレートガバナンス・コードでも言及され、特にプライム市場上場会社に対しては、

「TCFD又はそれと同等の枠組みに基づく開示の質と量の充実を進めるべきである」とされています。既に日本では多くの企業がTCFDに賛同していますが、これから開示が本格化すると思われます。また、TCFDはグローバルに共通した開示の枠組みであるほか、現在進んでいる非財務情報開示の国際的な議論においても取り上げられており、今後、その重要性はますます増していくと思われます。グローバル企業にとっては必要不可欠な開示になっていくことが予想され、投資家としてもこれまで以上にどのように対話で活用していくかが求められるようになっていくと考えます。

[4] 運用受託機関の考える重大なESG課題

GPIFのステュワードシップ活動原則では、運用受託機関に対して、重大なESG課題について積極的な対話を求めています。このため、毎年、株式及び債券運用受託機関に、自らが考える重大なESG課題を確認しています。2021年度の結果は以下のとおりでした。投資先企業の株式を持続ける株式パッシブ運用機関は、全機関が「情報開示」、「気候変動」、「ダイバーシティ」、「サプライチェーン」を重大なESG課題として挙げており、E（環境）やS（社会）を含めた長期的な課題を特に重大と認識しています。また、昨年からの変化が大きかったのが、「生物多様性」であり、国内及び外国株式パッシブの両方で重大と考える機関が増加しています。一方、投資期間が数ヶ月～数年程度が中心となるアクティブ運用機関は、国内と外国株式で認識している重大なESG課

題が分かれています。国内も外国株式と同様、G（ガバナンス）に加え、EやSなど重視するテーマに拡がりが見えますが、「取締役会構成・評価」、「少数株主保護（政策保有等）」、「情報開示」を全機関が挙げており、G（ガバナンス）をより重大な課題と認識していることが分かります。特に、情報開示は、国内株式及び国内債券の全機関が重大な課題と挙げており、資産に拘わらず、日本企業にとって情報開示が重視されていることが窺えます。情報開示では具体的に、統合報告書の作成や充実、GHG（温室効果ガス）排出量開示のほか、情報開示方針や投資家とのコミュニケーション、英語での情報開示など、開示内容だけでなく情報開示のあり方まで含めて、運用受託機関が重要視していることが分かりました。

<国内株式パッシブ>		<国内株式アクティブ>		<外国株式パッシブ>		<外国株式アクティブ>		<国内債券>		<外国債券>	
気候変動	100%	取締役会構成・評価	100%	気候変動	100%	気候変動	100%	情報開示	100%	気候変動	95%
コーポレートガバナンス	100%	少数株主保護（政策保有等）	100%	サプライチェーン	100%	サプライチェーン	86%	気候変動	93%	コーポレートガバナンス	70%
情報開示	100%	情報開示	100%	情報開示	100%	情報開示	86%	コーポレートガバナンス	79%	健康と安全	70%
サプライチェーン	100%	サプライチェーン	88%	ダイバーシティ	100%	コーポレートガバナンス	86%	取締役会構成・評価	64%	サプライチェーン	65%
ダイバーシティ	100%	気候変動	88%	コーポレートガバナンス	75%	その他・社会	86%	サプライチェーン	57%	汚染と資源	65%
不祥事	100%	資本効率	88%	その他・社会	75%	健康と安全	86%	ダイバーシティ	57%	人権と地域社会	65%
取締役会構成・評価	83%	ダイバーシティ	75%	健康と安全	75%	取締役会構成・評価	86%	環境市場機会	57%	労働基準	65%
少数株主保護（政策保有等）	83%	不祥事	75%	取締役会構成・評価	75%	人権と地域社会	86%	不祥事	57%	腐敗防止	60%
資本効率	83%	人権と地域社会	75%	水資源・水使用	75%	社会市場機会	71%				
人権と地域社会	83%	廃棄物管理	75%	その他・ガバナンス	75%	ダイバーシティ	57%				
生物多様性	83%	コーポレートガバナンス	63%	その他・環境	75%	水資源・水使用	57%				
廃棄物管理	67%	環境市場機会	63%	森林伐採	75%	環境市場機会	57%				
環境市場機会	67%	その他・ガバナンス	63%	リスクマネジメント	75%	資本効率	57%				
その他・社会	67%	汚染と資源	63%	生物多様性	75%	少数株主保護（政策保有等）	57%				
健康と安全	67%	労働基準	63%			労働基準	57%				
水資源・水使用	67%										
製品サービスの安全	67%										
森林伐採	67%										
腐敗防止	67%										

…E（環境）
 …S（社会）
 …G（ガバナンス）
 …ESGのうち複数テーマ

（注1）2021年12月時点で、GPIFの株式運用受託機関及び債券運用受託機関に対して行った調査です。

（注2）上記リストの数値は各運用手法の運用受託機関数を分母に当該課題を選んだ機関数の比率です。

（注3）上記リストは各運用手法において、5割超の運用受託機関が「重大なESG課題」として挙げた課題です。赤字は各運用手法において全機関が挙げた課題です。なお、国内株式については、アクティブとパッシブ両方を受託している運用受託機関の場合、GPIFの委託額の多いマニデートでカウントしています。

[5] 株主議決権行使

① 議決権行使の考え方

厚生労働大臣が定めた「中期目標」においては、「企業経営等に与える影響を十分に考慮しつつ、株主議決権の行使等についての適切な対応を行う」とこととされています。これを踏まえ、GPIFの「中期計画」においては、「企業経営等に直接影響を与えることを避ける趣旨から、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等の判断に委ねる。ただし、GPIFとしてのスチュワードシップ活動を一層推進する観点から、運用受託機関への委託に当たっては、長期的な投資収益の向上につながるESG（環境、社会、ガバナンス）の重要性を踏

まえ、効果的なエンゲージメントを行う。その際、運用受託機関による議決権行使を含むスチュワードシップ活動が、専ら被保険者の長期的な投資収益の向上を目指すものであることを明確化する」とこととしています。

具体的には、運用受託機関から議決権行使ガイドラインの提出を受け、毎年度、株主議決権の行使状況について報告を受け、ミーティングを実施し、株主議決権行使の取組を各運用受託機関の総合評価におけるスチュワードシップ責任に係る取組の一項目に位置づけ、評価を行うこととしています。

② 2021年度の株主議決権の行使状況

2021年4月から6月までの議決権行使状況についての報告を受け、ミーティングを実施しました。また、報告やミーティング等を踏まえ、「ガイドラインの整備状況」、

「行使体制」、「行使状況」の点から評価を実施しました。その結果、株主議決権行使の取組は、概ね良好であることを確認しました。

国内株式運用受託機関の対応状況（2021年4月～2022年3月）

株主議決権を行使した運用受託機関数 40ファンド

株主議決権を行使しなかった運用受託機関数 0ファンド

（単位：議案数、割合）

議案	会社機関に関する議案					役員報酬等に関する議案				資本政策に関する議案 (定款変更に関する議案を除く)			定款変更に関する議案	買収防衛策 (ライツプラン)		その他 議案	合 計
	取締役の選任	うち社外取締役	監査役の選任	うち社外監査役	会計監査人の選任	役員報酬	役員賞与	退任役員の退職慰労金の贈与	ストックオプションの付与	剰余金の配当	自己株式取得	合併・営業譲渡・譲受、会社分割等		事前警告型	信託型		
行使総件数	167,987	63,019	15,577	10,405	693	7,592	1,086	876	1,435	13,511	94	790	7,899	465	1	234	218,240
	167,465	62,824	15,561	10,397	693	7,539	1,086	876	1,435	13,396	7	790	6,799	465	1	213	216,326
	(100.0%)	(100.0%)	(100.0%)	(100.0%)	(100.0%)	(100.0%)	(100.0%)	(100.0%)	(100.0%)	(100.0%)	(100.0%)	(100.0%)	(100.0%)	(100.0%)	(100.0%)	(100.0%)	(100.0%)
	149,145	55,445	13,688	8,594	693	6,971	932	127	1,170	13,234	7	747	6,540	21	0	155	193,430
	(89.1%)	(88.3%)	(88.0%)	(82.7%)	(100.0%)	(92.5%)	(85.8%)	(14.5%)	(81.5%)	(98.8%)	(100.0%)	(94.6%)	(96.2%)	(4.5%)	(0.0%)	(72.8%)	(89.4%)
賛成	18,320	7,379	1,873	1,803	0	568	154	749	265	162	0	43	259	444	1	58	22,896
	(10.9%)	(11.7%)	(12.0%)	(17.3%)	(0.0%)	(7.5%)	(14.2%)	(85.5%)	(18.5%)	(1.2%)	(0.0%)	(5.4%)	(3.8%)	(95.5%)	(100.0%)	(27.2%)	(10.6%)
株主提案	計	522	195	16	8	0	53	0	0	115	87	0	1,100	0	0	21	1,914
	(100.0%)	(100.0%)	(100.0%)	(100.0%)	(0.0%)	(100.0%)	(0.0%)	(0.0%)	(0.0%)	(100.0%)	(100.0%)	(0.0%)	(100.0%)	(0.0%)	(0.0%)	(100.0%)	(100.0%)
	47	41	8	5	0	5	0	0	0	28	21	0	89	0	0	2	200
	(9.0%)	(21.0%)	(50.0%)	(62.5%)	(0.0%)	(9.4%)	(0.0%)	(0.0%)	(0.0%)	(24.3%)	(24.1%)	(0.0%)	(8.1%)	(0.0%)	(0.0%)	(9.5%)	(10.4%)
	475	154	8	3	0	48	0	0	0	87	66	0	1,011	0	0	19	1,714
	(91.0%)	(79.0%)	(50.0%)	(37.5%)	(0.0%)	(90.6%)	(0.0%)	(0.0%)	(0.0%)	(75.7%)	(75.9%)	(0.0%)	(91.9%)	(0.0%)	(0.0%)	(90.5%)	(89.6%)

（注1）1議案中に複数の行使案件が存在する場合は、それぞれの行使件数を記載しています。（注2）（ ）内は各議案の計に対する割合です。

（注3）反対には、棄権5件を含みます。

外国株式運用受託機関の対応状況（2021年4月～2022年3月）

株主議決権を行使した運用受託機関数 23ファンド

株主議決権を行使しなかった運用受託機関数 0ファンド

（単位：議案数、割合）

議案	会社機関に関する議案			役員報酬等に関する議案				資本政策に関する議案 (定款変更に関する議案を除く)				定款変更に関する議案	事前警告型買収防衛策	その他議案		合計
	取締役の選任	監査役の選任	会計監査人の選任	役員報酬	役員賞与	退任役員の退職慰労金の贈与	ストックオプションの付与	剰余金の配当	自己株式取得	合併・営業譲渡・譲受、会社分割等	財務諸表・法定報告書の承認			その他の議案		
行使総件数	114,574	4,580	12,718	26,931	149	181	6,513	10,017	5,767	10,766	8,456	192	12,352	54,214	267,410	
会社提案	計	113,195	4,190	12,658	26,700	147	179	6,508	9,991	5,758	10,734	7,961	187	12,352	49,837	260,397
		(100.0%)	(100.0%)	(100.0%)	(100.0%)	(100.0%)	(100.0%)	(100.0%)	(100.0%)	(100.0%)	(100.0%)	(100.0%)	(100.0%)	(100.0%)	(100.0%)	(100.0%)
	賛成	91,426	3,518	11,136	21,158	128	151	4,358	9,719	5,503	8,764	7,258	140	11,734	42,280	217,273
		(80.8%)	(84.0%)	(88.0%)	(79.2%)	(87.1%)	(84.4%)	(67.0%)	(97.3%)	(95.6%)	(81.6%)	(91.2%)	(74.9%)	(95.0%)	(84.8%)	(83.4%)
	反対	21,769	672	1,522	5,542	19	28	2,150	272	255	1,970	703	47	618	7,557	43,124
		(19.2%)	(16.0%)	(12.0%)	(20.8%)	(12.9%)	(15.6%)	(33.0%)	(2.7%)	(4.4%)	(18.4%)	(8.8%)	(25.1%)	(5.0%)	(15.2%)	(16.6%)
株主提案	計	1,379	390	60	231	2	2	5	26	9	32	495	5	0	4,377	7,013
		(100.0%)	(100.0%)	(100.0%)	(100.0%)	(100.0%)	(100.0%)	(100.0%)	(100.0%)	(100.0%)	(100.0%)	(100.0%)	(100.0%)	(0.0%)	(100.0%)	(100.0%)
	賛成	819	333	56	58	1	0	1	18	0	19	199	5	0	2,061	3,570
		(59.4%)	(85.4%)	(93.3%)	(25.1%)	(50.0%)	(0.0%)	(20.0%)	(69.2%)	(0.0%)	(59.4%)	(40.2%)	(100.0%)	(0.0%)	(47.1%)	(50.9%)
	反対	560	57	4	173	1	2	4	8	9	13	296	0	0	2,316	3,443
		(40.6%)	(14.6%)	(6.7%)	(74.9%)	(50.0%)	(100.0%)	(80.0%)	(30.8%)	(100.0%)	(40.6%)	(59.8%)	(0.0%)	(0.0%)	(52.9%)	(49.1%)

（注1）行使総件数は、不行使の件数を含みません。（注2）1議案中に複数の行使案件が存在する場合は、それぞれの行使件数を記載しています。

（注3）（ ）内は各議案の計に対する割合です。（注4）反対には、棄権3,994件を含みます。

7 | ESG 活動

[1] 基本的考え方

ユニバーサル・オーナー

・GPIFは広範な資産を持つ資金規模の大きい投資家

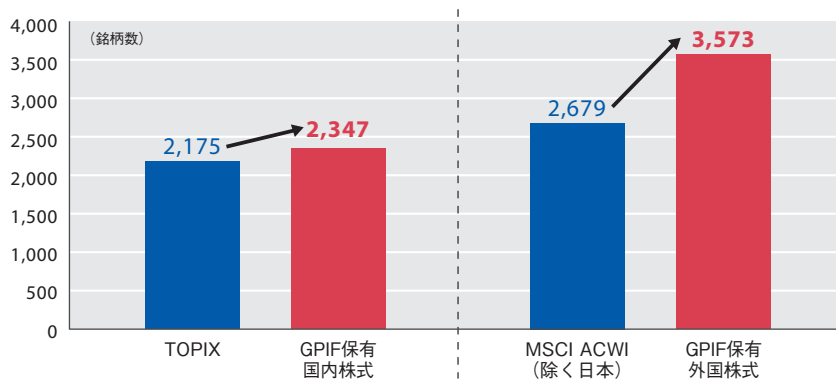
超長期投資家

・GPIFは100年を視野に入れた年金制度の一端を担う

GPIF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ます。ESGへの取組を積極化しているのは、GPIFが持つ「ユニバーサル・オーナー」と「超長期投資家」という特徴に理由があります。「ユニバーサル・オーナー」という言

葉は、年金運用やESG投資などの世界で使われることがあります。その意味するところは、資本市場を幅広くカバーする投資家ということです。GPIFは、国内上場企業の大多数、主要な海外企業の株式や債券を幅広く保有しており、典型的な「ユニバーサル・オーナー」といえます。

〈GPIFの株式保有銘柄数（2022年3月末）〉



例えば、保有する一部の企業が一時的な収益拡大のために、環境や社会への大きな負荷を省みない事業活動を行った結果、その企業の株価が上昇したとしても、他の企業を含めた経済全般や社会がそれらの負の影響を受けるのであれば、「ユニバーサル・オーナー」のポートフォリオ全体としても大きなダメージとなります。言い換えると、資本市場や社会が持続可能であることは、「ユニバーサル・オーナー」のポートフォリオが持続可能であるための必要条件ということです。このような負の外部性を管理し、抑制するために積極的に活動するという「ユニバーサル・オーナーシップ」という考え方は、GPIFのESG投資の根幹にあるものです。また、ESGに関するリスクは、長期であればあるほど顕在化する可能性が高

く、100年先を見据えた年金財政の一端を担う「超長期投資家」であるGPIFにとって、ESGを考慮することのメリットは大きいと考えています。つまり、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の向上が期待されるESGに関する取組は、年金積立金の運用を「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」という厚生年金保険法及び国民年金法の趣旨にかなうものであり、これからも積極的に推進していきます。

GPIFでは、株式だけではなく、債券やオルタナティブなど他の資産においてもESGを考慮した取組を進めています。

なお、GPIFは、厚生年金保険法に基づき告示される「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」（積立金基本指針）に基づき積立金の運用を行うことが定められています。2020年2月に、積立金基本指針が改正され、「管理運用主体は、積立金の運用において、投資先及び市場全体の持続的成長が、運用資産の長期的な投資収益の拡大に必要であるとの考え方を踏まえ、被保険者の利益のために長期的な収益を確保する観点から、財務的な要素に加えて、非財務的要素であるESG（環境、社会、ガバナンス）を考慮した投資を推進することについて、個別に検討した上で、必要な取組を行うこと」が定められ、ESGの考慮に関する具体的な記載が追加されました（2020年4月から適用）。

ESG推進活動の評価については、①ESG投資の効果が発現するまでには長期間を要すること、②金融市場全体の持続可能性向上や底上げも志向していることから、特定期間にどれだけ投資収益が上がったのかという一般の投資評価とは異なる視点も必要となります。GPIFでは、このような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、2018年度より「ESG活動報告」を毎年度刊行しています。

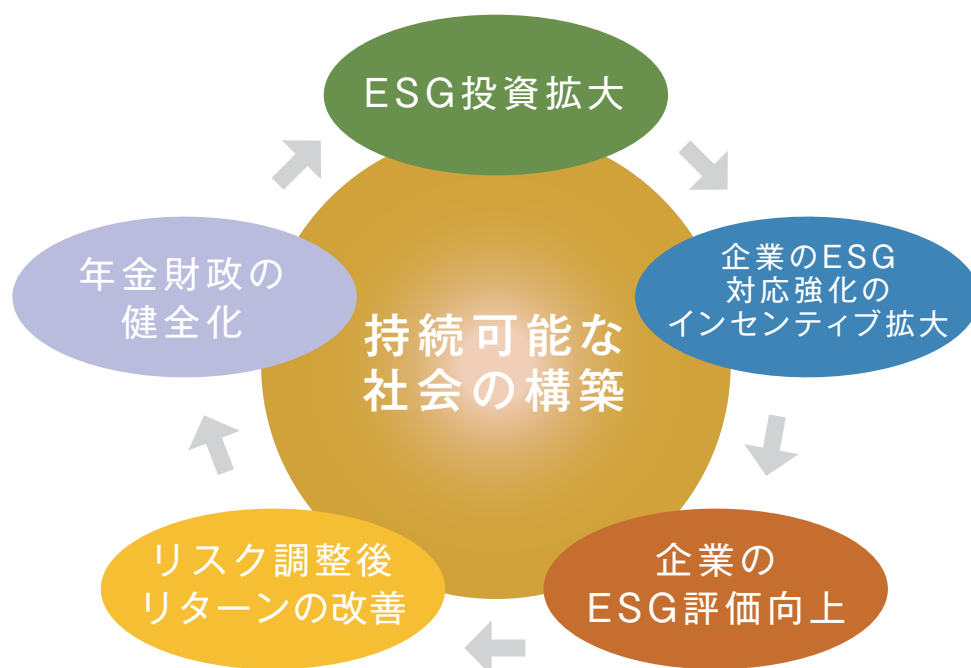
2021年度には第4回目の報告書となる「2020年度ESG活動報告」を刊行しました。GPIFでは2018年度に「気候関連財務情報開示タスクフォース」（TCFD）の提言への賛同を表明し、「2018年度ESG活動報告」からTCFDの提言に沿った情報開示を行っています。「2020年度ESG活動報告」では、ESG指数のパフォーマンスのような直接的な投資成果のみならず、ポートフォリオや日本企業のESG評価の推移やエンゲージメントの効果などに関する定量分析などを紹介しています。また、気候変動リスク・機会の分析に関しては、「ESG活動報告」に加えて、「2020年度ESG活動報告別冊 GPIFポートフォリオの気候変動リスク・機会分析」において、多面的な分析を行っています。

GPIFでは、これからもESGへの取組の効果検証を繰り返すことで、ESGに関する取組の改善につなげていきます。なお、足もとでは、ESGの中でも先行的に取組みが進んでいる気候変動リスク・機会やガバナンスから、自然資本や人的資本に関する取組みや情報開示に投資家や企業の関心が広がりをみせています。GPIFのポートフォリオへの影響度などを鑑みながら、このような新しい動きについても、注視していきたいと思っています。



「2020年度ESG活動報告別冊 GPIFポートフォリオの気候変動リスク・機会分析」

ESGで期待される好循環



(コラム)「責任投資をリードしていく長期投資家」としての評価

米国のシンクタンクであるNew Americaより「責任投資をリードしていく長期投資家」としてGPIFが表彰されました。New Americaは2年おきにフレッチャー法律外交大学院と共同開発したResponsible Asset Allocator Initiative (RAAI) インデックスに基づき、ソブリン・ウエルス・ファンド及び年金基金の責任投資における取組みを評価しています。

RAAIインデックスは、責任投資やサステナブル投資に必要となる10の原則のそれぞれに対して3つの細かな指標を設けており、合計30の指標について評価しています。責任投資を行う理由、ESGインテグレーションの状況、ESG投資のパフォーマンス測定の有無、またそれらに係る情報開示等、幅広い評価項目が設けられています。GPIFは、30の指標のうち、「革新的な責任投資の実践(Takes an innovative approach to RI)」を除く、29指標で満点を獲得し、総合98点という高評価を得ました。

2021年は251の機関が評価対象となり、ノルウェー政府年金基金グローバル(ノルウェー)、APG(オランダ)、カリフォルニア州教職員退職年金基金(米国)などと並んで、GPIFは上位30機関の称号である「Leaders」にアジアの年金基金としては唯一選ばれました。受賞は2019年に続き、連続2回目となります。

[2] ESG指数に基づくパッシブ運用

GPIFでは、2017年度に国内株式について、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、パッシブ運用を開始しました。指数選定においては、リスク・リターンという経済合理性に加えて、当該指数の採用により、ESG評価の改善などを通じた日本の株式市場の底上げ効果が期待できるか等を評価しました。また、2018年度には、年々深刻化する気候変動問題に関連して、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であるS&P/JPXカーボン・エフィシエント指数及びS&Pグローバル大中型株カーボン・エフィシエント指数（除く日本）を選定し、これらの指数に基づくパッシブ運用を開始しました。

さらに、2019年度には、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・ボスティング」を開始しました。

2020年度には、ESG指数を選定する上での基本的な方針を定めた「ESG指数選定における実務指針」について、経営委員会で議決し、当該指針等に則り、MSCI ACWI ESGユニバーサル指数及びMorningstarジェンダー・ダイバーシティ指数（愛称「GenDi」）に基づく外国株式のパッシブ運用を開始しました。

2021年度には、国内株式のESG総合指数について審査を行った結果、下記指数を選定し、その指数に基づく国内株式のパッシブ運用を開始しました。その結果、ESG指数に基づく運用資産額は2021年度末時点で約12.1兆円となりました。

種別	指数名
総合型	FTSE Blossom Japan Sector Relative Index

<重視したポイント>

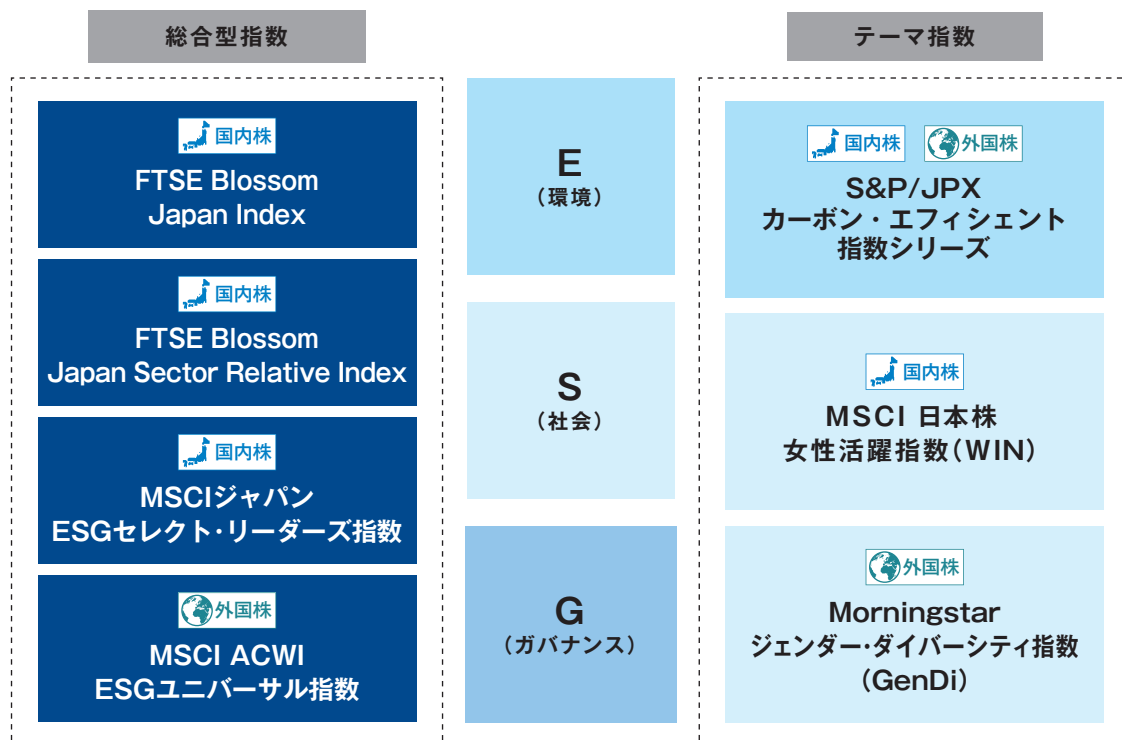
- ① 指数のウェイト付けや銘柄選定において、ESG評価が重視されていること
- ② ESG評価の透明性が高く、企業側にも評価手法が分かりやすく、市場の底上げが期待される指数であること
- ③ 特定の業種・業態の企業を選定除外とするネガティブスクリーニングが含まれない指数であること
- ④ 親指数に対するトラッキングエラーが比較的小さく、投資キャパシティが大きいティルト型や組み入れ銘柄数が多い指数であること

これらのESG指数が、様々な企業のESG対応が進むインセンティブとなり、長期的な企業価値の向上につながることを期待しています。

ESG指数選定における実務指針



採用ESG指数一覧



ESG総合指数

	 FTSE Blossom Japan Index FTSE Blossom Japan	 FTSE Blossom Japan Sector Relative Index FTSE Blossom Japan Sector Relative Index	MSCI ジャパン ESG セレクト・リーダーズ指数  MSCI ジャパン ESG セレクト・リーダーズ指数	MSCI ACWI ESG ユニバーサル指数 (除く日本、除く中国A株)  MSCI ACWI ESG ユニバーサル指数
指数の コンセプト・ 特徴	- 世界でも有数の歴史を持つFTSE RussellのESG指数シリーズ。FTSE4Good Japan IndexのESG評価スキームを用いて評価。 - ESG評価の絶対評価が高い銘柄をスクリーニングし、最後に業種ウェイトをIndustryレベルで中立化したESG総合型指数。	- FTSE Blossom Japan Indexと同じFTSE RussellのESG評価をベースに、一部のカーボンインテンシティ（売上高あたり温室効果ガス排出量）が高い企業については、企業の気候変動リスク・機会に対する経営姿勢も評価に反映。 - 業種内でESG評価が相対的に高い銘柄を組み入れ、最後に業種ウェイトをSectorレベルで中立化。	- 世界で1,000社以上が利用するMSCIのESGリサーチに基づいて構築し、様々なESGリスクを包括的に市場ポートフォリオに反映したESG総合型指数。 - 業種内でESG評価が相対的に高い銘柄を組み入れ。	- MSCIのESG旗艦指数の一つ。ESG格付けとESGトレンドをもとにしたウェイト調整を主眼として指数全体のESG評価を高めた総合型指数。 - 親指数と同様の投資機会及びリスクエクスポージャーを維持しつつESGインテグレーションを行うことを目指す大規模投資家向けに開発された指数。
指数構築	選別型(ベストインクラス)	選別型(ベストインクラス)	選別型(ベストインクラス)	ティルト型
組入対象資産	国内株式	国内株式	国内株式	外国株式
指数組入候補 (親指数)	FTSE JAPAN ALL CAP INDEX [1,395 銘柄]	FTSE JAPAN ALL CAP INDEX [1,395 銘柄]	MSCI JAPAN IMI TOP 700 [699 銘柄]	MSCI ACWI (除く日本・除く中国A株) [2,180 銘柄]
指数構成銘柄数	229	493	222	2,111
運用資産額(億円)	9,830	8,000	20,990	16,187

ESGテーマ指数 (女性活躍/気候変動)

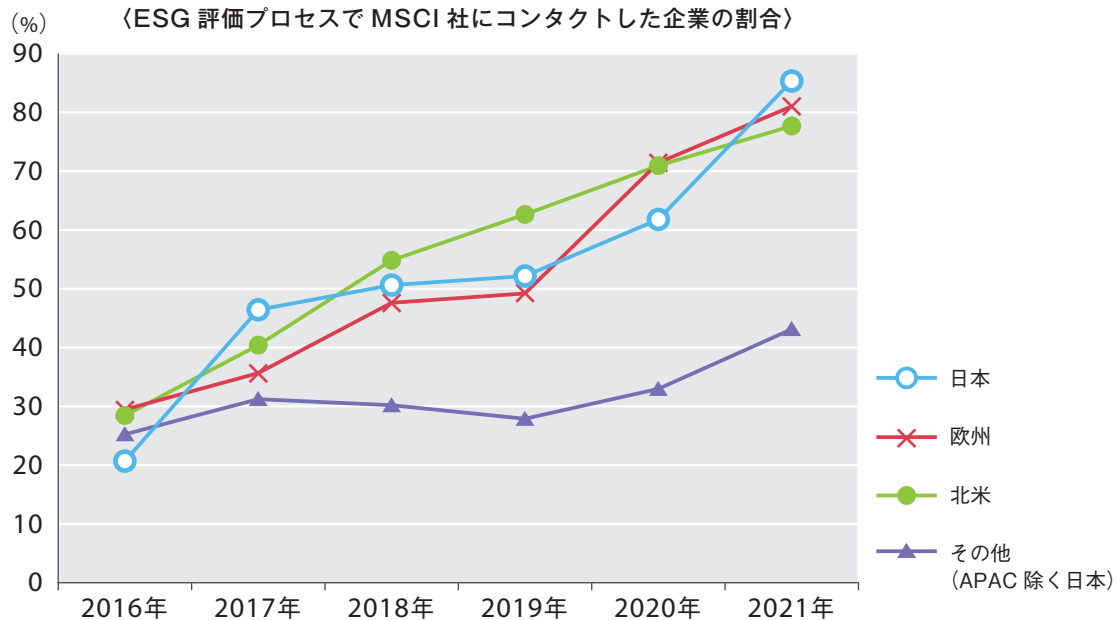
	MSCI日本株女性活躍指数 (愛称「WIN」)  MSCI日本株 女性活躍指数 (WIN)	Morningstar先進国 (除く日本) ジェンダー・ダイバーシティ指数 (愛称「GenDi」) 	 S&P/JPX カーボン・エフィシエント指数	 S&Pグローバル (除く日本) 大中型株カーボン・エフィシエント指数
指数の コンセプト・ 特徴	- 女性活躍推進法により開示される女性雇用に関するデータに基づき、多面的に性別多様性スコアを算出、各業種から同スコアの高い企業を選別して指数を構築。 - 当該分野で多面的な評価を行った初の指数。	- Equileapジェンダー・スコアカードによる企業のジェンダー間の平等に対する取組の評価等に基づき投資ウェイトを決定。 - 評価は①リーダーシップ及び従業員の男女均等度、②賃金の平等とワークライフ・バランス、③ジェンダー間の平等を推進するためのポリシー、④コミットメント・透明性・説明責任という4つのカテゴリーで実施。	- 環境評価のパイオニア的存在であるTrucostによる炭素排出量データをもとに、S&Pダウ・ジョーンズ・インデックスが指数を構築。 - 同業種内で炭素効率性が高い（温室効果ガス排出量/売上高が低い）企業、温室効果ガス排出に関する情報開示を行っている企業の投資ウェイトを高めた指数。	- 環境評価のパイオニア的存在であるTrucostによる炭素排出量データをもとに、S&Pダウ・ジョーンズ・インデックスが指数を構築。 - 同業種内で炭素効率性が高い（温室効果ガス排出量/売上高が低い）企業、温室効果ガス排出に関する情報開示を行っている企業の投資ウェイトを高めた指数。
指数構築	選別型(ベストインクラス)	ティルト型	ティルト型	ティルト型
組入対象資産	国内株式	外国株式	国内株式	外国株式
指数組入候補 (親指数)	MSCI JAPAN IMI TOP 700 [699 銘柄]	Morningstar Developed Markets (ex JP) Large-Mid [2,177 銘柄]	TOPIX [2,175 銘柄]	S&P Global Large Mid Index (ex JP) [3,080 銘柄]
指数構成銘柄数	352	2,149	1,855	2,428
運用資産額(億円)	12,457	4,195	15,678	33,906

(出所) FACTSET等よりGPIF作成

(注) データは2022年3月末時点

なお、GPIFでは、企業のESG課題に対する対応や情報開示を促進するためには、企業においてESG評価や指数構築手法に関する理解が深まることが重要だと考えており、指数会社に対して、ESG評価対象企業の拡大やESG評価及び指数構築の方法を広く公開すること等を

通じて、企業と積極的に対話することを求めています。その結果、FTSE社、MSCI社ともに評価対象企業を大幅に拡大し、指数会社と企業との対話は急増しました。今後の日本企業のESG対応や情報開示の改善につながることを期待しています。



Reproduced by permission of MSCI ESG Research LLC ©2022. All rights reserved.

(注) 集計対象は MSCI ACWI 構成銘柄です。上記グラフは MSCI ACWI 構成銘柄数が 40 社以上の主要国のみ抜粋し、各年末 (12 月末) の各指数構成銘柄を使用して割合を算出しています。

[3] 債券投資におけるESGインテグレーション

GPIFは、世界銀行グループなどの国際開発金融機関や各国政策金融機関が発行するグリーンボンドなどへの投資機会を運用会社に提案する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と国債に対する超過収益の獲得の機会を、運用を委託する運用会社に提供しています。この背景には、①グリーンボンドなどは発行市場で需要が供給を上回ることが多く、また満期まで持ち切る投資家が多いため流通市場で購入することも難しいという問題、②GPIFが保有している債券の大部分が国債となっていますが、先進国では国債利回りが低下し、日本や欧州ではマイナス利回りの国債が増える中、収益を確保するための方策を必要としていた状況があります。2019年4月に世界銀行グループの国際復興開発銀行（IBRD）、国際金融公社（IFC）と始めたこの取組は、その後、欧州投資銀行（EIB）、アジア開発銀

行（ADB）等の世界の主要な国際開発金融機関に拡大しました。また、2019年度から各国政策金融機関ともパートナーシップを締結し、2022年3月末時点で発行体となる国際開発金融機関10行、各国政策金融機関6行と投資プラットフォームを構築しています。これらのプラットフォーム等を通じたグリーンボンド、ソーシャルボンド（新型コロナウイルス対策を目的としたコロナ債を含みます。）、サステナビリティボンドの投資実績は、2022年3月末時点で約1.6兆円となっています（ブルームバークのデータに基づき国際資本市場協会（ICMA）の原則等に準拠した債券の投資実績をGPIFにて集計）。

GPIF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、株式だけでなく、債券など他の資産においてもESGを考慮した投資を推進しています。



8 | その他主要な取組

[1] 運用受託機関等の公募及び管理

① マネジャー・エントリー制度導入に伴う公募の実施

ア. マネジャー・エントリー制度の導入状況

2018年2月にマネジャー・エントリー制度を右記表にある伝統的4資産全てに導入しました。2021年度末時点の登録状況は右記のとおりとなっています。

	エントリー	情報提供
国内債券	5	6
外国債券	258	15
国内株式	41	5
外国株式	311	31

イ. 伝統的4資産におけるマネジャー・エントリー制度の見直し

伝統的4資産におけるマネジャー・エントリー制度については、データの管理を外部に委託するとともに、応募者には登録されたプロダクトのパフォーマンスデータの更新を求めていましたが、データ更新の負荷が大きかったこ

とから、2021年11月にプロセスを変更し、GPIFへの登録のみで完了することとしました。パフォーマンスデータについては外部のデータベースを活用しつつ、必要に応じてGPIFへの提出をお願いしています。

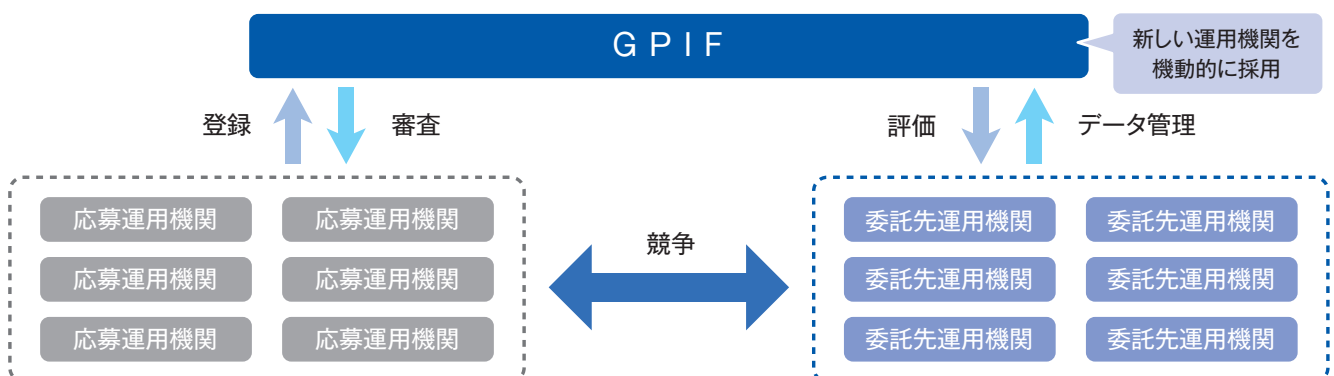
ウ. 伝統的4資産の運用機関の選定

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、2021年度は国内債券アクティブで5ファンド、外国債券パッシブ2ファンドを選定しました。

エ. オルタナティブ資産の運用機関の公募

分散投資による効率性の向上のため、2017年4月から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）に係るマルチ・マネジャー戦略を行う運用機関の公募を行っています。2017年度に国内不動産分野1件、インフラストラクチャー分野3件

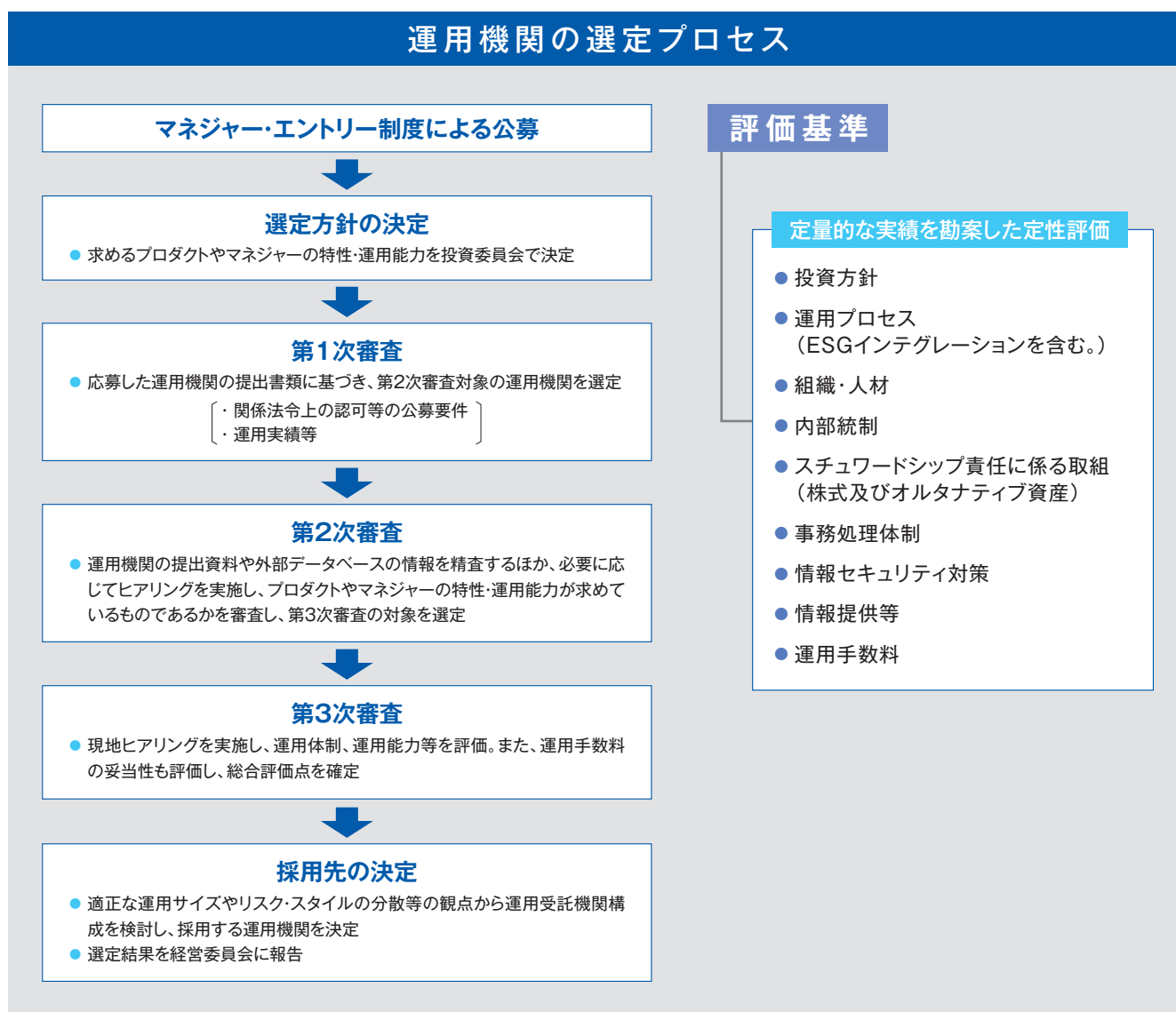
で運用受託機関を選定したのに続き、2018年度に海外不動産分野1件、2019年度にグローバルPE分野1件、2020年度にグローバルPE分野及び海外不動産分野各1件、2021年度に国内PE分野1件の運用受託機関を選定し、それぞれ投資を開始しました。



②運用機関選定プロセス・審査基準

ア. より機動的に選定を実施するため、選定を開始する前に求めるプロダクトやマネジャーの特性・運用能力を明らかにし、第1次審査で書類審査を行った上で、第2次審査ではそうした属性を有しているかを審査することにより、第3次審査でより詳細な審査を実施する対象を絞り込むこととしています。また、従来は総合評価と採用を同時に決定していましたが、評価の一貫性を高めるため、第3次審査では評価のみを決定し、その後、運用受託機関構成を勘案して採用先を決定するプロセスとしています。

イ. スチュワードシップ活動原則において「投資におけるESGの考慮」を定め、運用受託機関にもESGインテグレーションを求めることとしたことから、評価項目の「運用プロセス」においてESGを投資分析及び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ます。



③運用受託機関等の管理・評価

ア. 運用受託機関の管理・評価

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いました。

2021年度においては、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ファンドを解約し、国内株式パッシブ1ファンド、外国株式アクティブ1ファンドに対して警告を行うなど適切な対応を実施しました。

総合評価以外でも、運用体制の変更により運用能力に懸念が生じた国内株式アクティブ2ファンド、外国債券ア

クティブ1ファンドを解約しました。

また、運用受託機関のうちトランジション・マネジャーの管理は、トランジション実施時の取引に係る報告の提出を求め、取引コストや運用ガイドラインの遵守状況を確認するとともに、必要に応じてミーティングを実施し、説明を受ける等の方法により行いました。

なお、アクティブ運用機関の報酬体系については、超過収益に応じた報酬率(=実績連動報酬)としており、超過収益を獲得できない場合はパッシブ運用並みの運用報酬(=基本報酬)となる仕組みを導入しています。

イ. 資産管理機関の管理・評価

資産管理機関の管理は、Web会議を含む定期ミーティング等において業務の進捗状況等について説明を受けるとともに、課題に応じて随時ミーティングを行う等の方法により行いました。また、これに加え、年に一度、資産管理

に係る資料の提出を求め、組織・人材、業務体制、内部統制、資産管理システム、グローバルカストディ、情報セキュリティ対策などを把握し、資産管理機関の強みや課題を理解しながら、業務方針に基づく総合評価を行いました。

ウ. 資産管理の在り方の見直し

近年、GPIFの運用の多様化・高度化に伴って資産管理機関による対応も複雑化しています。GPIFでは、総合評価等を踏まえ、管理コストやBCP(事業継続計画)も考慮しながら、さらなる運用の多様化・高度化に対応できるよう資産管理機関(グローバルカストディを含む)の最適化を進めています。

また、運用の多様化・高度化に伴うリスク管理を的確に

行うとともに、運用受託機関との対話の実効性を高めるためには、これまで以上に取引データを迅速に収集し、リスク分析等に活用することが必要です。このため、資産管理機関から収集する会計用データとは別に、投資判断用データとして運用受託機関から直接取引データを収集する仕組みを構築しました。引き続きこれらのデータの活用を推進するための体制を整備していきます。

(注)運用受託機関等の一覧については101・102ページをご覧ください。

[2] 調査研究の推進

① GPIF Finance Awards

GPIFは、運用手法の高度化や金融商品の多様化が進む中で、年金運用に関する学術研究態勢の強化を継続性を持って進める環境づくりが年金積立金の安全かつ効率的な運用のために必要と考えています。

このような環境づくりの一環として、2016年度に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ます。

2021年度においては、第5回GPIF Finance Awards受賞者の表彰を行いました。受賞者は、ロバート・マートンMIT教授(1997年ノーベル経済学賞受賞)をはじめとする金融・ファイナンスの分野で著名な研究者で構成された選考委員会の審査を経て、下記のとおり決定しました。

受賞者：仲田 泰祐 氏 東京大学 准教授

略歴：シカゴ大学経済学部卒、カンザスシティ連邦準備銀行調査部(アシスタント・エコノミスト)、ニューヨーク大学経済学博士、連邦準備制度理事会調査部(主任エコノミスト)を経て、2020年より現職。

受賞理由：ゼロ金利制約下における政策効果の変化や不確実性が経済へ及ぼす影響の分析など、重要かつ時流に乗ったテーマについて質の高い研究を行っており、年金資産運用への応用が期待される価値ある研究成果をあげている。また、ゼロ金利制約下でのイールドカーブの変動要因の解明などの研究にも取り組んでおり、ファイナンスの分野において今後のさらなる活躍が期待されるため。



(選考委員)

ロバート・マートン	ノーベル経済学賞受賞、MITスローン・ビジネススクール教授、ハーバード大学名誉教授
ジョシュ・ラーナー	ハーバード・ビジネススクール教授
デビッド・チェンバース	ケンブリッジ大学ジャッジ・ビジネススクール教授
植田 和男	共立女子大学教授、東京大学名誉教授(元運用委員会委員長)
翁 百合	(株)日本総合研究所理事長(金融審議会委員)
沖本 竜義	オーストラリア国立大学クロフォード公共政策大学院准教授
福田 慎一	東京大学大学院経済学研究科教授(金融審議会委員)
米澤 康博	早稲田大学名誉教授(元運用委員会委員長)

(注) GPIF Finance Awardsの詳細については、GPIFのホームページ(<https://www.gpif.go.jp/investment/research/awards/>)をご参照ください。

② 調査研究

GPIFは、調査研究を行い、得られたノウハウを蓄積していくことが、将来にわたって年金積立金の管理及び運用を安全かつ効率的に行うために必要と考えています。

2021年度は、以下3つの調査研究(うち2つは大学等との共同研究)を行いました。

(注) 調査研究の詳細については、GPIFのホームページ(<https://www.gpif.go.jp/investment/research/>)をご参照ください。

ア. 投資におけるESG及びSDGsの考慮に係る調査研究

GPIFは、年金積立金運用において投資先及び市場全体の持続的成長が、運用資産の長期的な投資収益の拡大に必要であるとの考え方を踏まえ、非財務的要素であるESG(環境、社会、ガバナンス)を考慮した投資を推進しています。

他方で、ESGやSDGsを含むサステナビリティに関連する分野については、従来の経済・金融・金融工学といった分野のみならず、環境経済・気候科学・都市工学など多岐にわたる研究分野との関連があり、また、情報学における技術を活用することにより、従来定量化が困難であった非財務情報を定量化する試みなども活発に行われ

てきています。

GPIFは、ESG等に関する調査研究を継続的に実施していく必要があると考えており、後述の「ESG投資の分散投資効果とポートフォリオ効率性に関する調査研究」等の実施により、ESG・SDGs投資が効果を発揮するメカニズムを探究しているところですが、さらに、ESGやSDGsを含むサステナビリティに関連する広範な分野を全体的に把握することも重要だと考えており、今後、既存の研究のトレンドや今後の研究の方向性等を捕捉するための俯瞰研究(文献調査)を行うこととしています。

イ. ポストコロナ社会における企業価値の探索に関する研究

近年、SDGsの浸透やESGへの関心が高まる中、企業に対する評価基準や企業のステークホルダー(株主、顧客、従業員、供給者、社会、環境)への考え方が大きく変わってきており、株主資本主義から様々なステークホルダーに配慮した「ステークホルダー価値(株主、顧客、従業員、供給者、社会、環境の価値)」が重視される傾向が一層強まるとされています。一方、企業自身はステークホルダー価値の向上を通じた企業収益拡大の正当性を、様々なステークホルダーに明確に説明することに苦慮しています。

国立大学法人京都大学では、このような「企業に対する社会の評価」と「企業自身が置かれている状況」とのギャップや、ステークホルダー価値を考慮した企業価値の実態を明らかにすることを目的として、「ポストコロナ社会における企業価値の探索に関する研究」が実施されましたが、GPIFは、この研究の一部として行われたアン

ケート調査について協力しました。

このアンケート調査では、事業会社、機関投資家及び個人投資家といった幅広い組織や個人(以下、「主体」といいます。)に対してアンケートを実施しました。アンケート結果では、全ての主体において、「コロナ禍において従業員や顧客の重要性が高まった、3年後には環境が最も重要である」と回答する傾向が目立ちました。また、事業会社は機関投資家に比べ、「ステークホルダー重視の取組みが株価に適切に反映されていない」と回答する傾向が見受けられました。このように、主体によって各ステークホルダーに対する重要度がどの程度違うかということや、ステークホルダー価値と株価の織り込み具合の関係性に関する認識はどの程度違うかといったことについての結果が新たに得られました。

共同研究先：国立大学法人京都大学

ウ. ESG投資の分散投資効果とポートフォリオ効率性に関する調査研究

ユニバーサル・オーナーかつ超長期投資家である GPIF 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ます。このような取組を行う上で、ESG投資の分散投資効果やポートフォリオ効率性に対する効果を検証することは、より適切かつ効果的なESGの取組を可能にするとともに、有効性に関しても客観的に評価する必要があります。そうした検証を行うために、時間的な変遷や国別の差異の観点を含めた定量的な分析を行いました。また、市場の状況が変化したことによる影響についても、市場

の状態を反映できるモデルを設定して分析しました。

この結果、ESG指数の組入れによりリスク・相関が低下し、ポートフォリオの効率性が上昇する可能性があること、WIN指数は市場状態によって親指数よりパフォーマンスが良くなる可能性があること、PRI署名数が増加するにつれてESGスコアが高いほど企業価値も高まる傾向が強まっていること、企業の高ESG評価が信用スプレッドを有意に低下させること等といった、ESG投資の有効性についての客観的な評価が得られました。

共同研究先: Crawford School of Public Policy, The Australian National University

(注1) これらの調査研究の他、「世界的な低金利環境を発生・定着させているメカニズム」といったテーマで情報提供依頼(RFI)を実施し、寄せられた情報を基に「日米欧における低金利定着のメカニズム」として論考をまとめ、証券アナリストジャーナル11月号に掲載しました。

(注2) また、GPIFの業務・施策等やその考え方について、GPIFの役職員が図表等を用いてわかりやすく記述した「GPIFワーキングペーパー」を公表しています。詳細については、GPIFのホームページ(<https://www.gpif.go.jp/investment/research/working-paper.html>)をご参照ください。

9 | その他

[1] 有価証券報告書虚偽記載等に伴う訴訟

GPIFのファンドが有価証券報告書等の虚偽記載等により被った損害を回復するため、資産管理機関が提訴している訴訟は以下のとおりです。

【国内】

2022年4月1日時点

被告	提訴日	原告	訴額	状況
(株)東芝	2016年5月6日	日本カストディ銀行 (旧日本トラスティ・サービス信託銀行)	12億6,203万1,213円 (プライマリー)	和解 ^(注1) (和解金額65億円)
(株)東芝	2016年8月9日	日本カストディ銀行 (旧日本トラスティ・サービス信託銀行)	119億9,261万7,778円 (セカンダリー)	
新日本有限責任監査法人	2017年5月17日	日本カストディ銀行 (旧日本トラスティ・サービス信託銀行)	35億円	取下げ ^(注2)

(注1) 2022年3月25日和解

(注2) 2022年3月25日取下げ

【外国】

被告	提訴日	原告	訴額	状況
フォルクスワーゲンAG	2016年3月14日	日本マスタートラスト信託銀行 (集団訴訟に参加)	訴状において 具体的な金額の記載なし	第一審係属中(ドイツ)
フォルクスワーゲンAG	2016年9月19日	ステート・ストリート信託銀行 (集団訴訟に参加)	訴状において 具体的な金額の記載なし	第一審係属中(ドイツ)
Porsche Automobil Holding SE	2016年9月19日	日本マスタートラスト信託銀行 (集団訴訟に参加)	訴状において 具体的な金額の記載なし	第一審係属中(ドイツ)
Deutsche Bank AG	2017年12月15日	日本マスタートラスト信託銀行 (集団訴訟に参加)	訴状において 具体的な金額の記載なし	第一審係属中(ドイツ)
Danske Bank A/S	2019年10月16日	日本マスタートラスト信託銀行 (集団訴訟に参加)	3億8,744万9,893 デンマーク・クローネ	第一審係属中 (デンマーク)
Daimler AG	2021年12月22日	日本マスタートラスト信託銀行 (集団訴訟に参加)	1億2,290万6,844 ユーロ	第一審係属中(ドイツ)
Bayer AG	2021年12月30日	日本マスタートラスト信託銀行 (集団訴訟に参加)	5,141万5,212.90 ユーロ	第一審係属中(ドイツ)
Vale S.A.	2022年1月21日	日本マスタートラスト信託銀行 (仲裁手続に参加)	3億245万860 ブラジルレアル	仲裁手続き中 (ブラジル)

第2部 GPIFの役割と組織運営

1 | 公的年金制度における GPIF の役割

[1] GPIF の位置付け

① 年金財政制度と GPIF

日本の公的年金制度は、社会全体で連帯し、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ます。つまり、給付に必要な資金を予め全て積み立てるという「積立方式」ではなく、現役世代の保険料を給付に充てる「賦課方式」を基本としています。

一般に、賦課方式の年金制度においては、支払準備金のようなものは別として、多額の積立金を保有する必要はありません。しかし、人口や経済変動に適切に対応するとともに、現在よりも更に少子高齢化が進むことが想定されている将来に備えるため、日本の公的年金制度においては、賦課方式を採用しながらも積立金を保有しています。そして、保険料のうち年金給付に充てられなかったものを年金積立金として運用し、年金財政の安定化に活用することとされています。

日本は、世界に類を見ないスピードで少子高齢化が進んでいます。そのため、2004年に行われた制度改正（以下「2004年改正」といいます。）では、保険料水準を将来にわたって固定するとともに、現在すでに生まれている世代が年金の受給を終えるまでの概ね100年間で財政均衡期間に設定し、その期間内で年金財政の均衡を図る方式（有限均衡方式）が導入されました。このように、将来の給付財源が固定されたことで、固定財源の範囲内で年金給付が行われることになるため、2004年改正では、給付と負担のバランスを自動的に調整する仕組み（マクロ経済スライ

（注）2004年改正や公的年金制度の詳細については、厚生労働省のホームページ（<https://www.mhlw.go.jp/index.html>）をご参照ください。

② 年金財政における積立金の役割

積立金は年金財政の安定化に活用することとされていますが、①にあるとおり、現在の仕組みでは、年金財政を概ね100年間で均衡させるため、当初は年金給付の一部に積立金の運用収入を充て、一定期間後からは運用収入に加えて、積立金を少しずつ取り崩し、最終的には概ね100年後に年金給付の1年分程度の積立金が残るよう、積立金を活用していく財政計画が定められています。年金給付の財源（財政検証で前提としている概ね100年間の平均）は、その年の保険料収入と国庫負担で9割

ドも併せて導入されました。このような仕組みを通じて、公的年金制度の持続可能性の向上が図られています^{（注）}。

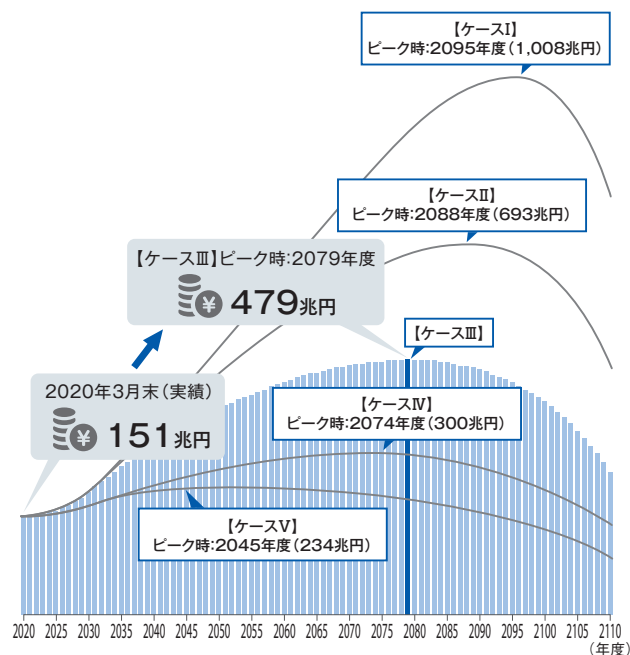
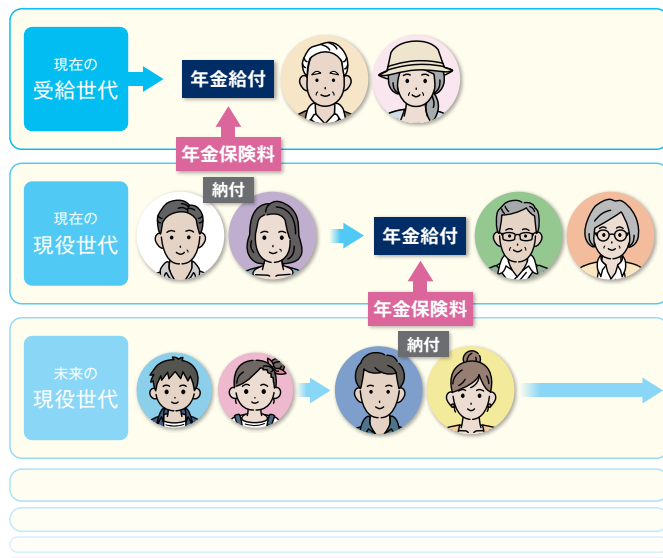
年金積立金の運用に関する主な法律には、「厚生年金保険法」（以下「厚年法」といいます。）、「国民年金法」（以下「国年法」といいます。）、「年金積立金管理運用独立行政法人法」（以下「GPIF法」といいます。）があり、これらの法律で、「積立金の運用は、専ら被保険者の利益のために、長期的な観点から、安全かつ効率的に行う」（厚年法及び国年法）、「運用は、安全かつ効率的に行われなければならない」（GPIF法）ということが定められています。このように、「長期的な観点からの安全かつ効率的な運用」ということが、法律上の最も基本的な要請となっています。

また、GPIFの一定期間内における業務運営の目標は、他の独立行政法人と同様、主務大臣が定めることとされていますが（独立行政法人通則法）、厚生労働大臣により定められた「GPIFが達成すべき業務運営に関する目標」（以下「中期目標」といいます。）においては、「財政の現況及び見通しを踏まえ、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をいう。）1.7%を最低限のリスクで確保すること」が要請されています。GPIFは、これを受けて、中期計画において分散投資を基本として長期的な観点からの資産構成割合（基本ポートフォリオ）を定め、これに基づき年金積立金の管理・運用を行っています。

程度が賄われており、積立金から得られる財源（寄託金償還又は国庫納付）は1割程度です。また、概ね50年程度は積立金を取り崩す必要は生じません。さらに、年金給付に必要な積立金は十分に保有しており、積立金の運用に伴う短期的な市場変動は年金給付に影響を与えません。つまり、ある特定年度に評価益又は評価損が発生したとしても、それが翌年度の年金給付額に反映されることはありません。

概ね100年間の年金積立金の見通し(2019年財政検証) 【ケースごとの年金積立金の推移】

日本では、高齢者の生活を
現役世代が「支える」制度を採用しています。



(注1) 人口の前提は出生中位、死亡中位です。
(注2) 実績はGPIFの運用資産額であり、年金特別会計で管理する積立金等を含みません。
(注3) ケースI~ケースVの詳細は34ページをご覧ください。

[2] 積立金の運用に関する法令上の要請と中期目標・中期計画の主な内容

① 年金積立金の管理及び運用の基本的な方針

厚生年金法では、年金積立金の運用は、年金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とされています。また、GPIF法では、年金積立金の運用が市場その他の民間活動に与える影響に留意しつつ行うこと等とされており、中期目標では、株式運用において個別銘柄の選択を行わない旨が規定されています。

○厚生年金保険法第79条の2(同旨国民年金法第75条)

(略) 積立金の運用は、積立金が厚生年金保険等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。

○年金積立金管理運用独立行政法人法第20条第2項

(略) 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とともに、年金積立金の運用が市場その他の民間活動に与える影響に留意しつつ、安全かつ確実を基本とし、年金積立金の運用が特定の方法に集中せず、かつ、厚生年金保険法第79条の2及び国民年金法第75条の目的に適合するものでなければならない。

これらを受け、2020年度から2024年度までの5年間の計画期間とする第4期中期計画では、分散投資を基本として、長期的な観点からの資産構成割合（基本ポートフォリオ）を策定することを定めています。基本ポートフォリオの策定に当たっては、管理運用主体（GPIF、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）が共同して定めるモデルポートフォリオを参酌することとしています。

また、年金積立金の管理及び運用に関する具体的な方針（業務方針）を策定し、公表するとともに、経済環境の変化を踏まえて適時適切に検討を加え、必要に応じて速やかに見直しを行うことを定めています。

②運用の目標、リスク管理、透明性の確保等

2020年度から2024年度までの5年間の目標期間とする第4期中期目標では、年金積立金の運用は、財政検証を踏まえ、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目標とされました。このほか、市場の価格形成や民間の投資行動等を歪めないよう十分留意すること、中期目標期間において資産全体及び各資産ごとに各々のベンチマーク収益率（市場平均収益率）を確保することが求められています。

また、年金積立金のリスク管理については、分散投資による運用管理を行い、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各種リスク管理を行うことなどが定められています。

第4期中期目標では、原則としてパッシブ運用とアクティブ運用を併用すること、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、投資先及び市場全体の持続的成長が、運用資産の長期的な投資収益の拡大に必要であるとの考え方を踏まえ、被保険者の利益のために長期的な収益確保を図る目的で行われるものである等といった年金積立金の管理及び運用の基本的な方針に留意しつつ、非財務的要素であるESG（環境、社会、ガバナンス）を考慮した投資を推進することなどが定められています。

また、新たな運用手法及び運用対象の導入等に関する重要事項は、経営委員会で審議のうえ、議決することとされています。経営委員会における討議の内容については、その概要を経営委員会で承認を得た後に速やかに公表することにより、GPIFの組織運営の透明性の確保が図られています。

③年金積立金の管理及び運用に関し遵守すべき事項

第4期中期目標では、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ことが求められています。

また、年金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受けることがないよう十分留意し、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こととされています。

さらに、企業経営等に与える影響を十分に考慮しつつ、株主議決権の行使等について適切な対応を行うこ

と、株式運用において個別銘柄の選択は行わないことなどが定められています。

加えて、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）を確保すること、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に必要な機能の強化を図ることなどが求められています。

④ 管理及び運用能力の向上、業務運営の効率化等

第4期中期目標では、高度で専門的な能力を必要とする業務等を明らかにし、人材の受入れに伴う環境整備を図ること、高度で専門的な人材を活用した研修等を実施し、法人職員の業務遂行能力の向上を図ること、人材の戦略的確保・育成に向けた方針を策定すること、高度で専門的な人材の報酬水準の妥当性については、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等の手法により、国民の皆様に分かりやすく説明することなどが定められています。

また、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とともに長期のリスク分析を行うなど、その高度化を図ること、各種運用リスクの管理状況について、経営

委員会は適切にモニタリングを行うこととされています。

業務運営の効率化については、中期目標期間中、一般管理費（システム関連経費及び人件費を除く。）及び業務経費（システム関連経費、管理運用委託手数料、運用指数利用料、人件費及び短期借入に係る経費を除く。）の合計について、2019年度を基準として、2013年12月の閣議決定等に基づき新規に追加されるものや拡充される分を除き、毎年度平均で前年度比1.24%以上の効率化を行うこと、新規に追加されるものや拡充される分は翌年度から1.24%以上の効率化を図ることなどが求められています。

2 | 組織・内部統制体制

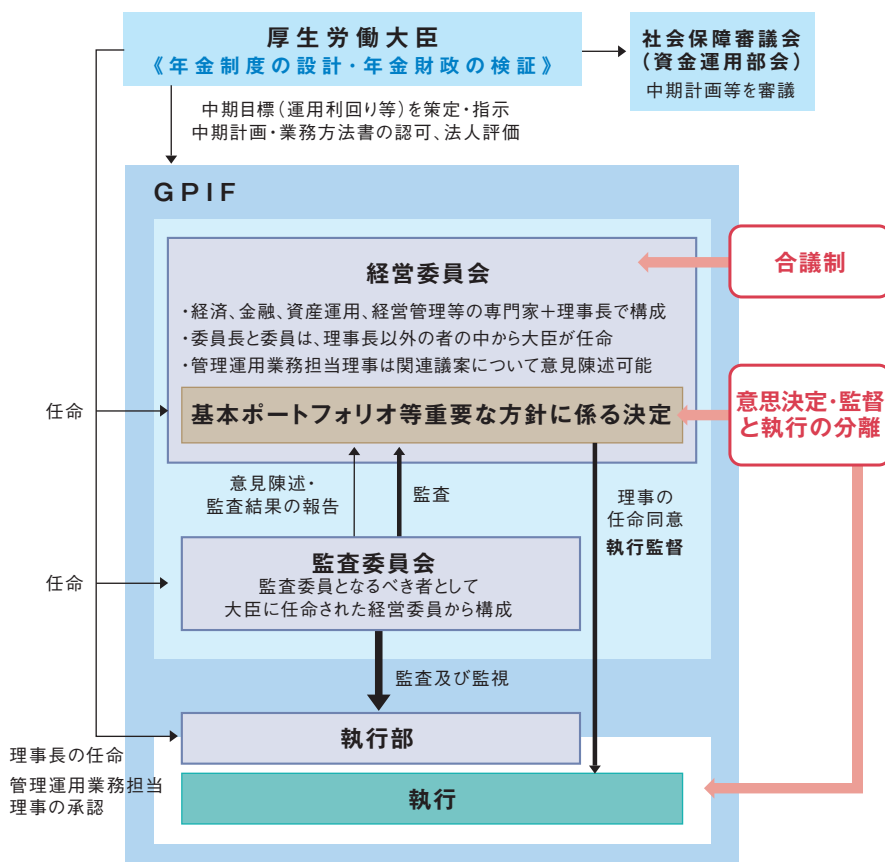
[1] 基本的なガバナンスの仕組み

GPIFは、2017年10月に設置された経営委員会が、合議によって、重要な意思決定を行うとともに、その決定に沿った執行が行われているかどうかを監督するというガバナンスの仕組みを採用しています。経営委員のうち3名は監査委員（1名が常勤）を兼務し、監査委員会を構成しています。監査委員会は、管理運用業務の監査を行うとともに、経営委員会から委託を受け、理事長又は理事による管理運用業務の実施状況の監視を行っています。理事長は、GPIF法第7条第1項に基づき、経営委員会の定めるところに従いその業務を総理します。このガバナンス体制により、「合議制」と「意思決定・監督と執行の分離」を確保しています。

経営委員会は、経済、金融、資産運用、経営管理その他のGPIFの業務に関連する学識経験又は実務経験を有する専門家9名と理事長の合計10名によって構成さ

れています。経営委員会は、GPIFの運営に係る重要事項の決定を行います。その中には、基本ポートフォリオ・中期計画の作成のほか、年度計画の作成、業務概況書の作成、組織・定員や管理運用業務に関する重要事項の決定（運用リスク管理や内部統制の基本方針の策定、組織規程の制定等）、理事の任命に際しての同意などが含まれます。

ガバナンス体制が、理事長の独任性から現在の形に変化してから4年半が経過しました。ガバナンスの語源はギリシャ語の「舵取り」に由来します。その実践に当たっては、外形的な形式の整備にとどまることなく、実質的な改革を推進し、国民の皆様から一層信頼される組織体制の確立を目指すべく、的確な「舵取り」を行っていくことが求められています。



[2] 経営委員会

経営委員会は、経済、金融、資産運用、経営管理等、様々な分野の専門家が、GPIFの投資や業務運営に係る幅広い課題について、多面的な検討を行い、タイムリーで的確な意思決定をするように心がけています。2021年度においては、合計13回開催しましたが、その概要は、下表のとおりです。

2021年度の経営委員会では、ベンチマークの在り方や基本ポートフォリオ検証の枠組みなどについて議決しました。また、資産配分比率や運用リスク管理の状況について理事長等から報告を受け、活発な議論を行いました。なお、経営委員会の議論の内容は、一定期間を経た後に議事概要としてGPIFのホームページに掲載されます。

経営委員会の開催状況

(2021年度)

	開催日	主な議題(議決・審議事項のみ記載)
第54回	2021年 4月23日	(議決)①財投債の会計区分変更に伴う業務方法書の改正、②当法人内部手続の押印廃止に伴う各種規程の改正
第55回	5月24日	(議決)経営委員会規程の改正
第56回	6月11日	(審議)①2020年度業務概況書(案)、②令和2年度業務実績評価(案)、③令和2事業年度財務諸表並びに事業報告書及び決算報告書の作成、利益及び損失の処理その他会計に関する重要事項(案)
第57回	6月28日	(議決)①2020年度業務概況書(案)、②保有全銘柄開示(2020年度末時点)、③令和2年度業務実績評価(案)、④令和2事業年度財務諸表並びに事業報告書及び決算報告書の作成、利益及び損失の処理その他会計に関する重要事項(案)
第58回	7月26日	(審議)ベンチマークの在り方
第59回	9月22日	(議決)ベンチマークの在り方
第60回	10月21日	—
第61回	11月12日	—
第62回	12月21日	(審議)基本ポートフォリオの検証の枠組み(案)
第63回	2022年 1月13日	—
第64回	2月17日	(議決)基本ポートフォリオ検証の枠組み(案)
第65回	3月10日	(議決)①職員給与規程(運用専門職員本俸表)等の改正、②情報セキュリティ管理規程の改正 (審議)令和4年度計画(案)
第66回	3月30日	(議決)①管理運用業務担当理事及び理事(管理運用業務担当を除く。)の任命に関する同意、②経営委員会規程の改正

[3] 監査委員会

監査委員会は、その職務を補助すべき、理事長及び理事からの独立性を有する職員（監査委員会事務局を構成している。）を指揮して職務を遂行するとともに、内部監査部門である監査室や会計監査人（有限責任監査法人トーマツ）とも密接に連携しながら職務に当たっています。

監査委員会は、2021年度合計14回開催しました。監査委員会は、主として中期目標の達成状況、経営委員会及び経営委員の職務の執行状況、理事長以下の役職員の職務の執行状況、内部統制システムの状況、会計の状況の5つの観点から監査を実施しました。

また、監査委員会は、経営委員会から委託を受けた監

視の一環として、執行部が主催する各種委員会（投資委員会、運用リスク管理委員会、経営企画会議、契約審査会等）に随時陪席するほか、各部室担当者及び理事長・理事への面談、随時の調査等を行ってGPIFの業務の実態、適正性を把握、分析し、これらの活動を通じて得られた情報は適宜経営委員会にも報告して共有するとともに、内部統制の一層の強化に向けて、経営委員会や理事長に対し、組織運営上の課題等に関する意見提出も行っています。

監査の結果は、監査報告として、GPIFのホームページに掲載することとしています。

[4] 執行体制

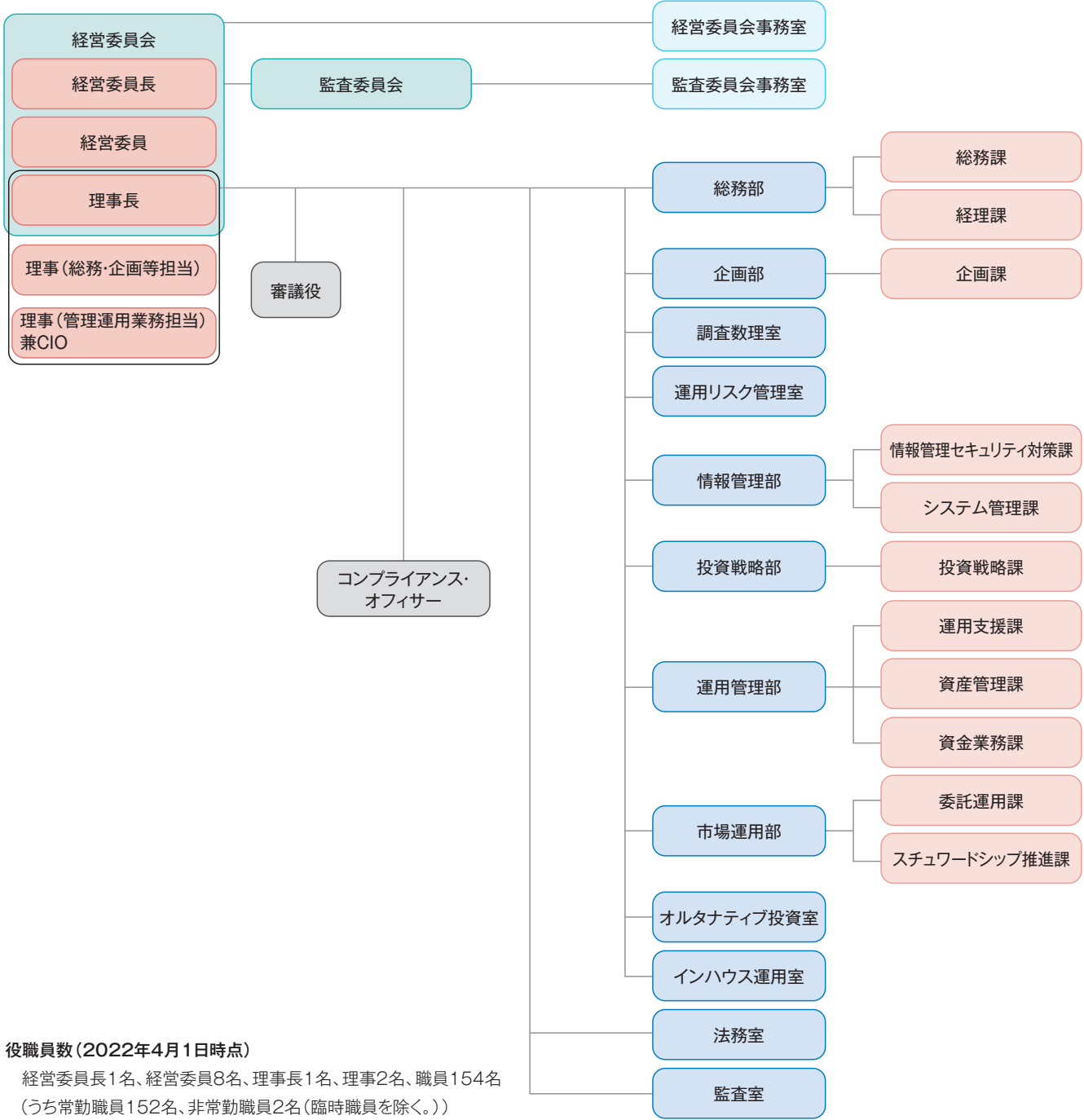
① 組織

GPIFの役職員は、2022年4月1日時点で、役員は経営委員長、経営委員8名（うち兼監査委員3名）、理事長、理事2名（総務・企画等担当、管理運用業務担当兼CIO）の12名、職員は154名（臨時職員を除く。）となっています。

組織は、経営委員会事務局、監査委員会事務局、総務部（総務課、経理課）、企画部（企画課）、調査数理室、運

用リスク管理室、情報管理部（情報管理セキュリティ対策課、システム管理課）、投資戦略部（投資戦略課）、運用管理部（運用支援課、資産管理課、資金業務課）、市場運用部（委託運用課、スチュワードシップ推進課）、オルタナティブ投資室、インハウス運用室のほか、理事長直属の法務室、監査室が設けられています。

組織図 [2022年4月1日時点]



役職員数 (2022年4月1日時点)

経営委員長1名、経営委員8名、理事長1名、理事2名、職員154名
(うち常勤職員152名、非常勤職員2名(臨時職員を除く。))

(コラム) 専門人材の確保・育成と勤務環境の整備

GPIFでは、運用の多様化やリスク管理の向上などのため、高度で専門的な人材の確保・育成に努めています。証券アナリスト、弁護士、MBA、不動産鑑定士等の様々な分野の資格を有する専門人材を有しています。

また、GPIFでは多様な人材がやりがいを持って働けるよう、勤務環境の整備を進めています。育児休業の積極的な取得を推進するとともに、早出遅出勤務制度の柔軟な活用など、育児・介護中の人材にもより働きやすい環境整備に努めています。

証券アナリスト 58人

MBAなど 19人

弁護士 3人

公認会計士 2人

税理士 1人

不動産鑑定士 4人

Ph.D. など 3人

※2022年4月1日時点、
人数は重複あり

② 内部統制体制

GPIFでは、経営委員会で制定した「内部統制の基本方針」^(注1)に基づき、内部統制に係る体制を整備しています。

具体的には、理事長、理事及び職員の職務の執行が法令に適合することを確保するための体制では、内部統制の推進を図るため、内部統制委員会を設置するほか、内部統制委員会の下にコンプライアンス委員会を設置し、法令遵守及び受託者責任等の徹底を図るとともに、コンプライアンス・オフィサーを置いています。また、投資原則及び行動規範を遵守し、国民の皆様から信頼される組織であるべく行動するよう役職員へ周知徹底を図るとともに、内部通報・外部通報に関する仕組みを確保するほか、役員等が法令その他GPIFが定める規程等に違反し、又はGPIFの役員等たるにふさわしくない行為をしたときは、制裁規程等に基づき制裁処分等を行うこととしています。さらに、GPIFの業務の内部監査等を行わせるため、監査室を設置しています。

第4期中期計画に掲げられている法務体制・機能の拡充・強化については、2021年3月1日付で法務室を設置し、個別性の高いオルタナティブ投資に対する適時適切な対応、内部牽制機能の強化、コンプライアンスの徹底及び法令遵守の確保等の一層的確な実施を図っています。

損失の危険の管理に関する規程その他の体制では、年金積立金の管理及び運用に伴う各種リスク(運用リスク)の管理を適切に行うため運用リスク管理委員会を設置し、また、GPIFの業務実施の障害となるリスク(業務リスク等(レピュテーションリスクを含む。))の識別、分析及び評価並びに当該リスクへの対応等を行うため内部統制委員会を設置し、リスク要因の継続的把握とリスクの予防、並びにリスクが顕在化した場合の損失を極小化するために必要な施策を立案、推進することにより、リスク

管理を行っています。

業務リスク等については、2019年7月の経営委員会による業務リスク等管理規程の制定を含め、新たな業務リスク等管理に基づく諸規定を策定しました。この新たな業務リスク等管理プロセスに基づき、潜在的なリスクの識別、分析及び評価を毎年1回実施しています。また、顕在化したリスクについては、各部室等が可及的速やかに当該リスクへの適切な対応を図るとともに、発生の都度、業務リスク等の総括管理部署及び監査室に報告することとしています。これら役職員による業務リスク等管理に係る業務執行状況については、毎年1回経営委員会に報告しています。なお、重大な業務リスク等が発生した場合は、速やかに経営委員会に報告しています。

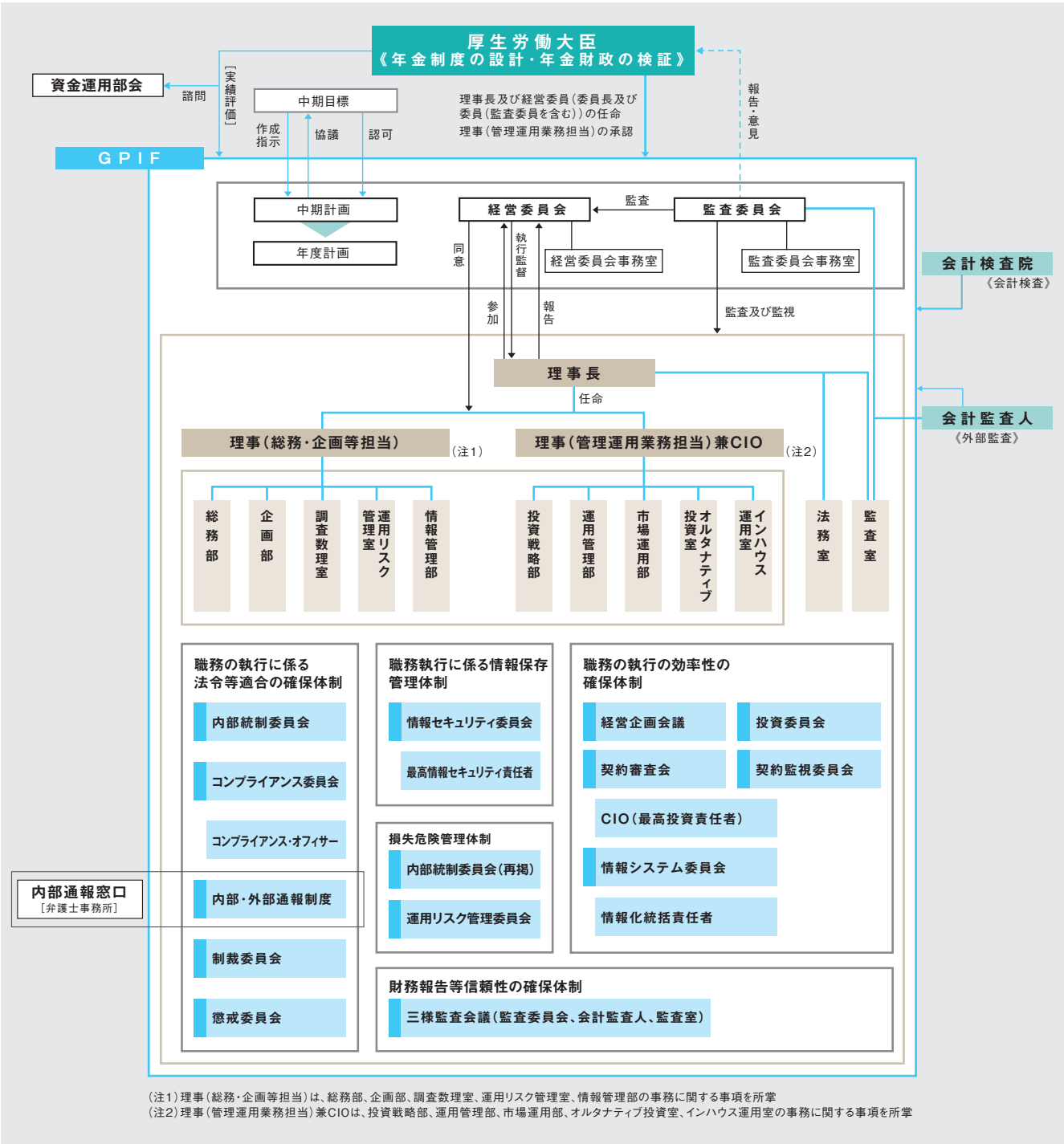
職務執行の効率性を確保するための体制としては、管理運用業務の執行に係る重要事項に関する意思決定を行うにあたっての事前の審議等を行うため投資委員会を設置し、CIOの統括の下、多角的な観点から慎重な議論を重ねています。

その他、GPIFの情報セキュリティ対策を推進するため情報セキュリティ委員会、法人業務の執行に係る重要事項に関する意思決定を行うにあたっての事前の審議等を行うため経営企画会議、契約案件(運用受託機関との契約等を除く。)の契約手続に係る公正性を確保するため契約審査会、調達に関する点検等を行うため外部有識者を含む契約監視委員会を設置する等、法人の内部統制体制の確立を図っています。

(注1) 内部統制の基本方針については、GPIFのホームページ(<https://www.gpif.go.jp/about/philosophy>)をご参照ください。

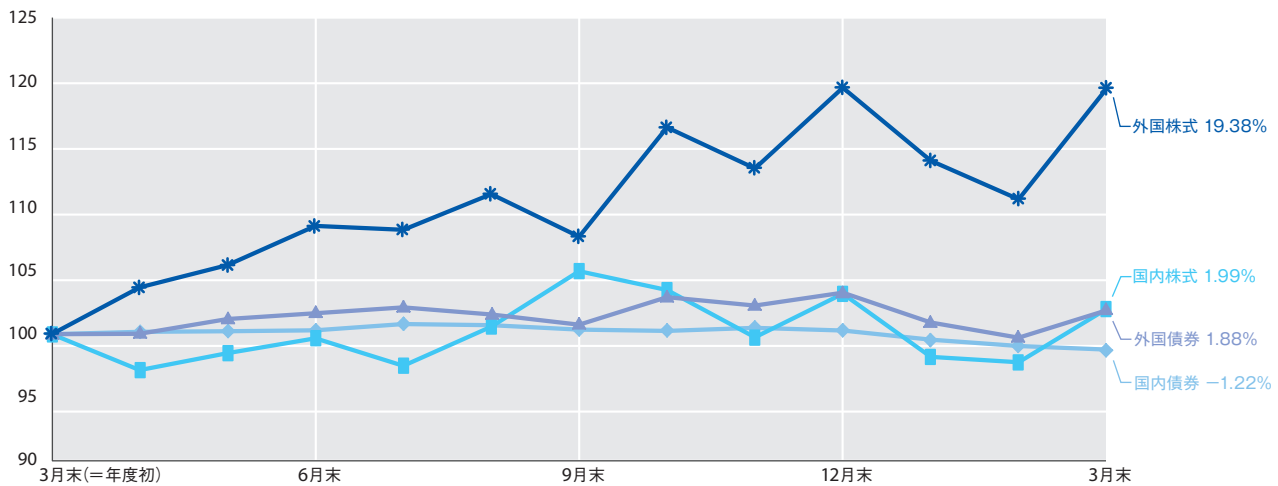
(注2) GPIFの財務諸表については、GPIF法の規定により、監査委員会及び会計監査人の監査を受けた後に、経営委員会で議決を行うとともに、独立行政法人通則法の規定により、厚生労働大臣の承認を受けた後に公表しています。財務諸表の内容については、GPIFのホームページ(<https://www.gpif.go.jp/info/finance>)をご参照ください。

内部統制等の概念図



第3部 資料編

1 | ベンチマークインデックスの推移(2021年度)



※ 2021年3月末(年度初)を100としたベンチマークインデックスの推移

○ベンチマーク収益率(2021年4月～2022年3月)

(単位: %)

国内債券	NOMURA-BPI「除くABS」	-1.22
外国債券	FTSE世界国債インデックス(除く日本、中国、円ベース)	1.88
国内株式	TOPIX(配当込み)	1.99
外国株式	MSCI ACWI(除く日本、円ベース) ^(注1)	19.38

○参考指標

		2021年3月末	2022年3月末
国内債券	10年国債利回り (%)	0.10	0.22
外国債券	米国10年国債利回り (%)	1.74	2.34
	ドイツ10年国債利回り (%)	-0.29	0.55
国内株式	TOPIX配当なし (ポイント)	1,954.00	1,946.40
	日経平均株価 (円)	29,178.80	27,821.43
外国株式	NYダウ (ドル)	32,981.55	34,678.35
	ドイツDAX (ポイント)	15,008.34	14,414.75
	上海総合指数 (ポイント)	3,441.91	3,252.20
外国為替 (注2)	ドル/円 (円)	110.50	121.38
	ユーロ/円 (円)	129.87	135.05

(注1) MSCI ACWIは、「除く日本、配当込み、管理運用法人の配当課税要因考慮前」で算出したものです。

(注2) 外国為替レートはWMロイター社ロンドン16時仲値(対米ドル)を採用しています。

2 | 運用実績等の推移

2 運用実績等の推移(96ページから99ページ)及び3 運用手法・運用受託機関別運用資産額等(100ページから109ページ)の表については、2001年度以降のデータをGPIFのホームページ(<https://www.gpif.go.jp/operation/the-latest-results.html>)にてExcelファイルの形式で掲載していますのでご参照ください。

また、4 超過収益率の要因分析(110・111ページ)の表についても、データをGPIFのホームページ(<https://www.gpif.go.jp/operation/the-latest-results.html>)にてExcelファイルの形式で掲載していますのでご参照ください。

[1] 収益率

(単位:%)

	2012年度	2013年度	2014年度	2015年度	2016年度	2017年度	2018年度	2019年度	2020年度	2021年度	直近10年間 (2012~2021年度)	独法設立後 (2006~2021年度)	市場運用開始後 (2001~2021年度)
資産全体	10.23	8.64	12.27	-3.81	5.86	6.90	1.52	-5.20	25.15	5.42	6.39	3.99	3.69

(単位:%)

	2012年度	2013年度	2014年度	2015年度	2016年度	2017年度	2018年度	2019年度	2020年度	2021年度	直近10年間 (2012~2021年度)	独法設立後 (2006~2021年度)	市場運用開始後 (2001~2021年度)
時間加重収益率	11.47	9.23	12.93	-3.88	5.93	6.99	1.54	-5.26	25.15	5.42	6.63	4.01	3.94
国内債券	3.68	0.60	2.76	4.07	-0.85	0.80	1.43	-0.36	-0.68	-0.99	1.03	1.50	1.32
外国債券	18.30	14.93	12.70	-3.32	-3.22	3.71	2.70	3.55	7.06	2.29	5.64	3.56	4.61
国内株式	23.40	18.09	30.48	-10.80	14.89	15.66	-5.09	-9.71	41.55	2.12	10.81	2.74	3.80
外国株式	28.91	32.00	22.27	-9.63	14.20	10.15	8.12	-13.08	59.42	18.48	15.43	8.11	7.41

(注1) 収益率は運用手数料等控除前です。

(注2) 直近10年間、独法設立後及び市場運用開始後の収益率は、各年度の収益率を用いて幾何平均により算出しています(年率換算値)。

(注3) 2020年度の資産全体及び国内債券は財投債を含みます。なお、財投債は2021年1月末に会計区分を満期保有目的債券から売買目的有価証券に変更しましたが、収益率の計算においては、財投債を2020年4月から他の資産と同様に時価評価により算出しています。

(注4) 2001年度から2019年度の資産全体の収益率は、市場運用を行っている資産(以下「市場運用分」といいます。)の修正総合収益率と財投債の収益率をそれぞれの投下元本平均残高等で加重平均して算出しています。

(注5) 2020年度以降の資産全体の収益率は、時間加重収益率です。

(注6) 2020年度以降の国内債券は円建ての短期資産を含みます。また、2020年度以降の外国債券は外貨建ての短期資産を含みます。

(注7) 為替ヘッジ付き外国債券は2019年度までは外国債券に区分し、2020年度以降は国内債券に区分しています。

(注8) 修正総合収益率及び時間加重収益率の計算式等の詳細は、GPIFのホームページ(<https://www.gpif.go.jp/gpif/words/index.html>)にて用語集を掲載していますのでご参照ください。

《参考》

修正総合収益率

(単位:%)

	2012年度	2013年度	2014年度	2015年度	2016年度	2017年度	2018年度	2019年度	2020年度	2021年度	直近10年間 (2012~2021年度)	独法設立後 (2006~2021年度)	市場運用開始後 (2001~2021年度)
資産全体	10.23	8.64	12.27	-3.81	5.86	6.90	1.52	-5.20	25.19	5.40	6.39	4.00	3.69
市場運用分	11.33	9.27	12.88	-3.98	5.94	6.94	1.51	-5.24	25.31	5.40			

財投債(満期保有目的債券)

(単位:%)

	2012年度	2013年度	2014年度	2015年度	2016年度	2017年度	2018年度	2019年度	2020年度	2021年度
収益率	1.45	1.58	1.63	1.75	1.77	1.82	1.93	1.93	1.41	—

(注1) 収益率は運用手数料等控除前です。

(注2) 直近10年間、独法設立後及び市場運用開始後の収益率は、各年度の収益率を用いて幾何平均により算出しています(年率換算値)。

(注3) 財投債は償却原価法による評価により算出しています。2020年度の財投債の収益率は会計区分を満期保有目的債券としていた2020年4月から2021年1月末までの期間の収益率です。なお、財投債による運用は、2020年度中に終了しました。

(注4) 資産全体の収益率は、市場運用分の修正総合収益率と財投債の収益率をそれぞれの投下元本平均残高等で加重平均して算出しています。なお、2020年度の財投債の収益率は会計区分を満期保有目的債券としていた2020年4月から2021年1月末までの期間の収益率を用いています。

(注5) 市場運用分の収益率は修正総合収益率です。

(注6) 修正総合収益率の計算式等の詳細は、GPIFのホームページ(<https://www.gpif.go.jp/gpif/words/index.html>)にて用語集を掲載していますのでご参照ください。

[2] 収益額

(単位: 億円)

	2012年度	2013年度	2014年度	2015年度	2016年度	2017年度	2018年度	2019年度	2020年度	2021年度	直近10年間 (2012～2021年度)	独法設立後累積 (2006～2021年度)	市場運用開始後累積 (2001～2021年度)
収益額	112,222	102,207	152,922	-53,098	79,363	100,810	23,795	-82,831	377,986	100,925	914,301	920,030	1,054,288

《参考》

(市場運用分)

(単位: 億円)

	2012年度	2013年度	2014年度	2015年度	2016年度	2017年度	2018年度	2019年度	2020年度	2021年度	直近10年間 (2012～2021年度)	独法設立後累積 (2006～2021年度)	市場運用開始後累積 (2001～2021年度)
総合収益額	110,449	100,685	151,824	-53,846	78,899	100,578	23,623	-83,003	377,881	100,925	908,016	896,403	1,021,825
国内債券	21,263	3,653	15,957	20,094	-3,958	3,622	5,959	-1,221	-2,503	-4,960	57,906	133,926	139,826
外国債券	18,218	17,777	18,884	-6,600	-5,962	6,740	6,975	10,154	26,738	10,724	103,648	103,619	117,005
国内株式	33,314	31,855	69,105	-34,895	45,546	55,076	-20,732	-37,015	146,989	10,871	300,113	218,988	293,787
外国株式	37,620	47,387	47,863	-32,451	43,273	35,140	31,411	-54,887	206,658	84,290	446,303	439,753	471,350
短期資産	34	13	15	7	0	-0	11	-34	-	-	46	118	76

(財投債(満期保有目的債券))

(単位: 億円)

	2012年度	2013年度	2014年度	2015年度	2016年度	2017年度	2018年度	2019年度	2020年度	2021年度	直近10年間 (2012～2021年度)	独法設立後累積 (2006～2021年度)	市場運用開始後累積 (2001～2021年度)
収益額	1,773	1,522	1,098	748	464	232	172	172	105	-	6,286	23,627	32,463

(注1) 収益額は運用手数料等控除前です。

(注2) 四捨五入のため、各数値の合算は合計と必ずしも一致しません。

(注3) 財投債は満期保有目的債券であった2021年1月末までは独立行政法人会計基準に従い、取得価格(引受価格と券面額との間に差がある場合には、償却原価法により算出した価格)による評価を行い、売買目的有価証券に変更した2021年2月から売却までの間は時価による評価を行うことにより収益額を算出しています。なお、売買目的有価証券に変更した後の収益額は国内債券に含まれます。

(注4) 財投債による運用は、2020年度中に終了しました。

(注5) 2020年度以降の国内債券は円建ての短期資産を含みます。また、2020年度以降の外国債券は外貨建ての短期資産を含みます。

(注6) 為替ヘッジ付き外国債券は2019年度までは外国債券に区分し、2020年度以降は国内債券に区分しています。

(注7) 総合収益額は、実現収益額に加えて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です。計算式等の詳細は GPIF のホームページ (<https://www.gpif.go.jp/gpif/words/index.html>) にて用語集を掲載していますのでご参照ください。

[3] 損益額

(単位: 億円)

	2012年度	2013年度	2014年度	2015年度	2016年度	2017年度	2018年度	2019年度	2020年度	2021年度	独法設立後累積 (2006～2021年度)	市場運用開始後累積 (2001～2021年度)
収益額(A)	112,222	102,207	152,929	-53,097	79,356	100,810	23,795	-82,831	377,986	100,925	920,030	1,054,288
運用手数料等(B)	240	268	310	405	430	520	336	370	660	431	5,749	6,936
財政融資資金に対する借入利息等(C)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	2,988	26,214
運用上の損益(D=A-B-C)	111,983	101,938	152,619	-53,502	78,925	100,290	23,459	-83,201	377,326	100,493	911,532	1,021,377

(単位: 億円)

	2011年度末	2012年度末	2013年度末	2014年度末	2015年度末	2016年度末	2017年度末	2018年度末	2019年度末	2020年度末	2021年度末
運用上の累積損益(E=前年度E+D)	94,154	206,137	308,075	460,694	407,192	486,118	586,408	609,867	526,665	903,991	1,004,484
(内訳) 寄託金の運用に係る運用上の累積損益(2001年度～)	123,928	235,911	337,849	490,468	436,967	515,892	616,182	639,641	556,439	933,765	1,034,259
承継資産の運用に係る運用上の累積利差損益(1986年度～)	-29,774	-29,774	-29,774	-29,774	-29,774	-29,774	-29,774	-29,774	-29,774	-29,774	-29,774

(注1) 四捨五入のため、各数値の合算は合計と必ずしも一致しません。

(注2) 「運用上の累積損益」は、年金福祉事業団(以下「旧事業団」といいます。))において資金運用事業を開始した1986年度以降の累積損益(年金特別会計への納付金の累積額を含みます。)です。

(注3) 「運用手数料等」は、運用手数料のほか業務経費や一般管理費等を含んでいます。

(注4) 2013年度から2015年度の「収益額」は、会計上の数値(外貨建て投資信託受益証券ファンドについては、当該ファンドで管理する受益証券をその他有価証券として区分し、取得原価による評価を行っています。)を基に算出しています。

(注5) 2016年度の「収益額」は、会計上の数値(外貨建て投資信託受益証券ファンドについては、保有目的区分を売買目的有価証券に変更し、評価を行っています。)を基に算出しています。

(注6) 独法設立後累積及び市場運用開始後累積の「運用上の損益」は、2006年度の未収金236億円及び損益額(3億円の増加)を加味しています。

[4] 年金特別会計への納付額

(単位:億円)

	2012年度	2013年度	2014年度	2015年度	2016年度	2017年度	2018年度	2019年度	2020年度	2021年度	独法設立後累積 (2006~2021年度)	市場運用開始後累積 (2001~2021年度)
年金特別会計への納付額	6,291	21,116	32,710	2,750	2,907	9,096	7,300	7,721	15,818	7,500	167,674	175,797 (175,929)

(注) 市場運用開始後累積の()の額17兆5.929億円は、旧事業団の資金運用事業における1992年度の年金特別会計への納付金133億円を含めた額です。

[5] 管理運用委託手数料

	2012年度	2013年度	2014年度	2015年度	2016年度	2017年度	2018年度	2019年度	2020年度	2021年度
管理運用委託手数料額 (億円)	222	253	291	383	400	487	295	319	611	352
平均残高 (兆円)	111.5	123.9	131.9	139.0	137.3	155.7	158.9	161.4	170.2	193.1
管理運用委託手数料率 (%)	0.02	0.02	0.02	0.03	0.03	0.03	0.02	0.02	0.04	0.02

(注1) 平均残高は、月末時価平均残高を用いており、自家運用を含みます。なお、2020年度まで保有していた自家運用の財投債ファンドについては償却原価法による簿価の月末平均残高を用いています。

(注2) 資産管理機関に対する手数料額には、カストディ費用・弁護士費用等、信託財産から引き落とされる費用を含みません。

(注3) 管理運用委託手数料額は指数利用料額を含みます。

[6] 運用資産額・資産構成割合

	2012年度末 (2013年3月末)		2013年度末 (2014年3月末)		2014年度末 (2015年3月末)		2015年度末 (2016年3月末)	
	運用資産額 (億円)	構成比 (%)	運用資産額 (億円)	構成比 (%)	運用資産額 (億円)	構成比 (%)	運用資産額 (億円)	構成比 (%)
国内債券	744,586	61.81	701,596	55.43	567,037	41.25	528,010	39.19
市場運用	637,830	52.95	620,364	49.01	516,915	37.60	493,588	36.63
財投債	簿価 時価	8.86	81,232	6.42	50,122	3.65	34,422	2.55
	(110,928)	—	(83,993)	—	(52,114)	—	(35,980)	—
外国債券	117,896	9.79	139,961	11.06	181,815	13.23	189,388	14.05
国内株式	175,575	14.57	208,466	16.47	316,704	23.04	305,809	22.69
外国株式	148,758	12.35	197,326	15.59	300,772	21.88	310,714	23.06
短期資産	17,838	1.48	18,422	1.46	8,441	0.61	13,554	1.01
合 計	1,204,653	100.00	1,265,771	100.00	1,374,769	100.00	1,347,475	100.00

	2016年度末 (2017年3月末)		2017年度末 (2018年3月末)		2018年度末 (2019年3月末)		2019年度末 (2020年3月末)	
	運用資産額 (億円)	構成比 (%)	運用資産額 (億円)	構成比 (%)	運用資産額 (億円)	構成比 (%)	運用資産額 (億円)	構成比 (%)
国内債券	478,707	33.04	445,178	28.47	431,627	27.11	371,259	24.65
市場運用	462,236	31.90	436,214	27.89	422,664	26.55	362,297	24.05
財投債	簿価 時価	1.14	8,964	0.57	8,963	0.56	8,962	0.59
	(17,485)	—	(9,727)	—	(9,576)	—	(9,371)	—
外国債券	196,817	13.58	239,109	15.29	278,187	17.47	364,087	24.17
国内株式	351,784	24.28	406,995	26.03	386,556	24.28	355,630	23.61
外国株式	349,262	24.10	386,629	24.72	418,975	26.32	371,639	24.67
短期資産	72,463	5.00	85,920	5.49	76,808	4.82	43,716	2.90
合 計	1,449,034	100.00	1,563,832	100.00	1,592,154	100.00	1,506,332	100.00

	2020年度末 (2021年3月末)		2021年度末 (2022年3月末)	
	運用資産額 (億円)	構成比 (%)	運用資産額 (億円)	構成比 (%)
国内債券	438,229	23.54	476,306	24.23
外国債券	472,943	25.40	486,784	24.76
国内株式	472,273	25.37	495,137	25.19
外国株式	478,180	25.69	507,700	25.82
合 計	1,861,624	100.00	1,965,926	100.00

[7] 各資産の超過収益率の状況(直近10年間)

国内債券

(単位:%)

		2012年度	2013年度	2014年度	2015年度	2016年度	2017年度	2018年度	2019年度	2020年度	2021年度	直近10年間 (年率)
時間加重収益率		3.68	0.60	2.76	4.07	-0.85	0.80	1.43	-0.36	-0.68	-0.99	1.03
ベンチマーク収益率		3.63	0.56	2.80	4.30	-0.90	0.74	1.38	-0.49	-0.70	-1.22	0.99
超過収益率		+0.04	+0.04	-0.04	-0.23	+0.05	+0.06	+0.05	+0.13	+0.02	+0.23	+0.04
パッシブ運用	時間加重収益率	3.64	0.58	2.71	4.07	-0.87	0.65	1.54	-0.23	-1.04	-1.37	0.95
	ベンチマーク収益率	3.62	0.56	2.77	4.05	-0.89	0.63	1.51	-0.30	-0.70	-1.22	0.99
	超過収益率	+0.02	+0.03	-0.06	+0.02	+0.02	+0.02	+0.03	+0.07	-0.34	-0.15	-0.04
	パッシブ比率	85.62	90.27	88.04	83.90	80.65	77.95	75.91	74.24	66.52	76.30	—
アクティブ運用	時間加重収益率	3.92	0.78	3.10	4.06	-0.76	1.34	1.09	-0.69	0.08	0.29	1.31
	ベンチマーク収益率	3.72	0.58	2.98	5.55	-0.93	1.14	0.98	-1.01	-0.70	-1.22	1.09
	超過収益率	+0.20	+0.20	+0.11	-1.49	+0.18	+0.20	+0.11	+0.31	+0.78	+1.51	+0.22
	アクティブ比率	14.38	9.73	11.96	16.10	19.35	22.05	24.09	25.76	33.48	23.70	—

外国債券

(単位:%)

		2012年度	2013年度	2014年度	2015年度	2016年度	2017年度	2018年度	2019年度	2020年度	2021年度	直近10年間 (年率)
時間加重収益率		18.30	14.93	12.70	-3.32	-3.22	3.71	2.70	3.55	7.06	2.29	5.64
ベンチマーク収益率		17.86	15.09	12.67	-2.74	-5.41	4.23	2.46	4.37	5.43	1.88	5.35
超過収益率		+0.44	-0.17	+0.03	-0.58	+2.19	-0.52	+0.24	-0.82	+1.63	+0.41	+0.30
パッシブ運用	時間加重収益率	17.85	15.21	12.20	-2.70	-5.37	4.47	2.31	5.82	4.23	1.75	5.34
	ベンチマーク収益率	17.73	15.28	12.28	-2.74	-5.41	4.23	2.46	4.37	5.43	1.88	5.32
	超過収益率	+0.12	-0.07	-0.09	+0.04	+0.05	+0.24	-0.16	+1.45	-1.20	-0.13	+0.02
	パッシブ比率	70.67	71.05	70.44	66.35	63.43	61.65	64.37	69.66	71.31	76.75	—
アクティブ運用	時間加重収益率	19.41	14.25	13.89	-3.66	0.50	2.55	3.35	-2.50	14.18	4.14	6.34
	ベンチマーク収益率	18.19	14.63	13.58	-2.80	-5.41	4.23	2.46	4.37	5.43	1.88	5.41
	超過収益率	+1.22	-0.38	+0.32	-0.86	+5.91	-1.68	+0.89	-6.87	+8.75	+2.26	+0.93
	アクティブ比率	29.33	28.95	29.56	33.65	36.57	38.35	35.63	30.34	28.69	23.25	—

国内株式

(単位:%)

		2012年度	2013年度	2014年度	2015年度	2016年度	2017年度	2018年度	2019年度	2020年度	2021年度	直近10年間 (年率)
時間加重収益率		23.40	18.09	30.48	-10.80	14.89	15.66	-5.09	-9.71	41.55	2.12	10.81
ベンチマーク収益率		23.82	18.56	30.69	-10.82	14.69	15.87	-5.04	-9.50	42.13	1.99	10.97
超過収益率		-0.42	-0.47	-0.21	+0.02	+0.20	-0.21	-0.05	-0.20	-0.59	+0.13	-0.16
パッシブ運用	時間加重収益率	23.77	18.08	30.61	-10.95	14.65	15.44	-4.91	-9.51	41.20	2.26	10.82
	ベンチマーク収益率	23.82	18.56	30.69	-10.82	14.69	15.87	-5.04	-9.50	42.13	1.99	10.97
	超過収益率	-0.06	-0.49	-0.08	-0.13	-0.04	-0.43	+0.13	-0.01	-0.93	+0.27	-0.15
	パッシブ比率	78.15	80.86	87.50	83.03	90.70	90.48	90.57	90.65	92.20	93.31	—
アクティブ運用	時間加重収益率	22.19	18.48	29.56	-9.90	17.30	17.91	-6.65	-11.58	45.13	0.06	10.85
	ベンチマーク収益率	23.82	18.56	30.69	-10.82	14.69	15.87	-5.04	-9.50	42.13	1.99	10.97
	超過収益率	-1.63	-0.09	-1.13	+0.92	+2.61	+2.04	-1.62	-2.08	+3.00	-1.92	-0.12
	アクティブ比率	21.85	19.14	12.50	16.97	9.30	9.52	9.43	9.35	7.80	6.69	—

外国株式

(単位:%)

		2012年度	2013年度	2014年度	2015年度	2016年度	2017年度	2018年度	2019年度	2020年度	2021年度	直近10年間 (年率)
時間加重収益率		28.91	32.00	22.27	-9.63	14.20	10.15	8.12	-13.08	59.42	18.48	15.43
ベンチマーク収益率		28.78	32.09	22.31	-9.66	14.61	9.70	8.21	-13.40	60.21	19.38	15.53
超過収益率		+0.13	-0.10	-0.04	+0.03	-0.41	+0.46	-0.09	+0.32	-0.79	-0.90	-0.10
パッシブ運用	時間加重収益率	28.83	32.34	22.22	-9.67	14.63	9.73	8.12	-13.38	59.68	19.31	15.50
	ベンチマーク収益率	28.83	32.30	22.22	-9.71	14.64	9.70	8.21	-13.40	60.21	19.38	15.54
	超過収益率	-0.00	+0.04	-0.00	+0.04	-0.01	+0.04	-0.09	+0.02	-0.53	-0.07	-0.04
	パッシブ比率	86.10	88.83	88.85	85.98	85.79	86.50	88.16	90.36	89.00	87.75	—
アクティブ運用	時間加重収益率	29.39	29.61	22.59	-9.17	11.98	12.85	9.06	-10.23	57.69	12.93	15.19
	ベンチマーク収益率	28.41	30.64	23.03	-9.26	14.47	9.70	8.21	-13.40	60.21	19.38	15.47
	超過収益率	+0.98	-1.03	-0.44	+0.09	-2.49	+3.16	+0.85	+3.17	-2.52	-6.45	-0.28
	アクティブ比率	13.90	11.17	11.15	14.02	14.21	13.50	11.84	9.64	11.00	12.25	—

(注1) 各資産のパッシブ、アクティブ比率は、各年度における四半期末の平均値です。

(注2) 2012年度から2019年度は短期資産及び財投債を含みません。

(注3) 2020年度以降の国内債券(全体)及び国内債券(アクティブ運用)は円建ての短期資産を含みます。また、2020年度以降の外国債券(全体)及び外国債券(アクティブ運用)は外貨建ての短期資産を含みます。

(注4) 2020年度の国内債券は財投債を含みます。なお、財投債による運用は、2020年度中に終了しました。

(注5) 為替ヘッジ付き外国債券は2019年度までは外国債券に区分し、2020年度以降は国内債券に区分しています。

3 | 運用手法・運用受託機関別運用資産額等

[1] 運用手法別・資産別運用資産額（2021年度末時価総額）

	時価総額	構成割合(%)
運用資産合計	196兆5,926億円	100.00
パッシブ運用	167兆5,245億円	85.21
アクティブ運用	28兆2,849億円	14.39
その他	7,832億円	0.40

		時価総額	構成割合(%)
運用資産合計		196兆5,926億円	100.00
国内債券	計	47兆6,306億円	24.23
	パッシブ運用	36兆4,843億円	18.56
	アクティブ運用	10兆4,127億円	5.30
	その他	7,337億円	0.37
外国債券	計	48兆6,784億円	24.76
	パッシブ運用	38兆5,650億円	19.62
	アクティブ運用	10兆639億円	5.12
	その他	495億円	0.03
国内株式	計	49兆5,137億円	25.19
	パッシブ運用	46兆3,680億円	23.59
	アクティブ運用	3兆1,456億円	1.60
外国株式	計	50兆7,700億円	25.82
	パッシブ運用	46兆1,073億円	23.45
	アクティブ運用	4兆6,627億円	2.37

(注1) 四捨五入のため、各数値の合算は合計の値と必ずしも一致しません。

(注2) 国内債券(その他)は円建ての短期資産の時価総額です。また、外国債券(その他)は外貨建ての短期資産の時価総額です。

[2] パッシブ運用及びアクティブ運用の割合の推移

(単位:%)

		2012年度末	2013年度末	2014年度末	2015年度末	2016年度末	2017年度末	2018年度末	2019年度末	2020年度末	2021年度末
国内債券	パッシブ	90.48	90.13	86.10	82.50	79.38	77.03	75.54	71.45	72.93	76.60
	アクティブ	9.52	9.87	13.90	17.50	20.62	22.97	24.46	28.55	27.07	23.40
外国債券	パッシブ	70.60	71.70	69.85	64.94	60.89	61.98	66.24	73.81	76.12	79.22
	アクティブ	29.40	28.30	30.15	35.06	39.11	38.02	33.76	26.19	23.88	20.78
国内株式	パッシブ	78.78	87.69	86.71	81.52	90.62	90.44	90.58	90.93	92.97	93.65
	アクティブ	21.22	12.31	13.29	18.48	9.38	9.56	9.42	9.07	7.03	6.35
外国株式	パッシブ	86.74	89.37	88.05	84.15	86.45	86.32	90.50	90.17	87.99	90.82
	アクティブ	13.26	10.63	11.95	15.85	13.55	13.68	9.50	9.83	12.01	9.18
合 計	パッシブ	84.50	86.00	83.91	79.28	77.31	76.28	77.87	79.21	82.69	85.21
	アクティブ	15.50	14.00	16.09	20.72	22.69	23.72	22.13	20.79	17.31	14.79

(注1) 2019年度末までは短期資産及び財投債を含みません。なお、2020年度末以降は財投債の残高はありません。

(注2) 2020年度末以降の国内債券(アクティブ)及び合計(アクティブ)は、円建ての短期資産を含みます。また、2020年度末以降の外国債券(アクティブ)及び合計(アクティブ)は、外貨建ての短期資産を含みます。

(注3) 為替ヘッジ付き外国債券は2019年度末までは外国債券(パッシブ)に区分し、2020年度末以降は国内債券(パッシブ)に区分しています。

[3] 運用受託機関等別運用資産額(2021年度末時価総額)

(単位:億円)

運用手法	運用受託機関名(再委託先等名)	資産管理 機関	マネジャー ベンチマーク	時価総額
国内債券 パッシブ運用	アセットマネジメントOneI(旧みずほ信託) (法人番号 9010001021473)	MTBJ	BPI	11,345
	アライアンス・パースタインI (アライアンス・パースタイン・エルビー等) (法人番号 7010001010313)	MTBJ	USMBS- H	5,967
	ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズI (法人番号 2010401034817)	MTBJ	BPI	12,699
	ブラックロック・ジャパンI (法人番号 9010001125976)	MTBJ	USGOV- H	5,242
	ブラックロック・ジャパンII	MTBJ	EGBI-H	237
	ブラックロック・ジャパンIII (ブラックロック・ファイナンシャル・マネジメント・インク)	MTBJ	USMBS- H	6,121
	三井住友トラスト・アセットマネジメントI (法人番号 8010001114914)	MTBJ	BPI	12,704
	三井住友トラスト・アセットマネジメントII	MTBJ	BPI-国	62,561
	三菱UFJ信託銀行I (法人番号 6010001008770)	MTBJ	BPI-国	61,368
	りそなアセットマネジメントI (法人番号 5010601048309)	SSTB	USGOV- H	5,279
	りそなアセットマネジメントII	SSTB	EGBI-H	226
	自家運用I	MTBJ	BPI	89,490
	自家運用II	MTBJ	BPI-国	91,604
国内債券 アクティブ運用	アセットマネジメントOneII(旧DIAM) (法人番号 9010001021473)	MTBJ	BPI	10,821
	アセットマネジメントOneIII(旧みずほ信託)	MTBJ	BPI	9,337
	アムンディ・ジャパン (法人番号 9010001062807)	MTBJ	BPI	2,461
	MU投資顧問 (法人番号 1010001016976)	MTBJ	BPI	6,913
	東京海上アセットマネジメント (法人番号 3010001034076)	MTBJ	BPI	9,227
	日興アセットマネジメントI (法人番号 8010401072159)	MTBJ	BPI	2,469
	ニッセイアセットマネジメント (法人番号 9010001025953)	MTBJ	BPI	2,468
	野村アセットマネジメントI (法人番号 7010001054021)	MTBJ	BPI	2,463
	PGIMジャパンI (法人番号 7010001098893)	MTBJ	BPI	6,287
	ビムコジャパンリミテッドI (ビムコ・インベストメント・マネジメント・カンパニー・エルエルシー等) (法人番号 4700150005220)	MTBJ	BPI	5,388
	マニラライフ・インベストメント・マネジメントI (法人番号 1010001106942)	MTBJ	BPI	4,273
	三井住友DSアセットマネジメントI (法人番号 4010401049128)	MTBJ	BPI	2,466
	三井住友トラスト・アセットマネジメントIII (法人番号 8010001114914)	MTBJ	BPI	6,883
	三菱UFJ信託銀行II (法人番号 6010001008770)	MTBJ	BPI	9,293
	自家運用III	MTBJ	—	20,948
国内債券 その他	自家運用IV	CBJ	—	7,337
外国債券 パッシブ運用	アセットマネジメントOneIV(旧みずほ信託) (法人番号 9010001021473)	SSTB	WGBI- EXC	35,080
	ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズII (法人番号 2010401034817)	SSTB	WGBI- EXC	24,466
	野村アセットマネジメントII (法人番号 7010001054021)	MTBJ	WGBI- EXC	31,419
	ブラックロック・ジャパンIV (法人番号 9010001125976)	MTBJ	WGBI- EXC	49,754
	ブラックロック・ジャパンV	MTBJ	WGBI- O-EXC	13,049
	ブラックロック・ジャパンVI	MTBJ	USGOV	32,556
	ブラックロック・ジャパンVII	MTBJ	USGOV 1-3Y	1
	ブラックロック・ジャパンVIII	MTBJ	EGBI	33,451
	ブラックロック・ジャパンIX	MTBJ	USIG	98
	ブラックロック・ジャパンX	MTBJ	EUROIG	991
	ブラックロック・ジャパンXI (ブラックロック・ファイナンシャル・マネジメント・インク等)	MTBJ	USHY 2%	267
	ブラックロック・ジャパンXII (ブラックロック・ファイナンシャル・マネジメント・インク等)	MTBJ	EUROHY 2%	315
	三井住友トラスト・アセットマネジメントIV (法人番号 8010001114914)	SSTB	WGBI- EXC	45,835
	りそなアセットマネジメントIII (法人番号 5010601048309)	SSTB	WGBI- EXC	48,489
	りそなアセットマネジメントIV	SSTB	WGBI- O-EXC	7,649
	りそなアセットマネジメントV	SSTB	USGOV	29,770
	りそなアセットマネジメントVII	SSTB	EGBI	32,460

(単位:億円)

運用手法	運用受託機関名(再委託先等名)	資産管理 機関	マネジャー ベンチマーク	時価総額
外国債券 アクティブ運用	アセットマネジメントOneV(旧みずほ投信) (ルーミス・セイレス・アンド・カンパニー・エルビー) (法人番号 9010001021473)	SSTB	G-AGG- EXC	7,093
	アッシュモア・ジャパン (アッシュモア・インベストメント・マネジメント・リミテッド) (法人番号 6010001133395)	SSTB	GBI-EMGD- EXC	2,258
	ゴールドマン・サックス・アセット・マネジメント (ゴールドマン・サックス・アセット・マネジメント・エルビー等) (法人番号 8010401009945)	SSTB	G-AGG- EXC	3,208
	シュローダー・インベストメント・マネジメントI (シュローダー・インベストメント・マネジメント・リミテッド等) (法人番号 6010001077097)	SSTB	G-AGG- EXC	6,047
	SOMPOアセット・マネジメント (ソルチエスター・グローバル・インベスト・リミテッド) (法人番号 7010001031160)	SSTB	G-AGG- EXC	8,457
	ティー・ロウ・プライス・ジャパン (ティー・ロウ・プライス・インターナショナル・リミテッド) (法人番号 2010001185795)	MTBJ	EUROHY 2%	614
	バインブリッジ・インベストメンツ (バインブリッジ・インベストメンツ・エルエルシー) (法人番号 8010001011855)	MTBJ	USHY 2%	630
	BNY Mellon・インベストメント・マネジメント・ジャパンI (インサイティ・インベストメント・マネジメント・グローバル・リミテッド) (法人番号 8010001040648)	SSTB	EUROAGG	6,235
	PGIM・ジャパンII (PGIM・インク等) (法人番号 7010001098893)	SSTB	G-AGG- EXC	10,698
	ビムコ・ジャパンリミテッドII (ビムコ・インベストメント・マネジメント・カンパニー・エルエルシー等) (法人番号 4700150005220)	SSTB	G-AGG- EXC	9,865
	フィデリティ・投信I (フィデリティ・インベストメント・マネジメント・リミテッド) (法人番号 1010401025734)	SSTB	USAGG	8,997
	ブラックロック・ジャパンXIII (ブラックロック・ファイナンシャル・マネジメント・インク等) (法人番号 9010001125976)	SSTB	G-AGG- EXC	5,369
	フランクリン・テンブルトン・ジャパン (フランクリン・テンブルトン・インベストメント・エルエルシー) (法人番号 5010001048652)	SSTB	G-AGG- EXC	7,197
	ベアリングス・ジャパン (ベアリングス・エルエルシー等) (法人番号 3010001028755)	MTBJ	USHY 2%	648
	モルガン・スタンレー・インベストメント・マネジメントI (モルガン・スタンレー・インベストメント・マネジメント・インク等) (法人番号 9011001026405)	SSTB	G-AGG- EXC	9,308
	モルガン・スタンレー・インベストメント・マネジメントII (モルガン・スタンレー・インベストメント・マネジメント・インク等)	MTBJ	USHY 2%	617
	UBSアセット・マネジメントI (UBSアセット・マネジメント(UK)リミテッド) (法人番号 4010001031576)	SSTB	EUROHY 2%	960
外国債券 その他	自家運用V	SSTB	—	495
国内株式 パッシブ運用	アセットマネジメントOneVI(旧DIAM) (法人番号 9010001021473)	MTBJ	TOPIX	84,325
	アセットマネジメントOneVII(旧みずほ信託)	MTBJ	RN-P	20,726
	アセットマネジメントOneVIII	MTBJ	FTSE-BL	9,830
	野村アセットマネジメントIII (法人番号 7010001054021)	MTBJ	MSCI-IR	1,435
	野村アセットマネジメントIV	MTBJ	RAFI	14,223
	フィデリティ・投信II (ジョード・キャピタル・マネジメント・エルエルシー) (法人番号 1010401025734)	MTBJ	TOPIX	2,315
	ブラックロック・ジャパンXIV (法人番号 9010001125976)	MTBJ	TOPIX	56,082
	ブラックロック・ジャパンXV	MTBJ	FTSE- BLSR	8,000
	三井住友トラスト・アセットマネジメントV (法人番号 8010001114914)	MTBJ	TOPIX	78,959
	三井住友トラスト・アセットマネジメントVI	MTBJ	SP-C	15,678
	三菱UFJ信託銀行III (法人番号 6010001008770)	MTBJ	TOPIX	59,628
	三菱UFJ信託銀行IV	MTBJ	MSCI- ESG	20,990
	三菱UFJ信託銀行V	MTBJ	MSCI- WIN	12,457
	りそなアセットマネジメントVIII (法人番号 5010601048309)	MTBJ	TOPIX	78,975
国内株式 アクティブ運用	アセットマネジメントOneIX (法人番号 9010001021473)	MTBJ	TOPIX	2,291
	アセットマネジメントOneX(旧みずほ投信)	MTBJ	RN-SG	1,160
	インベスコ・アセット・マネジメントI (法人番号 7010401061146)	MTBJ	TOPIX	2,881
	インベスコ・アセット・マネジメントII	MTBJ	TOPIX	1,415
	キャピタル・インターナショナル (キャピタル・インターナショナル・インク) (法人番号 8010001014858)	MTBJ	TOPIX	6,193
	シュローダー・インベストメント・マネジメントII (法人番号 6010001077097)	MTBJ	TOPIX	3,619
	野村アセットマネジメントV (法人番号 7010001054021)	MTBJ	RN-S	1,106

(単位:億円)

運用手法	運用受託機関名(再委託先等名)	資産管理機関	マネジャー・ベンチマーク	時価総額
国内株式 アクティブ運用	フィデリティ投信Ⅲ (法人番号 1010401025734)	MTBJ	TOPIX	4,989
	三井住友DSアセットマネジメントⅡ (法人番号 4010401049128)	MTBJ	RN-V	3,563
	ラザード・ジャパン・アセット・マネージメントⅠ (法人番号 8010401058901)	MTBJ	TOPIX	1,437
	ラッセル・インベストメントⅠ (ラッセル・インベストメント・イン・メンテション・サービス・エル・エル・シー) (法人番号 6010401037394)	MTBJ	TOPIX	2,312
外国株式 パッシブ運用	ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズⅢ (法人番号 2010401034817)	MTBJ	MSCI-A-EXC	102,280
	ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズⅣ	MTBJ	MSCI-N	19,200
	ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズⅤ	MTBJ	MSCI-EU	3,565
	ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズⅥ	MTBJ	MSCI-P	969
	ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズⅦ	MTBJ	MSCI-EXC	9,553
	ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズⅧ	MTBJ	SP-GC	33,906
	ブラックロック・ジャパンⅩⅦ (法人番号 9010001125976)	MTBJ	MSCI-A-EXC	85,179
	三井住友トラスト・アセット・マネジメントⅦ (法人番号 8010001114914)	MTBJ	MSCI-A-EXC	86,675
	リーガル・アド・ジュネラル・インベストメント・マネジメント・ジャパンⅠ (リーガル・アド・ジュネラル・インベストメント・マネジメント・リミテッド) (法人番号 5010001181453)	MTBJ	MSCI-A-EXC	78,469
	リーガル・アド・ジュネラル・インベストメント・マネジメント・ジャパンⅡ (リーガル・アド・ジュネラル・インベストメント・マネジメント・リミテッド)	MTBJ	MSCI-N	15,485
	リーガル・アド・ジュネラル・インベストメント・マネジメント・ジャパンⅢ (リーガル・アド・ジュネラル・インベストメント・マネジメント・リミテッド)	MTBJ	MSCI-EU	3,723
	リーガル・アド・ジュネラル・インベストメント・マネジメント・ジャパンⅣ (リーガル・アド・ジュネラル・インベストメント・マネジメント・リミテッド)	MTBJ	MSCI-P	1,103
	リーガル・アド・ジュネラル・インベストメント・マネジメント・ジャパンⅤ (リーガル・アド・ジュネラル・インベストメント・マネジメント・リミテッド)	MTBJ	MSCI-EXC	580
	リーガル・アド・ジュネラル・インベストメント・マネジメント・ジャパンⅥ (リーガル・アド・ジュネラル・インベストメント・マネジメント・リミテッド)	MTBJ	MSCI-A-ESG	16,187
	リーガル・アド・ジュネラル・インベストメント・マネジメント・ジャパンⅦ (リーガル・アド・ジュネラル・インベストメント・マネジメント・リミテッド)	MTBJ	MO-GD	4,195
外国株式 アクティブ運用	アセット・マネジメント・OneⅪ(旧みずほ投信) (オルス・プリング・グローバル・インベストメント・エル・エル・シー) (法人番号 9010001021473)	MTBJ	MSCI-E	1,271
	MFSインベストメント・マネジメント (マサチューセッツ・ファイナンシャル・サービス・カンパニー) (法人番号 7010001096996)	MTBJ	MSCI-K	7,775
	日興アセット・マネジメントⅡ (インテック・インベストメント・マネジメント) (法人番号 8010401072159)	MTBJ	MSCI-K	9,316
	BNYメロン・インベストメント・マネジメント・ジャパンⅡ (ウォルタース・スコット・アッド・パートナーズ・リミテッド) (法人番号 8010001040648)	MTBJ	MSCI-K	6,276
	三菱UFJ信託銀行Ⅶ (ペイリリー・ギフォード・オーバー・シーズ・リミテッド) (法人番号 6010001008770)	MTBJ	MSCI-A	7,060
	UBSアセット・マネジメントⅡ (UBSアセット・マネジメント(UK)リミテッド) (法人番号 4010001031576)	MTBJ	MSCI-K	7,879
	ラザード・ジャパン・アセット・マネージメントⅡ (ラザード・アセット・マネージメント・エル・エル・シー) (法人番号 8010401058901)	MTBJ	MSCI-E	771
	DBJアセット・マネジメント (法人番号 1010001104938)	SSTB	-	1,092
	ゲートキーパー:野村アセット・マネジメントⅥ ファンド・オブ・ファンズ・マネジャー:Panthoeon (法人番号 7010001054021)	SSTB	-	2,621
	ゲートキーパー:野村アセット・マネジメントⅦ ファンド・オブ・ファンズ・マネジャー:Panthoeon	SSTB	-	218
オルタナティブ インフラストラクチャー	ゲートキーパー:三井住友DSアセット・マネジメントⅢ ファンド・オブ・ファンズ・マネジャー:StepStone Infrastructure & Real Assets (法人番号 4010401049128)	SSTB	-	3,992
	ゲートキーパー:三井住友DSアセット・マネジメントⅣ ファンド・オブ・ファンズ・マネジャー:StepStone Infrastructure & Real Assets	SSTB	-	1,000
	自家運用Ⅵ (投資信託の運用者:ニッセイアセット・マネジメント)	SSTB	-	1,864
	ゲートキーパー:ニューバーガー・バーマン ファンド・オブ・ファンズ・マネジャー:NB Alternatives Advisers LLC (法人番号 6010001126515)	SSTB	-	1,642
オルタナティブ プライベートエクイティ	ゲートキーパー:三菱UFJ信託銀行Ⅶ ファンド・オブ・ファンズ・マネジャー:Hamilton Lane Advisors, L.L.C. (法人番号 6010001008770)	SSTB	-	1,059
	自家運用Ⅶ (投資信託の運用者:ニッセイアセット・マネジメント)	SSTB	-	365
	ゲートキーパー:アセット・マネジメント・OneⅪ ファンド・オブ・ファンズ・マネジャー:CBRE Global Investment Partners Limited (法人番号 9010001021473)	SSTB	-	5,564
オルタナティブ 不動産	ゲートキーパー:アセット・マネジメント・OneⅪⅢ ファンド・オブ・ファンズ・マネジャー:CBRE Global Investment Partners Limited	SSTB	-	80
	三菱UFJ信託銀行Ⅷ (法人番号 6010001008770)	SSTB	-	2,087
合計	37社123ファンド			1,965,812

(単位:億円)

運用手法	資産管理機関名	時価総額
資産管理	ステート・ストリート信託銀行 (法人番号 9010401014952)	SSTB 337,026
	日本カストディ銀行 (法人番号 5010001069616)	CBJ 7,337
	日本マスタートラスト信託銀行 (法人番号 2010401041086)	MTBJ 1,621,450
合計		1,965,813

(注1) 合計欄の37社には自家運用は含みませんが、123ファンドには自家運用の7ファンドを含みます。

(注2) 運用受託機関(37社123ファンド)の時価総額合計欄は、解約したファンド(法定信託口座)に係る配当についての未収金等を含みません。

(注3) 資産管理機関の時価総額欄は、解約したファンド(法定信託口座)に係る配当についての未収金等(国内株式等:113億円)を含みません。

(注4) 株価指数先物ファンドについては、年度末の時価総額が0億円のため、記載していません。株価指数先物取引による収益額は、対応するファンドの逸失損益と打ち消しあうものであり、あくまで参考数値という扱いですが、2021年度の収益額は43億円となりました。株価指数先物の活用の詳細については、50-51ページをご覧ください。

(注5) マネジャー・ベンチマークは以下のとおりであり、これらのベンチマークの出所は右欄に掲げる各社です。

	マネジャー・ベンチマーク	出所
国内債券	BPI NOMURA-BPI「除くABS」	株野村総合研究所
	BPI-国 NOMURA-BPI 国債	株野村総合研究所
	USGOV-H FTSE 米国国債インデックス(円ヘッジ・円ベース)	FTSE Fixed Income LLC
	EGBI-H FTSE EMU国債インデックス(円ヘッジ・円ベース)	FTSE Fixed Income LLC
外国債券	USMBH-H ブルームバーグ米国固定利付MBSインデックス(円ヘッジ・円ベース)	Bloomberg Index Services Limited
	WGBI-EXC FTSE 世界国債インデックス(除く日本、中国、ヘッジなし・円ベース)	FTSE Fixed Income LLC
	WGBI-O-EXC FTSE 世界国債インデックス(除く日本、米国、EMU、中国、ヘッジなし・円ベース)	FTSE Fixed Income LLC
	USGOV FTSE 米国国債インデックス(ヘッジなし・円ベース)	FTSE Fixed Income LLC
	USGOV 1-3Y FTSE 米国国債インデックス1〜3年(ヘッジなし・円ベース)	FTSE Fixed Income LLC
	EGBI FTSE EMU国債インデックス(ヘッジなし・円ベース)	FTSE Fixed Income LLC
	G-AGG-EXC ブルームバーグ・グローバル総合インデックス(除く日本円、中国元、ヘッジなし・円ベース)	Bloomberg Index Services Limited
	USAGG ブルームバーグ米国総合インデックス(ヘッジなし・円ベース)	Bloomberg Index Services Limited
	EUROAGG ブルームバーグ・ユーロ総合インデックス(ヘッジなし・円ベース)	Bloomberg Index Services Limited
	USIG ブルームバーグ米国社債インデックス(ヘッジなし・円ベース)	Bloomberg Index Services Limited
	EUROIG ブルームバーグ・ユーロ社債インデックス(ヘッジなし・円ベース)	Bloomberg Index Services Limited
	USHY2% ブルームバーグ米国ハイイールド社債 2% 発行体キャップ・インデックス(ヘッジなし・円ベース)	Bloomberg Index Services Limited
	EUROHY2% ブルームバーグ・ユーロハイイールド社債 2% 発行体キャップ・インデックス(ヘッジなし・円ベース)	Bloomberg Index Services Limited
	GBI-EMGD-EXC J.P. Morgan GBI-EMグローバル・ダイバーシファイド(除く中国、ヘッジなし・円ベース)	J.P. Morgan Securities LLC
国内株式	TOPIX TOPIX(配当込み)	株東京証券取引所
	RN-P RUSSELL/NOMURA Prime(配当含む)	株野村総合研究所
	RN-V RUSSELL/NOMURA Large Cap Value インデックス(配当含む)	株野村総合研究所
	RN-S RUSSELL/NOMURA Small Cap インデックス(配当含む)	株野村総合研究所
	RN-SG RUSSELL/NOMURA Small Cap Growth インデックス(配当含む)	株野村総合研究所
	MSCI-IR MSCI JAPAN IMI REIT指数(クロス)	MSCI G.K.
	MSCI-ESG MSCI ジャパンESGセレクト・リーダーズ指数	MSCI G.K.
	MSCI-WIN MSCI 日本株女性活躍指数(WIN)	MSCI G.K.
	FTSE-BL FTSE Blossom Japan Index	FTSE International Limited
	FTSE-BLSR FTSE Blossom Japan Sector Relative Index	FTSE International Limited
	SP-C S&P/JPX カーボン・エフィシエント指数	S&P Opco, LLC
	RAFI 野村RAFI基準インデックス	野村アセット・マネジメント株
	MSCI-A MSCI ACWI(除く日本、円ベース、配当込み、管理運用法人の配当課税要因考慮後)	MSCI G.K.
	MSCI-A-EXC 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)	MSCI G.K.
	MSCI-K MSCI KOKUSAI(円ベース、配当込み、管理運用法人の配当課税要因考慮後)	MSCI G.K.
	MSCI-N MSCI 北米(円ベース、配当込み、管理運用法人の配当課税要因考慮後)	MSCI G.K.
	MSCI-EU MSCI 欧州・中東(円ベース、配当込み、管理運用法人の配当課税要因考慮後)	MSCI G.K.
外国株式	MSCI-P MSCI 太平洋除く日本(円ベース、配当込み、管理運用法人の配当課税要因考慮後)	MSCI G.K.
	MSCI-E MSCI EMERGING MARKETS(円ベース、配当込み、税引き後)	MSCI G.K.
	MSCI-EXC MSCI EMERGING MARKETS(除く中国A株、円ベース、配当込み、税引き後)	MSCI G.K.
	MSCI-A-ESG MSCI ACWI ESGユニバーサル指数(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)	MSCI G.K.
	MO-GD Morningstar先進国(除く日本)ジェンダー・ダイバーシティ指数(円ベース、配当込み、税引き前)	Ibbotson Associates Japan, Inc.
	SP-GC S&P グローバル(除く日本)大中型株 カーボン・エフィシエント指数(円ベース)	S&P Opco, LLC

[4] 運用受託機関等別実績収益率

ア. 運用実績(直近5年)(2017年4月～2022年3月)

運用手法	運用受託機関名	時間加重収益率 (A)	ベンチマーク収益率 (B)	超過収益率 (C)=(A)-(B)	実績トラッキングエラー (D)	インフォメーション・レシオ (C)/(D)
国内債券 パッシブ運用	アセットマネジメントOneI(旧みずほ信託) (法人番号 9010001021473)	0.14%	0.13%	+0.01%	0.04%	—
	ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズI (法人番号 2010401034817)	0.14%	0.13%	+0.01%	0.04%	—
	三井住友トラスト・アセットマネジメントI (法人番号 8010001114914)	0.15%	0.13%	+0.01%	0.04%	—
	三井住友トラスト・アセットマネジメントII	0.12%	0.11%	+0.01%	0.03%	—
	三菱UFJ信託銀行I(法人番号 6010001008770)	0.12%	0.11%	+0.02%	0.05%	—
	自家運用I	0.20%	0.13%	+0.06%	0.06%	—
	自家運用II	0.13%	0.11%	+0.02%	0.03%	—
国内債券 アクティブ運用	アセットマネジメントOneII(旧DIAM)(法人番号 9010001021473)	0.40%	0.13%	+0.27%	0.14%	1.95
	アセットマネジメントOneIII(旧みずほ信託)	0.51%	0.13%	+0.39%	0.19%	2.02
	MU投資顧問(法人番号 1010001016976)	0.37%	0.18%	+0.19%	0.27%	0.71
	東京海上アセットマネジメント(法人番号 3010001034076)	0.32%	0.14%	+0.18%	0.14%	1.33
	PGIMジャパンI(法人番号 7010001098893)	0.52%	0.13%	+0.39%	0.20%	1.95
	ビムコジャパンリミテッドI(法人番号 4700150005220)	0.38%	0.11%	+0.27%	0.20%	1.32
	マニユライフ・インベストメント・マネジメントI (法人番号 1010001106942)	1.13%	0.11%	+1.02%	0.56%	1.83
	三井住友トラスト・アセットマネジメントIII(法人番号 8010001114914)	0.42%	0.11%	+0.30%	0.15%	2.08
	三菱UFJ信託銀行II(法人番号 6010001008770)	0.45%	0.21%	+0.24%	0.17%	1.37
外国債券 パッシブ運用	自家運用III	0.41%	—	—	—	—
	アセットマネジメントOneIV(旧みずほ信託) (法人番号 9010001021473)	3.56%	3.52%	+0.03%	0.16%	—
	ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズII (法人番号 2010401034817)	3.66%	3.67%	−0.00%	0.17%	—
	野村アセットマネジメントII(法人番号 7010001054021)	3.69%	3.68%	+0.02%	0.19%	—
	ブラックロック・ジャパンIV(法人番号 9010001125976)	3.80%	3.77%	+0.02%	0.17%	—
	三井住友トラスト・アセットマネジメントIV (法人番号 8010001114914)	3.70%	3.67%	+0.03%	0.17%	—
外国債券 アクティブ運用	りそなアセットマネジメントIII(法人番号 5010601048309)	3.65%	3.67%	−0.02%	0.16%	—
	アセットマネジメントOneV(旧みずほ投信) (法人番号 9010001021473)	4.53%	3.46%	+1.07%	1.65%	0.65
	アッシュモアジャパン(法人番号 6010001133395)	1.42%	1.40%	+0.03%	4.32%	0.01
	ゴールドマン・サックス・アセット・マネジメント (法人番号 8010401009945)	4.29%	3.65%	+0.64%	2.16%	0.30
	シュローダー・インベストメント・マネジメントI (法人番号 6010001077097)	3.84%	3.67%	+0.17%	2.65%	0.06
	SOMPOアセットマネジメント(法人番号 7010001031160)	4.17%	3.67%	+0.50%	1.92%	0.26
	BNYメロン・インベストメント・マネジメント・ジャパンI (法人番号 8010001040648)	3.89%	3.31%	+0.57%	1.01%	0.57
	PGIMジャパンII(法人番号 7010001098893)	4.97%	3.67%	+1.30%	3.81%	0.34
	ビムコジャパンリミテッドII(法人番号 4700150005220)	3.95%	3.44%	+0.51%	1.06%	0.48
	フィデリティ投信I(法人番号 1010401025734)	5.83%	3.92%	+1.91%	4.12%	0.46
	ブラックロック・ジャパンXII(法人番号 9010001125976)	3.74%	3.36%	+0.38%	1.77%	0.21
	フランクリン・テンブルトン・ジャパン(法人番号 5010001048652)	4.82%	3.67%	+1.15%	5.49%	0.21
	モルガン・スタンレー・インベストメント・マネジメントI (法人番号 9011001026405)	4.38%	3.49%	+0.89%	2.27%	0.39
	UBSアセット・マネジメントI(法人番号 4010001031576)	5.61%	4.85%	+0.76%	0.82%	0.93
国内株式 パッシブ運用	アセットマネジメントOneVI(旧DIAM)(法人番号 9010001021473)	7.66%	7.62%	+0.05%	0.08%	—
	アセットマネジメントOneVII(旧みずほ信託)	7.87%	7.84%	+0.03%	0.04%	—
	野村アセットマネジメントIV(法人番号 7010001054021)	6.84%	6.83%	+0.01%	0.08%	—
	ブラックロック・ジャパンXIV(法人番号 9010001125976)	7.63%	7.62%	+0.01%	0.07%	—
	三井住友トラスト・アセットマネジメントV(法人番号 8010001114914)	7.48%	7.62%	−0.14%	0.18%	—
	三菱UFJ信託銀行III(法人番号 6010001008770)	7.60%	7.62%	−0.02%	0.09%	—
国内株式 アクティブ運用	アセットマネジメントOneX(旧みずほ投信) (法人番号 9010001021473)	14.09%	4.95%	+9.14%	10.05%	0.91
	インベスコ・アセット・マネジメントI(法人番号 7010401061146)	9.45%	7.62%	+1.84%	4.47%	0.41
	キャピタル・インターナショナル(法人番号 8010001014858)	9.88%	7.62%	+2.27%	5.50%	0.41
	シュローダー・インベストメント・マネジメントII (法人番号 6010001077097)	8.75%	7.62%	+1.13%	2.48%	0.46
	セイリウ・アセット・マネジメント(法人番号 5010001130641)	2.50%	3.31%	−0.81%	3.33%	−0.24
	野村アセットマネジメントV(法人番号 7010001054021)	8.16%	4.55%	+3.61%	5.56%	0.65
	フィデリティ投信III(法人番号 1010401025734)	10.46%	7.62%	+2.84%	7.07%	0.40
	三井住友DSアセットマネジメントII(法人番号 4010401049128)	6.56%	6.95%	−0.39%	2.36%	−0.17
	ラッセル・インベストメントI(法人番号 6010401037394)	6.54%	7.62%	−1.07%	3.44%	−0.31
外国株式 パッシブ運用	ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズIII (法人番号 2010401034817)	14.40%	14.45%	−0.05%	0.07%	—
	ブラックロック・ジャパンXVI(法人番号 9010001125976)	14.11%	14.13%	−0.02%	0.15%	—
	三井住友トラスト・アセットマネジメントVII (法人番号 8010001114914)	14.73%	14.70%	+0.03%	0.09%	—
外国株式 アクティブ運用	アセットマネジメントOneXI(旧みずほ投信) (法人番号 9010001021473)	8.44%	7.80%	+0.63%	4.15%	0.15
	MFSインベストメント・マネジメント(法人番号 7010001096996)	13.75%	15.43%	−1.68%	3.56%	−0.47
	日興アセットマネジメントII(法人番号 8010401072159)	14.41%	15.43%	−1.02%	3.54%	−0.29
	BNYメロン・インベストメント・マネジメント・ジャパンII (法人番号 8010001040648)	17.04%	15.43%	+1.60%	4.30%	0.37
	三菱UFJ信託銀行VI(法人番号 6010001008770)	15.80%	14.71%	+1.09%	6.77%	0.16
	UBSアセット・マネジメントII(法人番号 4010001031576)	16.49%	15.43%	+1.06%	5.02%	0.21
	ラザード・ジャパン・アセット・マネジメントII (法人番号 8010401058901)	7.44%	7.80%	−0.36%	4.40%	−0.08

イ. 運用実績(直近3年)(2019年4月～2022年3月)

運用手法	運用受託機関名	時間加重収益率 (A)	ベンチマーク収益率 (B)	超過収益率 (C)=(A)-(B)	実績トラッキングエラー (D)	インフォメーションレシオ (C)/(D)
国内債券 パッシブ運用	アセットマネジメントOneI(旧みずほ信託) (法人番号 9010001021473)	-0.69%	-0.70%	+0.01%	0.05%	-
	ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズI(法人番号 2010401034817)	-0.70%	-0.70%	+0.00%	0.04%	-
	ブラックロック・ジャパンI(法人番号 9010001125976)	-1.78%	0.10%	-1.88%	3.01%	-
	ブラックロック・ジャパンII	0.22%	0.28%	-0.05%	0.35%	-
	三井住友トラスト・アセットマネジメントI(法人番号 8010001114914)	-0.69%	-0.70%	+0.01%	0.04%	-
	三井住友トラスト・アセットマネジメントII	-0.80%	-0.80%	+0.00%	0.03%	-
	三菱UFJ信託銀行I(法人番号 6010001008770)	-0.79%	-0.80%	+0.01%	0.05%	-
	りそなアセットマネジメントI(法人番号 5010601048309)	-3.84%	0.10%	-3.93%	6.08%	-
	りそなアセットマネジメントII	0.61%	0.56%	+0.05%	0.33%	-
	自家運用I	-0.62%	-0.70%	+0.07%	0.08%	-
	自家運用II	-0.79%	-0.80%	+0.01%	0.02%	-
	アセットマネジメントOneII(旧DIAM)(法人番号 9010001021473)	-0.37%	-0.70%	+0.33%	0.17%	1.96
国内債券 アクティブ運用	アセットマネジメントOneIII(旧みずほ信託)	-0.21%	-0.70%	+0.49%	0.23%	2.17
	MU投資顧問(法人番号 1010001016976)	-0.44%	-0.62%	+0.18%	0.34%	0.53
	東京海上アセットマネジメント(法人番号 3010001034076)	-0.49%	-0.68%	+0.19%	0.16%	1.20
	PGIMジャパンI(法人番号 7010001098893)	-0.28%	-0.70%	+0.43%	0.23%	1.86
	ビムコジャパンリミテッドI(法人番号 4700150005220)	-0.39%	-0.73%	+0.34%	0.20%	1.68
	マニウライフ・インベストメント・マネジメントI(法人番号 1010001106942)	0.37%	-0.73%	+1.09%	0.71%	1.54
	三井住友トラスト・アセットマネジメントIII(法人番号 8010001114914)	-0.41%	-0.73%	+0.32%	0.18%	1.81
	三菱UFJ信託銀行II(法人番号 6010001008770)	-0.25%	-0.56%	+0.32%	0.21%	1.53
	自家運用III	0.56%	-	-	-	-
	アセットマネジメントOneIV(旧みずほ信託) (法人番号 9010001021473)	3.70%	3.65%	+0.05%	0.21%	-
外国債券 パッシブ運用	ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズII(法人番号 2010401034817)	3.87%	3.88%	-0.02%	0.21%	-
	野村アセットマネジメントII(法人番号 7010001054021)	3.90%	3.90%	+0.00%	0.23%	-
	ブラックロック・ジャパンIV(法人番号 9010001125976)	3.95%	3.94%	+0.01%	0.22%	-
	ブラックロック・ジャパンV	2.37%	3.41%	-1.04%	1.44%	-
	ブラックロック・ジャパンVI	4.57%	4.60%	-0.03%	0.23%	-
	ブラックロック・ジャパンVII	0.76%	0.75%	+0.00%	0.08%	-
	ブラックロック・ジャパンVIII	2.82%	2.79%	+0.04%	0.44%	-
	三井住友トラスト・アセットマネジメントIV(法人番号 8010001114914)	3.92%	3.88%	+0.03%	0.22%	-
	りそなアセットマネジメントIII(法人番号 5010601048309)	3.84%	3.88%	-0.04%	0.20%	-
	りそなアセットマネジメントIV	3.45%	3.41%	+0.04%	0.56%	-
	りそなアセットマネジメントV	4.62%	4.60%	+0.02%	0.22%	-
	りそなアセットマネジメントVI	0.76%	0.76%	+0.00%	0.13%	-
	りそなアセットマネジメントVII	2.80%	2.79%	+0.01%	0.31%	-
外国債券 アクティブ運用	アセットマネジメントOneV(旧みずほ投信) (法人番号 9010001021473)	5.14%	3.64%	+1.50%	1.95%	0.77
	アッシュモアジャパン(法人番号 6010001133395)	0.37%	1.10%	-0.73%	5.37%	-0.14
	ゴールドマン・サックス・アセット・マネジメント(法人番号 8010401009945)	5.12%	3.99%	+1.13%	2.60%	0.44
	シュローダー・インベストメント・マネジメントI(法人番号 6010001077097)	4.39%	3.99%	+0.40%	3.17%	0.13
	SOMPOアセット・マネジメント(法人番号 7010001031160)	5.01%	3.99%	+1.02%	1.93%	0.53
	BNYメロン・インベストメント・マネジメント・ジャパンI (法人番号 8010001040648)	3.12%	2.57%	+0.55%	1.13%	0.48
	PGIMジャパンII(法人番号 7010001098893)	4.47%	3.99%	+0.48%	4.69%	0.10
	ビムコジャパンリミテッドII(法人番号 4700150005220)	4.02%	3.61%	+0.41%	1.31%	0.32
	フィデリティ投信I(法人番号 1010401025734)	7.22%	4.89%	+2.33%	4.97%	0.47
	ブラックロック・ジャパンXIII(法人番号 9010001125976)	4.57%	3.64%	+0.93%	2.07%	0.45
	フランクリン・テンブルトン・ジャパン(法人番号 5010001048652)	6.50%	3.99%	+2.51%	5.85%	0.43
	モルガン・スタンレー・インベストメント・マネジメントI (法人番号 9011001026405)	4.57%	3.69%	+0.89%	2.70%	0.33
	UBSアセット・マネジメントI(法人番号 4010001031576)	6.14%	4.94%	+1.21%	0.93%	1.30
	アセットマネジメントOneVI(旧DIAM)(法人番号 9010001021473)	9.55%	9.47%	+0.08%	0.07%	-
国内株式 パッシブ運用	アセットマネジメントOneVII(旧みずほ信託)	9.88%	9.85%	+0.04%	0.04%	-
	アセットマネジメントOneVIII	11.85%	12.29%	-0.44%	0.56%	-
	野村アセット・マネジメントIV(法人番号 7010001054021)	9.33%	9.32%	+0.01%	0.09%	-
	フィデリティ投信II(法人番号 1010401025734)	9.48%	9.47%	+0.01%	0.05%	-
	ブラックロック・ジャパンXIV(法人番号 9010001125976)	9.48%	9.47%	+0.01%	0.05%	-
	ブラックロック・ジャパンXV	12.16%	12.24%	-0.08%	0.10%	-
	三井住友トラスト・アセット・マネジメントV(法人番号 8010001114914)	9.26%	9.47%	-0.21%	0.22%	-
	三井住友トラスト・アセット・マネジメントVI	9.42%	9.55%	-0.13%	0.19%	-
	三菱UFJ信託銀行III(法人番号 6010001008770)	9.44%	9.47%	-0.02%	0.08%	-
	三菱UFJ信託銀行IV	11.38%	11.62%	-0.24%	0.27%	-
	三菱UFJ信託銀行V	9.45%	9.71%	-0.26%	0.22%	-
	りそなアセット・マネジメントVIII(法人番号 5010601048309)	9.37%	9.47%	-0.09%	0.11%	-
国内株式 アクティブ運用	アセットマネジメントOneX(旧みずほ投信) (法人番号 9010001021473)	9.08%	4.44%	+4.64%	9.78%	0.47
	インベスコ・アセット・マネジメントI(法人番号 7010401061146)	9.24%	9.47%	-0.23%	4.69%	-0.05
	キャピタル・インターナショナル(法人番号 8010001014858)	12.45%	9.47%	+2.98%	6.78%	0.44
	シュローダー・インベストメント・マネジメントII(法人番号 6010001077097)	9.47%	9.47%	+0.00%	2.50%	0.00
	野村アセット・マネジメントV(法人番号 7010001054021)	5.26%	4.60%	+0.66%	6.29%	0.11
	フィデリティ投信III(法人番号 1010401025734)	12.35%	9.47%	+2.88%	6.75%	0.43
	三井住友DSアセット・マネジメントII(法人番号 4010401049128)	9.74%	9.27%	+0.47%	2.30%	0.21
	ラセル・インベストメントI(法人番号 6010401037394)	7.26%	9.47%	-2.21%	4.19%	-0.53
	ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズIII(法人番号 2010401034817)	18.22%	18.27%	-0.04%	0.08%	-
	ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズIV	21.82%	22.61%	-0.79%	0.51%	-
外国株式 パッシブ運用	ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズV	12.06%	12.05%	+0.01%	0.14%	-
	ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズVI	10.27%	10.27%	-0.00%	0.08%	-
	ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズVII	7.73%	7.98%	-0.25%	0.79%	-
	ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズVIII	18.23%	18.34%	-0.11%	0.06%	-
	ブラックロック・ジャパンXVI(法人番号 9010001125976)	18.26%	18.27%	-0.01%	0.18%	-
	三井住友トラスト・アセット・マネジメントVII(法人番号 8010001114914)	18.31%	18.27%	+0.05%	0.10%	-
	リーガル・アンド・ジェネラル・インベストメント・マネジメント・ジャパンI (法人番号 5010001181453)	18.40%	18.27%	+0.14%	0.17%	-
	アセット・マネジメントOneXI(旧みずほ投信) (法人番号 9010001021473)	9.03%	8.21%	+0.81%	4.65%	0.18
外国株式 アクティブ運用	MFSインベストメント・マネジメント(法人番号 7010001096996)	16.47%	19.77%	-3.29%	4.08%	-0.81
	日興アセット・マネジメントII(法人番号 8010401072159)	17.74%	19.77%	-2.02%	3.73%	-0.54
	BNYメロン・インベストメント・マネジメント・ジャパンII (法人番号 8010001040648)	19.44%	19.77%	-0.32%	5.00%	-0.06
	三菱UFJ信託銀行VI(法人番号 6010001008770)	17.10%	18.52%	-1.42%	7.71%	-0.18
	UBSアセット・マネジメントII(法人番号 4010001031576)	17.11%	19.77%	-2.66%	5.94%	-0.45
	ラザード・ジャパン・アセット・マネジメントII(法人番号 8010401058901)	7.46%	8.21%	-0.75%	4.45%	-0.17

ウ. 運用実績(直近1年)(2021年4月~2022年3月)

適正な定量評価に資する運用実績については、ア. 直近5年またはイ. 直近3年の運用実績をご覧ください。

運用手法	運用受託機関名	時間加重収益率 (A)	ベンチマーク収益率 (B)	超過収益率 (C)=(A)-(B)	備考
国内債券 バッシブ運用	アセットマネジメントOneI(旧みずほ信託)〈法人番号 9010001021473〉	-1.20%	-1.22%	+0.02%	
	アライアンス・バーンスタインI〈法人番号 7010001010313〉	-3.01%	-5.45%	+2.45%	
	ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズI〈法人番号 2010401034817〉	-1.21%	-1.22%	+0.01%	
	ブラックロック・ジャパンI〈法人番号 9010001125976〉	-3.85%	-4.01%	+0.16%	
	ブラックロック・ジャパンII	-6.24%	-6.16%	-0.09%	
	ブラックロック・ジャパンIII	-3.29%	-5.45%	+2.16%	
	三井住友トラスト・アセットマネジメントI〈法人番号 8010001114914〉	-1.20%	-1.22%	+0.01%	
	三井住友トラスト・アセットマネジメントII	-1.33%	-1.34%	+0.01%	
	三菱UFJ信託銀行I〈法人番号 6010001008770〉	-1.33%	-1.34%	+0.02%	
	りそなアセットマネジメントI〈法人番号 5010601048309〉	-3.85%	-4.01%	+0.16%	
	りそなアセットマネジメントII	-6.15%	-6.16%	+0.01%	
	自家運用I	-1.02%	-1.22%	+0.19%	
国内債券 アクティブ運用	自家運用II	-1.33%	-1.34%	+0.01%	
	アセットマネジメントOneII(旧DIAM)〈法人番号 9010001021473〉	-0.92%	-1.21%	+0.29%	
	アセットマネジメントOneIII(旧みずほ信託)	-0.56%	-1.21%	+0.65%	
	アムンディ・ジャパン〈法人番号 9010001062807〉	-1.49%	-1.52%	+0.02%	○
	MU投資顧問〈法人番号 1010001016976〉	-0.81%	-0.96%	+0.15%	
	東京海上アセットマネジメント〈法人番号 3010001034076〉	-1.00%	-1.15%	+0.15%	
	日興アセットマネジメントI〈法人番号 8010401072159〉	-1.56%	-1.81%	+0.25%	○
	ニッセイアセットマネジメント〈法人番号 9010001025953〉	-1.80%	-2.00%	+0.20%	○
	野村アセットマネジメントI〈法人番号 7010001054021〉	-1.43%	-1.52%	+0.09%	○
	PGIMジャパンI〈法人番号 7010001098893〉	-0.77%	-1.21%	+0.43%	
	ビムコジャパンリミテッドI〈法人番号 4700150005220〉	-0.64%	-1.28%	+0.64%	
	マニユライフ・インベストメント・マネジメントI〈法人番号 1010001106942〉	-0.24%	-1.28%	+1.03%	
	三井住友DSアセットマネジメントI〈法人番号 4010401049128〉	-1.30%	-1.52%	+0.21%	○
	三井住友トラスト・アセットマネジメントIII〈法人番号 8010001114914〉	-0.96%	-1.28%	+0.31%	
	三菱UFJ信託銀行II〈法人番号 6010001008770〉	-0.65%	-0.79%	+0.13%	
外国債券 バッシブ運用	自家運用III	3.98%	-	-	
	アセットマネジメントOneIV(旧みずほ信託)〈法人番号 9010001021473〉	1.97%	1.88%	+0.09%	
	ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズII〈法人番号 2010401034817〉	1.81%	1.88%	-0.07%	
	野村アセットマネジメントII〈法人番号 7010001054021〉	1.77%	1.88%	-0.11%	
	ブラックロック・ジャパンIV〈法人番号 9010001125976〉	1.82%	1.88%	-0.07%	
	ブラックロック・ジャパンV	1.40%	1.42%	-0.03%	
	ブラックロック・ジャパンVI	6.04%	6.06%	-0.02%	
	ブラックロック・ジャパンVII	-2.81%	-2.66%	-0.15%	
	ブラックロック・ジャパンIX	-1.66%	-1.40%	-0.26%	○
	ブラックロック・ジャパンX	-0.71%	0.32%	-1.03%	○
	ブラックロック・ジャパンXI	10.40%	9.11%	+1.29%	
	ブラックロック・ジャパンXII	2.03%	1.46%	+0.57%	
	三井住友トラスト・アセットマネジメントIV〈法人番号 8010001114914〉	1.86%	1.88%	-0.02%	
	りそなアセットマネジメントIII〈法人番号 5010601048309〉	1.87%	1.88%	-0.01%	
	りそなアセットマネジメントIV	1.44%	1.42%	+0.02%	
外国債券 アクティブ運用	りそなアセットマネジメントV	6.12%	6.06%	+0.06%	
	りそなアセットマネジメントVII	-2.66%	-2.66%	+0.00%	
	アセットマネジメントOneV(旧みずほ投信)〈法人番号 9010001021473〉	2.41%	1.81%	+0.60%	
	アッシュモアジャパン〈法人番号 6010001133395〉	-3.43%	-1.68%	-1.75%	
	ゴールドマン・サックス・アセット・マネジメント〈法人番号 8010401009945〉	1.45%	2.03%	-0.58%	
	シュローダー・インベストメント・マネジメントI〈法人番号 6010001077097〉	0.35%	2.03%	-1.69%	
	SOMPOアセットマネジメント〈法人番号 7010001031160〉	4.19%	2.03%	+2.16%	
	ディー・ロウ・プライス・ジャパン〈法人番号 2010001185795〉	2.07%	1.46%	+0.61%	
	バインブリッジ・インベストメンツ〈法人番号 8010001011855〉	9.68%	9.11%	+0.57%	
	BNYメロン・インベストメント・マネジメント・ジャパンI〈法人番号 8010001040648〉	-2.24%	-2.14%	-0.10%	
	PGIMジャパンII〈法人番号 7010001098893〉	-0.03%	2.03%	-2.06%	
	ビムコジャパンリミテッドII〈法人番号 4700150005220〉	3.13%	2.85%	+0.28%	
	フィデリティ投信I〈法人番号 1010401025734〉	6.74%	5.28%	+1.46%	
	ブラックロック・ジャパンXIII〈法人番号 9010001125976〉	2.96%	3.14%	-0.18%	
	フランクリン・テンブルトン・ジャパン〈法人番号 5010001048652〉	4.70%	2.03%	+2.67%	
国内株式 バッシブ運用	ベアリングス・ジャパン〈法人番号 3010001028755〉	11.11%	9.11%	+2.00%	
	モルガン・スタンレー・インベストメント・マネジメントI〈法人番号 9011001026405〉	2.57%	2.06%	+0.52%	
	モルガン・スタンレー・インベストメント・マネジメントII	10.13%	9.11%	+1.02%	
	UBSアセット・マネジメントI〈法人番号 4010001031576〉	3.42%	1.46%	+1.96%	
	アセットマネジメントOneVI(旧DIAM)〈法人番号 9010001021473〉	2.10%	1.99%	+0.11%	
	アセットマネジメントOneVII(旧みずほ信託)	1.91%	1.88%	+0.03%	
	アセットマネジメントOneVIII	5.74%	5.72%	+0.02%	
	野村アセットマネジメントIII〈法人番号 7010001054021〉	2.83%	3.11%	-0.28%	
	野村アセットマネジメントIV	5.22%	5.34%	-0.12%	
	フィデリティ投信II〈法人番号 1010401025734〉	1.99%	1.99%	+0.00%	
	ブラックロック・ジャパンXIV〈法人番号 9010001125976〉	2.02%	1.99%	+0.04%	
	ブラックロック・ジャパンXV	5.38%	5.57%	-0.19%	
	三井住友トラスト・アセットマネジメントV〈法人番号 8010001114914〉	1.99%	1.99%	+0.01%	
	三井住友トラスト・アセットマネジメントVI	2.07%	2.02%	+0.06%	
	三菱UFJ信託銀行III〈法人番号 6010001008770〉	1.99%	1.99%	+0.00%	
	三菱UFJ信託銀行IV	3.59%	3.64%	-0.05%	
	三菱UFJ信託銀行V	0.80%	0.87%	-0.07%	
	りそなアセットマネジメントVIII〈法人番号 5010601048309〉	1.92%	1.99%	-0.07%	

運用手法	運用受託機関名	時間加重収益率 (A)	ベンチマーク収益率 (B)	超過収益率 (C)=(A)-(B)	備考
国内株式 アクティブ運用	アセットマネジメントOneIX (法人番号 9010001021473)	7.82%	1.99%	+5.84%	
	アセットマネジメントOneX (旧みずほ投信)	-9.06%	-8.14%	-0.93%	
	インベスコ・アセット・マネジメントI (法人番号 7010401061146)	0.21%	1.99%	-1.77%	
	インベスコ・アセット・マネジメントII	0.77%	1.99%	-1.22%	
	キャピタル・インターナショナル (法人番号 8010001014858)	-0.46%	1.99%	-2.45%	
	シュローダー・インベストメント・マネジメントII (法人番号 6010001077097)	1.37%	1.99%	-0.62%	
	野村アセットマネジメントV (法人番号 7010001054021)	-8.69%	-4.62%	-4.06%	
	フィデリティ投信III (法人番号 1010401025734)	-4.18%	1.99%	-6.17%	
	三井住友DSアセットマネジメントII (法人番号 4010401049128)	8.91%	10.57%	-1.66%	
	ラザード・ジャパン・アセット・マネージメントI (法人番号 8010401058901)	8.51%	2.10%	+6.40%	
外国株式 パッシブ運用	ラッセル・インベストメントI (法人番号 6010401037394)	-4.59%	1.99%	-6.58%	
	ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズIII (法人番号 2010401034817)	19.41%	19.40%	+0.01%	
	ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズIV	25.23%	25.67%	-0.44%	
	ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズV	14.47%	14.19%	+0.27%	
	ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズVI	14.17%	14.12%	+0.05%	
	ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズVII	-2.65%	-2.80%	+0.15%	
	ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズVIII	20.07%	20.13%	-0.06%	
	ブラックロック・ジャパンXVI (法人番号 9010001125976)	19.47%	19.40%	+0.07%	
	三井住友トラスト・アセットマネジメントVII (法人番号 8010001114914)	19.61%	19.40%	+0.21%	
	リーガル・アンド・ジェネラル・インベストメント・マネジメント・ジャパンI (法人番号 5010001181453)	19.72%	19.40%	+0.32%	
	リーガル・アンド・ジェネラル・インベストメント・マネジメント・ジャパンII	19.75%	20.05%	-0.30%	○
	リーガル・アンド・ジェネラル・インベストメント・マネジメント・ジャパンIII	9.87%	9.67%	+0.20%	○
	リーガル・アンド・ジェネラル・インベストメント・マネジメント・ジャパンIV	9.38%	9.35%	+0.03%	○
	リーガル・アンド・ジェネラル・インベストメント・マネジメント・ジャパンV	-5.70%	-5.53%	-0.17%	○
	リーガル・アンド・ジェネラル・インベストメント・マネジメント・ジャパンVI	19.72%	19.72%	-0.00%	
	リーガル・アンド・ジェネラル・インベストメント・マネジメント・ジャパンVII	22.04%	22.13%	-0.10%	
外国株式 アクティブ運用	アセットマネジメントOneXI (旧みずほ投信) (法人番号 9010001021473)	-11.32%	-2.64%	-8.67%	
	MFSインベストメント・マネジメント (法人番号 7010001096996)	16.81%	22.89%	-6.08%	
	日興アセットマネジメントII (法人番号 8010401072159)	19.18%	22.89%	-3.71%	
	BNYメロン・インベストメント・マネジメント・ジャパンII (法人番号 8010001040648)	17.95%	22.89%	-4.94%	
	三菱UFJ信託銀行VI (法人番号 6010001008770)	-1.85%	19.28%	-21.13%	
	UBSアセット・マネジメントII (法人番号 4010001031576)	14.76%	22.89%	-8.13%	
	ラザード・ジャパン・アセット・マネージメントII (法人番号 8010401058901)	-9.88%	-2.64%	-7.24%	

エ. 運用実績 (オルタナティブ資産)

資産	運用手法	運用受託機関名	内部収益率 (主要運用通貨建て)	内部収益率 (円建て)	主要 運用通貨	運用開始	備考
インフラ ストラクチャー	国内インフラを中心とした 特化型運用(注8)	DBJアセットマネジメント (法人番号 1010001104938)	3.24%	3.24%	日本円	2018年3月	
	グローバル・コア型	野村アセットマネジメントVI (法人番号 7010001054021)	3.36%	8.65%	米ドル	2018年4月	
	グローバル・コア型	野村アセットマネジメントVII (法人番号 7010001054021)	6.99%	12.80%	米ドル	2018年2月	
	グローバル・コア型	三井住友DSアセットマネジメントIII (法人番号 4010401049128)	—	—	米ドル	2021年12月	○
	グローバル・コア型	三井住友DSアセットマネジメントIV (法人番号 4010401049128)	4.46%	8.90%	米ドル	2018年1月	
	グローバル・コア型	自家運用VI	—	—	米ドル	2021年9月	○
プライベート ・エクイティ	グローバル・戦略分散型	ニューバーガー・バーマン (法人番号 6010001126515)	5.77%	6.61%	米ドル	2014年2月	
	グローバル・戦略分散型	三菱UFJ信託銀行VII (法人番号 6010001008770)	15.29%	31.04%	米ドル	2020年4月	
	新興国・分散型	自家運用VII	13.93%	33.04%	米ドル	2021年1月	
不動産	グローバル・コア型 伝統的ファンド領域	アセットマネジメントOneXII (法人番号 9010001021473)	7.91%	10.92%	米ドル	2015年6月	
	グローバル・コア型 共同投資ファンド領域	アセットマネジメントOneXIII (法人番号 9010001021473)	10.33%	16.23%	米ドル	2018年9月	
	ジャパン・コア型	三菱UFJ信託銀行VIII (法人番号 6010001008770)	—	—	米ドル	2021年2月	
			7.32%	7.32%	日本円	2017年12月	

(注1) 運用受託機関の記載順序は、50音順です。

(注2) 複数の運用を受託している運用受託機関は、名称にローマ数字を付記しています。

(注3) 時間加重収益率及びベンチマーク収益率は、資産移管に係る売買停止期間等による影響を除いたものを、年率換算したものです。

(注4) 数値は小数点以下第3位四捨五入で表記しているため、超過収益率及びインフォメーション・レシオは、表中の数値を用いた計算結果とは必ずしも一致しません。

(注5) 時間加重収益率は、証券貸付運用による収益を含みません。

(注6) 内部収益率 (IRR) は、投資期間における投資対象ファンドのキャッシュフローの規模やタイミングの影響を考慮して求めた収益率です。内部収益率の計算期間は、運用開始から当年度末までです。

(注7) オルタナティブ資産の実際の投資は、主要運用通貨建てで行われています。内部収益率 (円建て) は、主要運用通貨建てのキャッシュフローを、キャッシュフロー発生時点の為替レートで円に換算して計算したもので、投資期間を通じた為替の影響を受けています。

(注8) 国内資産 (主要運用通貨: 日本円) と海外資産 (主要運用通貨: 米ドル) に分けて運用しています。

(注9) 備考欄の「○」印は、運用期間が1年未満となる運用受託機関を表しています。1年未満となる運用受託機関の各収益率は、期間率です。ただし、オルタナティブ資産は、運用開始から1年以上が経過し、かつ投資先への投資実行済みの投資対象について収益率を記載しています。

[5] 運用受託機関及び資産管理機関への支払手数料(3年累計)

(単位:円)

運用手法	運用受託機関名	資産管理機関	手数料額	備考
国内債券 パッシブ運用	アセットマネジメントOneI(旧みずほ信託) (法人番号 9010001021473)	MTBJ	183,105,119	
	ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズI (法人番号 2010401034817)	MTBJ	150,377,101	
	ブラックロック・ジャパンI (法人番号 9010001125976)	MTBJ	48,023,803	
	ブラックロック・ジャパンII	MTBJ	15,987,706	
	三井住友トラスト・アセットマネジメントI (法人番号 8010001114914)	MTBJ	264,895,127	
	三井住友トラスト・アセットマネジメントII	MTBJ	31,919,934	
	三菱UFJ信託銀行I (法人番号 6010001008770)	MTBJ	44,500,480	
	りそなアセットマネジメントI (法人番号 5010601048309)	SSTB	63,672,859	
	りそなアセットマネジメントII	SSTB	35,204,170	
国内債券 アクティブ運用	アセットマネジメントOneII(旧DIAM) (法人番号 9010001021473)	MTBJ	1,111,444,858	
	アセットマネジメントOneIII(旧みずほ信託)	MTBJ	1,031,454,742	
	MU投資顧問(法人番号 1010001016976)	MTBJ	472,897,199	
	東京海上アセットマネジメント (法人番号 3010001034076)	MTBJ	537,482,534	
	PGIMジャパンI(法人番号 7010001098893)	MTBJ	674,363,319	
	ビムコジャパンリミテッドI (法人番号 4700150005220)	MTBJ	544,685,944	
	マニウライフ・インベストメント・マネジメントI (法人番号 1010001106942)	MTBJ	1,185,459,088	
	三井住友トラスト・アセットマネジメントIII (法人番号 8010001114914)	MTBJ	803,115,603	
	三菱UFJ信託銀行II (法人番号 6010001008770)	MTBJ	872,839,643	
外国債券 パッシブ運用	アセットマネジメントOneIV(旧みずほ信託) (法人番号 9010001021473)	SSTB	120,265,556	
	ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズII (法人番号 2010401034817)	SSTB	136,828,648	
	野村アセットマネジメントII (法人番号 7010001054021)	MTBJ	64,263,388	
	ブラックロック・ジャパンIV (法人番号 9010001125976)	MTBJ	281,184,746	
	ブラックロック・ジャパンV	MTBJ	45,097,195	
	ブラックロック・ジャパンVI	MTBJ	176,632,327	
	ブラックロック・ジャパンVII	MTBJ	7,522,249	
	ブラックロック・ジャパンVIII	MTBJ	158,701,001	
	三井住友トラスト・アセットマネジメントIV (法人番号 8010001114914)	SSTB	30,230,206	
	りそなアセットマネジメントIII (法人番号 5010601048309)	SSTB	46,211,162	
	りそなアセットマネジメントIV	SSTB	7,918,826	
	りそなアセットマネジメントV	SSTB	61,181,645	
	りそなアセットマネジメントVI	SSTB	3,137,920	
	りそなアセットマネジメントVII	SSTB	49,643,338	

(単位:円)

運用手法	運用受託機関名	資産管理機関	手数料額	備考
外国債券 アクティブ運用	アセットマネジメントOneV(旧みずほ投信) (法人番号 9010001021473)	SSTB	3,454,065,989	
	アッシュモアジャパン(法人番号 6010001133395)	SSTB	1,095,383,569	
	アライアンス・バーンスタインII (法人番号 7010001010313)	SSTB	377,784,108	○
	ゴールドマン・サックス・アセット・マネジメント (法人番号 8010401009945)	SSTB	1,630,359,624	
	シュローダー・インベストメント・マネジメントI (法人番号 6010001077097)	SSTB	1,823,265,103	
	SOMPOアセットマネジメント (法人番号 7010001031160)	SSTB	1,274,248,189	
	ティー・ロウ・プライス・ジャパン (法人番号 2010001185795)	MTBJ	314,718,890	
	野村アセットマネジメントVII (法人番号 7010001054021)	SSTB	359,104,299	○
	野村アセットマネジメントIX	SSTB	225,448,328	○
	バインブリッジ・インベストメンツ (法人番号 8010001011855)	MTBJ	134,277,805	
	BNYメロン・インベストメント・マネジメント・ジャパンI (法人番号 8010001040648)	SSTB	2,867,948,269	
	PGIMジャパンII(法人番号 7010001098893)	SSTB	2,811,480,288	
	ビムコジャパンリミテッドII (法人番号 4700150005220)	SSTB	3,929,043,768	
	フィデリティ投信I(法人番号 1010401025734)	SSTB	13,188,304,278	
	ブラックロック・ジャパンVIII (法人番号 9010001125976)	SSTB	1,739,257,579	
	フランクリン・テンブルトン・ジャパン (法人番号 5010001048652)	SSTB	3,308,302,568	
	ベアリングス・ジャパン (法人番号 3010001028755)	MTBJ	157,550,418	
	マニウライフ・インベストメント・マネジメントII (法人番号 1010001106942)	SSTB	336,571,771	○
	モルガン・スタンレー・インベストメント・マネジメントI (法人番号 9011001026405)	SSTB	3,473,382,011	
	モルガン・スタンレー・インベストメント・マネジメントII	MTBJ	213,334,764	
	UBSアセット・マネジメントI (法人番号 4010001031576)	SSTB	812,693,087	
国内株式 パッシブ運用	アセットマネジメントOneVI(旧DIAM) (法人番号 9010001021473)	MTBJ	570,463,103	
	アセットマネジメントOneVII(旧みずほ信託)	MTBJ	29,348,405	
	アセットマネジメントOneVIII	MTBJ	120,925,331	
	野村アセットマネジメントIV (法人番号 7010001054021)	MTBJ	2,833,358,990	
	フィデリティ投信II (法人番号 1010401025734)	MTBJ	160,114,251	
	ブラックロック・ジャパンXIV (法人番号 9010001125976)	MTBJ	63,681,621	
	ブラックロック・ジャパンXV	MTBJ	94,519,462	
	三井住友トラスト・アセットマネジメントV (法人番号 8010001114914)	MTBJ	97,403,947	
	三井住友トラスト・アセットマネジメントVI	MTBJ	254,960,020	
	三菱UFJ信託銀行III (法人番号 6010001008770)	MTBJ	146,267,156	
	三菱UFJ信託銀行IV	MTBJ	268,849,397	
	三菱UFJ信託銀行V	MTBJ	204,712,970	
	りそなアセットマネジメントVIII (法人番号 5010601048309)	MTBJ	81,279,818	

(単位:円)

運用手法	運用受託機関名	資産管理機関	手数料額	備考
国内株式 アクティブ運用	アセットマネジメントOneX (旧みずほ投信) (法人番号 9010001021473)	MTBJ	798,394,298	
	インベスコ・アセット・マネジメントI (法人番号 7010401061146)	MTBJ	1,330,353,089	
	キャピタル・インターナショナル (法人番号 8010001014858)	MTBJ	6,652,000,906	
	シュローダー・インベストメント・マネジメントII (法人番号 6010001077097)	MTBJ	655,601,224	
	日興アセットマネジメントIII (法人番号 8010401072159)	CBJ	138,123,271	○
	野村アセットマネジメントV (法人番号 7010001054021)	MTBJ	745,890,427	
	野村アセットマネジメントX (法人番号 1010401025734)	CBJ	378,948,637	○
	フィデリティ投信III (法人番号 4010401049128)	MTBJ	2,456,302,810	
	三井住友DSアセットマネジメントII (法人番号 4010401049128)	MTBJ	338,793,885	
	ラッセル・インベストメントI (法人番号 6010401037394)	MTBJ	2,576,211,690	
外国株式 パッシブ運用	ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズIII (法人番号 2010401034817)	MTBJ	519,132,481	
	ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズIV (法人番号 2010401034817)	MTBJ	203,820,217	
	ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズV (法人番号 2010401034817)	MTBJ	44,436,814	
	ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズVI (法人番号 2010401034817)	MTBJ	9,149,836	
	ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズVII (法人番号 2010401034817)	MTBJ	27,474,010	
	ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズVIII (法人番号 2010401034817)	MTBJ	734,396,174	
	ブラックロック・ジャパンXVI (法人番号 9010001125976)	MTBJ	455,987,393	
	三井住友トラスト・アセットマネジメントVII (法人番号 8010001114914)	MTBJ	368,621,840	
	リーガル・アンド・ジェネラル・インベストメント・マネジメント・ジャパンI (法人番号 5010001181453)	MTBJ	757,206,288	

(単位:円)

運用手法	運用受託機関名	資産管理機関	手数料額	備考
外国株式 アクティブ運用	アセットマネジメントOneXI (旧みずほ投信) (法人番号 9010001021473)	MTBJ	1,908,217,766	
	MFSインベストメント・マネジメント (法人番号 7010001096996)	MTBJ	741,002,175	
	日興アセットマネジメントII (法人番号 8010401072159)	MTBJ	1,824,756,426	
	BNY Mellon・インベストメント・マネジメント・ジャパンII (法人番号 8010001040648)	MTBJ	4,595,718,604	
	三菱UFJ信託銀行VI (法人番号 6010001008770)	MTBJ	14,795,952,668	
	UBSアセット・マネジメントII (法人番号 4010001031576)	MTBJ	6,599,902,561	
	ラザード・ジャパン・アセット・マネジメントII (法人番号 8010401058901)	MTBJ	623,729,267	
オルタナティブ インフラストラクチャー	DBJアセットマネジメント (法人番号 1010001104938)	SSTB	16,425,200	
	野村アセットマネジメントVI (法人番号 7010001054021)	SSTB	487,987,591	
	三井住友DSアセットマネジメントIII (法人番号 4010401049128)	SSTB	588,449,350	
オルタナティブ 不動産	アセットマネジメントOneXII (法人番号 9010001021473)	SSTB	715,847,466	
	三菱UFJ信託銀行VII (法人番号 6010001008770)	SSTB	582,521,376	

(単位:円)

運用手法	資産管理機関等名	手数料額
資産管理	ステート・ストリート信託銀行 (法人番号 9010401014952)	SSTB 9,879,114,815
	日本カストディ銀行 (法人番号 5010001069616)	CBJ 2,286,924,771
	日本マスタートラスト信託銀行 (法人番号 2010401041086)	MTBJ 25,760,398,453

トランジション・ マネジメント	ブラックロック・ジャパンXVII (外国債券) (法人番号 9010001125976)	SSTB	345,237
	野村アセットマネジメントXI (国内株式) (法人番号 7010001054021)	MTBJ	2,200,000
	ブラックロック・ジャパンXVIII (国内株式) (法人番号 7010001054021)	MTBJ	5,090,767
	ラッセル・インベストメントII (国内株式) (法人番号 6010401037394)	MTBJ	55,000

(注1) 運用受託機関の記載順序は、50音順です。

(注2) 複数の運用を受託している運用受託機関は、名称にローマ数字を付記しています。

(注3) 手数料額には消費税が含まれています。

(注4) 備考欄の「○」印は、2021年度に解約し2019年4月からの運用実績が3年に満たないファンドを表しています。なお、契約後3年が経過していないファンド等・契約後3年が経過しているものの直近3年間の支払手数料がないファンド等は掲載していません。

(注5) 運用受託機関の表における資産管理機関は、2021年度末時点です。ただし、2021年度中に解約したファンドについては解約時点の資産管理機関を記載しています。

(注6) 資産管理の手数料額には、カストディ費用・弁護士費用等、信託財産から引き落とされる費用を含んでいます。

(注7) ステート・ストリート信託銀行のうち、オルタナティブ資産に関する手数料額は402,430,583円です。

証券貸付運用に係る収益及び手数料(3年累計)

(単位:円)

資産	収益額	手数料額
国内債券	3,257,193,703	314,808,174
外国債券	66,041,256,341	16,279,960,493
外国株式	10,800,563,021	2,203,955,613

(注1) 収益額は、品貸料から手数料額を控除したファンド収益です。

(注2) 手数料額は、管理手数料及び貸付代理人手数料です。

[6] 資産別、パッシブ・アクティブ別ファンド数(委託運用分)の推移

		2012年度			2013年度			2014年度			2015年度			2016年度			2017年度			2018年度			2019年度			2020年度			2021年度		
		解約等	新規採用	年度末	解約等	新規採用	年度末	解約等	新規採用	年度末	解約等	新規採用	年度末	解約等	新規採用	年度末	解約等	新規採用	年度末	解約等	新規採用	年度末	解約等	新規採用	年度末	解約等	新規採用	年度末	解約等	新規採用	年度末
国内債券	パッシブ	-5	3	6	0	0	6	0	0	6	-1	0	5	0	0	5	0	0	5	0	0	5	0	0	5	0	0	5	0	0	5
	アクティブ	-5	4	9	0	0	9	0	0	9	0	0	9	0	0	9	0	0	9	0	0	9	0	0	9	0	0	9	0	5	14
外国債券	パッシブ	0	0	6	0	0	6	0	0	6	-2	2	6	0	5	11	0	9	20	-6	9	23	-3	2	22	0	2	24	0	2	26
	アクティブ	0	0	7	0	0	7	0	0	7	-2	16	21	0	0	21	-1	0	20	-2	0	18	-1	4	21	0	0	21	-4	0	17
国内株式	パッシブ	-1	0	6	-1	5	10	0	0	10	0	0	10	-1	2	11	0	4	15	0	3	18	-1	0	17	-4	2	15	0	0	15
	アクティブ	-1	0	18	-15	11	14	0	3	17	0	0	17	-3	0	14	0	0	14	0	0	14	0	0	14	-3	5	16	-4	0	12
外国株式	パッシブ	0	0	6	0	0	6	0	0	6	0	0	6	0	0	6	0	4	10	-2	2	10	-1	0	9	0	3	12	0	3	15
	アクティブ	-3	7	17	-8	6	15	-1	1	15	-1	0	14	-2	0	12	-1	0	11	-3	0	8	0	0	8	-1	0	7	0	0	7
オルタナティブ																	0	4	4	0	1	5	0	1	6	0	2	8	0	3	11
計		-15	14	75	-24	22	73	-1	4	76	-6	18	88	-6	7	89	-2	21	108	-13	15	110	-6	7	111	-8	14	117	-8	13	122

(注1) 外国債券パッシブのファンド数は、為替ヘッジ付き外国債券ファンドの6ファンドを含みます。

(注2) 2012年度に計上されている国内債券パッシブ及び国内債券アクティブの解約等・新規採用の増減は、運用受託機関構成の見直しによるものです。国内株式パッシブの解約等の1ファンドは、合併によるものです。国内株式アクティブの解約等の1ファンドは、運用機関の選定基準に抵触する事由が生じたことによるものです。外国株式アクティブの解約等の3ファンドは、運用体制の変更等によるものです。外国株式アクティブの新規採用の7ファンドは、2011年度に選定を行い、2012年度に運用を開始したものです。

(注3) 2013年度に計上されている国内株式パッシブ、国内株式アクティブの解約等・新規採用の増減は、運用受託機関構成の見直しによるものです。外国株式アクティブの解約等に計上されている8ファンドの内1ファンドは総合評価結果によるもの、残り7ファンドは運用受託機関構成の見直しによるものです。外国株式アクティブの新規採用は運用受託機関構成の見直しによるものです。

(注4) 2014年度に計上されている国内株式アクティブ及び外国株式アクティブの新規採用は、リザーブファンドの正規契約によるものです。外国株式アクティブの解約等の1ファンドは、総合評価結果によるものです。

(注5) 2015年度に計上されている国内債券パッシブ、外国債券パッシブ及び外国債券アクティブの解約等・新規採用の増減は、運用受託機関構成の見直し等によるものです。外国株式アクティブの解約等は運用体制の変更によるものです。

(注6) 2016年度に計上されている国内株式パッシブの解約等の1ファンドは、運用会社の統合によるものです。国内株式アクティブの解約等の3ファンドは、1ファンドは総合評価結果によるものであり、2ファンドはスマートベータファンドをパッシブとして取り扱うこととしたものです。外国株式アクティブの解約等の2ファンドは、総合評価結果によるものです。

(注7) 2017年度のファンド増減のうち、総合評価結果以外の要因は、運用受託機関構成の見直し(国内株式パッシブ新規採用4ファンド、外国債券パッシブ新規採用9ファンド、外国株式パッシブ新規採用4ファンド)、契約等の事由による解約(外国債券アクティブ1ファンド)によるものです。

(注8) 2018年度のファンド増減のうち、総合評価結果以外の要因は、運用受託機関構成の見直し(国内株式パッシブ新規採用1ファンド、外国株式パッシブ新規採用1ファンド)、資産管理機関複数化(外国債券パッシブファンド)、契約等の事由による解約(外国債券アクティブ1ファンド、外国株式アクティブ2ファンド)によるものです。

(注9) 2019年度のファンド増減のうち、総合評価結果以外の要因は、運用受託機関構成の見直し(外国債券アクティブ新規採用4ファンド、外国債券パッシブ新規採用2ファンド、国内株式パッシブ解約1ファンド、外国株式パッシブ解約1ファンド)、資産管理機関複数化(外国債券パッシブ解約3ファンド)、契約等の事由による解約(外国債券アクティブ1ファンド)によるものです。

(注10) 2020年度のファンド増減のうち、総合評価結果以外の要因は、運用受託機関構成の見直し(国内株式パッシブ解約4ファンド、外国株式アクティブ解約1ファンド、外国株式パッシブ新規採用3ファンド)、契約等の事由による解約(国内株式アクティブ1ファンド)によるものです。

(注11) 2021年度のファンド増減のうち、総合評価結果以外の要因は、運用受託機関構成の見直し(外国債券アクティブ解約3ファンド、外国債券パッシブ新規採用2ファンド、外国株式パッシブ新規採用3ファンド)、契約等の事由による解約(外国債券アクティブ1ファンド、国内株式アクティブ2ファンド)によるものです。

(注12) 上記ファンドのほか、資産移管を円滑に執行するためのトランジション・マネジメントファンド等が8ファンドあります。

4 | 超過収益率の要因分析

[1] 国内債券の超過収益率の要因分解(マネジャー・ベンチマーク別等)

(単位:%)

	NOMURA-BPI 「除くABS」 (パッシブ)	NOMURA-BPI 国債 (パッシブ)	米国債 円ヘッジ (パッシブ)	欧州国債 円ヘッジ (パッシブ)	米国MBS 円ヘッジ (パッシブ)	NOMURA-BPI 「除くABS」 (アクティブ)	NOMURA-BPI 物価連動 国債プラス (アクティブ)	物価連動国債 (アクティブ)	オルタナティブ (アクティブ)	短期資産 (その他)	合計
ベンチマーク要因	0.00	-0.06	-0.07	-0.01	-0.11	0.00	+0.00	+0.27	0.00	+0.01	+0.04
ファンド要因	+0.04	+0.01	+0.01	-0.00	+0.06	+0.02	+0.04	-0.03	+0.05	+0.00	+0.19

(注1) 国内債券のベンチマークは、NOMURA-BPI「除くABS」です。

(注2) 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(NOMURA-BPI「除くABS」)との収益率の差による要因です。

(注3) ファンド要因とは、個別ファンドとマネジャー・ベンチマークとの収益率の差による要因です。

[2] 外国債券の超過収益率の要因分解(マネジャー・ベンチマーク別等)

(単位:%)

	世界国債 (パッシブ)	世界国債 その他 (パッシブ)	米国債 (パッシブ)	米国債 1-3年 (パッシブ)	欧州国債 (パッシブ)	米国社債 (パッシブ)	ユーロ社債 (パッシブ)	米国 ハイイールド (パッシブ)	欧州 ハイイールド (パッシブ)
ベンチマーク要因	0.00	-0.02	+0.47	+0.00	-0.61	-0.00	+0.00	+0.03	-0.00
ファンド要因	+0.02	+0.00	+0.01	-0.00	-0.01	-0.00	-0.00	+0.00	+0.00

(単位:%)

	グローバル 総合 (アクティブ)	米国総合 (アクティブ)	欧州総合 (アクティブ)	米国 ハイイールド (アクティブ)	欧州 ハイイールド (アクティブ)	エマージング 米ドル (アクティブ)	エマージング 現地通貨 (アクティブ)	オルタナティブ (アクティブ)	短期資産 (その他)	合計
ベンチマーク要因	+0.03	+0.08	-0.09	+0.03	-0.00	+0.00	-0.02	0.00	+0.01	-0.09
ファンド要因	+0.03	+0.03	-0.01	+0.00	+0.00	+0.00	-0.01	+0.42	-0.00	+0.50

(注1) 外国債券のベンチマークは、FTSE世界国債インデックス(除く日本、中国、ヘッジなし・円ベース)です。

(注2) 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(FTSE世界国債インデックス(除く日本、中国、ヘッジなし・円ベース))との収益率の差による要因です。

(注3) ファンド要因とは、個別ファンドとマネジャー・ベンチマークとの収益率の差による要因です。

[3] 国内株式の超過収益率の要因分解(マネジャー・ベンチマーク別等)

(単位:%)

	TOPIX (パッシブ)	RUSSELL/ NOMURA Prime (パッシブ)	MSCI JAPAN IMI REIT (パッシブ)	MSCIジャパン ESGセレクト・ リーダーズ (パッシブ)	MSCI日本株 女性活躍 (パッシブ)	FTSE Blossom Japan (パッシブ)	FTSE Blossom Japan Sector Relative (パッシブ)	S&P/ JPX カーボン (パッシブ)	野村RAFI (パッシブ)
ベンチマーク要因	0.00	-0.00	-0.00	+0.07	-0.03	+0.11	+0.01	+0.00	+0.09
ファンド要因	+0.01	+0.00	-0.00	-0.00	-0.00	+0.00	-0.00	+0.00	-0.00

(単位:%)

	TOPIX (アクティブ)	RUSSELL/ NOMURA Large Cap Value (アクティブ)	RUSSELL/ NOMURA Small Cap (アクティブ)	RUSSELL/ NOMURA Small Cap Growth (アクティブ)	MSCI Japan Small (アクティブ)	オルタナティブ (アクティブ)	合計
ベンチマーク要因	0.00	+0.06	-0.02	-0.03	-0.01	0.00	+0.24
ファンド要因	-0.11	-0.01	-0.01	-0.00	+0.00	+0.01	-0.12

(注1) 国内株式のベンチマークは、TOPIX(配当込み)です。

(注2) 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(TOPIX(配当込み))との収益率の差による要因です。

(注3) ファンド要因とは、個別ファンドとマネジャー・ベンチマークとの収益率の差による要因です。

[4] 外国株式の超過収益率の要因分解（マネジャー・ベンチマーク別等）

(単位:%)

	ACWI (パッシブ)	北米 (パッシブ)	欧州中東 (パッシブ)	太平洋 (パッシブ)	エマージング (パッシブ)	S&P カーボン (パッシブ)	MSCI ACWI ESGユニバーサル (パッシブ)	Morningstar ジェンダー・ダイバーシティ (パッシブ)
ベンチマーク要因	+0.01	+0.38	-0.08	-0.02	-0.47	+0.05	+0.01	+0.02
ファンド要因	+0.06	-0.02	+0.00	+0.00	+0.00	-0.00	-0.00	-0.00

(単位:%)

	ACWI (アクティブ)	先進国 (アクティブ)	エマージング (アクティブ)	オルタナティブ (アクティブ)	合計
ベンチマーク要因	-0.00	+0.29	-0.11	-0.02	+0.06
ファンド要因	-0.55	-0.49	-0.05	+0.09	-0.96

(注1) 外国株式のベンチマークは、MSCI ACWI (除く日本、円ベース、配当込み、管理運用法人の配当課税要因考慮前) です。

(注2) 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 (MSCI ACWI (除く日本、円ベース、配当込み、管理運用法人の配当課税要因考慮前)) との収益率の差による要因です。

(注3) ファンド要因とは、個別ファンドとマネジャー・ベンチマークとの収益率の差による要因です。

5 | 保有全銘柄

この一覧は、2022年3月末（2021年度末）時点で運用受託機関への投資一任契約により間接的に保有しているもの及び自家運用で保有しているものを、銘柄ごとに集約したものの上位10銘柄です。

GPIFの個別企業に対する評価を表しているものではありません。11位以下も含む保有全銘柄はGPIFのホームページ(<https://www.gpif.go.jp/operation/the-latest-results.html>)をご参照ください。

2022年3月末の時価総額に含まれるロシア関連資産については、ロシア国外の投資家に対する取引制限、決済や為替取引が困難な状況、取引状況に関する十分な情報の入手が困難であることなどの状況から、基本的にゼロ評価とされています。

ホームページで公表している保有全銘柄のデータでは該当銘柄に印(※)を付けています。

○国内債券保有銘柄（時価総額順）

No.	銘柄名	時価総額(億円)
1	物価連動利付国債10年20回	10,657
2	利付国債365回	6,524
3	物価連動利付国債10年21回	6,428
4	中期国債・5年149回	5,760
5	利付国債360回	5,653
6	中期国債・5年150回	5,644
7	物価連動利付国債10年19回	5,587
8	中期国債・5年146回	4,414
9	中期国債・5年145回	4,333
10	利付国債364回	4,076
計	4,844銘柄	460,269

○国内株式保有銘柄（時価総額順）

No.	銘柄名	株数	時価総額(億円)
1	トヨタ自動車	947,620,500	21,317
2	ソニーグループ	115,913,100	14,796
3	キーエンス	15,983,200	9,167
4	三菱UFJフィナンシャル・グループ	1,127,494,300	8,736
5	東京エレクトロン	12,873,200	8,232
6	リクルートホールディングス	138,425,400	7,509
7	日本電信電話	199,092,700	7,177
8	信越化学工業	33,463,800	6,372
9	任天堂	10,016,800	6,286
10	三菱商事	128,322,300	5,995
計	2,347銘柄		489,475

○外国債券保有銘柄（時価総額順）

No.	銘柄名	時価総額(億円)
1	Fannie Mae or Freddie Mac 2PCT APR22	2,725
2	US TREASURY N/B 1.125PCT 15FEB31	2,081
3	Fannie Mae or Freddie Mac 2.5PCT APR22	2,039
4	US TREASURY N/B 1.625PCT 15MAY31	2,002
5	US TREASURY N/B 2.875PCT 15MAY28	1,807
6	US TREASURY N/B 1.25PCT 15AUG31	1,792
7	US TREASURY N/B 2.875PCT 15AUG28	1,739
8	US TREASURY N/B 1.375PCT 15NOV31	1,673
9	FRANCE (GOVT OF) 2.5PCT 25MAY30	1,654
10	US TREASURY N/B 0.875PCT 15NOV30	1,644
計	10,189銘柄	489,571

○外国株式保有銘柄（時価総額順）

No.	銘柄名	株数	時価総額(億円)
1	APPLE INC	99,297,286	21,044
2	MICROSOFT CORP	46,562,587	17,424
3	AMAZON.COM INC	2,793,047	11,051
4	ALPHABET INC-CL A	1,955,985	6,603
5	TESLA INC	5,046,730	6,601
6	ALPHABET INC-CL C	1,795,691	6,087
7	VIDIA CORP	15,736,695	5,212
8	TAIWAN SEMICONDUCTOR MANUFACTURING CO LTD	153,693,373	3,903
9	META PLATFORMS INC-CLASS A	13,914,120	3,755
10	UNITEDHEALTH GROUP INC	5,992,086	3,709
計	3,573銘柄		490,171

○オルタナティブ資産保有銘柄（分野別：時価総額順）

No.	分野	銘柄名		時価総額 (億円)
		日本語名	英語名	
1	インフラストラクチャー	ステップストーン・G・インフラストラクチャー・オポチュニティーズ エルピー	STEPSTONE G INFRASTRUCTURE OPPORTUNITIES, L.P.	3,992
2	インフラストラクチャー	パンセオン・G・インフラストラクチャー・オポチュニティーズ エルピー	PANTHEON G INFRASTRUCTURE OPPORTUNITIES LP	2,621
3	インフラストラクチャー	グローバル・オルタナティブ・コインベストメントファンド1号	GLOBAL ALTERNATIVE CO-INVESTMENT FUND I	1,864
4	インフラストラクチャー	トラノモン・インフラストラクチャー・1号 エルピー	TORANOMON INFRASTRUCTURE 1, L.P.	1,000
5	インフラストラクチャー	DGインフラストラクチャー・オポチュニティーズ エルピー	DG INFRASTRUCTURE OPPORTUNITIES L.P.	617
6	インフラストラクチャー	DGインフラストラクチャー投資事業有限責任組合	DG INFRASTRUCTURE, ILP	474
7	インフラストラクチャー	トラノモン・インフラストラクチャー・2号 エルピー	TORANOMON INFRASTRUCTURE 2 LP	218
1	プライベート・エクイティ	トラノモン・プライベート・エクイティ・1号 エーアイブイ エルピー	TORANOMON PRIVATE EQUITY 1 AIV, L.P.	1,642
2	プライベート・エクイティ	トラノモン・プライベート・エクイティ・2号 エーアイブイ エルピー	TORANOMON PRIVATE EQUITY 2 AIV, L.P.	1,059
3	プライベート・エクイティ	グローバル・オルタナティブ・コインベストメントファンド2号	GLOBAL ALTERNATIVE CO-INVESTMENT FUND II	365
1	不動産	シービー・アールイー・G・リアルエステートインベストメンツ エルピー	CBRE G REAL ESTATE INVESTMENTS, LP	5,564
2	不動産	MUTB・G・不動産ファンド	MUTB G REAL ESTATE FUND	2,087
3	不動産	トラノモン・リアルエステート・1号 エルピー	TORANOMON REAL ESTATE 1, LP	80

(注) 銘柄名は、2022年3月末時点のものを用いています。

6 | その他

[1] 各勘定の損益

GPIF法では、寄託金について、運用の効率化の観点から、総合勘定において合同して運用することとし、各年度に発生した総合勘定の損益額については、寄託金の元

本に応じて、厚生年金勘定及び国民年金勘定に按分することとされています。

2021年度の総合勘定の損益額は、収益額 **10兆925億円** から

運用手数料等431億円を差し引いた **10兆493億円** となりました。

この10兆493億円を、各勘定に以下のとおり按分しました。

厚生年金勘定に

9兆5,174億円 (2021年度末の累積損益 **80兆475億円^(注1)**)

国民年金勘定に

5,319億円 (2021年度末の累積損益 **2兆8,080億円^(注2)**)

(注1) 厚生年金勘定の累積損益は、2020年度末における累積損益70兆7,801億円の、2021年度損益の按分額9兆5,174億円を加え、2021年度に支払った年金特別会計への納付金2,500億円を差し引いたものです。なお、この額に2021年度までの年金特別会計への納付金の累計額14兆4,821億円を戻し加えた94兆5,296億円は、年金特別会計への納付金を考慮しない累積損益(以下「運用上の累積損益」といいます。)となります。

(注2) 国民年金勘定の累積損益は、2020年度末における累積損益2兆7,761億円の、2021年度損益の按分額5,319億円を加え、

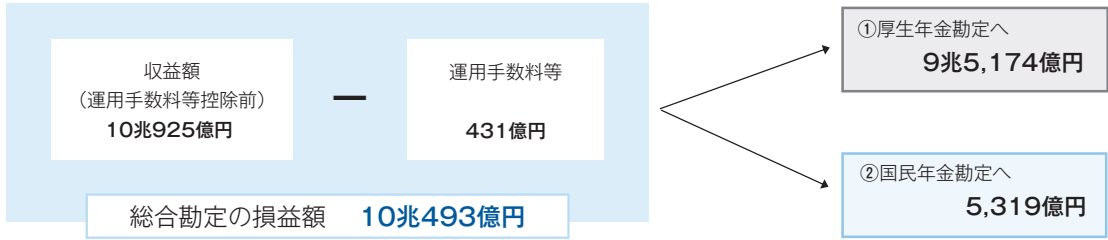
2021年度に支払った年金特別会計への納付金5,000億円を差し引いたものです。なお、この額に2021年度までの年金特別会計への納付金の累計額3兆1,108億円を戻し加えた運用上の累積損益は5兆9,188億円となります。

(注3) 2021年度までの年金特別会計への納付金の累計額については、承継資金運用勘定の1992年度納付金133億円を、納付実績(旧厚生年金保険特別会計年金勘定に126億円、旧国民年金特別会計国民年金勘定に7億円を納付)に基づき、厚生年金勘定に126億円、国民年金勘定に7億円それぞれ加えています。

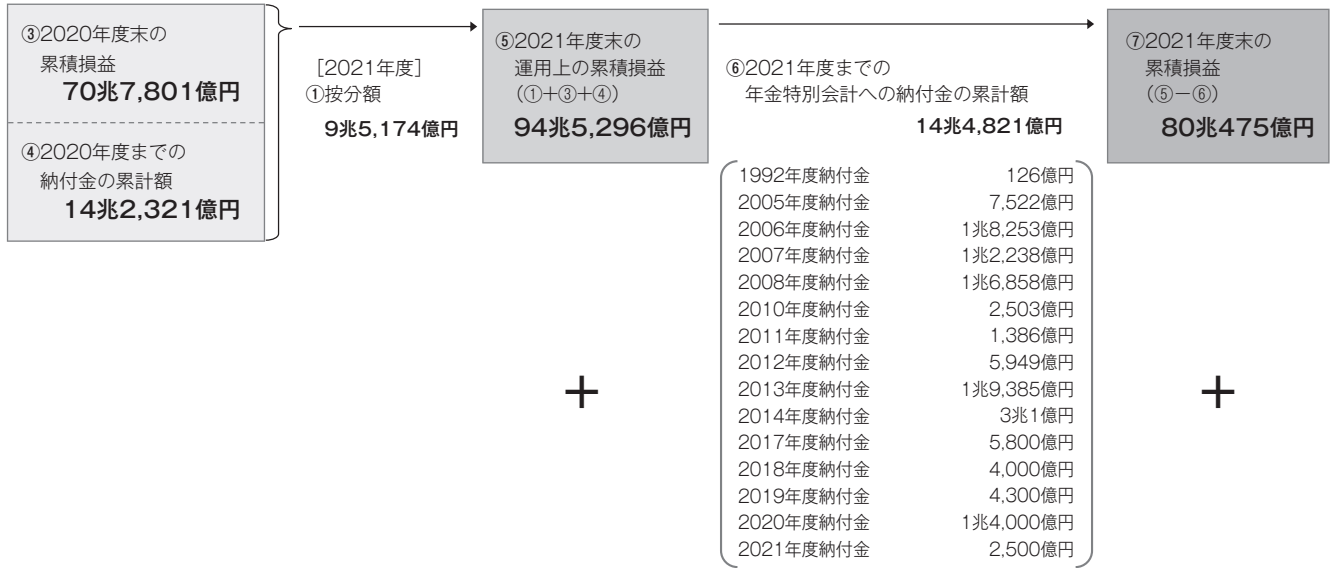
寄託金を管理する厚生年金勘定及び国民年金勘定の損益の合計は、黒字となりました。なお、旧事業団において資金運用事業を開始した1986年度以降の累積損益では82兆8,555億円の黒字となりました。これに年金特

別会計への納付金の累計額17兆5,929億円を戻し加えた運用上の累積損益は、100兆4,484億円の黒字となりました。

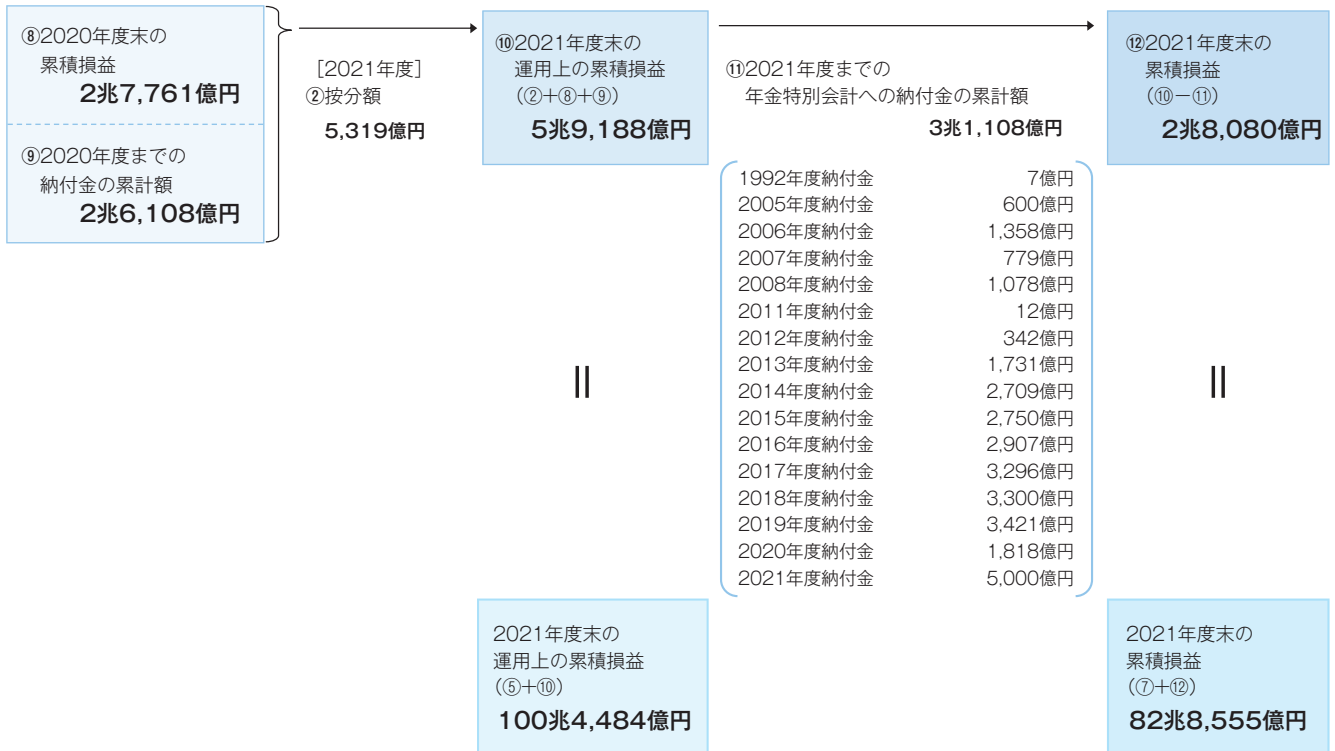
2021年度総合勘定の各勘定への損益額の按分



厚生年金勘定の累積損益



国民年金勘定の累積損益



(注) 四捨五入のため、各数値の合算は合計と必ずしも一致しません。

[2] 承継資金運用勘定の廃止

① 年金積立金運用の仕組み

ア. 2000年度まで

年金積立金は、2000年度までは、法律によりその全額を旧大蔵省資金運用部（現財務省財政融資資金、以下「旧資金運用部」といいます。）に預託することが義務付

けられていました。一方、1986年度から2000年度までの間、旧事業団は、旧資金運用部から長期借入金を借り入れて資金運用事業を行っていました。

イ. 2001年度以降

2001年4月に財政投融资制度改革が行われ、預託義務は廃止され、厚生労働大臣による年金積立金の市場運用が実施されることとなりました。これに伴い、旧資金運用部に預託されていた積立金は順次償還されることとなり、償還された積立金は一部を除いて厚生労働大臣が

ら旧基金（2006年度以降はGPIF）に寄託されることとなりました。

また、旧事業団は2000年度末に廃止され、旧事業団で行っていた資金運用事業は旧基金（2006年度以降はGPIF）に引き継ぐこととされました。

② 承継資金運用勘定の仕組み

2000年度末の旧事業団廃止に伴い、法律により、旧事業団で行っていた旧資金運用事業については、旧基金（2006年度以降はGPIF）が引き継ぐこととされ、この業務に係る経理について承継資金運用勘定が設けられました。

運用については、法律により、寄託金（厚生年金勘定及び国民年金勘定）及び承継資産（旧事業団が旧資金運用部から資金を借り入れて運用を行っていた資産）を、

総合勘定において合同して運用することとされたことから、承継資金固有のポートフォリオは設けずに、寄託金と同一の基本ポートフォリオに基づき一体的に管理運用を行ってきました。

各年度に発生した総合勘定の損益額については、法律に基づき、寄託金及び承継資産の元本に応じて、厚生年金勘定、国民年金勘定及び承継資金運用勘定に按分することとされていました。

③ 承継資金運用勘定の廃止

2000年度末の旧事業団廃止に伴い、法律により、旧事業団で行っていた旧資金運用事業については、旧基金（2006年度以降はGPIF）が承継しましたが、借入資金の返済利子を上回る運用収益が得られず、2010年度末で承継資金運用勘定の累積利差損益は、－2兆9,907億円となりました。

また、2010年度で借入金の償還が終了したことから、GPIF法の規定に基づき、承継資金運用勘定は

2011年4月1日に廃止し、この累積利差損益については、同日に総合勘定に帰属させ、さらに同法施行令の規定に基づき厚生労働大臣の定めるところにより、厚生年金勘定に－2兆7,908億円、国民年金勘定に－1,999億円を按分しました。

（注）承継資金運用勘定の詳細については、GPIFのホームページ(<https://www.gpif.go.jp/operation/succession-fund/>)をご参照ください。

[3] 財投債による運用の終了

GPIFでは、2001年度から2007年度までに厚生労働大臣の指示に従って財政融資資金特別会計から財投債を直接引き受けました。引き受けた財投債は全て満期保有目的債券として区分し、財投債ファンドで管理・運用を行っていました。

しかし、2020年度において、寄託金償還及び国庫納付に充当するため、経済合理性の観点等から、2021年1月末に財投債の会計区分を満期保有目的債券から売買目的有価証券に変更し、財投債を全て売却しました。

[4] 役員の経歴

上から、役職、氏名、任期、経歴の順に記載しています(2022年4月1日時点)。



経営委員長

やまぐち ひろひで

山口 廣秀

自 2021年4月1日 至 2026年3月31日

1974年4月: 日本銀行 入行	2001年6月 : ニューヨーク大学 日米経営経済研究センター 客員学術研究員(～2002年7月)
1983年2月: 同 ロンドン事務所駐在 (～1985年8月)	2004年7月 : 日本銀行 企画局長
1995年5月: 同 営業局 金融課長	2006年2月 : 同 理事
1996年5月: 同 高松支店長	2008年10月: 同 副総裁(～2013年3月)
1998年5月: 同 経営企画室参事	2013年7月 : 日興リサーチセンター (株) 理事長(現任)



経営委員

あらい とみお

新井 富雄 (2017年10月1日就任)

自 2020年4月1日(再任) 至 2025年3月31日

1973年4月: (株)野村総合研究所入社
2004年3月: 東京大学大学院経済学研究科教授
2014年6月: 同 名誉教授(現任)
2021年4月: 東京都立大学大学院経営学研究科特任教授(現任)



経営委員

うちだ たかかず

内田 貴和 (2020年7月1日就任)

自 2022年4月1日(再任) 至 2027年3月31日

1983年4月: 三井物産(株)入社
2020年4月: 同 代表取締役副社長執行役員 CFO
2022年4月: 同 取締役(現任)



経営委員

おうみ なおと

逢見 直人

自 2022年4月1日 至 2027年3月31日

1976年4月 : ゼンセン同盟書記局入局
2005年10月: 日本労働組合総連合会副事務局長
2012年11月: UAゼンセン会長
2012年12月: 日本労働組合総連合会副会長
2015年10月: 同 事務局長
2017年10月: 同 会長代行
2021年10月: 同 顧問(現任)



経営委員兼監査委員

お ざ き み ち あ き
尾崎 道明

自 2021年7月1日 至 2025年度の財務諸表承認日

1978年4月: 検事任官	2010年12月: 公安調査庁長官
1999年9月: 法務省刑事局国際課長	2014年1月: 高松高等検察庁検事長
2001年4月: 法務総合研究所国際協力部長	2014年7月: 大阪高等検察庁検事長
2005年1月: 外務大臣官房監察査察官	2015年12月: 退官
2006年4月: 甲府地方検察庁検事正	2016年2月: 弁護士登録
2008年6月: 法務省矯正局長	2016年5月: 弁護士法人 瓜生・糸賀法律事務所特別顧問(現任)



経営委員

か と う や す ゆ き
加藤 康之 (2017年10月1日就任)

自 2021年4月1日(再任) 至 2026年3月31日

1980年4月: (株)野村総合研究所入社
1997年4月: 野村證券(株)入社
2011年4月: 京都大学大学院教授
2015年5月: 同 特定教授
2018年4月: 首都大学東京大学院(現東京都立大学大学院)特任教授(現任)
2019年4月: 京都大学大学院客員教授(現任)
2021年4月: 京都先端科学大学総合研究所教授
2021年5月: 京都先端科学大学国際学術研究院教授(現任)



経営委員兼監査委員

こ み や ま さ か え
小宮山 榮 (2017年10月1日就任)

自 2020年4月1日(再任) 至 2024年度の財務諸表承認日

1988年10月: 英和監査法人(現有限責任あずさ監査法人)入所
1992年10月: (株)トミー (現(株)タカラトミー)嘱託
2000年3月: 太田昭和監査法人(現EY新日本有限責任監査法人)入所
2014年4月: イマニシ税理士法人入所



経営委員

ね も と な お こ
根本 直子 (2017年10月1日就任)

自 2020年4月1日(再任) 至 2025年3月31日

1983年4月: 日本銀行入行
1991年4月: 同 退行
1994年9月: スタンダード&プアーズ・レーティング・ジャパン(株)入社
2005年4月: 同 マネジング・ディレクター
2016年3月: 同 退社
2016年4月: アジア開発銀行研究所エコノミスト
2019年4月: 早稲田大学大学院経営管理研究科教授(現任)
2021年5月: アジア開発銀行研究所 退所



経営委員兼監査委員

ほりえ さだゆき
堀江 貞之

自 2017年10月1日 至 2021年度の財務諸表承認日

1981年4月：(株)野村総合研究所入社
 1999年10月：野村アセットマネジメント(株) IT 第一運用室長
 2004年4月：(株)野村総合研究所上席研究員
 2017年9月：同 退社



理事長

みやぞの まさたか
宮園 雅敬

自 2020年4月1日 至 2025年3月31日

1976年4月：農林中央金庫入庫	2003年6月：同 総合企画部長
1991年6月：同 資金証券部資金課長	2004年6月：同 常務理事
1993年6月：同 総務部総務課長	2007年6月：同 専務理事
1996年1月：同 熊本支店長	2011年6月：同 代表理事副理事長兼経営管理委員
1997年7月：同 総合企画部副部長	2018年6月：同 代表理事副理事長兼経営管理委員 退任
1999年7月：同 総務部副部長	2019年4月：企業年金連合会理事長
2001年6月：同 秘書役	2020年3月：同 理事長退任
2002年6月：同 人事部長	



理事(総務・企画等担当)

もり こうたろう
森 浩太郎

自 2022年4月1日 至 2024年3月31日

1988年4月：厚生省入省	2012年11月：厚生労働省大臣官房参事官(資金運用担当)
2003年8月：厚生労働省年金局運用指導課年金運用企画官	2015年10月：厚生労働省医薬・生活衛生局総務課長
2005年4月：厚生労働省医薬食品局総務課医薬品副作用被害対策室長	2016年6月：医薬品医療機器総合機構総括審議役
2007年8月：財務省主計局主計企画官、主計局法規課公会計室長	2017年10月：年金積立金管理運用独立行政法人審議役
2009年8月：ジェトロ・ニューヨーク・センター	



理事(管理運用業務担当)兼CIO

うえだ えいじ
植田 栄治 (2020年4月1日就任)

自 2022年4月1日(再任) 至 2024年3月31日

1991年4月：ゴールドマン・サックス証券会社東京支店入社 債券部外国債券トレーディング部	2009年2月：同社債券・為替・コモディティ部門共同統括 アジアリスク委員会議長 グローバルリスク委員会委員
1995年10月：Goldman Sachs and Company (ニューヨーク勤務) 米国債トレーディング部	2012年1月：アジア証券部門共同統括
1996年4月：ゴールドマン・サックス証券会社東京支店 日本国債トレーディング部	2012年4月：Goldman Sachs Asia LLC. (香港勤務)
2000年11月：マネージング・ディレクター	2015年7月：ゴールドマン・サックス証券株式会社(東京勤務)
2006年10月：ゴールドマン・サックス証券株式会社 (ゴールドマン・サックス証券会社より営業譲受)	2016年3月：ゴールドマン・サックス証券株式会社 取締役(兼務)
	2019年3月：アドバイザリー・ディレクター
	2019年5月：ゴールドマン・サックス証券株式会社 取締役 退任
	2019年12月：退任

行 動 規 範

【1】社会的な使命

- ◆ 私たちは、厚生年金と国民年金の給付の財源となる年金積立金をお預かりして管理・運用を行い、その収益を国に納めることにより、年金事業の運営の安定に貢献することを使命とします。

【2】受託者としての責任

- ◆ 私たちは、年金積立金が将来の年金給付の貴重な財源となることを認識し、専ら被保険者の利益のために、慎重な専門家（ブルーデント・エキスパート）としての注意を払い、受託者としての責任を果たすことを誓います。なお、経営委員会の委員長及び委員は、かかる責任を果たすにあたり、所属する機関の利益を考慮しません。

【3】法令等の遵守と高い職業倫理の保持

- ◆ 私たちは、法令等と社会規範を遵守するとともに、年金積立金の管理・運用に携わる社会的な責任を自覚し、国民の疑惑や不信を招くことの無いよう、高い職業倫理を保持して行動します。

【4】秘密保持義務の遵守と保有財産の保護

- ◆ 私たちは、非公表の投資方針や投資行動など業務上知り得た秘密を厳しく管理し、私的利用や不正流用をしません。
- ◆ 私たちは、GPIFが保有する有形・無形の財産（例えば、文書、情報、システム、ノウハウなど）を、GPIFのため有効に利用するとともに、適切に保護・管理します。

【5】自己又は第三者の利益追求の禁止

- ◆ 私たちは、GPIFにおけるその職務や地位を自己（親族を含む）又は第三者の利益のために利用しません。
- ◆ 私たちは、GPIFに不利益を及ぼすような利得行為を行いません。

【6】公正な取引

- ◆ 私たちは、国内外における公正な取引慣行を尊重し、すべての取引関係者に対して公正に接します。
- ◆ 私たちは、反社会的な勢力又は団体との一切の取引を行いません。

【7】適切な情報開示

- ◆ 私たちは、国民の皆様に対する情報公開、広報活動の充実を図ります。
- ◆ 私たちは、法令等で開示が義務付けられた財務諸表等や業務概況書の信頼性と適正性を確保します。
- ◆ 私たちは、勤務時間内外ともに、自己の対外的な活動（出版、講演、取材対応、ソーシャルメディアの利用等）がGPIFの信用に影響を与えることを常に認識して行動します。

【8】個人の働きと組織の発展

- ◆ 私たちは、自己研鑽と専門性の向上に努め、コミュニケーションとチームワークを大切に、一人ひとりが個性と能力を発揮して、GPIFの使命達成のために努力します。
- ◆ 私たちは、良好な職場環境を維持するために、一人ひとりの個性、能力、価値観、健康、プライバシー等を尊重するとともに、一切の差別行為及びハラスメント行為を行いません。

【9】違法行為、不正行為の報告

- ◆ 私たちは、役職員等について法令等の違反行為や不正行為（これらが生じるおそれのある場合を含みます。）を発見したときは、内部通報制度の利用も含め、GPIFに対して迅速に報告します。
- ◆ 私たちは、上記の報告があったときは、内部規程に基づき、必要な調査を実施し、その是正や再発防止のための措置を講じます。

刊行冊子等



2020年度 ESG 活動報告

https://www.gpif.go.jp/investment/GPIF_ESGReport_FY2020_J.pdf

(注)2021年度 ESG 活動報告は2022年夏に下記ページにて公表予定です。

<https://www.gpif.go.jp/esg-stw/>



2020年度 ESG 活動報告 別冊

「GPIF ポートフォリオの気候変動リスク・機会分析」

https://www.gpif.go.jp/investment/GPIF_ESGReport_FY2020_EX_J.pdf



2021/22年 スチュワードシップ活動報告

https://www.gpif.go.jp/esg-stw/StewardshipReport_2021.pdf

年金積立金管理運用独立行政法人 2021年度 業務概況書

本誌は、年金積立金管理運用独立行政法人法第26条第1項及び厚生年金保険法第79条の8第1項に基づいて作成し、公表するものです。

お問い合わせ

年金積立金管理運用独立行政法人 企画部 企画課

〒105-6377

東京都港区虎ノ門1-23-1 虎ノ門ヒルズ森タワー 7階

TEL:03-3502-2486 (ダイヤルイン)

FAX:03-3503-7398

URL:<https://www.gpif.go.jp/>



GPIF Homepage



GPIF YouTube channel



GPIF Twitter



For All Generations