



2024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



2024年度 業務概況書 | 目次／情報マップ

2024年度の運用実績一覧・トピックス	3・4
---------------------	-----

メッセージ・ごあいさつ	5・6
-------------	-----

GPIFの紹介	7
---------	---

2024年度の概況	19
-----------	----

2024年度の運用を振り返って	21
-----------------	----

第1部 2024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	43
3 運用リスク管理に関する基本的考え方等	51
4 各資産の運用状況	56
5 オルタナティブ資産の運用	61
6 スチュワードシップ責任	72
7 サステナビリティ投資	80
8 その他主要な取組	87
9 その他	92

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	93
2 組織・内部統制体制	96

第3部 資料編

1 ベンチマークインデックスの推移(2024年度)	103
2 運用実績等の推移	104
3 運用手法・運用受託機関別運用資産額等	108
4 保有全銘柄	120
5 その他	122

運用実績やトピックスを
一覧で確認したい

経営委員長メッセージ

理事長あいさつ

GPIFの組織や役割について
知りたい

2024年度の
管理運用状況について
しっかり確認したい

各種データについて
詳細に確認したい

2023年度以降の数値は、原則として約定日(売買の執行日)を基準日として、元本の増減を反映しています。また、自家運用で実施する株価指数先物取引の想定元本等を反映しています。(2022年度以前の数値では受渡日(売買の決済日)を基準日として元本の増減を反映しています。また、一部を除き自家運用で実施する株価指数先物取引の想定元本等を反映していません。)



HP

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

GPIFのご紹介

年金積立金の運用とは

管理・運用状況

ESG・スチュワードシップ

運用の多様化

調達・規程・情報公開



よくあるご質問

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

用語集

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

データ集

<https://www.gpif.go.jp/operation/the-latest-results.html>

YouTube



GPIFって、なに?

GPIFって、こんな職場!?若手職員対談

教えて!GPIF先輩♡GPIFの基本ポートフォリオって、なに?



2024年度 サステナビリティ投資報告

(2025年8月下旬に下記ページにて公表予定)

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

2024/25年 スチュワードシップ活動報告

[https://www.gpif.go.jp/
esg-stw/26487392gpif/
StewardshipReport_2024.pdf](https://www.gpif.go.jp/esg-stw/26487392gpif/StewardshipReport_2024.pdf)

年金積立金管理運用独立行政法人 2024年度業務概況書

業務概況書は、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。2024年度業務概況書(正本、指数に係る各指数会社免責事項(ディスクレイマー)を掲載)については、年金積立金管理運用独立行政法人(GPIF)のHP(<https://www.gpif.go.jp/operation/>)を参照ください。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。

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/>

2024年度の運用実績一覧

▶ 詳細は23ページから
42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

市場運用開始以降の累積の年率換算値 [2001年度～2024年度]

+3.99%



超過収益率
(複合ベンチマーク対比)

2024年度

+0.09%

第4期中期目標期間 [2020年度～2024年度]

+0.43% 累積



収益率

2024年度

0.71% 年率

市場運用開始以降 [2001年度～2024年度]

4.20% 年率

収益額
(うち、インカムゲイン)

1兆7,334億円 年間
(4兆6,788億円[年間])

155兆5,311億円 累積
(55兆8,689億円[累積])



運用資産額

2024年度末時点

249兆7,821億円



資産構成割合
(年金積立金全体)

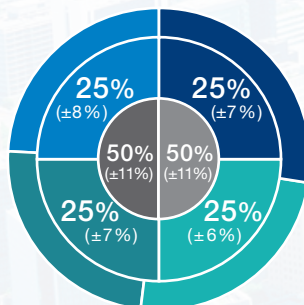
内側：基本ポートフォリオ
(カッコ内は乖離許容幅)
外側：2025年3月末

国内株式

23.94%
61兆6,186億円

外国株式

24.05%
61兆9,188億円



国内債券

27.64%
71兆1,500億円

外国債券

24.37%
62兆7,302億円



各資産への配分・
回収額

国内債券

+52,569億円

外国債券

+12,881億円

国内株式

+9,387億円

外国株式

-53,594億円



管理運用委託手数料額
(管理運用委託手数料率)

373億円
(0.01%)



運用収益から年金
特別会計への納付額

2024年度

3,202億円

市場運用開始以降 [2001年度～2024年度]

18兆7,199億円 累積

2024年度のトピックス

1 安定的なポートフォリオ管理

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に対応して、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。

2024年度は、内外債券の金利が上昇し、また株価の変動が大きい市場環境でしたが、株価指数先物や債券先物などを活用して、きめ細やかなリバランスを実施するとともに、基本ポートフォリオからの乖離状況を様々なリスク要因や投資戦略ごとに複眼的かつ多角的に分析するなど、基本ポートフォリオに基づく運用の高度化を進めました。

また、2025年度からの第5期中期目標期間に向け、新しい基本ポートフォリオを策定しました。

2 超過収益獲得に向けた運用の高度化・多様化

GPIFの運用目標は、長期的な運用目標(実質的な運用利回り)を達成するために基本ポートフォリオに基づく運用を着実に実施することに加え、複合ベンチマーク収益率(基本ポートフォリオの市場平均収益率)に対する超過収益の獲得を目指すことです。

2024年度は、株式アクティブファンドの安定的な運用、外国株式レンディングの再開、ESG指数投資におけるGPIFが意図しないリスク(政策ベンチマークと親指数(ESG指数の元となる指数)の差)を管理・抑制するパッシブファンドの導入、オルタナティブ資産におけるファンドの案件選定能力の分析の高度化などを行い、超過収益の獲得に努めました。

こうした取組により、第4期中期目標期間(2020年度～2024年度)の累積超過収益率は+0.43%となりました。

なお、GPIF設立以降の19年間(2006年度～2024年度)の超過収益率(年率)は、-0.02%となりました。

3 新たな投資方針等の策定

政府において、2024年8月に「アセットオーナーの運用・ガバナンス・リスク管理に係る共通の原則(アセットオーナー・プリンシプル)」が策定されました。GPIFは、同年9月、その趣旨に賛同して受け入れるとともに、「アセットオーナー・プリンシプル取組方針」を策定しました。

また、2025年3月、ESGやインパクトを考慮した投資などを含む「サステナビリティ投資」の基本的な考え方や目的等を示す「サステナビリティ投資方針」を策定しました。



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名で構成されています。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。

2024年度の内外情勢を振り返りますと、国際政治は、戦争リスクや地政学リスクが一段と高まり、ナショナリズムも台頭するなど緊張の度を強めています。世界景気は、全体として弱め弱めに振れてきています。米国が辛うじて底堅さを維持する一方、欧州は下振れを続け、中国は深刻な後退局面に入っています。日本も、持ち直しつつあるとはいえ、力強さには欠けています。このように内外情勢が厳しさを増しているうちに、トランプ政権の関税を梃子と

する変化の激しい政策運営もあって、国際金融資本市場はこのところ極めて不安定な動きを示しています。

GPIFとしては、このような難しい環境の中で、リスクとリターンの適正なバランスを確保すべく、従来にも増して運用の高度化・多様化を図ると同時に、リスクの軽減策にも力を注いでいます。また、組織運営面でも、情報システムの整備を図るなど、運用面での効率化・適正化のための体制構築に努めています。経営委員会は、執行部と緊密に連携しつつ、国民の皆様の信頼を得られるようなガバナンスを発揮してきていると考えています。

2025年度に入って世界経済は、いわば貿易戦争の様相を呈するなど一段と予断を許さない状況となっています。GPIFは、様々な情勢変化に対し機動的かつ柔軟に対応しながら、国民の皆様の期待に応えられるよう全力を傾けていく考えです。今後ともご理解とご支援のほど宜しくお願い致します。

年金積立金管理運用独立行政法人
経営委員長



- | | |
|--------------------|--------------------|
| ① 板場 建(いたば けん) | ⑥ 加藤 康之(かとう やすゆき) |
| ② 久保田 政一(くぼた まさかず) | ⑦ 小宮山 榮(こみやま さかえ) |
| ③ 本多 俊毅(ほんだ としき) | ⑧ 山口 廣秀(やまぐち ひろひで) |
| ④ 相原 康伸(あいはら やすのぶ) | ⑨ 白須 洋子(しらす ようこ) |
| ⑤ 尾崎 道明(おざき みちあき) | ⑩ 内田 和人(うちだ かずと) |

山口 廣秀

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。

2024年度の運用結果は、国内株式市場は下落、外国株式市場は上昇する一方でわずかに円高となったこと等により、年度ベースで0.71%の小幅なプラス収益となりました。

米国連邦準備制度理事会(FRB)や欧州中央銀行(ECB)等が利下げプロセスに入ったものの、米新政権による関税政策に対する市場参加者の思惑等もあり、欧米の主要国における国債利回りは上昇しました。日本銀行は利上げを行い、政策金利が2008年9月以来の高水準となったこと等により、国債利回りも上昇しました。国内外の金融政策の方向性の違いから為替は対ドル・対ユーロで円高となりました。株式市場では、日米欧いずれにおいても主要指数が一時史上最高値を更新する場面もあり、米国と欧州の株式市場は上昇しましたが、国内株式は下落しました。

2020年度より始まった第4期中期目標期間は2024年度に終了しました。この間の世界における経済金融環境は、新型コロナウイルスによる急速かつ大幅な景気悪化に直面しましたが、主要国による財政・金融面から政策総動員を受けて急回復し、株式市場やクレジット市場は大きく持ち直しました。一方で、欧州や中東の地政学リスクに伴

う資源価格の高騰やボトルネック(供給不足)がインフレ圧力を高め、先進国で利上げが実施されました。足元では、米新政権が関税を大幅に引き上げる動きを示したことなどを受け金融市場も大きな動きが続いています。

このようにポートフォリオ管理が難しい局面が続く中で、リスク管理に努めつつ、安定的な運用に努めた結果、GPIFが運用する資産は、2024年度末で約250兆円となりました。この規模の運用資産を一つのポートフォリオとして運用する投資家は世界にも類例がありません。

GPIFは、安定的なリターンを確保するために運用やリスク管理を高度化させるとともに、これを支えるミドル・バックの体制強化を進めております。また、運用資産全体の長期的なリターン向上に資するサステナビリティ投資への取組も積極的に推進していきます。こうした活動を通じて被保険者の皆様の信頼にこたえ、国民生活の安定に貢献すべく、経営委員会とともに、役職員一同、不断の努力を続けていく所存です。

今後とも、皆さまのご理解と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

内田和人

1

GPIFについて

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、国民の皆様にわかりやすくご説明いたします。



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を、その時々の高齢者世代の年金給付に充てる「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

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、93～95ページをご覧ください。

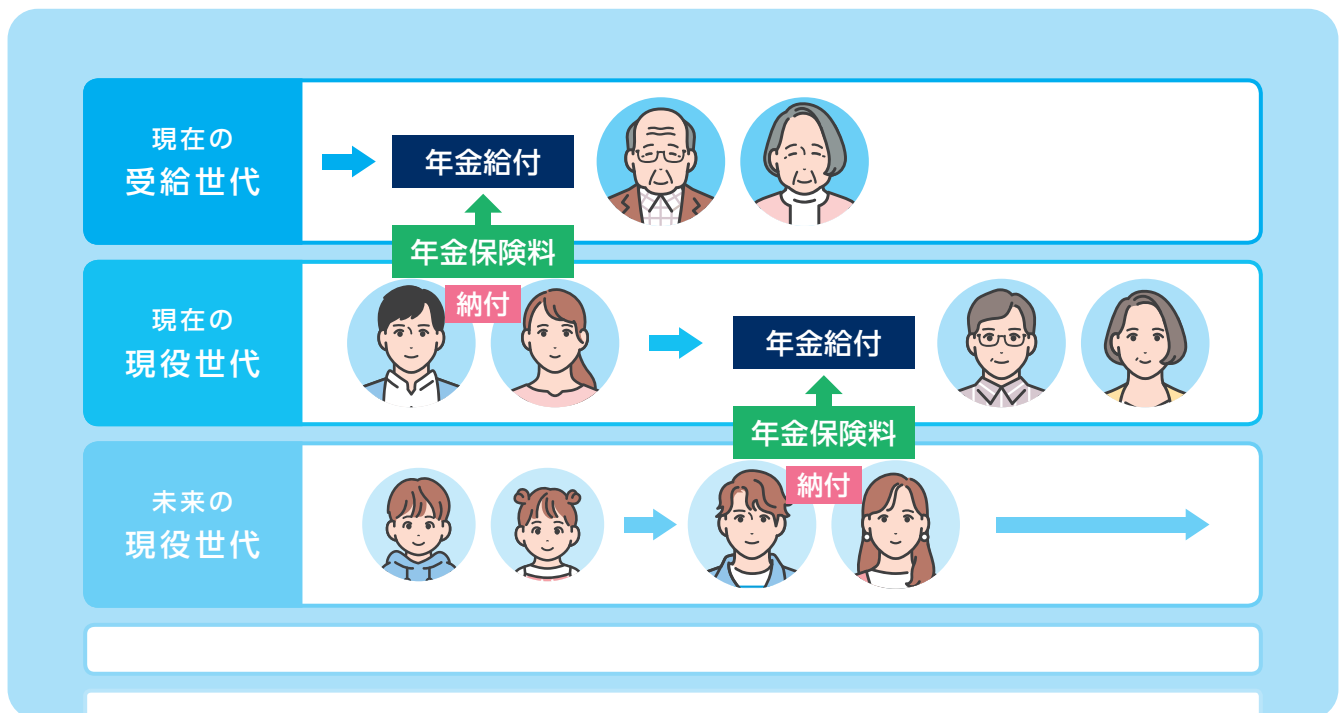
(注)国民の皆様にはわかりやすくお伝えするため、一部情報を簡略化しています。画像は全てイメージです。

1 CHECK

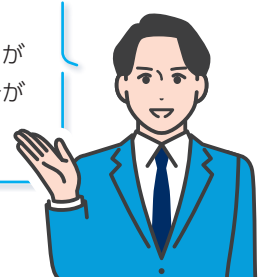
まずは、日本の年金制度について、
改めて確認してみましょう。



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を、その時々の高齢者世代の年金給付に充てています。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。



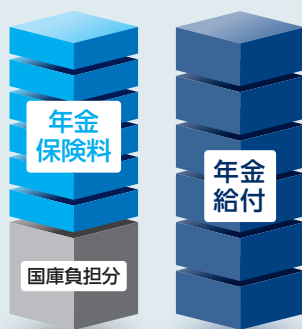
人口が減っている時代。どんな心配があるのでしょうか？

日本の人口が減ると、 年金はどうなるのでしょうか？

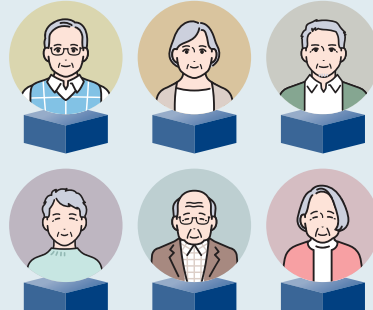


このまま少子高齢化が進むと、
将来の現役世代の負担が
大きくなりすぎてしまうかもしれません。

現役世代



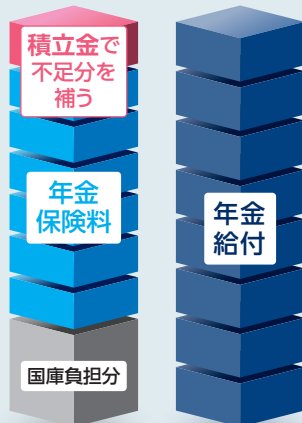
受給世代



現役世代人口が少なくなる



少子高齢化で…



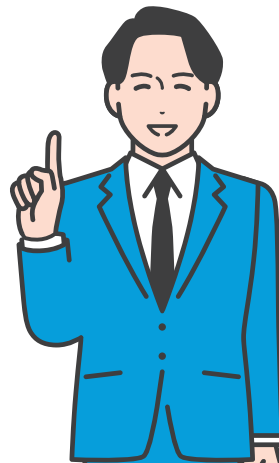
受給世代人口は多くなる



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。

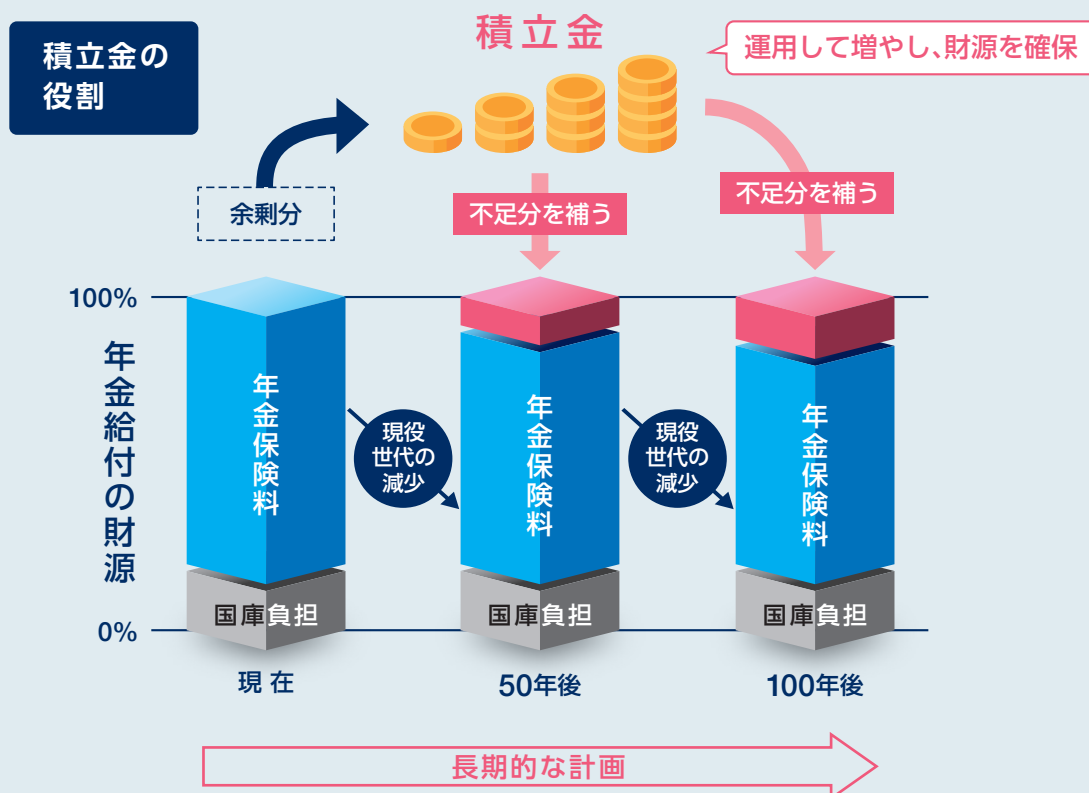
積立金の役割について、詳しく見てみましょう。

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

Pension = 年金

Investment = 投資

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、将来の現役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。また、将来にわたって年金財政の安定化を図ることを目的に年金積立金は活用されます。

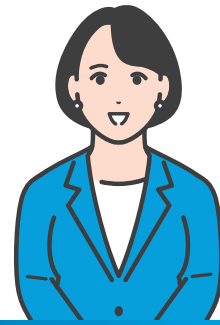
2

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。

1 POINT

長期分散投資を基本としています。

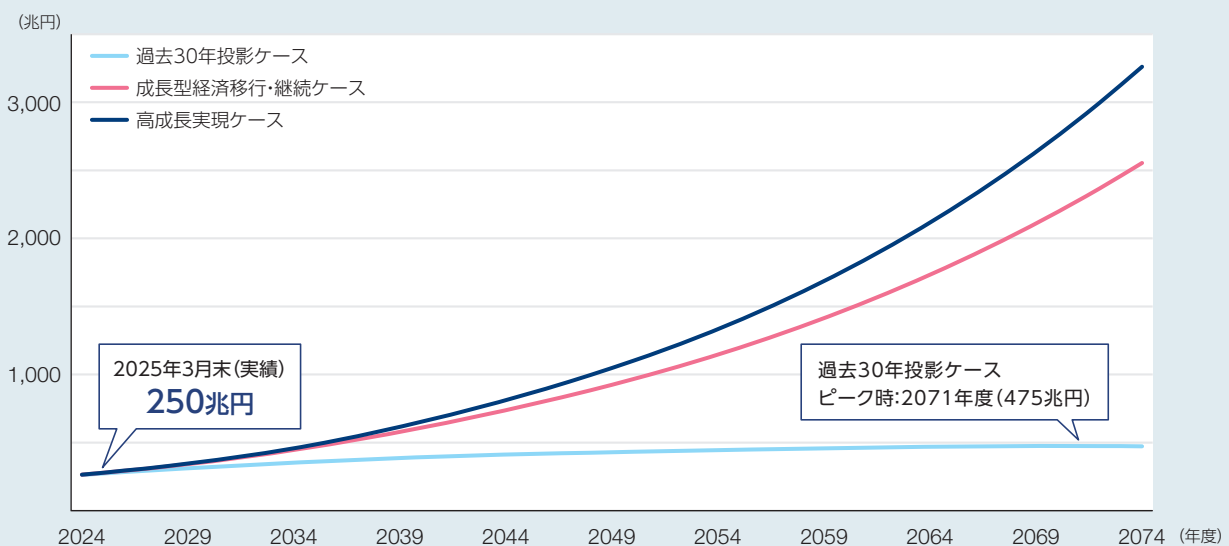


1 長期的な観点から投資を行っています。

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ただちに取り崩す必要が生じるものではない資金です。このため、一時的な市場の変動に過度に捉われる必要はなく、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50年間の年金積立金の見通し(2024年財政検証)

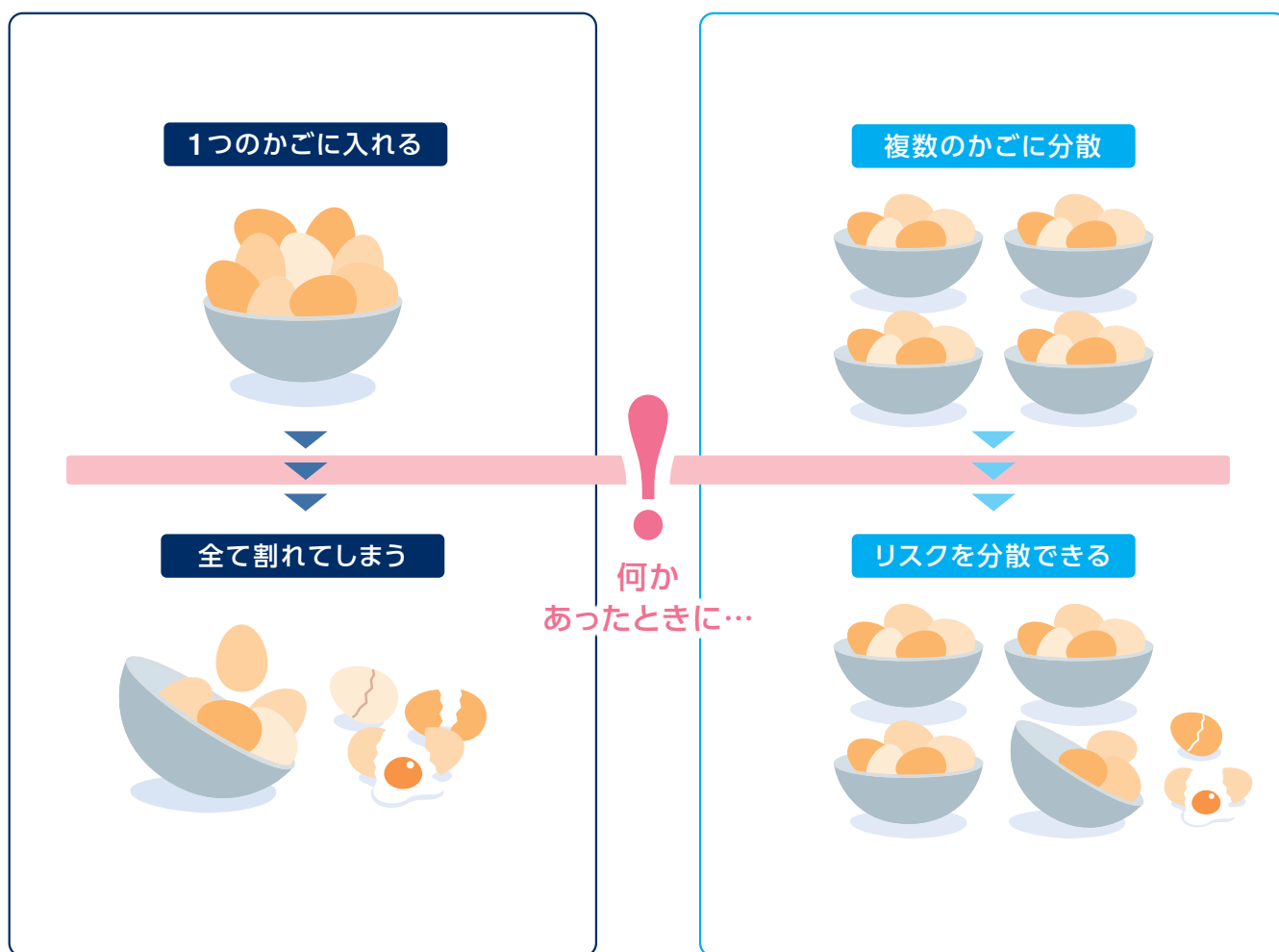


(注)各ケースの詳細は45ページをご覧ください。

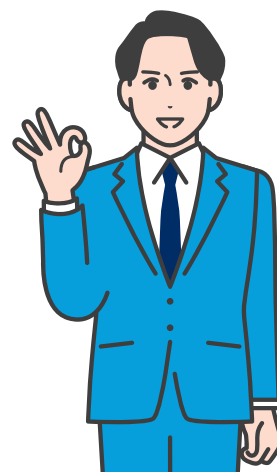
2 分散して投資を行っています。

GPIFが運用している資産は約250兆円と巨額の規模です。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国内外の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。



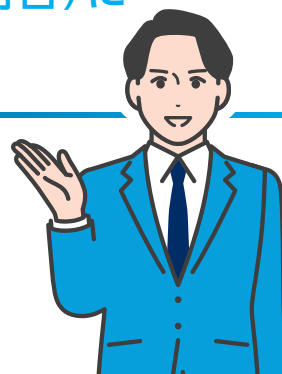
この「長期投資」と「分散投資」の組み合わせにより、収益の安定を目指しています。



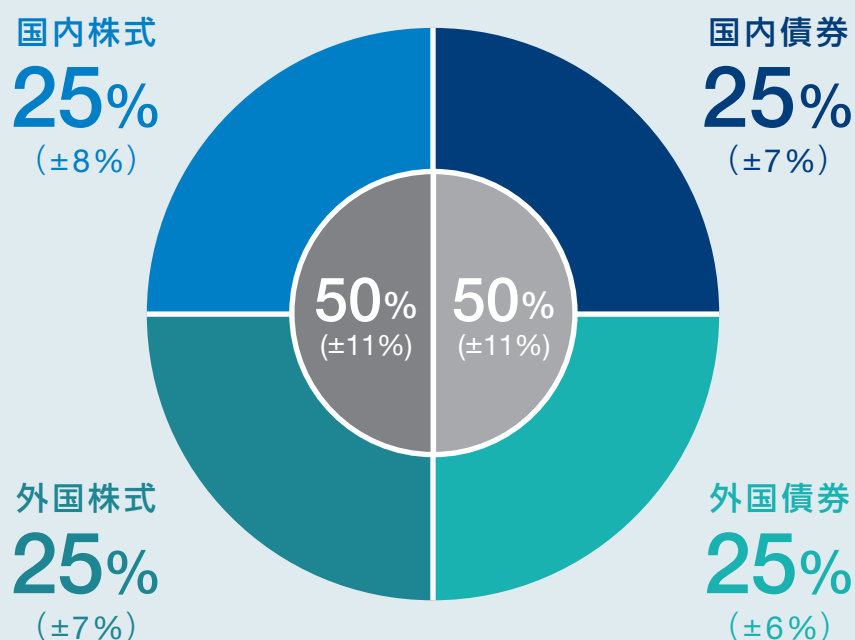
基本ポートフォリオ(基本となる資産構成割合)に基づいて運用を行っています。

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)に従って運用を行っています。



第4期中期目標期間の基本ポートフォリオ(2020年4月～2025年3月)



(注1) カッコ内は乖離許容幅です。

(注2) 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。

市場の変動に対応するため、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、この範囲内で機動的な運用を可能とする仕組みを設けています。

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。

▶ 2025年度からの第5期中期目標期間の基本ポートフォリオについては43ページ以下をご覧ください。

債券だけではなく、 株式も適切に組み入れています。



日本の国債金利は、これまで長期的に低下傾向にありましたが、直近では上昇傾向となっています。一方、物価や賃金の上昇を踏まえると、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^(注)。

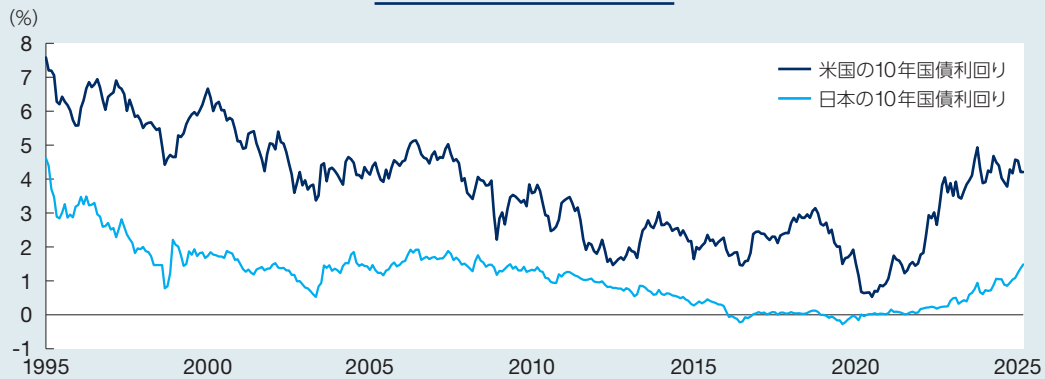
(注) 2024年度における基本ポートフォリオ策定に際して行った、年金積立金全額を国内債券で運用した場合の分析結果としても示されています。詳細はP48・49をご参照ください。

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。

GPIFは、基本ポートフォリオに基づく運用のために資産の入れ替え等(リバランス)を行うため、株式の売買を行っていますが、その際には、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。

日米の10年国債利回り



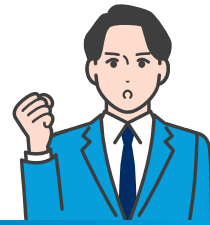
国内株式と外国株式の配当利回り



**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、ただちに取り崩す必要はありません(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。)。本格的に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。



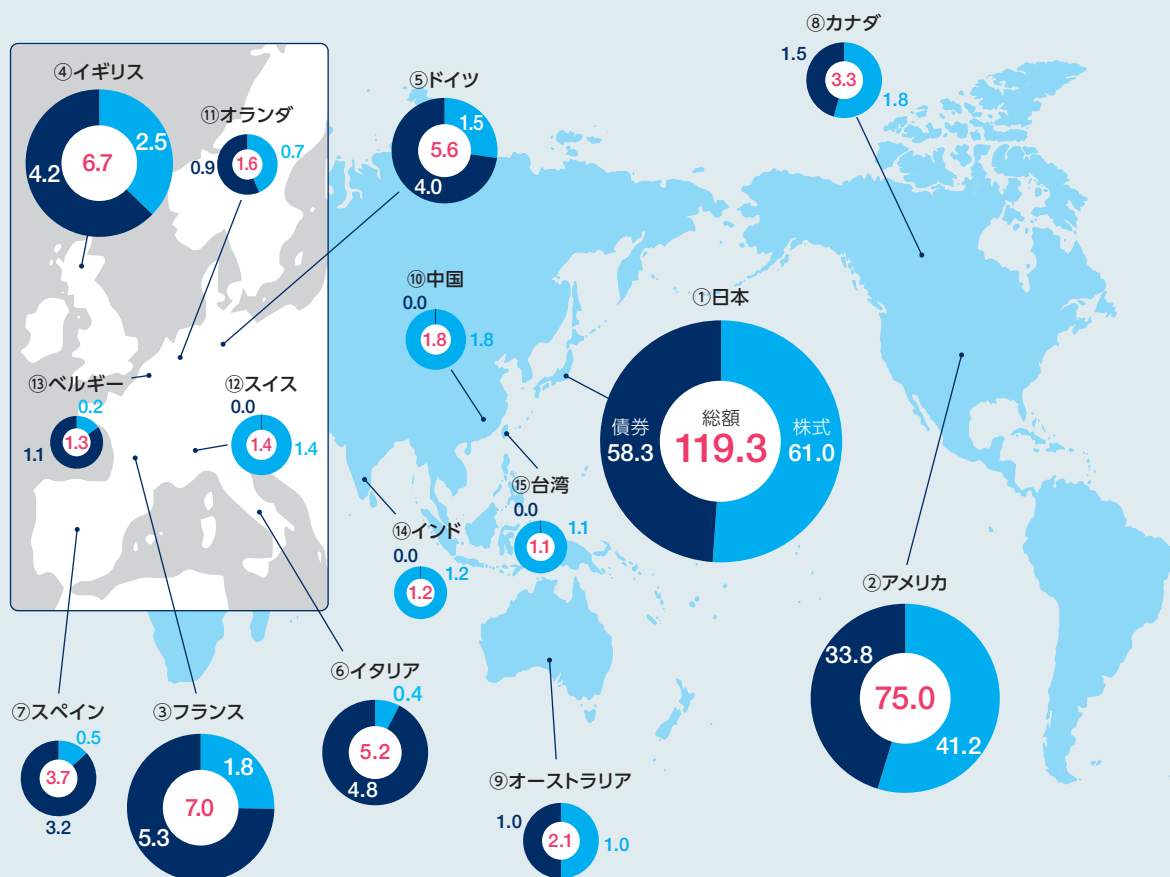
例えば、市場の変動により資産価格が一時的に下落したとしても、その後再び上昇すれば、長期的には影響がありません。しかし、場合によっては、当初の想定よりも長期間にわたり、資産価格の下落が継続することもあります。逆に、特定の資産価格が継続的に上昇を続けた場合に、その資産を保有していなければ、収益獲得の機会を逸し

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(兆円)

2025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やMMF (マネー・マーケット・ファンド) 等は除いて集計しています。
- (注3) オルタナティブ資産を含めて集計しています。なお、インフラストラクチャー及びプライベート・エクイティは「投資先企業が主に事業を行っている国」、不動産は「投資先不動産が登録されている国」に分類し、集計しています。
- (注4) 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。

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。

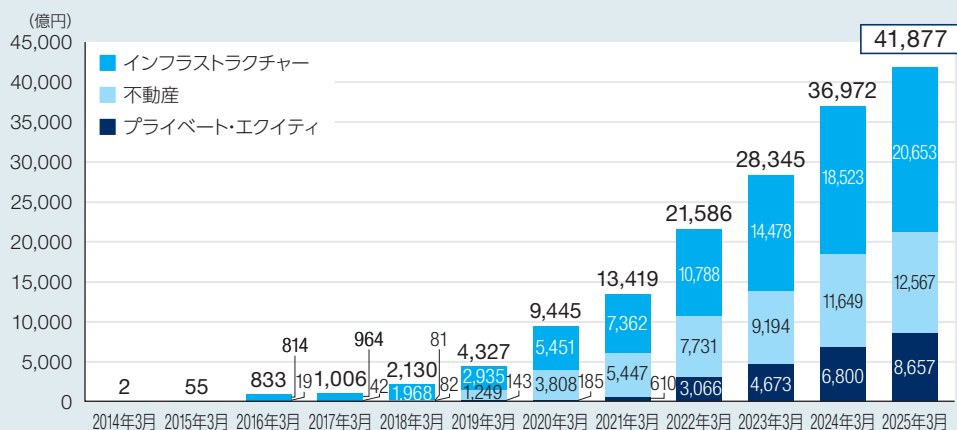
オルタナティブ資産とは伝統的な投資資産である上場株式・債券に対する「代替的(オルタナティブ)」な投資資産の総称です。オルタナティブ資産には多種多様な資産がありますが、GPIFでは「インフラストラクチャー(再生可能エネルギーなどのインフラ事業への投資)」、「プライベート・エクイティ(非上場株式への投資)」、「不動産(物流施設などの不動産への投資)」を運用の対象としています。



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、多くの投資家が日々売買する上場株式等とは異なり、取引が成立するまでに時間を要する一方で、オルタナティブ資産は高い利回りをもたらすとされています。

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、運用の効率性を向上させつつ、超過収益を獲得することを目指しています。

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などのサステナビリティ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などのサステナビリティを考慮した取組を推進しています。

GPIFのサステナビリティ投資は、法令や2025年3月に策定したサステナビリティ投資方針に従って、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し、市場全

体や社会の持続的かつ安定的(サステナブル)な成長を実現し、「サステナビリティに関するリスクの低減や市場の持続可能性の向上」と「市場平均収益率の確保」の両立を図ることによって、被保険者の「経済的利益」を長期的に確保する、という考え方のもとで推進しています。「社会問題の解決に貢献する」こと自体を目的とはしていません。



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的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などのサステナビリティも考慮に入れた「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などのサステナビリティを考慮した投資は、環境、社会、コーポレート・ガバナンスなど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。

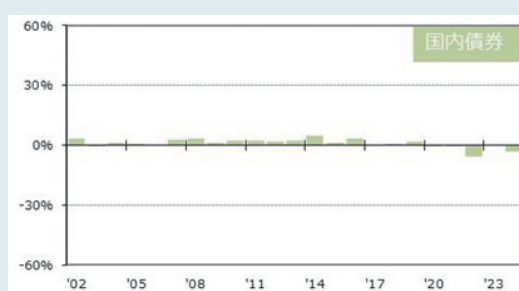
「世界の資本市場全体に幅広く分散して運用する投資家」(ユニバーサル・オーナー)かつ「世代をまたぐ投資家」(超長期投資家)という特性を持つGPIFが、長期にわたって安定した収益を獲得するためには、資本市場全体が持続的・安定的に成長することが重要で、このような認識のもと、GPIFはESGなどのサステナビリティ投資を推進しています。



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 2002年～2024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)は以下のとおりです。国内株式：0.01%、国内債券：0.01%
※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:Morningstar国内株式指数 国内債券:Morningstar国内債券指数
Copyright © 2025 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。

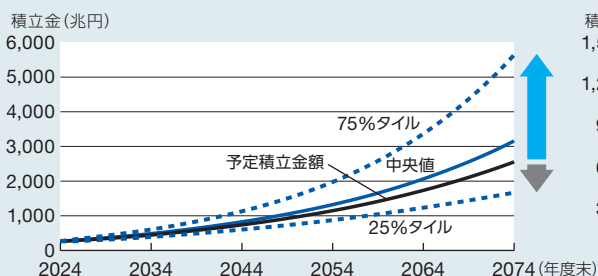
年金積立金の運用は、長期的な観点から安全かつ効率的に行うことが法律で定められています。また、厚生労働大臣が定めた「中期目標」においては、長期的に年金積立金の実質的な運用利回り(年金積立金の名目運用利回りから名目賃金上昇率を差し引いたもの)1.9%^(注)を最低限のリスクで確保することが要請されています。

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

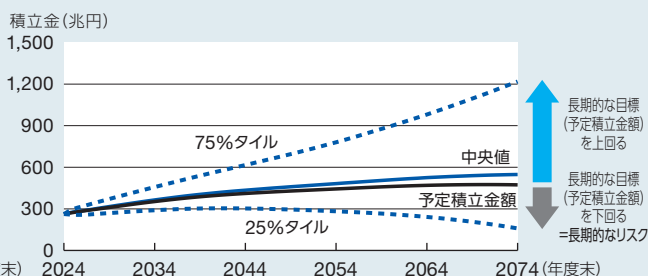
つ効率的に行うため、様々な指標を専門的に分析し、市場の一時的な変動による短期的なリターンの変動(ブレ幅)にも配慮しながら、長期的な収益が得られないリスクを抑えることを重視した運用を行っています。

(注)第5期中期目標期間(2025年度から2029年度まで)においては、2024年財政検証及び年金積立金の運用において将来合理的に GPIFに期待できる運用利回りの水準を踏まえ、実質的な運用利回り(年金積立金の名目運用利回りから名目賃金上昇率を差し引いたもの)1.9%が長期の運用目標として設定されています(詳しくは45ページをご覧ください)。なお、第4期中期目標(2020年度から2024年度まで)においては、実質的な運用利回り1.7%が長期の運用目標として設定されていました。

成長型経済移行・継続ケース



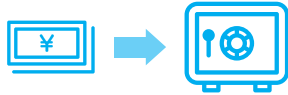
過去30年投影ケース





運用実績

▶ 詳細は23・24ページをご覧ください。



収益率
(収益額)

2024年度

0.71% [年率]

(1兆7,334億円[年間])

市場運用開始以降
[2001年度~2024年度]

4.20% [年率]

(155兆5,311億円[累積])



運用資産額

2024年度末時点

249兆7,821億円

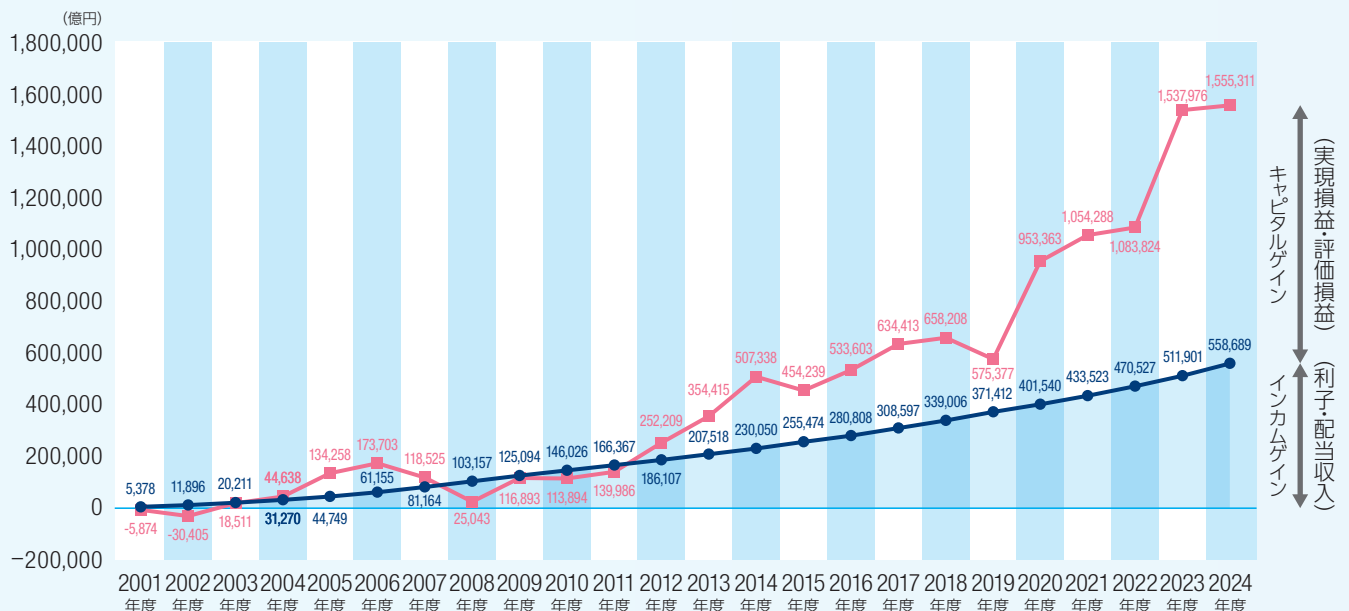
(注1)収益率及び収益額は2024年度末での時価による評価であるため評価損益を含んでいます。
(注2)約定日ベースで算出しています。また、株価指数先物取引の想定元本等を加味しています。

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得ています。

GPIFの運用資産額は、時価により評価しています。時価とは、例えば市場で売却したと想定した場合の価格などが該当します。時価の変動に伴いGPIFの運用資産額は短期的に大きく変動することもあります。上述のとおり、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。

市場運用開始後の累積収益額 [2001年度~2024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]

+3.99%[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(名目運用利回りから名目賃金上昇率を差し引いたもの)1.9%を最低限のリスクで確保することとされています。(なお、第4期中期目標(2020年度から2024年度まで)においては、長期的に実質的な運用利回り1.7%を確保することとされていました。)

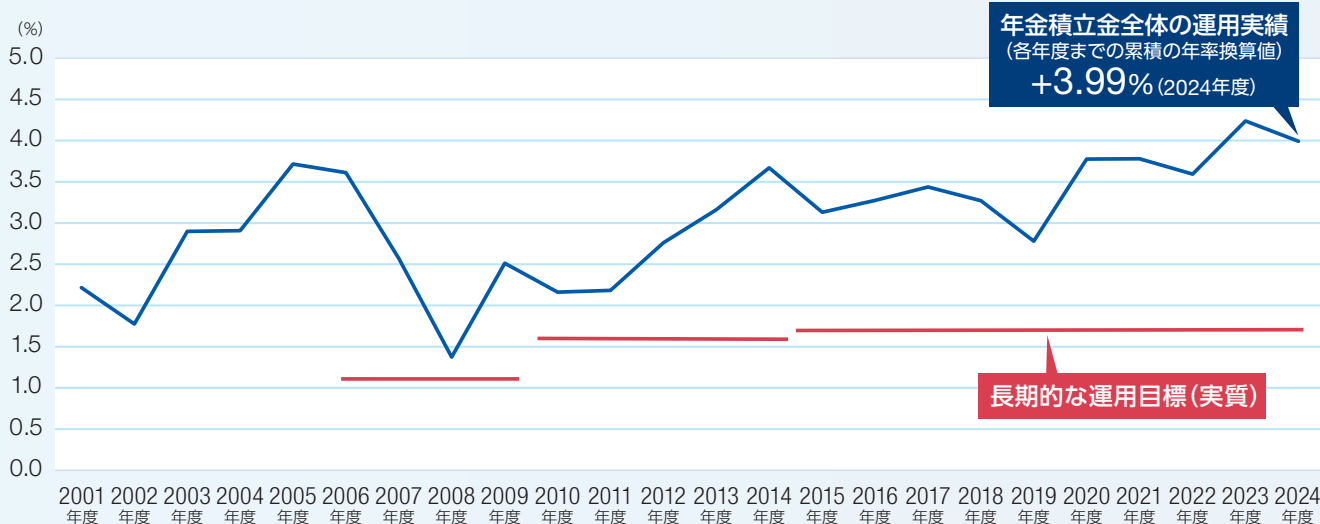
ただし、単年度ごとに1.9%を達成するよう求められていないことに留意が必要です。

(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に寄与す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、93・94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) (注1)に記載の名目運用利回りは、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 $[(\text{前年度末資産額} + (\text{当年度末資産額} - \text{収益額})) / 2]$ 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年度から2024年度までは名目賃金上昇率+1.7%です。なお、2025年度からは名目賃金上昇率+1.9%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)。

2024年度の運用を振り返って

2024年度の運用収益額は1.7兆円、収益率は0.71%、複合ベンチマークに対する超過収益率は+9bp(1bp=0.01%)となりました。この結果、第4期中期目標期間(2020~2024年度)の5年間では、累積収益額は98兆円、累積超過収益率は+43bpとなりました。

第4期中期目標期間においては、「基本ポートフォリオに即した管理運用」と「安定的な超過収益の確保」を柱として運用体制の整備を進めてきました。こうした方針の下で、2024年度は、リバランス(実際の運用資産を基本ポートフォリオの構成割合に近づけるための売買)の精緻化、アクティブ運用戦略及びレンディング(証券貸付運用)の強化などを進めました。

「基本ポートフォリオに即した管理運用」とは、基本ポートフォリオの収益率を実際の資産運用において精緻に再現するために、GPIFの運用資産における実際の4資産の構成割合を基本ポートフォリオが定める4資産の構成割合に近づけるよう各資産の売買(リバランス)を行うことを指します。基本ポートフォリオからの乖離により、資産配分要因による収益額の振れ幅が意図しない形で大きくならないよう、リバランスを適時適切に行うことが重要です。

リバランスの際に大切な点は、市場流動性を考慮することと、リバランスのタイミングと量の最適化です。

2024年度は、運用受託機関におけるパッシブファンドを通じた現物資産の売買に加え、自家運用における株価指数先物取引や債券先物取引により、市場流動性を広く活用しながら機動的なリバランスを実施するとともに、市場への影響を抑えつつ機動的に国債購入を行えるよう、自家運用の一環として国債入札に直接参加するための体制整備を進めました。また、各資産の基本ポートフォリオからの乖離幅の観点だけでなく、各資産の流動性やボラティリティ(変動率)、取引費用等を総合的に考慮しながら、基本ポートフォリオの再現性を高める取組を進めました。第4期中期目標期間は株式市場が上昇基調であったことから、運用資産全体における株式の比率が上昇し、リバランスの量及び頻度が増加しましたが、リバランスの実施体制の整備により、2024年度を通じてトラッキングエラー

(基本ポートフォリオの収益率からの乖離の指標)を低位で安定させることができました。

第5期中期目標期間(2025年度~2029年度)においても、市場への影響に十分留意しながら、リバランスの高度化を推進していく所存です。

「安定的な超過収益の確保」については、基本ポートフォリオに基づく運用により収益を確保しつつ、リスク・リターン効率の高いポートフォリオを構築することが重要です。2024年度は、このような観点から、アクティブ運用ポートフォリオの構築と、レンディングの強化を重点的に実施しました。

まず、株式のアクティブ運用ポートフォリオについては、第4期中期目標期間を通じてファンドの評価方法やポートフォリオの構築方法の見直し(複数ファンドによるポートフォリオアプローチ)に取り組み、これまでに、国内を含めて4地域の約100ファンドで構成する株式アクティブ運用ポートフォリオの構築を進めてきましたが、2024年度は、8月の日本株急落や10~12月の米国大統領選挙に伴う特定銘柄の急騰などにより株式市場が大きく変動し、特に北米株式アクティブ運用ポートフォリオにおいて安定的な超過収益を獲得する上で大変厳しい年となりました。北米市場の代表的な株価指数であるS&P500において、上位7銘柄が時価総額全体の3割超を占め、指数全体の動きに大きな影響を与えたことに加え、11月に米国大統領選挙の結果に伴う特定銘柄の急騰が生じたことによるものです。現在、GPIFの株式アクティブ運用では、選定したアクティブファンド群の投資ユニバース(運用対象となる銘柄の範囲)と政策ベンチマークの構成銘柄の差が大きくなりすぎないようにリスクを調整・補完するためのパッシブファンド(ベータ・バランサー)を組み入れています。しかしながら、先に述べた銘柄の値動きが想定以上に大きく、ベータ・バランサーを通じてその値動きを十分に捕捉することができませんでした。

このため、多様なアクティブファンドの選定を通じてリスク分散を進めるとともに、ベータ・バランサーの構成銘柄を見直す頻度を高める等の改善策に着手しています。株

式アクティブ運用ポートフォリオについては、ポートフォリオ構築の段階から、モニタリングの結果に基づく見直しの段階に移行しつつあり、適切にPDCAサイクルを回しながら、今後もポートフォリオの改善を続けていく所存です。

また、債券運用ポートフォリオについても、外国債券運用において、総合型アクティブファンドを通じた形ではクレジットリスクの総量管理が困難になったこと等を踏まえ、第4期中期目標期間を通じて外国債券運用全体のファンド構成や選定方法を見直しました。クレジット型パッシブファンドの採用やWGBI(世界国債インデックス)を細分化した地域別パッシブファンドの拡大など、パッシブファンドを多様化することにより、GPIFが外国債券運用における主要なリスクを管理する体制を構築した上で、2024年度初には7つのアクティブファンド及び金利変動リスク(デュレーション)調整用パッシブファンドで構成する米国投資適格社債ポートフォリオの運用を開始しました。

一方、レンディングに関しては、2019年に停止した外国株式のレンディングについて、収益の獲得とスチュワードシップ責任との両立を図ることとした上で、貸出割合に配慮するとともに、貸出株式の返還(リコール)対応が可能な形とし、Empty Voting(所有権を保有せずに議決権だけを行使する目的での株式借入)の回避の取組を行う等の対応を行った上で再開しました。外国債券のレンディングについては、2023年より受入れ担保やカウンターパーティ(貸出先)を見直し、新たなストラクチャーによる取組を既に開始しましたが、外国株式のレンディングにおいても、適切なリスク・リターンに基づいて再開しております。引き続き、リスクに留意しながら、レンディングの拡大を通じて安定的な収益確保を図っていきたいと考えております。

オルタナティブ投資については、第4期中期目標期間を通して、定量データに基づき、基本ポートフォリオ対比で超過収益の獲得を期待できるファンドの選定、ポートフォリオ全体のリスク管理の高度化等、運用体制の整備を進めました。引き続き、安定的な超過収益の確保に向けて、収益の源泉や資産特性の定量分析、リスク計測方法の検

討等を行うとともに、各種分析の基盤となるデータ整備を進めて参ります。

サステナビリティ投資については、第5期中期目標期間を迎えるに当たって、2025年3月31日に「サステナビリティ投資方針」を公表しました。この投資方針に基づいて、「サステナビリティに関するリスクの低減や市場の持続可能性の向上」と「市場平均収益率の確保」の両立を図ることで、ポートフォリオ全体の長期的なパフォーマンス向上に貢献することを目指して、サステナビリティ投資を推進することとしています。サステナビリティ投資のうち、ESG指数投資については、投資開始から7年が経過しており、これまでの振り返り等を踏まえながら、既存指数の投資額の調整、新規指数の選定等、ポートフォリオの最適化に取り組んで参ります。また、伝統的資産やオルタナティブ資産の各種ファンドを通じたサステナビリティ投資や、スチュワードシップ活動を通じたサステナビリティ投資も推進して参ります。

第5期中期目標期間においては、運用資産額が約250兆円に増大していることに加え、経済・運用環境の先行きが見通しがたくなっており、当面はボラティリティの高い市場環境が見込まれます。今後とも、長期的に年金財政の安定に貢献できるよう、適切なPDCAサイクルを通じて運用の高度化を推進しつつ、リスク管理の着実な実施を通じた基本ポートフォリオの収益率の精緻な再現を基本として、安定的な超過収益の獲得にも注力していく所存です。

理事(管理運用業務担当)
兼CIO

吉澤 裕介



第1部 2024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

2024年度の収益率は、

収益額は、

0.71%

1兆7,334億円

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(%)	3.65	-3.57	4.31	-3.41	0.71
	収益額(億円)	89,732 (85,357)	-91,277 (-86,810)	107,032 (101,799)	-88,152 (-83,854)	17,334 (16,489)
国内債券	収益率(%)	-2.39	1.42	-1.33	-2.20	-4.47
	収益額(億円)	-14,886 (-14,160)	9,170 (8,722)	-8,412 (-8,001)	-14,298 (-13,601)	-28,426 (-27,040)
外国債券	収益率(%)	5.50	-5.51	4.12	-2.01	1.70
	収益額(億円)	33,035 (31,424)	-34,730 (-33,031)	25,397 (24,155)	-12,843 (-12,217)	10,857 (10,328)
国内株式	収益率(%)	1.75	-4.92	5.55	-3.50	-1.46
	収益額(億円)	10,925 (10,392)	-31,137 (-29,614)	34,149 (32,480)	-22,137 (-21,057)	-8,200 (-7,800)
外国株式	収益率(%)	9.96	-5.35	8.96	-5.98	6.62
	収益額(億円)	60,658 (57,700)	-34,579 (-32,887)	55,898 (53,166)	-38,874 (-36,978)	43,103 (41,001)

(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。各期末時点での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。)時間加重収益率の計算式の詳細は、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。

(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) オルタナティブ資産のファンドは、リスク・リターン特性に応じて各資産に区分しています。(以下のページにおいても同様です。)

(注6) オルタナティブ資産について、プライベート・エクイティの2024年度の時間加重収益率(円建て)は9.67%、「インフラストラクチャー+不動産」ポートフォリオの2024年度の時間加重収益率(円建て)は3.94%(うち、為替調整要因の寄与度は-2.00%)です。

(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。

(注8) 約定日ベースで算出しています。また、株価指数先物取引の想定元本等を加味しています。

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2024年度までの累積収益額は、

155兆5,311億円

となり、

2024年度末のGPIFの運用資産額は

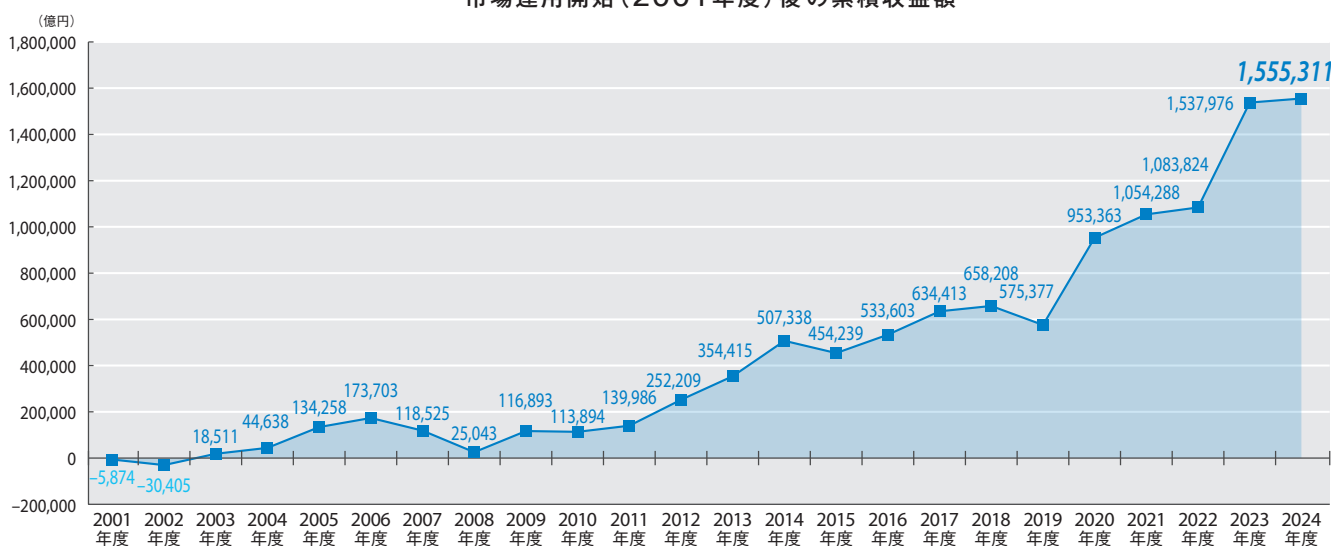
249兆7,821億円

(237兆6,039億円^(注))

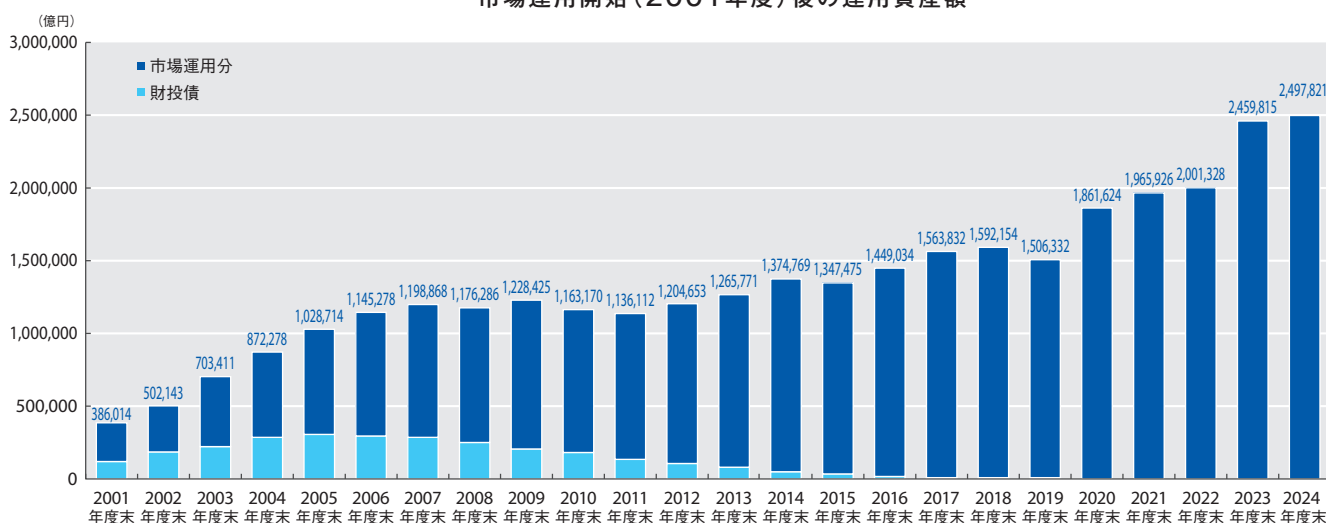
となっています。

(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)後の運用資産額



(注1) 財投債による運用は、2020年度中に終了しました。GPIFのホームページ(<https://www.gpif.go.jp/gpif/words/sa.html>)をご参照ください。

(注2) 2023年度以降は約定日ベースで算出しています。また、株価指数先物取引の想定元本等を加味しています。

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24年間の平均で

+3.99%

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、93・94ページをご覧ください。

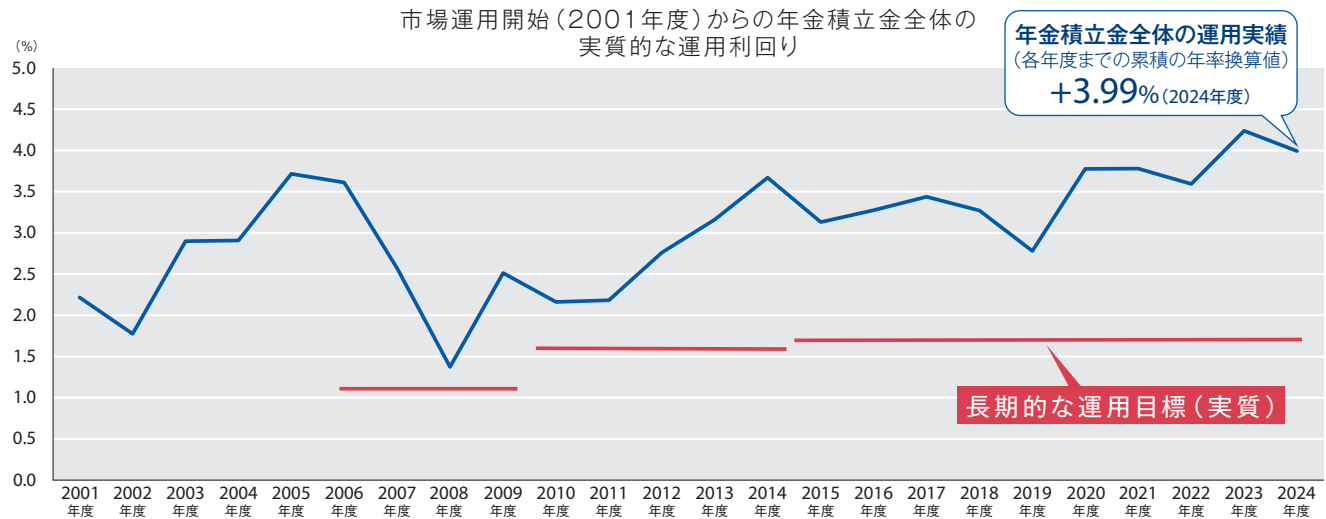
2015年度から2024年度までの
長期的な運用目標(下図の赤ライン)

名目賃金上昇率 **+1.7%**

(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年度から2024年度までは名目賃金上昇率+1.7%です。(2025年度からは名目賃金上昇率+1.9%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。



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	2022 年度	2023 年度	2024 年度	24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	1.42	21.69	0.66	4.18
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	1.67	1.84	2.19	0.18
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	-0.25	+19.49	-1.50	+3.99

(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年度から2024年度までは名目賃金上昇率+1.7%です。(なお、2025年度からは名目賃金上昇率+1.9%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)。

(注5) 名目運用利回り及び名目賃金上昇率は、2023年度までは厚生労働省「令和5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、2024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(2021年度以前は性・年齢構成、2022年度以降は性・年齢・所定労働時間別構成の変動による影響を控除した名目標準報酬上昇率)です。

(注7) 名目運用利回り及び名目賃金上昇率の直近24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。これは、①近年、国内債券の利回りが株式の配当利回りを下回っているほか、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、2024年度のインカムゲインは

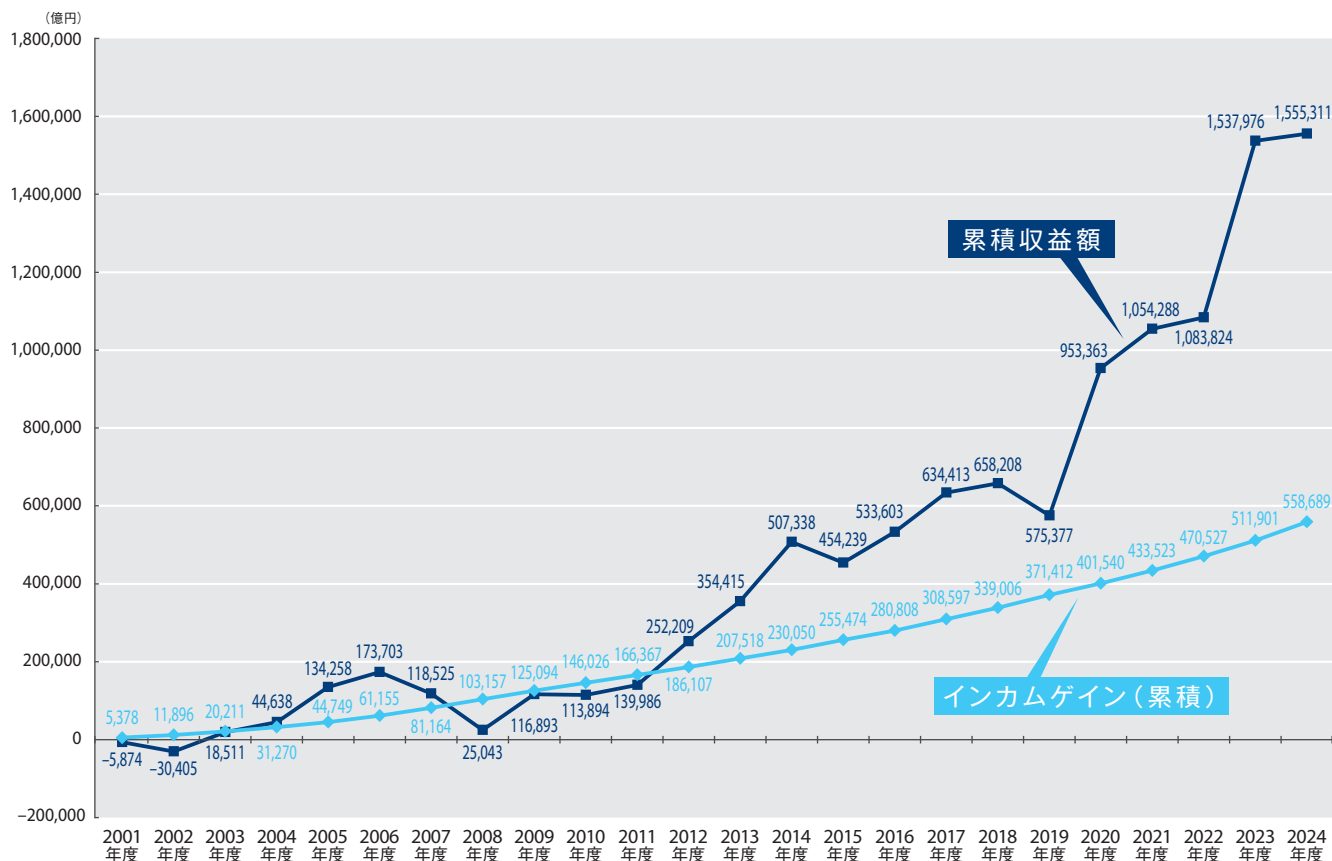
4兆6,788億円（収益率^{（注6）}は**1.87%**）で、

市場運用を開始した2001年度以降の24年間の累積額は

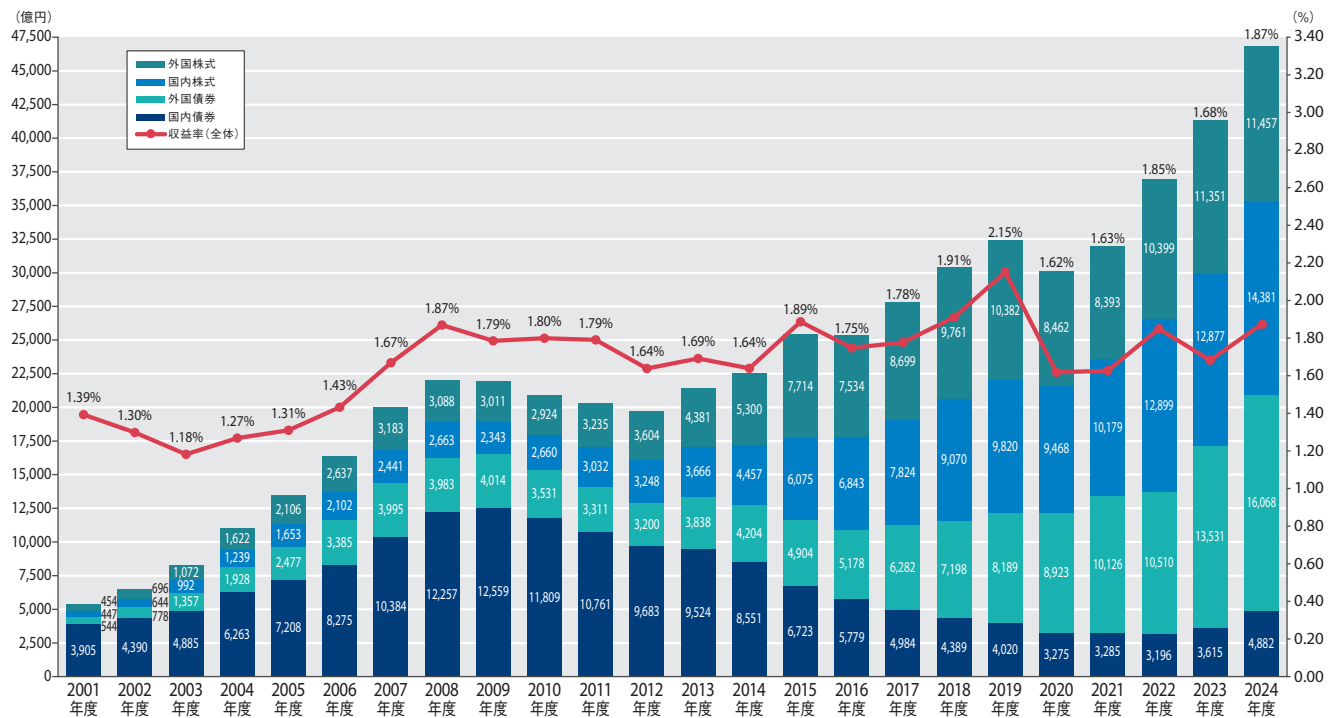
55兆8,689億円（収益率^{（注6）}は**1.66%**〔年率〕）

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35%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	2011 年度	2012 年度
国内債券	164,602 (1.15%)	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%)	10,761 (1.50%)	9,683 (1.30%)
外国債券	131,454 (2.97%)	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%)	3,311 (3.33%)	3,200 (2.71%)
国内株式	131,023 (1.76%)	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%)	3,032 (2.14%)	3,248 (1.85%)
外国株式	131,464 (2.14%)	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%)	3,235 (2.48%)	3,604 (2.42%)
合 計	558,689 (1.66%)	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%)	20,341 (1.79%)	19,739 (1.64%)

	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	2022 年度	2023 年度	2024 年度
国内債券	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%)	3,196 (0.64%)	3,615 (0.59%)	4,882 (0.77%)
外国債券	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%)	10,510 (2.10%)	13,531 (2.24%)	16,068 (2.56%)
国内株式	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%)	12,899 (2.56%)	12,877 (2.09%)	14,381 (2.33%)
外国株式	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%)	10,399 (2.08%)	11,351 (1.80%)	11,457 (1.85%)
合 計	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%)	37,003 (1.85%)	41,374 (1.68%)	46,788 (1.87%)

(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)。

(注8) 2023年度以降は、約定日ベースで算出しています。また、株価指数先物取引の想定元本等を加味しています。

⑤ 複合ベンチマーク収益率との乖離の要因分析

2024年度の
運用資産全体の収益率は

複合ベンチマーク収益率は

超過収益率は

0.71%

0.61%

+0.09%

となりました。

GPIFが設立された2006年度以降の19年間の平均で、
運用資産全体の収益率は

複合ベンチマーク収益率は

超過収益率は

4.56%

4.58%

-0.02%

となりました。

第4期中期目標期間である2020年度以降の5年間の累積で、
運用資産全体の収益率は

複合ベンチマーク収益率は

超過収益率は

65.42%

65.00%

+0.43%

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ています。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。

第5期中期目標期間（2025年度～2029年度）においては、資産全体で複合ベンチマーク収益率を確保することが求められています。（第4期中期目標期間（2020年度～2024年度）においては、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した。）

2024年度の超過収益率の要因分解

(1)運用資産全体

(単位：％)

	収益率		
	GPIFの収益率 ①	ベンチマーク収益率 ②	超過収益率 ①－②
資産全体	0.71	0.61	+0.09
国内債券	－4.47	－4.73	+0.26
外国債券	1.70	1.61	+0.09
国内株式	－1.46	－1.55	+0.09
外国株式	6.62	6.88	－0.26

(注1) オルタナティブ資産のファンドは、リスク・リターン特性に応じて各資産に区分しています。

(注2) 為替ヘッジ付き外国債券及び円建ての短期資産は国内債券に、外貨建ての短期資産は外国債券に区分しています。

(注3) 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。

(注4) 約定日ベースで算出しています。また、株価指数先物取引の想定元本等を加味しています。

オルタナティブ資産のうち、インフラストラクチャー及び不動産については、資産特性を踏まえて、2023年度以降、他の資産と区別し管理・運用を行っています。このため、(1)運用資産全体の超過収益率(+0.09%)は、以下のとおり、(2)「伝統資産+プライベート・エクイティ(PE)」ポートフォリオ(+0.05%)と(3)「インフラストラクチャー+不動産」ポートフォリオ(+0.04%)に分けています。なお、オルタナティブ資産については、年度末に得られる最新の情報を反映しています。

(2)「伝統資産+プライベート・エクイティ(PE)」ポートフォリオ

(単位:%)

	資産全体のうち「伝統資産+プライベート・エクイティ(PE)」ポートフォリオの超過収益率の要因分解				
	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
全体:+0.05%	+0.04	+0.05	-0.05	+0.01	+0.05
国内債券	+0.05	+0.03	+0.01	+0.01	+0.09
外国債券	-0.02	+0.00	+0.00	+0.01	-0.01
国内株式	-0.00	+0.02	-0.00	-0.00	+0.02
外国株式	+0.02	-0.00	-0.06 (うちPE:+0.01)	+0.00	-0.04

(3)「インフラストラクチャー+不動産」ポートフォリオ

(単位:%)

	資産全体のうち「インフラストラクチャー+不動産」ポートフォリオの超過収益率の要因分解				
	インフラストラクチャー ①	不動産 ②	為替調整 ③	短期資産 ④	寄与度 ①+②+③+④
全体:+0.04%	+0.05	+0.01	-0.02	+0.00	+0.04

(注1)「資産配分要因」とは、実際の資産構成割合と基本ポートフォリオ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、ファンドのマネジャー・ベンチマークと各資産の政策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、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、103ページをご覧ください。

(注2)証券貸付運用に係る収益はその他要因に区分しています。

(注3)「為替調整」とは、基本ポートフォリオからの乖離を抑制するための為替取引による要因を指します。「短期資産」とは、投資の進捗状況に応じて、投資ファンドから投資資金の払い込みの要求があった場合に、GPIFが迅速に対応できるように常時確保している外貨建ての短期資産の価格の変動による要因を指します。

(注4)2024年度末時点で、プライベート・エクイティの各ファンドについては、国内株式または外国株式に100%の割合で区分しています。また、インフラストラクチャー及び不動産の各ファンドについては、円通貨で運用されるファンドの場合は国内債券50%・国内株式50%、外国通貨で運用されるファンドの場合は外国債券50%・外国株式50%の割合で区分しています。

(注5)約定日ベースで算出しています。また、株価指数先物取引の想定元本等を加味しています。

資産全体の超過収益率の要因分解(2006年度～2024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～2024年度	4.56	4.58	-0.02	-0.03	+0.02		-0.01	-0.02
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
2022年度	1.50	1.57	-0.06	-0.06	-0.11	+0.11	-0.00	-0.06
2023年度	22.67	22.63	+0.04	-0.04	+0.23	-0.16	+0.01	+0.04
2024年度	0.71	0.61	+0.09	+0.05	+0.07	-0.03	+0.01	+0.09

(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。

(注3) 証券貸付運用に係る収益は2006年度から2022年度まではファンド要因に区分し、2023年度以降はその他要因に区分しています。

(注4) 2023年度以降は約定日ベースで算出しています。また、株価指数先物取引の想定元本等を加味しています。

(コラム) 2024年度の運用環境について

2024年度は欧米でインフレ率が落ち着きを取り戻す中で、主要国の中央銀行は利下げを実施しました。一方、日本銀行は賃上げの動きの広がり、基調的な物価上昇率が高まる中で利上げを行いました。このほか、日米欧の主要国で総選挙等が実施されました。

米国では、インフレが抑制される状況でも先行きは景気悪化（ハードランディング）とはならず景気が緩やかに減速して軟着陸（ソフトランディング）するとの市場の期待が継続しました。実際に、24年の米国の実質GDP成長率は前年比+2.8%と23年の同+2.9%から小幅な減速に留まる堅調な推移となりました。インフレを捉える指標である消費者物価指数（CPI）上昇率は24年8月に前年比+2.5%まで減速しました。もっとも、25年に入った後には24年11月の大統領選挙で当選したトランプ大統領による関税を巡る発言を受け、景気の先行きに対する不透明感も指摘されています。中央銀行にあたる米国連邦準備制度理事会（FRB）は、インフレ率の緩やかな鈍化を受けて24年9月の連邦公開市場委員会（FOMC）以降相次いで政策金利であるフェデラルファンド（FF）金利を引き下げました。ただし、24年12月のFOMCでは25年以降のインフレ見通しを上方修正し、先行きの利下げを急がない姿勢を示しました。

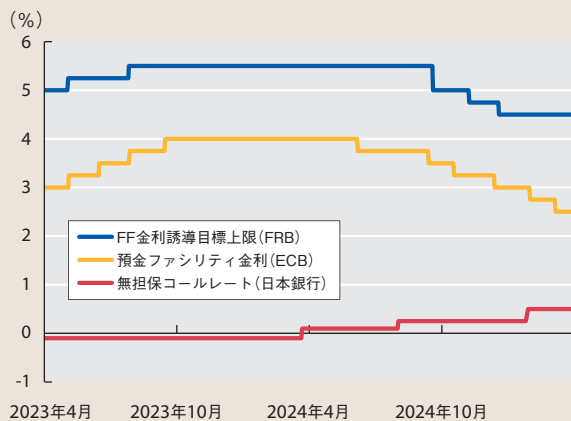
欧州では、域内で経済規模の大きいドイツの実質GDP成長率が前年比-0.2%と23年の同-0.3%に続いて2年連続のマイナスとなり景気は軟調に推移しました。欧州中央銀行（ECB）のインフレ目標2%の対象である消費者物価指数（HICP）は、24年9月には前年比+1.7%まで減速する中、ECBは複数回の利下げを行いました。なお、2024年度は欧州議会の選挙のほか、フランス、イギリス、ドイツといった主要国で総選挙が行われ、イギリスでは労働党が14年ぶりに政権を獲得しました。

日本では、コメをはじめとした食料品価格の高騰による個人消費の低調も見られ、24年の実質GDP成長率は前年比+0.1%と23年の同+1.5%から減速しました。CPIが2%の「物価安定の目標」を上回って推移する中で日本銀行は24年7月と25年1月に利上げを行い、政策金利は08年9月以来の+0.5%まで上昇しました。日本銀行は、7月の利上げと同時にそれまで金融緩和を目的として行ってきた国債買い入れを減額する方針も決定しました。8月は米国景気の減速観測などを背景に円高と株価下落が発生し、ボラティリティ（市場の変動）が急激に高まる場面がありました。なお、24年10月には約3年ぶりに衆議院の解散・総選挙が行われました。

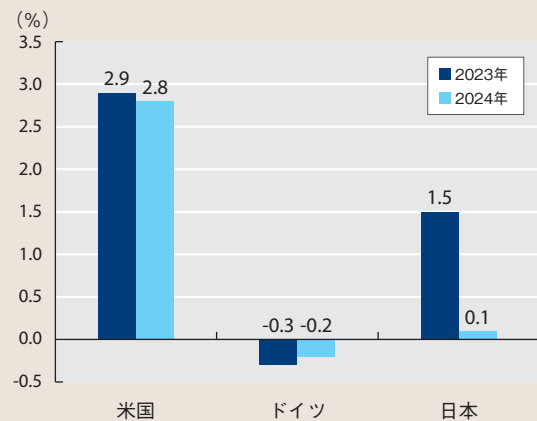
以上のように、2024年度の運用環境は、投資家にとって各国の状況に応じた金融政策の転換をはじめ、様々な情勢への注視が必要なものとなりました。

2024年度の運用の振り返りは、21・22ページをご覧ください。

各中央銀行の政策金利の推移

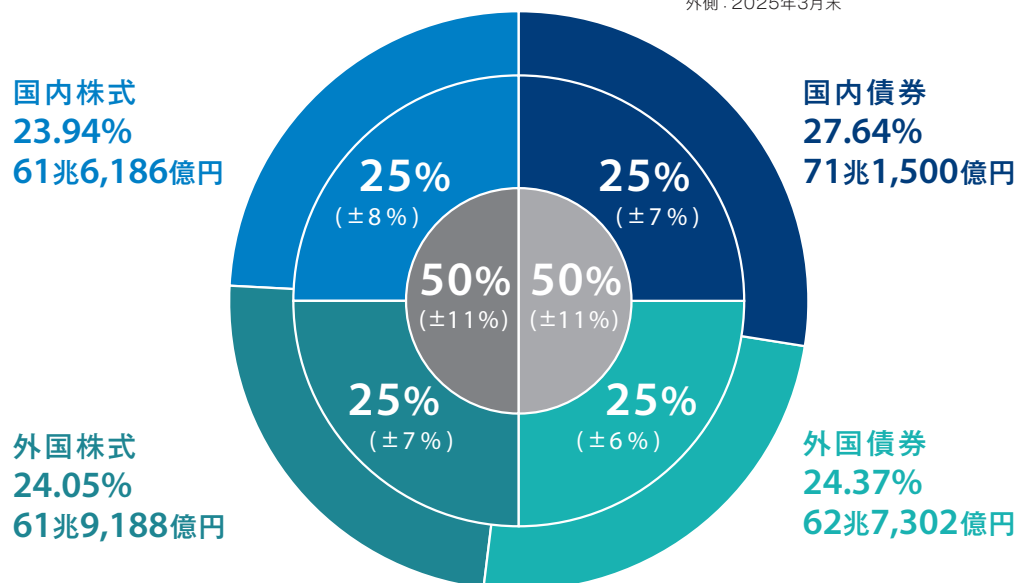


主要国の実質 GDP 成長率



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：2025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	711,500	27.64%	52.01%
外国債券	627,302	24.37%	
国内株式	616,186	23.94%	47.99%
外国株式	619,188	24.05%	
合 計	2,574,176	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、2024年度末時点の年金特別会計で管理する積立金（約7.6兆円）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1.63%（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) 約定日ベースで算出しています。また、株価指数先物取引の想定元本等を加味しています。

(注8) 上記の注記については、(注7)を除き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	+52,569	+12,881	+9,387	-53,594

(注1) 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。

(注2) 約定日ベースで算出しています。また、株価指数先物取引の想定元本等を加味しています。

⑧ 管理運用委託手数料

2024年度の管理運用委託手数料額は、

373億円

運用資産額に対する管理運用委託手数料率は、

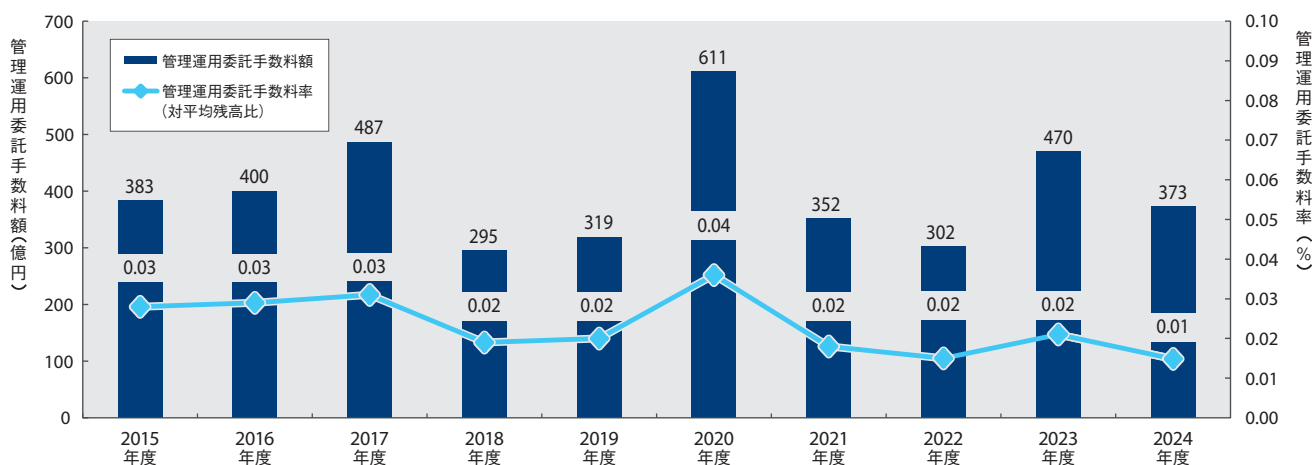
0.01%

となりました。

管理運用委託手数料額は、過年度の外国債券におけるマネジャー・ストラクチャーの変更に伴い当該アクティブファンドの平均残高が減少したことから、前年度比97億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)

	2015年度	2016年度	2017年度	2018年度	2019年度	2020年度	2021年度	2022年度	2023年度	2024年度
合 計	383	400	487	295	319	611	352	302	470	373
国内債券	38	39	40	16	20	30	34	29	38	45
外国債券	91	125	172	92	71	254	186	138	163	45
国内株式	83	88	106	75	65	127	60	52	57	86
外国株式	170	149	169	107	155	188	53	57	184	168
オルタナティブ	—	0	0	3	7	10	14	18	20	19

(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: %)

	2015年度	2016年度	2017年度	2018年度	2019年度	2020年度	2021年度	2022年度	2023年度	2024年度
資産全体	0.03	0.03	0.03	0.02	0.02	0.04	0.02	0.02	0.02	0.01
国内債券	0.02	0.03	0.03	0.01	0.01	0.02	0.01	0.01	0.01	0.01
外国債券	0.05	0.07	0.08	0.04	0.02	0.06	0.04	0.03	0.03	0.01
国内株式	0.03	0.03	0.03	0.02	0.02	0.03	0.01	0.01	0.01	0.01
外国株式	0.05	0.05	0.04	0.03	0.04	0.04	0.01	0.01	0.03	0.03
オルタナティブ	—	—	0.14	0.23	0.14	0.11	0.09	0.07	0.06	0.05
平均残高(兆円)	139.0	137.3	155.7	158.9	161.4	170.2	193.1	196.3	223.1	251.9

(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。

(コラム) 第4期中期目標期間(2020年度~2024年度)のGPIFの取組について

① 基本ポートフォリオに基づくリバランスの精緻化

基本ポートフォリオに基づく運用を行うためのリバランスの実施は、市場環境の変化に対応しつつ、市場インパクトを回避しながら行う必要があり、その難易度が高まりました。そこで、運用受託機関を通じた現物資産の売買に加え、自家運用においても流動性に優れた株価指数先物や債券先物を活用し、市場インパクトを回避しつつ、基本ポートフォリオからの乖離を解消することに努めました。また、外国債券及び外国株式において投資対象地域や残存年限ごとに分解したパッシブファンドを設定したほか、投資判断に用いるためのデータの速報性を高める等、精緻なリバランスを実現するための体制を構築しました。

② 株式ポートフォリオ運用の高度化

株式ポートフォリオにおいては、リスク取得に関する見直し及び科学的アプローチに基づくアクティブポートフォリオの再構築に取り組みました。基本ポートフォリオに対するリスク量を適切に管理した上で、超過収益を安定的に獲得することを企図したものです。

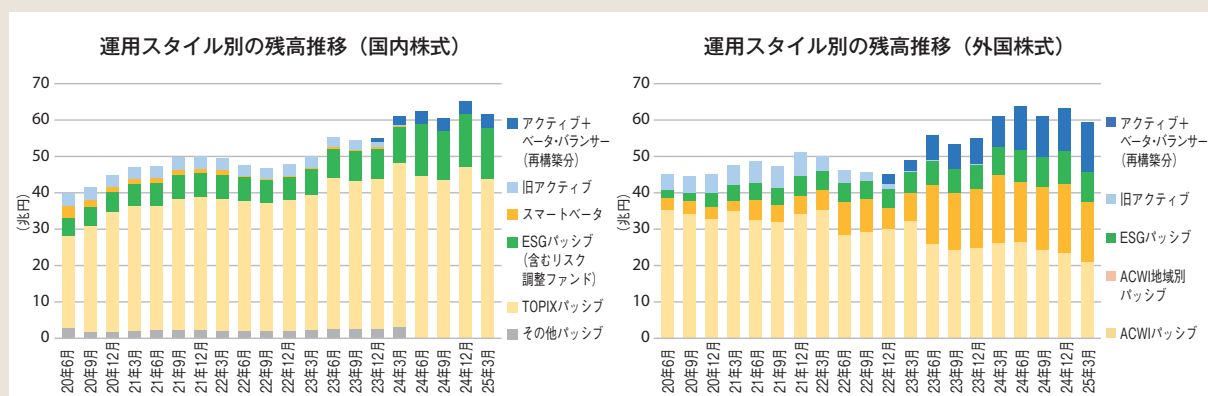
ア. リスク取得に関する見直し

市場環境の変化を受け、株式ポートフォリオにおける政策ベンチマークからの乖離リスクの取り方について見直しを行いました。具体的な取組として、パッシブファンドのうちスマートベータ運用等については、リスク対比リターンの安定性が十分でないと判断し、運用規模を縮小しました。また、国内ESG指数投資については、GPIFが採用したESG指数の親指数と政策ベンチマークの間で構成銘柄等が異なることに起因する(GPIFが意図していない)リスクが生じていたことから、そのリスクを抑制するためのリスク調整ファンドを導入しました。(詳しくは86ページをご覧ください。)

これらの見直しにより、株式ポートフォリオにおける政策ベンチマークからの乖離リスクは、アクティブファンド群とESG指数投資から生ずるリスクに大別されることになり、リスクを管理しやすいポートフォリオを構築することができました。

イ. 科学的アプローチに基づく株式アクティブポートフォリオの再構築

科学的アプローチとは、統計的手法を用いて超過収益の安定性・再現性の高いアクティブファンドを特定し、優れたアクティブファンドを多数組み合わせることで超過収益の源泉を分散させるとともに、株式アクティブポートフォリオ全体のスタイルリスク等を抑制するためにベータ・バランサーと呼ぶパッシブファンドを組み込み、リスクを低位に留めながら安定的な超過収益を目指す統合的なアプローチです。このアプローチを実現するために必要なITプラットフォームの拡充も進めながら、アクティブファンドのマネジャー・ストラクチャー(ファンド構成)を全面的に見直し、北米株式、国内株式、先進国株式(除く日本)、先進国株式(除く北米)の計4地域のアクティブポートフォリオを構築しました。また、各地域別ポートフォリオのリスク・リターン効率の改善を企図したファンドの入替えや運用規模の拡大も進め、2025年3月末には合計103ファンド、約17兆円規模のポートフォリオ(アクティブファンドとベータ・バランサーの合計)となりました。2024年度単年度での超過収益額は、アクティブファンドが全般的に超過収益を出しにくい市場環境であったことに加え、複数のファンドにおいて銘柄選択で苦戦したことにより、-716億円と厳しい結果となりましたが、累積では+594億円の超過収益を獲得しています。



③ 債券ポートフォリオ運用の高度化

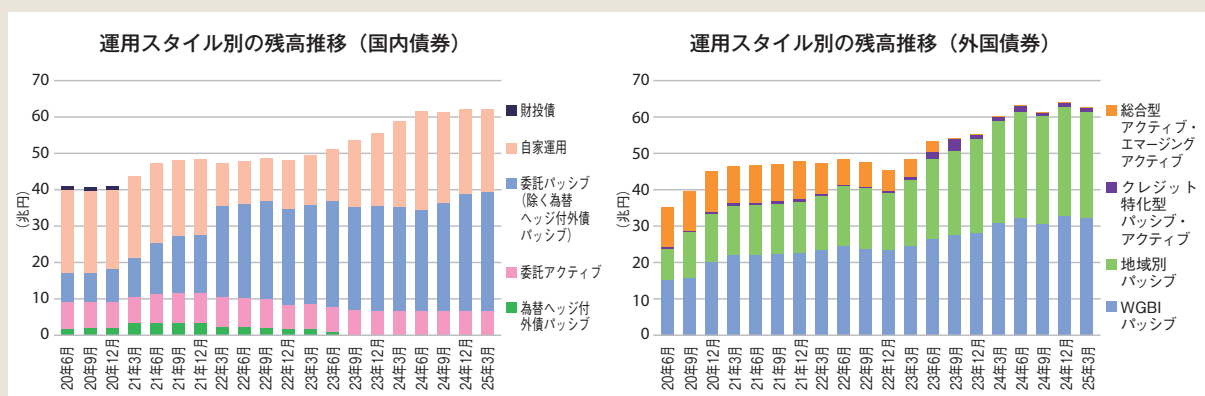
GPIFのポートフォリオ全体のリスク対比リターンの向上とリスク管理の高度化を目指す中、国内債券及び外国債券ポートフォリオにおいても、マネジャー・ストラクチャーの大幅な見直しや自家運用の機能の拡充、またポートフォリオ全体のリスク調整など様々な改善に取り組みました。

ア. 国内債券

国内債券については、自家運用の位置付けを見直し、委託運用では難しいGPIFの債券ポートフォリオ全体を俯瞰したリスク管理を自家運用で担うことにしました。具体的には、インハウス国内債券ファンド及び国債ファンドを活用し、政策ベンチマーク対比での円金利・クレジット関連のリスク管理を強化しました。また、寄託金償還等に必要な流動性を確保しつつ、経済合理性の観点から、キャッシュアウト等対応ファンド及び財投債ファンドを廃止し、フルインベストメント（投資がされていない余剰の現金をできるだけ残さないこと）を可能な限り実現することで、投資効率を高めました。こうした取組に加え、為替ヘッジ付き外国債券の削減、アクティブファンド構成の変更等により、リスク対比リターンの改善を実現しました。

イ. 外国債券

外国債券については、国内債券と同様に、ポートフォリオ全体のリスク調整や、リスク対比リターン向上のための様々な取組を行いました。具体的には、アクティブファンドにおける総合型（幅広い地域・証券種別等に投資する形態）での運用を縮小し、パッシブファンドである特化型（地域・証券種別等を限定して投資する形態）のラインナップ強化を行うことで、基本ポートフォリオ対比での為替、外国金利、クレジットのリスクをよりきめ細かにコントロールできる体制を構築しました。加えて、アクティブファンド構成の変更や、債券貸付運用の拡充等により、リスク対比リターンの改善を実現しました。



（注）トランジション・マネジメントとオルタナティブ資産は含みません。

オルタナティブ資産の為替リスクのコントロールのための内部取引を含むため、第3部資料編記載の「運用手法・運用受託機関別運用資産額等」とは異なります。

外国債券のクレジットは米国投資適格社債、米国ハイイールド社債、ユーロ投資適格社債、ユーロハイイールド社債のアクティブファンドとパッシブファンドの合計です。

④運用基盤の高度化

GPIFでは、運用の高度化を進めるにあたり、運用手法そのものの高度化に加え、それを支えるシステムインフラの整備、発展にも注力しました。マーケット情報やインデックス情報等のデータマネジメント及び分析を専門的に行う投資調査グループを投資運用部の中に新設し、投資判断の迅速化や精緻化をデータサイエンスの観点からサポートする体制を構築しました。また、GPIF全体のIT化の推進を担うシニアITアドバイザーチームの専門人材と連携し、クラウドを活用したデータ処理の高速化や業務プロセスの効率化等を実現しました。

第4期中期目標期間に進めた具体的なプロジェクトとして、「投資判断用NAV（運用資産額を把握するツール）の構築」が挙げられます。従前は、資産管理サービスの委託事業者からABOR（会計用データベース）とIBOR（投資判断用データベース）の提供を受けて投資判断やリスク分析に活用してきましたが、速報性と正確性の両立が課題となっていました。そこで、GPIF自身が資産管理機関及びマーケット情報やインデックス情報のベンダーから直接データを取り込み、最新のNAVを推計・蓄積するフローをクラウド上に構築しました。このように、投資判断用NAVの生成を内製化することで、GPIFの資産構成を速報性と正確性を両立しながら認識できるようになりました。また、このデータベースを活用して多種多様な定量分析に取り組むことが可能となっています。

⑤オルタナティブ投資

ア. GPIFの投資するオルタナティブ資産市場の状況

第4期中期目標期間（2020年4月から2025年3月の5年間）におけ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（PE）、不動産）の運用環境は、世界的なマクロ経済の変動に大きな影響を受けました。新型コロナウイルス感染症の大流行により、2020年前半は市場全体が急落し、オルタナティブ資産も一時的に評価減に直面しましたが、各国政府・中央銀行による大規模な財政・金融支援策により、景気は急速に回復し、2021年から2022年にかけては豊富な流動性と低金利環境のもと、これら資産への投資需要が高まりました。特にインフラや不動産は、安定的なキャッシュフローとインフレ耐性が評価され、相対的に堅調なリターンを維持しました。しかし、2022年以降、欧米を中心にインフレ懸念が強まり、各国中央銀行が急速な利上げに踏み切ったことで、金利感応度の高い不動産や一部のPE案件では評価減が進行しました。一方、上場株式市場は高いボラティリティを示す局面が続き、債券市場は金利上昇の影響で価格が大きく下落しました。このような環境下で、オルタナティブ資産は伝統的資産対比の超過収益確保の観点から一定の耐性を示しつつも、調達コストの上昇や出口戦略の難化といった新たな課題に直面しています。

イ. GPIFにおけるオルタナティブ投資の取組

上記ア. で述べたような環境下において、GPIFは、超過収益獲得の蓋然性が高いファンドを厳選し、資産の着実な積上げを目指す方針のもと、運用体制の強化に取り組んできました。まず、オルタナティブ投資について上場市場対比の超過収益を測定する手法であるSBDA (Spread Based Direct Alpha) の導入など定量データを活用した客観的なファンド選定と、投資ポートフォリオ全体のリスク管理の高度化を推進しました。加えて、定性データによる定量情報の裏付けと説明力の向上を図り、特に個別投資案件に関するモニタリング体制を強化しました。これらの取組の成果として、オランダ年金基金ABP傘下の運用会社であるAPGと共同で投資ファンドを設立するとともに、各オルタナティブ資産について、ファンド・オブ・ファンズ経由だけではなく、シングルファンドであるリミテッドパートナーシップ(LPS)投資も開始し、戦略的な資産積上げを実現しました。

⑥ ESG・スチュワードシップ活動

ア. ESG指数投資

2017年度から開始したESG指数投資は、2020年度から2024年度の第4期中期目標期間に、「FTSE Blossom Japan Sector Relative Index」と「Morningstar 日本株式ジェンダー・ダイバーシティ・ティルト指数(除くREIT)」、「MSCI ACWI ESGユニバーサル指数(除く日本、除く中国A株)」、「Morningstar 先進国(除く日本)ジェンダー・ダイバーシティ指数(GenDi)」を新規に採用し、ESG指数投資の多様化を進めました。

2020年度以前から投資を行っていたESG指数についても、ESG要素以外に起因するリスクや、ESG指数の親指数(各ESG指数会社が有する国内株式指数)と政策ベンチマークの差により生じるリスクなど、GPIFが意図しないリスクを削減するため、指数会社・ESG評価会社との積極的な対話を継続して行った結果、ESG指数の親指数の変更(投資ユニバースの拡大、REIT銘柄の除外、浮動株の見直しなど)や、MSCI日本株女性活躍指数、S&Pカーボン・エフィシエント指数シリーズ、MSCIジャパンセレクト・リーダーズ指数のメソドロジーの改善が行われました。また、ESG評価の精度の向上には企業側のESG情報の開示が重要であるため、指数会社・ESG評価会社に対して、ESG評価及びそのメソドロジーの詳細な開示や、企業への評価結果のフィードバックをはじめとする企業との積極的な対話を求めるなど、コンサルテーションを通じてESG評価の改善を進めました。



イ. スチュワードシップ活動

2020年6月に日本版スチュワードシップ・コード(再改訂版)に賛同したことにあわせて、「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、スチュワードシップ活動の対象を全資産に拡大するとともに、全資産についてESGを考慮することを明確化しました。それに伴い、債券の運用受託機関のスチュワードシップ評価も2022年度より開始し、全ての資産においてスチュワードシップ評価を実施しています。株式のエンゲージメント強化型パッシブファンドについては、2021年に2ファンドを追加採用して計4ファンドとなり、エンゲージメントのテーマや対象の幅も広がっています。

また、第4期中期目標期間においては、企業の情報開示を後押しする取組にも注力し、優れた開示シリーズの拡充や情報開示を促進するイニシアティブとして、JPX ESG Knowledge Hub、ESG情報開示研究会、ISSB Investor Advisory Groupに新たに参加したほか、企業インタビューや「経団連・GPIFアセットオーナーラウンドテーブル」の創設及び開催など企業との対話の機会も増やし、インベストメントチェーンの好循環の構築に注力しました。

ウ. スチュワードシップ活動及びESG投資の効果測定

GPIFは、投資期間が長期にわたるほどスチュワードシップ活動やESG投資によるリスク調整後のリターンを改善する効果が期待されと考えています。一方で、各取組の開始から相応に期間が経過してデータも蓄積されてきていることから、PDCAサイクルを適切に回す観点から、高度な統計分析の知見を有するコンサルティング提供会社と協働し、2023年度から2024年度にかけてスチュワードシップ活動及びESG投資の定量的な効果測定を実施しています。

エ. 第5期中期目標期間(2025年度～2029年度)を見据えた取組

GPIFは、第5期中期目標期間に向けて、2025年3月31日に「サステナビリティ投資方針」を策定し、公表しました。本方針では、サステナビリティ投資について、ESGやインパクトを考慮した投資などを包含するものと定義したうえで、その考え方、目的、主な取組内容などを示しています(詳しくは85ページをご覧ください)。また、GPIFは、同方針に則り、全資産についてサステナビリティ投資を推進するべく、「サステナビリティ投資に関する取組みについて」も併せて公表しました。スチュワードシップ活動に関しても、「GPIFのスチュワードシップ活動の方向性と当面の取組み」を同日に公表しました。その中で、スチュワードシップ活動の基本的な考え方を改めて明確化し、重点事項と主な取組事項を提示しています。

サステナビリティ投資(スチュワードシップ活動含む)に関する各種原則・規定

投資原則

【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ことから、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)や社会・環境の効果(インパクト)を考慮した投資などサステナビリティ投資を推進する。

【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などのサステナビリティを考慮した取組を含む。)を進める。

サステナビリティ投資方針

ESG指数選定における実務指針

スチュワードシップ責任を果たすための方針

スチュワードシップ活動原則

議決権行使原則

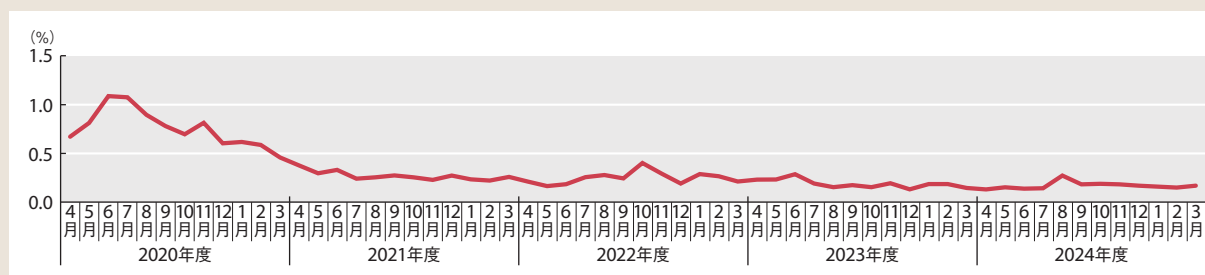
⑦ リスク管理

リスク管理に関しては、投資判断用NAV（運用資産額を把握するツール）による迅速なポジション把握、複数のツールを用いた精緻な分析と投資判断、株価指数先物などを活用した機動的なリバランス等を通じ、法人のポートフォリオ全体を俯瞰したリスク管理を実施しました。

リバランスやファンドの入れ替えに当たっては、専門のチームにおいて、運用機関と執行方法をきめ細かく調整し、市場への過大なインパクトや資産全体のリスク量への予期せぬ影響が生じないように執行するとともに、事後検証も都度実施しました。

経営委員会によるモニタリングも強化し、2024年度における経営委員会によるモニタリング回数は13回となり、2019年度（4回）の3倍以上となりました。

これらの取組により、資産全体の推定トラッキングエラー^{（注）}は下記のグラフのとおり、第4期中期目標期間を通じて低水準に抑制されました。



（注）推定トラッキングエラーについては、53ページをご覧ください。

⑧ 超過収益の確保

①から⑦の取組により、下記の表のとおり、第4期中期目標期間において複合ベンチマーク収益率に対する累積超過収益率が+0.43%となり、運用目標である「資産全体の複合ベンチマーク収益率の確保」を実現しました。

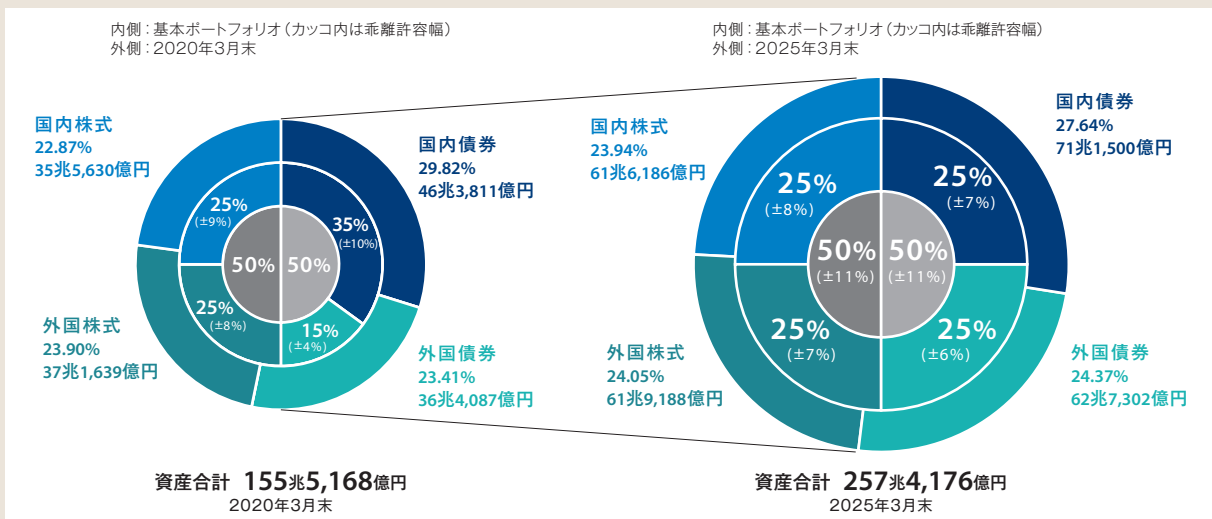
（単位：%）

	運用資産全体の超過収益率（第4期中期目標期間）					
	2020年度	2021年度	2022年度	2023年度	2024年度	累積
資産全体	+0.32	-0.06	-0.06	+0.04	+0.09	+0.43
国内債券	+0.02	+0.23	-0.09	+0.20	+0.26	+0.58
外国債券	+1.63	+0.41	+0.44	+0.51	+0.09	+3.70
国内株式	-0.59	+0.13	-0.27	+0.07	+0.09	-0.85
外国株式	-0.79	-0.90	-0.05	-0.57	-0.26	-5.64

（注）2023年度以降は約定日ベースで算出しています。また、株価指数先物取引の想定元本等を加味しています。

⑨ 運用資産額及び構成割合の推移

年金積立金全体の運用資産額は、2025年3月末時点で257兆4,176億円(2020年3月末から約101兆9,000億円の増加)となりました。



(注1) 左図(2020年3月末)については、短期資産を国内債券に合算しています。

(注2) 左図(2020年3月末)では、外国債券の構成割合が乖離許容幅を超過していますが、基本ポートフォリオの移行に伴うものです。

(注3) いずれも、年金特別会計で管理する積立金を含みます。

⑩ 人材確保・組織体制

約250兆円の運用資産の管理・運用やリスク管理の高度化を支える人材の確保は、GPIFにとって重要な課題です。

第4期中期目標期間においては、就労環境の整備として、コロナ禍における安全配慮義務の履行として導入した在宅勤務を制度化しました。その後も在宅勤務制度を拡充し、働きやすい職場環境と生産性の維持・向上を図りました。

また、60歳超の職員が長年培った知識・経験を活かし、更にモチベーションを高くして引き続き活躍できるよう、2025年4月にシニアスタッフ制度を導入するための規程整備等を行いました。なお、各年度において契約更新を迎えた運用専門職員については、目標管理型人事評価の結果を活用し、更新の可否や更新条件等に係る判断を適切に行っているところです。

さらに、新卒採用を再開するなど、必要な人材の採用にも積極的に取り組みました。

このような取組の結果、下記のとおり、第4期中期目標期間において、GPIFの職員数は増加しました。

	2020年4月1日	2025年4月1日
正規職員	113人	124人(+11人)
運用専門職員	32人	63人(+31人)
職員数(合計)	145人	187人(+42人)

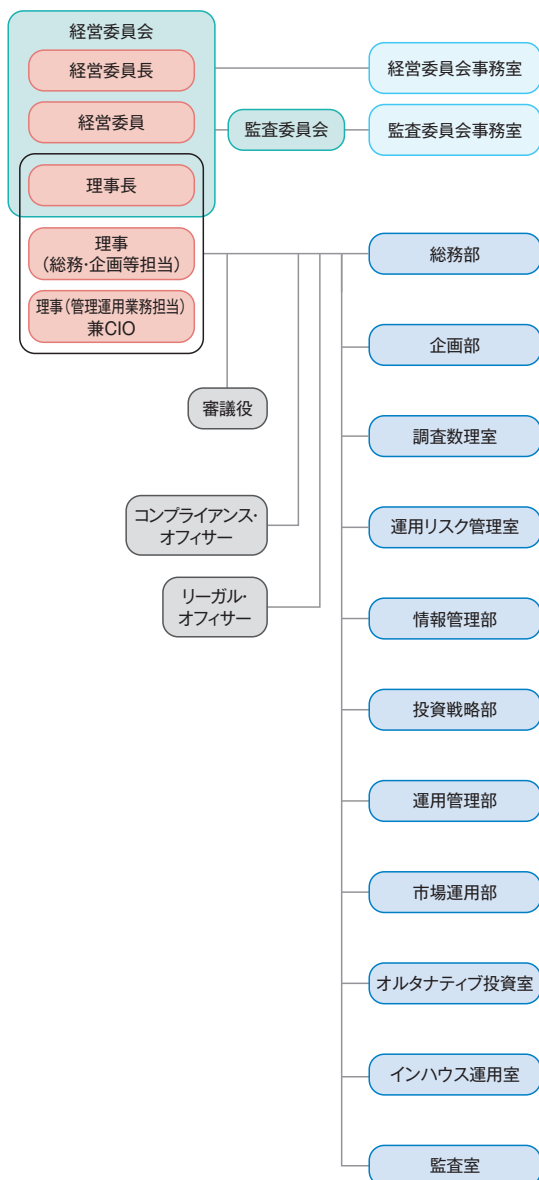
第4期中期目標期間における組織体制の整備については、法務機能の強化のため、法務室を新設しました。また、運用の多様化・高度化に資する組織再編として、投資戦略部・市場運用部及びインハウス運用室を統合して投資運用部を設置し、ESG・スチュワードシップ推進部等を新設するとともに、ITやシステム等の専門家として助言等を行う「シニアITアドバイザー(非常勤)」を新設しました。さらに、企画部の機能強化として、文書の適正化や業務改善を総括管理する課及び広報業務を総括する課の2課を新設し、企画課と併せて3課体制に拡充しました。

組織図は、下記のとおりです。

組織

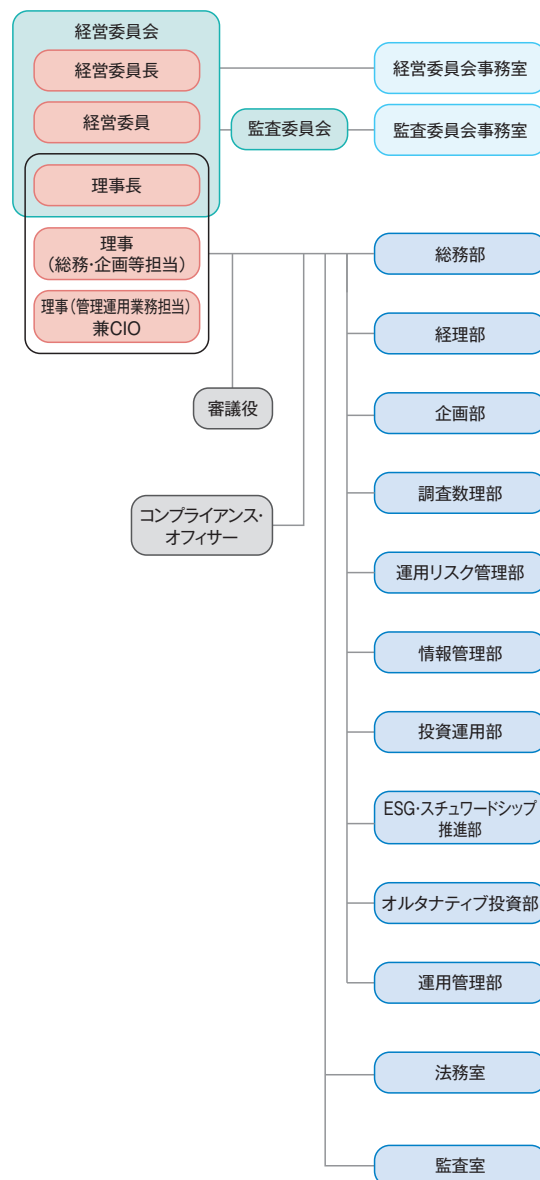
6部7室11課

組織図(2020年4月1日時点)



10部4室25課

組織図(2025年4月1日時点)



(注) 課は省略しています。

[2] 年金特別会計への納付、寄託金の増減等

① 年金特別会計への納付

2024年度は、運用収益から年金特別会計に対し、

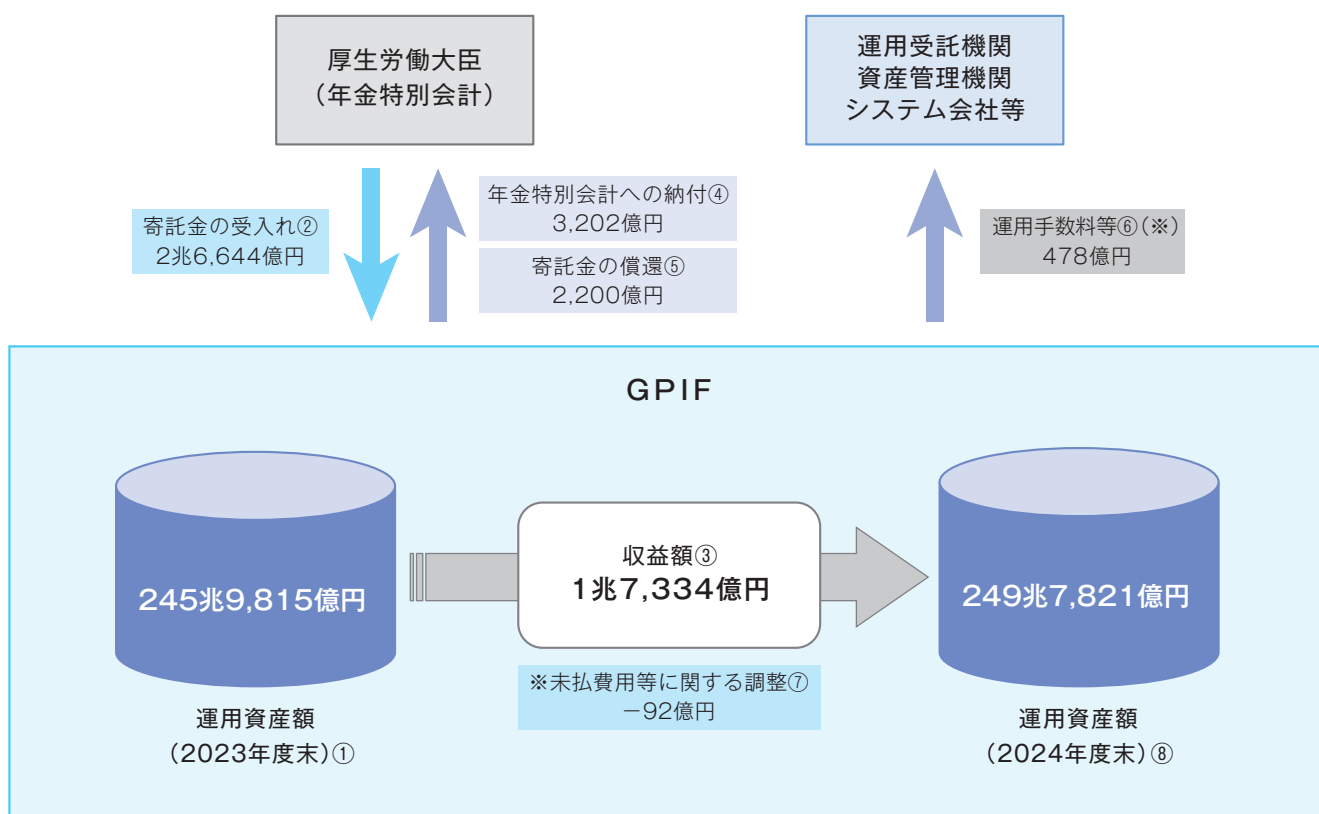
3,202億円 を納付しました。

その結果、市場運用を開始した2001年度以降の24年間の累積納付額は、

18兆7,199億円 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条により、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、年金特別会計へ納付することになっています。

② 寄託金の増減等



$$\begin{aligned}
 & \text{2023年度末 運用資産額①} + \text{寄託金の受入れ②} + \text{収益額③} - \text{年金特別会計への納付④} - \text{寄託金の償還⑤} - \text{運用手数料等⑥(※)} - \text{未払費用等に関する調整⑦} = \text{2024年度末 運用資産額⑧} \\
 & 245\text{兆}9,815\text{億円} + 2\text{兆}6,644\text{億円} + 1\text{兆}7,334\text{億円} - 3,202\text{億円} - 2,200\text{億円} - 478\text{億円} - 92\text{億円} = 249\text{兆}7,821\text{億円} \\
 & \text{(※) } 373\text{億円} + 105\text{億円} = 478\text{億円}
 \end{aligned}$$

(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、2024年度に寄託金として2兆6,644億円を受け入れ、2,200億円を償還しました。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(105億円)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、各数値の合算は合計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] 2024年度における第4期基本ポートフォリオの検証

①基本ポートフォリオとは

長期的な運用においては、短期的な市場の動向に左右されて資産構成割合を変更するよりも、基本となる資産構成割合（基本ポートフォリオ）を決めて長期間維持していく方が、効率的で良い結果をもたらすことが分かっています。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ます。

GPIFでは、年金財政上必要な利回りを長期的に最低限のリスクで確保することを目標として、基本ポートフォリオを定め、これに基づいて運用を行っています。ただし、市場の変動に対応するため、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、この範囲内で機動的な運用を可能とする仕組みを設けています。

②第4期の基本ポートフォリオ

第4期中期目標期間（2020年4月～2025年3月）の基本ポートフォリオは、当該期間の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す。乖離許容幅は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。

【第4期基本ポートフォリオ（2020年4月～2025年3月）】

（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。

③基本ポートフォリオの検証

第4期中期計画では、基本ポートフォリオの検証について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なりました。これに基づき第4期中

期目標期間における基本ポートフォリオの検証を適時適切に実施したほか、令和6（2024）年度は、財政検証が行われたことに伴い、上記の検証に関わらず、基本ポートフォリオの見直しについて検討を行い、第5期中期計画における基本ポートフォリオを策定しました。

[2] 第5期基本ポートフォリオの策定

GPIFは、2025年度からの第5期中期計画（5ヶ年計画）に向け、新しい基本ポートフォリオを策定しました。新しい基本ポートフォリオは、第5期中期目標において示された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）1.9%

を満たしつつ、リスクが最も小さいポートフォリオを選定しました。乖離許容幅は従来どおり、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）第5期中期計画に基づく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。

【第5期基本ポートフォリオ（2025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	±6	±5	±6	±6
	債券・株式	±9		±9	

(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ぬ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



(2020年4月～2025年3月)

(単位:%)

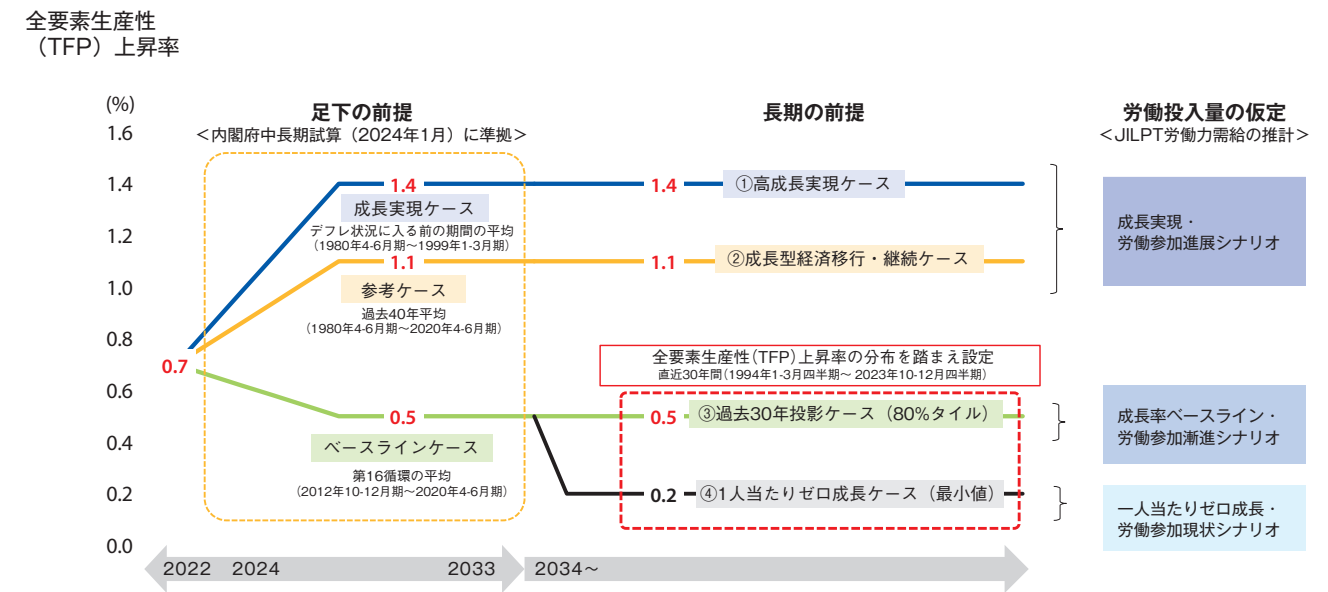
		国内債券	外国債券	国内株式	外国株式
資産構成割合		25	25	25	25
乖離許容幅	各資産	±7	±6	±8	±7
	債券・株式	±11		±11	

[3] 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の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。2024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4ケースが設定されました。

財政検証の経済前提



2024年財政検証：2034年度以降の長期の経済前提

		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 実質 <対物価>	運用利回り スプレッド <対賃金>	実質経済成長率	人口1人当たり実質経済成長率
高成長実現ケース	中長期試算成長実現ケースに接続	成長実現・労働参加進展シナリオ	1.4%	2.0%	2.0%	3.4%	1.4%	1.6%	2.3%
成長型経済移行・継続ケース	中長期試算参考ケースに接続		1.1%	2.0%	1.5%	3.2%	1.7%	1.1%	1.8%
過去30年投影ケース	中長期試算ベースラインケースに接続	成長率ベースライン・労働参加漸進シナリオ	0.5%	0.8%	0.5%	2.2%	1.7%	▲0.1%	0.7%
1人当たりゼロ成長ケース		一人当たりゼロ成長・労働参加現状シナリオ	0.2%	0.4%	0.1%	1.4%	1.3%	▲0.7%	0.1%

(注) 上記図表はいずれも厚生労働省2024年財政検証結果より。2024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。

GPIFの基本ポートフォリオの前提となる運用目標は、年金財政上必要な運用利回りとして、厚生労働大臣が定める中期目標において設定されます。第5期中期目標期間の基本ポートフォリオの前提となる「年金積立金の実質的な運用利回り」の設定にあたっては、まず、厚生労働省が作成した2024年財政検証における運用利回りとして、過去におけるGPIFの平均的な運用実績を用いて、実質的な運用利回り(スプレッド)が1.3～1.7%に設定されました。また、GPIFの運用において将来合理的に期待できる運用利回りの水準を考慮することとされ、具体的には、年金積立金の市場運用開始時から第4期中期目標期間の基本ポートフォリオで運用していたと想定した場合の運用利回り(バックテストの結果)を基礎にGPIFの運用目標を設定することとされました。これらを踏まえ、第5期中期目標期間におけるGPIFの運用目標として実質的な運用利回り1.9%が設定されました。

(注) GPIFの運用目標については、社会保障審議会資金運用部会におけるGPIFの中期目標に関する審議 (https://www.mhlw.go.jp/stf/shingi/shingi-hosho_439756.html) をご参照ください。

[4] 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

厚生労働大臣から示された2025年度から2029年度までの5年間を目標期間とする第5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。

- ・ 財政検証並びに年金積立金の運用において将来合理的にGPIFに期待できる運用利回りの水準を踏まえ、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)1.9%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。
- ・ 基本ポートフォリオは、モデルポートフォリオ(詳細は50ページを参照ください。)を参酌して、運用の目標に沿った資産構成とし、資産の管理及び運用に関し一般に認められている専門的な知見並びに内外の経済動向を考慮して、フォワード・ルッキングなリスク分析を踏まえて長期的な観点から策定すること。
- ・ 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。

- 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、ビルディングブロック法^(注1)による期待収益率と、市場時価総額に内在すると考えられる均衡収益率^(注2)を用いることとし、両者を混合しました。
- 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3)を使用しました。政策ベンチマークは、海外の様々な資産に投資を行う際の流動性や各国の税率といった、投資環境を踏まえて設定しました。
- 2024年財政検証では経済前提として将来の幅広い経済を表す4ケースが設定されたため、それぞれのケースに対して各資産の期待リターンを推計し、基本ポートフォリオが財政上必要な利回りを確保できることを確認しました。
- 各資産のリスク・相関係数の推計には月次データを用い、推計精度の向上を図りました。また、月初・月中・月末でリスク・相関係数の水準が異なるため、月中の平均をとりました。他方、賃金上昇率は年次の上昇率として捉えることが適当であるため、賃金上昇率のリスクや各資産との相関係数の推計には年次データを用いました。また、企業業績が賃金に反映されるまでには時間がかかり、賃金は株価に遅れて変動する傾向があるため、賃金上昇率と各資産の相関係数の推計にあたっては、賃金上昇率にラグを設定しました。
- 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るため、各資産の大小関係についての制約条件は設定しないこととしました。
- 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。
- 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ため、50年後までの範囲で、変更後の基本ポートフォリオで運用した場合の積立金額の推移を財政検証で予定された積立金額と比較し、予定された積立金額を下回る確率を算出しました。
- 株式等は想定よりも下振れ確率が大きい場合があることを考慮し、経験分布を用いたリスク分析や、ストレステストを行いました。
- 基本ポートフォリオがモデルポートフォリオの中心値範囲に含まれることを確認しました。
- 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1) ビルディングブロック法とは、各資産の期待リターンを短期金利の期待リターンとリスクプレミアム(リスクの対価とみなされる部分)に分解し、それぞれを推計した上で合算することによって、各資産の期待リターンを推計する方法です。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(下記注3を参照)等の過去データを用いました。

(注2) 均衡収益率とは、各資産のリスク・相関係数及びグローバル市場の時価総額を用いて、市場から想定されるリターンを逆算したものです。

(注3) 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。政策ベンチマークは以下を用いました。

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、除く中国、ヘッジなし・円ベース)
国内株式	TOPIX (配当込み)
外国株式	MSCI ACWI (除く日本、除く中国A株、円ベース、配当込み、管理運用法人の配当課税要因考慮後)

③ 各資産の期待リターン、物価上昇率、賃金上昇率の想定

国内債券、国内株式、外国債券、外国株式の期待リターンは、財政検証の4つのケースごとに設定することとし、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1)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^(注2)を組み合わせることによって推計しました。

物価上昇率及び名目賃金上昇率の想定については、財政検証の4つのケースにおける前提を使用しました。

(注1) ビルディングブロック法とは、各資産の期待リターンを短期金利の期待リターンとリスクプレミアム(リスクの対価とみなされる部分)に分解し、それぞれを推計した上で合算することによって、各資産の期待リターンを推計する方法です。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(上記注3を参照)等の過去データを用いました。

(注2) 均衡収益率とは、各資産のリスク・相関係数及びグローバル市場の時価総額を用いて、市場から想定されるリターンを逆算したものです。

財政検証の4つのケースごとに4資産の期待リターンを設定する方法は、複数の方法を用いることとし、以下のパターンA・B・Cを実施しました。

パターンAでは、「過去30年投影ケース」の期待短期金利は過去30年の実績の短期金利の平均値を設定し、他の3ケースの期待短期金利は、「過去30年投影ケース」との名目賃金上昇率の前提の違いの分だけ調整したものを設定しました。

パターンBでは、「過去30年投影ケース」及び「成長型経済移行・継続ケース」の期待短期金利はパターンAと同様に設定し、「高成長実現ケース」の期待短期金利は、「過去30年投影ケース」との名目賃金上昇率の前提の違いの分よりも大きく調整したものを設定しました。また、「1人当たりゼロ成長ケース」の期待短期金利として、

歴史的最低水準であった2016年6月の短期金利を用いました。

パターンCでは、期待短期金利とともにリスクプレミアムも変化させました。「過去30年投影ケース」の期待短期金利はパターンAと同様に設定し、3ケースの期待短期金利は、「過去30年投影ケース」との物価上昇率の前提の違いの分だけ調整したものを設定しました。また、株式のリスクプレミアムは賃金の上昇(低下)幅以上に高く(低く)なりますが、債券のリスクプレミアムは賃金の上昇(低下)幅ほどは高く(低く)ならないため、こうした関係を適用して、リスクプレミアムをケース間の実質賃金上昇率の前提の違いによって調整しました。

下に示す表は、パターンAの例です。

(参考) 短期金利と賃金上昇率の関係

過去データを用いて短期金利と賃金上昇率の関係を調べると、1985年から2024年までの期間では、賃金が1%上昇すると短期金利は1%上昇する関係が見られます。パターンAは、この関係を全てのケースに一律に適用したものです。

他方で、賃金と短期金利の関係は期間によって異なることが観測されており、比較的経済が好調な時期を含む1985年から1998年までの期間では、賃金が1%上昇すると短期金利は1%よりも大きく上昇する関係が見られます。パターンBは、この関係を「高成長実現ケース」に適用したものです。

【各資産の期待リターンと賃金上昇率(パターンA)】

(単位: %)

経済前提	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
高成長実現ケース	-1.1 (2.9)	-0.8 (3.2)	0.9 (4.9)	3.5 (7.5)	4.1 (8.1)	(4.0)
成長型経済移行・継続ケース	-1.1 (2.4)	-0.8 (2.7)	0.9 (4.4)	3.5 (7.0)	4.1 (7.6)	(3.5)
過去30年投影ケース	-1.1 (0.2)	-0.8 (0.5)	0.9 (2.2)	3.5 (4.8)	4.1 (5.4)	(1.3)
1人当たりゼロ成長ケース	-1.1 (-0.6)	-0.8 (-0.3)	0.9 (1.4)	3.5 (4.0)	4.1 (4.6)	(0.5)

(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。
これは4つのケースに対する期待リターンの推計値の一例(パターンA)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4月から2024年3月の30年間の月次リターンを用いて推計を行いました。月次リターンは開始日によってブレがあるため、開始日を毎月1日～30日と様々に変えた場合のリスク・相関係数を算出し、これらを平均しました。

(注1) 賃金のヒストリカルデータは標準報酬月額を使用しました。

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

賃金上昇率は年次の上昇率として捉えることが適当であるため、賃金上昇率と4資産の相関係数については年次リターンを用いて推計しました^(注1)。賃金上昇率は、株式指数に遅れて変動する傾向があり、概ね1年程度の時間差が見られるため、賃金上昇率に12カ月のラグを設定しました^(注2)。

【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
2.60	9.72	19.19	20.35	0.94

【相関係数】

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

(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、ポートフォリオを作ると、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資産の期待リターン(パターンA)、リスク等に基づき、多数のポートフォリオについて期待リターン、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、年金財政上必要な利回り(実質的な運用利回り:1.9%)を満たし、下方確率が全額国内債券運用の場合を下回り、かつ条件付平均不足率が最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。

また、4資産の期待リターンの推計値としてパターンA・B・Cのいずれを用いた場合においても、基本ポートフォリオは、年金財政上必要な利回り(実質的な運用利回り:1.9%)を、どの経済状況でも達成できることを確認しました。

【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		平均不足率	CVaR(5%)	CVaR(1%)
				正規分布	経験分布			
1.9	2.4～5.9	10.34	42.3	-7.2	-8.5	-3.0	-18.3	-24.2

(参考)全額国内債券ポートフォリオの属性

(単位:%)

-0.8	-0.3～3.2	2.60	60.8	-2.6	-2.7	-1.6	-6.7	-8.4
------	----------	------	------	------	------	------	------	------

(注) 「条件付平均不足率」は、株式等が想定よりも下振れ確率が高い場合(いわゆる「テールリスク」)もあることを考慮し、正規分布に加えて、1994年4月から2024年3月の30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。

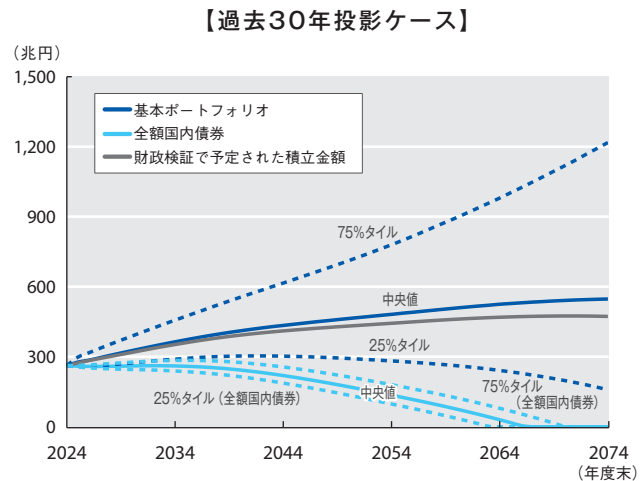
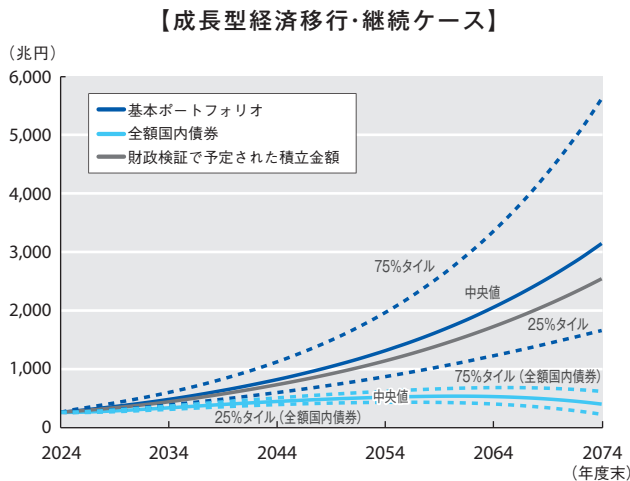
⑥ 基本ポートフォリオのリスク検証

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、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分布を調べ、財政検証上の予定積立金（「成長型経済移行・継続ケース」及び「過去30年投影ケース」）と比較しました。

この結果、シミュレーションによる積立金額（中央値）は、25年後・50年後ともに予定積立金額を上回り、予定積立金額を下回る確率は41%～46%となりました。他方で、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。

予定積立金額との比較



予定積立金額を下回る確率（リスク）

【成長型経済移行・継続ケース】

(単位: %)

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

【過去30年投影ケース】

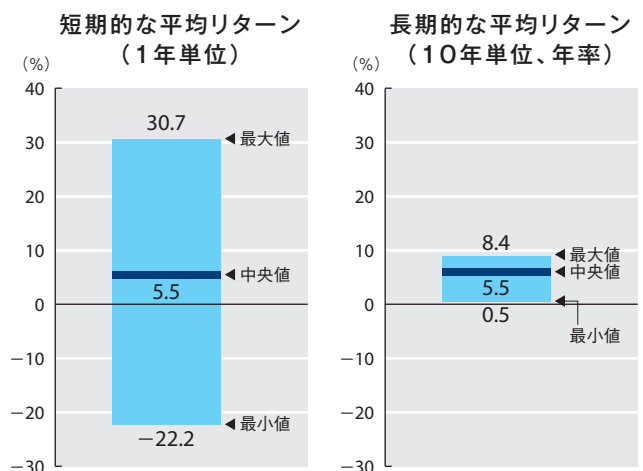
(単位: %)

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

⑦ 様々なリスク指標に基づく検証（ストレステスト）

まず、過去の政策ベンチマークデータを用いて、基本ポートフォリオで運用した場合の短期的なリターン（1年）と長期的なリターン（10年）の分布を確認しました。その結果、短期的には振れ幅が大きいものの、10年平均で見ると、過去一度もマイナスになっておらず、最低でも0.5%のリターンを獲得しています。

次に、ブラックマンデー（1987年）やITバブル崩壊（2000年）、リーマンショック（世界金融危機、2008年）など、過去のストレス局面におけるベンチマークデータを用いて、基本ポートフォリオによる運用と全額国内債券運用の収益状況を分析しました。基本ポートフォリオによる運用の場合、一時的に生じる損失としてはリーマンショックが最も大きく、-33%となりました。他方、全額国



(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2024年3月までの39年間でです。

内債券運用の場合には、一時的に生じる損失としては日本のバブル崩壊が最も大きく、－4.7%となりました。

しかしながら、いずれ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、概ね期待される水準まで運用利回りが回復する傾向が確認できました。

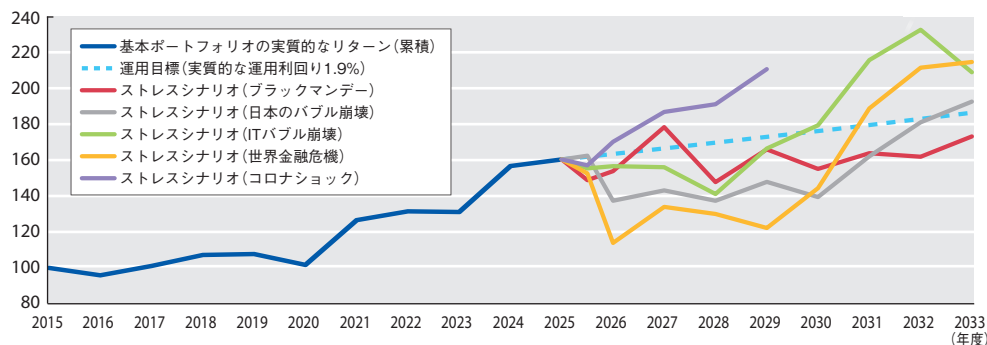
(注)ただし、ショック発生直後からの時間の経過に伴い、市場はショックによる直接的な影響だけでなく経済状況による様々な影響を受けます。

過去のストレス時における名目運用利回り

(単位:%)

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

実質的な累積収益率の実績値及び推計値



(注)縦軸は2015年3月末時点の実績値を100と置いて実質的な累積収益率を指数化したものです。

(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、各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、2024年財政検証の公表後、4管理運用主体で検討を進め、2025年4月1日からの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±6	上記±6	上記±5	上記±6

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「第5期中期目標」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）1.9%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分かっています。2024年度は、5年に一度の年金財政検証結果を踏まえ、長期的な観点から基本ポートフォリオの見直しを行いました。長期の運用実績の大半は基本ポートフォリオによって決まるとされていることから見ても、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、資産全体の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、国内外の経済動向や金融市場の状況、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。
- (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する。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]

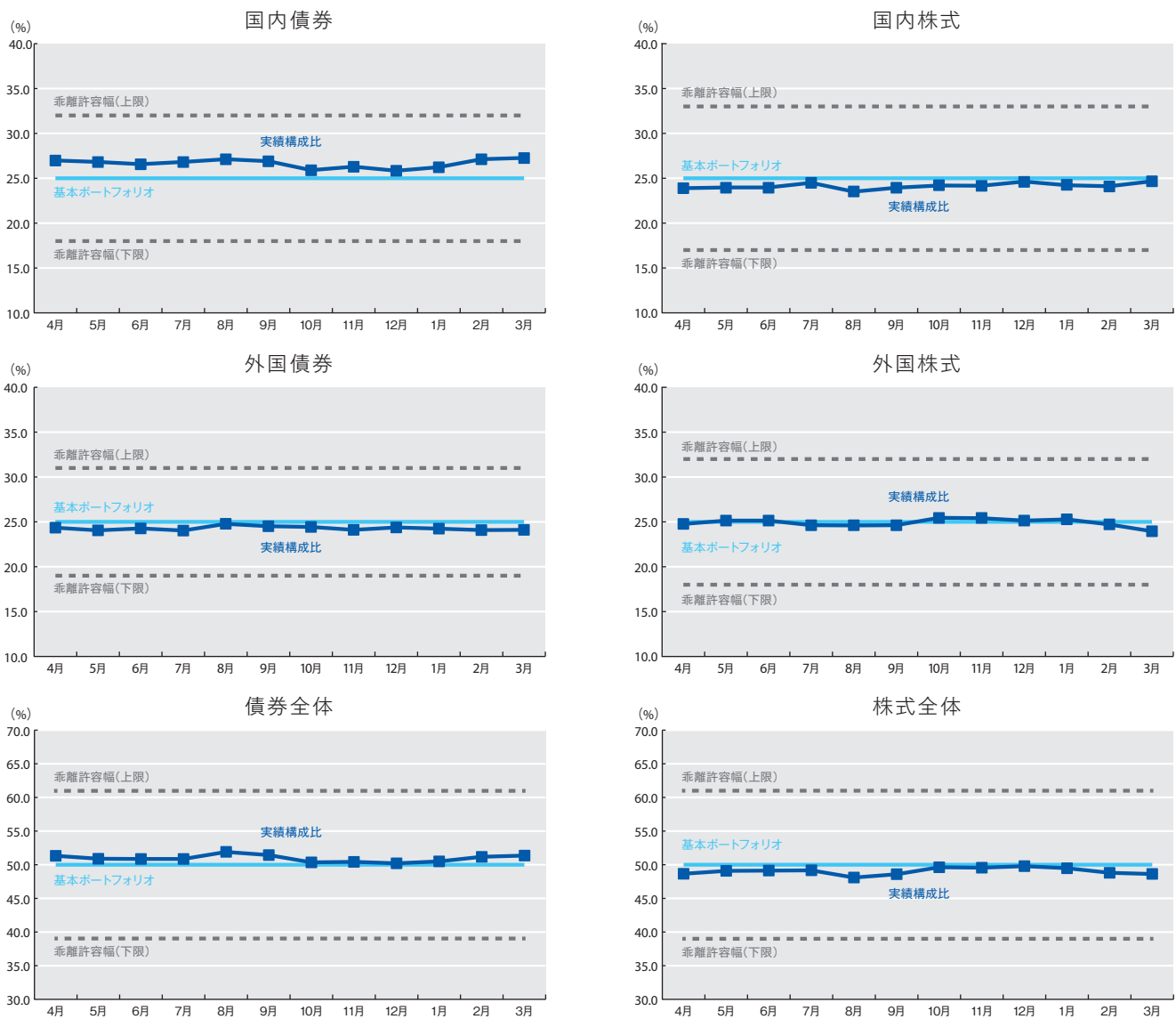
市場リスク	金利、為替、株式、オルタナティブ資産等の様々な市場のリスク・ファクターの変動により、保有する資産（デリバティブを含む。）の価値が変動するリスクをいう。
流動性リスク	キャッシュアウトの予期せぬ増加等により、必要な資金確保が困難になる、又は通常よりも著しく高い金利での資金調達を余儀なくされることにより損失を被るリスク（資金繰りリスク）及び市場の混乱等により市場において取引ができなかったり、通常よりも著しく不利な価格での取引を余儀なくされることにより損失を被るリスク（市場流動性リスク）をいう。
信用リスク	保有資産の発行体、資産管理等の委託先、デリバティブ取引のカウンターパーティの財務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

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。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。2024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。

【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おり、月中平均残高を用いて算出しています。
(注2) 約定日ベースで算出しています。また、株価指数先物取引の想定元本等を加味しています。
(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。

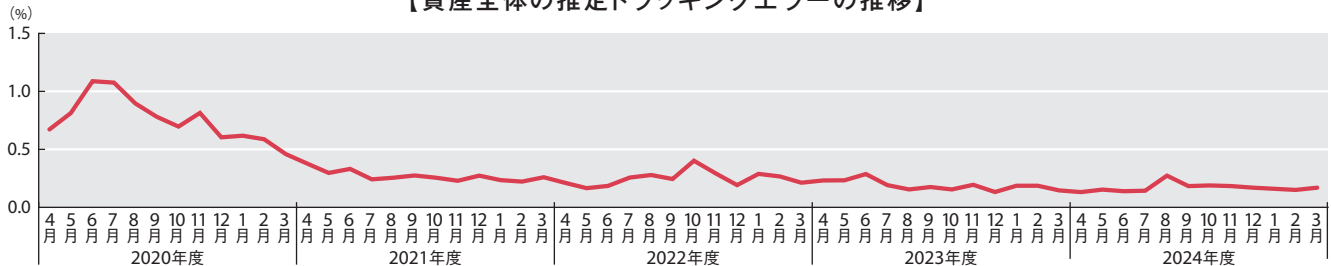
2024年度は、日銀が金融緩和の度合いを調整する一方で欧米中央銀行が金融緩和に舵を切るなど主要国の中央銀行の金融政策が大きく転換した一方、米国の大統領選など政治面も材料視され、為替や株式市場等の変動性が高まる局面がありました。また、米国の株式市場では一部大型ハイテク企業の株価が全体の動きに大きく影響するなど、個別銘柄のポートフォリオ全体に与える影響のモニタリングに注意を要する市場環境でした。こうした中、資産全体の推定トラッキングエラーは、基本ポートフォリオの複合ベンチマーク収益率と乖離しないようき

め細かい施策を実施した結果、年度を通じて13～27bp（1bpは0.01%を指します。）と低位で推移しました。

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。2024年度は、主要な市場リスクである株価リスクや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調整しました。また、株式アクティブ戦略やESG指数投資の管理の高度化によるリスク削減や、リバランスのより一層の精緻化を行うなどしたことから、VaRレシオは0.98～1.01と低位で推移しました。

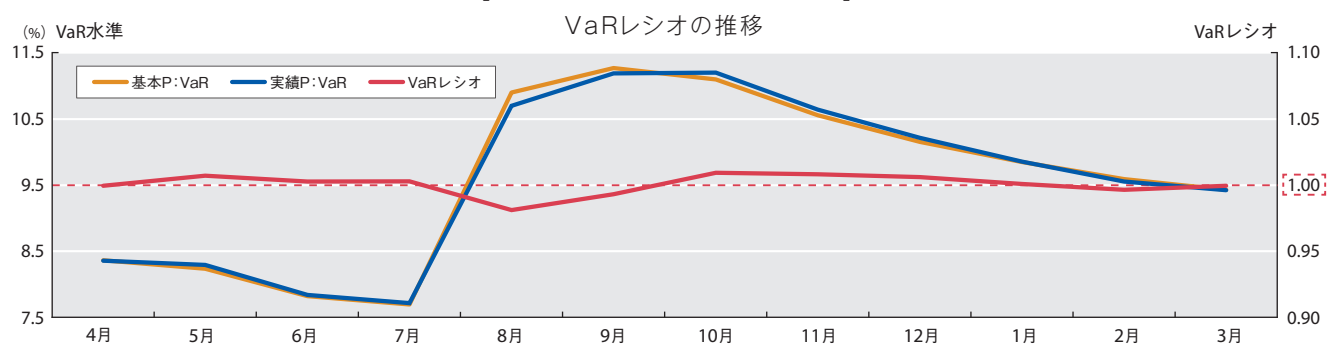
(注1) 一定の確率で将来に取り得る超過収益の範囲について、分析ツール等を用いて構成される銘柄間の相互依存関係を統計的に推計して計算したものです。
(注2) VaR（バリュー・アット・リスク）とは、各資産を一定期間保有（保有期間）すると仮定した場合に、ある一定の確率の範囲内（信頼水準）で発生しうる最大損失率を表したものです。

【資産全体の推定トラッキングエラーの推移】



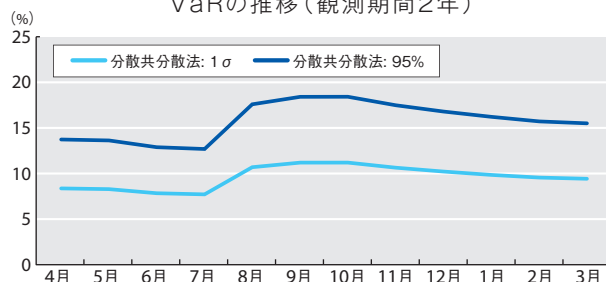
(注1) 分散共分散法で、信頼水準は1σ、保有期間1年、観測期間は2年、基本ポートフォリオをベンチマークとして算出しています。
(注2) 各月の数値は月中平均で算出しています。
(注3) 約定日ベースで算出しています。また、株価指数先物取引の想定元本等を加味しています。

【VaRレシオ及びVaRの推移】

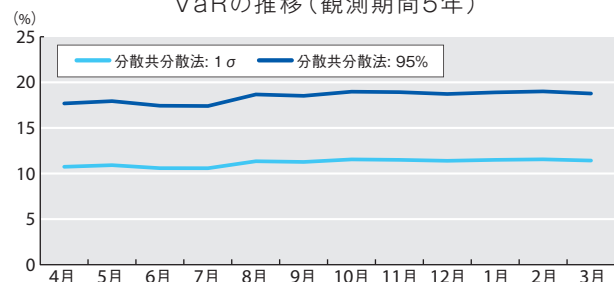


(注1) 分散共分散法で、信頼水準は1σ、保有期間1年、観測期間は2年で算出しています。
(注2) 各月の数値は月中平均で算出しています。
(注3) 約定日ベースで算出しています。また、株価指数先物取引の想定元本等を加味しています。

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) 各月の数値は月中平均で算出しています。
(注3) 約定日ベースで算出しています。また、株価指数先物取引の想定元本等を加味しています。

[3] オルタナティブ資産のリスク管理

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、超過収益獲得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

ティブ資産の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、必要な体制整備を行い、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。取組の詳細は70・71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。グラフは50ページをご覧ください。

各シナリオについては、大幅な下落となったリーマンショック（世界金融危機）、市場の回復が遅かった日本のバブル崩壊シナリオ、新型コロナウイルス感染症によるコロナショックなどの、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、概ね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。

② 長期運用によるリスク低減の検証

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39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、過去最大の収益である2023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。（グラフは49ページをご覧ください。）ただし、

長期的にみるとリターンは安定し、10年単位では過去39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的に年金財政上必要な利回り（実質的な運用利回り1.9%）を確保するよう策定したものであり、市場の変動に過度にとらわれるべきではありませんが、足元で起こりうる様々なストレス状況も想定し、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。

③ 長期的なリスク低減が期待されるサステナビリティ投資

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・社会問題などが資本市場に与える負の影響を減らすことを通じ、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）などのサステナビリティ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サステナビリティに関するリスクは、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、GPIFがサステナビリティ投資に取り組む意義は大きいと考えています。

(コラム) 国際的な市場環境の変化等への対応

GPIFは、国内・海外の様々な種類の資産に投資することで収益獲得の機会を増やし、世界中の経済活動から収益を得るとともに、資産分散の効果により運用資産全体の価格の変動を抑制し、大きな損失が発生する可能性を抑える運用を行っています。(15ページ参照)

このような海外の様々な資産への投資を行うにあたって、以下に例示する状況等により、当法人の投資行動に相応の制約がかかる可能性が認められる場合には年金積立金の管理・運用に支障が生じうると考えており、適切にリスク管理を行うこととしています。

- 国際的な決済システムでの決済に支障が生じ得る状況
- GPIFの投資規模に比して、国内及び国際間の市場流動性が十分ではない状況
- 国外の投資家に対して先物取引等の投資活動に制約が設けられている状況、あるいは投資活動を行うために国外の投資家に対して認証制度を課している状況
- 売買停止銘柄が一定数以上存在している状況
- 当局により投資の制約につながる政策変更が頻繁に行われ得る状況

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、日本銀行が利上げを行い、政策金利が2008年9月以来の高水準となったこと等を受けて、上昇（債券価格は下落）しました。

このような背景から、10年国債利回りは2023年度末の0.73%から2024年度末は1.49%へと上昇（債券価格は下落）しました。

② 超過収益率

2024年度の国内債券のベンチマーク^(注1)に対する超過収益率は、+0.26%となりました。物価連動国債等がプラスに寄与しました。

(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
-4.47	-4.73	+0.26	+0.19	+0.05	+0.03

(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。

(注5) 証券貸付運用に係る収益はその他要因に区分しています。

(注6) 約定日ベースで算出しています。また、株価指数先物取引の想定元本等を加味しています。

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. 国内債券ファンド

年金資産の運用の効率化を図る観点から、2022年度よりBPI「除くABS」型ファンド(パッシブファンド)をインハウス国内債券ファンド(アクティブファンド)に変更しています。

インハウス国内債券ファンドは、ポートフォリオ全体を見渡しつつ、各種金利戦略の実施や社債等の配分比率の調整等を行っています。

	2024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
国内債券ファンド	74,091億円	-4.63%	-4.73%	30,000億円	13億円

イ. 国債ファンド

国債ファンドは、ポートフォリオ全体の円金利のデュレーション調整を行うことを目的とした運用を行っています。

	2024年度	
	時価総額	時間加重収益率
国債ファンド	127,774億円	-5.21%

ウ. 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。

	2024年度	
	時価総額	時間加重収益率
物価連動国債ファンド	9,536億円	1.49%

エ．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。

	2024年度	
	時価総額	時間加重収益率
短期資産ファンド	12,771億円	0.21%

[2] 外国債券

① 外国債券市場

米国10年国債利回りは、米国連邦準備制度理事会（FRB）が利下げを行ったものの、米新政権による関税政策に対する市場参加者の思惑等もあり、上昇（債券価格は下落）しました。

ドイツ10年国債利回りも、欧州中央銀行（ECB）が利下げを行ったものの、ドイツで政府債務抑制の緩和が決定さ

れたこと等から、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2023年度末の4.20%から2024年度末は4.21%へ、ドイツ10年国債利回りは2023年度末の2.30%から2024年度末は2.74%へとともに上昇（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縮小するなか、円高・ドル安が進行し、2023年度末の151.35円から2024年度末は149.54円となりました。

ユーロ／円は、日欧の長期金利差等を背景に、2023年度末の163.45円から2024年度末は161.53円となりました。

③ 超過収益率

2024年度の外国債券のベンチマーク^(注1)に対する超過収益率は、+0.09%となりました。オルタナティブ資産と外債クレジット要因等がプラスに寄与しました。

（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
1.70	1.61	+0.09	－0.02	+0.09	+0.02

（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。

（注5）証券貸付運用に係る収益はその他要因に区分しています。

（注6）約定日ベースで算出しています。また、株価指数先物取引の想定元本等を加味しています。

④ 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。

	2024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	783億円	1.39%

[3] 国内株式

① 国内株式市場

国内株式は、日経平均株価や東証株価指数（TOPIX）が史上最高値を更新する場面も見られましたが、円高が重石となったこと等から、下落しました。

このような背景から、TOPIXは2023年度末の

2,768.62ポイントから2024年度末は2,658.73ポイントへと低下しました。日経平均株価は2023年度末の40,369.44円から2024年度末は35,617.56円へと低下しました。

② 超過収益率

2024年度の国内株式のベンチマーク^(注1)に対する超過収益率は、+0.09%となりました。ESG指数

のパッシブファンドとアクティブ戦略のポートフォリオがプラスに寄与しました。

(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
-1.46	-1.55	+0.09	+0.08	+0.01	-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。

(注5) 約定日ベースで算出しています。また、株価指数先物取引の想定元本等を加味しています。

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（2024年度実績約1.4億円）。また、食品・家庭用品等は東京都社会福祉協議会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

欧米の株式市場では、史上最高値を更新する場面も見られ、米国では前年度に引き続きIT関連銘柄をけん引役に、株式市場は上昇しました。

このような背景から、ダウ平均株価指数は2023年度末の39,807.37ポイントから2024年度末の

42,001.76ポイントへ上昇し、ドイツDAX株価指数は2023年度末の18,492.49ポイントから2024年度末の22,163.49ポイントへと上昇しました。

② 超過収益率

2024年度の外国株式のベンチマーク^(注1)に対する超過収益率は、-0.26%となりました。アクティブ

戦略のポートフォリオがマイナスに寄与しました。

(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
6.62	6.88	-0.26	+0.01	-0.27	+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。

(注5) 証券貸付運用に係る収益はその他要因に区分しています。

(注6) 約定日ベースで算出しています。また、株価指数先物取引の想定元本等を加味しています。

[5] その他の運用リスク管理

① 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。2024年度において、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、全ての債券種別が対象となります。

[自家運用]

ア. 国内債券ファンド

○格付別保有状況

国内債券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。ただし、運用手法の特性など合理的な理由があるときはBBB格に満たない銘柄を取得又は保有することができます。2024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

国内債券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もBB格以下の格付を得ていないこととしています。2024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もBB格以下の格付を得ていないこととしています。2024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。

② 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、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。2024年度において、国内株式、外国株式ともに基準を超えるものはありませんでした。

(コラム) パッシブ運用・アクティブ運用の表記について

GPIFの中期計画では、「運用に当たっては、原則としてパッシブ運用と超過収益の獲得を目指すアクティブ運用を併用する。」としていますが、GPIFでは、資産運用の戦略を表す用語である「パッシブ運用」「アクティブ運用」と、各ファンドの運用手法を表す用語である「パッシブファンド」「アクティブファンド」とを使い分けています。

GPIFは、資産全体のリスク管理上、政策ベンチマーク（基本ポートフォリオの策定に用いる各資産のベンチマーク）に追随する「パッシブ運用」と、政策ベンチマークとの乖離リスクを取ることで政策ベンチマークを上回る収益（超過収益）の獲得を目指す「アクティブ運用」に区分しています。

一方、各ファンドのリスク管理上は、政策ベンチマーク又はそれ以外のベンチマークに追随する運用手法を用いる「パッシブファンド」と、ベンチマーク対比で超過収益の獲得を目指す運用手法を用いる「アクティブファンド」に区分しています。

このため、あるファンドの区分が「パッシブファンド」であっても、政策ベンチマーク以外のベンチマークに追随する運用手法を用いるものについては、政策ベンチマークとの乖離リスクが発生するため、資産全体のリスク管理上は「アクティブ運用」に該当します。例えば、国内株式・外国株式のESG指数に追随する運用手法を用いるパッシブファンドや、米国の投資適格債券の指数に追随する運用手法を用いるパッシブファンドは、資産全体のリスク管理上は「アクティブ運用」に該当します。

なお、政策ベンチマークを地域や年限で分解したベンチマークに追随する運用手法を用いるパッシブファンドについては、各資産と対応する政策ベンチマークとの乖離リスクを小さくすることを目的として、地域や年限で異なる流動性なども踏まえて政策ベンチマークを基にベンチマークを設定し、運用資産全体として基本ポートフォリオに即したリスク管理を行っていることから、資産全体のリスク管理上は「パッシブ運用」に該当します。

以上を示した概念図は、下記のとおりです。



2024年度業務概況書では、各ファンドのリスク管理上の区分（パッシブファンド・アクティブファンド）に従って表記しています。

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の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）及び2025年度から始まる第5期中期計画では、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超過収益獲得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、多くの投資家が日々売買する上場株式等とは異なり、取引が成立するまでに時間を要する一方で、オルタナティブ資産は高い利回りをもたらすとされています。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収益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^(注)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

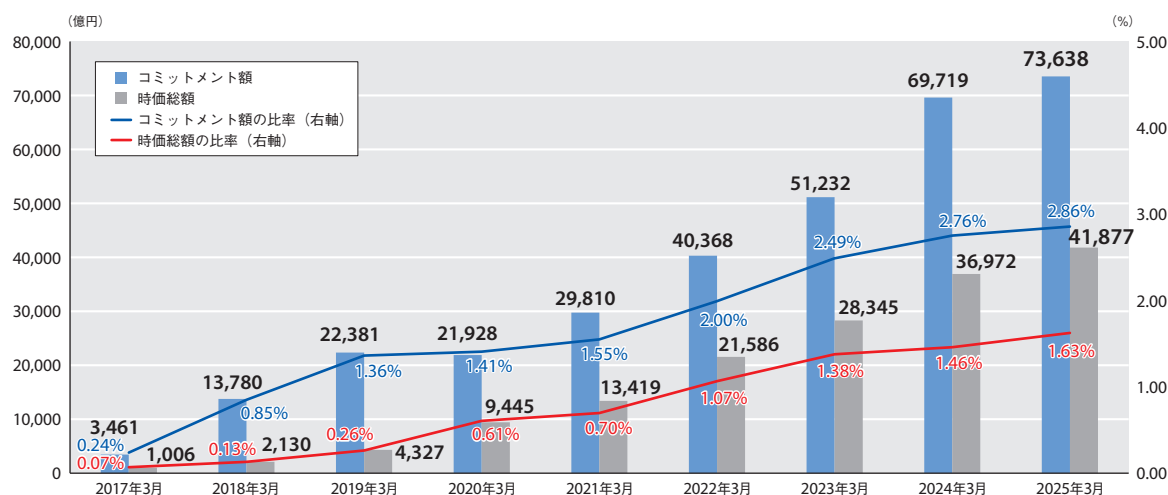
GPIFは、上述の研究成果を踏まえ、2013年度以降、機関投資家との共同投資形態によるオルタナティブ資産の運用に着手しました（インフラストラクチャー共同投資は2013年度より、プライベート・エクイティ共同投資は2015年度より実施）。2017年度からは、マネジャー・エントリー制度を活用したオルタナティブ資産の運用に係る公募を開始し、GPIF向け仕様のマルチ・マネジャー戦略^(注)を実行する運用受託機関（マルチ・マネジャーを選定するファンド・オブ・ファンズマネジャー及びファンド・オブ・ファンズマネジャーの運用能力を評価するゲートキーパー）の選定を進めました。2022年度からは、投資事業有限責任組合／リミテッドパートナーシップ（LPS）への投資を開始し、オルタナティブ資産の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、2023年度からオルタナティブ投資部）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。

（注）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。



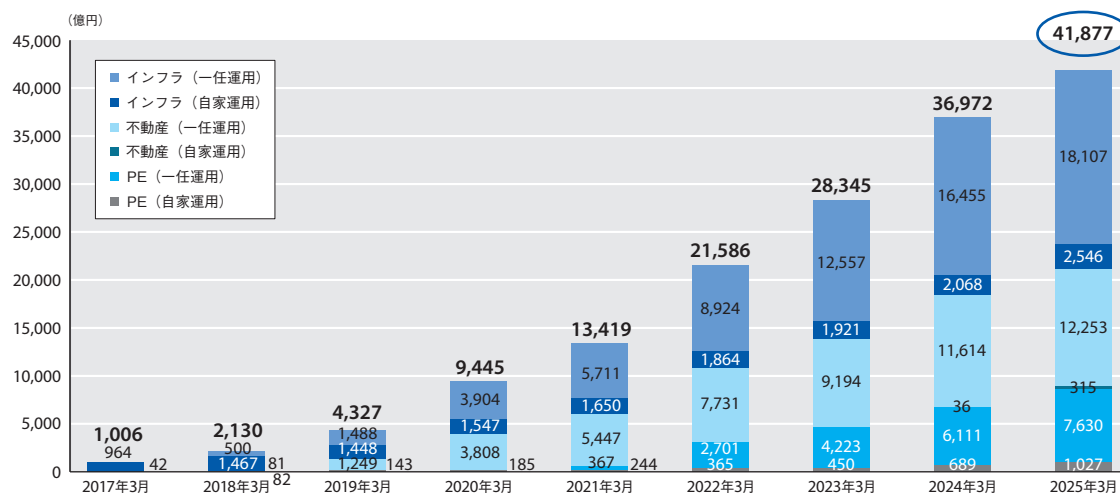
オルタナティブ資産の時価総額、コミットメント額及び年金積立金に占める割合の推移



GPIFでは、オルタナティブ資産の運用の開始以来、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。2025年3月末時点でのオルタナティブ

資産の時価総額は、4兆1,877億円となりました。また、年金積立金全体に占める割合は1.63%となっています。

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(<https://www.gpif.go.jp/investment/alternative/>)をご参照ください。



③ 2024年度の主な活動

ア. 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

2017年9月に、年金積立金の自家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ことが可能となり、リスク管理の強化を図るとともに、投資一任業者に対する運用手数料の支払削減により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の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い、2022年度から投資を開始しました。2024年度にはインフラストラクチャーで4案件、プライベート・エクイティで2案件、不動産で1案件の投資に関する契約を締結しました。

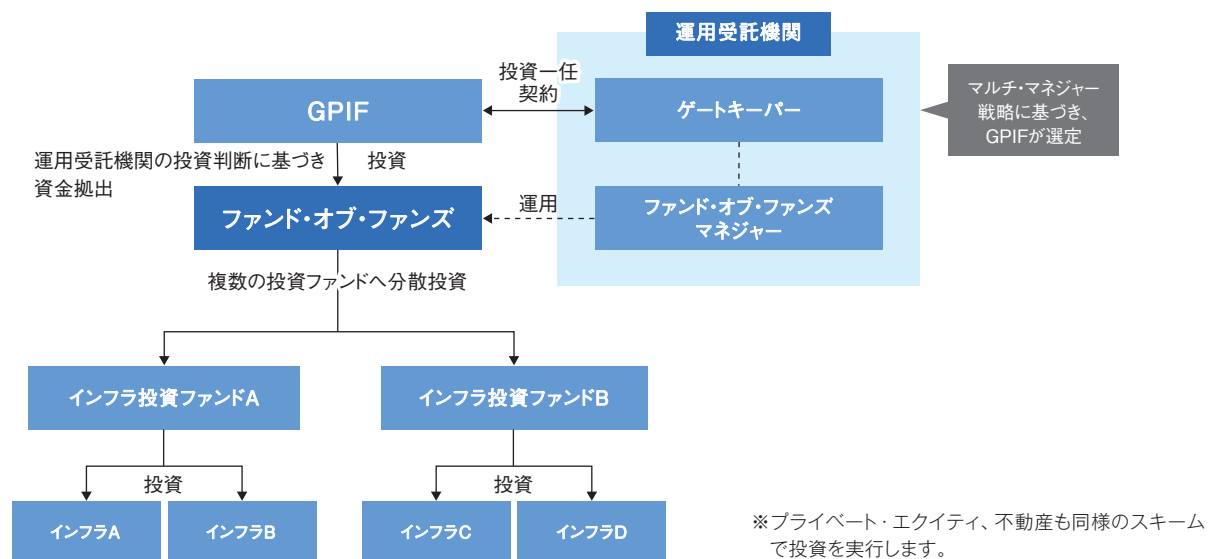
イ. ゲートキーパー及びファンド・オブ・ファンズマネジャーの公募・選定

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。

2024年度には国内インフラ分野で新たな運用機関の選定に向けた公募を行っています。

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〉



ファンド・オブ・ファンズ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。

ウ.オルタナティブ資産の運用リスク管理等の更なる推進

オルタナティブ資産の運用リスク管理について、2024年度は、以下のような更なる取組を進めました。

- (i) オルタナティブ資産ファンドのモニタリングの多様化・高度化
 - (ii) 運用の高度化に向けたオルタナティブ資産に係るデータベース構築の検討継続
- 各項目の詳細は71ページをご参照ください。

エ.オルタナティブ資産の運用状況

〈2025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)	73,638	32,455	25,419	15,764
うち国内資産(円建て)	6,850	1,650	3,700	1,500
うち海外資産(米ドル建て)	63,073	29,189	21,235	12,649
うち海外資産(ユーロ建て)	3,715	1,615	485	1,615
時価総額(億円)	41,877	20,653	12,567	8,657
投資開始来の内部収益率 (IRR)(円建て)	10.14%	10.15%	8.03%	15.24%
うち国内資産(円建て) ^(注3)	6.86%	6.20%	7.17%	－0.10%
うち海外資産(米ドル建て) ^(注4)	4.91%	5.15%	2.32%	8.48%
うち海外資産(円建て) ^(注5)	10.59%	10.35%	8.37%	15.64%
うち海外資産(ユーロ建て) ^(注6)	－1.83%	－0.22%	－	－2.54%
うち海外資産(円建て) ^(注7)	－1.66%	－2.27%	－	－1.38%

(注1) ファンド・オブ・ファンズ、投資信託及びLPS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、かつ運用開始から1年以上経過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、かつ運用開始から1年以上経過している資産を集計しています。

(注5) 上記米ドル建ての資産を円換算して算出しています。

(注6) 海外(主要運用通貨ユーロ建て)で運用し、かつ運用開始から1年以上経過している資産を集計しています。

(注7) 上記ユーロ建ての資産を円換算して算出しています。

(コラム) 2024年度の時価総額の増減の要因分解

2024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4,905億円増加しました。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(+4,672億円)：

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。2024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(-2,072億円)：

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。2024年度は主にインフラストラクチャー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(-151億円)：

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(2024年度のオルタナティブ資産の平均残高に対し0.38%相当)。

(注) GPIFが直接投資を行っている投資一任(ファンド・オブ・ファンズ形式、シングル・ファンド形式)、投資信託及びLPS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)。なお、上記の集計金額のほか、GPIFがファンド・オブ・ファンズを通じて投資を行っているLPS等が支払った報酬・費用等は、時価算定の過程で既に控除されています。

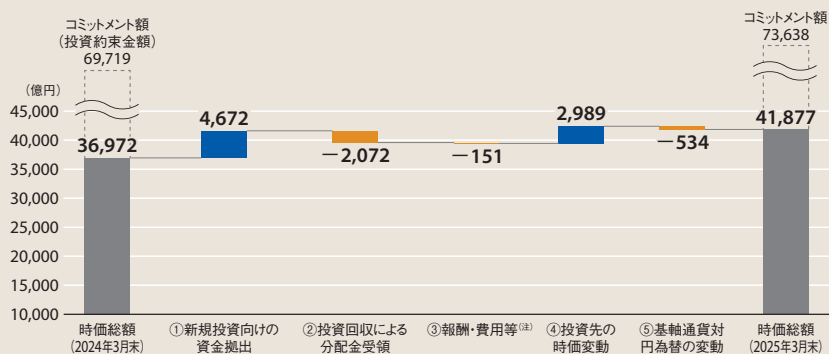
④投資先の時価変動(+2,989億円)：

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。2024年度は、主にインフラストラクチャー分野で時価が増加しています。

⑤為替の変動(-534億円)：

海外で運用している場合において、基軸通貨と円の為替変動により円建ての時価が増減します。2024年度は、円高によって時価が減少しています。

オルタナティブ投資の時価変動要因(2024年4月～2025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、交通（港湾・鉄道・道路他）、公益企業、通信などのインフラ事業への投資です。これらへの投資は、政府が主導する場合もあれば民間企業や投資ファンドが関わることもあります。

GPIFでは、特に社会・経済活動に不可欠で、当局による規制環境が確立されていることや、長期契約に基づき、安定した利用料収入等が期待される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。

② GPIF の投資

ア. 運用方針

主にインフラ事業のエクイティ（投資持分）等を投資対象とするファンドへの投資を通じて、安定的なり

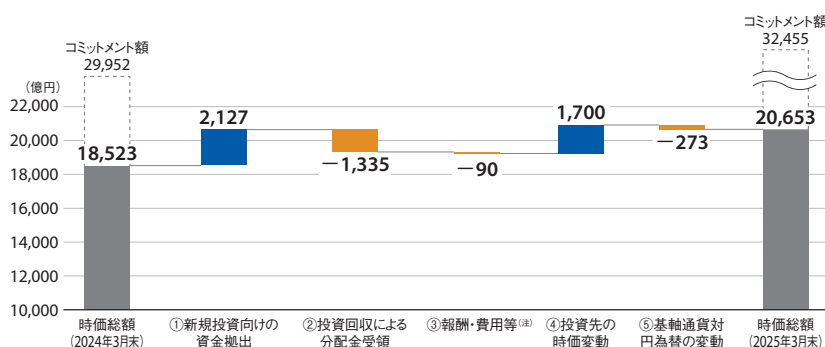
ターンを確保し、投資ポートフォリオ全体のリターンの向上に貢献します。

イ. 運用状況

インフラ投資の2025年3月末時点の時価総額は2兆653億円となりました。2024年3月末対比では2,130億円増加しています。主に投資一任の運用機関

を通じた新規投資の進捗及び投資先の時価上昇の影響により、インフラ資産全体では時価総額が増加しました。

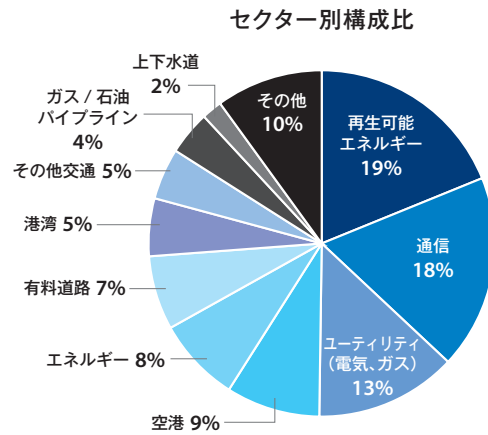
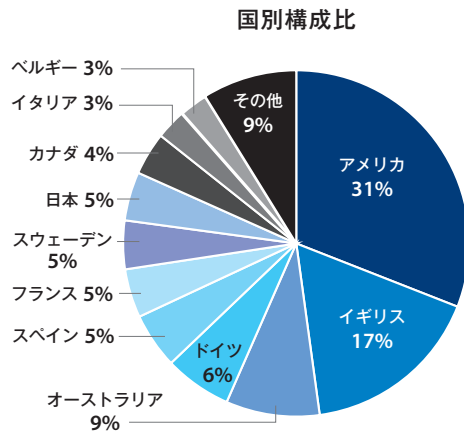
オルタナティブ資産（インフラストラクチャー）の時価変動要因（2024年4月～2025年3月）



(注) GPIFが直接投資を行っているファンド・オブ・ファンズ、投資信託及びLPS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）。なお、上記の集計金額のほか、GPIFがファンド・オブ・ファンズを通じて投資を行っているLPS等が支払った報酬・費用等は、時価算定の過程で既に控除されています。

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31%を占め、続いてイギリス17%、オーストラリア9%等となっています。日本は5%で昨年の3%から増加しました。国内インフラの投資機会はまだ限られていますが、国内特化型ファンド・オブ・ファンズ等を通じて投資活動を着実に進めており、運用機関の公募も引き続き行っています。セクター別では、再生可能エネルギー19%、通信18%、ユーティリティ（電気／ガス）13%等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（主要

運用通貨米ドル建て）の内部収益率（IRR、2025年3月末時点）は米ドル建てで+5.15%（円建てで+10.35%）、海外インフラ投資（主要運用通貨ユーロ建て）の内部収益率（IRR、2025年3月末時点）はユーロ建てで-0.22%（円建てで-2.27%）、国内インフラ投資全体の内部収益率（IRR、2025年3月末時点）は円建てで+6.20%となっています。また、2024年度に外国籍投資信託及びファンド・オブ・ファンズ等より受領した配当金（元本返済分を除く。）は合計721億円です。



[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クチャリング等を行うもの）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

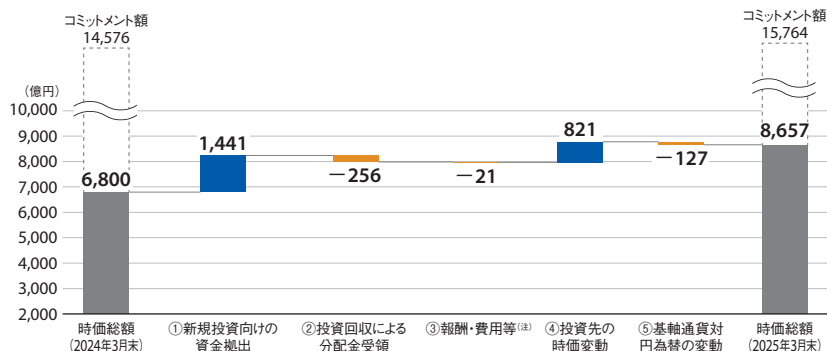
に企業価値の増大による比較的高いリターンを確保し、投資ポートフォリオ全体のリターンの向上に貢献します。

イ．運用状況

PE投資の2025年3月末時点の時価総額は8,657億円となりました。2024年3月末対比では1,857億円増加しています。主に投資一任の運用機関を通じた新規

投資の進捗及び投資先の時価上昇の影響により、PE資産全体では時価総額が増加しました。

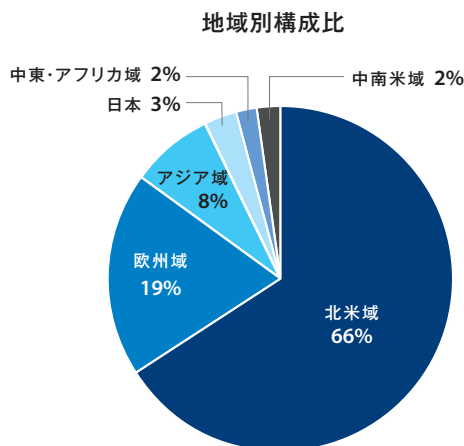
オルタナティブ資産（プライベート・エクイティ）の時価変動要因（2024年4月～2025年3月）



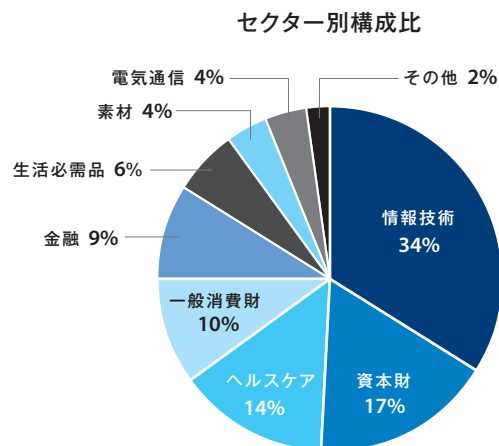
（注） GPIF が直接投資を行っているファンド・オブ・ファンズ、投資信託及び LPS が支払った金額を GPIF にて集計しています（投資信託については概算値です）。なお、上記の集計金額のほか、GPIF がファンド・オブ・ファンズを通じて投資を行っている LPS 等が支払った報酬・費用等は、時価算定の過程で既に控除されています。

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66%と最も多く、次いで欧州域及びアジア域が多くなっています。日本は3%で昨年の2%から増加しました。また、国内特化型ファンド・オブ・ファンズ等を通じて国内に投資する多くのPEファンドに対して着実にコミットメントを進めています。セクター別では、情報技術の割合が34%と最も多くなっていますが、その他には資本財やヘルスケア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月以来の海外PE投資（主要運用通貨米ドル建て）の内部収益率（IRR、2025年3月末時点）は米ドル建てで+8.48%（円建てで+15.64%）、海外PE投資（主要運用通貨ユーロ建て）の内部収益率（IRR、2025年3月末時点）はユーロ建てで-2.54%（円建てで-1.38%）、国内PE投資全体の内部収益率（IRR、2025年3月末時点）は円建てで-0.10%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。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周

期）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・地域・セクター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、投資を進めています。

② GPIF の投資

ア．運用方針

市場環境を踏まえ、「コア型」の不動産資産への投資戦略を中心にオポチュニスティック型等の不動産投資戦略も含め

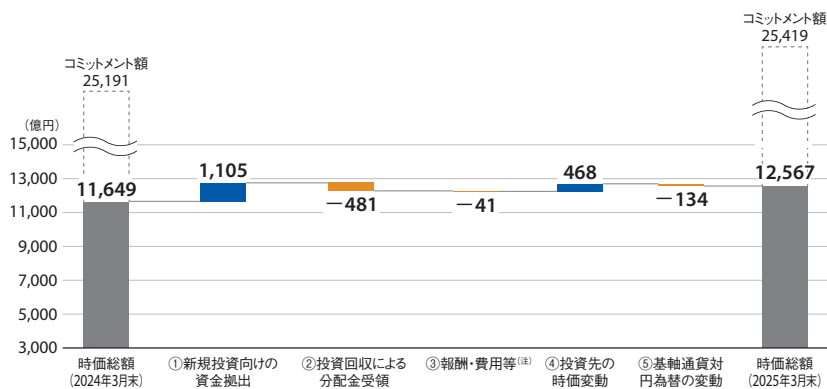
た分散投資をタイムリーかつ効率的に行うことを通じて、投資ポートフォリオ全体のリターンの上昇に貢献します。

イ. 運用状況

不動産投資の2025年3月末時点の時価総額は1兆2,567億円となりました。2024年3月末対比では918億円増加しています。主に投資一任の運用機関を通じた新規

投資の進捗及び投資先の時価上昇の影響により、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（2024年4月～2025年3月）



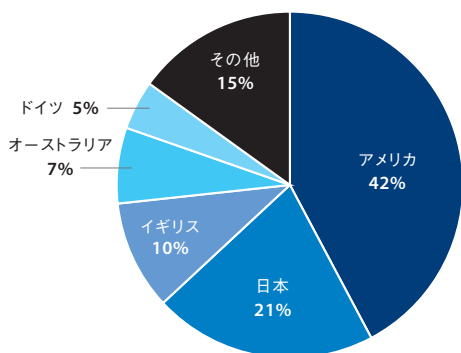
(注) GPIFが直接投資を行っている投資一任（ファンド・オブ・ファンズ形式、シングル・ファンド形式）及びLPSが支払った金額をGPIFにて集計しています。なお、上記の集計金額のほか、GPIFがファンド・オブ・ファンズを通じて投資を行っているLPS等が支払った報酬・費用等は、時価算定の過程で既に控除されています。

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42%を占めており、日本21%、イギリス10%、オーストラリア7%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46%を占めており、賃貸住宅25%、オフィス21%、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。

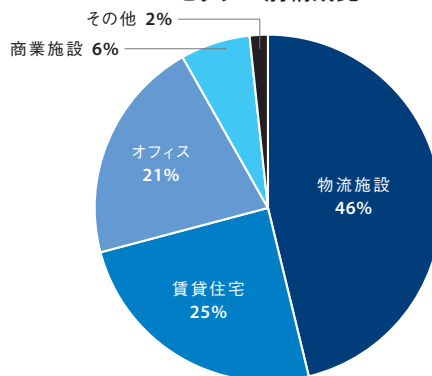
運用を開始した2017年12月以来の国内不動産投資

の内部収益率(IRR、2025年3月末時点)は円建てで+7.17%、同じく2018年9月以来の海外不動産投資(主要運用通貨米ドル建て)の内部収益率(IRR、2025年3月末時点)が米ドル建てで+2.32%(円建てで+8.37%)となっています。また、2024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322億円です。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。

国別構成比



セクター別構成比



[5] オルタナティブ資産の運用リスク管理

① オルタナティブ資産の運用リスクに対する考え方

ア．オルタナティブ資産の時価算定

金融資産のパフォーマンス・リスク管理において時価の算定は重要です。伝統資産（上場株式・債券）の場合、時価は刻々と変化する市場価格を利用しますが、オルタ

ナティブ資産は伝統資産と異なる複数の特性があるため（下表参照）、時価の算定も異なる方法を採用します。

表 オルタナティブ資産と伝統資産の資産特性の違い

オルタナティブ資産 鑑定価格に基づく売買	伝統資産（上場株式・債券） 市場価格に基づく売買
・流動性の低さ ⇒相対取引で売買機会が制限されており、売買が難しい ・情報の非対称性 ⇒公開情報が少なく、投資家による企業・案件の評価が難しい。経済情勢によってはリスクが大幅増加 ・公開情報の制限 ⇒公開情報の開示が少なく、競合他社への戦略的情報の漏洩リスク小 ・価格設定の難しさ ⇒市場価格がなく、価格設定が難しい ・価格調整に要する時間 ⇒市場の影響や情報が迅速に価格に反映されず、価格調整に時間を要する ・経営の柔軟性 ⇒投資家に対する報告義務が少なく、業務運営の変更が容易	・流動性の高さ ⇒取引所・店頭市場での売買が比較的容易 ・情報入手の容易さ ⇒財務状況等の企業・案件の公開情報が多く、投資判断が比較的容易 ・市場評価に基づく価格設定 ⇒市場の需給関係や多くの投資家の期待を反映した価格形成 ・価格調整に要する時間 ⇒市場の影響や情報が迅速に価格に反映され、価格調整が速い

各国の会計基準（日本：企業会計原則、米国：US GAAP、欧州：IFRS）では、オルタナティブ資産は市場価格が存在しない「レベル3資産」に分類され、ファンドの運用者は内部モデルや第三者の評価モデルを利用して時価を算出します。時価の透明性と信頼性を確保するため、評価方法、主要な仮定、評価の不確実性に関しては、外部の監査法人による定期的なレビューが行われま

す。このため、オルタナティブ資産の時価は、算出と検証に時間を要し、通常はファンド決算期終了から2～5カ月後に投資家に通知されます。

オルタナティブ投資のリスク管理は、この時価算定のプロセスを踏まえ、直近の状況について種々の前提を考慮し、適切に修正を行うことも検討する必要があります。

イ．ファンド選定で考慮すべき点

GPIFのオルタナティブ投資においては、数多くのファンドが存在する中で、確実に超過収益を獲得している個別投資案件の選択と、これらを組み合わせたポートフォリオの構築により、超過収益獲得の再現性が高いと考えられるファンドを選定しています。ファンド選定にあたって、ファンド運用者との対話は大切です。オルタナティブ投

資では一般的に、売り手と買い手の間に存在する情報の非対称性が超過収益の一因とされており、GPIFとしては、ファンド運用者との間で、売り手と買い手の関係ではなく、投資家として利益の一致する関係を構築することで、超過収益が獲得できると考えています。

ウ．オルタナティブ資産のリターンの源泉

オルタナティブ投資のリターンの源泉は、収益の成長性・レバレッジ・資産価値評価指標の変動です。ファンド運用者は収益の成長性と安定性を追求し、売上増加やコスト削減を通じて資産価値を向上させます。また、レバレッジ(借入資金)を使って投資を拡大しリターンを増加させるには、リスク管理が不可欠です。資産価値評価は経済

環境などにより変わり、EV/EBITDA(企業価値・税控除前減価償却前倍率)、PER(一株当たり当期利益倍率)、Cap-Rate(収益還元率)等で評価されます。ファンドの超過収益の源泉のうち、最も重要な源泉は、収益の成長性に対するファンド運用者の関与度と考えられます。

エ．オルタナティブ資産のリスク管理手法

オルタナティブ資産は情報開示が少ないうえ、伝統資産の市場の影響を受けにくいと、価格変動の頻度が少なく統計的な分析が難しいという特徴があります。このため、絶対リターンを目標とし、IRR(内部収益率)やTVPI(投資倍率)などでファンドを選定することが一般的です。従来、超過収益の再現性は定性的な分析で評価されていましたが、評価が主観的になるという課題もありま

した。今後は、上場市場でのオルタナティブ資産の取引増加やIT技術の進歩により、非上場資産の定量的データ分析の重要性が増すと考えられます。これにより、従来の定性的分析に加え、客観的な定量データ分析が重要となり、伝統資産に対する超過収益獲得の可能性も重視されることが考えられます。

②2024年度の主な取組

2024年度は、オルタナティブ資産の運用リスク管理について、更なる取組を進めました。

ア．オルタナティブ資産ファンドのモニタリングの多様化・高度化

各オルタナティブ資産ファンドのパフォーマンス測定について、一般的に使用されるTVPI(投資倍率)やIRR(内部収益率)を入手可能な市場データと比較、NAV(運用資産額)増減分解による分析を継続したほか、2024年度に開発・導入したSBDA(Spread Based Direct Alpha、上場市場対比の超過収益を測定する手法)を用いて、GPIFの株式・債券にかかる政策ベンチマークのみならず、各資産クラス、投資対象地域、投資先業務等も勘案した各種インデックス指数との比較を実施し、これらのインデックスに対する超過収益とトラッキ

ングエラーの分析手法を多様化しました。

また、従来ファンド・オブ・ファンズ、個別投資ファンド(LPS)の段階で実施していたSBDAによる超過収益の測定、NAV増減の要因分解による分析を個別ファンドから投資される個別案件レベルについても実施しました。

さらに、定量分析で得られたデータの変化を裏付ける定性分析に努め、ファンド運用者の価値創造力の巧拙をより細かくモニタリングすると同時に、ファンド運用者の継続的かつ安定的な運用が可能であるか確認するためのオペレーション・デューデリジェンスの強化を試みました。

イ．オルタナティブ資産に係るデータベース構築の検討継続

一般的にオルタナティブ資産の各ファンドの選定・評価は、これまで定性評価が中心であり、定量評価は限られた項目(内部収益率、投資倍率等)による同種ファンド間での比較が中心でした。GPIFでは、上場市場に対するオルタナティブ資産の超過収益獲得の確信度をこれまで以上に高めるためには、詳細な定量分析がより重要になると考えています。各ファンドの運用パフォーマンス

データ等の詳細な定量データを、定期的かつ効率的に取得・分析する目的で、新たにオルタナティブ資産のデータベース構築の検討を開始し、2024年度には個別ファンドからのデータ収集を実施するサービスプロバイダーの公募を実施しました。また、今後のデータ量の増加、定量分析の多様化・高度化に備え、GPIF内での専門人材の新規採用・育成に注力しました。

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

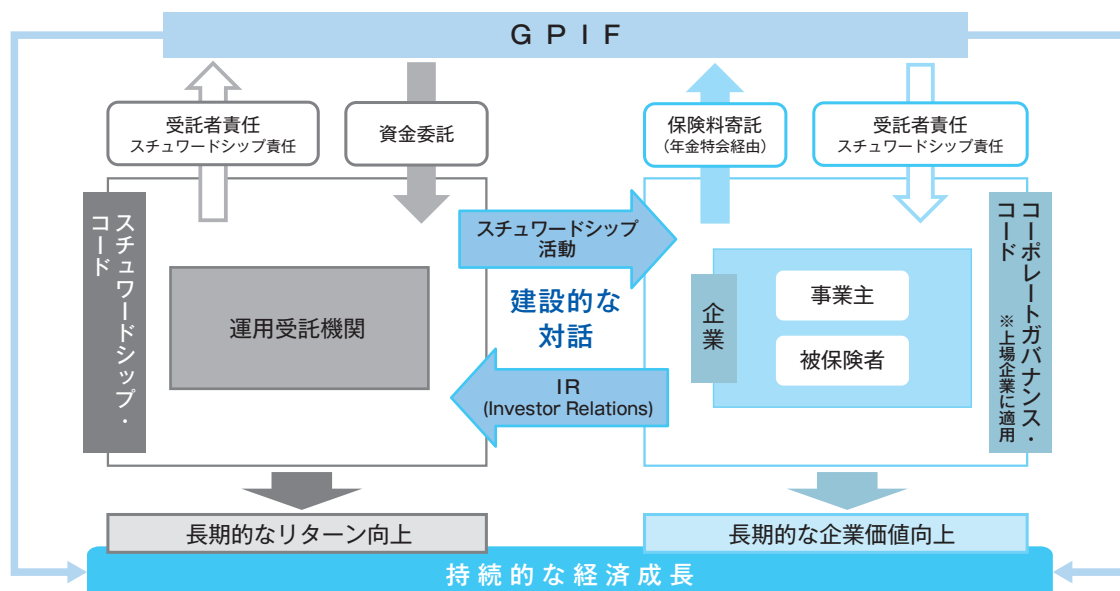
GPIFは「投資原則」と「行動規範」で、被保険者に対して、受託者としての責任を適切に果たし、長期的な投資収益の拡大を図ることを目的に、スチュワードシップ責任^(注)を果たすための活動（以下「スチュワードシップ活動」といいます。）を推進することを定めています。また、2017年には、スチュワードシップ活動を進めるにあたり、ESGを考慮した取組を含めることを投資原則に明記しました（2025年3月には、「ESGを考慮した取組」を「ESGなどのサステナビリティを考慮した取組」に変更）。

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いて運用受託機関を通じて日々の売買を行っており、運用受託機関に株式におけるすべての議決権行使を委託しています。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などのサステナビリティも考慮に入れた「建設的な対話」（エンゲージメント）の実施を促しています。これにより、「長期的な企業価値向上」が促進されることで、「経済全体の成長」と「長期的な投資収益の拡大」に繋がる好循環の構築を目指しており、今後とも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（スチュワードシップ責任を果たすための方針の制定）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（2025年3月のサステナビリティ投資方針の策定に合わせて、「ESGを考慮した取組」を「ESGなどのサステナビリティの考慮」に改定）。また、第5期中期目標期間（2025-2029年度）の開始に当たり、「GPIFのスチュワードシップ活動の方向性と当面の取組み」を公表しました。

GPIF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ってスチュワードシップ活動を行っており、運用受託機関への要請事項として、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（2025年3月のサステナビリティ投資方針の策定に合わせて、「ESGを考慮した取組」を「ESGなどのサステナビリティの考慮」に改定）。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、(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などサステナビリティの考慮、(5) 議決権行使の5

つの項目から成っています。

2020年2月の改定では、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指数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（2025年3月に「ESGなどのサステナビリティに関する様々なイニシアティブ」に改定）への参加を新たに求めました。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左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な

どのサステナビリティ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 運用受託機関を通じた取組

GPIFは、全ての資産の運用受託機関に対してスチュワードシップ活動を求め、その評価を行っています。2014年5月にスチュワードシップ・コードを受け入れた当初は株式のスチュワードシップ評価から開始しましたが、2017年度からはオルタナティブ投資、2022年度か

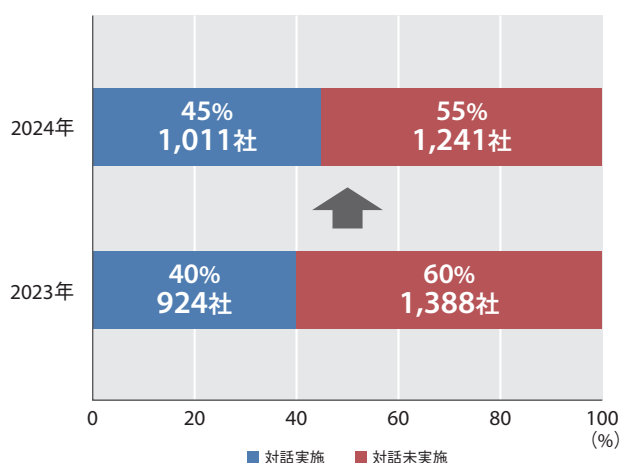
ら債券投資においてもスチュワードシップ評価を行っています。以下では、スチュワードシップ活動の一環として株式運用受託機関によるエンゲージメントの状況をご紹介します。

ア. 国内株式運用受託機関によるエンゲージメント状況

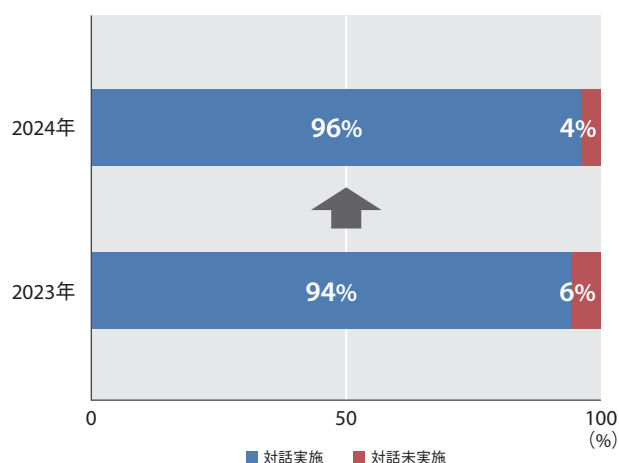
GPIFは運用受託機関と、投資先企業・発行体との間での、非財務要素であるESGなどのサステナビリティも考慮に入れた「建設的な対話」(エンゲージメント)を重視しています。以下は、国内株式運用受託機関による日本株のエンゲージメント状況(2024年1月~12月)です。GP

IFの国内株式運用受託機関によって実施された2024年1月~12月のエンゲージメントの対象社数は合計で1,011社に上ります。社数ベースでは、保有している企業数の45%とエンゲージメントを実施、時価総額ベースでは、96%に相当する企業とエンゲージメントを行っています。昨年と比べ、社数ベースでは5%ポイント増加、時価総額ベースでも2%ポイント増加しています。

対話社数



対話社数(時価総額ベース)



イ. エンゲージメント強化型パッシブファンド

(i) 採用状況

GPIFでは、スチュワードシップを重視したパッシブ委託運用モデルの一つとして「エンゲージメント強化型パッシブ」ファンドを採用しており、以下の4社に委託しています。エンゲージメントのテーマや対象となる企業も入れ替えながら、各社の特長を活かしたエンゲージメントが着実に進んでいます。

アセットマネジメントOne株式会社(2018年度開始)

フィデリティ投信株式会社(2018年度開始)

三井住友トラスト・アセットマネジメント株式会社
(2021年度開始)

りそなアセットマネジメント株式会社(2021年度開始)

(ii) 目的

GPIFの株式運用のうち約9割がパッシブファンドであり、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、パッシブファンドについても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、パッシブファンドの運用受託機関にも、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。そこで、GPIFは

特に、国内株式パッシブファンドの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、スチュワードシップを重視したパッシブファンドの委託運用モデルを導入しました。採用にあたっては、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します。採用ファンドの報酬水準は、通常のパッシブファンドとは異なるため、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、その報酬水準での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、パッシブファンド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アセットオーナーとしての責任を果たしています。

② スチュワードシップ活動の効果測定

GPIFは、国内株式の運用受託機関に対し、長期的な企業価値の向上につながる建設的な対話（エンゲージメント）を積極的に行うよう求めています。このたび、GPIFの国内株式の運用受託機関21ファンドが、2017年4月から2022年12月に行った26,792回、延べ48,077テーマのエンゲージメントの記録を用いて、その効果を因果関係も含めて統計的に推定する手法の一つである「差分の差分法（DID）」を応用することにより検証しました^{（注）}。なお、これほどのファンド数・対話件数について、網羅的に分析した先行研究は存在しません。

その結果として、気候変動に関する対話では、対話内容に直結した脱炭素目標の設定の増加などと共に、PBRやトービンのQといった企業価値指標についても統計的に有意な改善が確認されました。また、取締役構成・評価に関する対話では、独立取締役人数の増加とともに、時

（注）分析における被説明変数は2022年度末までのデータであり、エンゲージメントの実施時期によって、企業ごとにエンゲージメント後の観測期間が異なる点に留意する必要があります。なお、差分の差分法（Difference-in-Differences, DID）とは、介入群（処置を受けた群）と対照群（処置を受けていない群）の事前と事後の変化の差を比較することで、因果推論を行う手法です。本検証においては、介入群をエンゲージメントが実施された企業群、対照群をエンゲージメントが実施されていない企業群と定義しています。

価総額や配当込み収益率などの投資収益指標について有意な改善がみられました。このことから、エンゲージメントが市場の持続的な成長に貢献し始めていることが示されました。

また、本検証においては、大量のエンゲージメント記録を整理のうえ、運用受託機関がどのようなテーマで、どのような立場の方と対話を行ってきたのか、どのような企業を対話相手として選んできたのか、なども含めて示しています。

この効果検証プロジェクトによって、運用受託機関のこれまでのエンゲージメントに大きな価値があったことが示されました。これからもより効果的なエンゲージメント活動の実現に向けて、運用会社と共に努力を続けていきます。

③ 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、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。2024年度は企業向けアンケート回答企業のうちご協力を得られた30社強の企業にインタビューを行いました。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」の公表をしているほか、2024年度は、新たに一般社団法人日本経済団体連合会（以下「経団連」といいます。）と「経団連・GPIF アセットオーナーラウンドテーブル」を創設しました。

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」（当初の調査対象は「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。2024年度は10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、TOPIX構成企業（1,696社[※]）を対象に実施しました。そのうち、37.3%にあたる632社から回答があり、時価総額ベースでは70.3%となります。なお、TOPIX構成企業の減少に伴い、アンケート依頼対象企業数が減少しており、規模別では「大型」と「中型」企業の回答が占める割合が上昇しています。

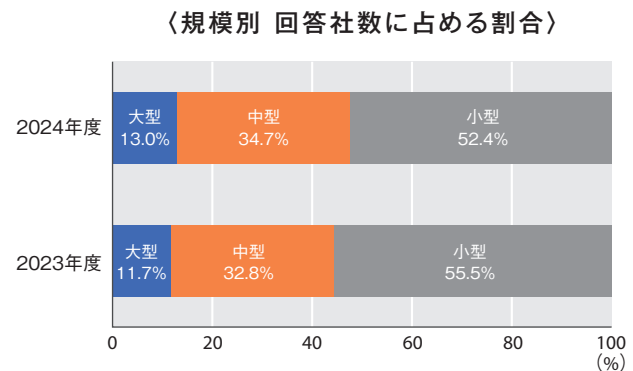
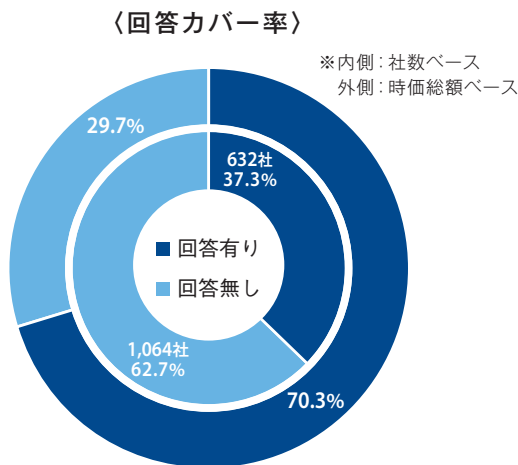
（※ 2025年1月31日時点）

<アンケート結果の概要>

これまで本アンケートでは、機関投資家全般のIRミーティング等の直近1年間の「変化」を継続して聞いてきましたが、今回は10回目という節目でもあり、改めて「現状」の評価をお聞きしました。その結果、ほとんどの企業が「有益な対話が出来ている機関投資家の方が多い」と感じていることが確認できました。また、機関投資家との対話を行動変化に繋げている企業も多く、機関投資家と企業の建設的な対話を通じて企業価値向上への取組が進展していることがうかがえました。「エンゲージメントの効果検証」プロジェクトにおいても、運用受託機関による対話が企業の行動変容や企業価値向上に寄与していることが示唆されていましたが、本アンケートはそれを補強するような心強い結果となりました。併せて行動変化に繋

がった事例を確認したところ、「情報開示(IR・SR含む)」、「経営戦略」、「財務戦略」、「サステナビリティ・ガバナンス」に大別され、多岐にわたる事例の回答がありました。

また、GPIFへの期待としては、①中長期的な企業価値向上に向けた対話の促進、②インベストメントチェーンの高度化に向けたリーダーシップ・情報発信、③事業会社との意見交換等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。



イ. 企業インタビューの実施

GPIFは、2024年の「第9回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」への回答企業のうち協力が得られた30社強に対してインタビューを実施しました。これは、機関投資家による上場企業に対するエンゲージメントについて、企業から見た評価や課題を具体的に把握し、それをGPIFのスチュワードシップ活動に関する取組の改善に役立てることに加え、機関投資家等の参考に供することでインベストメントチェーン全体の好循環の構築につなげることも目的としています。

インタビューの結果、機関投資家による中長期的な目線での対話が深化しており、対話のテーマも、財務、事

業の状況確認から、サステナビリティ、ガバナンス、資本コスト、効果的な情報開示のあり方等に拡大していることが分かりました。また、企業は、投資家からの意見を企業内での取組に反映していることがうかがえました。一方で、企業からは「投資家から短期業績の質問が依然として多い」「対話への準備が不足している投資家がいる」「実態を踏まえず外形基準に基づく議決権行使が行われた」等の指摘がありました。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。



ウ. 経団連・GPIF アセットオーナーラウンドテーブルの創設と開催

GPIFは、経団連と、「経団連・GPIF アセットオーナーラウンドテーブル」を2024年10月に創設し第一回会合を開催しました。アセットオーナー・プリンシプルも策定され、スチュワードシップ活動の重要性やアセットオーナーへの期待がこれまで以上に高まっている中、従来の取組を深化させるため、経団連とともに、企業との継続的な意見交換の場として本ラウンドテーブルを創設したものです。

本ラウンドテーブルは、GPIFと同様に委託運用を中心に行っている他の公的年金基金にも案内し、国家公務員共済組合連合会、地方公務員共済組合連合会、日本私立学校振興・共済事業団も参加しています。

2025年2月に開催した第二回会合では、複数のアセットマネジャーをゲストとして招待し、アセットオーナー、資金運用を担うアセットマネジャー、発行体企業の

3者が参加し、4つのグループに分かれての討議と、グループ討議の発表、全体での意見交換を実施しました。グループ討議では、①企業と投資家との対話、②株主総会での議決権行使、のそれぞれについて、課題や課題の解決に向けた方策をめぐり活発な議論が交わされました。



[4] 運用受託機関の考える重大なESG課題

GPIFのスチ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。2024年度の結果は、「2024/25年スチュワードシップ活動報告」にも掲載しているとおり、パッシブ、アクティブ問わず国内株式全運用受託機関が「気候変

動」を重大なESG課題として挙げています。また、パッシブファンドの運用を行う機関については、「気候変動」、「生物多様性」、「人権と地域社会」、「サプライチェーン」、「ダイバーシティ」、「情報開示」を全社が重大なESG課題と認識しており、ESG課題を幅広く捉えていることがわかります。

[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、運用受託機関の判断に委ねる。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）要素を含むサステナビリティの重要性を

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ています。株主議決権行使の取組については、GPIFが行う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。

②2024年度の株主議決権の行使状況

2024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。それらを踏
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（2024年4月～2025年3月）

株主議決権を行使した運用受託機関数 60 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 の贈呈	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	205,677	90,097	19,031	13,061	486	7,771	1,023	662	573	16,366	194	473	7,656	369	0	422	260,703	
会社 提案	計	204,422	89,301	19,015	13,045	486	7,432	1,023	662	573	16,054	0	473	4,803	369	0	323	255,635
		(100.0%)	(100.0%)	(100.0%)	(100.0%)	(100.0%)	(100.0%)	(100.0%)	(100.0%)	(100.0%)	(0.0%)	(100.0%)	(100.0%)	(100.0%)	(0.0%)	(100.0%)	(100.0%)	(100.0%)
	賛成	178,544	78,930	17,103	11,218	474	7,043	927	49	444	15,557	0	469	4,698	19	0	250	225,577
		(87.3%)	(88.4%)	(89.9%)	(86.0%)	(97.5%)	(94.8%)	(90.6%)	(7.4%)	(77.5%)	(96.9%)	(0.0%)	(99.2%)	(97.8%)	(5.1%)	(0.0%)	(77.4%)	(88.2%)
株主 提案	反対	25,878	10,371	1,912	1,827	12	389	96	613	129	497	0	4	105	350	0	73	30,058
		(12.7%)	(11.6%)	(10.1%)	(14.0%)	(2.5%)	(5.2%)	(9.4%)	(92.6%)	(22.5%)	(3.1%)	(0.0%)	(0.8%)	(2.2%)	(94.9%)	(0.0%)	(22.6%)	(11.8%)
	計	1,255	796	16	16	0	339	0	0	0	312	194	0	2,853	0	0	99	5,068
		(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%)
株主 提案	賛成	98	84	1	1	0	42	0	0	0	64	44	0	243	0	0	22	514
		(7.8%)	(10.6%)	(6.3%)	(6.3%)	(0.0%)	(12.4%)	(0.0%)	(0.0%)	(0.0%)	(20.5%)	(22.7%)	(0.0%)	(8.5%)	(0.0%)	(0.0%)	(22.2%)	(10.1%)
	反対	1,157	712	15	15	0	297	0	0	0	248	150	0	2,610	0	0	77	4,554
		(92.2%)	(89.4%)	(93.8%)	(93.8%)	(0.0%)	(87.6%)	(0.0%)	(0.0%)	(0.0%)	(79.5%)	(77.3%)	(0.0%)	(91.5%)	(0.0%)	(0.0%)	(77.8%)	(89.9%)

（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7件を含みます。

外国株式運用受託機関の対応状況（2024年4月～2025年3月）

株主議決権を行使した運用受託機関数 100 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 の贈呈	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	191,316	7,314	18,356	39,100	350	256	7,439	13,029	7,533	12,009	10,121	264	16,504	77,364	400,955
会社 提案	計	187,814	6,631	18,342	38,755	345	7,372	13,010	7,532	11,963	9,087	261	16,347	64,672	382,285
		(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	159,660	5,871	16,013	29,638	291	4,877	12,783	7,285	10,252	8,247	228	15,590	56,199	327,051
		(85.0%)	(88.5%)	(87.3%)	(76.5%)	(84.3%)	(66.2%)	(98.3%)	(96.7%)	(85.7%)	(90.8%)	(87.4%)	(95.4%)	(86.9%)	(85.6%)
株主 提案	反対	28,154	760	2,329	9,117	54	2,495	227	247	1,711	840	33	757	8,473	55,234
		(15.0%)	(11.5%)	(12.7%)	(23.5%)	(15.7%)	(33.8%)	(1.7%)	(3.3%)	(14.3%)	(9.2%)	(12.6%)	(4.6%)	(13.1%)	(14.4%)
	計	3,502	683	14	345	5	102	19	1	46	1,034	3	157	12,692	18,670
		(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%)
株主 提案	賛成	1,679	550	3	59	1	14	13	0	45	404	2	95	4,452	7,317
		(47.9%)	(80.5%)	(21.4%)	(17.1%)	(20.0%)	(20.9%)	(68.4%)	(0.0%)	(97.8%)	(39.1%)	(66.7%)	(60.5%)	(35.1%)	(39.2%)
	反対	1,823	133	11	286	4	102	53	6	1	630	1	62	8,240	11,353
		(52.1%)	(19.5%)	(78.6%)	(82.9%)	(80.0%)	(79.1%)	(31.6%)	(100.0%)	(2.2%)	(60.9%)	(33.3%)	(39.5%)	(64.9%)	(60.8%)

（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6,167件を含みます。

7 | サステナビリティ投資

[1] 基本的考え方

ユニバーサル・オーナー

・GPIFは投資額が大きく、資本市場全体に幅広く分散して投資を行う投資家

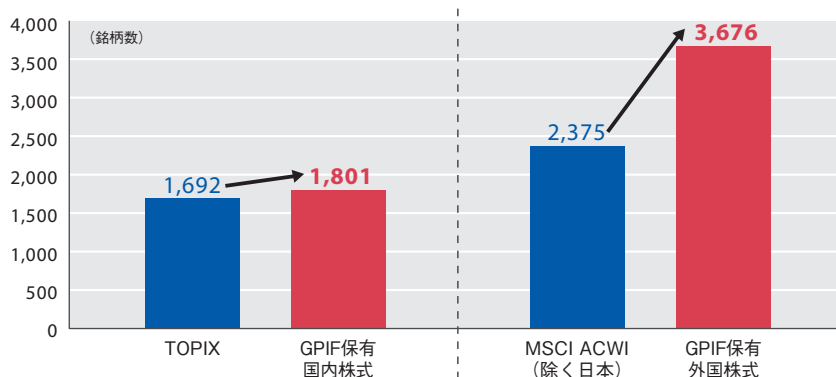
超長期投資家

・GPIFは100年を視野に入れた年金制度の一端を担う

GPIFは、環境や社会問題が資本市場に与える負の影響を減らし、市場全体や社会が持続的かつ安定的（サステナブル）に成長することによって、被保険者の利益を長期的に確保するために、ESG（環境・社会・ガバナンス）に関する取組を推進してきました。第5期中期目標期間（2025年4月～2030年3月）を迎えるにあたって、ESGやインパクト（社会・環境的効果）を考慮した投資を含むサステナビリティ投資（持続可能性を考慮した投資）を推進していく観点から、2025年3月31日にサステナビリティ投資方針を新たに策定しました（詳細は85ページ）。

（注）GPIFがESGへの取組を積極化してきたのは、GPIFが持つ「ユニバーサル・オーナー」と「超長期投資家」という特性に理由があります。「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が、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（2025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のサステナビリティ投資の根幹にあるもので

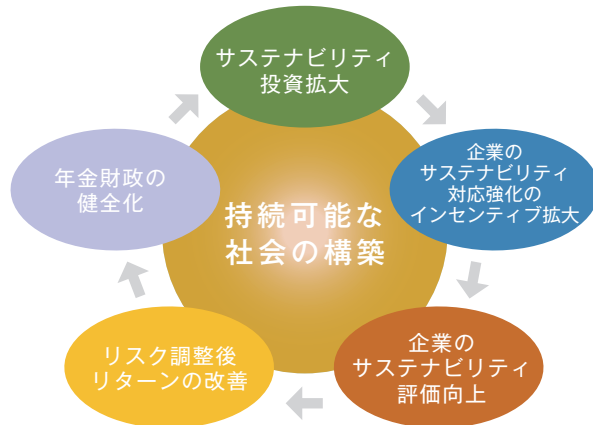
す。また、ESGなどのサステナビリティに関するリスクは、長期であればあるほど顕在化する可能性が高く、100年先を見据えた年金財政の一端を担う「超長期投資家」であるGPIFにとって、サステナビリティを考慮することのメリットは大きいと考えています。つまり、環境・社会問題などが資本市場に与える負の影響を減らすことを通じ、運用資産全体の長期的なリターンの向上が期待されるサステナビリティに関する取組は、年金積立金の運用を「専ら被保険者の利益のために、長期的な観点から、安全かつ効率的に行う」という厚生年金保険法及び国民年金法の趣旨にかなうものであり、これからの積極的に推進していきます。

GPIFでは、株式だけではなく、債券やオルタナティブ資産など他の資産においてもESGなどのサステナビリティ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。2025年3月に、積立金基本指針が改正され、従来のESGに加えて新たに「社会・環境的效果（インパクト）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」が定められました（2025年4月から適用）。

サステナビリティ投資で期待される好循環



サステナビリティ推進活動の評価については、①サステナビリティ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、このようなサステナビリティの取組を評価し、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。第5期中期目標期間において、GPIFのサステナビリティ投資に関する取組の情報発信を強化する予定であり、具体的には、2025年度発行分から「ESG活動報告」に代えて、「サステナビリティ投資報告」を毎年度発行します。なお、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、翌年度の「ESG活動報告」からTCFDの提言に沿った情報開示も行っています。

2024年度には7回目の報告書となる「2023年度ESG活動報告」を刊行しました。同報告書では、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、ポートフォリオ及び日本企業のESG評価の推移などに関する定量分析などを紹介しています。

GPIFでは、毎年作成している「ESG活動報告」などで紹介する定期的な効果検証の取組に加えて、2023年度から2024年度にかけて、より詳細な分析を行うため「スチュワードシップ活動・ESG投資の効果測定プロジェクト」を実施しています。当プロジェクトは、下図の4つのテーマについて分析を実施しており、そのうち、2024年度に「運用受託機関の議決権行使に関する検証」、「企業価値・投資収益向上に資するESG要素の研究」及び「ESG指数に基づく株式パッシブ運用の効果検証」を実施しています。

「効果測定プロジェクトの概要と分析結果」



「スチュワードシップ活動・ESG投資の効果測定プロジェクト」

	プロジェクトテーマ	具体的な内容(例)
スチュワードシップ活動の効果測定	①エンゲージメントの効果検証	エンゲージメントがもたらすESG指標や企業価値向上への影響に関する因果関係説明
	②運用受託機関の議決権行使に関する検証	利害関係先とその他企業への議決権行使の違いの変化
ESG投資の効果測定	①企業価値・投資収益向上に資するESG要素の研究	ESG要素と企業価値・投資収益向上に関する因果関係説明
	②ESG指数に基づく株式パッシブ運用の効果検証	ESG投資が企業行動に与えた影響の分析

[2] ESG指数に基づく運用

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、指数に基づく国内株式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全体の持続可能性向上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・ポスティング」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（除く日本、除く中国A株）及びMorningstar先進国（除く日本）ジェンダー・ダイバーシティ指数（GenDi）に基づく外国株式運用を開始しました。また2021年度には、国内株式のESG総合型であるFTSE Blossom Japan Sector Relative Indexに基づく国内株式運用を開始しました。

2022年度には、国内株式のテーマ型指数について審査を行った結果、Morningstar日本株式ジェンダー・ダイバー

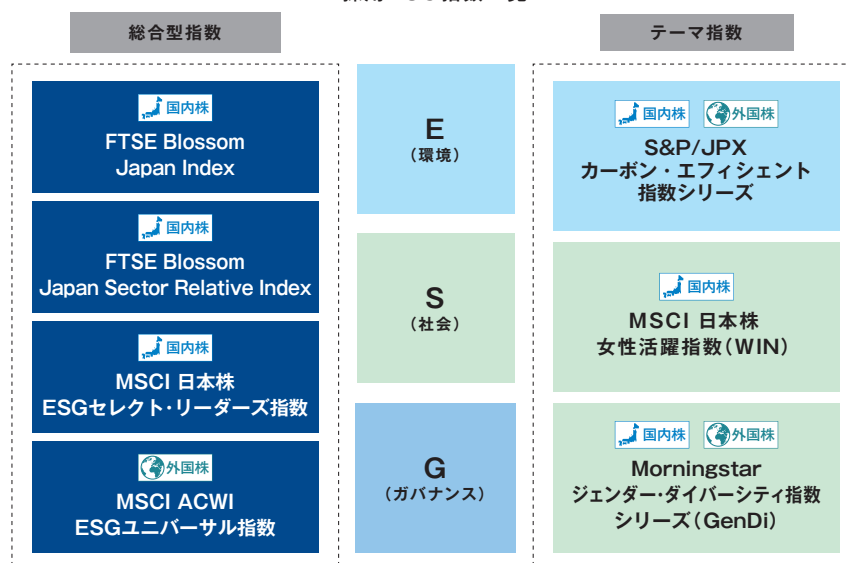
シティ・ティルト指数（除くREIT）を選定し、その指数に基づく国内株式運用を開始するとともに、ESG指数に基づく運用内で指数の残高調整を実施しました。

2023年度は、2022年度のMSCI日本株女性活躍指数（WIN）の見直しに続き採用済みのESG指数について改善に向けた取組を進め、MSCIジャパンESGセレクト・リーダーズ指数の見直しを行いました。MSCI社とディスカッションを重ねた結果、同社から組み入れ基準の見直しに関する提案があり、GPIFではMSCI日本株ESGセレクト・リーダーズ指数にベンチマークを変更することを決定し、運用を開始しました。

2024年度は、ESGやインパクトを考慮した投資を包含するサステナビリティ投資に関する基本的な考え方を示す「サステナビリティ投資方針」を新たに策定しました。これまでは、ESG指数投資を基本ポートフォリオに基づくリバランスの対象外としてきましたが、基本ポートフォリオに即した管理運用を将来的にも円滑に行っていく観点から、国内株式及び外国株式のESG指数投資をリバランスの対象とし、市場環境等を勘案しつつ投資額の最適化を図ることとしました。詳細は以下の「（コラム）サステナビリティ投資方針の策定について（85ページ）」及び「（コラム）ESG指数投資額の最適化に向けた取組（85ページ）」をご覧ください。なお、ESG指数に基づく運用資産額は2024年度末時点で約18.2兆円となりました。

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。

採用ESG指数一覧



国内株式：ESG総合指数

	 FTSE Blossom Japan Index	 FTSE Blossom Japan Sector Relative Index	MSCI日本株 ESGセレクト・リーダーズ指数 MSCI日本株 ESGセレクト・リーダーズ指数
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。
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)
指数組入候補(親指数)	FTSE JAPAN ALL CAP INDEX [1,431 銘柄]	FTSE JAPAN ALL CAP INDEX [1,431 銘柄]	MSCI 日本株 IMI [937 銘柄]
指数構成銘柄数	355	663	477
運用資産額(億円)	14,953	13,980	29,393

国内株式：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」) 	Morningstar日本株式ジェンダー・ダイバーシティ・ティルト指数(除くREIT)(愛称「GenDi J」) 	 S&P/JPX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する国内株式指数。 - 評価は①リーダーシップ及び従業員の男女均衡度、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・説明責任の4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。
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
指数組入候補(親指数)	MSCI JAPAN IMI TOP 700 [696 銘柄]	Morningstar日本株式指数(除くREIT) [876 銘柄]	TOPIX [1,692 銘柄]
指数構成銘柄数	338	876	1,602
運用資産額(億円)	9,600	7,288	22,737

外国株式：ESG総合指数およびESGテーマ指数(女性活躍/気候変動)

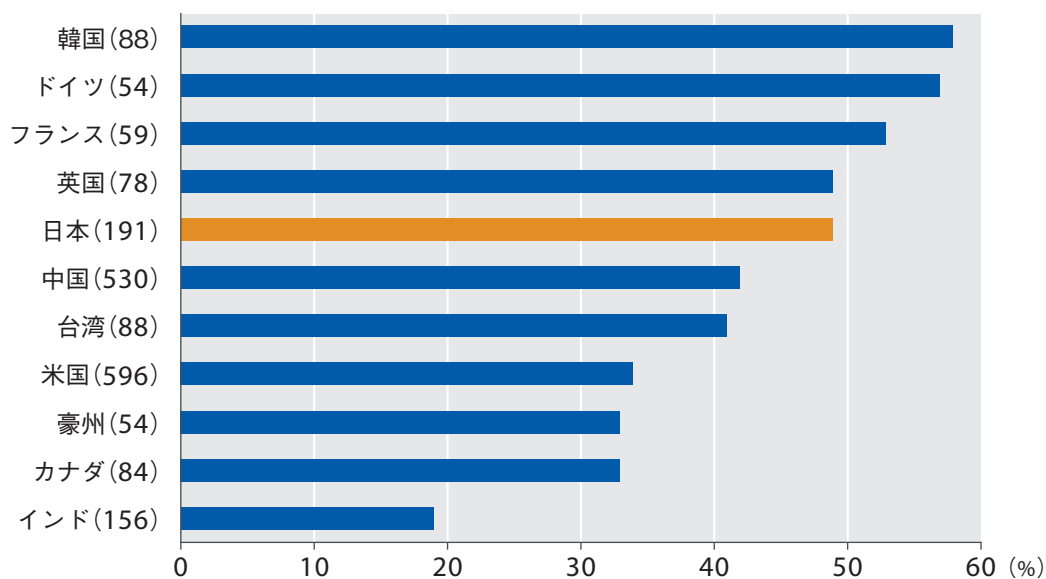
	MSCI ACWI ESGユニバーサル指数(除く日本、除く中国A株) 	Morningstar先進国(除く日本)ジェンダー・ダイバーシティ指数(愛称「GenDi」) 	 S&Pグローバル(除く日本)大中型株カーボン・エフィシエント指数
指数のコンセプト・特徴	- MSCIのESG旗艦指数の一つ。ESG格付けとESGトレンドをもとにしたウェイト調整を主眼として指数全体のESG評価を高めた総合型指数。 - 親指数と同様の投資機会及びリスクエクスポージャーを維持しつつESGインテグレーションを行うことを目指す大規模投資家向けに開発された指数。	- Equileapジェンダー・スコアカードによる企業の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する外国株式指数。 - 評価は①リーダーシップ及び従業員の男女均衡度、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・説明責任の4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。
指数構築	ティルト型	ティルト型	ティルト型
指数組入候補(親指数)	MSCI ACWI (除く日本・除く中国A株) [1,971 銘柄]	Morningstar先進国(除く日本)大中型株指数 [1,687 銘柄]	S&P Global ex-Japan LargeMidCap [3,405 銘柄]
指数構成銘柄数	1,933	1,686	2,127
運用資産額(億円)	24,905	7,323	52,248

(注) データは2025年3月末時点。
(出所) FACTSET等によりGPIF作成

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。この取組が、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。

〈ESG 評価プロセスでデータ検証を行い MSCI 社にフィードバックを提出した企業の割合〉



Reproduced by permission of MSCI ESG Research LLC ©2025. All rights reserved.

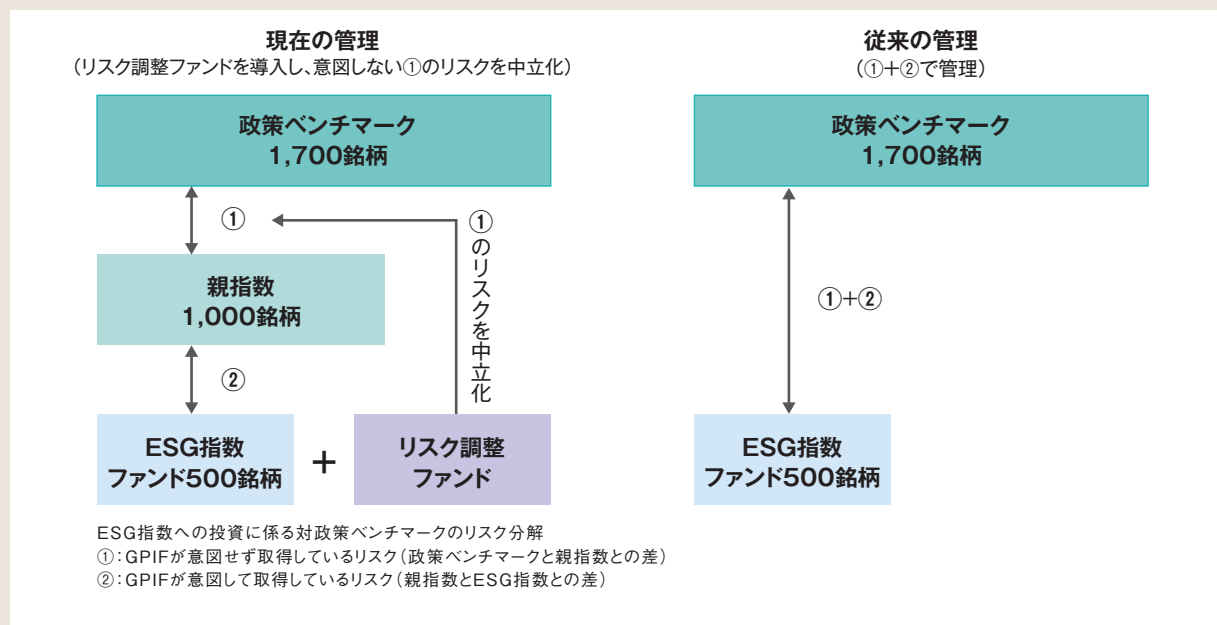
（注）集計対象は MSCI ACWI 構成銘柄です。上記グラフは MSCI ACWI 構成銘柄数が 50 社以上の主要国のみ抜粋し、2024 年に Issuer Communication Portal(ICP) 上でデータ検証を提出した企業数と 2024 年 12 月末の構成銘柄数を使用して割合を算出しています。括弧内は構成銘柄数。

(コラム) 国内 ESG 指数投資に対するリスク調整ファンドについて

GPIFが採用している各国内ESG指数は、各ESG指数会社が有する国内株式指数(親指数)からESG評価等に応じて構成銘柄の絞り込みや指数構成ウェイトの調整が実施され、ESG指数として算出されています。GPIFの国内株式の政策ベンチマークはTOPIX(配当込み)ですが、各親指数の構成が政策ベンチマークの構成と大きく異なる場合があり、各親指数と政策ベンチマークに生じている差異を埋めることを目的として2024年度より「リスク調整ファンド」を設定しています。

GPIFは各企業のESG評価等が投資パフォーマンスに影響すると考え、各親指数とESG指数の間のリスク(下図の②)はESGファンドへの投資を通じて意図して取得していますが、各親指数と政策ベンチマークの間のリスク(下図の①)は意図して取得していないため、「リスク調整ファンド」により①のリスクを中立化しています。

P109・111の表のマネジャー・ベンチマーク名GPIF CUSTOMは「リスク調整ファンド」です。なお、GPIF CUSTOMは、一般的なパッシブ運用に用いられる、いわゆる第三者により算出されたインデックスとは異なります。



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・エントリー制度による公募の実施

ア. マネジャー・エントリー制度における登録状況

GPIFでは様々な運用手法の情報収集を迅速に行い、より柔軟に運用機関の選定を行うことを目的として、マネジャー・エントリー制度を通じた運用機関の公募を行っています。2024年度末時点の伝統的4資産における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	9	1
外国債券	358	33
国内株式	123	5
外国株式	519	85
上場REIT	21	3

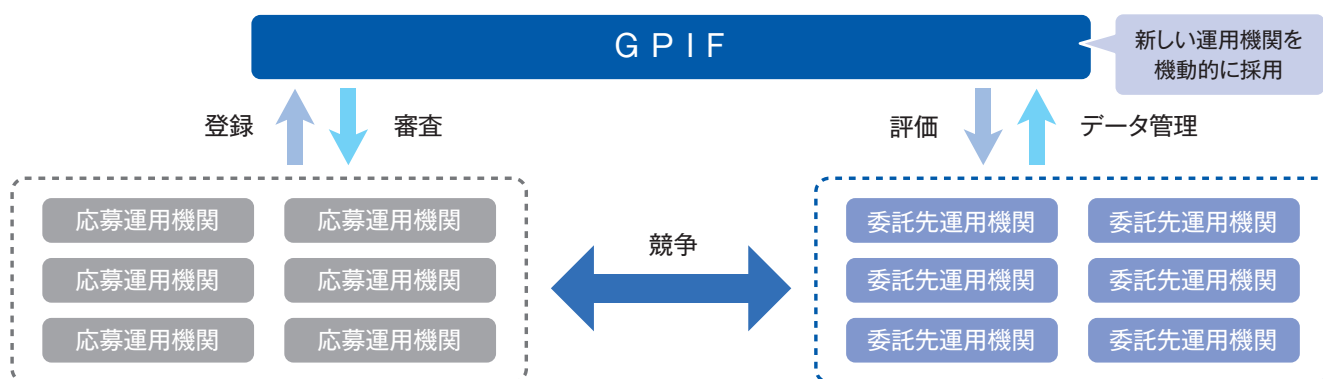
イ. 伝統的4資産の運用機関の選定

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、2024年度は外国債券（米国投資適格社債）アクティブ7ファンド、外国株式（北米株式）アクティブ12ファンド、外国株式（先進国株式（除く北米））アクティブ17ファンドを選定しました。

ウ. 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、2022年度に海外不動産分野1件、2023年度に不動産分野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。

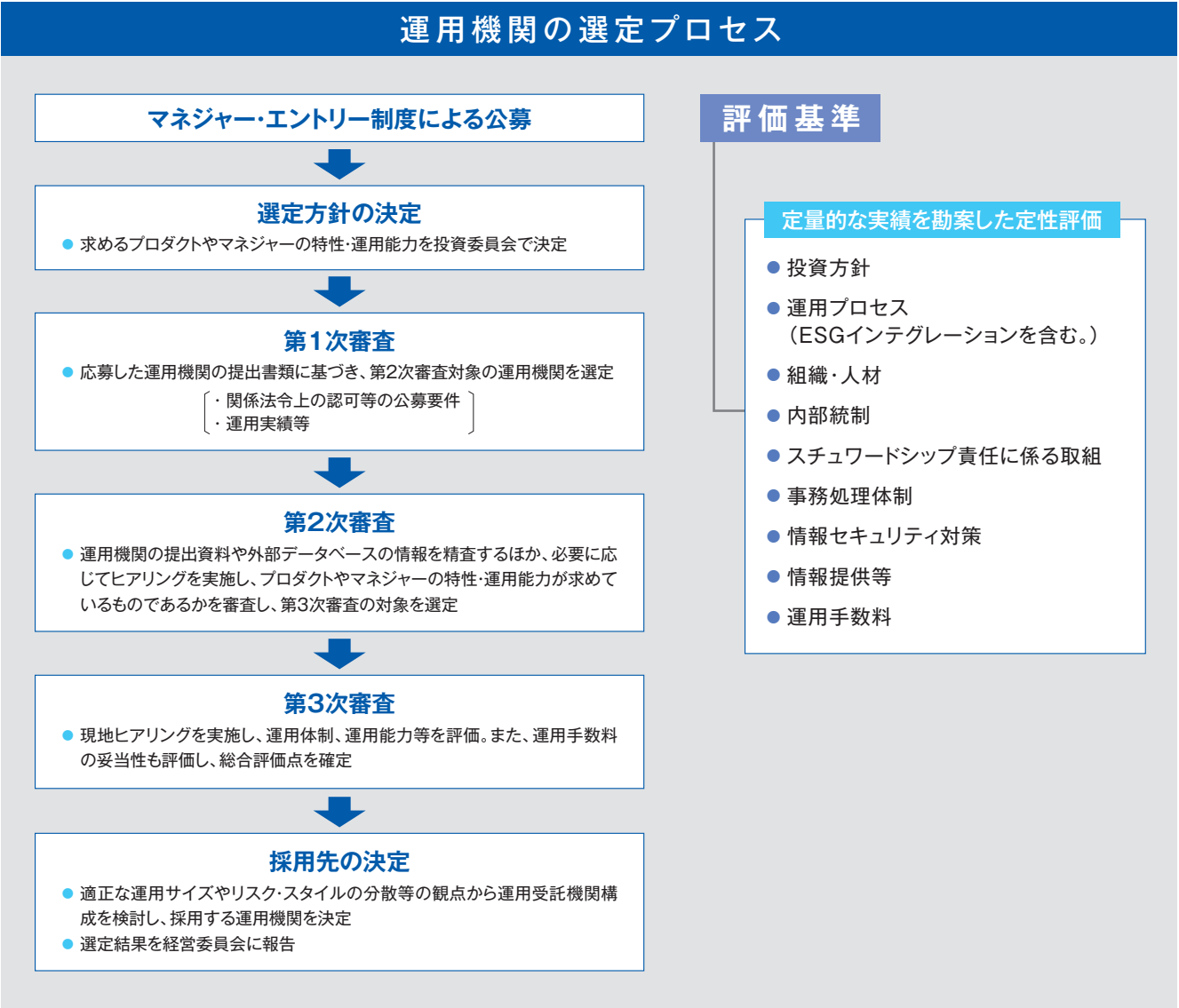


②運用機関選定プロセス・審査基準

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次審査では応募書類の記載内容それぞれ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、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などのサステナビリティの考慮」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、運用受託機関に対し定期的に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等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、説明を受けるなどの方法により行いました。

加えて、年次で総合評価を行い、2024年度においては、評価が一定水準に満たない外国債券アクティブ2ファンド、国内株式パッシブ1ファンドに対して改善を求めるなど適切な対応を実施しました。

総合評価以外でも、管理運用上の理由により国内債券アクティブ3ファンド、国内株式パッシブ2ファンド、国内株式アクティブ6ファンド、外国株式アクティブ2ファンド

の解約を決定するとともに、運用体制の変更により運用能力に懸念が生じた外国株式アクティブ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うこととしています。

なお、アクティブファンド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ファンド並みの運用報酬(＝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स्ट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स्टディを含む)の利用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、投資判断用データを収集する仕組みを構築しており、2024年度は、そのデータ取得の早期化を進めました。今後もデータ取得に関する業務の在り方についての検討を進めていきます。

(注)運用受託機関等の一覧については109ページから111ページをご覧ください。

[2] 自家(インハウス)運用における業務プロセスの改善

自家(インハウス)運用の執行能力の向上並びに執行プロセスの公正性、透明性、一貫性の確保を図るため、法人職員によるインハウス運用業務プロセス改善プロジェクト(2024年5月～10月)を立ち上げ、その結果を踏まえて、法人内での報告ルールの明確化、業務マニュアル・規程類の整備、証券会社の執行能力評価の導入と

いったインハウス運用における業務プロセスの改善策、国債に係る入札参加者への加入の検討を実施しました。

加えて、投資委員会の意思決定事項について、自家運用の取引先の決定に関する内容が含まれることを明確化する組織規程の改正を行いました。

[3] アセットオーナー・プリンシプル取組方針の策定

政府においては、「資産運用立国実現プラン」（2023年12月策定）に基づき、2024年8月28日に「アセットオーナーの運用・ガバナンス・リスク管理に係る共通の原則（アセットオーナー・プリンシプル）」（以下「プリンシプル」といいます。）が策定されました。

プリンシプルは、「アセットオーナーが受益者等の最善の利益を勘案して、その資産を運用する責任（フィデューシャリー・デューティー）を果たしていく上で有用と考えられる共通の原則」とされています。各アセットオーナーは、プリンシプルについてその趣旨を確認し、十分に検討した上で、その趣旨に賛同し、プリンシプルを受け入れるかどうか判断することとされていました。

GPIFは、2024年9月18日、プリンシプルの趣旨に賛同して受け入れるとともに、取組方針を策定しました。その主な内容は以下のとおりです。

・運用目的及び運用目標を達成するため、運用方針を定

め、これに沿って行動すること。

- ・高度かつ専門的な知見を取り入れるため、外部の運用受託機関等を活用しつつ、必要な体制整備等を行うこと。
- ・専ら被保険者の利益に資する観点から適切な運用方法及び運用受託機関の選定等を行い、分散投資を基本とした運用のリスク管理を行うこと。
- ・ステークホルダーをはじめGPIFに関心を持つ方が的確に参照し、国民の理解を得ることができるよう、年金積立金の管理及び運用実績の状況等についての情報発信を行うこと。
- ・被保険者の利益のために長期的な投資収益を確保する観点から、スチュワードシップ責任を果たす取組等を行うこと。

また、2025年3月31日、第5期中期計画やサステナビリティ投資方針（85ページ）を策定・公表したことに伴い、取組方針の改正を行いました。

[4] 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。

さらにGPIFは、2023年度より、全国の大学・大学院に在籍する学生を対象としたGPIF Finance Awards for Studentsを開催しています。

GPIF Finance Awards for Studentsは、年金積

立金の運用に関する分野およびその周辺分野に係る研究を行っている学生・学生グループに対して、自らの研究を発表し、相互に交流して理解を深める機会を提供するとともに、有用と認められる研究を行った者を表彰し、その内容を広く周知し、さらなる研究の深化を奨励するものです。

2024年度は7件の応募があり、提出資料及び研究発表会における報告を踏まえて審査を行いました。審査の結果、優秀研究賞1件、研究奨励賞3件を選定し、表彰しました。

（注）GPIF Finance Awards 及び GPIF Finance Awards for Students 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。

(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. 有識者等の年金積立金管理運用独立行政法人(GPIF)に対する見方等に関する調査研究業務

厚生労働大臣が定める2025年4月からの5年間の期間とする第5期中期目標を受けて、GPIFは第5期中期計画を策定しました。GPIFが目指す長期的な方向性や取組を中期計画に盛り込む際の参考とすべく、有識者等のGPIFに対する客観的な見方や期待等を把握するため、2023年度から2024年度にかけて調査研究を行いました。

た。具体的には、有識者等に対するアンケート調査やヒアリング、GPIFについて言及された新聞記事等を基にしたテキスト解析を実施し、その成果を同計画策定の際の材料として用いました。

委託先: みずほリサーチ&テクノロジーズ株式会社

イ. インフラ資産の公正価値評価にかかる調査研究

GPIFは、オルタナティブ投資の一環で非上場インフラ資産に投資しています。インフラ資産はオルタナティブ資産の中でも市場の歴史が比較的浅く、公正価値評価の手法、リスク・リターン特性の把握等に関する知見が限られている状況ですが、当法人のポートフォリオ全体の運用について更なる高度化を図るためには、非上場インフラ資産についても、より高度なパフォーマンスおよびリスク分析が求められると考えています。本調査は、非上場インフラ資産に係るデータの体系的な収集・蓄積、リスク・リターン特性の定量的な分析等の検討を行うものであり、

今後のオルタナティブ資産の運用における質の一層の向上を目的として、2023年度から2024年度にかけて実施しました。具体的には、委託先が開発した公正価値算出手法の理論的裏付けを確認したほか、かかる手法に基づき、GPIFの投資先(一部)の公正価値の算出を行いました。GPIFでは、今後、調査研究の成果を非上場インフラ資産に関するデータの整備や分析に活用していきます。

委託先: Scientific Infra and Private Assets Ltd.

ウ. 低流動性資産等に関する調査研究

低流動性資産等については、伝統的資産とは異なる特性のため、正確なリスク・リターンの把握は難しいと言われています。また、運用対象資産としては、GPIFがすでに投資している不動産、インフラストラクチャー、プライベート・エクイティのほかに、近年では森林、農地、金(鉱物)、暗号資産などもあります。こうした近年の新しい低

流動性資産等について実態を把握し、基礎的な知見を深めるため、調査研究を実施しました。具体的には、上記の内容に関連する情報提供依頼を行い、提供された多数の情報を踏まえ、市場規模、期待リターン、リスク特性、公的年金基金による投資状況等を整理し、基礎的な知見を深めました。

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、資産管理機関が参加等している訴訟は以下のとおりです。

【外国】

被告	提訴日等	資産管理機関	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)	1億583万1,738ユーロ	訴訟係属中(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)	—	訴訟係属中(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)	1,080万509ユーロ	訴訟係属中(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)	—	和解 (和解金額 512万2,068ユーロ) (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)	—	訴訟係属中 (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)	2億3,898万5,530ユーロ	訴訟係属中(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)	7,005万663.27ユーロ	訴訟取下げ (2024年9月27日付で 再提訴) (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)	—	仲裁手続中 (ブラジル)
Glencore Plc	2022年9月28日	日本マスタートラスト信託銀行 (集団訴訟に参加)	2億7,379万6,132.65 イギリスポンド	訴訟係属中 (イギリス)
Instituto de Resseguros do Brasil	2023年2月2日	日本マスタートラスト信託銀行 (集団訴訟に参加)	—	仲裁手続中 (ブラジル)
Petrobras Brasileiro S.A.	2023年2月28日	ステート・ストリート信託銀行 (集団的和解手続に参加)	—	集団的和解手続中 (オランダ)
Petrobras Brasileiro S.A. およびその関係者	2023年3月22日	日本マスタートラスト信託銀行 (集団的和解手続に参加)	—	集団的和解手続中 (2025年1月29日付で 上訴) (オランダ)
Telefonaktiebolaget LM Ericsson	2023年8月4日	日本マスタートラスト信託銀行 (集団訴訟に参加)	1億3,368万2,136.67 スウェーデン・クローナ	訴訟係属中 (スウェーデン)
Ernst & Young GmbH	2023年9月17日	日本マスタートラスト信託銀行 (集団訴訟に参加)	9,506万295.14ユーロ	訴訟係属中(ドイツ)
Wirecard AG	2023年12月21日	日本マスタートラスト信託銀行 (倒産手続に参加)	9,506万295.14ユーロ	倒産手続中(ドイツ)
Bayer AG	2024年9月27日	日本マスタートラスト信託銀行 (集団訴訟に参加)	7,005万663.27ユーロ	訴訟係属中(ドイツ)

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あらかじ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その時々年金給付に充てる「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、世界的に見ても非常に速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革（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）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」を行うことが、年金積立金の運用に関する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中期目標（GPIFが達成すべき業務運営に関する目標）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）を最低限のリスクで確保することが要請されています。これを受けてGPIFは、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。

（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

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、ただちに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。

[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

厚年法では、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こととされています。また、中期目標においては、「専ら被保険者の

利益のため」という目的を離れて他の政策目的や施策実現のために年金積立金の運用を行うこと（他事考慮）はできないこととされています。加えて、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こととされています。

○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、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）を策定することとしています。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としています。

②運用の目標、リスク管理等

中期目標では、年金積立金の運用は、財政検証等を踏まえ、長期的に年金積立金の実質的な運用利回り(年金積立金の名目運用利回りから名目賃金上昇率を差し引いたもの)を最低限のリスクで確保することとされています。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、市場平均収益率の確保の観点から中期目標期間において資産全体の複合ベンチマーク収益率を確保すること等が求められています。

リスク管理については、年金積立金について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、適切かつ円滑なリバランスの実施に必要な機能の強化を図るとともに、複合ベンチマーク収益率によるリスク管理を行うこととされています。また、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等の運用リスク管理の高度化を図ること、経営委員会は各種運

用リスクの管理状況について適切にモニタリングを行うこと等とされています。

運用の多様化・高度化については、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とされています。

また、新たな運用手法及び運用対象の導入等に当たっては、被保険者の利益に資することを前提に、年金資金運用の観点から、資金運用について一般に認められている専門的な知見に基づき、経営委員会において幅広く検討を行うとともに、経営委員会による適切な監督の下で、適切にそのリスク管理を行う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

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に十分留意し、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の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とされています。

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等が求められています。

④法人の業務運営を支える人材の確保・育成・定着、業務運営の効率化等

中期目標では、効率的な業務運営体制を確立していく観点に特に留意しつつ、運用の多様化・高度化やリスク管理の高度化、業務のデジタル化等に対応し、長期的・安定的な業務運営を確保するため、高度で専門的な人材をはじめ、必要な人材の確保・育成・定着を図る観点から取組を進めることとされています。

また、業務運営の効率化については、効率的な業務運営体制を確立すること、業務運営の効率化に伴う経費節減を図ること(中期目標期間中に、一般管理費及び業務経費の合計について一定割合以上の効率化を行うこと等)、契約の適正化に関する取組を行うことが求められています。

2 | 組織・内部統制体制

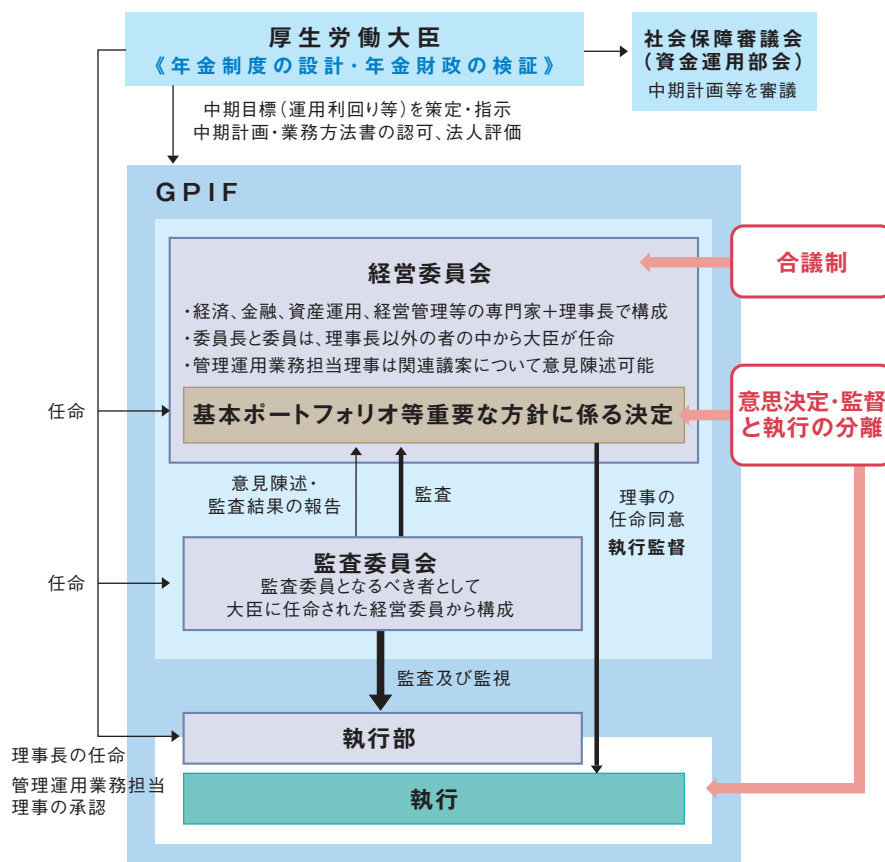
[1] 基本的なガバナンスの仕組み

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7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、タイムリーで確かな意思決定をするように心がけています。2024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。

2024年度の経営委員会では基本ポートフォリオの検証、アセットオーナー・プリンシプルの受入れ及び取組方

針、サステナビリティ投資方針、第5期中期計画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(<https://www.gpif.go.jp/operation/board/index.html>)。



経営委員会の開催状況

(2024年度)

	開催日	主な議題(議決・審議事項のみ記載)
第94回	2024年4月19日	(審議)情報セキュリティ管理規程の改正について
第95回	5月17日	(議決)2023年度における基本ポートフォリオの検証について
第96回	6月11日	(審議)①2023年度業務概況書について(案)、②令和5年度業務実績評価について(案)、③第4期中期目標期間見込評価について(案)、④令和5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について(案)
第97回	6月28日	(議決)①2023年度業務概況書について(案)、②保有全銘柄開示(2023年度末時点)、③令和5年度業務実績評価について(案)、④第4期中期目標期間見込評価について(案)、⑤令和5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について(案)
第98回	7月26日	(審議)アセットオーナー・プリンシプルについて
第99回	9月13日	(議決)アセットオーナー・プリンシプルの受入れ及び取組方針について(案)
第100回	10月29日	(審議)①第5期中期計画策定について(1)、②次期システム(運用業務基盤及び共通業務基盤)の全体像について
第101回	11月22日	(審議)第5期中期計画策定について(2)
第102回	12月20日	(審議)①第5期中期計画策定について(3)、②規程の改正について
第103回	2025年1月24日	(審議)①第5期中期計画策定について(4)、②次期基本ポートフォリオの策定について(4)、③役員給与規程及び職員給与規程の改正について
第104回	2月7日	(審議)①第5期中期計画策定について(5)、②60歳以降の働き方に係る制度改正について
第105回	3月11日	(議決・審議)①積立金の資産の構成の目標(モデルポートフォリオ)の変更(案)について、②第5期中期計画(案)について、③サステナビリティ投資方針(案)について、④投資原則の変更(案)について、⑤スチュワードシップ責任を果たすための方針の変更(案)について、⑥サステナビリティ投資に係る今後の取組みについて、⑦職員給与規程、職員退職手当支給規程等の変更(案)について、⑧管理運用の方針の変更(案)について、⑨令和7年度計画(案)について、⑩組織規程の変更(案)について
第106回	3月28日	(議決・審議)①管理運用の方針の変更(案)について、②令和7年度計画(案)について、③経営委員会規程の変更(案)について、④役員給与規程の変更(案)について、⑤組織規程の変更(案)について

[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（監査委員会事務室を構成している。）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、2024年度においては、合計15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（財務諸表（<https://www.gpif.go.jp/info/finance/>）の1項目）。



[4] 執行体制

① 組織等

GPIFの役職員は、2025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187名（うち女性職員44名（臨時職員を除く。））となっています。

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の採用を進めてきました。

GPIFは約250兆円という巨額の資産を運用しており、今後も資産の額は漸増する見込みです。また、運用環境は絶えず変化しており、データサイエンスや金融工学等の進展により資産運用の手法等も深化を続けています。このような中、GPIFが長期的かつ安定的に運用を続けていくには、更なる運用の多様化・高度化が必要と考えており、それを支えるため、専門人材のより一層の採用を進めています。同時に、運用業務に精通し、情報システムに関する技術的な知識・経験を有する人材をシニアITアドバイザーとして委嘱し、情報処理プラットフォームの構築等に向けた検討を進めています。

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、早出遅出勤務制度及び在宅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。

組織は、経営委員会事務室、監査委員会事務室、総務部（総務・人事課、給与・厚生課）、経理部（経理課、調達課）、企画部（企画課、文書・業務改善課、広報課）、調査数理部（調査数理課）、運用リスク管理部（運用リスク管理グループ、運用リスク管理総括課）、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）、投資運用部（ポートフォリオマネジメントグループ、ファンドマネジメントグループ、投資調査グループ、運用総括課）、ESG・スチュワードシップ推進部（ESG・スチュワードシップ推進グループ、ESG・スチュワードシップ総括課）、オルタナティブ投資部（インフラストラクチャー投資グループ、不動産投資グループ、プライベートエクイティ投資グループ、オルタナティブ投資総括課）、運用管理部（資産管理課、資金業務課、運用管理総括課）のほか、理事長直属の法務室、監査室が設けられています。

証券アナリスト 65名

MBAなど 17名

弁護士 5名

公認会計士 3名

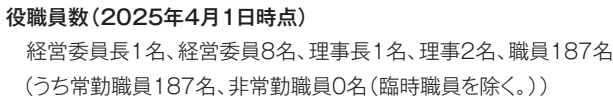
税理士 1名

不動産鑑定士 1名

Ph.D. など 5名

※2025年4月1日時点、
人数は重複あり

第2部 GPIFの役割と組織運営



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を行うこととしています。さらに、法務室を設置し、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の確な実施を図っています。また、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。

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・公正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(運用受託機関や資産管理機関の決定、自家運用及び短期借入に係る取引先候補の決定並びにこれに基づく個別取引先の決定基準等に関する事項を含む。)に関する意思決定を行うにあたっての事前の審議及び議決を行うため、CIO(最高投資責任者)の統括の下、投資委員会を設置しています。

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。

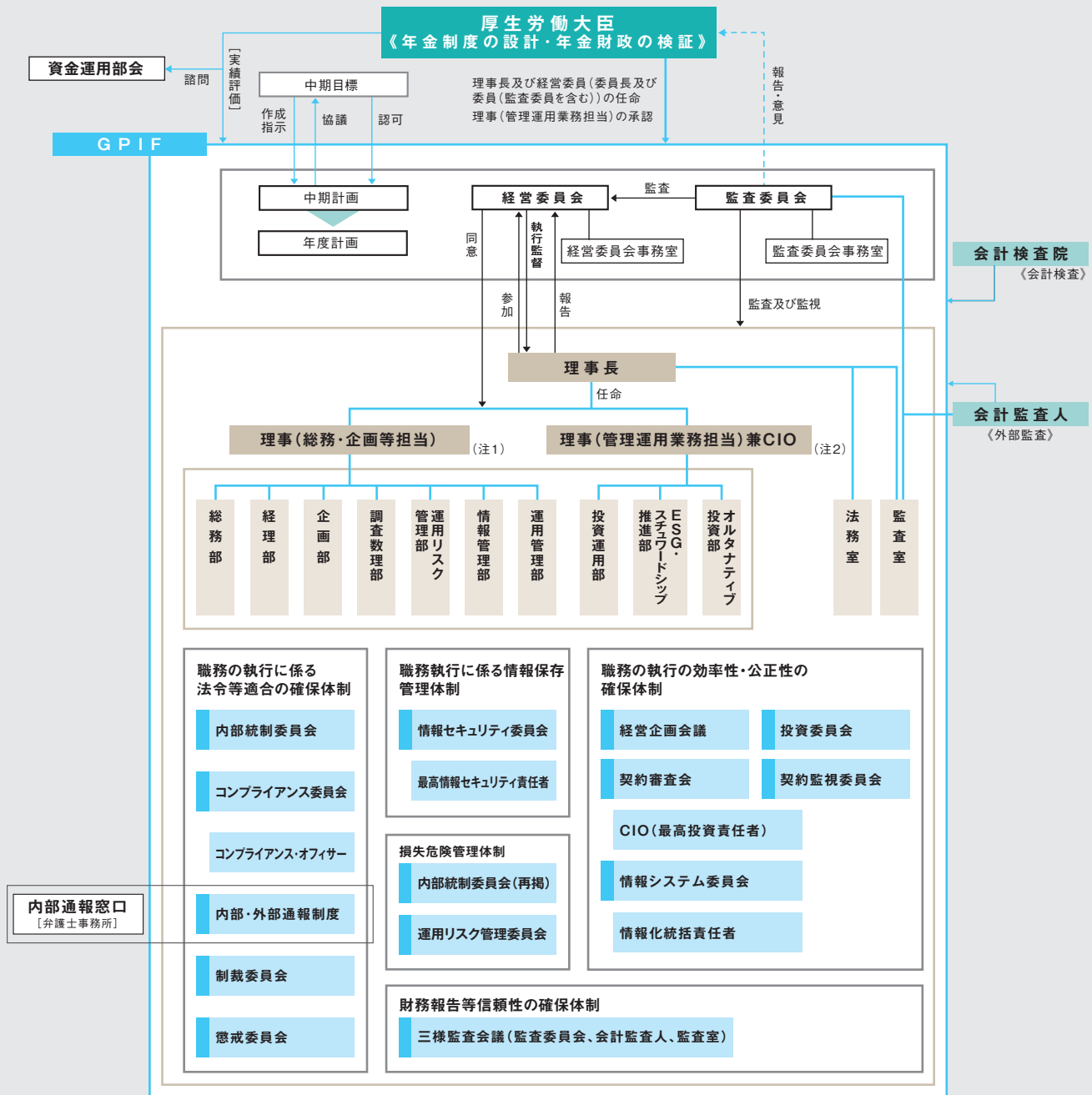
(内部統制の基本方針)



(財務諸表)



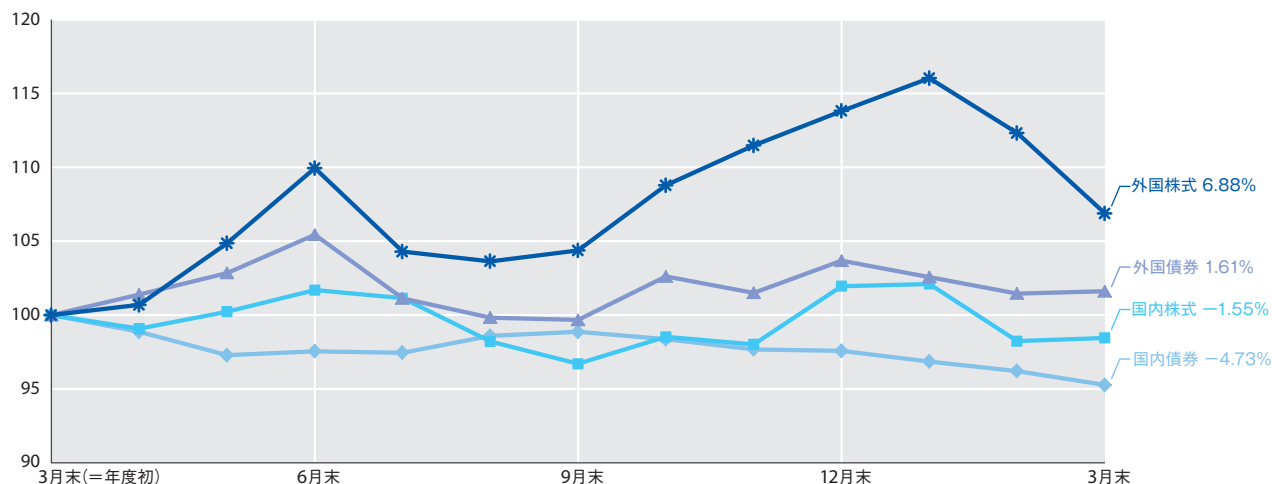
内部統制等の概念図



(注1) 理事（総務・企画等担当）は、総務部、経理部、企画部、調査数理部、運用リスク管理部、情報管理部、運用管理部の事務に関する事項を所掌
(注2) 理事（管理運用業務担当）兼CIOは、投資運用部、ESG・スチュワードシップ推進部、オルタナティブ投資部の事務に関する事項を所掌

第3部 資料編

1 | ベンチマークインデックスの推移(2024年度)



○ベンチマーク収益率(2024年4月～2025年3月)

(単位: %)

国内債券	NOMURA-BPI「除くABS」	-4.73
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)	1.61
国内株式	TOPIX (配当込み)	-1.55
外国株式	MSCI ACWI (除く日本、円ベース) (注1)	6.88

○参考指標

		2024年3月末	2025年3月末
国内債券	10年国債利回り (%)	0.73	1.49
外国債券	米国10年国債利回り (%)	4.20	4.21
	ドイツ10年国債利回り (%)	2.30	2.74
国内株式	TOPIX 配当なし (ポイント)	2,768.62	2,658.73
	日経平均株価 (円)	40,369.44	35,617.56
外国株式	NYダウ (ドル)	39,807.37	42,001.76
	ドイツDAX (ポイント)	18,492.49	22,163.49
	上海総合指数 (ポイント)	3,041.17	3,335.75
外国為替 (注2)	ドル/円 (円)	151.35	149.54
	ユーロ/円 (円)	163.45	161.53

(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/Refinitive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(104ページから107ページ)及び3 運用手法・運用受託機関別運用資産額等(108ページから119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。



[1] 収益率

(単位: %)

	2015年度	2016年度	2017年度	2018年度	2019年度	2020年度	2021年度	2022年度	2023年度	2024年度	直近10年間 (2015~2024年度)	独法設立後 (2006~2024年度)	市場運用開始後 (2001~2024年度)
資産全体	-3.81	5.86	6.90	1.52	-5.20	25.15	5.42	1.50	22.67	0.71	5.65	4.59	4.20

(単位: %)

	2015年度	2016年度	2017年度	2018年度	2019年度	2020年度	2021年度	2022年度	2023年度	2024年度	直近10年間 (2015~2024年度)	独法設立後 (2006~2024年度)	市場運用開始後 (2001~2024年度)
時間加重収益率	-3.88	5.93	6.99	1.54	-5.26	25.15	5.42	1.50	22.67	0.71	5.66	4.60	4.42
国内債券	4.07	-0.85	0.80	1.43	-0.36	-0.68	-0.99	-1.74	-2.00	-4.47	-0.50	0.82	0.81
外国債券	-3.32	-3.22	3.71	2.70	3.55	7.06	2.29	-0.12	15.83	1.70	2.89	3.87	4.73
国内株式	-10.80	14.89	15.66	-5.09	-9.71	41.55	2.12	5.54	41.41	-1.46	8.00	4.40	4.99
外国株式	-9.63	14.20	10.15	8.12	-13.08	59.42	18.48	1.84	40.06	6.62	11.87	9.17	8.33

(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。

(注9) 2023年度以降は、約定日ベースで算出しています。また、株価指数先物取引の想定元本等を加味しています。

《参考》

修正総合収益率

(単位: %)

	2015年度	2016年度	2017年度	2018年度	2019年度	2020年度	2021年度	2022年度	2023年度	2024年度	直近10年間 (2015~2024年度)	独法設立後 (2006~2024年度)	市場運用開始後 (2001~2024年度)
資産全体	-3.81	5.86	6.90	1.52	-5.20	25.19	5.40	1.50	22.09	0.68	5.60	4.57	4.18
市場運用分	-3.98	5.94	6.94	1.51	-5.24	25.31	5.40	1.50	22.09	0.68			

財投債(満期保有目的債券)

(単位: %)

	2015年度	2016年度	2017年度	2018年度	2019年度	2020年度	2021年度	2022年度	2023年度	2024年度
収益率	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。

(注7) 2023年度以降は、約定日ベースで算出しています。また、株価指数先物取引の想定元本等を加味しています。

[2] 収益額

(単位: 億円)

	2015年度	2016年度	2017年度	2018年度	2019年度	2020年度	2021年度	2022年度	2023年度	2024年度	直近10年間 (2015~2024年度)	独法設立後累積 (2006~2024年度)	市場運用開始後累積 (2001~2024年度)
収益額	-53,098	79,363	100,810	23,795	-82,831	377,986	100,925	29,536	454,153	17,334	1,047,973	1,421,053	1,555,311

《参考》

(市場運用分)

(単位: 億円)

	2015年度	2016年度	2017年度	2018年度	2019年度	2020年度	2021年度	2022年度	2023年度	2024年度	直近10年間 (2015~2024年度)	独法設立後累積 (2006~2024年度)	市場運用開始後累積 (2001~2024年度)
総合収益額	-53,846	78,899	100,578	23,623	-83,003	377,881	100,925	29,536	454,153	17,334	1,046,081	1,397,426	1,522,848
国内債券	20,094	-3,958	3,622	5,959	-1,221	-2,503	-4,960	-8,517	-11,421	-28,426	-31,331	85,562	91,462
外国債券	-6,600	-5,962	6,740	6,975	10,154	26,738	10,724	-562	78,694	10,857	137,758	192,608	205,994
国内株式	-34,895	45,546	55,076	-20,732	-37,015	146,989	10,871	27,288	193,928	-8,200	378,855	432,004	506,802
外国株式	-32,451	43,273	35,140	31,411	-54,887	206,658	84,290	11,327	192,952	43,103	560,815	687,135	718,732
短期資産	7	0	-0	11	-34	-	-	-	-	-	-16	118	76

(財投債(満期保有目的債券))

(単位: 億円)

	2015年度	2016年度	2017年度	2018年度	2019年度	2020年度	2021年度	2022年度	2023年度	2024年度	直近10年間 (2015~2024年度)	独法設立後累積 (2006~2024年度)	市場運用開始後累積 (2001~2024年度)
収益額	748	464	232	172	172	105	-	-	-	-	1,893	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。

(注8) 2023年度以降は、約定日ベースで算出しています。また、株価指数先物取引の想定元本等を加味しています。

[3] 損益額

(単位: 億円)

	2015年度	2016年度	2017年度	2018年度	2019年度	2020年度	2021年度	2022年度	2023年度	2024年度	独法設立後累積 (2006~2024年度)	市場運用開始後累積 (2001~2024年度)
収益額(A)	-53,097	79,356	100,810	23,795	-82,831	377,986	100,925	29,536	454,153	17,334	1,421,053	1,555,311
運用手数料等(B)	405	430	520	336	370	660	431	378	557	478	7,162	8,349
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)	-53,502	78,925	100,290	23,459	-83,201	377,326	100,493	29,158	453,596	16,856	1,411,142	1,520,987

(単位: 億円)

	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	2022年度末	2023年度末	2024年度末
運用上の累積損益(E=前年度E+D)	460,694	407,192	486,118	586,408	609,867	526,665	903,991	1,004,484	1,033,642	1,487,238	1,504,094
(内訳) 寄託金の運用に係る運用上の累積損益(2001年度~)	490,468	436,967	515,892	616,182	639,641	556,439	933,765	1,034,259	1,063,416	1,517,012	1,533,868
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) 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)

	2015年度	2016年度	2017年度	2018年度	2019年度	2020年度	2021年度	2022年度	2023年度	2024年度	独法設立後累積 (2006～2024年度)	市場運用開始後累積 (2001～2024年度)
年金特別会計への納付額	2,750	2,907	9,096	7,300	7,721	15,818	7,500	3,800	4,400	3,202	179,076	187,199 (187,331)

(注) 市場運用開始後累積の()の額 18兆7,331億円は、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

	2015年度	2016年度	2017年度	2018年度	2019年度	2020年度	2021年度	2022年度	2023年度	2024年度
管理運用委託手数料額 (億円)	383	400	487	295	319	611	352	302	470	373
平均残高 (兆円)	139.0	137.3	155.7	158.9	161.4	170.2	193.1	196.3	223.1	251.9
管理運用委託手数料率 (%)	0.03	0.03	0.03	0.02	0.02	0.04	0.02	0.02	0.02	0.01

(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

	2015年度末 (2016年3月末)		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 (%)	運用資産額 (億円)	構成比 (%)
国内債券	528,010	39.19	478,707	33.04	445,178	28.47	431,627	27.11	371,259	24.65
市場運用	493,588	36.63	462,236	31.90	436,214	27.89	422,664	26.55	362,297	24.05
財投債	34,422	2.55	16,472	1.14	8,964	0.57	8,963	0.56	8,962	0.59
簿価	(35,980)	—	(17,485)	—	(9,727)	—	(9,576)	—	(9,371)	—
時価										
外国債券	189,388	14.05	196,817	13.58	239,109	15.29	278,187	17.47	364,087	24.17
国内株式	305,809	22.69	351,784	24.28	406,995	26.03	386,556	24.28	355,630	23.61
外国株式	310,714	23.06	349,262	24.10	386,629	24.72	418,975	26.32	371,639	24.67
短期資産	13,554	1.01	72,463	5.00	85,920	5.49	76,808	4.82	43,716	2.90
合 計	1,347,475	100.00	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)		2022年度末 (2023年3月末)		2023年度末 (2024年3月末)		2024年度末 (2025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 (%)	運用資産額 (億円)	構成比 (%)
国内債券	438,229	23.54	476,306	24.23	496,902	24.83	611,573	24.86	635,145	25.43
外国債券	472,943	25.40	486,784	24.76	501,225	25.04	603,721	24.54	627,302	25.11
国内株式	472,273	25.37	495,137	25.19	503,337	25.15	615,532	25.02	616,186	24.67
外国株式	478,180	25.69	507,700	25.82	499,865	24.98	628,989	25.57	619,188	24.79
合 計	1,861,624	100.00	1,965,926	100.00	2,001,328	100.00	2,459,815	100.00	2,497,821	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) 財投債による運用は、2020年度中に終了しました。

(注3) 2023年度末以降は、約定日ベースで算出しています。また、株価指数先物取引の想定元本等を加味しています。

[7] 各資産の超過収益率の状況(直近10年間)

国内債券

(単位:%)

		2015年度	2016年度	2017年度	2018年度	2019年度	2020年度	2021年度	2022年度	2023年度	2024年度	直近10年間 (年率)
時間加重収益率		4.07	-0.85	0.80	1.43	-0.36	-0.68	-0.99	-1.74	-2.00	-4.47	-0.50
ベンチマーク収益率		4.30	-0.90	0.74	1.38	-0.49	-0.70	-1.22	-1.65	-2.20	-4.73	-0.57
超過収益率		-0.23	+0.05	+0.06	+0.05	+0.13	+0.02	+0.23	-0.09	+0.20	+0.26	+0.07
パッシブ ファンド	時間加重収益率	4.07	-0.87	0.65	1.54	-0.23	-1.04	-1.37	-2.12	-2.60	-4.74	-0.70
	ベンチマーク収益率	4.05	-0.89	0.63	1.51	-0.30	-0.70	-1.22	-1.65	-2.20	-4.73	-0.57
	超過収益率	+0.02	+0.02	+0.02	+0.03	+0.07	-0.34	-0.15	-0.46	-0.40	-0.00	-0.12
	パッシブ比率	83.90	80.65	77.95	75.91	74.24	66.52	76.30	58.52	53.43	50.53	—
アクティブ ファンド	時間加重収益率	4.06	-0.76	1.34	1.09	-0.69	0.08	0.29	-0.85	-1.28	-4.23	-0.12
	ベンチマーク収益率	5.55	-0.93	1.14	0.98	-1.01	-0.70	-1.22	-1.65	-2.20	-4.73	-0.51
	超過収益率	-1.49	+0.18	+0.20	+0.11	+0.31	+0.78	+1.51	+0.80	+0.92	+0.50	+0.39
	アクティブ比率	16.10	19.35	22.05	24.09	25.76	33.48	23.70	41.48	46.57	49.47	—

外国債券

(単位:%)

		2015年度	2016年度	2017年度	2018年度	2019年度	2020年度	2021年度	2022年度	2023年度	2024年度	直近10年間 (年率)
時間加重収益率		-3.32	-3.22	3.71	2.70	3.55	7.06	2.29	-0.12	15.83	1.70	2.89
ベンチマーク収益率		-2.74	-5.41	4.23	2.46	4.37	5.43	1.88	-0.56	15.32	1.61	2.53
超過収益率		-0.58	+2.19	-0.52	+0.24	-0.82	+1.63	+0.41	+0.44	+0.51	+0.09	+0.36
パッシブ ファンド	時間加重収益率	-2.70	-5.37	4.47	2.31	5.82	4.23	1.75	-0.63	15.67	1.56	2.57
	ベンチマーク収益率	-2.74	-5.41	4.23	2.46	4.37	5.43	1.88	-0.56	15.32	1.61	2.53
	超過収益率	+0.04	+0.05	+0.24	-0.16	+1.45	-1.20	-0.13	-0.06	+0.35	-0.04	+0.05
	パッシブ比率	66.35	63.43	61.65	64.37	69.66	71.31	76.75	83.73	95.48	96.02	—
アクティブ ファンド	時間加重収益率	-3.66	0.50	2.55	3.35	-2.50	14.18	4.14	1.88	14.74	5.61	3.92
	ベンチマーク収益率	-2.80	-5.41	4.23	2.46	4.37	5.43	1.88	-0.56	15.32	1.61	2.52
	超過収益率	-0.86	+5.91	-1.68	+0.89	-6.87	+8.75	+2.26	+2.44	-0.59	+4.00	+1.40
	アクティブ比率	33.65	36.57	38.35	35.63	30.34	28.69	23.25	16.27	4.52	3.98	—

国内株式

(単位:%)

		2015年度	2016年度	2017年度	2018年度	2019年度	2020年度	2021年度	2022年度	2023年度	2024年度	直近10年間 (年率)
時間加重収益率		-10.80	14.89	15.66	-5.09	-9.71	41.55	2.12	5.54	41.41	-1.46	8.00
ベンチマーク収益率		-10.82	14.69	15.87	-5.04	-9.50	42.13	1.99	5.81	41.34	-1.55	8.07
超過収益率		+0.02	+0.20	-0.21	-0.05	-0.20	-0.59	+0.13	-0.27	+0.07	+0.09	-0.07
パッシブ ファンド	時間加重収益率	-10.95	14.65	15.44	-4.91	-9.51	41.20	2.26	5.48	41.74	-1.53	7.98
	ベンチマーク収益率	-10.82	14.69	15.87	-5.04	-9.50	42.13	1.99	5.81	41.34	-1.55	8.07
	超過収益率	-0.13	-0.04	-0.43	+0.13	-0.01	-0.93	+0.27	-0.34	+0.40	+0.02	-0.09
	パッシブ比率	83.03	90.70	90.48	90.57	90.65	92.20	93.31	93.33	95.18	95.88	—
アクティブ ファンド	時間加重収益率	-9.90	17.30	17.91	-6.65	-11.58	45.13	0.06	6.71	36.49	0.34	8.12
	ベンチマーク収益率	-10.82	14.69	15.87	-5.04	-9.50	42.13	1.99	5.81	41.34	-1.55	8.07
	超過収益率	+0.92	+2.61	+2.04	-1.62	-2.08	+3.00	-1.92	+0.89	-4.85	+1.89	+0.04
	アクティブ比率	16.97	9.30	9.52	9.43	9.35	7.80	6.69	6.67	4.82	4.12	—

外国株式

(単位:%)

		2015年度	2016年度	2017年度	2018年度	2019年度	2020年度	2021年度	2022年度	2023年度	2024年度	直近10年間 (年率)
時間加重収益率		-9.63	14.20	10.15	8.12	-13.08	59.42	18.48	1.84	40.06	6.62	11.87
ベンチマーク収益率		-9.66	14.61	9.70	8.21	-13.40	60.21	19.38	1.88	40.63	6.88	12.04
超過収益率		+0.03	-0.41	+0.46	-0.09	+0.32	-0.79	-0.90	-0.05	-0.57	-0.26	-0.18
パッシブ ファンド	時間加重収益率	-9.67	14.63	9.73	8.12	-13.38	59.68	19.31	1.93	40.37	6.63	11.95
	ベンチマーク収益率	-9.71	14.64	9.70	8.21	-13.40	60.21	19.38	1.88	40.63	6.88	12.04
	超過収益率	+0.04	-0.01	+0.04	-0.09	+0.02	-0.53	-0.07	+0.05	-0.26	-0.25	-0.08
	パッシブ比率	85.98	85.79	86.50	88.16	90.36	89.00	87.75	92.21	88.33	84.00	—
アクティブ ファンド	時間加重収益率	-9.17	11.98	12.85	9.06	-10.23	57.69	12.93	0.31	37.15	6.19	11.32
	ベンチマーク収益率	-9.26	14.47	9.70	8.21	-13.40	60.21	19.38	1.88	40.63	6.88	12.08
	超過収益率	+0.09	-2.49	+3.16	+0.85	+3.17	-2.52	-6.45	-1.57	-3.48	-0.69	-0.75
	アクティブ比率	14.02	14.21	13.50	11.84	9.64	11.00	12.25	7.79	11.67	16.00	—

- (注1) 収益率は運用手数料等控除前です。
(注2) 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3) 2019年度までは短期資産及び財投債を含みません。
(注4) 2020年度以降の国内債券(全体)及び国内債券(アクティブファンド)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(アクティブファンド)は外貨建ての短期資産を含みます。
(注5) 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) 2023年度以降は、約定日ベースで算出しています。また、株価指数先物取引の想定元本等を加味しています。

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（2024年度末時価総額）

	時価総額	構成割合(%)
運用資産合計	249兆7,821億円	100.00
パッシブファンド	204兆4,119億円	81.84
アクティブファンド	44兆3,647億円	17.76
その他	1兆54億円	0.40

		時価総額	構成割合(%)
運用資産合計		249兆7,821億円	100.00
国内債券	計	63兆5,145億円	25.43
	パッシブファンド	34兆5,054億円	13.81
	アクティブファンド	28兆820億円	11.24
	その他	9,271億円	0.37
外国債券	計	62兆7,302億円	25.11
	パッシブファンド	60兆2,221億円	24.11
	アクティブファンド	2兆4,298億円	0.97
	その他	783億円	0.03
国内株式	計	61兆6,186億円	24.67
	パッシブファンド	58兆7,845億円	23.53
	アクティブファンド	2兆8,341億円	1.13
外国株式	計	61兆9,188億円	24.79
	パッシブファンド	50兆8,999億円	20.38
	アクティブファンド	11兆189億円	4.41

(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。

(注3) 約定日ベースで算出しています。また、株価指数先物取引の想定元本等を加味しています。

[2] パッシブファンド及びアクティブファンドの割合の推移

(単位:%)

		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	2022年度末	2023年度末	2024年度末
国内債券	パッシブ	82.50	79.38	77.03	75.54	71.45	72.93	76.60	58.12	48.92	54.33
	アクティブ	17.50	20.62	22.97	24.46	28.55	27.07	23.40	41.88	51.08	45.67
外国債券	パッシブ	64.94	60.89	61.98	66.24	73.81	76.12	79.22	86.28	96.79	96.00
	アクティブ	35.06	39.11	38.02	33.76	26.19	23.88	20.78	13.72	3.21	4.00
国内株式	パッシブ	81.52	90.62	90.44	90.58	90.93	92.97	93.65	93.06	95.51	95.40
	アクティブ	18.48	9.38	9.56	9.42	9.07	7.03	6.35	6.94	4.49	4.60
外国株式	パッシブ	84.15	86.45	86.32	90.50	90.17	87.99	90.82	93.57	87.97	82.20
	アクティブ	15.85	13.55	13.68	9.50	9.83	12.01	9.18	6.43	12.03	17.80
合 計	パッシブ	79.28	77.31	76.28	77.87	79.21	82.69	85.21	82.82	82.31	81.84
	アクティブ	20.72	22.69	23.72	22.13	20.79	17.31	14.79	17.18	17.69	18.16

(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。

(注4) 2023年度末以降は、約定日ベースで算出しています。また、株価指数先物取引の想定元本等を加味しています。

[3] 運用受託機関等別運用資産額(2024年度末時価総額)

(単位:億円)

ファンド区分	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 ファンド	アセットマネジメントOne(1)(旧みずほ信託) <法人番号 9010001021473>	MTBJ	BPI	10,401
	アセットマネジメントOne(2)	MTBJ	BPI—国	74,430
	ブラックロック・ジャパン(1) <法人番号 9010001125976>	MTBJ	USGOV—H	8,411
	三井住友トラスト・アセットマネジメント(1) <法人番号 8010001114914>	MTBJ	BPI	11,645
	三井住友トラスト・アセットマネジメント(2)	MTBJ	BPI—国	73,836
	三菱UFJ信託銀行(1) <法人番号 6010001008770>	MTBJ	BPI	5,827
	三菱UFJ信託銀行(2)	MTBJ	BPI—国	77,602
	りそなアセットマネジメント(1) <法人番号 5010601048309>	MTBJ	BPI	5,818
	りそなアセットマネジメント(2)	MTBJ	BPI—国	70,590
	りそなアセットマネジメント(3)	MTBJ	USGOV—H	6,493
国内債券 アクティブ ファンド	アセットマネジメントOne(3)(旧みずほ信託) <法人番号 9010001021473>	MTBJ	BPI	4,138
	アムンディ・ジャパン(1) <法人番号 9010001062807>	MTBJ	BPI	5,856
	東京海上アセットマネジメント(1) <法人番号 3010001034076>	MTBJ	BPI	43
	日興アセットマネジメント(1) <法人番号 8010401072159>	MTBJ	BPI	4,155
	ニッセイアセットマネジメント(1) <法人番号 9010001025953>	MTBJ	BPI	6,602
	野村アセットマネジメント(1) <法人番号 7010001054021>	MTBJ	BPI	6,915
	PGIM ジャパン <法人番号 7010001098893>	MTBJ	BPI	11,197
	ビムコジャパンリミテッド (バティック・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	12,130
	マニウライフ・インベストメント・マネジメント(1) <法人番号 1010001106942>	MTBJ	BPI	3,977
	三井住友DSアセットマネジメント(1) <法人番号 4010401049128>	MTBJ	BPI	5,097
国内債券 その他	三菱UFJ信託銀行(3) <法人番号 6010001008770>	MTBJ	BPI	4,776
	自家運用(1)	MTBJ	BPI	74,091
	自家運用(2)	MTBJ	—	127,774
	自家運用(3)	MTBJ	—	9,536
	自家運用(4)	MTBJ	—	12,771
	アセットマネジメントOne(4)(旧みずほ信託) <法人番号 9010001021473>	MTBJ	WGBI—EXC	44,056
	ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズ(1) (ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズ・リミテッド等) <法人番号 2010401034817>	MTBJ	WGBI—EXC	70,430
	ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズ(2) (ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズ・トラスト・カンパニー等) <法人番号 7010001054021>	MTBJ	USIG	406
	野村アセットマネジメント(2) <法人番号 7010001054021>	MTBJ	WGBI—EXC	39,303
	ブラックロック・ジャパン(4) <法人番号 9010001125976>	MTBJ	WGBI—EXC	60,607
外国債券 パッシブ ファンド	ブラックロック・ジャパン(5)	MTBJ	WGBI—O—EXC	25,814
	ブラックロック・ジャパン(6)	MTBJ	USGOV	69,835
	ブラックロック・ジャパン(8)	MTBJ	USGOV10+Y	973
	ブラックロック・ジャパン(9)	MTBJ	EGBI	50,544
	ブラックロック・ジャパン(10)	MTBJ	EGBI 1—3Y	1,775
	ブラックロック・ジャパン(11)	MTBJ	EGBI 10+Y	718
	ブラックロック・ジャパン(12) (ブラックロック・ファイナンス・マネジメント・インク等)	MTBJ	USIG	321
	ブラックロック・ジャパン(14) (ブラックロック・ファイナンス・マネジメント・インク等)	MTBJ	USLONG	605
	三井住友トラスト・アセットマネジメント(3) <法人番号 8010001114914>	MTBJ	WGBI—EXC	54,233
	りそなアセットマネジメント(5) <法人番号 5010601048309>	MTBJ	WGBI—EXC	54,818
外国債券 アクティブ ファンド	りそなアセットマネジメント(6)	MTBJ	WGBI—O—EXC	16,926
	りそなアセットマネジメント(7)	MTBJ	USGOV	65,220
	りそなアセットマネジメント(9)	MTBJ	USGOV 10+Y	49
	りそなアセットマネジメント(10)	MTBJ	EGBI	44,670
	りそなアセットマネジメント(11)	MTBJ	EGBI 1—3Y	637
	りそなアセットマネジメント(12)	MTBJ	EGBI 10+Y	270
	アセットマネジメントOne(5) (オルクス・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	USIG	609
	アパディーン・ジャパン(アパディーン・インク) <法人番号 9010401008780>	MTBJ	USIG	521
	アラリアン・バーンスタイン(2) (アラリアン・バーンスタイン・エルエルピー等) <法人番号 7010001010313>	MTBJ	USIG	786
	SOMPOアセットマネジメント(1) (Agincoourt Capital Management, LLC) <法人番号 7010001031160>	MTBJ	USIG	784

(単位:億円)

ファンド区分	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 ファンド	フランクリン・テンブルトン・ジャパン(1) (フランクリン・グローバル・インベストメント・マネジメント・エルエルシー) <法人番号 5010001048652>	SSTB	G—AGG—EXC	5
	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	USHY2%	926
	モルガン・スタンレー・インベストメント・マネジメント(1) (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	2
	モルガン・スタンレー・インベストメント・マネジメント(2) (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)	MTBJ	USHY2%	877
	UBSアセット・マネジメント (UBSアセット・マネジメント(UK)リミテッド) <法人番号 4010001031576>	MTBJ	EUROHY2%	1,367
	リーガル・アンド・アドヴァイザリー・インベストメント・マネジメント・ジャパン(1) (リーガル・アンド・アドヴァイザリー・インベストメント・マネジメント・アソシエーツ) <法人番号 5010001181453>	MTBJ	USINT	394
	自家運用(5)	SSTB	—	783
	アセットマネジメントOne(6)(旧DIAM) <法人番号 9010001021473>	MTBJ	TOPIX	95,432
	アセットマネジメントOne(7)	MTBJ	FTSE—BL	14,953
	アセットマネジメントOne(8)	MTBJ	FTSE—BLSR	13,980
国内株式 パッシブ ファンド	アセットマネジメントOne(9)	MTBJ	GRIF—CUSTOM1	5,800
	アセットマネジメントOne(10)	MTBJ	GRIF—CUSTOM2	6,105
	フィデリティ・投信(1) (ジロード・キャピタル・マネジメント・エルエルシー) <法人番号 1010401025734>	MTBJ	TOPIX	3,407
	ブラックロック・ジャパン(17) <法人番号 9010001125976>	MTBJ	TOPIX	112,027
	三井住友トラスト・アセットマネジメント(4) <法人番号 8010001114914>	MTBJ	TOPIX	84,852
	三井住友トラスト・アセットマネジメント(5)	MTBJ	SP—C	22,737
	三井住友トラスト・アセットマネジメント(6)	MTBJ	HRZ—D—ENX—DE	1,596
	三菱UFJ信託銀行(4) <法人番号 6010001008770>	MTBJ	TOPIX	34,429
	三菱UFJ信託銀行(5)	MTBJ	MSCI—N—ESG	29,393
	三菱UFJ信託銀行(6)	MTBJ	MSCI—WIN	9,600
国内株式 アクティブ ファンド	三菱UFJ信託銀行(7)	MTBJ	GRIF—CUSTOM4	17,853
	三菱UFJ信託銀行(8)	MTBJ	GRIF—CUSTOM5	6,461
	りそなアセットマネジメント(13) <法人番号 5010601048309>	MTBJ	TOPIX	110,288
	りそなアセットマネジメント(14)	MTBJ	TOPIX—30G	3,070
	りそなアセットマネジメント(15)	MTBJ	TOPIX—30V	3,052
	りそなアセットマネジメント(16)	MTBJ	TOPIX—70G	950
	りそなアセットマネジメント(17)	MTBJ	TOPIX—70V	2,045
	りそなアセットマネジメント(18)	MTBJ	TOPIX—400G	380
	りそなアセットマネジメント(19)	MTBJ	TOPIX—400V	1,492
	りそなアセットマネジメント(20)	MTBJ	TOPIX—SMALLV	110
国内株式 アクティブ ファンド	りそなアセットマネジメント(21)	MTBJ	MO—GD—J	7,288
	りそなアセットマネジメント(22)	MTBJ	GRIF—CUSTOM3	3,547
	アセットマネジメントOne(11) <法人番号 9010001021473>	MTBJ	TOPIX	336
	アセットマネジメントOne(12)	MTBJ	TOPIX	789
	アセットマネジメントOne(13)	MTBJ	TOPIX	300
	アセットマネジメントOne(14)	MTBJ	TOPIX	753
	アセットマネジメントOne(15)(旧みずほ投信) (インベスコ・アセット・マネジメント(1) <法人番号 7010401061146>	MTBJ	RN—SG	281
	ウエルティン・マネジメント・アドバイザーズ・リミテッド(1) (ウエルティン・マネジメント・カンパニー—エルエルピー) <法人番号 7700150000136>	MTBJ	TOPIX	375
	ゴールドマン・サックス・アセット・マネジメント(1) (ゴールドマン・サックス・アセット・マネジメント・アドバイザーズ・リミテッド) <法人番号 8010401009945>	MTBJ	TOPIX	424
	JPモルガン・アセット・マネジメント(1) <法人番号 6010001098507>	MTBJ	TOPIX	568

(単位:億円)

ファンド区分	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 ファンド	三井住友DSアセットマネジメント(4)	MTBJ	TOPIX	357
	三井住友DSアセットマネジメント(5)	MTBJ	TOPIX	1,090
	三井住友トラスト・アセットマネジメント(7) <法人番号 8010001114914>	MTBJ	TOPIX	590
	三菱UFJ信託銀行(9) <法人番号 6010001008770>	MTBJ	TOPIX	2,676
	ラザード・ジャパン・アセット・マネージメント <法人番号 8010401058901>	MTBJ	TOPIX	348
	ラッセル・インベストメント(1) (M&Gインベストメント・マネジメント・リミテッド) <法人番号 6010401037394>	MTBJ	MSCI-J	1,645
	ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズ(4) <法人番号 2010401034817>	MTBJ	MSCI-A -EXC	40,352
	ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズ(5)	MTBJ	MSCI-N	12,183
	ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズ(6)	MTBJ	MSCI-EU	4,110
	ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズ(7)	MTBJ	MSCI-P	1,064
外国株式 パッシブ ファンド	ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズ(8)	MTBJ	MSCI-EXC	8,702
	ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズ(9)	MTBJ	SP-GC	52,248
	ブラックロック・ジャパン(19) <法人番号 9010001125976>	MTBJ	MSCI-A -EXC	80,128
	ブラックロック・ジャパン(20)	MTBJ	MSCI-N	21,716
	ブラックロック・ジャパン(21)	MTBJ	MSCI-EU	6,115
	ブラックロック・ジャパン(22)	MTBJ	MSCI-EXC	2,950
	ブラックロック・ジャパン(23)	MTBJ	HRZ-NA	25,162
	三井住友トラスト・アセットマネジメント(8) <法人番号 8010001114914>	MTBJ	MSCI-N	63,669
	三井住友トラスト・アセットマネジメント(9)	MTBJ	MSCI-EU	6,326
	三井住友トラスト・アセットマネジメント(10)	MTBJ	MSCI-P	1,149
	三井住友トラスト・アセットマネジメント(11)	MTBJ	MSCI-EXC	15,173
	三井住友トラスト・アセットマネジメント(12)	MTBJ	HRZ-DI-EU-EE	8,347
	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(2) (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・リミテッド等) <法人番号 5010001181453>	MTBJ	MSCI-A -EXC	89,639
	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(3) (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・リミテッド等)	MTBJ	MSCI-N	9,565
	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(4) (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・リミテッド等)	MTBJ	MSCI- US30	3,087
	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(5) (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・リミテッド等)	MTBJ	MSCI- US100	783
	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(6) (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・リミテッド等)	MTBJ	MSCI- USLG	1,427
	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(7) (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・リミテッド等)	MTBJ	MSCI- USLV	2,678
	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(8) (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・リミテッド等)	MTBJ	MSCI- CA	335
	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(9) (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・リミテッド等)	MTBJ	MSCI- EU	4,855
	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(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・リミテッド等)	MTBJ	MSCI-P	923
	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(11) (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・リミテッド等)	MTBJ	MSCI- EASEALG	796
	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(12) (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・リミテッド等)	MTBJ	MSCI- EASEALV	1,374
	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(13) (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・リミテッド等)	MTBJ	MSCI- EXC	5,358
	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(14) (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・リミテッド等)	MTBJ	MSCI-A -ESG	24,905
	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(15) (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・リミテッド等)	MTBJ	MO-GD	7,323
	アセット・マネジメント・One(16) (ワールド・イン・アセット・マネジメント・ワン・リミテッド・エルエルシー) <法人番号 9010001021473>	MTBJ	MSCI- EAFE	2,086
	アセット・マネジメント・One(17)(旧みずほ投信) (オーストラリア・グローバル・インベストメント・エルエルシー)	MTBJ	MSCI-E	7
	アセット・マネジメント・One(18) (ワールド・イン・アセット・マネジメント・ワン・リミテッド・エルエルシー)	MTBJ	FR- 1000	5,322
	アムンディ・ジャパン(2) (Victory Capital Management Inc.) <法人番号 9010001062807>	MTBJ	SP-500	2,798
	ウェルストン・マネジメント・ジャパン・リピーター・リミテッド(2) (ウェルストン・マネジメント・カンパニー・エルエルピー) <法人番号 7700150000136>	MTBJ	SP-500	460
	MFSインベストメント・マネジメント(1) (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- EAFE	1,364
	MFSインベストメント・マネジメント(2) (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)	MTBJ	MSCI- EAFEG	433
	ゴールドマン・サックス・アセット・マネジメント(2) (ゴールドマン・サックス・アセット・マネジメント・エルピー) <法人番号 8010401009945>	MTBJ	MSCI- EAFE	447
	ゴールドマン・サックス・アセット・マネジメント(3) (ゴールドマン・サックス・アセット・マネジメント・エルピー)	MTBJ	MSCI- EAFE	710
外国株式 アクティブ ファンド	JPモルガン・アセット・マネジメント(3) (JPMorgan Asset Management (UK) Limited等) <法人番号 6010001098507>	MTBJ	MSCI-K	1,979
	JPモルガン・アセット・マネジメント(4) (J.P. Morgan Investment Management Inc.)	MTBJ	SP-500	1,135
	JPモルガン・アセット・マネジメント(5) (J.P. Morgan Investment Management Inc.)	MTBJ	SP-500	4,740
	JPモルガン・アセット・マネジメント(6) (J.P. Morgan Investment Management Inc.)	MTBJ	FR- 3000G	2,269
	SOMPOアセット・マネジメント(3) (Numeric Investors LLC) <法人番号 7010001031160>	MTBJ	MSCI-K	450
	SOMPOアセット・マネジメント(4) (Montrusco Bolton Investments Inc)	MTBJ	MSCI-K	1,229
	SOMPOアセット・マネジメント(5) (Los Angeles Capital Management LLC)	MTBJ	MSCI- EAFE	454
	SOMPOアセット・マネジメント(6) (Numeric Investors LLC)	MTBJ	MSCI- EAFE	1,671
	ティール・ロウ・ブライズ・ジャパン(2) (ティール・ロウ・ブライズ・アソシエイツ・インク) <法人番号 2010001185795>	MTBJ	SP-500	5,310
	ティール・ロウ・ブライズ・ジャパン(3) (ティール・ロウ・ブライズ・アソシエイツ・インク)	MTBJ	FR- 3000	863
	東京海上アセット・マネジメント(3) (Epoch Investment Partners, Inc.) <法人番号 3010001034076>	MTBJ	MSCI-K	405
	東京海上アセット・マネジメント(4) (Threadneedle Asset Management Limited)	MTBJ	MSCI- EAFE	1,141
	東京海上アセット・マネジメント(5) (Great Lakes Advisors, LLC)	MTBJ	MSCI- EAFE	799
	東京海上アセット・マネジメント(6) (Applied Finance Capital Management, LLC)	MTBJ	FR- 1000	509

(単位:億円)

ファンド区分	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
外国株式 アクティブ ファンド	ティール・ロウ・ブライズ・ジャパン(2) (ティール・ロウ・ブライズ・アソシエイツ・インク) <法人番号 2010001185795>	MTBJ	SP-500	5,310
	ティール・ロウ・ブライズ・ジャパン(3) (ティール・ロウ・ブライズ・アソシエイツ・インク)	MTBJ	FR- 3000	863
	東京海上アセット・マネジメント(3) (Epoch Investment Partners, Inc.) <法人番号 3010001034076>	MTBJ	MSCI-K	405
	東京海上アセット・マネジメント(4) (Threadneedle Asset Management Limited)	MTBJ	MSCI- EAFE	1,141
	東京海上アセット・マネジメント(5) (Great Lakes Advisors, LLC)	MTBJ	MSCI- EAFE	799
	東京海上アセット・マネジメント(6) (Applied Finance Capital Management, LLC)	MTBJ	FR- 1000	509
	東京海上アセット・マネジメント(7) (Applied Finance Capital Management, LLC)	MTBJ	FR- 1000V	480
	東京海上アセット・マネジメント(8) (Columbia Management Investment Advisers, LLC)	MTBJ	FR- 1000V	864
	東京海上アセット・マネジメント(9) (M.D. SASS, LLC)	MTBJ	FR- 1000V	572
	東京海上アセット・マネジメント(10) (Epoch Investment Partners, Inc.)	MTBJ	FR- 3000	490
	東京海上アセット・マネジメント(11) (Jacobs Levy Equity Management, Inc.)	MTBJ	FR- 3000G	430
	東京海上アセット・マネジメント(12) (Jacobs Levy Equity Management, Inc.)	MTBJ	FR- 3000V	1,826
	東京海上アセット・マネジメント(13) (Jacobs Levy Equity Management, Inc.)	MTBJ	FR- T200	1,659
	東京海上アセット・マネジメント(14) (Columbia Management Investment Advisers, LLC)	MTBJ	FR-MV	467
	日興アセット・マネジメント(4) (オスモシス・インベストメント・マネジメント UK) <法人番号 8010401072159>	MTBJ	MSCI-K	4,098
	ニッセイアセット・マネジメント(3) (ジェビター・アセット・マネジメント・リミテッド) <法人番号 9010001025953>	MTBJ	MSCI-K -IMI	2,401
	ニッセイアセット・マネジメント(4) (ジェビター・アセット・マネジメント・リミテッド)	MTBJ	MSCI- EAFE	999
	ニッセイアセット・マネジメント(5) (マッケンジー・インベストメント・コーポレーション)	MTBJ	MSCI- EAFE	444
	ニッセイアセット・マネジメント(6) (ザ・バナム・アドバイザー・カンパニー・エルエルシー)	MTBJ	FR- 1000V	3,846
	ニッセイアセット・マネジメント(7) (ザ・バナム・アドバイザー・カンパニー・エルエルシー)	MTBJ	FR- 3000	1,643
	ニューバーガー・バーマン(1) (Neuberger Berman Investment Advisers LLC) <法人番号 6010001126515>	MTBJ	FR- 1000G	436
	野村アセット・マネジメント(6) <法人番号 7010001054021>	MTBJ	MSCI-K	1,355
	野村アセット・マネジメント(7)	MTBJ	MSCI-K	1,186
	野村アセット・マネジメント(8) (Hotchkiss and Wiley Capital Management, LLC)	MTBJ	MSCI-K	447
	野村アセット・マネジメント(9) (CIBC Asset Management Inc.)	MTBJ	MSCI- CA	481
	野村アセット・マネジメント(10) (Acadian Asset Management LLC)	MTBJ	MSCI- EAFE	979
	野村アセット・マネジメント(11) (NS Partners Ltd)	MTBJ	MSCI- EAFE	1,208
	野村アセット・マネジメント(12) (Connor, Clark & Lunn Investment Management Ltd.)	MTBJ	SP-TSX	1,678
	野村アセット・マネジメント(13) (Acadian Asset Management LLC)	MTBJ	FR- 1000	4,942
	野村アセット・マネジメント(14) (Acadian Asset Management LLC)	MTBJ	FR- 1000V	465
	BNPパリバ・アセット・マネジメント(1) (BNPパリバ・アセット・マネジメント・ヨーロッパ) <法人番号 3010001068479>	MTBJ	MSCI-K	1,651
	BNPパリバ・アセット・マネジメント(2) (IMPAXアセット・マネジメント・エルエルシー)	MTBJ	SP-500	2
	フィデリティ投信(3) (フィデリティ・インステイション・リアル・アセット・マネジメント(FIAM)) <法人番号 1010401025734>	MTBJ	MSCI-K -IMI	701
	フィデリティ投信(4) (フィデリティ・インステイション・リアル・アセット・マネジメント(FIAM))	MTBJ	FR- 1000G	692
	ブラックロック・ジャパン(24) (ブラックロック・インステイション・リアル・アセット・マネジメント・カンパニー等) <法人番号 9010001125976>	MTBJ	MSCI-K	4,269
	ブラックロック・ジャパン(25) (ブラックロック・インステイション・リアル・アセット・マネジメント・カンパニー等)	MTBJ	MSCI- EAFE	2,985
	ブラックロック・ジャパン(26) (ブラックロック・インステイション・リアル・アセット・マネジメント・カンパニー・エス・エフ)	MTBJ	FR- 1000	2,771
	ブラックロック・ジャパン(27) (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	FR- 1000V	1
	フランクリン・テンブルトン・ジャパン(2) (Franklin Advisers, Inc.) <法人番号 5010001048652>	MTBJ	MSCI- EAFE	701
	フランクリン・テンブルトン・ジャパン(3) (ランティティ・グローバル・インベストメント・マネジメント・エルエルシー)	MTBJ	FR- 1000V	2,584
	ベビビュー・アセット・マネジメント (ビクトリー・キャピタル・マネジメント・インク) <法人番号 6010001026748>	MTBJ	MSCI- EAFE	2,038
	マニラ・インベストメント・マネジメント(3) (マニラ・インベストメント・マネジメント(US)エルエルシー) <法人番号 1010001106942>	MTBJ	FR- 3000	979
	三井住友DSアセット・マネジメント(6) (エドモンド・クロスチャルド・アセット・マネジメント(フランス)) <法人番号 4010401049128>	MTBJ	MSCI-K -IMI	987
	三菱UFJ信託銀行(10) (ペイリー・ギフォード・オーバーシーズ・リミテッド) <法人番号 6010001008770>	MTBJ	MSCI- AG-EXC	11
	ラッセル・インベストメント(2) (バインストーン・アセット・マネジメント・インク) <法人番号 6010401037394>	MTBJ	MSCI- EAFE	642

(単位:億円)

ファンド区分	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
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(1) <法人番号 1010001104938>	SSTB	—	699
	DBJアセットマネジメント(2)	SSTB	—	847
	DBJアセットマネジメント(3)	SSTB	—	235
	ゲートキーパー:野村アセットマネジメント(15) ファンド・オブ・ファンズ・マネジャー:Panthoeon <法人番号 7010001054021>	SSTB	—	3,984
	ゲートキーパー:野村アセットマネジメント(16) ファンド・オブ・ファンズ・マネジャー:Panthoeon	SSTB	—	2,236
	ゲートキーパー:三井住友DSアセットマネジメント(7) 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	—	6,506
	ゲートキーパー:三井住友DSアセットマネジメント(8) ファンド・オブ・ファンズ・マネジャー:StepStone Infrastructure & Real Assets	SSTB	—	3,600
	自家運用(6) (投資信託の運用者:ニッセイアセットマネジメント)	SSTB	—	1,823
	自家運用(7)	SSTB	—	188
	自家運用(10)	SSTB	—	234
	自家運用(11)	SSTB	—	172
	自家運用(13)	SSTB	—	130
オルタナティブ プライベートエリート	ゲートキーパー:ニューバーガー・バーマン(2) ファンド・オブ・ファンズ・マネジャー:NB Alternative Advisors LLC <法人番号 6010001126515>	SSTB	—	4,032
	ゲートキーパー:三菱UFJ信託銀行(11) 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	—	3,308
	三菱UFJ信託銀行(12) 投資助言:ユー・アイ・キャピタル	SSTB	—	290
	自家運用(14) (投資信託の運用者:ニッセイアセットマネジメント)	SSTB	—	569
	自家運用(15)	SSTB	—	122
	自家運用(16)	SSTB	—	271
	自家運用(18)	SSTB	—	65
	ゲートキーパー:アセットマネジメントOne(19) ファンド・オブ・ファンズ・マネジャー: CBRE Investment Management Indirect Limited <法人番号 9010001021473>	SSTB	—	7,331
	ゲートキーパー:アセットマネジメントOne(20) ファンド・オブ・ファンズ・マネジャー: CBRE Investment Management Indirect Limited	SSTB	—	1,169
	東急不動産キャピタル・マネジメント <法人番号 2011001051137>	SSTB	—	365
オルタナティブ 不動産	ゲートキーパー:みずほ信託銀行 ファンド・オブ・ファンズ・マネジャー: LaSalle Investment Management, Inc. <法人番号 9010001034962>	SSTB	—	1,014
	三菱UFJ信託銀行(13) <法人番号 6010001008770>	SSTB	—	2,373
	自家運用(21)	SSTB	—	276
	自家運用(22)	SSTB	—	39
	合計	41社232ファンド		2,495,315

(単位:億円)

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		42,667
	日本マスタートラスト信託銀行 <法人番号 2010401041086>	MTBJ		2,455,056
	合計			2,497,723

(単位:億円)

	ファンド名	資産管理機関	時価総額
株価指数先物	国内株価指数先物ファンド	MTBJ	1,905
	外国株価指数先物ファンド	MTBJ	501
	合計		2,407

- (注1) 運用の41社には自家運用は含まれませんが、232ファンドには自家運用の16ファンドを含みます。
- (注2) 運用受託機関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(外国株式等:98億円)を含みません。
- (注4) 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合うものであり、あくまで参考数値という扱いですが、2024年度の収益額は国内株価指数先物ファンドで161億円、外国株価指数先物ファンドで12億円となりました。
- (注5) マネジャー・ベンチマークは別表のとおりであり、これらのベンチマークの出所は右欄に掲げる各社です。
- (注6) GPIF CUSTOMについては、86ページをご覧ください。

	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
	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 10+Y FTSE 米国債10年超インデックス(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
	EGBI 1-3Y FTSE EMU 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 10+Y FTSE EMU 国債10年超インデックス(ヘッジなし・円ベース)	FTSE Fixed Income LLC
外国債券	G-AGG-EXC ブルームバーク・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
	USIG ブルームバーク米国社債インデックス(ヘッジなし・円ベース)	Bloomberg Index Services Limited
	USINT ブルームバーク米国社債1~10年インデックス(ヘッジなし・円ベース)	Bloomberg Index Services Limited

	マネジャー・ベンチマーク	出所
外国債券	USLONG ブルームバーク米国社債10年超インデックス(ヘッジなし・円ベース)	Bloomberg Index Services Limited
	USHY2% ブルームバーク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% ブルームバーク・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
国内株式	TOPIX TOPIX (配当込み)	株JPX総研
	TOPIX-30G TOPIX Core 30 Growth (配当込み)	株JPX総研
	TOPIX-30V TOPIX Core 30 Value (配当込み)	株JPX総研
	TOPIX-70G TOPIX Large 70 Growth (配当込み)	株JPX総研
	TOPIX-70V TOPIX Large 70 Value (配当込み)	株JPX総研
	TOPIX-400G TOPIX Mid 400 Growth (配当込み)	株JPX総研
	TOPIX-400V TOPIX Mid 400 Value (配当込み)	株JPX総研
	TOPIX-SMALLV TOPIX Small Value (配当込み)	株JPX総研
	RN-TG RUSSELL/NOMURA Total Market Growth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-N-ESG MSCI 日本株 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.
	MSCI-J MSCI Japan (配当込み)	MSCI G.K.
	FTSE-BL FTSE Blossom Japan Index	FTSE International Limited
	FTSE-BLSR FTSE Blossom Japan Sector Relative Index	FTSE International Limited
	MO-GD-J Morningstar 日本株式ジェンダー・ダイバーシティティール指数(除くREIT)	Morningstar Japan, Inc.
	SP-C S&P/JPX カーボン・エフィシエント指数	S&P Opco, LLC
	HRZ-DM-EXNA-DE Horizon Custom Beta Balancer DM ex NA Domestic Equity (配当込み)	アブライド・アカデミクス株
	GPIF-CUSTOM1 リスク調整用 GPIF カスタマイズ 1	—
	GPIF-CUSTOM2 リスク調整用 GPIF カスタマイズ 2	—
	GPIF-CUSTOM3 リスク調整用 GPIF カスタマイズ 3	—
	GPIF-CUSTOM4 リスク調整用 GPIF カスタマイズ 4	—
	GPIF-CUSTOM5 リスク調整用 GPIF カスタマイズ 5	—
	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-AG-EXC MSCI ACWI グロース(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-K-IMI MSCI KOKUSAI IMI (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-US30 MSCI USA30 (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-US100 MSCI USA100 (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-USLG MSCI USA Large Cap Growth (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-USLV MSCI USA Large Cap Value (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-CA MSCI Canada (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.
	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-EAFE MSCI EAFE (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-EAFEG MSCI EAFE Growth (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-EASEALG MSCI EASEA Large Cap Growth (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-EASEALV MSCI EASEA Large Cap Value (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)	Morningstar 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
	SP-500 S&P500 (円ベース、配当込み)	S&P Opco, LLC
	SP-TSX S&P/TSX Capped Composite Index (円ベース、配当込み)	TSX Inc.
	FR-1000 RUSSELL 1000インデックス(円ベース、配当込み)	FRANK RUSSELL COMPANY
	FR-1000G RUSSELL 1000グロース・インデックス(円ベース、配当込み)	FRANK RUSSELL COMPANY
	FR-1000V RUSSELL 1000バリュー・インデックス(円ベース、配当込み)	FRANK RUSSELL COMPANY
	FR-3000 RUSSELL 3000インデックス(円ベース、配当込み)	FRANK RUSSELL COMPANY
	FR-3000G RUSSELL 3000グロース・インデックス(円ベース、配当込み)	FRANK RUSSELL COMPANY
	FR-3000V RUSSELL 3000バリュー・インデックス(円ベース、配当込み)	FRANK RUSSELL COMPANY
	FR-T200 RUSSELL トップ200インデックス(円ベース、配当込み)	FRANK RUSSELL COMPANY
	FR-MV RUSSELL ミッドキャップ・バリュー・インデックス(円ベース、配当込み)	FRANK RUSSELL COMPANY
	HRZ-NA Horizon Custom Beta Balancer North America Equity (円ベース、配当込み、管理運用法人の配当課税要因考慮後)	アブライド・アカデミクス株
	HRZ-DM-EXNA-DE Horizon Custom Beta Balancer DM ex NA Foreign Equity (円ベース、配当込み、管理運用法人の配当課税要因考慮後)	アブライド・アカデミクス株

[4] 運用受託機関等別実績収益率

ア. 運用実績(直近5年)(2020年4月~2025年3月)

ファンド区分	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 バッシブ ファンド	アセットマネジメントOne(1)〈旧みずほ信託〉〈法人番号 9010001021473〉	-2.10%	-2.11%	+0.01%	0.04%	-
	ブラックロック・ジャパン(1)〈法人番号 9010001125976〉	-6.03%	-4.94%	-1.09%	2.35%	-
	ブラックロック・ジャパン(2)	-4.18%	-4.03%	-0.15%	0.71%	-
	三井住友トラスト・アセットマネジメント(1)〈法人番号 8010001114914〉	-2.10%	-2.11%	+0.01%	0.04%	-
	三井住友トラスト・アセットマネジメント(2)	-2.27%	-2.27%	+0.00%	0.04%	-
	三菱UFJ信託銀行(2)〈法人番号 6010001008770〉	-2.24%	-2.27%	+0.03%	0.06%	-
	りそなアセットマネジメント(3)〈法人番号 5010601048309〉	-7.22%	-4.94%	-2.28%	4.71%	-
	りそなアセットマネジメント(4)	-4.14%	-4.17%	+0.03%	0.48%	-
国内債券 アクティブ ファンド	アセットマネジメントOne(3)〈旧みずほ信託〉〈法人番号 9010001021473〉	-1.64%	-2.11%	+0.47%	0.32%	1.46
	東京海上アセットマネジメント(1)〈法人番号 3010001034076〉	-1.52%	-1.65%	+0.13%	0.21%	0.62
	PGIMジャパン〈法人番号 7010001098893〉	-1.54%	-2.11%	+0.56%	0.18%	3.19
	ビムコジャパンリミテッド〈法人番号 4700150005220〉	-1.44%	-2.12%	+0.68%	0.24%	2.83
	マニユライフ・インベストメント・マネジメント(1)〈法人番号 1010001106942〉	-1.23%	-2.12%	+0.89%	0.51%	1.74
	三菱UFJ信託銀行(3)〈法人番号 6010001008770〉	-1.65%	-2.02%	+0.37%	0.20%	1.85
	自家運用(3)	2.12%	-	-	-	-
外国債券 バッシブ ファンド	アセットマネジメントOne(4)〈旧みずほ信託〉〈法人番号 9010001021473〉	4.61%	4.59%	+0.02%	0.18%	-
	ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズ(1)〈法人番号 2010401034817〉	4.58%	4.59%	-0.01%	0.19%	-
	野村アセットマネジメント(2)〈法人番号 7010001054021〉	4.65%	4.59%	+0.06%	0.24%	-
	ブラックロック・ジャパン(4)〈法人番号 9010001125976〉	4.62%	4.59%	+0.03%	0.23%	-
	ブラックロック・ジャパン(5)	3.70%	4.26%	-0.56%	1.16%	-
	ブラックロック・ジャパン(6)	4.99%	5.00%	-0.01%	0.22%	-
	ブラックロック・ジャパン(7)	3.29%	2.94%	+0.35%	0.60%	-
	ブラックロック・ジャパン(9)	3.88%	3.88%	+0.01%	0.47%	-
	三井住友トラスト・アセットマネジメント(4)〈法人番号 8010001114914〉	4.56%	4.59%	-0.03%	0.20%	-
	りそなアセットマネジメント(5)〈法人番号 5010601048309〉	4.56%	4.59%	-0.03%	0.18%	-
	りそなアセットマネジメント(6)	4.30%	4.26%	+0.04%	0.43%	-
	りそなアセットマネジメント(7)	4.95%	5.00%	-0.05%	0.22%	-
	りそなアセットマネジメント(8)	1.96%	1.93%	+0.03%	0.15%	-
	りそなアセットマネジメント(10)	3.88%	3.88%	+0.00%	0.36%	-
外国債券 アクティブ ファンド	ティール・ロウ・ブライズ・ジャパン(1)〈法人番号 2010001185795〉	13.65%	13.10%	+0.56%	1.75%	0.32
	バインブリッジ・インベストメンツ〈法人番号 8010001011855〉	14.64%	14.50%	+0.13%	0.79%	0.17
	フランクリン・テンブルトン・ジャパン(1)〈法人番号 5010001048652〉	7.02%	3.80%	+3.21%	4.59%	0.70
	ベアリングス・ジャパン〈法人番号 3010001028755〉	14.91%	14.50%	+0.41%	1.21%	0.34
	モルガン・スタンレー・インベストメント・マネジメント(1) 〈法人番号 9011001026405〉	4.64%	3.62%	+1.02%	1.14%	0.89
	モルガン・スタンレー・インベストメント・マネジメント(2)	14.96%	14.50%	+0.45%	1.23%	0.37
	UBSアセット・マネジメント〈法人番号 4010001031576〉	14.60%	12.94%	+1.67%	0.95%	1.75
国内株式 バッシブ ファンド	アセットマネジメントOne(6)〈旧DIAM〉〈法人番号 9010001021473〉	16.43%	16.37%	+0.06%	0.07%	-
	アセットマネジメントOne(7)	18.26%	18.32%	-0.06%	0.09%	-
	フィデリティ投信(1)〈法人番号 1010401025734〉	16.36%	16.37%	-0.01%	0.04%	-
	ブラックロック・ジャパン(17)〈法人番号 9010001125976〉	16.34%	16.37%	-0.04%	0.07%	-
	三井住友トラスト・アセットマネジメント(4) 〈法人番号 8010001114914〉	16.32%	16.37%	-0.05%	0.22%	-
	三井住友トラスト・アセットマネジメント(5)	16.19%	16.23%	-0.04%	0.10%	-
	三菱UFJ信託銀行(4)〈法人番号 6010001008770〉	16.27%	16.37%	-0.11%	0.18%	-
	三菱UFJ信託銀行(5)	16.17%	16.22%	-0.06%	0.06%	-
	三菱UFJ信託銀行(6)	15.39%	15.48%	-0.09%	0.10%	-
国内株式 アクティブ ファンド	りそなアセットマネジメント(13)〈法人番号 5010601048309〉	16.30%	16.37%	-0.08%	0.09%	-
	アセットマネジメントOne(15)〈旧みずほ投信〉〈法人番号 9010001021473〉	5.99%	8.63%	-2.64%	10.44%	-0.25
	インベスコ・アセット・マネジメント(1)〈法人番号 7010401061146〉	14.16%	16.37%	-2.22%	5.35%	-0.41
	フィデリティ投信(2)〈法人番号 1010401025734〉	13.62%	12.51%	+1.11%	5.29%	0.21
外国株式 バッシブ ファンド	ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズ(4) 〈法人番号 2010401034817〉	23.78%	23.94%	-0.16%	0.24%	-
	ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズ(5)	26.22%	26.46%	-0.23%	0.51%	-
	ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズ(6)	20.89%	21.26%	-0.37%	0.38%	-
	ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズ(7)	17.54%	17.59%	-0.05%	0.41%	-
	ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズ(8)	15.36%	15.49%	-0.13%	0.67%	-
	ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズ(9)	23.94%	24.05%	-0.11%	0.05%	-
	ブラックロック・ジャパン(19)〈法人番号 9010001125976〉	23.88%	23.94%	-0.06%	0.18%	-
	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(2) 〈法人番号 5010001181453〉	24.07%	23.94%	+0.13%	0.17%	-
外国株式 アクティブ ファンド	アセットマネジメントOne(17)〈旧みずほ投信〉〈法人番号 9010001021473〉	9.13%	9.65%	-0.52%	4.22%	-0.12
	三菱UFJ信託銀行(10)〈法人番号 6010001008770〉	11.92%	13.87%	-1.95%	8.45%	-0.23

イ. 運用実績（直近3年）（2022年4月～2025年3月）

ファンド区分	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 ファンド	アセットマネジメントOne(1) (旧みずほ信託) <法人番号 9010001021473>	-2.86%	-2.87%	+0.01%	0.04%	-
	アライアンス・バーンスタイン(1) <法人番号 7010001010313>	-4.63%	-5.83%	+1.20%	1.81%	-
	ブラックロック・ジャパン(1) <法人番号 9010001125976>	-5.25%	-5.20%	-0.05%	0.38%	-
	ブラックロック・ジャパン(2)	-5.62%	-5.42%	-0.19%	1.01%	-
	ブラックロック・ジャパン(3)	-4.83%	-5.98%	+1.14%	1.79%	-
	三井住友トラスト・アセットマネジメント(1) <法人番号 8010001114914>	-2.86%	-2.87%	+0.01%	0.04%	-
	三井住友トラスト・アセットマネジメント(2)	-3.04%	-3.04%	+0.00%	0.04%	-
	三菱UFJ信託銀行(2) <法人番号 6010001008770>	-3.02%	-3.04%	+0.02%	0.07%	-
	りそなアセットマネジメント(3) <法人番号 5010601048309>	-5.21%	-5.20%	-0.01%	0.25%	-
	りそなアセットマネジメント(4)	-5.63%	-5.65%	+0.02%	0.62%	-
国内債券 アクティブ ファンド	アセットマネジメントOne(3) (旧みずほ信託) <法人番号 9010001021473>	-2.47%	-2.87%	+0.40%	0.40%	1.00
	アムンディ・ジャパン(1) <法人番号 9010001062807>	-2.45%	-2.87%	+0.42%	0.21%	1.97
	東京海上アセットマネジメント(1) <法人番号 3010001034076>	-2.04%	-2.13%	+0.09%	0.25%	0.37
	日興アセットマネジメント(1) <法人番号 8010401072159>	-2.65%	-2.87%	+0.22%	0.23%	0.97
	ニッセイアセットマネジメント(1) <法人番号 9010001025953>	-2.38%	-2.87%	+0.49%	0.24%	2.04
	野村アセットマネジメント(1) <法人番号 7010001054021>	-2.46%	-2.87%	+0.41%	0.20%	2.08
	PGIM・ジャパン <法人番号 7010001098893>	-2.32%	-2.87%	+0.55%	0.20%	2.71
	ビムコ・ジャパン・リミテッド <法人番号 4700150005220>	-2.08%	-2.87%	+0.79%	0.28%	2.83
	マチュライフ・インベストメント・マネジメント(1) <法人番号 1010001106942>	-2.37%	-2.87%	+0.50%	0.50%	1.01
	三井住友DJSアセットマネジメント(1) <法人番号 4010401049128>	-2.54%	-2.87%	+0.33%	0.25%	1.34
	三菱UFJ信託銀行(3) <法人番号 6010001008770>	-2.50%	-2.87%	+0.38%	0.24%	1.59
	自家運用(3)	2.09%	-	-	-	-
	アセットマネジメントOne(4) (旧みずほ信託) <法人番号 9010001021473>	5.26%	5.23%	+0.03%	0.16%	-
外国債券 パッシブ ファンド	ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズ(1) <法人番号 2010401034817>	5.28%	5.23%	+0.05%	0.17%	-
	野村アセットマネジメント(2) <法人番号 7010001054021>	5.38%	5.23%	+0.15%	0.23%	-
	ブラックロック・ジャパン(4) <法人番号 9010001125976>	5.31%	5.23%	+0.08%	0.22%	-
	ブラックロック・ジャパン(5)	2.88%	2.83%	+0.06%	0.45%	-
	ブラックロック・ジャパン(6)	7.19%	7.14%	+0.06%	0.20%	-
	ブラックロック・ジャパン(7)	5.71%	5.09%	+0.62%	0.83%	-
	ブラックロック・ジャパン(9)	3.55%	3.47%	+0.07%	0.46%	-
	ブラックロック・ジャパン(12)	8.00%	8.43%	-0.42%	0.52%	-
	ブラックロック・ジャパン(13)	6.41%	6.44%	-0.03%	0.51%	-
	ブラックロック・ジャパン(15)	6.45%	6.55%	-0.09%	0.29%	-
	ブラックロック・ジャパン(16)	5.19%	5.07%	+0.12%	0.71%	-
	三井住友トラスト・アセットマネジメント(3) <法人番号 8010001114914>	5.21%	5.23%	-0.02%	0.19%	-
	りそなアセットマネジメント(5) <法人番号 5010601048309>	5.26%	5.23%	+0.03%	0.17%	-
	りそなアセットマネジメント(6)	2.80%	2.83%	-0.02%	0.16%	-
	りそなアセットマネジメント(7)	7.10%	7.14%	-0.04%	0.22%	-
	りそなアセットマネジメント(8)	3.45%	3.37%	+0.08%	0.20%	-
	りそなアセットマネジメント(10)	3.50%	3.47%	+0.03%	0.39%	-
外国債券 アクティブ ファンド	ティエロウ・プライス・ジャパン(1) <法人番号 2010001185795>	10.60%	10.84%	-0.24%	1.85%	-0.13
	バインブリッジ・インベストメンツ <法人番号 8010001011855>	12.42%	12.54%	-0.12%	0.83%	-0.15
	フランクリン・テンブルトン・ジャパン(1) <法人番号 5010001048652>	3.17%	2.96%	+0.21%	3.99%	0.05
	ベアリングス・ジャパン <法人番号 3010001028755>	12.64%	12.54%	+0.10%	0.86%	0.12
	モルガン・スタンレー・インベストメント・マネジメント(1) <法人番号 9011001026405>	2.84%	2.96%	-0.12%	0.42%	-0.30
	モルガン・スタンレー・インベストメント・マネジメント(2)	12.45%	12.54%	-0.09%	1.24%	-0.07
	UBSアセット・マネジメント <法人番号 4010001031576>	12.50%	10.84%	+1.65%	0.99%	1.67
国内株式 パッシブ ファンド	アセットマネジメントOne(6) (旧DIAM) <法人番号 9010001021473>	13.80%	13.77%	+0.03%	0.08%	-
	アセットマネジメントOne(7)	15.01%	15.07%	-0.06%	0.08%	-
	野村アセットマネジメント(3) <法人番号 7010001054021>	-0.53%	-0.28%	-0.24%	0.51%	-
	フィデリティ・投信(1) <法人番号 1010401025734>	13.76%	13.77%	-0.01%	0.03%	-
	ブラックロック・ジャパン(17) <法人番号 9010001125976>	13.71%	13.77%	-0.06%	0.08%	-
	三井住友トラスト・アセットマネジメント(4) <法人番号 8010001114914>	13.90%	13.77%	+0.14%	0.17%	-
	三井住友トラスト・アセットマネジメント(5)	13.53%	13.57%	-0.04%	0.05%	-
	三菱UFJ信託銀行(4) <法人番号 6010001008770>	13.63%	13.77%	-0.14%	0.22%	-
	三菱UFJ信託銀行(5)	13.74%	13.78%	-0.04%	0.05%	-
	三菱UFJ信託銀行(6)	13.95%	13.99%	-0.04%	0.05%	-
国内株式 アクティブ ファンド	りそなアセットマネジメント(13) <法人番号 5010601048309>	13.74%	13.77%	-0.02%	0.05%	-
	アセットマネジメントOne(11) <法人番号 9010001021473>	17.58%	13.77%	+3.81%	2.97%	1.28
	アセットマネジメントOne(15) (旧みずほ投信)	-5.98%	4.68%	-10.66%	9.71%	-1.10
	インベスコ・アセット・マネジメント(1) <法人番号 7010401061146>	9.26%	13.77%	-4.50%	5.66%	-0.80
	フィデリティ・投信(2) <法人番号 1010401025734>	8.54%	7.54%	+1.00%	2.42%	0.41
外国株式 パッシブ ファンド	ラザード・ジャパン・アセット・マネジメント <法人番号 8010401058901>	19.59%	13.77%	+5.82%	4.00%	1.45
	ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズ(4) <法人番号 2010401034817>	15.03%	15.23%	-0.20%	0.30%	-
	ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズ(5)	16.59%	16.41%	+0.18%	0.47%	-
	ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズ(6)	14.97%	15.54%	-0.57%	0.46%	-
	ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズ(7)	7.64%	7.71%	-0.07%	0.53%	-
	ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズ(8)	9.26%	9.16%	+0.10%	0.40%	-
	ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズ(9)	15.51%	15.62%	-0.11%	0.04%	-
	ブラックロック・ジャパン(19) <法人番号 9010001125976>	15.15%	15.23%	-0.08%	0.15%	-
	ブラックロック・ジャパン(20)	16.43%	15.77%	+0.66%	0.75%	-
	ブラックロック・ジャパン(21)	15.06%	14.96%	+0.11%	0.23%	-
	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(2) <法人番号 5010001181453>	15.28%	15.23%	+0.05%	0.13%	-
	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(3)	16.28%	16.41%	-0.13%	0.19%	-
	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(9)	15.45%	15.54%	-0.10%	0.08%	-
	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(10)	7.69%	7.71%	-0.01%	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(13)	9.31%	9.16%	+0.15%	0.25%	-
	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(14)	15.45%	15.45%	+0.00%	0.05%	-
	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(15)	15.51%	15.65%	-0.14%	0.06%	-
外国株式 アクティブ ファンド	アセットマネジメントOne(17) (旧みずほ投信) <法人番号 9010001021473>	0.95%	0.15%	+0.80%	2.73%	0.29
	三菱UFJ信託銀行(10) <法人番号 6010001008770>	-0.09%	0.09%	-0.18%	7.73%	-0.02

ウ. 運用実績(直近1年)(2024年4月～2025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。

ファンド区分	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 ファンド	アセットマネジメントOne(1) (旧みずほ信託) <法人番号 9010001021473>	-4.73%	-4.73%	-0.00%	
	アセットマネジメントOne(2)	-4.95%	-4.94%	-0.01%	
	ブラックロック・ジャパン(1) <法人番号 9010001125976>	-1.53%	-1.08%	-0.45%	
	三井住友トラスト・アセットマネジメント(1) <法人番号 8010001114914>	-4.73%	-4.73%	-0.00%	
	三井住友トラスト・アセットマネジメント(2)	-4.95%	-4.94%	-0.01%	
	三菱UFJ信託銀行(1) <法人番号 6010001008770>	-4.70%	-4.73%	+0.03%	
	三菱UFJ信託銀行(2)	-4.96%	-4.94%	-0.02%	
	りそなアセットマネジメント(1) <法人番号 5010601048309>	-4.74%	-4.73%	-0.01%	
	りそなアセットマネジメント(2)	-4.97%	-4.94%	-0.02%	
国内債券 アクティ ファンド	りそなアセットマネジメント(3)	-1.11%	-1.08%	-0.03%	
	アセットマネジメントOne(3) (旧みずほ信託) <法人番号 9010001021473>	-3.72%	-4.73%	+1.01%	
	アムンディ・ジャパン(1) <法人番号 9010001062807>	-4.30%	-4.73%	+0.43%	
	東京海上アセットマネジメント(1) <法人番号 3010001034076>	-2.31%	-2.54%	+0.24%	
	日興アセットマネジメント(1) <法人番号 8010401072159>	-4.27%	-4.73%	+0.46%	
	ニッセイアセットマネジメント(1) <法人番号 9010001025953>	-4.33%	-4.73%	+0.41%	
	野村アセットマネジメント(1) <法人番号 7010001054021>	-4.37%	-4.73%	+0.36%	
	PGIMジャパン <法人番号 7010001098893>	-4.10%	-4.73%	+0.63%	
	ビムコジャパンリミテッド <法人番号 4700150005220>	-4.13%	-4.73%	+0.60%	
	マニユライフ・インベストメント・マネジメント(1) <法人番号 1010001106942>	-3.61%	-4.73%	+1.12%	
	三井住友DSアセットマネジメント(1) <法人番号 4010401049128>	-4.23%	-4.73%	+0.50%	
	三菱UFJ信託銀行(3) <法人番号 6010001008770>	-4.39%	-4.73%	+0.34%	
	自家運用(1)	-4.65%	-4.73%	+0.08%	
	自家運用(2)	-5.21%	-	-	
	自家運用(3)	1.49%	-	-	
外国債券 バッシ ファンド	アセットマネジメントOne(4) (旧みずほ信託) <法人番号 9010001021473>	1.61%	1.61%	-0.00%	
	ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズ(1) <法人番号 2010401034817>	1.66%	1.61%	+0.05%	
	ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズ(2)	3.88%	3.65%	+0.23%	
	ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズ(3)	-2.02%	-2.02%	-0.00%	
	野村アセットマネジメント(2) <法人番号 7010001054021>	1.65%	1.61%	+0.04%	
	ブラックロック・ジャパン(4) <法人番号 9010001125976>	1.60%	1.61%	-0.01%	
	ブラックロック・ジャパン(5)	-0.82%	-0.84%	+0.02%	
	ブラックロック・ジャパン(6)	3.36%	3.36%	+0.00%	
	ブラックロック・ジャパン(7)	2.90%	1.81%	+1.09%	
	ブラックロック・ジャパン(8)	0.85%	0.24%	+0.61%	
	ブラックロック・ジャパン(9)	-0.07%	-0.07%	+0.00%	
	ブラックロック・ジャパン(10)	3.10%	2.76%	+0.34%	
	ブラックロック・ジャパン(11)	-4.73%	-4.82%	+0.10%	
	ブラックロック・ジャパン(12)	3.88%	3.65%	+0.23%	
	ブラックロック・ジャパン(13)	1.04%	0.89%	+0.15%	
	ブラックロック・ジャパン(14)	3.86%	3.84%	+0.02%	○
	三井住友トラスト・アセットマネジメント(3) <法人番号 8010001114914>	1.58%	1.61%	-0.02%	
	りそなアセットマネジメント(5) <法人番号 5010601048309>	1.61%	1.61%	+0.01%	
	りそなアセットマネジメント(6)	-0.91%	-0.84%	-0.07%	
	りそなアセットマネジメント(7)	3.20%	3.36%	-0.16%	
	りそなアセットマネジメント(8)	2.46%	2.19%	+0.28%	
	りそなアセットマネジメント(9)	2.50%	0.24%	+2.26%	
	りそなアセットマネジメント(10)	-0.12%	-0.07%	-0.05%	
	りそなアセットマネジメント(11)	2.83%	2.76%	+0.07%	
	りそなアセットマネジメント(12)	-4.68%	-4.82%	+0.15%	
外国債券 アクティ ファンド	アセットマネジメントOne(5) <法人番号 9010001021473>	4.36%	3.78%	+0.58%	○
	アバディーン・ジャパン <法人番号 9010401008780>	4.08%	3.78%	+0.30%	○
	アラリアンス・バーンスタイン(2) <法人番号 7010001010313>	4.33%	3.78%	+0.55%	○
	SOMPOアセットマネジメント(1) <法人番号 7010001031160>	3.93%	3.78%	+0.15%	○
	ティール・ロウ・プライス・ジャパン(1) <法人番号 2010001185795>	5.42%	5.99%	-0.57%	
	ナティクス・インベストメント・マネージャーズ <法人番号 2010001074899>	4.13%	3.78%	+0.35%	○
	ニッセイアセットマネジメント(2) <法人番号 9010001025953>	4.12%	3.77%	+0.36%	○
	バインブリッジ・インベストメンツ <法人番号 8010001011855>	5.20%	6.41%	-1.20%	
	ベアリング・ジャパン <法人番号 3010001028755>	7.18%	6.41%	+0.77%	
	モルガン・スタンレー・インベストメント・マネジメント(2) <法人番号 9011001026405>	5.90%	6.41%	-0.50%	
	UBSアセット・マネジメント <法人番号 4010001031576>	7.73%	5.99%	+1.75%	
国内株式 バッシ ファンド	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(1) <法人番号 5010001181453>	3.88%	3.77%	+0.11%	○
	アセットマネジメントOne(6) (旧DIAM) <法人番号 9010001021473>	-1.48%	-1.55%	+0.07%	
	アセットマネジメントOne(7)	-1.78%	-1.79%	+0.01%	
	アセットマネジメントOne(8)	-1.05%	-1.04%	-0.01%	○
	アセットマネジメントOne(9)	0.25%	0.33%	-0.07%	○
	アセットマネジメントOne(10)	0.25%	0.34%	-0.09%	○
	フィデリティ投信(1) <法人番号 1010401025734>	-1.56%	-1.55%	-0.02%	
	ブラックロック・ジャパン(17) <法人番号 9010001125976>	-1.54%	-1.55%	+0.01%	
	三井住友トラスト・アセットマネジメント(4) <法人番号 8010001114914>	-1.25%	-1.55%	+0.30%	
	三井住友トラスト・アセットマネジメント(5)	-1.64%	-1.60%	-0.04%	
	三井住友トラスト・アセットマネジメント(6)	-0.73%	-0.26%	-0.47%	○
	三菱UFJ信託銀行(4) <法人番号 6010001008770>	-1.54%	-1.55%	+0.00%	
	三菱UFJ信託銀行(5)	-1.10%	-1.10%	-0.01%	
	三菱UFJ信託銀行(6)	2.09%	2.17%	-0.07%	
	三菱UFJ信託銀行(7)	-1.06%	-0.95%	-0.11%	○
	三菱UFJ信託銀行(8)	-0.83%	-0.73%	-0.10%	○
	りそなアセットマネジメント(13) <法人番号 5010601048309>	-1.51%	-1.55%	+0.04%	
	りそなアセットマネジメント(14)	-8.66%	-8.72%	+0.06%	
	りそなアセットマネジメント(15)	7.02%	7.16%	-0.14%	
	りそなアセットマネジメント(16)	-9.60%	-10.03%	+0.43%	
	りそなアセットマネジメント(17)	3.08%	3.21%	-0.13%	
	りそなアセットマネジメント(18)	1.98%	2.06%	-0.07%	
	りそなアセットマネジメント(19)	-1.76%	-1.72%	-0.04%	
	りそなアセットマネジメント(20)	-0.21%	-0.20%	-0.01%	○
	りそなアセットマネジメント(21)	-1.04%	-1.05%	+0.01%	
	りそなアセットマネジメント(22)	-0.13%	-0.07%	-0.06%	○

ファンド区分	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 ファンド	アセットマネジメントOne(11) <法人番号 9010001021473>	-0.86%	-1.55%	+0.68%	
	アセットマネジメントOne(12)	4.47%	-1.55%	+6.02%	
	アセットマネジメントOne(13)	-10.94%	-1.55%	-9.40%	
	アセットマネジメントOne(14)	-5.90%	-1.55%	-4.35%	
	アセットマネジメントOne(15) (旧みずほ投信)	-16.24%	-3.28%	-12.96%	
	インベスコ・アセット・マネジメント(1) <法人番号 7010401061146>	-0.12%	-1.55%	+1.42%	
	ウエリントン・マネージメント・ジャパン・ピーティーイー・リミテッド(1) <法人番号 7700150000136>	2.64%	-1.55%	+4.19%	
	ゴールドマン・サックス・アセット・マネジメント(1) <法人番号 8010401009945>	1.04%	-1.55%	+2.59%	
	JPモルガン・アセット・マネジメント(1) <法人番号 6010001098507>	2.98%	-1.55%	+4.53%	
	JPモルガン・アセット・マネジメント(2)	-1.46%	-2.92%	+1.46%	
	SOMPOアセットマネジメント(2) <法人番号 7010001031160>	0.68%	-1.55%	+2.22%	
	東京海上アセットマネジメント(2) <法人番号 3010001034076>	-5.73%	-1.55%	-4.18%	
	日興アセットマネジメント(2) <法人番号 8010401072159>	-2.73%	-1.55%	-1.18%	
	日興アセットマネジメント(3)	-3.73%	-1.55%	-2.18%	
	野村アセットマネジメント(4) <法人番号 7010001054021>	-1.69%	-1.55%	-0.14%	
	野村アセットマネジメント(5)	3.45%	-2.92%	+6.37%	
	ビクテ・ジャパン <法人番号 4010001027269>	-1.53%	-2.92%	+1.38%	
	フィデリティ投信(2) <法人番号 1010401025734>	-5.72%	-4.86%	-0.86%	
	ブラックロック・ジャパン(18) <法人番号 9010001125976>	0.43%	-1.55%	+1.98%	
	マチュライフ・インベストメント・マネジメント(2) <法人番号 1010001106942>	8.09%	-1.55%	+9.64%	
	三井住友DSアセットマネジメント(2) <法人番号 4010401049128>	5.94%	-1.55%	+7.49%	
	三井住友DSアセットマネジメント(3)	5.81%	-1.55%	+7.36%	
	三井住友DSアセットマネジメント(4)	4.86%	-1.55%	+6.40%	
	三井住友DSアセットマネジメント(5)	0.10%	-1.55%	+1.64%	
	三井住友トラスト・アセットマネジメント(7) <法人番号 8010001114914>	3.66%	-1.55%	+5.21%	
	三菱UFJ信託銀行(9) <法人番号 6010001008770>	-1.20%	-1.55%	+0.35%	
	ラザード・ジャパン・アセット・マネジメント <法人番号 8010401058901>	2.40%	-1.55%	+3.95%	
	ラッセル・インベストメント(1) <法人番号 6010401037394>	-2.14%	-2.92%	+0.78%	
外国株式 パッシブ ファンド	ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズ(4) <法人番号 2010401034817>	6.77%	6.76%	+0.01%	
	ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズ(5)	7.03%	6.92%	+0.10%	
	ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズ(6)	5.42%	6.20%	-0.78%	
	ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズ(7)	5.08%	5.58%	-0.50%	
	ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズ(8)	6.65%	6.70%	-0.05%	
	ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズ(9)	7.14%	7.23%	-0.09%	
	ブラックロック・ジャパン(19) <法人番号 9010001125976>	6.71%	6.76%	-0.05%	
	ブラックロック・ジャパン(20)	6.37%	6.92%	-0.55%	
	ブラックロック・ジャパン(21)	6.14%	6.20%	-0.06%	
	ブラックロック・ジャパン(22)	6.60%	6.70%	-0.11%	
	ブラックロック・ジャパン(23)	0.76%	0.83%	-0.07%	○
	三井住友トラスト・アセットマネジメント(8) <法人番号 8010001114914>	4.07%	4.13%	-0.06%	○
	三井住友トラスト・アセットマネジメント(9)	4.02%	4.16%	-0.14%	○
	三井住友トラスト・アセットマネジメント(10)	2.43%	2.39%	+0.05%	○
	三井住友トラスト・アセットマネジメント(11)	7.19%	6.70%	+0.48%	
	三井住友トラスト・アセットマネジメント(12)	-1.24%	-0.93%	-0.31%	○
	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(2) <法人番号 5010001181453>	6.85%	6.76%	+0.08%	
	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(3)	6.47%	6.92%	-0.45%	
	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(4)	10.52%	10.54%	-0.02%	
	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(5)	8.56%	8.60%	-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(6)	7.68%	7.72%	-0.04%	
	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(7)	7.86%	7.89%	-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(8)	7.81%	7.84%	-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(9)	5.95%	6.20%	-0.26%	
	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(10)	5.32%	5.58%	-0.26%	
	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(11)	-3.10%	-3.13%	+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(12)	15.71%	15.86%	-0.16%	
	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(13)	6.73%	6.70%	+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(14)	6.15%	6.18%	-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(15)	6.93%	7.01%	-0.08%	
外国株式 アクティブ ファンド	アセットマネジメントOne(16) <法人番号 9010001021473>	-0.18%	-0.93%	+0.75%	○
	アセットマネジメントOne(18)	2.87%	1.40%	+1.47%	○
	アムンディ・ジャパン(2) <法人番号 9010001062807>	3.05%	6.96%	-3.91%	
	ウエリントン・マネージメント・ジャパン・ピーティーイー・リミテッド(2) <法人番号 7700150000136>	5.25%	6.96%	-1.71%	
	MFSインベストメント・マネジメント(1) <法人番号 7010001096996>	-1.29%	-0.93%	-0.36%	○
	MFSインベストメント・マネジメント(2)	-3.60%	-4.91%	+1.31%	○
	ゴールドマン・サックス・アセット・マネジメント(2) <法人番号 8010401009945>	-0.70%	-0.93%	+0.23%	○
	ゴールドマン・サックス・アセット・マネジメント(3)	2.24%	-0.93%	+3.17%	○
	JPモルガン・アセット・マネジメント(3) <法人番号 6010001098507>	3.68%	6.76%	-3.09%	
	JPモルガン・アセット・マネジメント(4)	6.54%	6.96%	-0.42%	
	JPモルガン・アセット・マネジメント(5)	-0.63%	1.16%	-1.79%	○
	JPモルガン・アセット・マネジメント(6)	3.18%	5.91%	-2.72%	
	SOMPOアセットマネジメント(3) <法人番号 7010001031160>	9.37%	6.76%	+2.61%	
	SOMPOアセットマネジメント(4)	-3.41%	6.76%	-10.18%	
	SOMPOアセットマネジメント(5)	-0.10%	-0.93%	+0.83%	○
	SOMPOアセットマネジメント(6)	-0.43%	-0.93%	+0.50%	○
	ディー・ロウ・プライス・ジャパン(2) <法人番号 2010001185795>	6.96%	6.96%	-0.00%	
	ディー・ロウ・プライス・ジャパン(3)	4.01%	5.94%	-1.93%	
	東京海上アセットマネジメント(3) <法人番号 3010001034076>	-1.79%	6.76%	-8.55%	
	東京海上アセットマネジメント(4)	-3.80%	-0.93%	-2.87%	○
	東京海上アセットマネジメント(5)	0.48%	-0.93%	+1.41%	○
	東京海上アセットマネジメント(6)	0.19%	1.40%	-1.20%	○
	東京海上アセットマネジメント(7)	-2.96%	5.90%	-8.86%	
	東京海上アセットマネジメント(8)	3.54%	4.33%	-0.79%	○
	東京海上アセットマネジメント(9)	0.13%	4.33%	-4.20%	○
	東京海上アセットマネジメント(10)	-3.89%	1.13%	-5.02%	○
	東京海上アセットマネジメント(11)	-2.75%	-1.58%	-1.17%	○
	東京海上アセットマネジメント(12)	4.13%	3.97%	+0.16%	○
	東京海上アセットマネジメント(13)	2.63%	8.16%	-5.54%	
	東京海上アセットマネジメント(14)	0.24%	1.05%	-0.81%	
	日興アセットマネジメント(4) <法人番号 8010401072159>	5.66%	6.76%	-1.10%	
	ニッセイアセットマネジメント(3) <法人番号 9010001025953>	8.70%	5.93%	+2.77%	
	ニッセイアセットマネジメント(4)	0.27%	-0.93%	+1.20%	○

ファンド区分	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
外国株式 アクティブ ファンド	ニッセイアセットマネジメント(5)	-0.19%	-0.93%	+0.74%	○
	ニッセイアセットマネジメント(6)	6.80%	5.90%	+0.90%	
	ニッセイアセットマネジメント(7)	1.65%	1.13%	+0.52%	○
	ニューバーガー・バーマン(1) <法人番号 6010001126515>	0.78%	6.48%	-5.70%	
	野村アセットマネジメント(6) <法人番号 7010001054021>	3.19%	6.76%	-3.58%	
	野村アセットマネジメント(7)	6.15%	6.76%	-0.62%	
	野村アセットマネジメント(8)	6.82%	6.76%	+0.06%	
	野村アセットマネジメント(9)	6.04%	7.84%	-1.80%	
	野村アセットマネジメント(10)	-2.79%	-0.93%	-1.86%	○
	野村アセットマネジメント(11)	-4.91%	-0.93%	-3.98%	○
	野村アセットマネジメント(12)	3.17%	5.68%	-2.51%	○
	野村アセットマネジメント(13)	2.35%	1.40%	+0.95%	○
	野村アセットマネジメント(14)	3.53%	4.33%	-0.80%	○
	BNPパリバ・アセットマネジメント(1) <法人番号 3010001068479>	5.33%	6.76%	-1.43%	
	BNPパリバ・アセットマネジメント(2)	-0.49%	8.37%	-8.86%	
	フィデリティ投信(3) <法人番号 1010401025734>	3.92%	5.93%	-2.01%	
	フィデリティ投信(4)	9.20%	6.48%	+2.72%	
	ブラックロック・ジャパン(24) <法人番号 9010001125976>	6.90%	6.76%	+0.13%	
	ブラックロック・ジャパン(25)	-0.39%	-0.93%	+0.54%	○
	ブラックロック・ジャパン(26)	6.19%	6.53%	-0.34%	
	ブラックロック・ジャパン(27)	-0.97%	4.85%	-5.83%	
	フランクリン・テンブルトン・ジャパン(2) <法人番号 5010001048652>	0.30%	-0.93%	+1.23%	○
	フランクリン・テンブルトン・ジャパン(3)	0.41%	5.90%	-5.49%	
	ペイビュー・アセット・マネジメント <法人番号 6010001026748>	-1.32%	-0.93%	-0.40%	○
	マニライフ・インベストメント・マネジメント(3) <法人番号 1010001106942>	2.79%	5.94%	-3.15%	
	三井住友DSアセットマネジメント(6) <法人番号 4010401049128>	0.86%	5.93%	-5.07%	
	ラッセル・インベストメント(2) <法人番号 6010401037394>	-5.23%	-0.93%	-4.30%	○

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	国内インフラ特化型	DBJアセットマネジメント(1) <法人番号 1010001104938>	6.39%	6.39%	日本円	2018年3月	
	海外インフラ特化型	DBJアセットマネジメント(2)	2.76%	9.28%	米ドル	2018年4月	
	国内インフラ特化型	DBJアセットマネジメント(3)	-1.58%	-1.58%	日本円	2023年7月	
	グローバル・コア型	野村アセットマネジメント(15) <法人番号 7010001054021>	6.21%	12.87%	米ドル	2018年2月	
	グローバル・コア型	野村アセットマネジメント(16)	5.06%	10.31%	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(7) <法人番号 4010401049128>	5.53%	11.65%	米ドル	2018年1月	
	グローバル・コア型	三井住友DSアセットマネジメント(8)	8.25%	14.03%	米ドル	2021年9月	
	グローバル・コア型	自家運用(6)	2.76%	5.56%	米ドル	2014年2月	
	グローバル・インフラ	自家運用(7)	-0.22%	-2.27%	ユーロ	2024年3月	
	グローバル・インフラ	自家運用(8)	—	—	米ドル	2025年3月	○
	グローバル・インフラ	自家運用(9)	—	—	米ドル	2024年12月	○
	グローバル・インフラ	自家運用(10)	25.54%	21.00%	米ドル	2024年3月	
	グローバル・インフラ	自家運用(11)	6.69%	7.67%	米ドル	2023年11月	
	グローバル・インフラ	自家運用(12)	—	—	米ドル	2024年11月	○
	グローバル・インフラ	自家運用(13)	—	—	米ドル	2024年6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(2) <法人番号 6010001126515>	8.80%	16.74%	米ドル	2020年4月	
	グローバル・戦略分散型	三菱UFJ信託銀行(11) <法人番号 6010001008770>	9.18%	16.41%	米ドル	2021年1月	
	日本特化型	三菱UFJ信託銀行(12)	-0.10%	-0.10%	日本円	2022年1月	
	新興国・分散型	自家運用(14)	6.03%	11.16%	米ドル	2015年6月	
	グローバル・バイアウト	自家運用(15)	-12.06%	-5.85%	ユーロ	2023年7月	
	グローバル・バイアウト	自家運用(16)	-0.82%	-0.61%	ユーロ	2023年7月	
	グローバル・バイアウト	自家運用(17)	—	—	米ドル	2023年3月	○
	グローバル・バイアウト	自家運用(18)	-51.19%	-55.04%	米ドル	2023年3月	
	グローバル・バイアウト	自家運用(19)	—	—	米ドル	2025年3月	○
	グローバル・バイアウト	自家運用(20)	—	—	米ドル	2025年2月	○
不動産	グローバル・コア型	アセットマネジメントOne(19) <法人番号 9010001021473>	2.14%	8.54%	米ドル	2018年9月	
	伝統的ファンド領域	アセットマネジメントOne(20)	1.82%	5.09%	米ドル	2021年2月	
	グローバル・コア型	東急不動産キャピタル・マネジメント <法人番号 2011001051137>	-2.31%	-2.31%	日本円	2023年4月	
	共同投資ファンド領域	みずほ信託銀行 <法人番号 9010001034962>	6.23%	9.13%	米ドル	2022年9月	
	グローバル・コア型	三菱UFJ信託銀行(13) <法人番号 6010001008770>	7.24%	7.24%	日本円	2017年12月	
	グローバル・オポチュニスティック	自家運用(21)	7.05%	3.95%	米ドル	2023年3月	
	グローバル・オポチュニスティック	自家運用(22)	—	—	ユーロ	2024年10月	○
	グローバル・オポチュニスティック	自家運用(23)	—	—	米ドル	2023年9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) 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)

ファンド区分	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 ファンド	アセットマネジメントOne(1) (旧みずほ信託) <法人番号 9010001021473>	MTBJ	116,084,014	
	アセットマネジメントOne(2)	MTBJ	44,242,337	
	アライアンス・バーンスタイン(1) <法人番号 7010001010313>	MTBJ	131,523,948	
	ブラックロック・ジャパン(1) <法人番号 9010001125976>	MTBJ	44,904,575	
	ブラックロック・ジャパン(2)	MTBJ	5,854,684	
	ブラックロック・ジャパン(3)	MTBJ	61,475,269	
	三井住友トラスト・アセットマネジメント(1) <法人番号 8010001114914>	MTBJ	255,988,504	
	三井住友トラスト・アセットマネジメント(2)	MTBJ	48,433,914	
	三菱UFJ信託銀行(1) <法人番号 6010001008770>	MTBJ	140,958,015	
	三菱UFJ信託銀行(2)	MTBJ	68,979,494	
	りそなアセットマネジメント(1) <法人番号 5010601048309>	MTBJ	29,039,399	
	りそなアセットマネジメント(2)	MTBJ	283,982,564	
	りそなアセットマネジメント(3)	MTBJ	44,714,083	
	りそなアセットマネジメント(4)	MTBJ	12,665,236	
国内債券 アクティブ ファンド	アセットマネジメントOne(3) (旧みずほ信託) <法人番号 9010001021473>	MTBJ	810,210,778	
	アムンディ・ジャパン(1) <法人番号 9010001062807>	MTBJ	489,302,306	
	東京海上アセットマネジメント(1) <法人番号 3010001034076>	MTBJ	141,310,884	
	日興アセットマネジメント(1) <法人番号 8010401072159>	MTBJ	256,266,642	
	ニッセイアセットマネジメント(1) <法人番号 9010001025953>	MTBJ	656,050,313	
	野村アセットマネジメント(1) <法人番号 7010001054021>	MTBJ	518,948,003	
	PGIMジャパン <法人番号 7010001098893>	MTBJ	1,270,754,036	
	ビムコジャパンリミテッド <法人番号 4700150005220>	MTBJ	2,288,876,734	
	マニライフ・インベストメント・マネジメント(1) <法人番号 1010001106942>	MTBJ	874,086,216	
	三井住友DSアセットマネジメント(1) <法人番号 4010401049128>	MTBJ	443,988,653	
	三井住友トラスト・アセットマネジメント(13) <法人番号 8010001114914>	MTBJ	159,210,910	○
	三菱UFJアセットマネジメント <法人番号 9010001034450>	MTBJ	266,684,001	○
	三菱UFJ信託銀行(3) <法人番号 6010001008770>	MTBJ	877,133,616	
外国債券 パッシブ ファンド	アセットマネジメントOne(4) (旧みずほ信託) <法人番号 9010001021473>	MTBJ	150,560,918	
	ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズ(1) <法人番号 2010401034817>	MTBJ	249,594,544	
	ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズ(2)	MTBJ	104,988,774	
	ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズ(3)	MTBJ	49,138,167	
	野村アセットマネジメント(2) <法人番号 7010001054021>	MTBJ	69,465,348	
	ブラックロック・ジャパン(4) <法人番号 9010001125976>	MTBJ	378,771,480	
	ブラックロック・ジャパン(5)	MTBJ	138,520,749	
	ブラックロック・ジャパン(6)	MTBJ	365,928,532	
	ブラックロック・ジャパン(7)	MTBJ	4,100,425	
	ブラックロック・ジャパン(9)	MTBJ	299,043,727	

(単位:円)

ファンド区分	運用受託機関名	資産管理機関	手数料額	備考
外国債券 パッシブ ファンド	ブラックロック・ジャパン(10)	MTBJ	7,417,980	
	ブラックロック・ジャパン(12)	MTBJ	189,829,039	
	ブラックロック・ジャパン(13)	MTBJ	163,903,503	
	ブラックロック・ジャパン(15)	MTBJ	29,143,900	
	ブラックロック・ジャパン(16)	MTBJ	32,089,843	
	三井住友トラスト・アセットマネジメント(3) <法人番号 8010001114914>	MTBJ	33,607,020	
	りそなアセットマネジメント(5) <法人番号 5010601048309>	MTBJ	57,778,072	
	りそなアセットマネジメント(6)	MTBJ	28,646,196	
	りそなアセットマネジメント(7)	MTBJ	102,703,803	
	りそなアセットマネジメント(8)	MTBJ	4,159,322	
	りそなアセットマネジメント(10)	MTBJ	79,014,646	
	りそなアセットマネジメント(11)	MTBJ	1,475,369	
外国債券 アクティブ ファンド	ティー・ロウ・プライス・ジャパン(1) <法人番号 2010001185795>	MTBJ	220,726,848	
	バインブリッジ・インベストメント <法人番号 8010001011855>	MTBJ	248,310,158	
	フランクリン・テンブルトン・ジャパン(1) <法人番号 5010001048652>	SSTB	875,246,954	
	ヘアリングス・ジャパン <法人番号 3010001028755>	MTBJ	241,324,599	
	モルガン・スタンレー・インベストメント・マネジメント(1) <法人番号 9011001026405>	SSTB	1,491,166,546	
国内株式 パッシブ ファンド	モルガン・スタンレー・インベストメント・マネジメント(2)	MTBJ	228,461,125	
	UBSアセット・マネジメント <法人番号 4010001031576>	MTBJ	1,000,254,667	
	アセットマネジメントOne(6) (旧DIAM) <法人番号 9010001021473>	MTBJ	569,673,720	
	アセットマネジメントOne(7)	MTBJ	51,443,101	
	アセットマネジメントOne(21) (旧みずほ信託)	MTBJ	27,472,799	○
	野村アセットマネジメント(3) <法人番号 7010001054021>	MTBJ	115,568,607	
	野村アセットマネジメント(17)	MTBJ	80,254,382	○
	フィデリティ投信(1) <法人番号 1010401025734>	MTBJ	331,367,946	
	ブラックロック・ジャパン(17) <法人番号 9010001125976>	MTBJ	77,214,762	
	ブラックロック・ジャパン(28)	MTBJ	32,131,131	○
	三井住友トラスト・アセットマネジメント(4) <法人番号 8010001114914>	MTBJ	431,488,935	
	三井住友トラスト・アセットマネジメント(5)	MTBJ	100,090,092	
	三菱UFJ信託銀行(4) <法人番号 6010001008770>	MTBJ	131,343,220	
	三菱UFJ信託銀行(5)	MTBJ	82,276,482	
	三菱UFJ信託銀行(6)	MTBJ	50,728,425	
	りそなアセットマネジメント(13) <法人番号 5010601048309>	MTBJ	378,116,823	
	りそなアセットマネジメント(21)	MTBJ	8,229,395	
	アセットマネジメントOne(11) <法人番号 9010001021473>	MTBJ	1,673,178,058	
国内株式 アクティブ ファンド	アセットマネジメントOne(15) (旧みずほ投信)	MTBJ	188,233,645	
	インベスコ・アセット・マネジメント(1) <法人番号 7010401061146>	MTBJ	245,586,363	
	インベスコ・アセット・マネジメント(2)	MTBJ	81,832,265	○
	キャピタル・インターナショナル <法人番号 8010001014858>	MTBJ	1,312,169,421	○
	シュローダー・インベストメント・マネジメント <法人番号 6010001077097>	MTBJ	225,422,624	○

(単位:円)

ファンド区分	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 ファンド	野村アセットマネジメント(18) <法人番号 7010001054021>	MTBJ	91,539,366	○
	フィデリティ投信(2) <法人番号 1010401025734>	MTBJ	1,249,829,613	
	三井住友DSアセットマネジメント(9) <法人番号 4010401049128>	MTBJ	855,370,995	○
	ラザード・ジャパン・アセット・マネージメント <法人番号 8010401058901>	MTBJ	2,651,724,037	
	ラッセル・インベストメント(3) <法人番号 6010401037394>	MTBJ	1,600,911,239	○
外国株式 パッシブ ファンド	ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズ(4) <法人番号 2010401034817>	MTBJ	245,505,175	
	ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズ(5)	MTBJ	101,357,719	
	ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズ(6)	MTBJ	24,271,664	
	ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズ(7)	MTBJ	8,138,288	
	ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズ(8)	MTBJ	66,973,004	
	ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズ(9)	MTBJ	554,165,001	
	ブラックロック・ジャパン(19) <法人番号 9010001125976>	MTBJ	658,846,692	
	ブラックロック・ジャパン(20)	MTBJ	94,540,938	
	ブラックロック・ジャパン(21)	MTBJ	41,468,510	
	ブラックロック・ジャパン(29)	MTBJ	158,584,076	○
	ブラックロック・ジャパン(30)	MTBJ	86,197,368	○
	ブラックロック・ジャパン(31)	MTBJ	9,820,104	○
	ブラックロック・ジャパン(32)	MTBJ	5,427,568	○
	ブラックロック・ジャパン(33)	MTBJ	5,620,479	○
	リーガル・アンド・ジェネラル・インベストメント・ マネージメント・ジャパン(2) <法人番号 5010001181453>	MTBJ	811,561,332	
	リーガル・アンド・ジェネラル・インベストメント・ マネージメント・ジャパン(3)	MTBJ	100,994,086	
	リーガル・アンド・ジェネラル・インベストメント・ マネージメント・ジャパン(9)	MTBJ	66,192,243	
	リーガル・アンド・ジェネラル・インベストメント・ マネージメント・ジャパン(10)	MTBJ	17,128,106	
	リーガル・アンド・ジェネラル・インベストメント・ マネージメント・ジャパン(13)	MTBJ	48,939,090	
	リーガル・アンド・ジェネラル・インベストメント・ マネージメント・ジャパン(14)	MTBJ	182,537,097	
	リーガル・アンド・ジェネラル・インベストメント・ マネージメント・ジャパン(15)	MTBJ	228,973,348	
外国株式 アクティブ ファンド	アセットマネジメントOne(17) (旧みずほ投信) <法人番号 9010001021473>	MTBJ	135,780,711	
	アムンディ・ジャパン(2) <法人番号 9010001062807>	MTBJ	1,161,460,765	

(単位:円)

ファンド区分	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 ファンド	ウエリントン・マネージメント・ジャパン・ ピーティーイー・リミテッド(2) <法人番号 7700150000136>	MTBJ	324,977,442	
	JPモルガン・アセット・マネージメント(4) <法人番号 6010001098507>	MTBJ	468,204,493	
	JPモルガン・アセット・マネージメント(6)	MTBJ	1,230,364,486	
	ティー・ロウ・プライス・ジャパン(2) <法人番号 2010001185795>	MTBJ	3,448,808,712	
	ティー・ロウ・プライス・ジャパン(3)	MTBJ	2,174,348,383	
	東京海上アセットマネジメント(7) <法人番号 3010001034076>	MTBJ	926,476,572	
	東京海上アセットマネジメント(13)	MTBJ	577,299,687	
	東京海上アセットマネジメント(14)	MTBJ	212,191,836	
	ニッセイアセットマネジメント(6) <法人番号 9010001025953>	MTBJ	2,429,320,301	
	ニューバーガー・バーマン(1) <法人番号 6010001126515>	MTBJ	242,842,861	
	野村アセットマネジメント(9) <法人番号 7010001054021>	MTBJ	111,325,444	
	BNPパリバ・アセットマネジメント(2) <法人番号 3010001068479>	MTBJ	240,328,731	
	フィデリティ投信(4) <法人番号 1010401025734>	MTBJ	433,808,452	
	ブラックロック・ジャパン(26) <法人番号 9010001125976>	MTBJ	780,357,809	
	ブラックロック・ジャパン(27)	MTBJ	80,843,601	
	フランクリン・テンプレート・ジャパン(3) <法人番号 5010001048652>	MTBJ	153,813,103	
	マニュライフ・インベストメント・マネージメント(3) <法人番号 1010001106942>	MTBJ	378,684,003	
	三菱UFJ信託銀行(10) <法人番号 6010001008770>	MTBJ	354,321,827	
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(2) <法人番号 1010001104938>	SSTB	12,377,256	
	野村アセットマネジメント(15) <法人番号 7010001054021>	SSTB	715,639,375	
	野村アセットマネジメント(16)	SSTB	337,244,818	
	三井住友DSアセットマネジメント(7) <法人番号 4010401049128>	SSTB	702,398,983	
	三井住友DSアセットマネジメント(8)	SSTB	364,744,380	
オルタナティブ プライベート・ エクイティ	ニューバーガー・バーマン(2) <法人番号 6010001126515>	SSTB	119,744,735	
	三菱UFJ信託銀行(11) <法人番号 6010001008770>	SSTB	473,561,701	
	三菱UFJ信託銀行(12)	SSTB	3,300,000	
オルタナティブ 不動産	アセットマネジメントOne(19) <法人番号 9010001021473>	SSTB	823,711,616	
	アセットマネジメントOne(20)	SSTB	190,835,929	
	みずほ信託銀行 <法人番号 9010001034962>	SSTB	327,264,499	
	三菱UFJ信託銀行(13) <法人番号 6010001008770>	SSTB	894,078,493	

(単位:円)

	資産管理機関名	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 5,492,478,093
	日本マスタートラスト信託銀行 <法人番号 2010401041086>	MTBJ 26,477,806,899

(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、2024年度に解約し2022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事業年度が経過していないファンド・契約後3事業年度が経過しているものの直近3事業年度の支払手数料がないファンドは掲載していません。

(注5) 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6) 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885,804,173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	8,827,267,057	776,799,494
外国債券	42,270,558,842	7,244,958,209
外国株式	65,234,703	7,416,380

(注1) 収益額は、ファンドに入金された金額です。

(注2) 手数料額は、管理手数料及び貸付代理人手数料です。

(注3) 国内債券のうち、自家運用ファンドに係る収益額は3,453,139,022円、手数料額は303,876,231円です。

指数利用料(3年累計)

(単位:円)

	指数会社	利用料額
指数利用	S&P ダウ・ジョーンズ・インデックス *	488,069,526
	FTSE International Limited *	80,999,994
	MSCI <法人番号 5010001120989>	1,339,238,788
	モーニングスター・ジャパン <法人番号 1010401177550>	108,915,912

(注1) 指数利用料とは、運用受託機関に指数を利用させるため、GPIFが指数会社と直接契約し支払っているものです。利用料額には消費税が含まれていますが、社名に*が付いた指数会社の利用料には消費税は含まれません。

(注2) 契約後3事業年度経過していない指数会社、契約後3事業年度が経過しているものの直近3事業年度の支払利用料がない指数会社は掲載していません。

[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

		2015年度			2016年度			2017年度			2018年度			2019年度			2020年度			2021年度			2022年度			2023年度			2024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	-1	0	5	0	0	5	0	0	5	0	0	5	0	0	5	0	0	5	0	0	5	-1	4	8	0	0	8	0	0	8
	アクティブ	0	0	9	0	0	9	0	0	9	0	0	9	0	0	9	0	0	9	0	5	14	-1	0	13	0	0	13	-2	0	11
外国債券	パッシブ	-2	2	6	0	5	11	0	9	20	-6	9	23	-3	2	22	0	2	24	0	2	26	0	8	34	0	1	35	0	1	36
	アクティブ	-2	16	21	0	0	21	-1	0	20	-2	0	18	-1	4	21	0	0	21	-4	0	17	-3	0	14	-7	0	7	0	7	14
国内株式	パッシブ	0	0	10	-1	2	11	0	4	15	0	3	18	-1	0	17	-4	2	15	0	0	15	0	1	16	-1	8	23	-3	7	27
	アクティブ	0	0	17	-3	0	14	0	0	14	0	0	14	0	0	14	-3	5	16	-4	0	12	0	0	12	-1	23	34	-6	0	28
外国株式	パッシブ	0	0	6	0	0	6	0	4	10	-2	2	10	-1	0	9	0	3	12	0	3	15	0	12	27	-1	12	38	-7	4	35
	アクティブ	-1	0	14	-2	0	12	-1	0	11	-3	0	8	0	0	8	-1	0	7	0	0	7	-1	19	25	-5	14	34	-1	29	62
オルタナティブ								0	4	4	0	1	5	0	1	6	0	2	8	0	3	11	0	1	12	0	3	15	0	0	15
計		-6	18	88	-6	7	89	-2	21	108	-13	15	110	-6	7	111	-8	14	117	-8	13	122	-6	45	161	-15	61	207	-19	48	236

(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) 解約等及び新規採用は、運用受託機関構成の見直し、総合評価結果、及び既存パッシブファンドマネジャーへのファンドの追加等によるものです。

(注3) 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 | 保有全銘柄

この一覧は、2025年3月末（2024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。



2025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	利付国債371回	13,358
2	利付国債373回	11,639
3	中期国債・5年174回	11,104
4	中期国債・5年176回	9,049
5	中期国債・5年166回	8,789
6	利付国債372回	8,129
7	利付国債377回	7,497
8	物価連動利付国債10年21回	6,852
9	中期国債・5年161回	6,811
10	中期国債・5年175回	6,674
計	4,708銘柄	583,777

○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	866,554,200	23,104
2	ソニーグループ	565,644,500	21,353
3	三菱UFJフィナンシャル・グループ	1,038,170,500	21,243
4	日立製作所	411,641,400	14,317
5	三井住友フィナンシャルグループ	340,079,000	13,112
6	リクルートホールディングス	133,897,700	10,269
7	任天堂	94,932,500	9,675
8	東京海上ホールディングス	160,601,900	9,343
9	キーエンス	15,274,300	8,960
10	みずほフィナンシャルグループ	214,958,300	8,848
計	1,801銘柄		608,269

○外国債券保有銘柄（時価総額順）

No.	銘柄名	時価総額(億円)
1	US TREASURY N/B 4.375% 05/15/2034	3,635
2	US TREASURY N/B 4.5% 11/15/2033	3,089
3	US TREASURY N/B 4% 02/15/2034	3,079
4	US TREASURY N/B 2.875% 05/15/2032	2,773
5	US TREASURY N/B 3.875% 08/15/2033	2,672
6	US TREASURY N/B 4.25% 11/15/2034	2,647
7	US TREASURY N/B 3.875% 08/15/2034	2,646
8	US TREASURY N/B 1.25% 08/15/2031	2,575
9	US TREASURY N/B 2.75% 08/15/2032	2,565
10	US TREASURY N/B 1.875% 02/15/2032	2,527
計	8,261銘柄	626,602

○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	81,437,534	27,051
2	MICROSOFT CORP	39,369,873	22,101
3	NVIDIA CORP	133,573,033	21,650
4	AMAZON.COM INC	52,546,997	14,950
5	META PLATFORMS INC-CLASS A	11,994,381	10,338
6	ALPHABET INC-CL A	31,523,614	7,290
7	ALPHABET INC-CL C	26,856,378	6,274
8	BROADCOM INC	24,121,921	6,060
9	TESLA INC	14,877,231	5,766
10	JPMORGAN CHASE & CO	15,406,244	5,651
計	3,676銘柄		591,918

○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)
1	インフラストラクチャー	StepStone G Infrastructure Opportunities, L.P.	6,506
2	インフラストラクチャー	Pantheon G Infrastructure Opportunities LP	3,984
3	インフラストラクチャー	Toranomon Infrastructure 1, L.P.	3,600
4	インフラストラクチャー	Toranomon Infrastructure 2, LP	2,236
5	インフラストラクチャー	Global Alternative Co-Investment Fund I	1,822
6	インフラストラクチャー	DG Infrastructure Opportunities L.P.	847
7	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	699
8	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・3号投資事業有限責任組合	235
9	インフラストラクチャー	Brookfield Infrastructure Co-Invest (G), L.P.	233
10	インフラストラクチャー	APG Infrastructure Asset Owner Fund II C.V.	188
11	インフラストラクチャー	Brookfield Infrastructure Fund V-C, L.P.	172
12	インフラストラクチャー	Global Infrastructure Partners V-C, L.P.	130

1	プライベート・エクイティ	Toranomon Private Equity 1 AIV, L.P.	4,032
2	プライベート・エクイティ	TORANOMON PRIVATE EQUITY 2 AIV, L.P.	3,308
3	プライベート・エクイティ	Global Alternative Co-Investment Fund II	569
4	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・3号投資事業有限責任組合	290
5	プライベート・エクイティ	EQT X (No.1) EUR SCSp	271
6	プライベート・エクイティ	CVC Capital Partners IX (A) L.P.	120
7	プライベート・エクイティ	TA XV-B, L.P.	65

1	不動産	CBRE G Real Estate Investments, LP	7,331
2	不動産	MUTB・G・不動産ファンド	2,373
3	不動産	Toranomon Real Estate 1, LP	1,169
4	不動産	Toranomon Real Estate 2, LP	1,014
5	不動産	トラノモン・リアル・エスレート・3号投資事業有限責任組合	365
6	不動産	Blackstone Real Estate Partners X.F L.P.	276
7	不動産	BREP Europe VII (ONT) L.P.	39

(注1) 銘柄名は、2025年3月末時点のものをを用いています。

(注2) 信託口座内の余剰資金のうち米ドルについては、原則としてMMF(マネー・マーケット・ファンド)の購入に充当しています。2024年度末時点のMMFの残高は2,811億円です。

5 | 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。

2024年度総合勘定の各勘定への損益額の按分

(単位:億円)

総合勘定			
① 収益額(運用手数料等控除前)	17,334	② 運用手数料等	478
③ 総合勘定の損益額(①－②)	16,856		
総合勘定の各勘定への損益額の按分			
厚生年金勘定	16,035	国民年金勘定	822

各勘定の累積損益

(単位:億円)

	年金特別会計		
	厚生年金勘定	国民年金勘定	厚生年金勘定+国民年金勘定
④ 2023年度末の累積損益	1,259,168	43,940	1,303,109
⑤ 2023年度までの納付金の累計額	144,821	39,308	184,129
⑥ 2024年度の各勘定への按分額	16,035	822	16,856
⑦ 2024年度末の運用上の累積損益(④+⑤+⑥)	1,420,024	84,070	1,504,094
⑧ 2024年度までの納付金の累計額	144,821	42,510	187,331
⑨ 2024年度末の累積損益(⑦-⑧)	1,275,203	41,560	1,316,763

年金特別会計への納付金の内訳

(単位:億円)

	年金特別会計		
	厚生年金勘定	国民年金勘定	厚生年金勘定+国民年金勘定
1992年度	126	7	133
2005年度	7,522	600	8,122
2006年度	18,253	1,358	19,611
2007年度	12,238	779	13,017
2008年度	16,858	1,078	17,936
2010年度	2,503	—	2,503
2011年度	1,386	12	1,398
2012年度	5,949	342	6,291
2013年度	19,385	1,731	21,116
2014年度	30,001	2,709	32,710

(単位:億円)

	年金特別会計		
	厚生年金勘定	国民年金勘定	厚生年金勘定+国民年金勘定
2015年度	—	2,750	2,750
2016年度	—	2,907	2,907
2017年度	5,800	3,296	9,096
2018年度	4,000	3,300	7,300
2019年度	4,300	3,421	7,721
2020年度	14,000	1,818	15,818
2021年度	2,500	5,000	7,500
2022年度	—	3,800	3,800
2023年度	—	4,400	4,400
2024年度	—	3,202	3,202

(注1) 各勘定の累積損益は、前年度末における累積損益に、当年度の損益の按分額を加えたものです。また、年金特別会計への納付金を考慮しない累積損益を「運用上の累積損益」といいます。
(注2) 1992年度の年金特別会計への納付金については、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7億円をそれぞれ加えています。
(注3) 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] 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(2025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

あい はら やす のぶ

相原 康伸

自 2025年4月1日 至 2030年3月31日

1983年4月：トヨタ自動車(株) 入社(財務部)
2002年9月：全トヨタ労働組合連合会 事務局長
2012年9月：全日本自動車産業労働組合総連合会 会長
2013年6月：公益財団法人 日本生産性本部 副会長
2014年9月：全日本金属産業労働組合協議会 議長
2017年10月：日本労働組合総連合会 事務局長
2021年10月：同 顧問(現任)



経営委員兼監査委員

いた ば けん

板場 建

自 2022年9月1日 至 2026年度の財務諸表承認日

1989年4月：日本生命保険(相) 資金債券部
1995年9月：ニッセイアセットマネジメント(株) 投信運用部
2001年1月：マーサージャパン(株) 資産運用コンサルティング部門 プリンシパル
2006年7月：アライアンス・バーンスタイン(株) プレンド戦略運用部 部長
2009年10月：アクサ生命保険(株) インベストメント部門 部長
2015年5月：同 リスク管理部門 執行役員 チーフ・リスク・オフィサー
2022年8月：同 退社



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

くぼ た まさかず
久保田 政一

自 2024年3月1日 至 2027年3月31日

1976年4月: 社団法人経済団体連合会 事務局入局(国際経済部) 2009年5月: 同 専務理事
 1989年4月: 在米国日本大使館専門調査員(外務省出向) 2012年3月: 一般社団法人日本経済団体連合会 専務理事
 2000年4月: 社団法人経済団体連合会 国際経済本部長 2014年6月: 同 事務総長
 2003年6月: 同 総務本部長兼会館事業本部長 2021年6月: 同 副会長・事務総長(現任)
 2004年6月: 同 経済本部長
 2006年5月: 同 常務理事



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

しらす ようこ
白須 洋子

自 2025年4月1日 至 2030年3月31日

1989年4月: 住宅金融公庫入庫
 2006年1月: 金融庁(金融研究センター)入庁
 2008年4月: 青山学院大学経済学部准教授
 2010年4月: 同 教授(現任)



経営委員

ほんだ としき
本多 俊毅

自 2025年4月1日 至 2030年3月31日

1998年2月：横浜国立大学経済学部助教授
 2000年10月：一橋大学大学院国際企業戦略研究科助教授
 2007年4月：一橋大学大学院国際企業戦略研究科准教授
 2012年4月：同 教授
 2018年4月：同 経営管理研究科教授（現任）



理事長

うちだ かずと
内田 和人

自 2025年4月1日 至 2030年3月31日

1985年4月：株式会社三菱銀行入行
 2007年8月：株式会社三菱東京UFJ銀行
 企画部経済調査室長 兼 企業調査部長（特命）
 2011年6月：同 執行役員 円貨資金証券部長
 2014年5月：同 執行役員 融資企画部長
 2016年5月：同 常務執行役員 市場部門副部門長
 2017年6月：同 取締役常務執行役員 市場部門長
 2018年4月：株式会社三菱UFJ銀行 取締役常務執行役員 市場部門長
 2019年6月：同 顧問
 モルガン・スタンレーMUFG証券株式会社 取締役会長
 2019年7月：MUFG Americas Holdings Corporation 取締役
 MUFG Union Bank, N.A. 取締役
 2022年6月：株式会社百五銀行 監査役
 2022年6月：エムエスティ保険サービス株式会社 取締役会長
 2022年7月：学校法人日本大学 理事



理事（総務・企画等担当）

いずみ じゅんいち
泉 潤一（2024年4月1日就任）

自 2025年4月1日（再任） 至 2027年3月31日

1991年4月：厚生省入省
 その後、社会局、大臣官房、児童家庭局、年金局、医政局、
 社会保険庁での勤務や、経済協力開発機構、大阪府への出向等を経て
 2009年4月：厚生労働省社会・援護局福祉基盤課福祉人材確保対策官
 2011年7月：財務省主計局主計企画官、主計局法規課公会計室長
 2013年7月：厚生労働省健康局疾病対策課臓器移植対策室長
 2013年10月：厚生労働省健康局疾病対策課移植医療対策推進室長
 2014年7月：文部科学省スポーツ・青少年局スポーツ・青少年課長
 2015年10月：文部科学省生涯学習政策局青少年教育課長
 2016年6月：厚生労働省保険局高齢者医療課長
 2018年7月：厚生労働省社会・援護局援護企画課長
 2020年8月：企業年金基金連合会審議役
 2022年6月：年金積立金管理運用独立行政法人審議役
 2023年7月：厚生労働省大臣官房審議官（社会、援護、地域共生・
 自殺対策、人道調査、福祉連携、年金担当）



理事（管理運用業務担当）兼 CIO

よしざわ ゆうすけ
吉澤 裕介

自 2025年4月1日 至 2027年3月31日

1995年4月：株式会社富士銀行入行
 1998年10月：同 資金証券営業部
 2002年4月：株式会社みずほ銀行 資金証券部
 2003年8月：農中証券株式会社 債券営業部
 2004年3月：リーマン・ブラザーズ証券株式会社 債券営業部
 2006年5月：ゴールドマン・サックス証券会社東京支店 債券営業部
 2006年12月：ゴールドマン・サックス証券株式会社 債券営業部
 （ゴールドマン・サックス証券会社より営業譲受）
 2011年4月：同 債券営業部長
 2011年11月：同 マネージング・ディレクター
 2020年4月：同 退社
 2021年6月：年金積立金管理運用独立行政法人
 市場運用部委託運用課企画役
 2022年4月：同 市場運用部次長
 2023年4月：同 投資運用部長
 2025年1月：同 副 CIO

MEMO

[illegible]

MEMO

[illegible]

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ことから、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)や社会・環境的效果(インパクト)を考慮した投資などサステナビリティ投資を推進する。
- 【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などのサステナビリティを考慮した取組を含む。)を進める。

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。

For All Generations

The "S&P/TSX Capped Composite Index" is a product of S&P Dow Jones Indices LLC or its affiliates ("SPDJI") and TSX Inc, and has been licensed for use by Government Pension Investment Fund ("GPIF"). S&P®, S&P 500®, US 500, The 500, iBoxx®, iTraxx® and CDX® are trademarks of S&P Global, Inc. or its affiliates ("S&P"); Dow Jones® is a registered trademark of Dow Jones Trademark Holdings LLC ("Dow Jones"); TSX® are trademarks of the TSX Inc and these trademarks have been licensed for use by SPDJI and sublicensed for certain purposes by GPIF. GPIF's Product(s) is not sponsored, endorsed, sold or promoted by SPDJI, Dow Jones, S&P, their respective affiliates, or TSX Inc and none of such parties make any representation regarding the advisability of investing in such product(s) nor do they have any liability for any errors, omissions, or interruptions of the S&P/TSX Capped Composite Index.