



For All Generations



2018(平成 30)年度

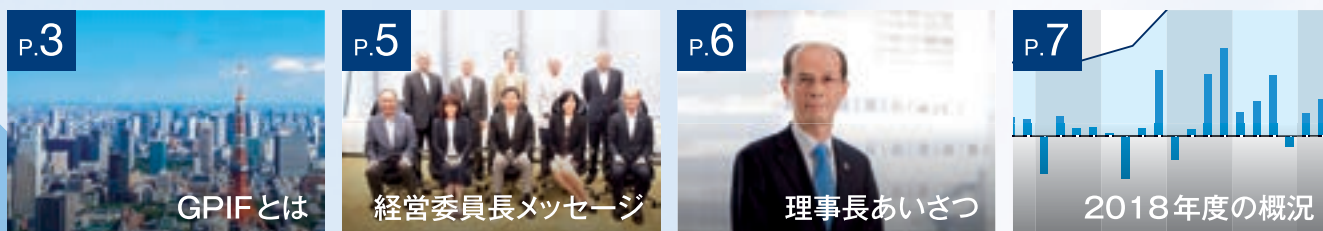
業務概況書

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

投資原則

- 1 年金事業の運営の安定に資するよう、専ら被保険者の利益のため、長期的な観点から、年金財政上必要な利回りを最低限のリスクで確保することを目標とする。
- 2 資産、地域、時間等を分散して投資することを基本とし、短期的には市場価格の変動等はあるものの、長い投資期間を活かして、より安定的に、より効率的に収益を獲得し、併せて、年金給付に必要な流動性を確保する。
- 3 基本ポートフォリオを策定し、資産全体、各資産クラス、各運用受託機関等のそれぞれの段階でリスク管理を行うとともに、パッシブ運用とアクティブ運用を併用し、資産クラスごとに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 スチュワードシップ責任を果たすような様々な活動（ESG（環境・社会・ガバナンス）を考慮した取り組みを含む。）を通じて被保険者のために中長期的な投資収益の拡大を図る。

目次



第1部

2018年度の 管理及び運用状況

1 市場環境と資産構成割合	11
2 運用実績	
[1] 収益率・収益額等	13
[2] 国庫納付・寄託金の増減等	21
[3] 運用リスク管理	23
[4] 基本ポートフォリオの定期検証	26
3 各資産の運用状況	
[1] 国内債券	29
[2] 外国債券	30
[3] 国内株式	33
[4] 外国株式	36
[5] 自家運用	40
[6] 運用リスク管理	41
4 オルタナティブ資産の運用	
[1] 概要	44
[2] インフラストラクチャー	46
[3] プライベート・エクイティ	49
[4] 不動産	50
[5] 運用リスク管理	55
5 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	56
[2] スチュワードシップ活動の進化と基盤	57
[3] スチュワードシップ責任を果たす取り組みの推進	58
[4] 運用受託機関の考える重大なESG課題	63
[5] ESGインテグレーションの定義	63
[6] 株主議決権行使	63
6 ESG活動	
[1] 基本的考え方	65
[2] ESG指数に基づくパッシブ運用	66
[3] グリーンボンド等に関する 世界銀行グループとの取り組みについて	68
7 その他主要な取り組み	
[1] 運用受託機関等の公募及び管理	69
[2] 調査研究の推進	72
8 その他	
[1] 有価証券報告書虚偽記載等に伴う訴訟	74
[2] 受賞	74

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	75
[2] 中期目標・中期計画の主な内容	76
2 組織・内部統制体制	
[1] 基本的なガバナンスの仕組み	79
[2] 経営委員会	80
[3] 監査委員会	81
[4] 執行体制	81
3 広報の取り組み	84

第3部

資料編

1 ベンチマークインデックスの推移(2018年度)	85
2 運用実績等の推移	86
3 運用手法・運用受託機関別運用資産額等	90
4 保有全銘柄について	99
5 基本ポートフォリオの定期検証	100
6 現在の基本ポートフォリオ策定について	104
7 その他	106

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

ホームページ

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



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

GPIFとは

年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）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します。

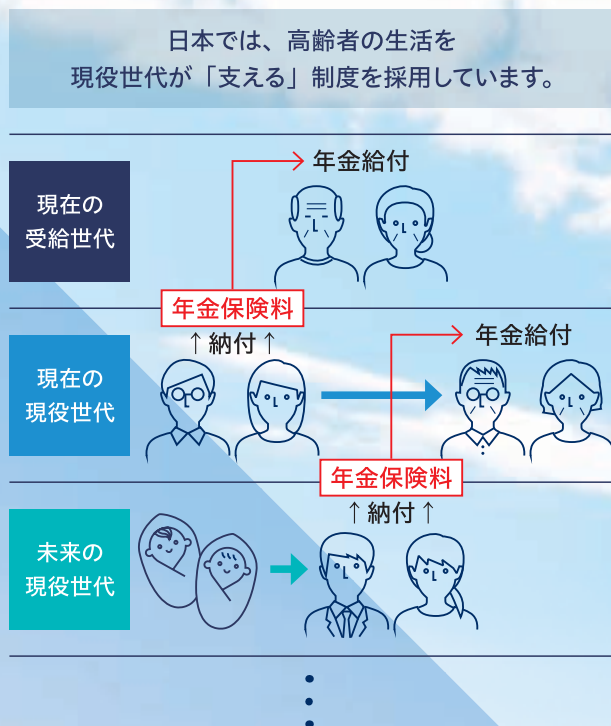
POINT

1 日本の年金制度

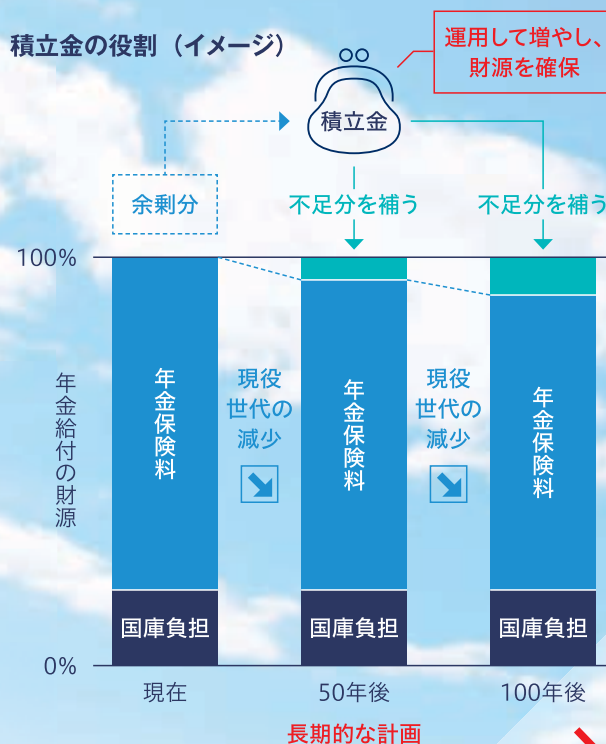
日本の年金制度は現役世代が納める保険料で、その時々の高齢者世代に年金を給付する「賦課方式」を採用しています。もっとも、日本では少子高齢化が急速に進んでいます。

将来世代の負担が大きくなりすぎないように、年金保険料のうち支払いに充てられなかったものを年金積立金として積み立てています。

賦課方式



積立金の役割（イメージ）



(注)これらの図はイメージであり、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をご参照ください。

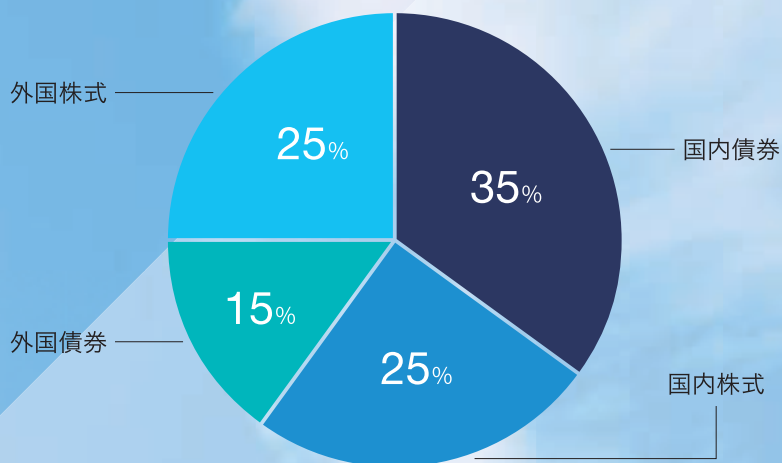
POINT

2 長期投資、分散投資

GPIFが担う年金積立金の運用は、投資原則で「資産、地域、時間等を分散して投資することを基本とし、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する」と定めています。

2019年3月末時点で159兆円の運用資産は、内外の債券や株式に幅広く分散して投資しており、株式は5,111銘柄、債券は3,457発行体を保有しています。

GPIF基本ポートフォリオ（投資割合の内訳）



様々な種類の資産に投資しています。

数値で見るGPIF

ユニバーサルオーナー



運用資産額

159 兆円

世界最大級の年金基金



保有銘柄・発行体数

(株式)

5,111 銘柄

(債券)

3,457 発行体

超長期投資家



考慮する期間

100 年間

100年先を見据えて
制度設計された
年金財政の一翼を担う

GPIFのESG活動（投資）



投資原則に基づく
ESGの考慮

159 兆円



ESG指数に連動する
運用資産額

3.5 兆円

経営委員長メッセージ



2017年10月に発足した経営委員会は、多様な知識・経験を有する専門家9名と、理事長の合計10名によって構成されます。その合議によって、基本ポートフォリオの策定など積立金の運用や組織に関する重要な意思決定を行うとともに、監査委員会とも連携しながら、執行部の活動の監督に当たっています。

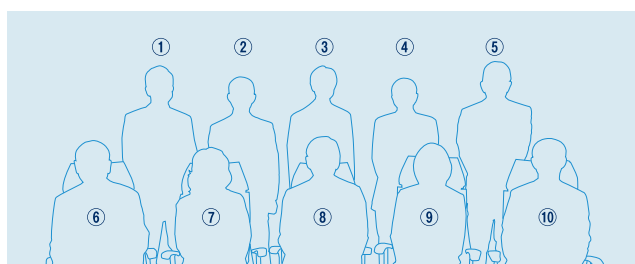
これにより、経営委員会と理事長以下の執行部との役割がきちんと分けられることとなり、より透明性の高い組織の運営が可能となりました。因みに、2018年度は、年金積立金管理運用独立行政法人のガバナンスの骨格をなす内部規程の総点検を行い、新年度から全面的に適用しています。

経営委員会の最大の役割は、「国民の皆様から、一層信頼される組織を目指す」ことであり、そのためにはまず何をおいても、年金積立金の管理・運用が「もっぱら被保険者（国民）の利益のために、長期的な観点から安全かつ効率的に」行われることが重要です。経済社会が激動に見舞われている今日、その判断は簡単ではありませんが、委員会メンバーの英知を集め、執行部と密接な連携をとりながら、国民の皆様のご期待に沿えるよう全力を傾注する所存であります。

年金積立金管理運用独立行政法人

経営委員長

平野英治



- | | |
|--------------------|--------------------|
| ① 中村 豊明（なかむら とよあき） | ⑥ 新井 富雄（あらい とみお） |
| ② 堀江 貞之（ほりえ さだゆき） | ⑦ 小宮山 榮（こみやま さかえ） |
| ③ 加藤 康之（かとう やすゆき） | ⑧ 平野 英治（ひらの えいじ） |
| ④ 古賀 伸明（こが のぶあき） | ⑨ 根本 直子（ねもと なおこ） |
| ⑤ 岩村 修二（いわむら しゅうじ） | ⑩ 高橋 則広（たかはし のりひろ） |

理事長あいさつ

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。

2018年度の運用結果は、外国株式が上昇したことから、年度ベースではプラスの収益率となりました。

2018年度の市場環境は、年度前半は、ダウ平均株価指数が一時過去最高値を更新するなど、国内外の株式市場は堅調に推移しました。一方で、2018年末には、世界経済と企業収益の先行きに対する懸念及び米国政策金利の先高感などから投資家のリスク回避姿勢が高まり、大幅に下落しました。その後、米国連邦準備制度理事会(FRB)が金融政策正常化に向けて慎重な姿勢を示したことなどから市場が落ち着きを取り戻すなかで、年度末にかけて特に米国株式が大きく値を戻すとともに、外国為替市場においては対米ドルで円安が進行しました。このような環境に伴い、年度ベースでは1.52%のプラス収益となり、年金積立金の市場運用を開始した2001年度からの累積収益額も65兆円を超える結果となっております。もとより今回の数値は一時点のものであり、長期的な観点から運用を行うGPIFとしては、引き続き投資原則・行動規範を遵守し、短期的な市場変動に捉われず長期的な観点から運用を行い、次世代に必要な積立金を残すためにしっかりと受託者責任を果たしてまいります。2018年度の業務概況書でも、前年度に引き続き新しい分析や情報を加え透明性の向上を図りながら、できるだけ分かりやすく説明するように工夫しております。

私どもは、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すべく、国民の皆様信頼される組織を目指し、引き続き役員一同全力で取り組んでまいります所存です。皆様のご理解、ご支援を賜りますよう、よろしくお願い申し上げます。

年金積立金管理運用独立行政法人

理事長

高橋 則広

2018年度の概況



運用実績

▶ 詳細は13・14ページをご覧ください。



収益率
(収益額)

2018年度

+1.52% [年率]
(+2兆3,795億円 [年間])

市場運用開始以降 [2001年度～2018年度]

+3.03% [年率]
(+65兆8,208億円 [累積])



運用資産額

2018年度末時点

159兆2,154億円

年金積立金は長期的な運用を行うものであり、その運用状況も長期的に判断する必要があります。

なお、収益は2018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。

短期的には市場の動向によって変動するものであることに留意が必要です。

市場運用開始後の累積収益額 [2001年度～2018年度]





年金財政に与える影響

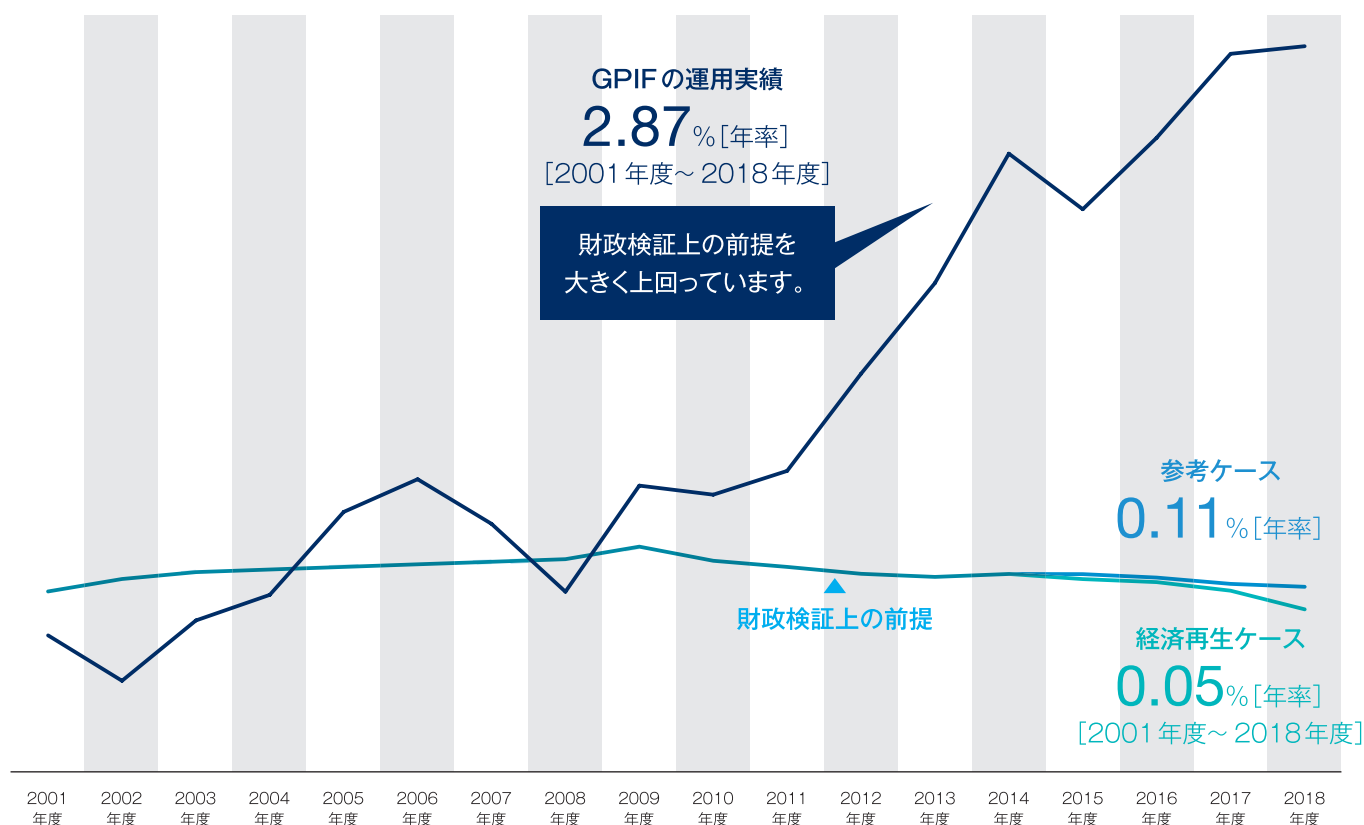
▶ 詳細は17ページをご覧ください。



年金積立金管理運用独立行政法人（以下「GPIF」といいます。）の運用目標は、厚生労働大臣が定めた中期目標において、長期的に実質的な運用利回り（運用利回りから名目賃金上昇率を差し引いたもの）1.7%を最低限のリスクで確保することとされています。（単年度ごとに1.7%を達成するよう求められていないことに留意が必要です。）

→ 年金財政における積立金の役割については、75・76ページをご覧ください。

市場運用開始（2001年度）からの実質的な運用利回り[累積]



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

注) 参考ケース、経済再生ケースとは、内閣府の「中長期の経済財政に関する試算」の経済に関するシナリオです。



主要な取り組みの概要

スチュワードシップ責任を果たす 取り組みの推進

被保険者に対して適切に受託者としての責任を果たし、中長期的な投資収益の拡大を図ることを目的に、国内外の機関投資家や責任投資原則関係機関との連携を強化するなど、スチュワードシップ活動に取り組みました。

▶ 詳細は56ページから64ページをご覧ください。

- TCFD(気候関連財務情報開示タスクフォース)への賛同・Climate Action 100+への参加
- パッシブ運用受託機関による新たなビジネスモデルの提案
- 「企業・アセットオーナーフォーラム」、「グローバル・アセットオーナーフォーラム」の開催
- 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

ESGを考慮した取り組みの推進

環境・社会問題などの負の影響を減らし、金融市場の持続可能性やリスク調整後のリターンを向上させるため、株式だけでなく債券やオルタナティブなど他の資産においてもESG(環境・社会・ガバナンス)を考慮した取り組みを進めています。

▶ 詳細は65ページから68ページをご覧ください。

- グローバル環境株式指数の選定
- 「ESG活動報告」の発行
- グリーンボンド等に関する世界銀行グループとの取り組み

オルタナティブ投資の充実化

より大きな分散効果が期待できるオルタナティブ資産を着実に積み上げるにより、運用の効率化、ひいては年金財政の安定化を目指しています。多様な運用戦略からなる分散ポートフォリオ構築のため、マルチ・マネジャー投資戦略を担う運用機関の公募を進めています。

▶ 詳細は44ページから55ページをご覧ください。

● マネジャー・エントリー制度を活用した運用受託機関の選定

2017年度にグローバル・コア型のインフラ及び国内コア型不動産の運用受託機関を選定したのに加え、2018年度には海外コア型不動産の運用受託機関を選定し、投資を開始しました。

● リスク管理体制の強化

2018年度に投資一任（ファンド・オブ・ファンズ形式）でのインフラ及び不動産への投資が本格化したことに伴い、オルタナティブ投資のリスク管理体制を強化しました。

第1部 2018年度の管理及び運用状況

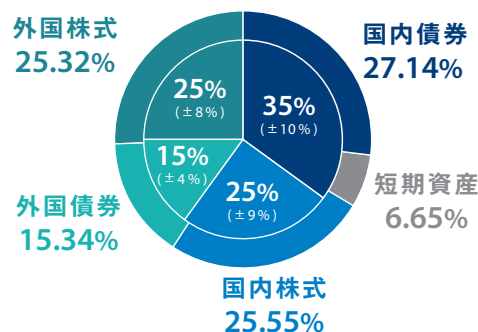
1 | 市場環境と資産構成割合 [詳細は29ページから39ページをご覧ください。]

第1四半期 [4月～6月]

国内外の総じて良好な経済指標や堅調な企業業績、米国における大幅な減税などの景気刺激策が相場の支えとなった一方で、期末に向けては米国の通商政策を巡る不透明感が相場の重しとなり、株式市場は先進国を中心に小幅な上昇に留まりました。外国為替市場では、米国連邦準備制度理事会（FRB）の利上げを契機に国内外の金利差が拡大したことなどから、円安・ドル高基調となり、為替はプラス寄与となりました。

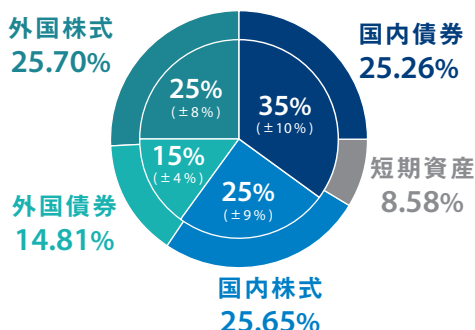
期末の資産構成割合
(年金積立金全体)

内側：基本ポートフォリオ
(カッコ内は乖離許容幅)
外側：6月末時点



期末の資産構成割合
(年金積立金全体)

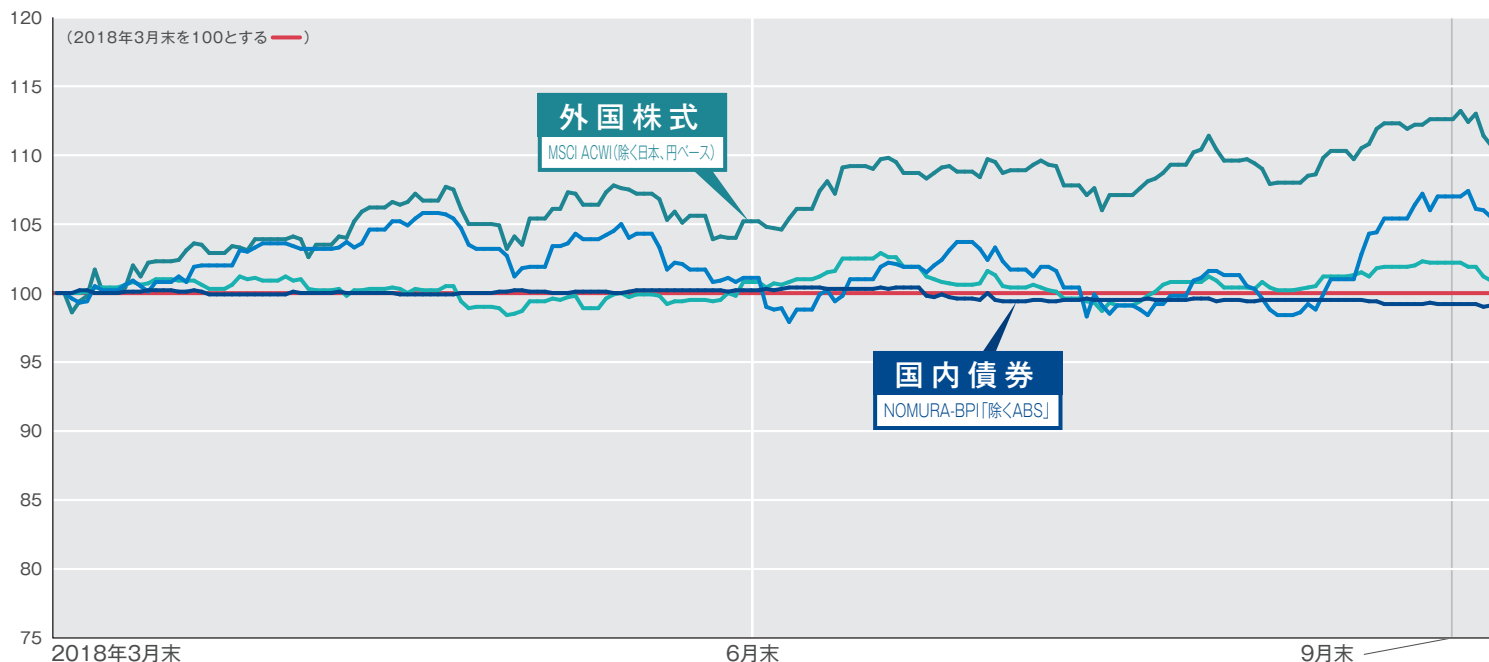
内側：基本ポートフォリオ
(カッコ内は乖離許容幅)
外側：9月末時点



第2四半期 [7月～9月]

国内外の総じて良好な経済指標や堅調な企業業績から投資家のセンチメントが楽観的となり、米国及び国内株式市場は大幅な上昇となりました。外国為替市場では、FRBによる利上げ姿勢が継続されたことを受け、内外金利差の拡大などを背景に円安基調となり、為替はプラス寄与となりました。

今年度の市場インデックスの動き (2018年3月末～2019年3月末)

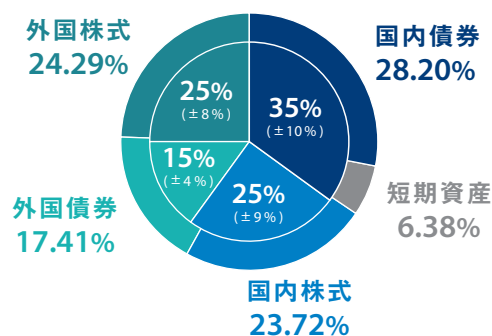


第3四半期〔10月～12月〕

世界経済と企業収益の先行きに対する懸念及び米国政策金利の先高感などから、投資家のリスク回避姿勢が高まり、国内外の株式市場が大幅に下落する一方で、安全資産とされた米国債や日本円へ資金を振り向ける動きが強まり、米国を中心に利回りが低下（債券価格は上昇）しました。外国為替市場では、主要通貨に対して大幅な円高となり、為替はマイナス寄与となりました。

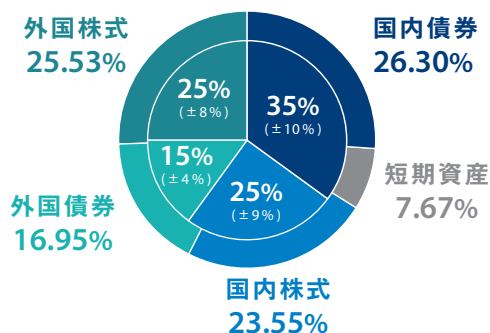
期末の資産構成割合 （年金積立金全体）

内側：基本ポートフォリオ
（カッコ内は乖離許容幅）
外側：12月末時点



期末の資産構成割合 （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：3月末時点

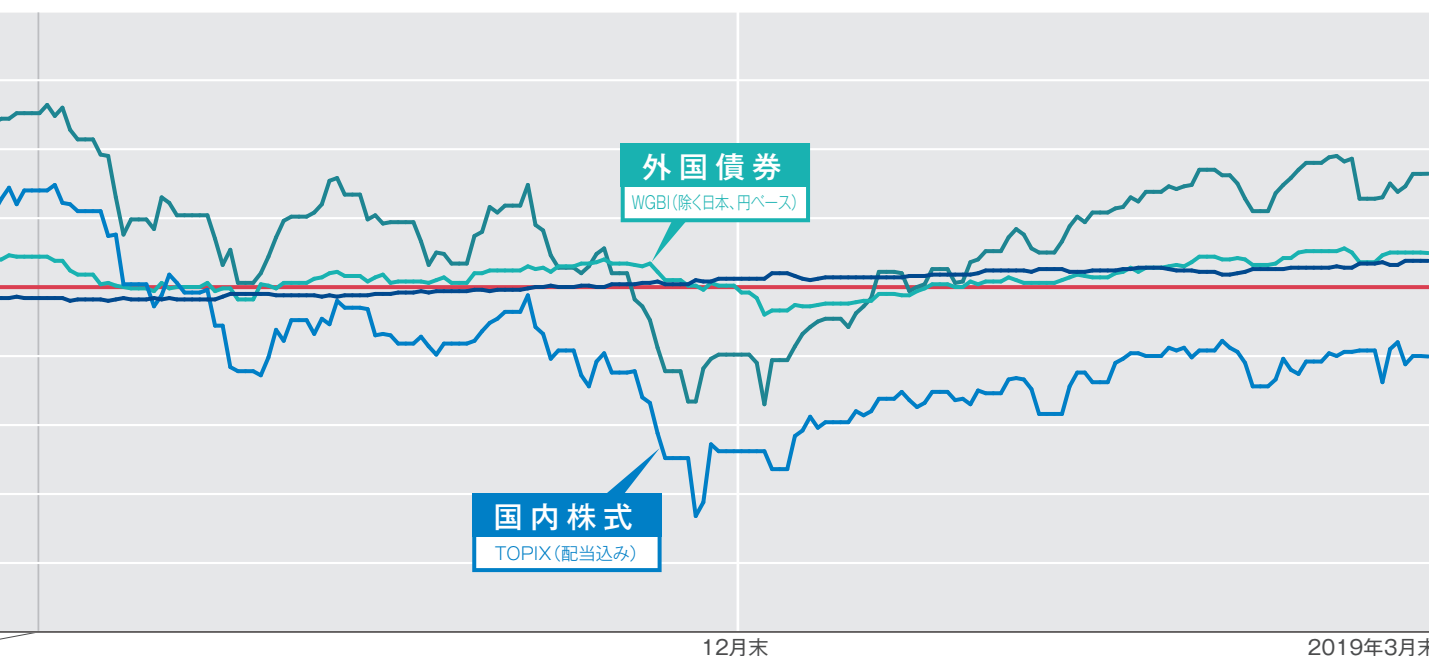


第4四半期〔1月～3月〕

FRBが金融政策正常化に向けて慎重な姿勢を示したことで、市場が落ち着きを取り戻すなかで、株式市場において、米国株式を中心に大きく値を戻しました。債券市場は、米国債を中心に利回りの低下（債券価格は上昇）基調が続きました。外国為替市場では、第3四半期の値動きの反動もみられ、円安・ドル高が進み、為替はプラス寄与となりました。

（注1）数値は小数点以下第3位四捨五入で表記しています。

（注2）年金積立金全体には、各四半期末時点の特別会計で管理する積立金を含みます。



2 | 運用実績

[1] 収益率・収益額等

① 収益率

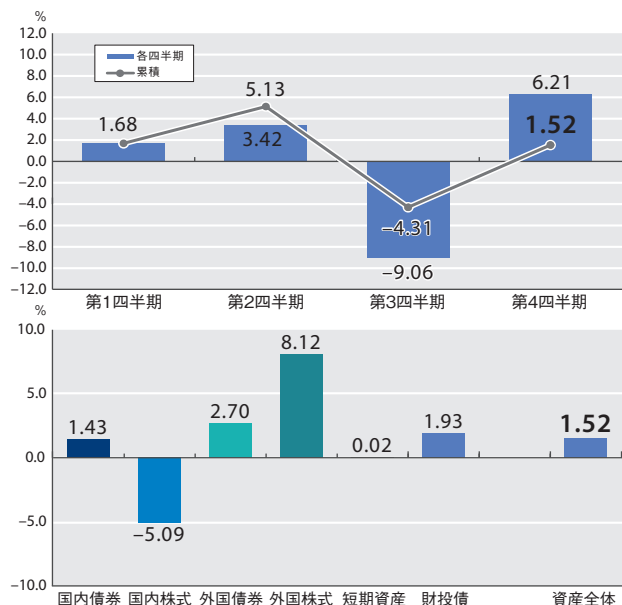
2018年度の収益率は、

+1.52%

となりました。

(単位: %)

	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	1.68	3.42	-9.06	6.21	1.52
市場運用分					
国内債券	0.14	-0.79	1.01	1.07	1.43
国内株式	1.03	5.89	-17.57	7.63	-5.09
外国債券	0.56	1.79	-2.74	3.17	2.70
外国株式	5.17	7.07	-15.71	13.91	8.12
短期資産	0.00	-0.00	-0.00	0.02	0.02
財投債	0.48	0.48	0.49	0.48	1.93



(注1) GPIFが管理・運用している資産は、市場運用を行っている資産(以下「市場運用分」といいます。)と満期保有としている財投債になります。市場運用分は時価評価、財投債は償却原価法による評価により管理・運用を行っています。(以下のページにおいても同様です。)

(注2) 収益率は、市場運用分と財投債の投下元本平均残高等で加重平均により算出(運用手数料等控除前)しています。なお、財投債を除く各資産別の収益率は時間加重収益率です。(以下のページにおいても同様です。)

(注3) 複数の資産区分が混在しているオルタナティブ資産のファンドは、当該ファンドの運用開始時の投資計画における目標資産構成比率に応じて各資産に按分しています。(以下のページにおいても同様です。)

(注4) 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。)の収益率は、按分後も同じ値なので特記していません。

② 収益額

2018年度の収益額は、

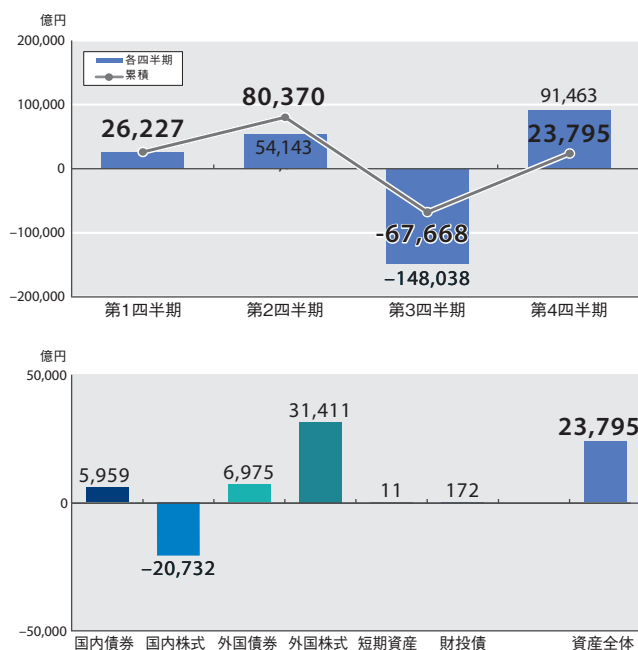
+2兆3,795億円

となりました。

これは、国内株式の評価損にもかかわらず、債券・株式からの利金・配当収入が収益押し上げに寄与したことによるものです。

(単位: 億円)

	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	26,227 (24,726)	54,143 (51,048)	-148,038 (-139,599)	91,463 (86,283)	23,795 (22,447)
市場運用分					
国内債券	614 (579)	-3,365 (-3,172)	4,242 (4,000)	4,468 (4,215)	5,959 (5,621)
国内株式	4,199 (3,958)	24,230 (22,845)	-76,556 (-72,191)	27,394 (25,843)	-20,732 (-19,558)
外国債券	1,340 (1,264)	4,412 (4,160)	-7,182 (-6,772)	8,404 (7,928)	6,975 (6,580)
外国株式	20,030 (18,883)	28,823 (27,175)	-68,581 (-64,671)	51,139 (48,243)	31,411 (29,632)
短期資産	1 (1)	-1 (-1)	-4 (-4)	15 (15)	11 (11)
財投債	43 (40)	43 (40)	43 (41)	43 (40)	172 (162)



(注1) 収益額は、運用手数料等控除前です。なお、財投債を除く各資産の収益額は、総合収益額です。(以下のページにおいても同様です。)

(注2) 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3) カッコ内は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。

③ 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2018年度までの累積収益額は、

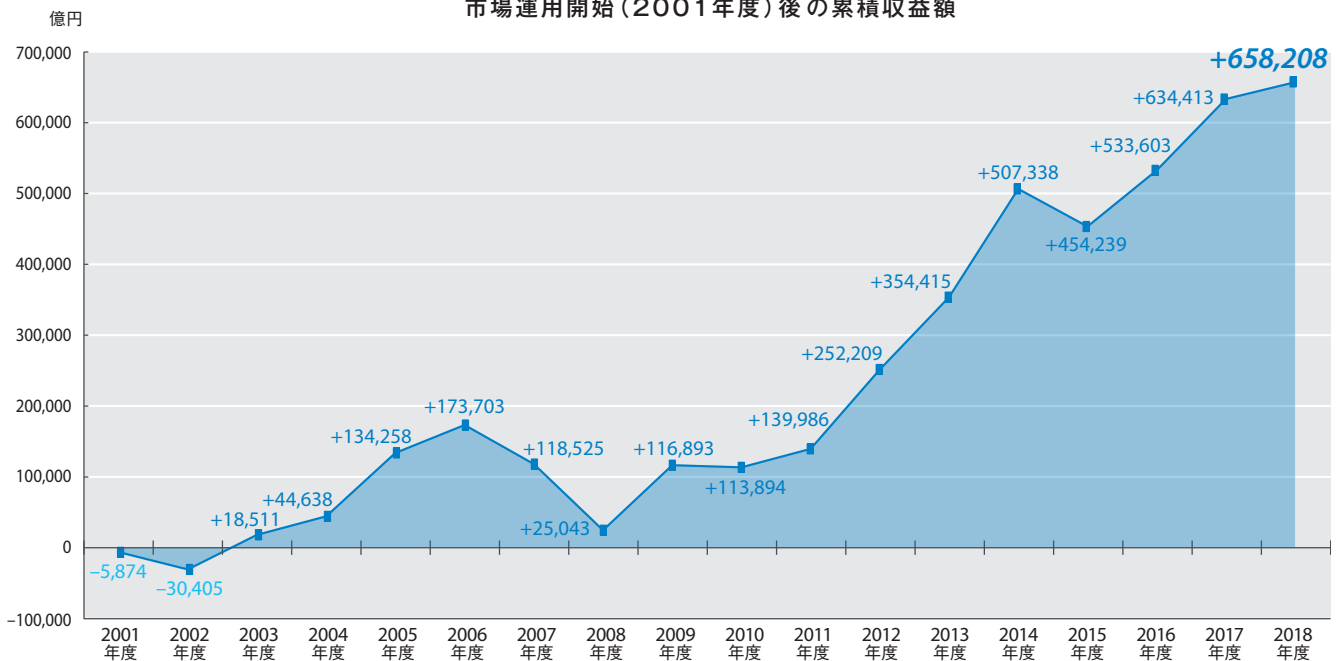
+65兆8,208億円 となり、

2018年度末のGPIFの運用資産額は

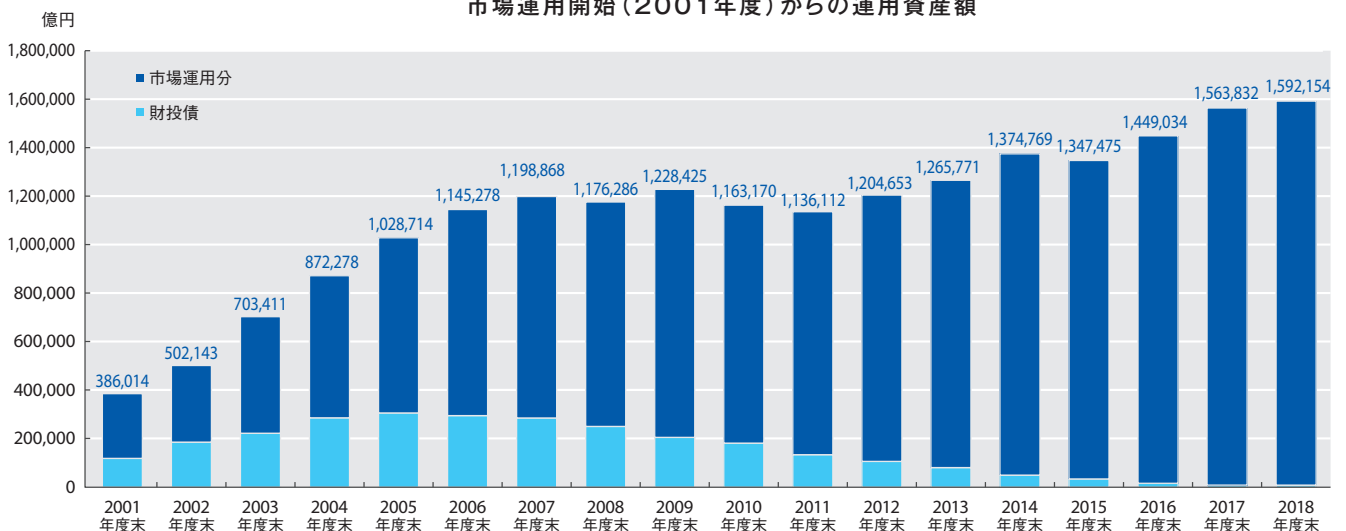
159兆2,154億円
(150兆1,990億円(※)) となっています。

(※) 厚生年金分の値です。寄託金の元本に応じて按分しています。

市場運用開始(2001年度)後の累積収益額



市場運用開始(2001年度)からの運用資産額



(注) 財投債については、2001年度から2007年度まで引き受け、その後は満期償還により残高が減少しています。

④ インカムゲイン

GPIFの収益は、時価評価されており、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。年金積立金の運用は、基本ポートフォリオを定め、これを長期にわたり維持することにより収益を得ていくものであるため、保有しているだけで一定の収益が見込めるインカムゲインは重要です。特に、キャピタルゲイン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。インカムゲインは市場変動の影響を受けにくく、かつ、常にプラスの収益を得ることができます。

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。

なお、2018年度のインカムゲインは

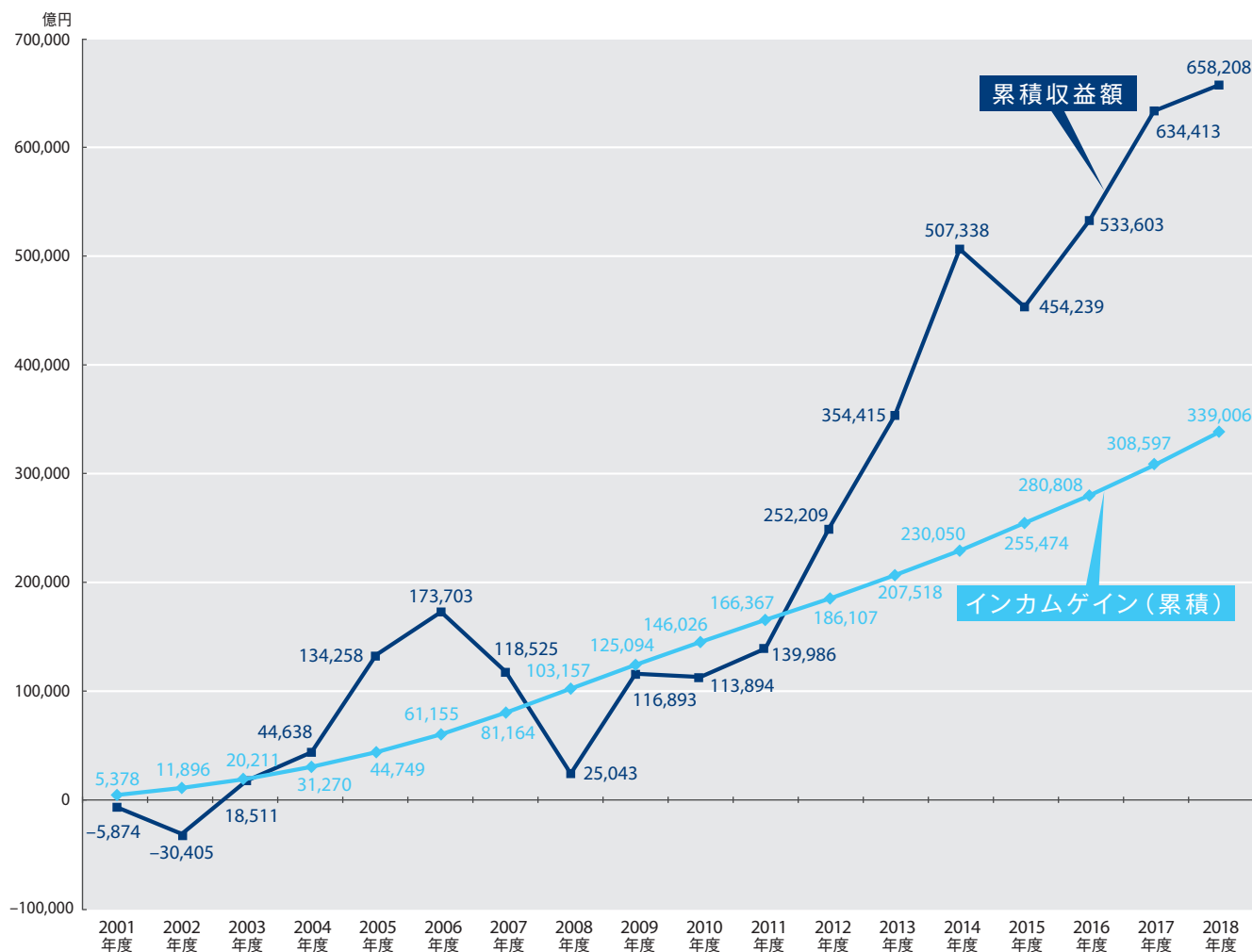
3兆409億円（収益率は+1.91%）で、

市場運用を開始した2001年度以降の18年間の累積額は

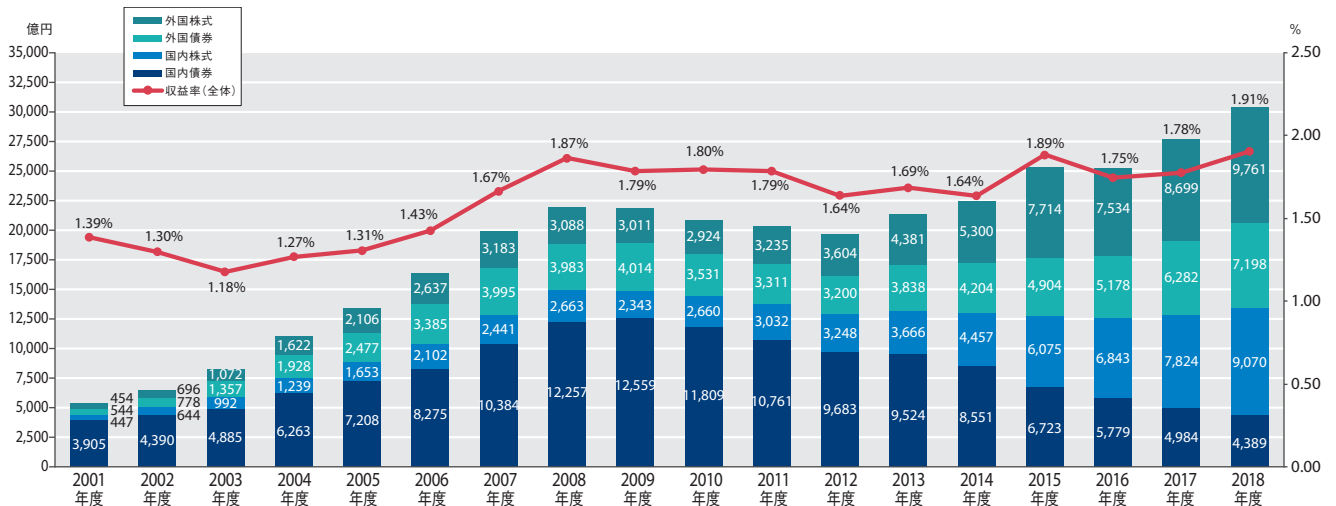
33兆9,006億円（収益率は+1.62%〔年率〕）

となっています。

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
国内債券	142,329 (1.28%)	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%)
国内株式	61,400 (1.58%)	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%)
外国債券	64,107 (3.23%)	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%)
外国株式	71,019 (2.20%)	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%)
合 計	339,006 (1.62%)	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%)

	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
国内債券	11,809 (1.52%)	10,761 (1.50%)	9,683 (1.30%)	9,524 (1.36%)	8,551 (1.51%)	6,723 (1.27%)	5,779 (1.21%)	4,984 (1.12%)	4,389 (1.02%)
国内株式	2,660 (1.98%)	3,032 (2.14%)	3,248 (1.85%)	3,666 (1.76%)	4,457 (1.41%)	6,075 (1.99%)	6,843 (1.95%)	7,824 (1.92%)	9,070 (2.35%)
外国債券	3,531 (3.75%)	3,311 (3.33%)	3,200 (2.71%)	3,838 (2.74%)	4,204 (2.31%)	4,904 (2.59%)	5,178 (2.63%)	6,282 (2.63%)	7,198 (2.59%)
外国株式	2,924 (2.23%)	3,235 (2.48%)	3,604 (2.42%)	4,381 (2.22%)	5,300 (1.76%)	7,714 (2.48%)	7,534 (2.16%)	8,699 (2.25%)	9,761 (2.33%)
合 計	20,932 (1.80%)	20,341 (1.79%)	19,739 (1.64%)	21,411 (1.69%)	22,532 (1.64%)	25,424 (1.89%)	25,334 (1.75%)	27,789 (1.78%)	30,409 (1.91%)

(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) 国内債券は財投資(2001年度のみ転換社債も含みます。)の収益額(インカムゲイン)を、合計は短期資産の収益額(インカムゲイン)を含みます。

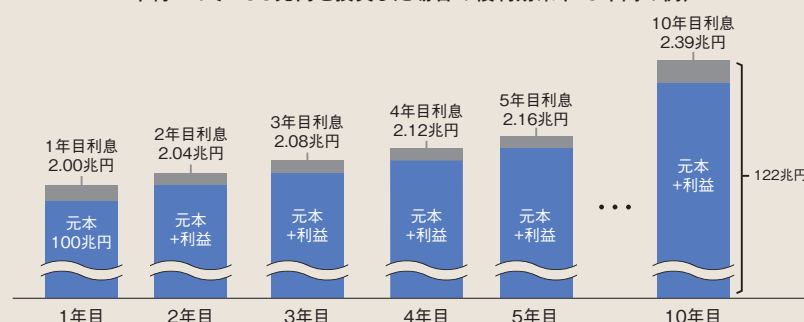
(注3) 通期の収益率は、各年度の収益率を用いて幾何平均により算出しています(年率換算値)。

(コラム) インカムゲインと複利効果

GPIFの収益のうちインカムゲイン(利子・配当収入)は、資産の時価変動に関わらず安定的に一定の収益が見込めるものですが、キャッシュとして保有せず、自動的に再投資しています。これは、長期投資家の場合には、インカムゲインをそのまま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からです。

複利効果とは、下図のように、当初の投資元本に加えて、投資で得られた運用益(インカムゲイン)も元本に加えて再投資され、長期運用することで、乗数的に資産が増えていくことです。下図の例は、当初の投資元本100兆円が10年間の複利効果により、122兆円(+22%)に達することを示しています。

年利2%で100兆円を投資した場合の複利効果(10年間の例)



(注) 実際の収益率は短期的に変動しますが、単純化するために、ここでは期間中一定のプラス収益率を想定しています。

⑤ 年金財政上求められる運用利回りとの比較

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※」は、

市場運用を開始した2001年度
以降の18年間の平均で

GPIFが設立された2006年度
以降の13年間の平均で

GPIF	2.87%	3.17%
財政検証上	0.11%	-0.17%

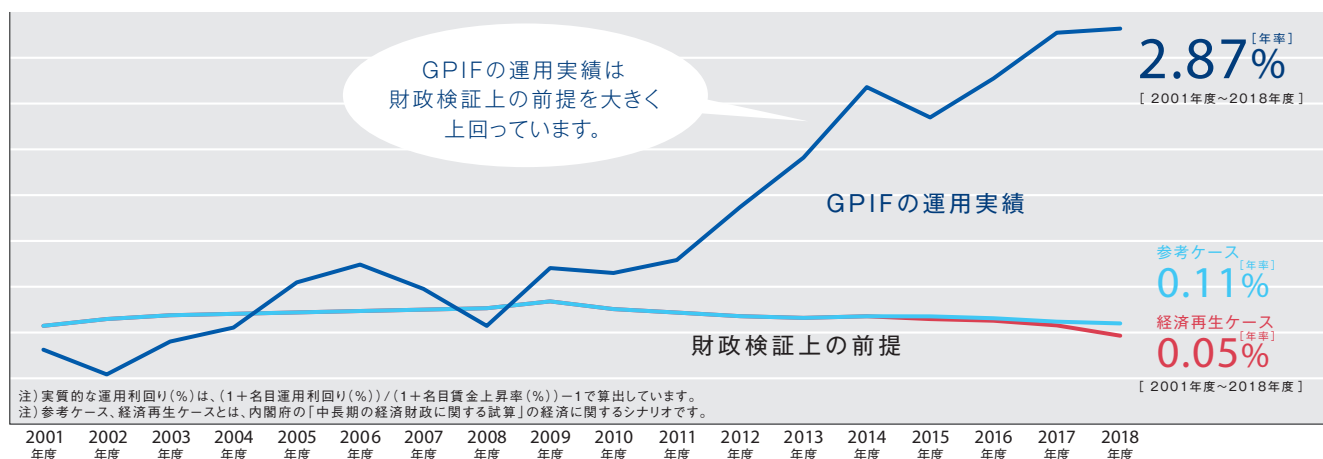
となり、年金財政上求められる運用利回りを上回っています。

年金財政における積立金の役割については、75・76ページをご覧ください。

※ 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、GPIFの運用収入のうち賃金上昇率を上回る分が、年金財政に対してプラス寄与となるという意味において実質的な収益となります。このため、運用実績が年金財

政に与える影響の評価をする際には、収益率(名目運用利回り)から名目賃金上昇率を差し引いた「実質的な運用利回り」の実績と、財政検証上の前提である「実質的な運用利回り」を比較することとされています。

市場運用開始(2001年度)からの実質的な運用利回り(累積)



GPIF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	直近13年間 (年率)	18年間 (年率)
実績																				
名目運用利回り(借入金利息及び運用手数料等控除後)	-4.01	-6.69	7.61	2.91	9.57	3.52	-4.69	-7.61	7.88	-0.27	2.29	10.21	8.62	12.24	-3.84	5.82	6.86	1.49	3.10	2.70
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	-0.06	-0.16
実質的な運用利回り	-3.75	-5.61	7.90	3.11	9.76	3.51	-4.63	-7.37	12.44	-0.95	2.51	9.98	8.48	11.14	-4.31	5.79	6.43	0.54	3.17	2.87

財政検証上の前提

(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	直近13年間 (年率)	18年間 (年率)
財政検証上の前提																				
名目運用利回り	4.00	4.00	0.80	0.90	1.60	2.30	2.60	3.00	1.47	1.78	1.92	2.03	2.23	1.34	1.88	2.17	2.57	3.08	2.18	2.20
名目賃金上昇率	2.50	2.50	0.00	0.60	1.30	2.00	2.30	2.70	0.05	3.41	2.66	2.81	2.60	1.00	2.47	2.52	3.56	3.73	2.44	2.14
実質的な運用利回り	1.46	1.46	0.80	0.30	0.30	0.29	0.29	0.29	1.42	-1.58	-0.72	-0.76	-0.36	0.34	-0.59	-0.35	-0.99	-0.65	-0.26	0.05

(注1) GPIF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。)控除後の収益率です。

(注2) GPIFの運用実績に記載している名目賃金上昇率は、2017年度までは厚生労働省「平成29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、2018年度は厚生労働省より入手(速報値)しています。

(注3) 財政検証上の前提に記載している各項目の年度別の数値は、2001年度と2002年度は厚生労働省「厚生年金・国民年金平成11年財政再計算結果」を、2003年度から2008年度までは厚生労働省「厚生年金・国民年金平成16年財政再計算結果」を、2009年度から2014年度までは厚生労働省「平成26年度年金積立金運用報告書」を前提としています。2014年度以降は厚生労働省

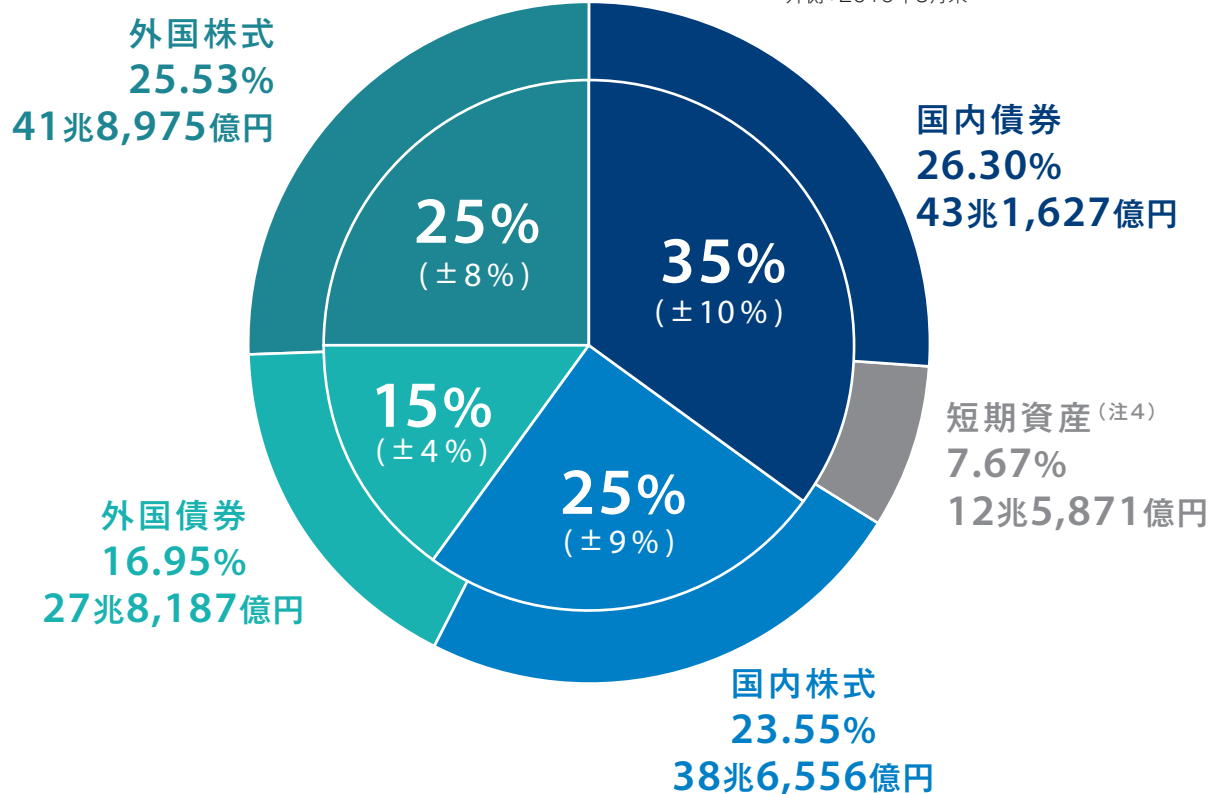
「国民年金及び厚生年金に係る財政の現況及び見通し(平成26年財政検証結果)」を前提としており、名目賃金上昇率は物価上昇率+賃金上昇率(実質(対物価))、名目運用利回りは名目賃金上昇率+実質的な運用利回りから算出しています。2015年度以降は、経済前提により値が異なるため、分けて算出しています(内閣府試算上段が経済再生ケース、下段が参考ケース)。

(注4) 実質的な運用利回り(財政検証上の前提における2014年度以降を除きます。)は{(1+名目運用利回り/100) / (1+名目賃金上昇率/100)} × 100 - 100で算出しています。

(注5) 名目運用利回り及び名目賃金上昇率の直近13年間(年率)及び18年間(年率)は、各年度の幾何平均(年率換算)です。

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：2019年3月末



	資産額(億円)	構成割合 (年金積立金全体)	基本ポートフォリオ	乖 離
国内債券	431,627	26.30%	35% (±10%)	-8.70%
市場運用	422,664	25.75%	-	-
財投債 (簿価)	8,963	0.55%	-	-
財投債 (時価)	(9,576)	-	-	-
国内株式	386,556	23.55%	25% (±9%)	-1.45%
外国債券	278,187	16.95%	15% (±4%)	1.95%
外国株式	418,975	25.53%	25% (±8%)	0.53%
短期資産	125,871	7.67%	-	-
合 計	1,641,216	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) 財投債の簿価欄は償却原価法による簿価に、未収収益を含めた額です。

(注4) 年金積立金全体には、2018年度末時点の特別会計で管理する積立金（約4.9兆円）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。基本ポートフォリオは、年金特別会計で管理する積立金を含めた年金積立金全体に対し、国内債券35%（±10%）、国内株式25%（±9%）、外国債券15%（±4%）、外国株式25%（±8%）です。なお、国内債券利回りの大幅な低下といった近時の市場環境等を踏まえ、当面の対応として、国内債券の乖離許容幅については弾力的に適用しています。具体的には、国内債券と短期資産の合算を国内債券の乖離許容幅の範囲内にとどめ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0.26%（基本ポートフォリオでは上限5%）です。

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

(注7) 上記の注記については、以下のページにおいても同様です。

⑦ 各資産への配分・回収額

（単位：億円）

	国内債券	国内株式	外国債券	外国株式
配分・回収額	-19,508	+293	+32,106	+960

(注1) 資産構成割合変更のための資金の配分・回収（リバランス）及び寄託金償還等（キャッシュアウト）に係る資金移動の合計金額です。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) 2018年度におけるキャッシュアウト等対応ファンド等の満期償還金・利金は2兆1,594億円、財投債の利金は172億円です。

⑧ 複合ベンチマーク収益率との乖離の要因分析

2018年度の

運用資産全体の収益率は

1.52%複合ベンチマーク収益率^(注1)は**1.92%**

超過収益率は

-0.40% となり、

GPIFが設立された2006年度以降の13年間の平均で、

運用資産全体の収益率は

3.10%

複合ベンチマーク収益率は

3.13%

超過収益率は

-0.03% となりました。

2018年度の資産配分要因において、特に第3四半期に複合ベンチマーク収益率よりもベンチマーク収益率の高かった国内債券が、基本ポートフォリオに対して平均的にアンダーウェイトとなったこと等がマイナスに寄与し、資産全体で-0.38%となりました。また、個別資産要因は、資産ごとにプラスマイナスがありますが、全体で+0.02%となりました。

2018年度の超過収益率の要因分析

(単位:%)

	収益率			資産全体の超過収益率の要因分析			
	GPIFの収益率	ベンチマーク収益率	超過収益率	資産配分要因①	個別資産要因②	その他要因③ (誤差含む)	寄与度 ①+②+③
資産全体	+1.52	+1.92	-0.40	-0.38	+0.02	-0.04	-0.40
国内債券	+1.44	+1.39	+0.05	-0.14	+0.02	-0.00	-0.13
国内株式	-5.09	-5.04	-0.05	-0.09	-0.02	+0.00	-0.11
外国債券	+2.70	+2.46	+0.24	-0.01	+0.03	+0.00	+0.02
外国株式	+8.12	+8.21	-0.09	-0.06	-0.02	-0.00	-0.08
短期資産	+0.02	+0.02	0.00	-0.08	0.00	0.00	-0.08

(注1)「複合ベンチマーク収益率」は、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35%、国内株式25%、外国債券15%、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)」をもとに年率換算したものです。

(注2)国内債券の収益率には財投債を含みます。

(注3)「資産配分要因」とは、基本ポートフォリオと実際の資産構成割合との差による要因、「個別資産要因」とは、実際の各資産の収益率と当該資産に係るベンチマーク収益率との差による要因、「その他要因(誤差含む)」とは、資産配分要因及び個別資産要因が交じり合ったものと計算上の誤差です。なお、計算上の誤差とは、運用資産全体の収益率と複合ベンチマーク収益率の計算方法の相違により生じるものです。

資産全体の超過収益率の要因分析(2006年度~2018年度)

(単位:%)

	収益率			資産全体の超過収益率の要因分析			
	GPIFの収益率	ベンチマーク収益率	超過収益率	資産配分要因①	個別資産要因②	その他要因③ (誤差含む)	寄与度 ①+②+③
2006~2018年度	3.10	3.13	-0.03	-0.03	+0.01	-0.01	-0.03
2006年度	4.56	4.64	-0.08	-0.06	-0.00	-0.02	-0.08
2007年度	-6.10	-6.23	+0.13	+0.17	-0.02	-0.02	+0.13
2008年度	-7.57	-8.45	+0.88	+0.90	-0.12	+0.11	+0.88
2009年度	7.91	8.54	-0.63	-0.70	+0.08	-0.01	-0.63
2010年度	-0.25	-0.02	-0.23	-0.26	+0.12	-0.09	-0.23
2011年度	2.32	2.59	-0.27	-0.19	-0.01	-0.07	-0.27
2012年度	10.23	9.00	+1.24	+1.40	+0.03	-0.19	+1.24
2013年度	8.64	7.74	+0.90	+0.92	-0.06	+0.04	+0.90
2014年度 10月30日まで	3.97	3.50	+0.46	+0.47	-0.03	+0.02	+0.46
2014年度 10月31日以降	8.19	9.98	-1.78	-1.99	+0.01	+0.19	-1.78
2015年度	-3.81	-3.81	+0.00	+0.21	-0.15	-0.06	+0.00
2016年度	5.86	6.22	-0.37	-0.66	+0.33	-0.04	-0.37
2017年度	6.90	7.26	-0.37	-0.36	+0.00	-0.01	-0.37
2018年度	1.52	1.92	-0.40	-0.38	+0.02	-0.04	-0.40

(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分の収益率(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年度以降は、運用資産全体(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を行っています。

⑨ 管理運用委託手数料

2018年度の管理運用委託手数料額は、

295 億円

運用資産額に対する管理運用委託手数料率は、

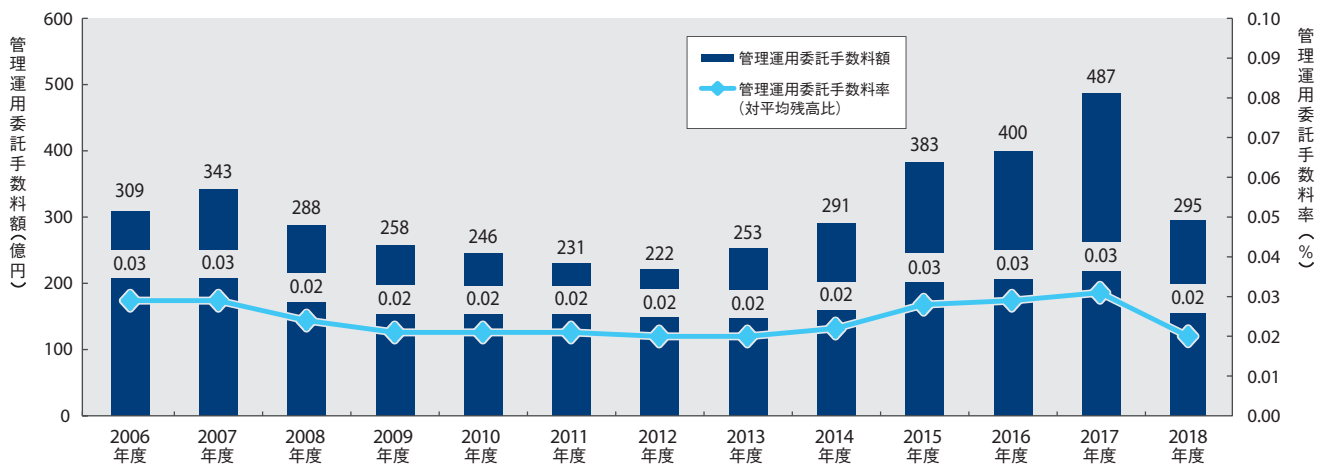
0.02%

となりました。

手数料額は、運用残高が増加する一方、新実績連動報酬体系を導入した中で、目標超過収益率を下回るアクティブ運用機関があったことから、前年度比193億円の減少となりました。（新実績連動報酬体系の詳細は70・71ページをご覧ください。）

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まいります。

管理運用委託手数料の推移



(注1) 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)

	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
合 計	309	343	288	258	246	231	222	253	291	383	400	487	295
国内債券	85	102	100	71	67	64	47	36	38	38	39	40	16
国内株式	98	96	70	66	65	62	59	78	57	83	88	106	75
外国債券	49	63	61	60	56	52	57	68	85	91	125	172	92
外国株式	77	82	56	61	58	53	60	72	112	170	149	169	107
オルタナティブ	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	0	0	3

(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、短期資産に係る管理運用委託手数料額を含んでいます。

(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。

管理運用委託手数料率 (委託運用分)

(単位: %)

	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
資産全体	0.03	0.03	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02	0.03	0.03	0.03	0.02
国内債券	0.03	0.02	0.02	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.02	0.03	0.03	0.01
国内株式	0.05	0.06	0.06	0.05	0.05	0.05	0.04	0.04	0.02	0.03	0.03	0.03	0.02
外国債券	0.06	0.07	0.06	0.06	0.06	0.06	0.06	0.05	0.05	0.05	0.07	0.08	0.04
外国株式	0.07	0.06	0.06	0.05	0.05	0.04	0.04	0.04	0.05	0.05	0.05	0.04	0.03
オルタナティブ	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	0.14	0.23
平均残高 (兆円)	107.7	120.2	119.6	123.9	118.1	112.0	111.5	123.9	131.9	139.0	137.3	155.7	158.9

(注1) 資産全体には、自家運用を含みます。

(注2) 平均残高には自家運用を含み、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。

[2] 国庫納付・寄託金の増減等

① 国庫納付

2018年度は年金特別会計に対し、

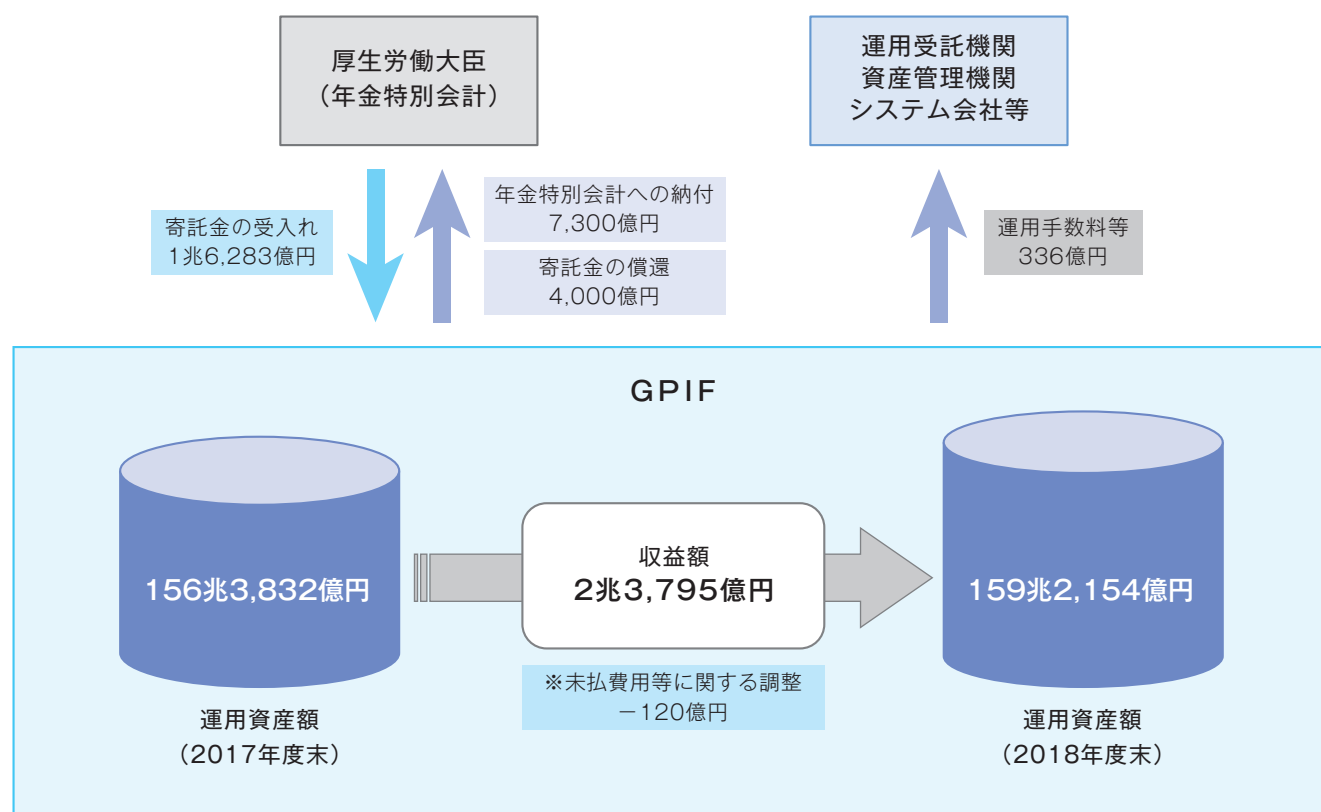
国庫納付 **7,300億円** を行いました。

その結果、市場運用を開始した2001年度以降の18年間の累積国庫納付額は、

14兆4,757億円 となりました。

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

② 寄託金の増減等



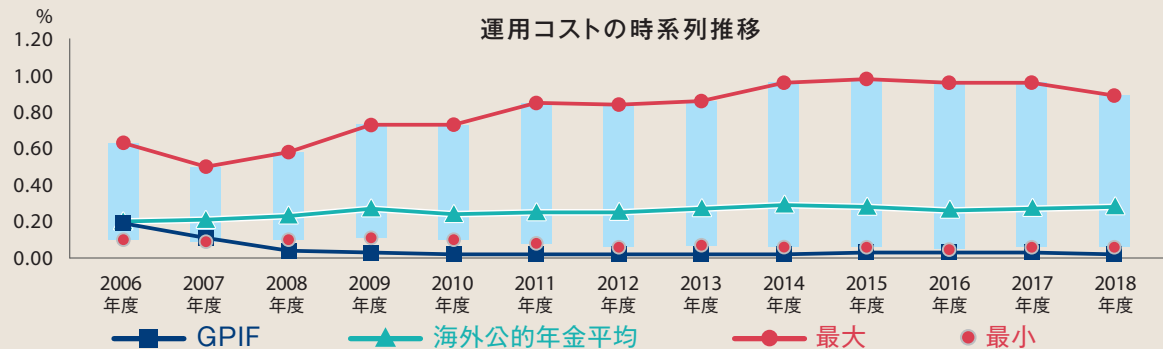
2017年度末運用資産額 156兆3,832億円 + 寄託金の受入れ 1兆6,283億円 + 収益額 2兆3,795億円 - 年金特別会計への納付 7,300億円 - 寄託金の償還 4,000億円 - 運用手数料等 336億円 - 未払費用等に関する調整 -120億円 = 2018年度末運用資産額 159兆2,154億円

(注) 「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。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。

(コラム) GPIFと主な海外公的年金との運用コスト比較

GPIFの運用コストは、過去13年間を通じて平均0.04%となっています。この水準は、海外公的年金の運用コストと比較して低い水準となっています。なお、海外公的年金のデータとしては、以下の9機関^(注1)の値を用いています。

運用コストが低いのは、①パッシブ運用を中心に行っているため運用コストの大宗を占める手数料率が低いことに加え、②スリムな組織で効率経営に努めていることによるものです。



(注1) カナダ年金プラン投資理事会 (CPPIB:カナダ)、政府年金基金-グローバル (GPFG:ノルウェー)、カリフォルニア州公務員退職年金基金 (CalPERS:米国)、カリフォルニア州教職員退職年金基金 (CalSTRS:米国)、スウェーデン国民年金基金 (AP1、AP2、AP3、AP4:スウェーデン)、国民年金基金 (NPS:韓国)

(注2) 運用コストに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。



[3] 運用リスク管理

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。これを踏まえ、以下のような基本方針に基づいて運用リスク管理を行っています。

- (1) 年金財政上必要とされる運用利回りを最低限のリスクで確保するよう、基本ポートフォリオを定め、これを適切に管理する。
- (2) リターン・リスク等の特性が異なる複数の資産に分散投資することをリスク管理の基本とする。
- (3) 資産全体、各資産クラス、各運用受託機関等のそれぞれの段階でリスク管理を行うとともに、資産クラスごとにベンチマーク収益率を確保する。
- (4) 経済環境や市場環境の変化が激しい昨今の傾向を踏まえ、基本ポートフォリオの乖離許容幅の中で市場環境の適切な見通しを踏まえ、機動的な運用ができる。ただし、その際の見通しは、決して投機的なものであってはならず、確度が高いものとする。
- (5) 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。

運用リスク管理の対象は、市場リスク、流動性リスク、信用リスク、カントリーリスクとなります。

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。



運用リスク管理は、運用リスク管理規程に基づき、国内外のマクロ経済動向や地政学リスク、トラッキングエラー、バリュー・アット・リスク (VaR) やストレステスト等の各種リスク管理指標を用いて、定期的、必要に応じて随時、各委員会に報告し、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。

ポートフォリオ全体の運用リスクの把握や分析のために、マルチファクターモデルを採用しているBLACKROCK SOLUTIONS®のAladdin®を用いて、トラッキングエラー、VaR、過去の事象及び仮想シナリオに基づくストレステスト、株価や為替の変化に伴う損益シミュレーション等の分析を行っています。リスク管理に当たっては、特定の指標のみを重視するのではなく、様々な指標を複線的にモニタリングしていくことが重要です。

こうしたリスク管理指標は、短期のリスクを把握するのに適切な指標ですが、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ることから、長期のリスク管理がより大切になります。長期のリスク管理については、基本ポートフォリオの定期検証で財政計画上の予定積立額を確保できなくなるリスクを検証して

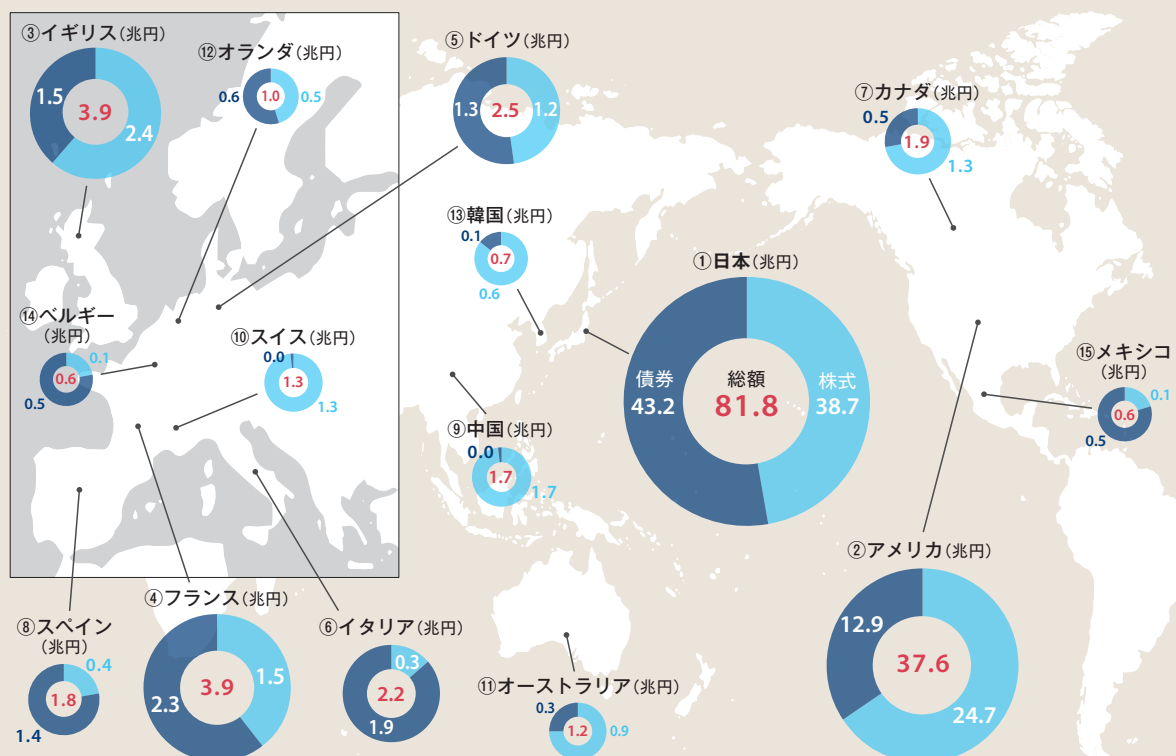
います（[4]基本ポートフォリオの定期検証26ページから28ページ参照）。

また、GPIFがESGを考慮した投資活動を後押ししているのも、環境・社会・ガバナンスに関する諸問題が、長い目でみたポートフォリオに与える負の影響を減らすことを意図しているという面で、長期的な観点からの運用リスク管理手法のひとつとみることも可能です。

2018年度は、内部統制の基本方針に基づく高度化の取り組みとして、運用リスク管理規程を制定しました。また、同規程で定めた運用リスクの定義から各種リスクの対象を明確化するとともに、カントリーリスク管理のルールについて整備しました。さらに、国内外のマクロ経済動向や地政学等の情報収集・調査機能を強化し、カントリーリスク分析やフォワード・ルッキングなリスク分析の充実を図りました。オルタナティブ投資については、投資一任（ファンド・オブ・ファンズ形式）でのインフラ及び不動産への投資が本格化したことに伴い、ミドル機能を充実し牽制体制を多重化するなどリスク管理体制を強化しました。（詳細は55ページをご覧ください。）

（コラム） 国別に分類した投資額

2019年3月末時点の投資額上位15カ国は、以下の通りとなっています。



(注1) 国の判別は、債券については発行体所在国、株式についてはMSCIの国分類に基づきます。

(注2) 中国は香港を除いたものです。

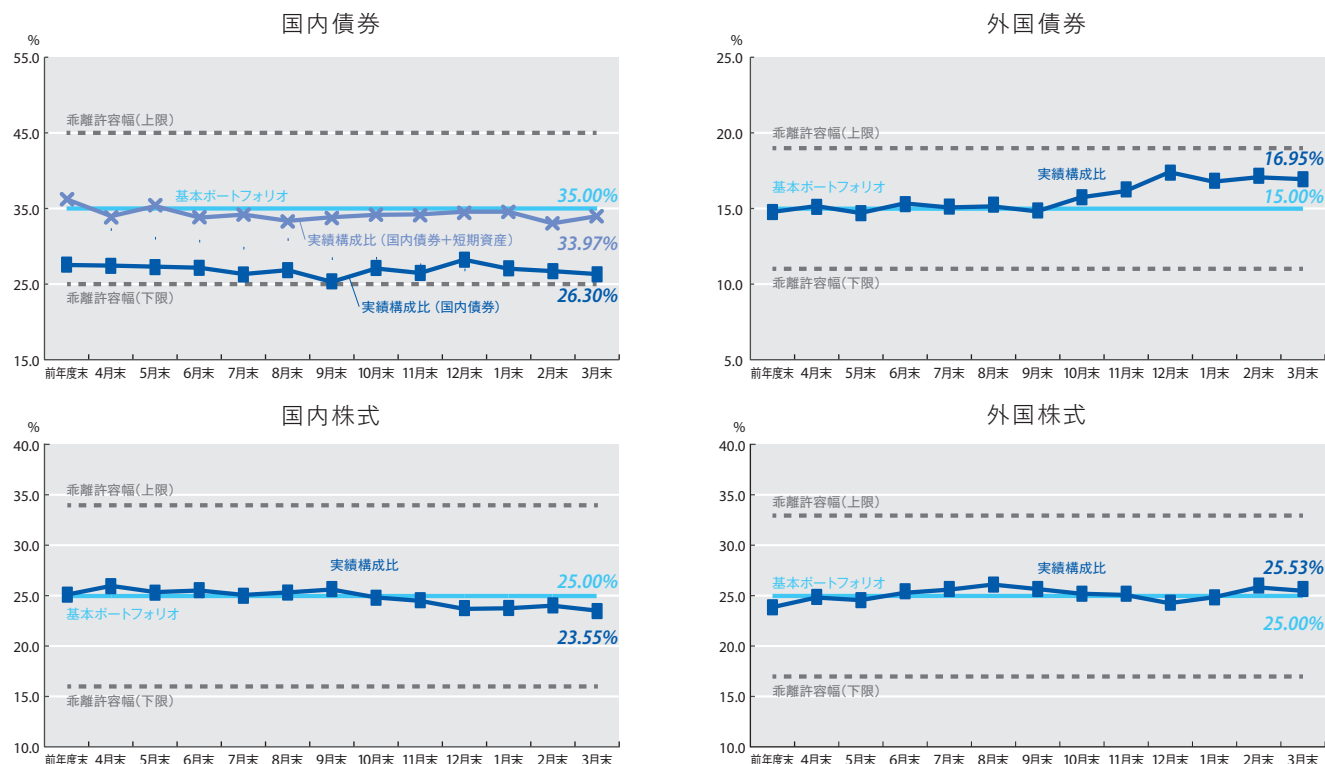
資産構成割合、トラッキングエラー及びVaR

2018年度中の資産構成割合は、年度を通じてすべて乖離許容幅内に収まりました。
年金積立金全体の推定トラッキングエラー^(注1)は、年度を通じて大きな変動はなく安定的に推移しました。
また、年金積立金全体のVaR^(注2)は、年度を通じて概ね横ばいに推移しました。

(注1) 目標とするベンチマーク収益率と運用ポートフォリオの収益率との差(超過収益率)のばらつきを標準偏差で表したものです。

(注2) 現在の運用ポートフォリオを、ある一定期間保有(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を表したものです。

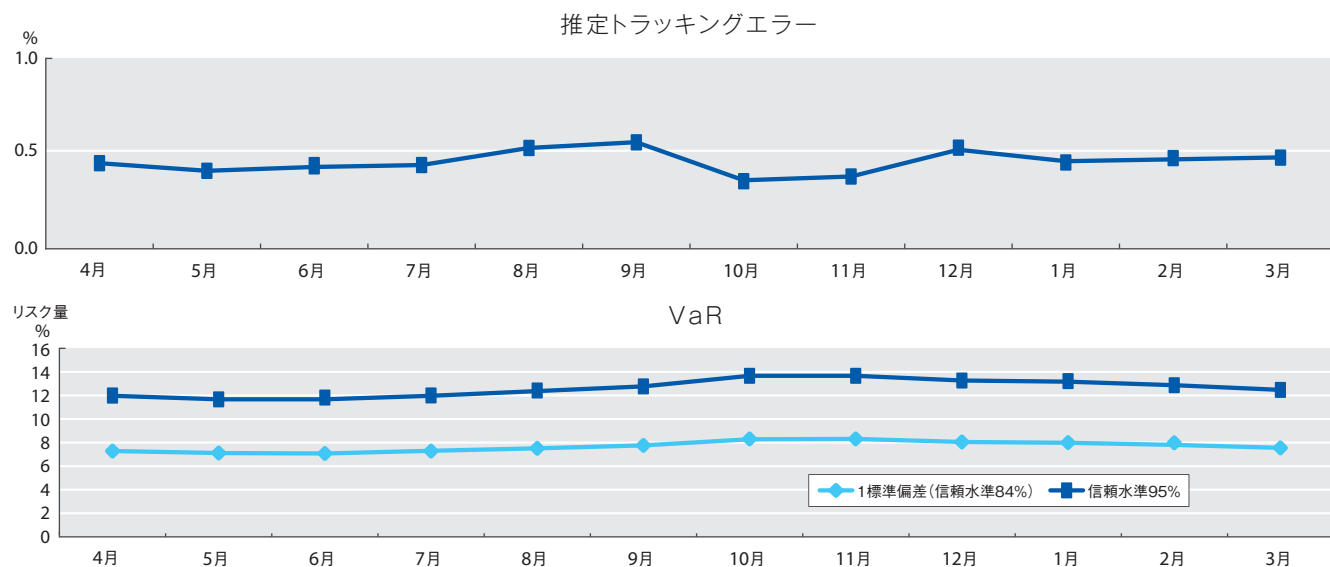
【資産構成割合の推移】



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

(注2) 乖離許容幅は、国内債券±10%、国内株式±9%、外国債券±4%、外国株式±8%です。なお、国内債券利回りの大幅な低下といった近時の市場環境等を踏まえ、当面の対応として、国内債券の乖離許容幅については弾力的に適用しています。具体的には、国内債券と短期資産の合算を国内債券の乖離許容幅の範囲内にとどめることとしています。

【年金積立金全体の推定トラッキングエラー及びVaRの推移】



(注) VaRは、分散共分散法、保有期間1年、観測期間2年で算出しています。

[4] 基本ポートフォリオの定期検証

基本ポートフォリオについては、中期計画において定期的に検証することとしています。2018年度末時点を基準に、ポートフォリオとしての特性を、直近の経済・市場データで更新の上、検証しました。その結果、現行基本ポートフォリオは依然として効率的であり、実質的なリターン（運用利回りから賃金上昇率を差し引いたもの）が、想定する二つのシナリオにおいて、目標利回りを満たしていることを確認しました（経済中位ケースで1.98%、市場基準ケースで2.36%^(注)）。

（注）経済中位ケース、市場基準ケースについては104・105ページをご覧ください。

以上を踏まえ、経営委員会（2019年6月6日）において、基本ポートフォリオを変更する必要はないと判断しました。

① 各資産の期待リターンと賃金上昇率の想定

国内長期金利の見通しについて、内閣府の「中長期の経済財政に関する試算」等を踏まえ、前回の検証（2017年度末時点）から更に引き下げました。その結果、国内債券のリターンや短期金利が低下しました。国内株式のリスクプレミアム（短期金利を上回る期待リターン）については変更していません。外国債券と外国株式のリスクプレミ

アムについては、直近までのデータを反映してそれぞれ引き下げあるいは引き上げました。賃金上昇率については、昨年度の検証に引き続き、直近の経済情勢を踏まえて引き下げました。この際、賃金との相関が高い、金利及び1人当たり実質GNI（国民総所得）成長率を参考にしました。

<各資産の期待リターンと賃金上昇率>

	賃金上昇率前提	国内債券	国内株式	外国債券	外国株式	短期資産	賃金上昇率
経済中位 ケース(%)	更新	-1.0 (1.3)	3.0 (5.3)	1.2 (3.5)	5.6 (7.9)	-1.5 (0.8)	(2.3)
	(参考)非更新	-1.7 (1.3)	2.3 (5.3)	0.5 (3.5)	4.9 (7.9)	-2.2 (0.8)	(3.0)
市場基準 ケース(%)	更新	-0.4 (0.9)	2.7 (4.0)	1.8 (3.1)	6.2 (7.5)	-0.7 (0.6)	(1.3)
	(参考)非更新	-0.8 (0.9)	2.3 (4.0)	1.4 (3.1)	5.8 (7.5)	-1.1 (0.6)	(1.7)

（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。

② 各資産の標準偏差と相関係数

標準偏差と相関係数については、2018年までの過去20年のデータ等^(注)を用いて更新しました。

	国内債券	国内株式	外国債券	外国株式	賃金上昇率
標準偏差(%)	3.60	25.21	11.60	25.99	1.71

相関係数	国内債券	国内株式	外国債券	外国株式	賃金上昇率
国内債券	1.00				
国内株式	-0.16	1.00			
外国債券	-0.26	0.14	1.00		
外国株式	-0.33	0.79	0.52	1.00	
賃金上昇率	-0.12	0.18	-0.06	0.05	1.00

（注1）国内債券の標準偏差の計算においては、将来のデフレーションの長期化を考慮しています。

（注2）「更新」「非更新」については103ページの（注2）及び（注3）をご覧ください。

③ 基本ポートフォリオの属性

基本ポートフォリオの策定においては、運用目標を満たしつつ、下方確率（運用利回りが賃金上昇率を下回る確率）が全額国内債券運用の場合を下回り、条件付平均不足率（運用利回りが賃金上昇率を下回る場合における両者の差の平均）が最も小さいポートフォリオを選定しました。

中期計画で定める運用目標は、実質的なリターンで1.7%を確保することですが、年金給付等に必要の短期資産によるリターンの減少分を勘案すると、経済中位

ケースで1.77%、市場基準ケースで1.76%を確保することが必要です。今回の検証において、賃金上昇率を直近のデータに更新すると、基本ポートフォリオの実質的なリターンは運用目標を満たしております。

また、基本ポートフォリオの下方確率については、基本ポートフォリオ策定時と同様に全額国内債券運用の場合の水準を下回っており、条件付平均不足率については、基本ポートフォリオ策定時よりも低い水準となっております。

今回検証

	賃金上昇率前提	実質的なリターン	名目リターン	標準偏差 (正規分布)	下方確率 (正規分布)	条件付平均不足率 (正規分布)	条件付平均不足率 (経験分布)
経済中位 ケース(%)	更新	1.98	4.28	12.52	43.69	9.26	10.62
	(参考)非更新	1.28	4.28		45.91	9.50	10.74
市場基準 ケース(%)	更新	2.36	3.66		42.51	9.14	10.57
	(参考)非更新	1.96	3.66		43.77	9.27	10.63

(参考)全額国内債券ポートフォリオの属性

経済中位 ケース(%)	更新	-1.00	1.30	3.60	59.49	3.71	3.99
	(参考)非更新	-1.70	1.30		65.85	4.02	4.31
市場基準 ケース(%)	更新	-0.40	0.90		53.83	3.47	3.74
	(参考)非更新	-0.80	0.90		57.62	3.63	3.90

(参考)策定時

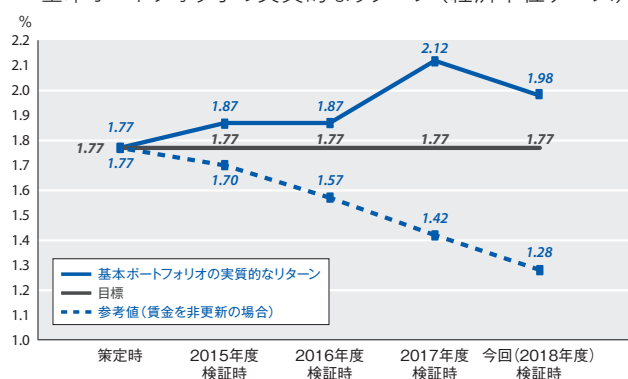
	実質的なリターン	名目リターン	標準偏差 (正規分布)	下方確率 (正規分布)	条件付平均不足率 (正規分布)	条件付平均不足率 (経験分布)
経済中位ケース(%)	1.77	4.57	12.75	44.44	9.45	11.23
市場基準ケース(%)	1.98	4.08		43.78	9.38	11.19

(参考)全額国内債券ポートフォリオの属性

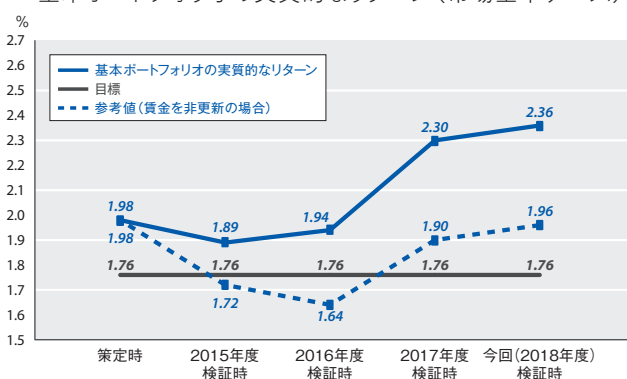
経済中位ケース(%)	-0.20	2.60	4.70	51.68	3.86	3.52
市場基準ケース(%)	-0.10	2.00		50.84	3.83	3.48

(注)「条件付平均不足率(経験分布)」は、株式等は想定よりも下振れ確率が大きい場合(いわゆる「テールリスク」)もあることを考慮し、正規分布に替えて、過去20年のデータ(経験分布)から一定の仮定を置いて乱数を発生させ計算したものです。

基本ポートフォリオの実質的なリターン(経済中位ケース)



基本ポートフォリオの実質的なリターン(市場基準ケース)



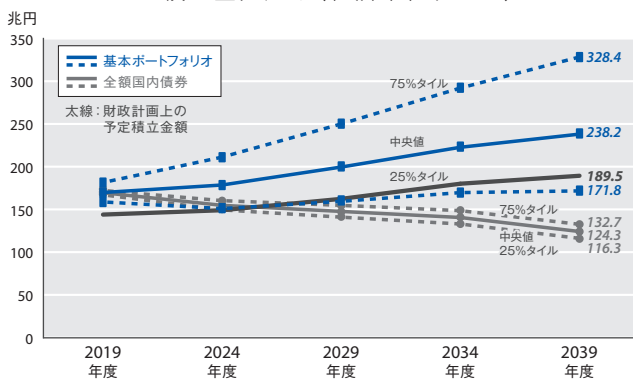
④ 予定積立金額の確保

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、今回の検証の諸前提を用いて、2018年度末を起点に、基本ポートフォリオで運用した場合と、全額国内債券で運用した場合それぞれの積立金の分布を調べるシミュレーションを行いました。この結果、想定運用期間の最終年度(2039年度)において、基本ポートフォリオが予定積立金額を確保できない

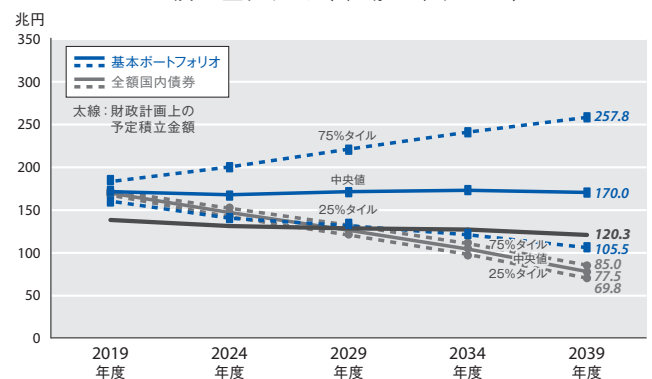
確率(リスク)は、「経済中位ケース」と「市場基準ケース」のいずれにおいても低いことを確認しました。

前述の下方確率、条件付平均不足率とあわせて総合的に評価すると、基本ポートフォリオは、必要な積立金を確保しつつ、リスクの最小化を図った効率的なポートフォリオといえます。

積立金見込み(経済中位ケース)



積立金見込み(市場基準ケース)



(注) ①～④の詳細データについては100ページから103ページをご覧ください。



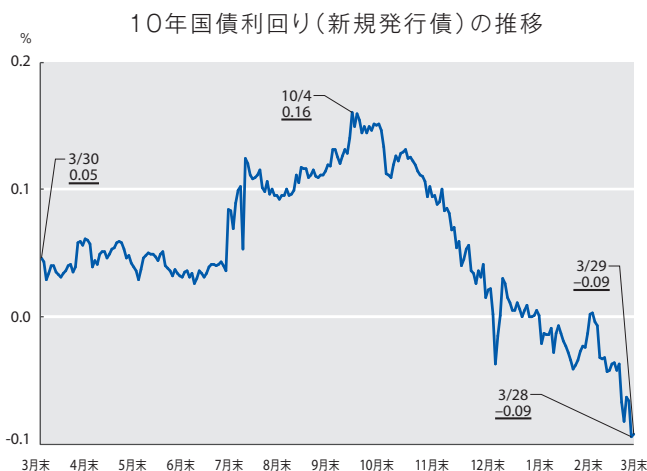
3 | 各資産の運用状況

[1] 国内債券

① 国内債券市場

10年国債利回りは、年度初めこそ狭いレンジ内での動きとなりましたが、2018年7月末の日銀金融政策決定会合のなかで、長期金利の変動幅を経済・物価情勢などに応じて上下にある程度変動するものとしたことで、金利に動きが生まれ一時0.16%水準まで上昇（債券価格は下落）しました。その後は、国内外の大幅な株安や、海外金利の大幅な低下を受け、2018年末にはマイナス水準を記録し、期末にかけて一段と低下（債券価格は上昇）しました。

年度では、10年国債利回りは、前年度末の0.05%から今年度末は-0.09%へと下落（債券価格は上昇）しました。

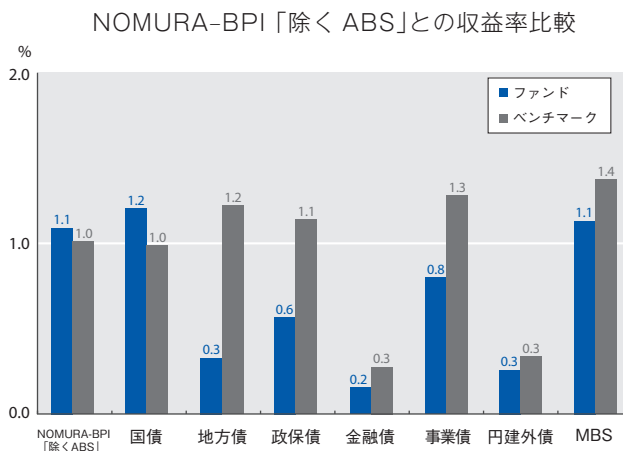
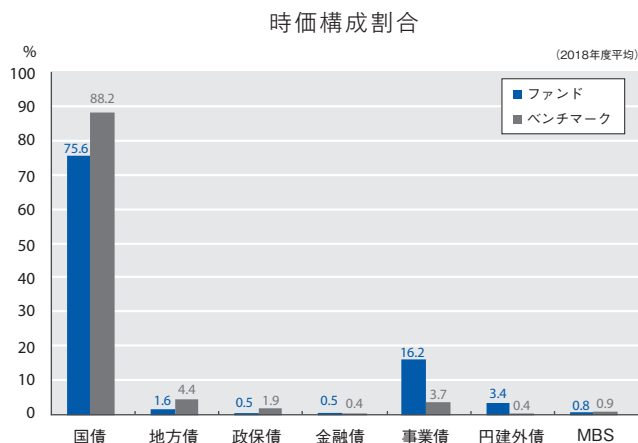


② 超過収益率

国内債券（市場運用分）のベンチマーク^(注)に対する超過収益率は、+0.05%（アクティブ運用+0.11%、パッシブ運用+0.03%）となりました。アクティブ運用については、国債セクターの銘柄選択等がプラスに寄与しました。

また、パッシブ運用については、概ねベンチマーク並みの収益率となりました。その結果国内債券全体では、概ねベンチマーク並みの超過収益率となりました。

[アクティブ運用の時価構成割合及び収益率]



(注) 国内債券のベンチマークは、NOMURA-BPI「除くABS」、NOMURA-BPI国債、NOMURA-BPI/GPIF Customized、NOMURA J-TIPS Index（フロアあり）及びNOMURA-BPI 物価連動国債プラスの複合インデックス（それぞれの運用金額による構成比で加重平均したもの）です。

③ 超過収益率の要因分解

国内債券(市場運用分)の超過収益率(+0.05%)を、ファンド要因^(注1)、ベンチマーク要因^(注2)及びその他要因^(注3)に分解すると、ファンド要因は+0.05%、ベンチマーク要因は+0.00%、その他要因は-0.00%となりました。

(単位:%)

時間加重収益率 ①	ベンチマーク ②	超過収益率 ①-②	ファンド要因	ベンチマーク要因	その他要因
1.43	1.38	+0.05	+0.05	+0.00	-0.00

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

[マネジャー・ベンチマーク別等の要因分解]

(単位:%)

	NOMURA-BPI 「除くABS」 (パッシブ)	NOMURA-BPI 国債 (パッシブ)	NOMURA-BPI/ GPIF Customized (パッシブ)	NOMURA-BPI 物価連動国債プラス (アクティブ)	物価連動国債 (アクティブ)	オルタナティブ (アクティブ)	合 計
ファンド要因	+0.00	+0.01	+0.01	+0.02	+0.00	-0.00	+0.05
ベンチマーク要因	+0.06	+0.22	-0.18	+0.08	-0.18	+0.00	+0.00

(注1) ファンド要因とは、個別ファンドとマネジャー・ベンチマークの収益率の差による要因です。各ファンドの時価総額平均残高を考慮し算出しています。物価連動国債ファンドのマネジャー・ベンチマークは、NOMURA J-TIPS Index (フロアあり)として算出しています。

(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」、NOMURA-BPI国債、NOMURA-BPI/GPIF Customized、NOMURA J-TIPS Index (フロアあり)及びNOMURA-BPI 物価連動国債プラスの複合インデックス(それぞれの運用金額による構成比で加重平均したもの))の収益率の差による要因です。各ファンドの時価総額平均残高を考慮し算出しています。

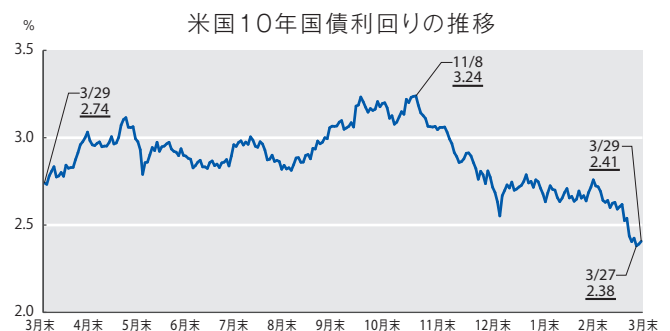
(注3) その他要因とは、計算上の誤差等の要因です。

[2] 外国債券

① 外国債券市場

米国10年国債利回りは、年度前半は、良好な米国経済環境などが金利の上昇要因となり、一時3.24%水準まで上昇(債券価格は下落)しました。一方で、年度後半は、世界経済と企業収益の先行きに対する懸念の高まりなどを受け利回りは低下(債券価格は上昇)に転じ、FRBが金融政策正常化に向けて慎重な姿勢を示したことで年度末にかけて大幅に低下(債券価格は上昇)しました。ドイツ10年国債利回りは、欧州経済の先行きや、英国のEU離脱情勢に対する懸念が高まったことや、欧州中央銀行(ECB)が新たな長期の資金供給策(TLTRO)を検討中としたことなどから、総じて低下(債券価格は上昇)基調で推移しました。

年度では、米国10年国債利回りは前年度末の2.74%から今年度末は2.41%へ、ドイツ10年国債利回りは前年度末の0.50%から今年度末は-0.07%へと共に下落(債券価格は上昇)しました。



② 外国為替市場

ドル／円は、年度前半は、FRBによる利上げを契機とする内外金利差の拡大がみられたことなどから、円安・ドル高が進みました。一方で、2018年末には、株価が大幅に下落する一方で、安全資産とされた米国債や日本円へ資金を振り向ける動きが強まり、円高・ドル安が進みました。その後、市場が落ち着きを取り戻すなかで、再び円安・ドル高基調となりました。

年度では、ドル／円は前年度末の106.35円から今年度末は110.69円となりました。

ユーロ／円は、欧州経済の先行きや英国のEU離脱を巡る不透明感、ECBが新たな長期の資金供給策(TLTRO)を検討中としたことなどから、期を通して円高・ユーロ安基調となりました。

年度では、ユーロ／円は前年度末の130.79円から今年度末は124.28円となりました。

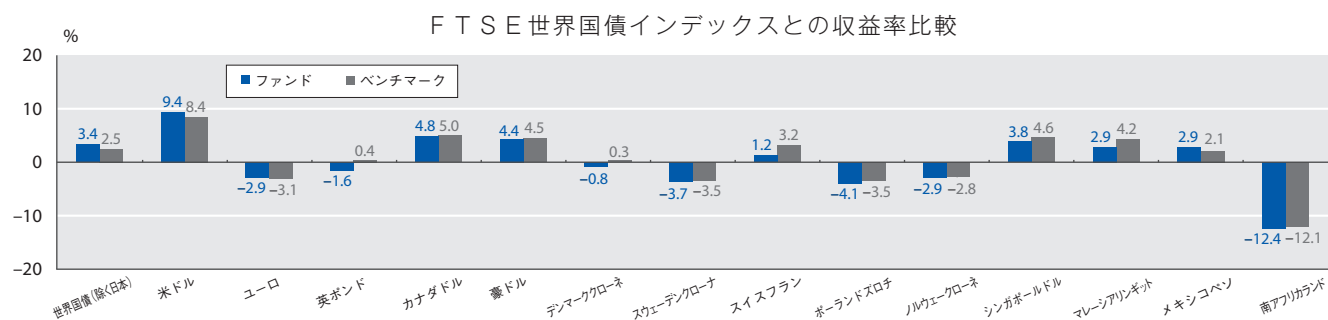
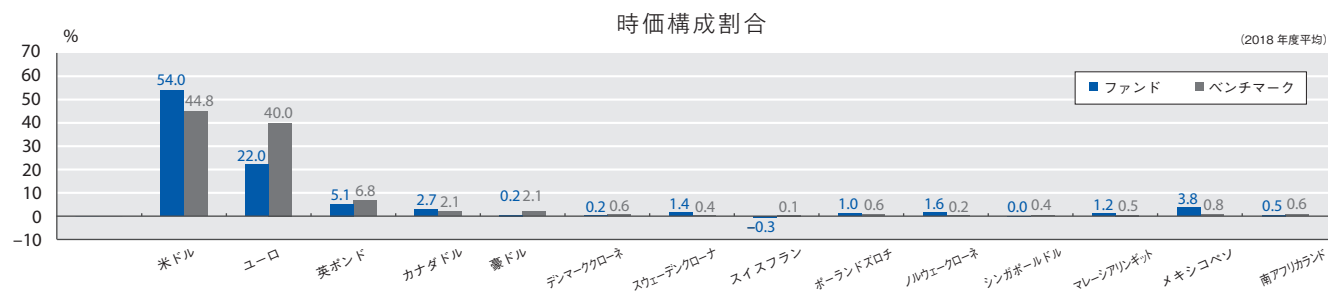


③ 超過収益率

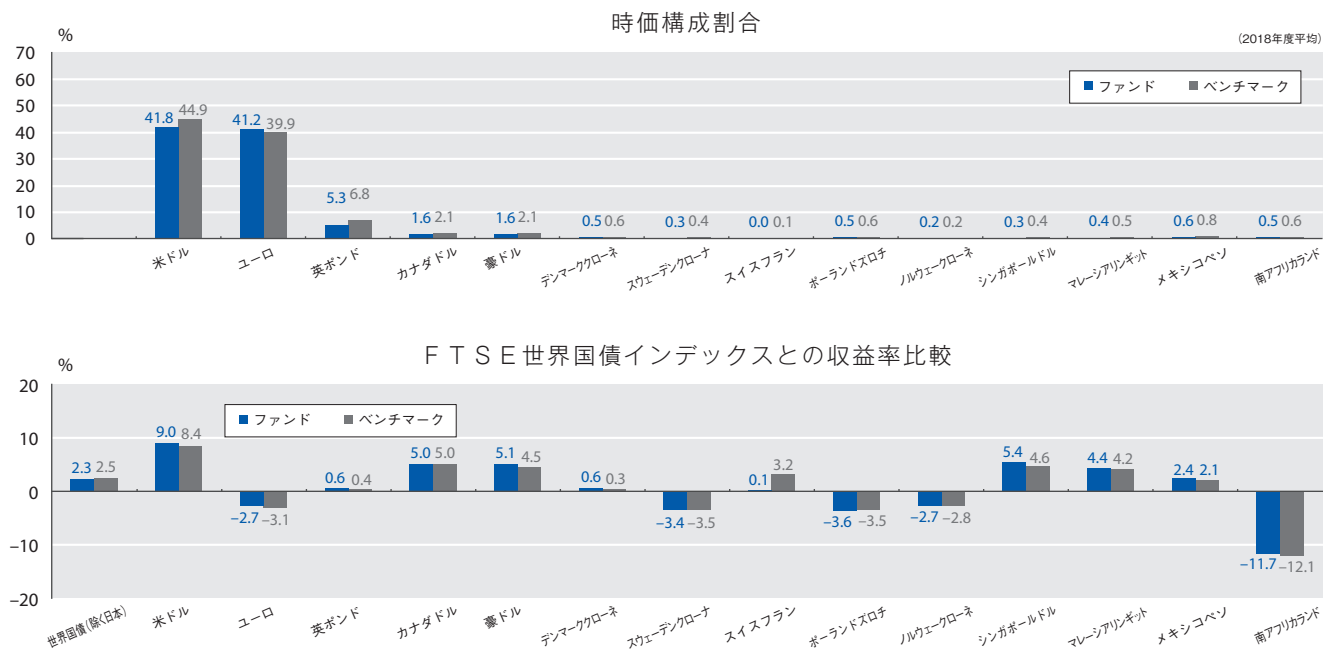
ベンチマーク^(注)に対する超過収益率は、+0.24% (アクティブ運用+0.89%、パッシブ運用-0.16%) となりました。アクティブ運用については、ユーロ建て債券の時価構成割合がベンチマークに比べて低めになっていたこと及び米ドル建て債券の時価構成割合がベンチマークに比

べて高めになっていたこと等がプラスに寄与しました。また、パッシブ運用については、ユーロ建て債券の時価構成割合がベンチマークに比べて高めになっていたこと等がマイナスに寄与しました。その結果外国債券全体では、+0.24%の超過収益率となりました。

〔アクティブ運用の時価構成割合及び収益率〕



【パッシブ運用の時価構成割合及び収益率】



(注) 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、ヘッジなし・円ベース) です。

④ 超過収益率の要因分解

外国債券の超過収益率 (+0.24%) を、ファンド要因^(注1)、ベンチマーク要因^(注2) 及びその他要因^(注3) に分解すると、ファンド要因は -0.13%、ベンチマーク要因は +0.40%、その他要因は -0.04% となりました。

(単位: %)

時間加重収益率 ①	ベンチマーク ②	超過収益率 ①-②	ファンド要因	ベンチマーク要因	その他要因
2.70	2.46	+0.24	-0.13	+0.40	-0.04

ベンチマーク要因において、グローバル総合及び米国総合のマネジャー・ベンチマークの収益率が、外国債券のベンチマーク収益率より高かったこと等が、プラスに寄与しました。

【運用スタイル別の要因分解】

(単位: %)

	世界国債 (パッシブ)	世界国債 その他 (パッシブ)	米国債 (パッシブ)	米国債 円ヘッジ (パッシブ)	米国債1-3年 (パッシブ)	欧州国債 (パッシブ)	欧州国債 円ヘッジ (パッシブ)
ファンド要因	+0.07	-0.00	-0.01	-0.00	+0.00	+0.01	-0.00
ベンチマーク要因	0.00	+0.00	+0.06	+0.02	+0.07	-0.36	+0.05

(単位: %)

	グローバル総合 (アクティブ)	米国総合 (アクティブ)	欧州総合 (アクティブ)	物価連動 (アクティブ)	米国ハイイールド (アクティブ)	欧州ハイイールド (アクティブ)	エマージング米ドル (アクティブ)	エマージング現地通貨 (アクティブ)	オルタナティブ (アクティブ)	合計
ファンド要因	-0.17	+0.01	-0.01	+0.00	-0.00	+0.00	-0.01	-0.00	-0.01	-0.13
ベンチマーク要因	+0.42	+0.24	-0.11	-0.00	+0.08	-0.04	+0.02	-0.06	0.00	+0.40

(注1) ファンド要因とは、個別ファンドとマネジャー・ベンチマークの収益率の差による要因です。各ファンドの時価総額平均残高を考慮し算出しています。

(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、ヘッジなし・円ベース)) の収益率の差による要因です。各ファンドの時価総額平均残高を考慮し算出しています。

(注3) その他要因とは、計算上の誤差等の要因です。

[3] 国内株式

① 国内株式市場

国内株式は、年度前半は上昇基調となりました。一方で、2018年末には、世界経済と企業収益の先行きに対する懸念や米国政策金利に対する先高感などから、海外市場の大幅な株安に加え、急速に円高が進行したことを受け、国内株式についても大幅に下落しました。その後、年度末にかけては、FRBが金融政策正常化に向けて慎重な姿勢を示したことなどから、市場が落ち着きを取り戻すなかで上昇に転じるも、戻り幅は限定的となりました。

年度では、東証株価指数（TOPIX 配当なし）は前年度末の1,716.30ポイントから今年度末は1,591.64ポイントへと下落しました。

東証株価指数（TOPIX 配当なし）の推移



日経平均株価の推移

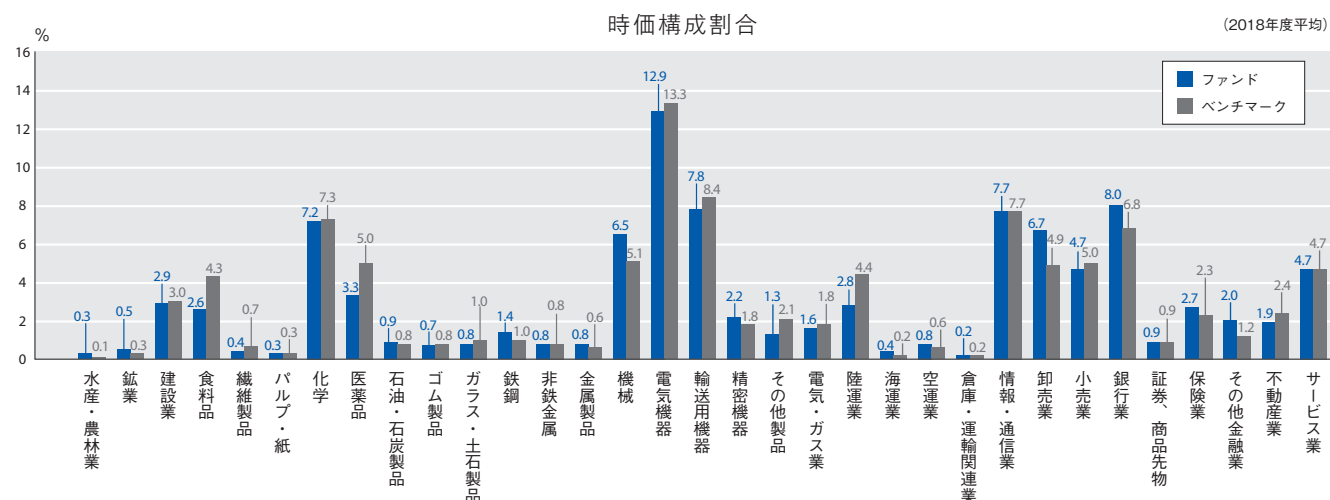


② 超過収益率

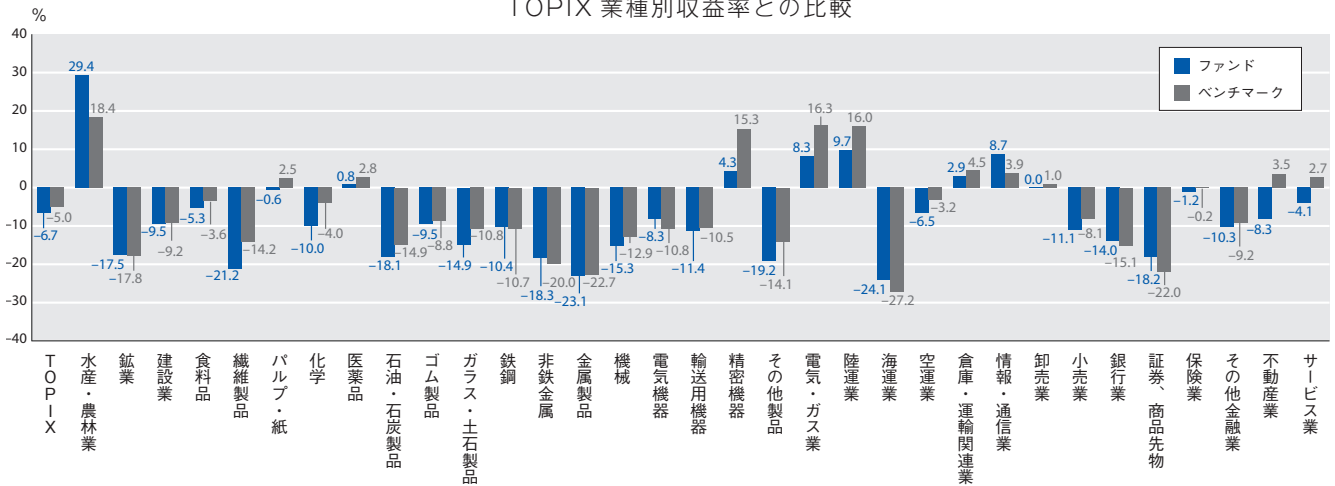
ベンチマーク^(注1)に対する超過収益率は、-0.05%（アクティブ運用-1.62%、パッシブ運用+0.13%）となりました。アクティブ運用については、化学及び陸運業セクターの銘柄選択等がマイナスに寄与しました。また、パッシブ運用については、S&P GIVI Japan等のベンチマークの収益率が、TOPIXの収益率より高かったこと等がプラスに寄与しました。その結果国内株式全体では、-0.05%の超過収益率となりました。

シブ運用については、S&P GIVI Japan等のベンチマークの収益率が、TOPIXの収益率より高かったこと等がプラスに寄与しました。その結果国内株式全体では、-0.05%の超過収益率となりました。

〔アクティブ運用の時価構成割合及び収益率〕

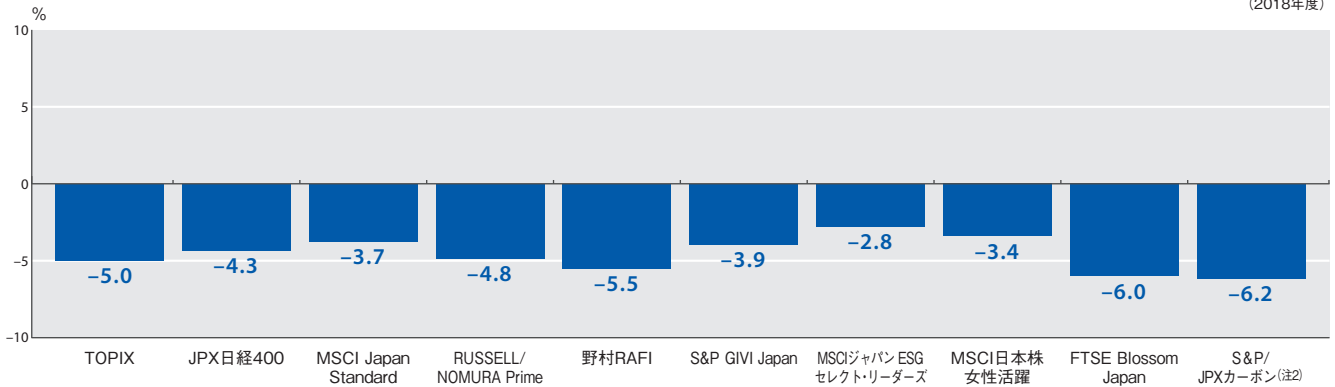


TOPIX 業種別収益率との比較



[パッシブ運用のマネジャー・ベンチマーク収益率]

(2018年度)



(注1) 国内株式のベンチマークは、TOPIX (配当込み) です。

(注2) S&P/JPXカーボンの収益率は、取得を開始した2018年8月末からのものです。

③ 超過収益率の要因分解

国内株式全体の超過収益率（－0.05％）を、ファンド要因^(注1)、ベンチマーク要因^(注2)及びその他要因^(注3)に分解すると、ファンド要因は－0.15％、ベンチマーク要因は＋0.13％、その他要因は－0.03％となりました。

（単位：％）

時間加重収益率 ①	ベンチマーク ②	超過収益率 ①－②	ファンド要因	ベンチマーク要因	その他要因
－5.09	－5.04	－0.05	－0.15	＋0.13	－0.03

ファンド要因において、TOPIX及びRUSSEL/NOMURA Large Cap Valueをマネジャー・ベンチマークとするアクティブ運用の収益率が、マネジャー・ベンチマークの収益率より低かったこと等が、マイナスに寄与しました。

[マネジャー・ベンチマーク別等の要因分解]

（単位：％）

	TOPIX (パッシブ)	JPX日経 400 (パッシブ)	RUSSELL/ NOMURA Prime (パッシブ)	MSCI Japan Standard (パッシブ)	MSCIジャパン ESGセレクト・ リーダーズ (パッシブ)	MSCI日本株 女性活躍 (パッシブ)	FTSE Blossom Japan (パッシブ)	S&P/ JPX カーボン (パッシブ)	S&P GIVI Japan (パッシブ)	野村 RAFI (パッシブ)
ファンド要因	－0.01	－0.00	＋0.00	－0.00	－0.00	－0.00	－0.00	＋0.00	＋0.00	－0.00
ベンチマーク要因	0.00	＋0.04	＋0.01	＋0.01	＋0.04	＋0.02	－0.01	＋0.00	＋0.06	－0.02

（単位：％）

	TOPIX (アクティブ)	RUSSELL/ NOMURA Large Cap Value (アクティブ)	RUSSELL/ NOMURA Small Cap (アクティブ)	RUSSELL/ NOMURA Small Cap Growth (アクティブ)	MSCI Japan Small (アクティブ)	オルタナティブ (アクティブ)	合 計
ファンド要因	－0.07	－0.06	＋0.01	＋0.01	－0.03	＋0.00	－0.15
ベンチマーク要因	0.00	＋0.03	－0.01	－0.01	－0.01	0.00	＋0.13

（注1）ファンド要因とは、個別ファンドとマネジャー・ベンチマークの収益率の差による要因です。各ファンドの時価総額平均残高を考慮し算出しています。

（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））の収益率の差による要因です。各ファンドの時価総額平均残高を考慮し算出しています。

（注3）その他要因とは、計算上の誤差等の要因です。

④ 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（2018年度実績 約6.7億円）。また、食品・家庭用品等は日本赤十字社や東京都社会福祉協議会及び神奈川県共同募金会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

米国株式は、年度前半は良好な米国経済環境などが追い風となり、ダウ平均株価指数が一時過去最高値を更新するなど、上昇基調となりました。一方、2018年末には、世界経済と企業収益の先行きに対する懸念及び米国政策金利の先高感などから投資家のリスク回避姿勢が高まり、大幅に下落しました。その後、年度末にかけては、FRBが金融政策正常化に向けて慎重な姿勢を示したことなどから、市場が落ち着きを取り戻すなかで大きく値を戻し、高値圏を試す展開となりました。

ドイツ株式は、米国株式と同様に2018年末に大幅に下落した後、年度末にかけては、市場が落ち着きを取り戻すなかで上昇に転じましたが、欧州経済の先行きや英国のEU離脱を巡る不透明感などが重しとなり、戻り幅は限定的となりました。

年度では、ダウ平均株価指数は前年度末の24,103.11ドルから今年度末は25,928.68ドル、ドイツDAX株価指数は前年度末の12,096.73ポイントから今年度末は11,526.04ポイントとなりました。

米国株式（NYダウ）の推移



米国株式（ナスダック）の推移



ドイツ株式（DAX）の推移



イギリス株式（FT100）の推移

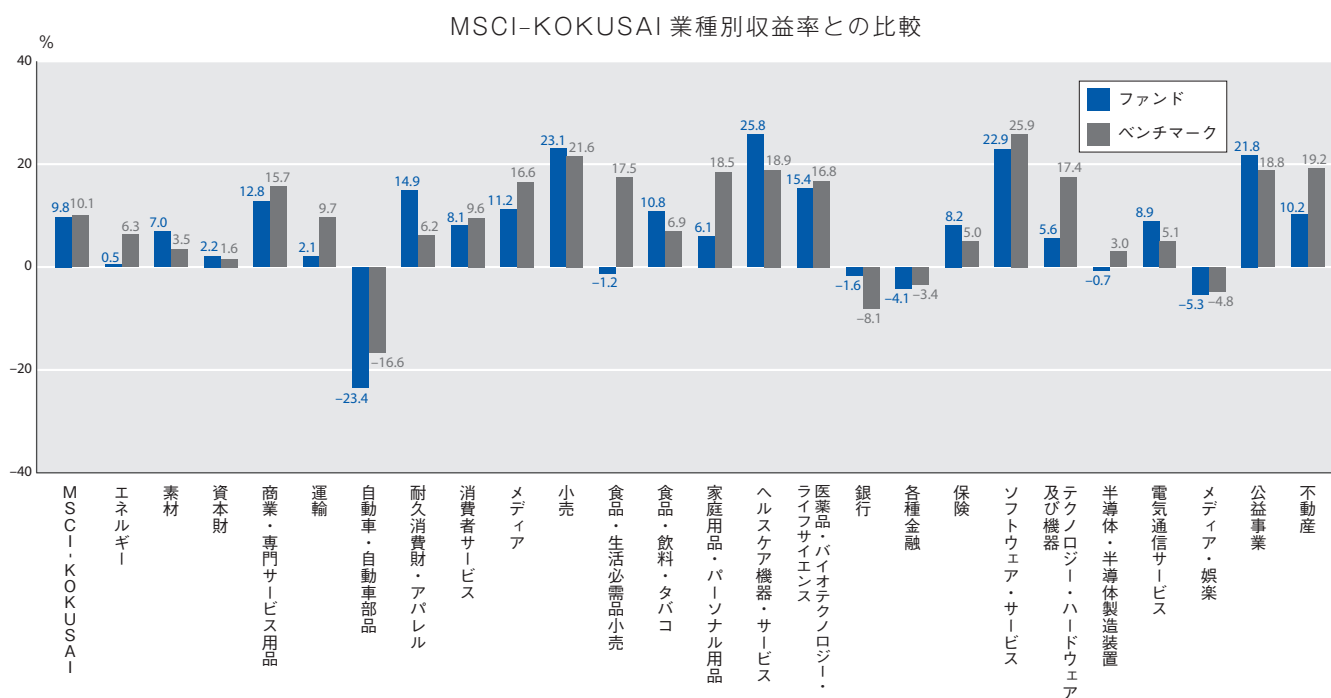
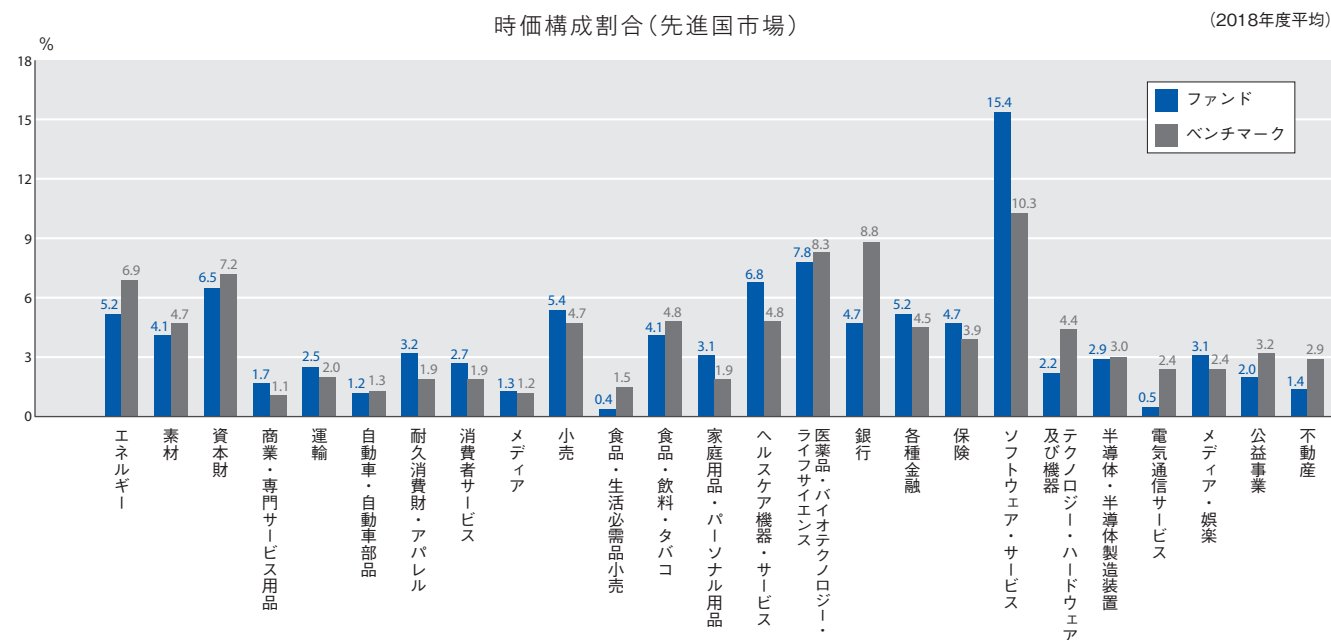


② 超過収益率

ベンチマーク^(注)に対する超過収益率は、 -0.09% （アクティブ運用 $+0.85\%$ 、パッシブ運用 -0.09% ）となりました。アクティブ運用については、先進国市場においては、銀行セクターの時価構成割合がベンチマークに比べて低めになっていたこと及びヘルスケア機器・サービスセクターの銘柄選択等がプラスに寄与しました。エマー

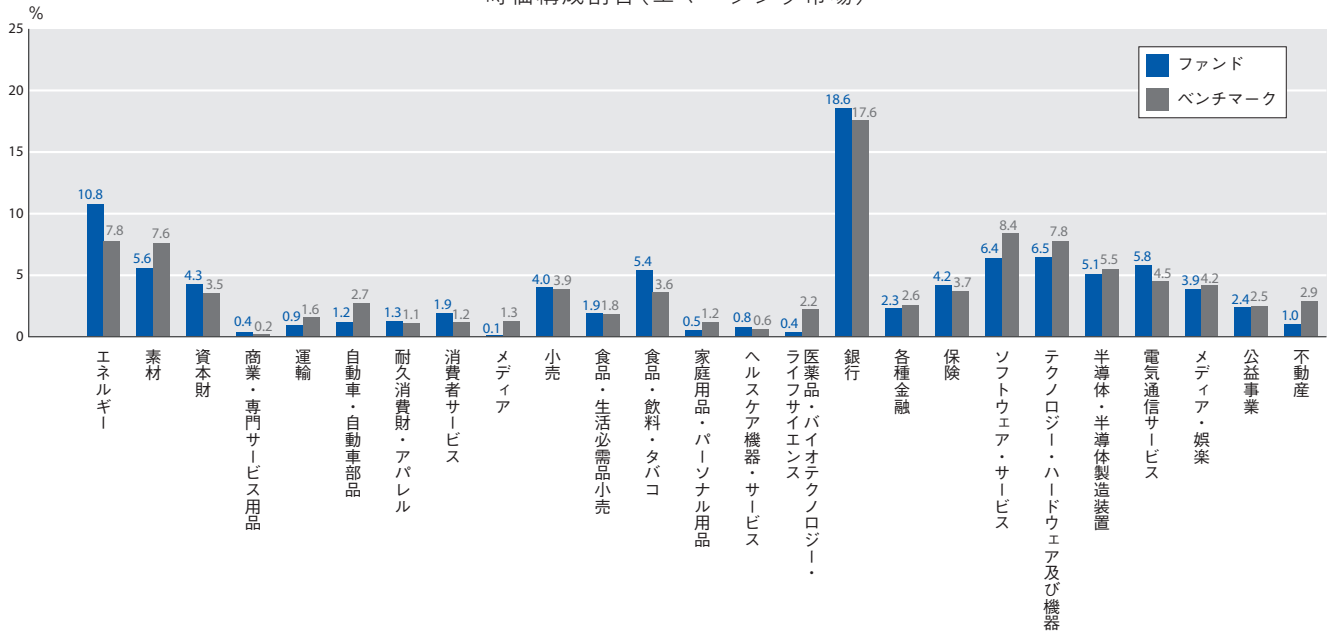
ジング市場においては、エネルギーセクターの時価構成割合がベンチマークに比べて高めになっていたこと及び耐久消費財・アパレルセクターの銘柄選択等がプラスに寄与しました。また、パッシブ運用については、概ねベンチマーク並みの収益率となりました。その結果外国株式全体では、 -0.09% の超過収益率となりました。

〔アクティブ運用の時価構成割合及び収益率〕

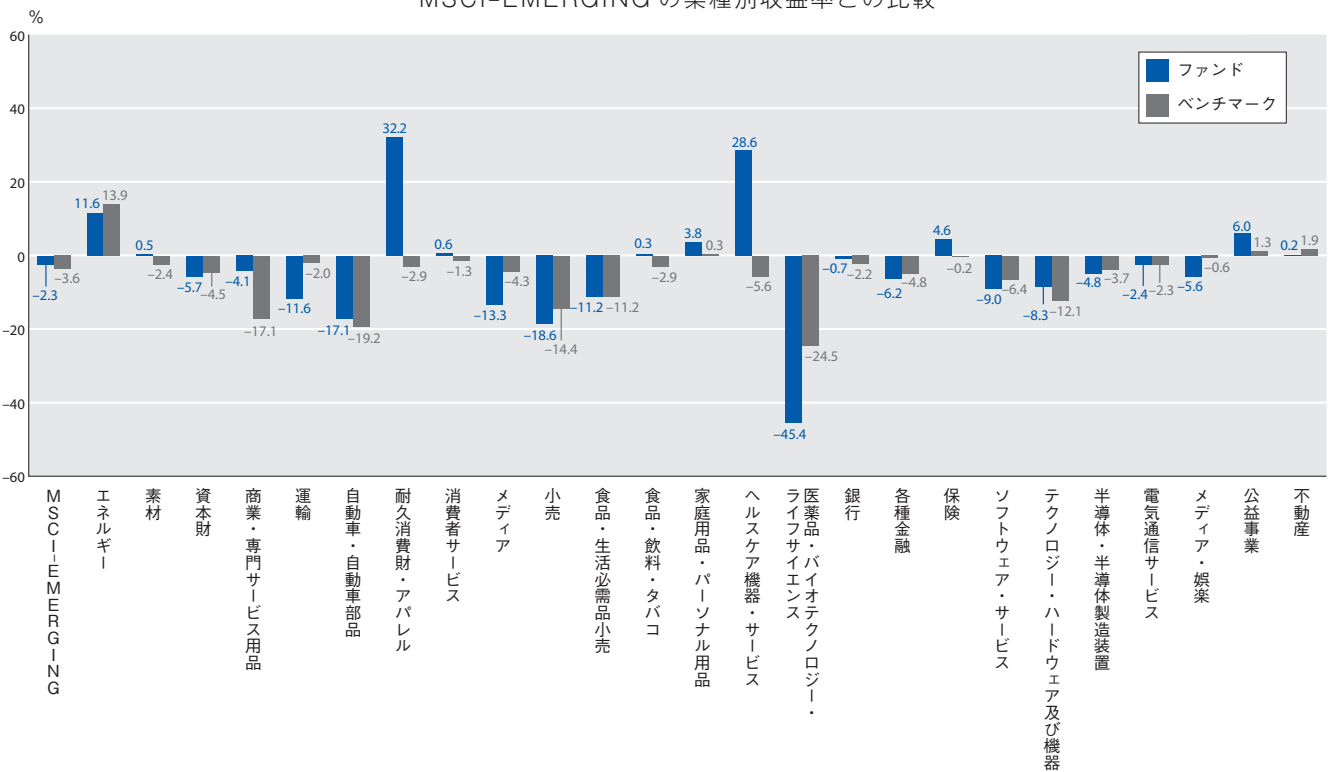


時価構成割合(エマージング市場)

(2018年度平均)



MSCI-EMERGING の業種別収益率との比較



(注) 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後) です。

③ 超過収益率の要因分解

外国株式全体の超過収益率(−0.09%)を、ファンド要因^(注1)、ベンチマーク要因^(注2)及びその他要因^(注3)に分解すると、ファンド要因は−0.16%、ベンチマーク要因は+0.11%、その他要因は−0.04%となりました。

(単位:%)

時間加重収益率 ①	ベンチマーク ②	超過収益率 ①−②	ファンド要因	ベンチマーク要因	その他要因
8.12	8.21	−0.09	−0.16	+0.11	−0.04

ファンド要因において、先進国(アクティブ)及びACWI(パッシブ)の収益率が、マネジャー・ベンチマークの収益率より低かったこと等が、マイナスに寄与しました。

【運用スタイル別の要因分解】

(単位:%)

	ACWI (パッシブ)	北米 (パッシブ)	欧州中東 (パッシブ)	太平洋 (パッシブ)	エマージング (パッシブ)	S&P カーボン (パッシブ)	先進国 (アクティブ)	エマージング (アクティブ)	オルタナティブ (アクティブ)	合計
ファンド要因	−0.07	−0.00	−0.00	−0.00	−0.00	−0.01	−0.09	+0.01	+0.00	−0.16
ベンチマーク要因	−0.01	−0.01	−0.01	+0.01	−0.03	−0.00	+0.25	−0.10	−0.00	+0.11

(注1) ファンド要因とは、個別ファンドとマネジャー・ベンチマークの収益率の差による要因です。各ファンドの時価総額平均残高を考慮し算出しています。

(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後))の収益率の差による要因です。各ファンドの時価総額平均残高を考慮し算出しています。

(注3) その他要因とは、計算上の誤差等の要因です。



[5] 自家運用

GPIFは、運用の効率化や必要な流動性の確保の観点から、運用資産の一部について、資産管理機関を利用しつつ、自ら管理及び運用を行っています^(注)。

① 国内債券パッシブファンド

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

また、国内債券パッシブファンドでは、保有している国債を有効に活用して収益の向上を図るため、自家運用資産の管理を受託する資産管理機関において特定運用信託契約に基づく国債の貸付運用を行っています。

	2018年度				
	時価総額	時間加重収益率 (債券貸付運用含む)	ベンチマーク	債券貸付運用	
				運用資産(額面)	収益額
BPI「除くABS」型ファンド	13,671億円	1.95%	1.89%	3,300億円	1億円
BPI国債型ファンド	93,462億円	2.08%	2.04%	34,000億円	12億円

② キャッシュアウト等対応ファンド

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

また、キャッシュアウト等対応ファンドでは、保有している国債を有効に活用して収益の向上を図るため、自家運用資産の管理を受託する資産管理機関において特定運用信託契約に基づく国債の貸付運用を行っています。

	2018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
キャッシュアウト等対応ファンド	125,999億円	0.79%	0.76%	56,980億円	10億円

③ 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いました。

	2018年度	
	時価総額	時間加重収益率
物価連動国債ファンド	30,354億円	-1.05%

④ 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。なお、短期資産の残高が7.6兆円となったのは、投資判断に加え、厚生年金基金の代行返上等の影響により、想定に反してキャッシュインが続いたことによるものです。

	2018年度	
	時価総額	時間加重収益率
短期資産ファンド	76,285億円	-0.01%

⑤ 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、2018年度においては、米国財務省短期証券等による運用を行いました。

	2018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	523億円	5.52%

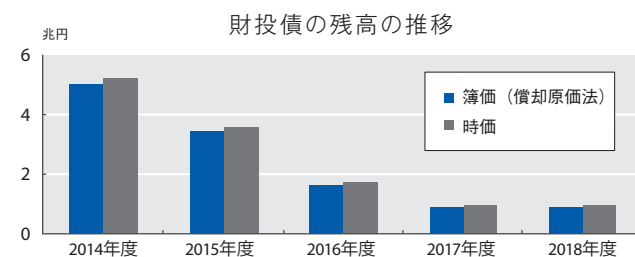
⑥ 財投債ファンド

厚生労働大臣の指示に従い引き受けた満期保有目的の財投債については、独立行政法人会計基準に従い、原価法（引受価格と券面額との間に差がある場合には、償却原価法）に基づき簿価による評価を行うこととされています。ただし、年金積立金の適正な管理に資するため、満期保有目的とする財投債の時価による評価も併せて行

年限種別	簿価（償却原価法）	時 価
20年債	8,963億円	9,576億円
合 計	8,963億円	9,576億円

（注）いずれの数値も未収収益を含めた額です。

い、開示することとされています。2018年度の財投債ファンドの収益額は172億円、収益率は1.93%（財投債元本平均残高（8,891億円）に対する収益額の比率）となりました。また、2018年度末における財投債の状況は以下の通りです。



（参考） 2018年度末平均残存年数 3.24年

（注）①～③・⑥は国内債券として区分しており、④・⑤は短期資産として区分しています。また、短期資産には、④・⑤のほかに、特別会計で管理する積立金が含まれます。（詳細は18ページをご覧ください。）

[6] 運用リスク管理

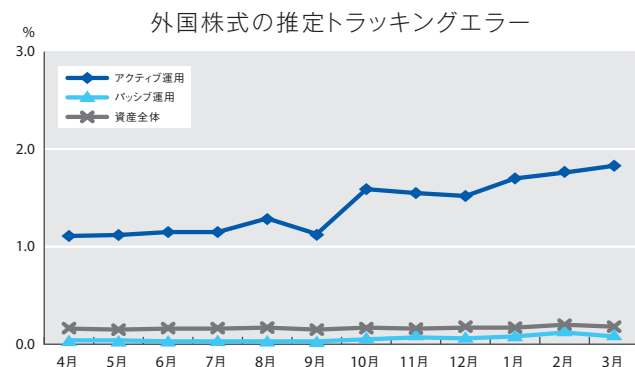
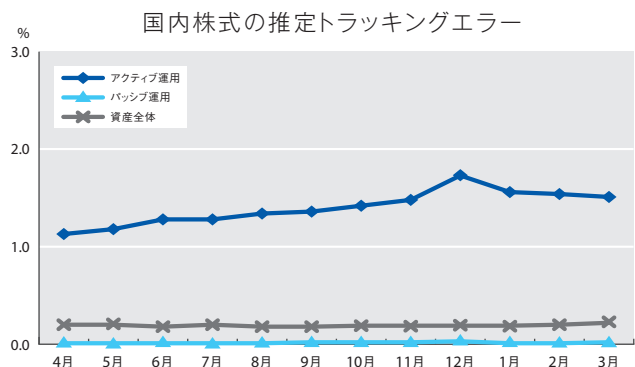
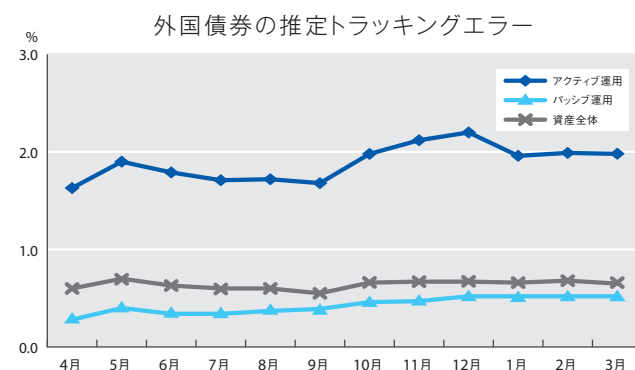
① トラッキングエラー

リスク管理項目のうち代表的なものであるトラッキングエラーは、分析ツール等を用いて将来の超過収益率のばらつき量を推測する推定トラッキングエラーと、過去の超

過収益率のばらつき具合からリスクの傾向を把握する実績トラッキングエラーにより管理しています。

[推定トラッキングエラー]

推定トラッキングエラーは、国内債券は大きな変動はなく安定的に推移しました。国内株式、外国株式及び外国債券アクティブ運用の推定トラッキングエラーは、金融市場のボラティリティ上昇や信用スプレッド拡大等が影響し、上昇しました。



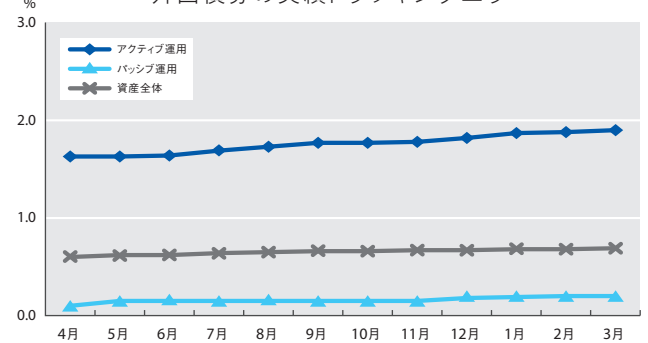
【実績トラッキングエラー】

実績トラッキングエラーは、各資産とも年度を通じて大きな変動はなく安定的に推移しました。

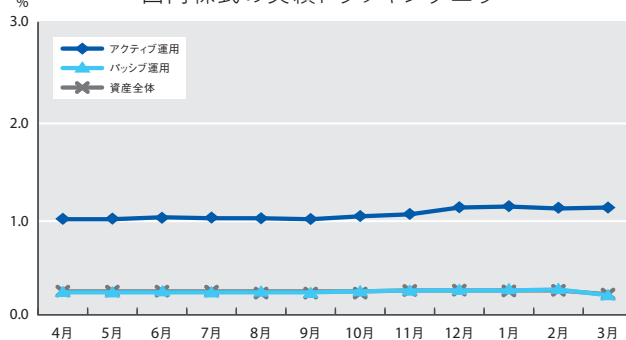
国内債券の実績トラッキングエラー



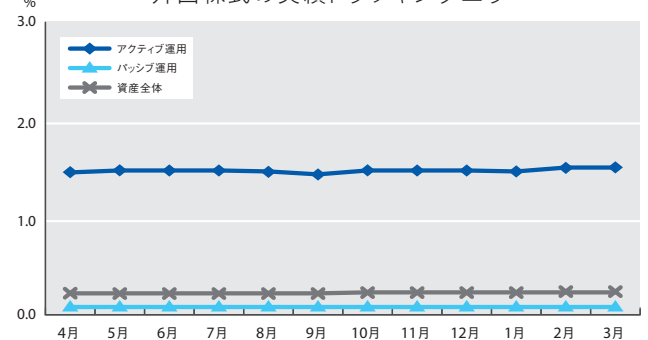
外国債券の実績トラッキングエラー



国内株式の実績トラッキングエラー



外国株式の実績トラッキングエラー



② 債券アクティブ運用のデュレーションの対ベンチマーク乖離幅の推移

債券においては、アクティブ運用の市場リスクを把握する代表的な指標として、債券価格の金利感応度を示すデュレーションがあります。

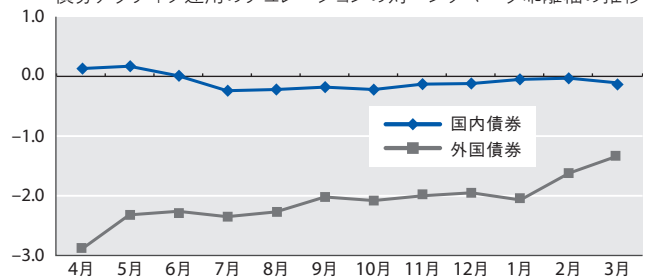
国内債券アクティブ運用は、

－0.24から0.17の幅で推移しました。

外国債券アクティブ運用は、

－2.91から－1.33の幅で推移しました。

債券アクティブ運用のデュレーションの対ベンチマーク乖離幅の推移



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

③ 株式アクティブ運用の β 値の推移

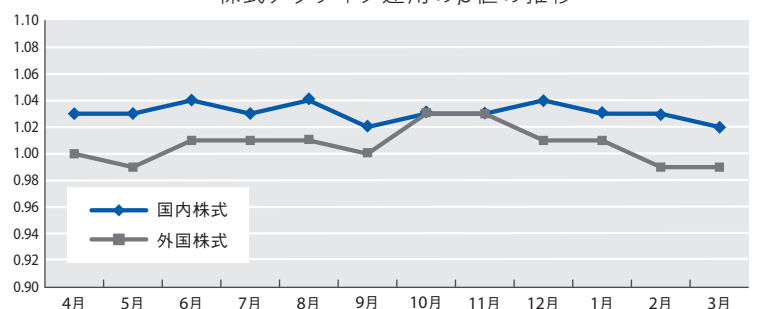
株式においては、アクティブ運用の市場リスクを把握する代表的な指標として、ベンチマーク収益率に対する感応度を示す β 値があります。

国内株式アクティブ運用は、

1.02から1.04の幅で推移しました。

外国株式アクティブ運用は、

0.99から1.03の幅で推移しました。

株式アクティブ運用の β 値の推移

④ 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。ただし、運用手法の特性によりこの格付に満たない銘柄とする場合等上記によらない合理的な理由があることをGPIFが事前に承認したときは、この限りでないとしています。2018年度において、国内債券及び外国債券について、運用手法の特性によりBBB格以上の格付を得ていない債券への投資を行っております。^(注)

(注)対象は、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。)以外の債券です。外国債券については、すべての債券です。

[自家運用]

ア. 国内債券パッシブファンド等(BPI「除くABS」型ファンド、BPI国債型ファンド及びキャッシュアウト等対応ファンド)

○格付別保有状況

BPI「除くABS」型ファンド及びキャッシュアウト等対応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。2018年度において、格下げによりBB格以下の格付となった銘柄の保有がありましたが、業務方針に基づき適切な対応を図っています。^(注)

○債券貸付運用の取引先

BPI「除くABS」型ファンド、BPI国債型ファンド及びキャッシュアウト等対応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でもBB格以下の格付を得ていないこととしています。2018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)対象は、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。)以外の債券です。

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でもBB格以下の格付を得ていないこととしています。2018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。

⑤ 内外株式の保有状況

○同一企業発行株式の保有状況

同一企業が発行する株式への投資は、各ファンド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。2018年度において、国内株式では一時的に5%を超過しましたが、外国株式では基準を超えるものではありませんでした。

4 | オルタナティブ資産の運用

[1] 概要

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、株式市場等の価格変動の影響を受けにくいことから、ポートフォリオに組み入れることにより運用の効率性の向上及び年金財政の安定に寄与する効果が期待できます。また、長期投資家としてオルタナティブ資産に係る流動性リスクを取ることでプレミアムの獲得も期待されています。

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

を重ねてまいりました。中でも2012年度に実施した委託調査研究では、同運用には流動性の犠牲に伴う投資プレミアムの獲得、分散投資による効率性の向上が期待できることが報告されました。このような研究の結果も踏まえて2017年度よりオルタナティブ資産運用の充実を図っています。なお厚生労働大臣が認可した現中期計画（2015年度～2019年度）において、資産全体の5%を上限にオルタナティブ資産（インフラストラクチャー、プライベート・エクイティ、不動産）の運用を行うことが認められています。



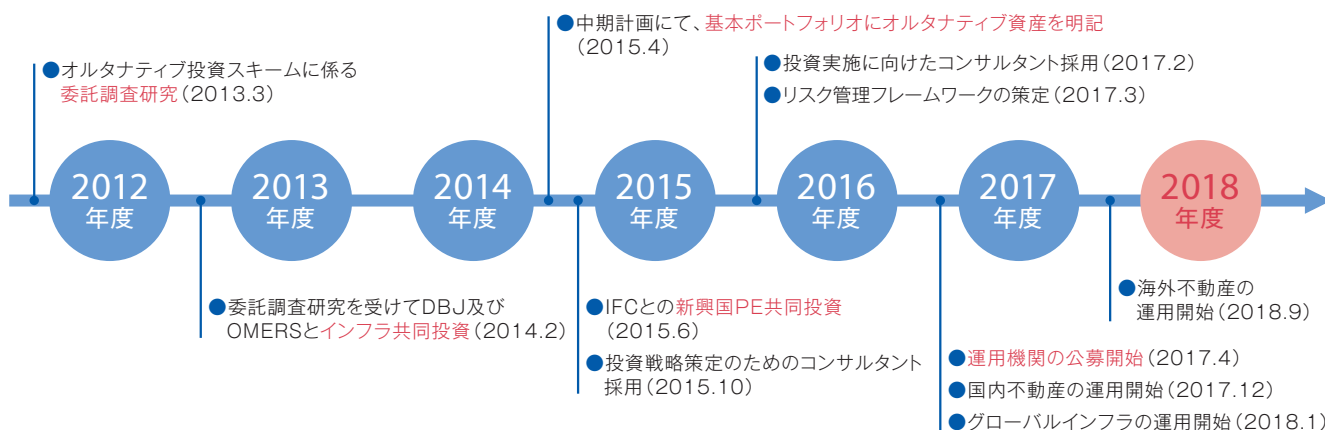
② これまでの投資実績

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年度には、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に係る公募を開始し、GPIF向けにカスタマイズされたマルチ・マネジャー戦略[※]を、投資一任契約に基づいて実行する運用受託機関の選定を進めてきました。

この間、専門人材を継続的に採用し専門部署（オルタナティブ投資室）を設置するとともに、コンサルタント等を活用

した投資戦略の検討（2015年度以降）及びリスク管理フレームワークの策定などを通じて、オルタナティブ資産の運用体制を整備・強化してまいりました。オルタナティブ資産の運用は個性性が強く、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まいります。

※マルチ・マネジャー戦略とは、複数の投資ファンドかつそれを運用する個別ファンドマネジャーを採用する運用手法です。これを実施するマネジャーにより組成されるファンド・オブ・ファンズに投資します。GPIFは投資判断を全て、運用受託機関に一任しています。



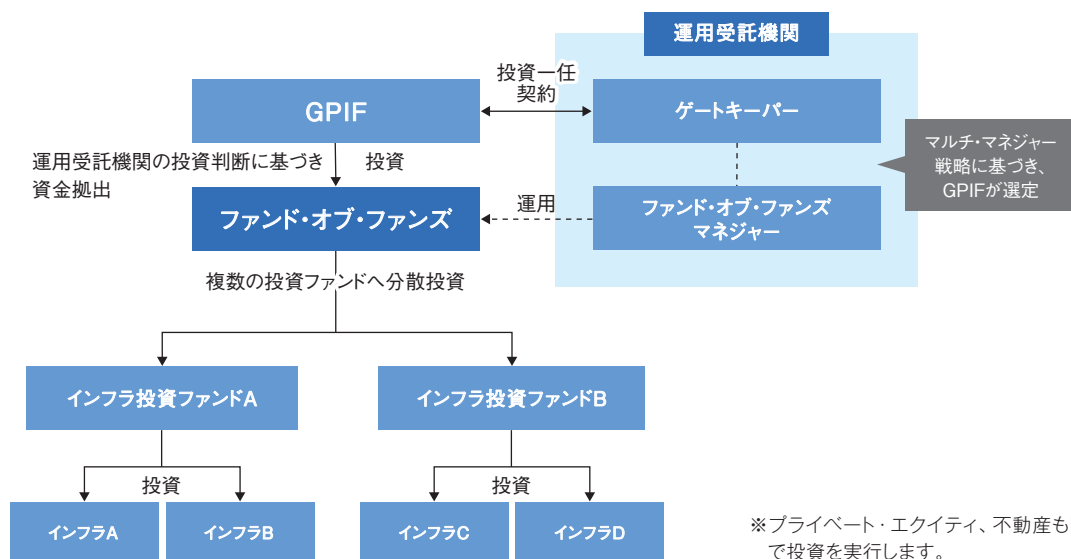
③2018年度の主な活動

ア. ゲートキーパー及びファンド・オブ・ファンズマネジャーの公募・選定

2018年度は、引き続きマネジャー・エントリー制度を活用したオルタナティブ資産に係る公募を継続し、GPIF向けにカスタマイズされたマルチ・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。

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

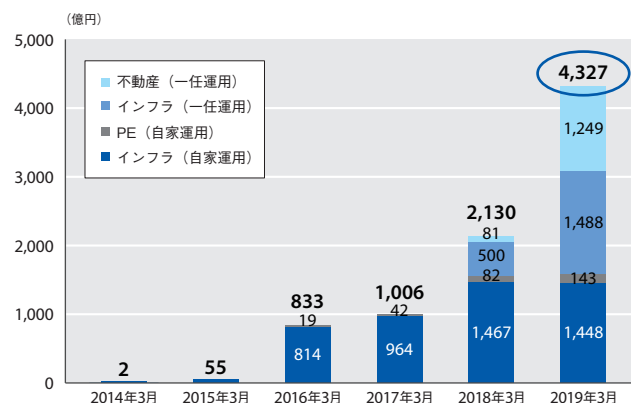
〈(例)インフラストラクチャーの運用スキームのイメージ〉



選定された運用受託機関による投資も進捗し、2019年3月末時点のオルタナティブ資産全体の時価総額は4,327億円（年金積立金全体に占める割合は0.26%）となりました。運用は投資一任契約方式により行っており、選定された運用受託機関は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。

運用開始後は、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。

投資開始来のオルタナティブ投資の時価推移



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

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

資家の間でも、オルタナティブ資産運用の際の一般的手法として導入されています。

GPIFではこの政令の改正を受けて、2017年度より、LPS手法による投資を開始するための人員体制等の考え方について整理を行っており、2018年度は、これまで整理した考え方に基づき、実行に向けた体制整備を継続してまいりました。

[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投資（インフラ投資）とは、電力発送電、パイプライン、鉄道などのインフラストラクチャーへの投資をいい、長期にわたり安定した利用料収入が期待できることから、海外の年金基金ではインフラを対象とするファンド等への投資が有力な投資手法となっています。

インフラ投資の中でも、特に社会・経済活動に不可欠で、当局による規制環境等が確立されており、長期契約に基づく安定した利用料収入等が期待されるものを「コア型」といい、今回の主な投資対象としています。投資したインフラ資産は、一般的に10年以上の長期にわたり保有されます。当該投資資金は、最終的には、他の投資家への売却などにより回収されます。



② GPIF の投資

ア．運用方針

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

イ．投資対象とスキーム

主に稼働中のインフラ資産のエクイティ（投資持分）及びその収入を裏付とするデット（債権）への投資を行います。

(i) 自家運用での投資信託の購入

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

(ii) 投資一任（ファンド・オブ・ファンズ形式）

2018年度は、下記ファンドについて投資が進み、「コア型」のインフラ資産を中心とした分散投資ポートフォリオが構築されています。

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

GK：ゲートキーパー

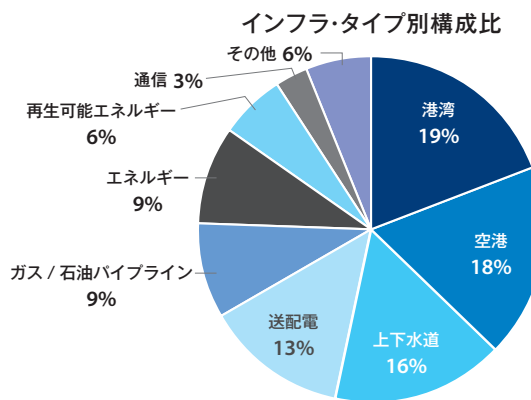
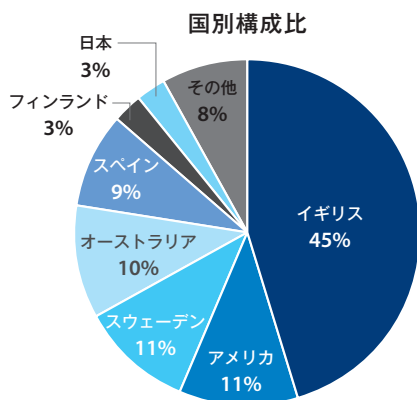
FoF マネジャー：ファンド・オブ・ファンズ・マネジャー

ウ. 運用状況

インフラ投資の2019年3月末時点の時価総額は2,935億円となりました。

国別では、イギリスの割合が最も多く、ポートフォリオ全体の45%を占めており、その他アメリカ11%、スウェーデン11%などとなっています。インフラ・タイプ別では、港湾19%、空港18%、上下水道16%などとなっ

ており、安定した収入が期待できる「コア型」のインフラ資産を中心に分散投資されています。運用を開始した2014年2月以来の海外インフラ投資全体の内部収益率(IRR)は米ドル建てで1.76%、国内インフラ投資全体の内部収益率(IRR)は円建てで2.78%です。また、2018年度に受領した配当金は合計13億円です。



〈インフラ投資事例1〉

風力発電施設 —ポルトガル—

欧州を投資対象とするインフラファンドから、ポルトガルにおける大手風力発電事業会社へ投資しています。同社は、27箇所の発電施設で構成され、合計1,082MWの発電力を有するポルトガルで2番目に大きな風力発電施設のポートフォリオを運営しています。発電した電気を、固定価格買取制度を利用して売電し、長期的に安定した収入を得ています。



With the permission of Finerge

〈インフラ投資事例2〉

通信タワー会社 ―フランス―

OECD諸国を投資対象とするインフラファンドから、独立系最大手の通信タワー会社へ投資しています。無線通信タワーや屋上設置型タワーなど約1万塔を所有しています。フランス全土における高速通信及びデータ需要の増大に応えるため、大手通信業者と連携し、市民の生活に欠かせない通信インフラを運営しています。



〈インフラ投資事例3〉

太陽光発電施設 ―日本―

5年を超える安定稼働実績のある、国内最大規模の太陽光発電施設(メガソーラー)を保有するファンドへ投資しています。発電した電気を、固定価格買取制度を利用して売電し、長期的に安定した収入を得ています。また敷地内には、国内希少野生動植物種が生息しており、約1万㎡の生息地の保護を行うなど、自然との共生に配慮した施設となっています。



[3] プライベート・エクイティ

① 概要

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

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

② GPIF の投資

ア．運用方針

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

イ．投資対象とスキーム

非上場企業の株式（プライベート・エクイティ（PE））及び債権（プライベート・デット）等への投資を行います。

(i) 自家運用での投資信託の購入

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

(ii) 投資一任（ファンド・オブ・ファンズ形式）

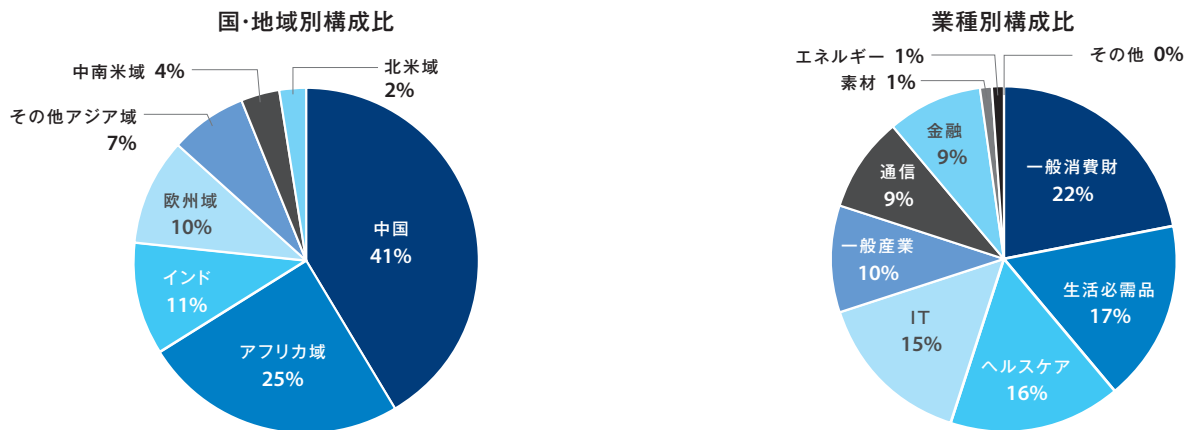
2017年度より、マネジャー・エントリー制度を活用して投資一任（ファンド・オブ・ファンズ形式）の運用受託機関の選定を進めているところです。

ウ. 運用状況

プライベート・エクイティ投資の2019年3月末時点の時価総額は143億円となりました。プライベート・エクイティ投資はJ-カーブ効果(投資ポートフォリオ構築中には投資のためのキャッシュアウトが先行し、投資リターンがマイナスになる現象)があることが一般的ですが、保有する投資信託は運用開始から3年9ヶ月が経過し、投資ポートフォリオの価値向上が着実に進むとともに一部では投資対象先からの投資回収も始まっています。その結果、

2019年3月末時点における運用開始以来の米ドル建て内部収益率(IRR)は3.43%となり、2018年3月末時点での-5.85%からプラスに転じています。

投資ポートフォリオの国・地域別、業種別構成は運用開始時の想定どおり、新興国の成長分野を中心に分散されています。なお、今後は投資一任(ファンド・オブ・ファンズ形式)の投資を通じて、先進国を中心に分散投資を進めていく予定です。



[4] 不動産

① 概要

GPIFが行う不動産投資ではオフィス、商業施設、賃貸住宅、物流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」)を採用しており、これは海外の年金基金でも有力な投資手法となっています。一方で不動産マーケットにはサイクル(需給関係・金融情勢等による価

格の変動)があること、また案件あたりの投資金額が比較的大きくなる傾向もあることから、投資のタイミング・対象種別等を分散させること(分散投資)が重要となります。また管理運営を適切に行える専門会社(アセットマネジャー、プロパティマネジャー等)も十分に活用し、その長期的資産価値を維持する体制も必要です。

② GPIF の投資

ア. 運用方針

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

イ. 投資対象とスキーム

主に稼働中の不動産のエクイティ(投資持分)及びその収入を裏付とするデット(債権)への投資を行います。

(i) 投資一任(ファンド・オブ・ファンズ形式)

2018年度は、海外における不動産投資の運用受託機関を選定しました。2017年度に選定した国内不動産も加えた、下記ファンドについて投資が進み、「コア型」中心の分散投資ポートフォリオが構築されています。

運用受託機関名	運用スタイル	運用開始年月
GK 兼 FoF マネジャー: 三菱UFJ信託銀行株式会社	ジャパン・コア型	2017年12月
GK: アセットマネジメントOne株式会社 FoF マネジャー: CBRE Global Investment Partners Limited	グローバル・コア型	2018年9月

GK: ゲートキーパー

FoF マネジャー: ファンド・オブ・ファンズ・マネジャー

ウ. 運用状況

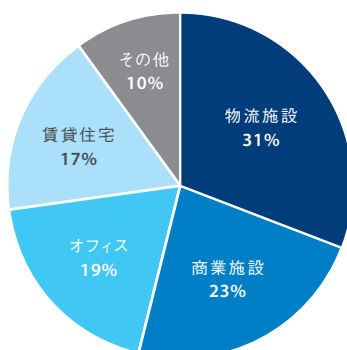
不動産投資の2019年3月末時点の時価総額は1,249億円となりました。

国内不動産投資における不動産タイプ別構成比は、物流施設の割合が最も多く、ポートフォリオ全体の31%を占めており、商業施設23%、オフィス19%、賃貸住宅が17%となっています。海外不動産投資においても、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)は2.30%です。また、2018年度に受領した配当金は合計3億円です。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。

※海外不動産投資については、投資先ファンドの決算時期が到来していないため運用状況を掲載していませんが、「(コラム)グローバル不動産投資マーケット」に関連内容を掲載しています。(詳細は54ページをご覧ください。)

国内不動産投資における不動産タイプ別構成比



〈不動産投資事例1〉

商業施設 —米国—

ニューヨーク・ミッドタウンの5番街及びタイムズスクエアに立地する複数の商業用不動産からなるポートフォリオを保有するファンドへ投資しています*。高級ブランド店舗を含む複数の優良テナントと安定した将来のキャッシュフローの源泉となる長期賃貸借契約が締結されています。



※本件への投資は2018年度中に検討を開始し、2019年4月に実行されています。したがって、2018年度の運用実績及び運用残高には反映されていません。

〈不動産投資事例2〉

オフィス ー米国ー

ライフ・サイエンス関連の企業、大学が集積・成長しているボストン・ケンブリッジ地区において、マサチューセッツ工科大学(MIT)のキャンパスに隣接する立地のオフィス/R&D施設を保有するファンドへ投資しています※。大手製薬会社等が入居しています。



※本件への投資は2018年度中に検討を開始し、2019年5月に実行されています。したがって、2018年度の運用実績及び運用残高には反映されていません。

〈不動産投資事例3〉

商業施設 ー日本ー

東京都中央区の中心部に立地する大型商業施設を保有するファンドへ投資しています。国際的な高級ブランドの旗艦店を始め多彩なテナントが入居しています。



〈不動産投資事例4〉

物流施設 ー日本ー

東京都江東区に立地する大型物流施設を保有するファンドへ投資しています。大手運輸会社と長期賃貸借契約が締結されています。eコマースの発展に伴い需要の拡大している物流施設の中でも、都心に近接する立地の大型物流施設は希少性があります。



〈不動産投資事例5〉

私募リート

2018年1月から国内不動産投資を開始して以降、分散されたポートフォリオを保有する私募リート8銘柄への投資を行い、2019年3月末時点の時価総額は156億円となりました。

■ 私募リート（不動産投資信託）の保有銘柄（50音順）（2019年3月末時点）

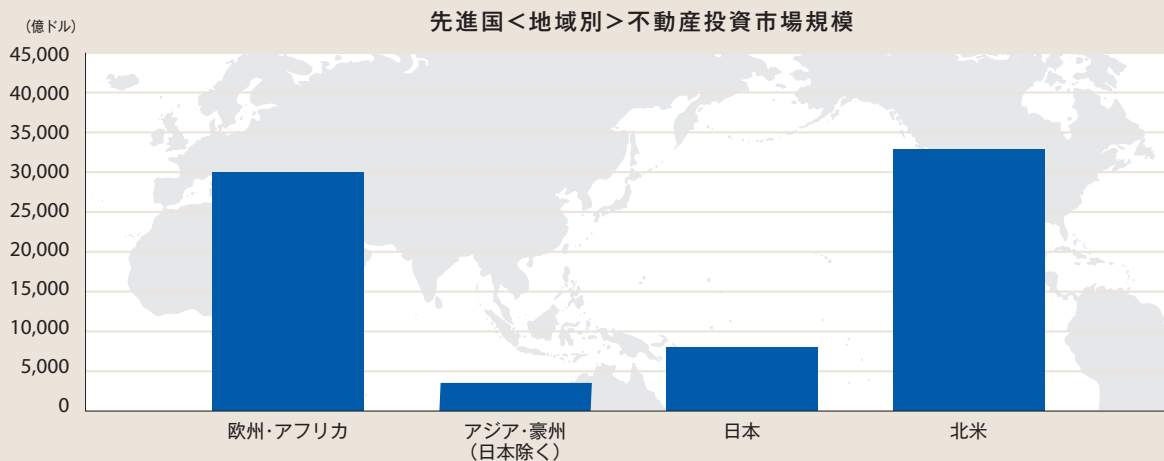
私募リート名	資産運用会社	時価総額 (億円)
SGAM 投資法人	SG アセットマックス株式会社	15
DBJ プライベートリート投資法人	DBJ アセットマネジメント株式会社	13
DREAM プライベートリート投資法人	ダイヤモンド・リアルティ・マネジメント株式会社	27
日本オープンエンド不動産投資法人	三菱地所投資顧問株式会社	23
日本土地建物プライベートリート投資法人	日土地アセットマネジメント株式会社	14
野村不動産プライベート投資法人	野村不動産投資顧問株式会社	20
ブローディア・プライベート投資法人	東急不動産リート・マネジメント株式会社	26
三井不動産プライベートリート投資法人	三井不動産投資顧問株式会社	18
合計		156

※銘柄名は、2019年3月末時点のものを採用しています。

(コラム) グローバル不動産投資マーケット

2018年度において、「海外不動産投資の最初となる運用受託機関」を選定し、先進国のコア型不動産ファンドを中心に投資を始めています。

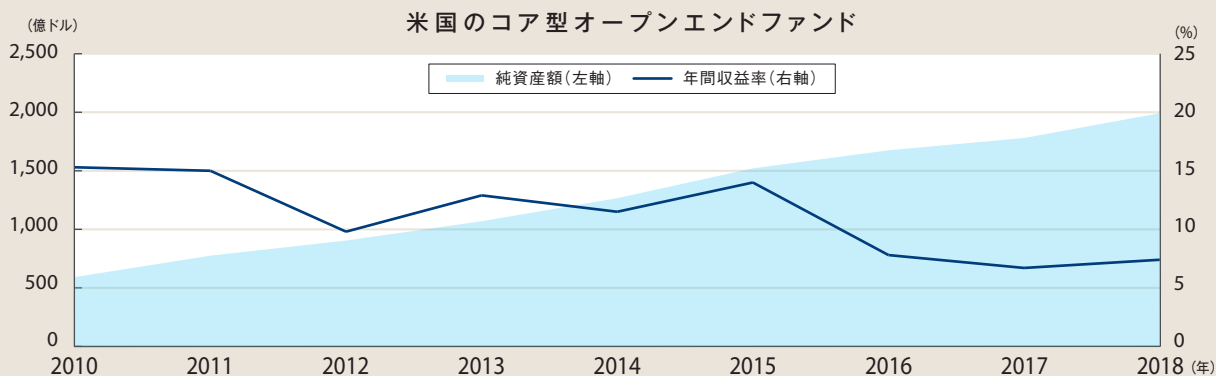
海外における不動産投資市場規模は大きく、特に先進国の不動産については、各国の年金基金及びソブリン・ウェルス・ファンド等多くの機関投資家の投資対象となっています。



(出所) MSCI Real Estate Market Size 2017

中でも米国のオープンエンドファンド^{*}市場は長い歴史と大きな規模から最も成熟した市場として認知されています。オフィス、商業施設、賃貸住宅、物流施設等の複数用途及び複数地域へ分散投資を図っているコア型ファンドが多く、長期的な安定運用を目指す機関投資家の投資対象となっており、GPIFでも同市場への投資から開始しています。

下図はNational Council of Real Estate Investment Fiduciaries (NCREIF)が2010年より公表している分散投資戦略を採用するコア型オープンエンドファンドを対象とした純資産額及び年間収益率の推移です。



(出所) NCREIF NFI-ODCE

※米国のオープンエンドファンド:日本の私募リートと同様に、①非上場であるため証券市場の価格変動の影響を受けにくいこと、②投資口の流動性が一定程度確保されていること、③運用期限が開始時に決められておらず、賃料収入を主な目的とする継続的な運用が可能であること等の特徴を持っています。

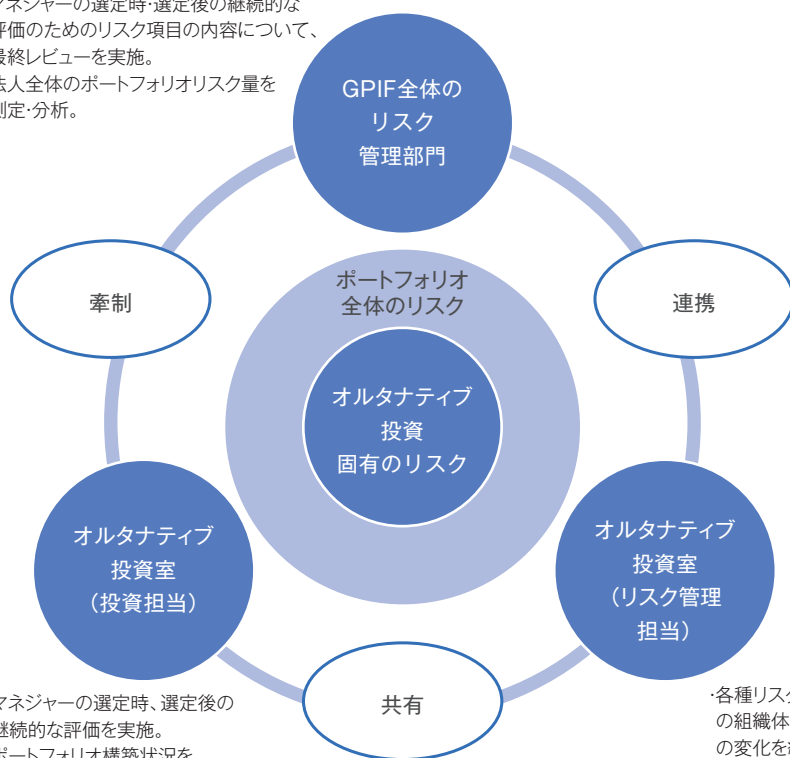
[5] 運用リスク管理

2018年度、投資一任（ファンド・オブ・ファンズ形式）でのインフラ及び不動産への投資が本格化したことに伴い、オルタナティブ投資のリスク管理体制を強化しました。運用受託機関候補先の選定及び投資前後のモニタリ

ングにおけるリスク管理のポイントを整理し、GPIF全体のリスク管理部門とオルタナティブ投資室との協働を進めたことで、よりきめ細やかなリスク管理が可能になりました。

＜オルタナティブ投資のリスク管理体制＞

・マネジャーの選定時・選定後の継続的な評価のためのリスク項目の内容について、最終レビューを実施。
・法人全体のポートフォリオリスク量を測定・分析。



・マネジャーの選定時、選定後の継続的な評価を実施。
・ポートフォリオ構築状況を継続的にモニタリング。

・各種リスク項目及びマネジャーの組織体制の変化等の定性面の変化を継続的にモニタリング。

伝統的資産と共通する リスク管理項目例

- 市場リスク
- 流動性リスク
- 信用リスク
- カントリーリスク 等



オルタナティブ投資で特に必要とされる リスク管理項目例

- アセットクラス固有のマネジャーの専門能力
- 長期運用に適する組織の安定継続性
- 資産価値評価の妥当性 等

（注）一般的にオルタナティブ投資は流動性が低いため、上記のリスク管理が特に重要となります。

また、2017年の政令改正（45ページ参照）によりGPIFの運用対象となる有価証券にLPSが追加さ

れ、その投資実行に向けた準備のためにリスク管理体制の整備を行っています。

5 | スチュワードシップ責任

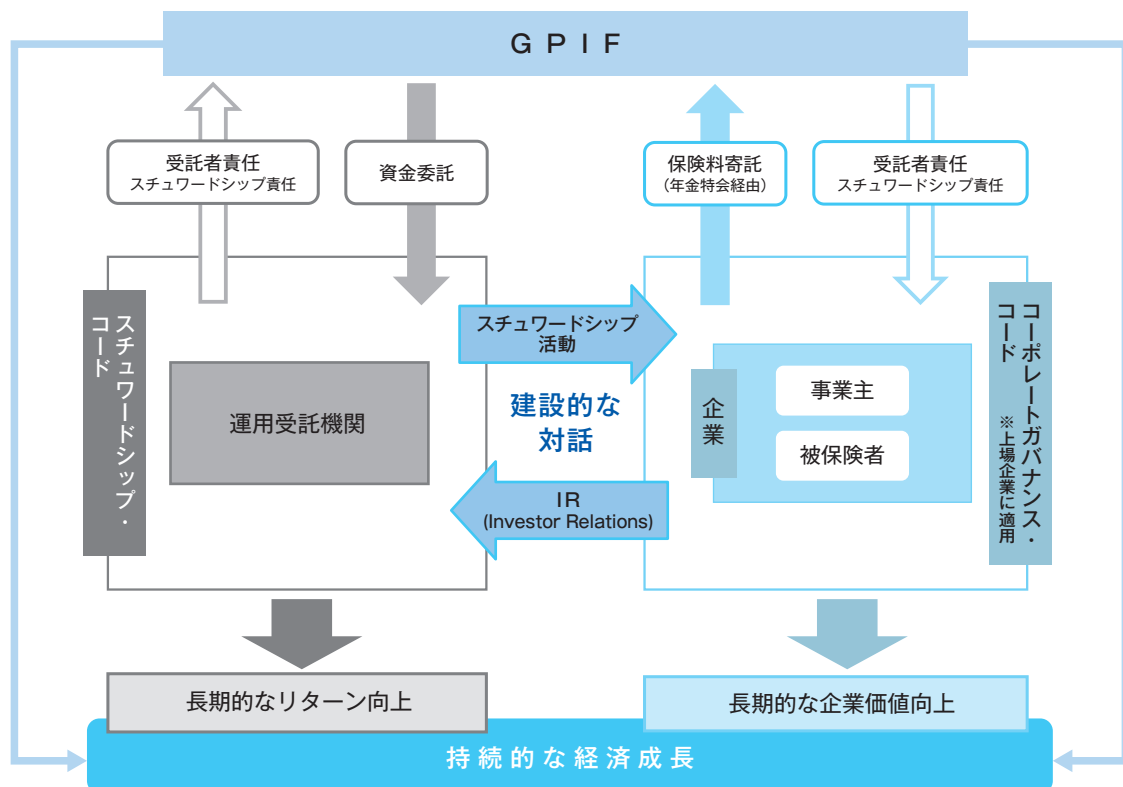
[1] スチュワードシップ活動の目的と意義

GPIFは「投資原則」と「行動規範」で、被保険者である国民の皆様に対して、受託者としての責任を適切に果たし、中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、スチュワードシップ活動を進めるにあたり、ESGを考慮した取り組みを含めることを2017年10月の投資原則改訂で明記しています。

下図にもあるように、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。

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、個別の企業や政府の活動による負の外部性（環境・社会問題等）を最小化し、市場全体、さらにはその背後にある社会が持続的かつ安定的（サステナブル）に成長することが不可欠です。GPIF自身は一部の資産を除き、運用受託機関を通じて日々の売買や株式における議決権行使を行っています。そのため、GPIFはユニバーサル・オーナーかつ超長期投資家として、運用受託機関に対しては投資先企業・発行体との間で、持続的な成長に資するESGも考慮に入れた「建設的な対話」（エンゲージメント）を促すことで、「長期的な企業価値向上」が「経済全体の成長」に繋がり、最終的に「長期的なリターン向上」というインベストメントチェーンにおけるWin-Win環境の構築を目指すことにより、スチュワードシップ責任を果たしてまいります。



[2] スチュワードシップ活動の進化と基盤

GPIFはスチュワードシップ責任に関する活動を、2014年5月の日本版スチュワードシップ・コード受入れから本格的に開始しました。2015年3月には投資原則を制定し、株式投資においてスチュワードシップ責任を果たすような様々な活動を通じて被保険者のために中長期的な投資収益の拡大を図ることをお約束し、同年9月にはESGへの取り組み強化の一環として、国連が提唱する責任投資原則(PRI)に署名しました。

2017年6月には、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

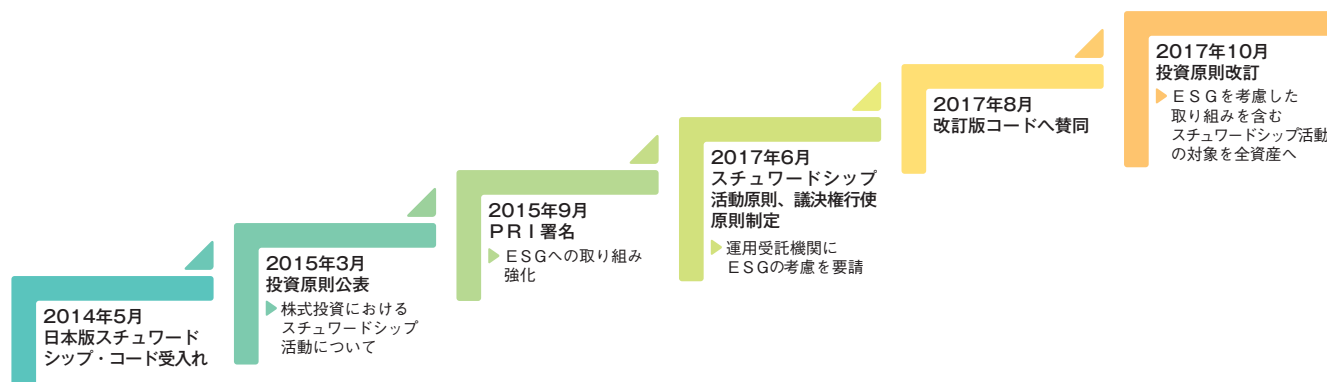
して、議決権行使を含む、スチュワードシップ活動に関して求める事項や原則を明確にするために制定しました。運用受託機関には両原則の遵守を求め、運用受託機関の個別事情に照らして実施することが適切でないと考えられる場合には実施しない理由の説明を求めています。GPIFは自らのスチュワードシップ責任を果たすため、運用受託機関における議決権行使を含むスチュワードシップ活動の取り組み状況について、適切にモニタリングし、運用受託機関と積極的に対話(エンゲージメント)を実施してまいります。スチュワードシップ活動原則は以下の5つの項目から成っています。

<スチュワードシップ活動原則>

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

2017年8月には同年5月に改訂された日本版スチュワードシップ・コード(改訂版コード)の趣旨に賛同し、スチュワードシップ責任を果たすための方針を更新しました。2017年10月には投資原則を改訂し、従来、株式投資を対象としていた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を考慮した取り組みを明記しました。

GPIFのスチュワードシップ活動は、上記の投資原則、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、議決権行使原則を基盤としています。引き続き、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、スチュワードシップ活動に取り組んでまいります。



[3] スチュワードシップ責任を果たす取り組みの推進

① グローバルなイニシアティブへの参加

ア.TCFD（気候関連財務情報開示タスクフォース）への賛同

TCFDは、Task Force on Climate-related Financial Disclosuresの略であり、G20財務大臣・中央銀行総裁会合からの要請を受け、FSB（金融安定理事会）によって設立されました。TCFDは、2017年6月、投資家の適切な投資判断のために、気候関連のリスクと機会がもたらす財務的影響について情報開示を促す任意の提言を公表し、現在、年金基金をはじめとするアセットオーナー、運用会社、銀行などの金融機関や企業、政府など世界中の620を超える機関がTCFDの提言に賛同しています（2019年3月末時点）。

GPIFは2018年12月にTCFDへの賛同を表明しま

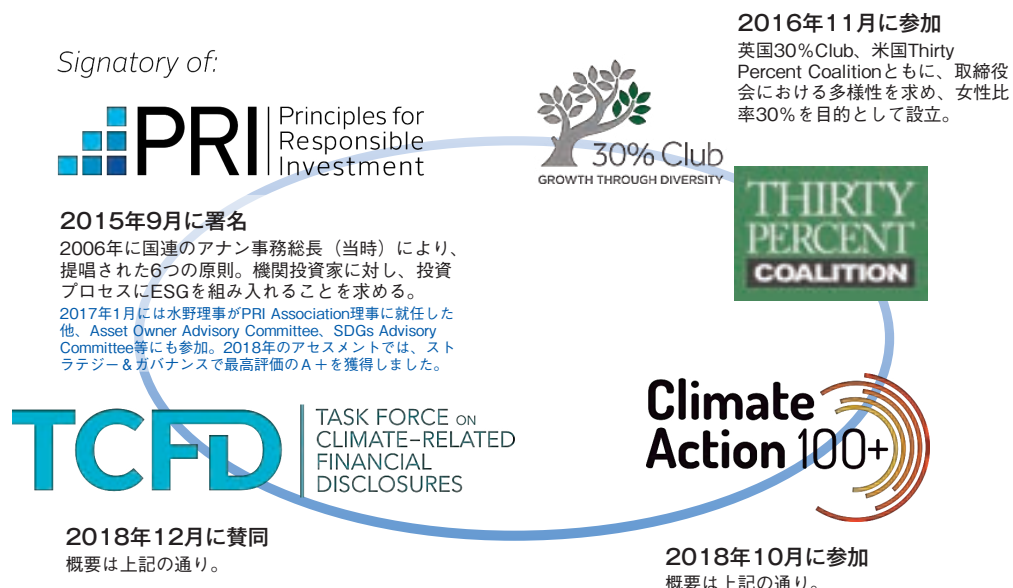
した。GPIFは企業による情報開示を重視しており、環境指数を含むESG指数選定において「ESGの情報開示を促進する仕組み」があることを評価しています。気候変動については運用受託機関向けアンケートでも内外株式パッシブ運用の全機関、同アクティブ運用の4分の3の機関が重大なESG課題として挙げており、これはアセットオーナーにとっても重大な課題と言えます。そのため、GPIF自身の開示の検討、情報収集に加え、運用受託機関の賛同状況とどのように気候関連の情報開示を進めていくのか、確認していく予定です。

イ.Climate Action100+への参加

Climate Action 100+（以下「CA100+」といいます。）は、2017年9月に発足した投資家主導の5ヶ年イニシアティブです。PRIと気候変動対応を企業に求める4つの機関投資家団体によって設立され、グローバルな環境問題の解決に大きな影響力のある企業と、気候変動にかかるガバナンスの改善、温室効果ガス排出量削減に向けた取り組み、情報開示の強化などについて建設的な対話を行います。現在、年金基金をはじめとするアセットオーナーと運用会社など320機関超が参加しています。GPIFは2018年10月にサポーター※とし

て参加しました。また、アセットオーナーとして、アジア地域における特性などをステアリングコミッティーにアドバイスするAsia Advisory Groupにも参加しています。CA100+での活動を通じて、気候変動に対するエンゲージメントや共同エンゲージメントが実際にどのように行われているかの知見を高め、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まいります。

※サポーターの要件は①アセットオーナーであること、②サインオンステートメントへの公式な賛同。GPIFは、法令上、投資先企業に対するエンゲージメントはできないため、自らエンゲージメントを実施することを求められないサポーターとして参加しています。



② 運用受託機関の役職員の報酬体系（インセンティブ構造）の調査

GPIFは運用受託機関との利害の一致を重視しています。本調査は、内外債券及び内外株式の運用受託機関を対象とし、報酬を切り口にGPIFとの利害の一致を確認することを目的として実施しました。具体的には、①運用受託機関の役職員の報酬体系がGPIFのような長期のアセットオーナーが期待する長期的なリターン向上に資する報酬体系になっているか、②ショートターミズムを助長するようなインセンティブ構造になっていないかの2つの観点から調査を行いました。個別インタビューでは、CEO、CIO、人事担当役員等の運用受託機関の経営層

から直接、報酬に対する考え方、方針や体系などをヒアリングし、報酬体系は運用機関の投資哲学や企業文化等の根本的な考え方を反映している重要なエンゲージメントテーマであることを再確認しました。

一部アクティブ運用機関とはすでに複数年契約を締結しており、運用受託機関との長期志向のパートナーシップを考える際、報酬のあり方は利害の一致を確保するための有効な手段の一つと考えます。GPIFでは、今後、運用受託機関とのエンゲージメントにおいて、こうした調査結果を活用していく予定です。

③ パッシブ運用受託機関による新たなビジネスモデルの提案

2017年3月に開始した国内株式パッシブ運用機関の公募において、新規及び既存の運用機関から、スチュワードシップ活動をより強化したこれまでとは異なるビジネスモデルの提案がありました。これらは、GPIFが2017年の「スチュワードシップ活動報告『運用受託機関への期待と課題』」で求めていた「スチュワードシップ時

代の『新しいパッシブ運用』のビジネスモデルの提案」に該当するものとして審査し、複数の機関を選定しました。選定にあたっては、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の評価を実施しました。評価のポイントは以下の通りです。

<適切なKPIの設定>

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

<エンゲージメント体制・手法>

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

今後は、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、運用受託機関としての更新の可否を判断します。

④ 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、被保険者のために中長期的な投資収益の拡大を図ることを目的として、インベストメントチェーンを一層活性化させるべく、2016年より、企業からの継続的な意見集約の場である「企業・アセットオーナーフォーラム」及び海外アセットオーナーとの意見交換の場である「グローバル・アセットオーナーフォーラム」を開催して

います。また、この二つのフォーラムとは別に、グローバル環境株式指数選定・運用開始を契機に、2018年11月に開催された「進化するESG投資～『環境』の観点から～」(後援 日本経済団体連合会、経済同友会、日本商工会議所)をはじめ講演なども行い、コミュニケーションの強化に努めています。

ア.「企業・アセットオーナーフォーラム」開催

2016年1月に実施した上場企業向けアンケートで多くの企業から「アセットオーナーとのミーティングを希望する」旨のご要望をいただいたことから、GPIFは回答企業とのミーティングを継続的に行っていますが、複数の企業から「アセットオーナーであるGPIFと企業との間の継続的かつ建設的な意見交換の場」設立のご提案をいただき、幹事会社3社によって、2016年9月1日に第1回企業・アセットオーナーフォーラムが開催されました。2018年度は、4月と10月に開催し、現在、幹事会社を含め計10社が参加されています。

本フォーラムでは、参加企業より、指数会社をはじめと

したESG評価機関の企業評価の妥当性、ESG強化のための取り組み(組織改革、対話の促進等)、統合報告書等のESG情報開示、四半期決算の在り方、GPIFを含むアセットオーナーへの期待などが議論されました。こうした企業からの意見集約の機会は、GPIFがスチュワードシップ責任を果たす上で大変有意義なものとなっており、引き続き、企業の意見を拝聴する場として活用し、企業からのご意見、ご要望等をGPIFの運用受託機関及び海外アセットオーナーにも適宜フィードバックすることでインベストメントチェーン全体の最適化と効率化を図ることに貢献したいと考えています。

イ.「グローバル・アセットオーナーフォーラム」開催

GPIFは、被保険者のために一層のスチュワードシップ責任を果たすため、海外公的年金等とお互いの知見の活用を目指し、継続的な意見交換の場として、「グローバル・アセットオーナーフォーラム」を2016年7月に設立しました。

2016年11月14日に第1回グローバル・アセットオーナーフォーラムをGPIF、CalPERS(カリフォルニア州公務員退職年金基金)、CalSTRS(カリフォルニア州教職員退職年金基金)との共同幹事により開催し、

2018年度は、10月に東京で、2019年3月に米国ワシントンでそれぞれ開催しました。10月の東京開催の際は、CEO、CIOを中心としたメンバーで開催し、インベストメントチェーン全体における問題意識、課題について議論したほか、「グローバルESG対話フォーラム」(日本経済団体連合会・経済産業省共催)に共同幹事3社のCIOが登壇しました。



⑤ 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

ア. 実施の目的

GPIFにおける年金積立金の国内株式運用は運用受託機関に委託されており、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。運用受託機関のエンゲージメントを含む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2016年に初めて「機関投資家のスチュワードシップ活動に関する上場企業向けアンケート」（調査対象は「JPX日経インデックス400」構成銘柄企業）を実施しました。運用受託機関のスチュワードシップ活動の対象となる上場企業に直接アンケートをするこ

とにより、運用受託機関のスチュワードシップ活動の有効性を点検しようというのが、その狙いです。2018年度は4回目の実施となり、GPIFの運用受託機関のスチュワードシップ活動に関する評価と「目的を持った建設的な対話」（エンゲージメント）の実態及び前回アンケート以降の1年間の変化の把握を目的として、東証一部上場企業（2,129社[※]）を対象に実施しました。そのうち、28.4%にあたる604社よりご回答をいただきました。

（※ 2018年12月20日時点）

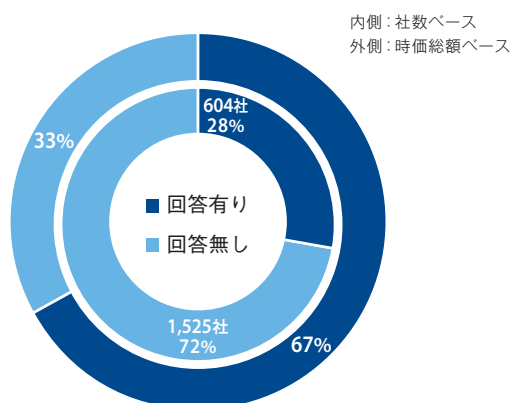


イ. アンケート結果の概要

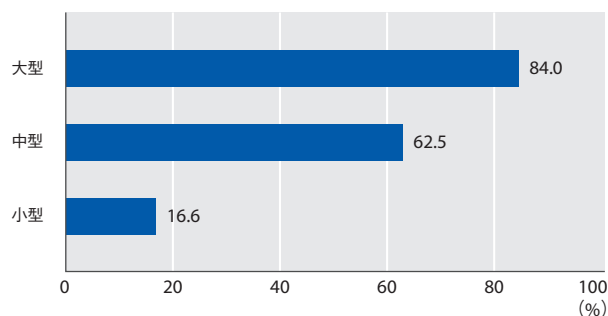
ここ1年間のIRミーティング等における機関投資家の変化について、4割が好ましい変化と回答しています。企業のESG情報を含む非財務情報開示の充実、SDGsの認知度の高さ、気候変動が企業のESG活動における主要テーマとしてコーポレートガバナンスに続くテーマとして挙げられるなど企業側の意識・取り組みや開示が大きく高まっていることと、投資家側の非財務情報に対する関心や活用について企業側がポジティブな変化を感じてい

ることが分かりました。GPIFへの期待としては、①長期的視点での対話の働きかけ(対運用会社、運用会社を通じた証券会社)、②中長期視点での企業との対話/ESGの定着に資する運用会社の体制(人事、評価等)変化を促すような働きかけ、③時価総額が小さい企業を含めたESG投資や直接的・間接的なスチュワードシップ活動、④ESG評価会社のガバナンス向上の働きかけなどを挙げる企業が多く見られました。

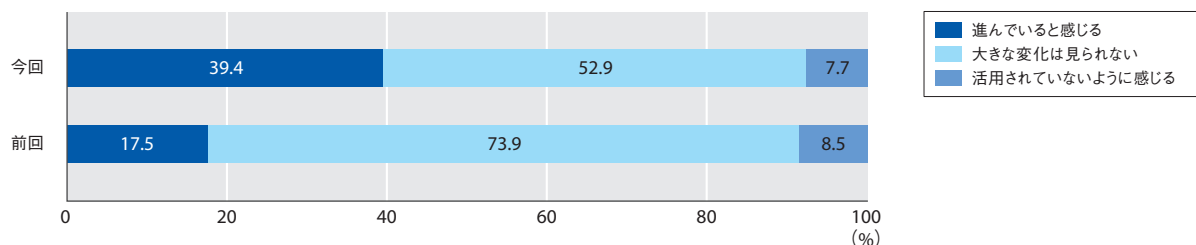
〈回答カバー率〉



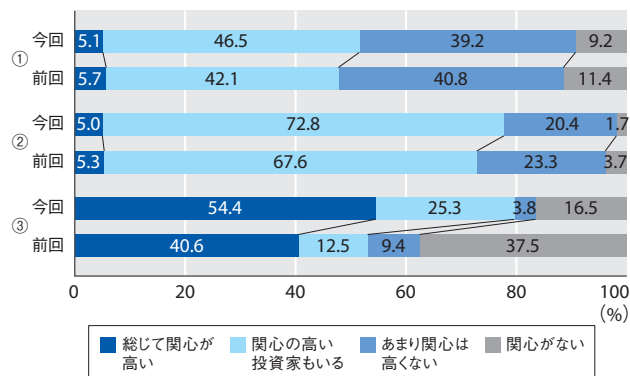
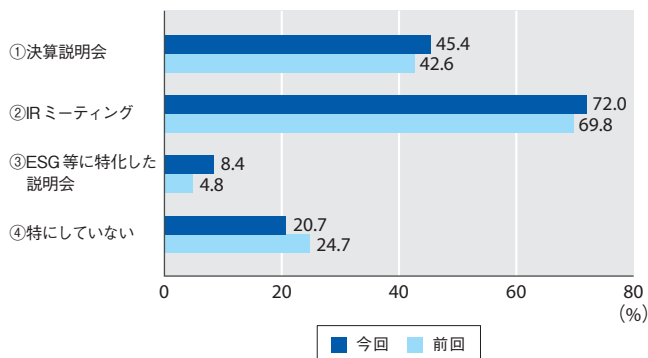
〈企業規模別 回答率〉



〈統合報告書の機関投資家による活用〉



〈非財務情報の説明の場+それぞれについての機関投資家の反応〉



[4] 運用受託機関の考える重大なESG課題

GPIFの株式運用受託機関が考える重大なESG課題は以下の通りです。投資先企業の株式を持ち続けるパッシブ運用機関は、全機関が「気候変動」を重大なESG課題として挙げており、E（環境）やS（社会）といった長期的な課題を特に重大と認識しています。一方、投資期間が数ヶ月～数年程度が中心となるアクティブ運用機関は、国内と外国株式で認識している重大なESG課題が分かれています。国内もG（ガバナンス）に加え、EやSなど重視するテーマに拡がりが見えますが、「取締役会構成・評価」をはじめ、G（ガバナンス）をより重大な課題と認識していることが分かります。企業向けアンケートにおいても、コーポレートガバナンスは、最も多くの企業から、日

本企業のESG活動における主要テーマとして挙げられています。GPIFも賛同しているTCFDを例にとると、気候変動に関するリスクや機会の認識と分析、戦略等とともに、その実行に向けた経営の仕組み（ガバナンス）に関する情報開示も求められています。つまり、Gは気候変動のようなEとSを含む企業の長期的な課題の解決を担保するために必要な仕組みでもあり、企業の持続的な成長と中長期的な企業価値向上を促すものという共通認識が投資家・企業双方に醸成されていることが窺えます。GPIFのステュワードシップ活動原則では、運用受託機関に対して、重大なESG課題について積極的なエンゲージメントを求めています。

〈国内株式パッシブ機関〉

- 1 気候変動
- 1 サプライチェーン
- 1 不祥事
- 4 資本効率
- 4 情報開示
- 4 人権と地域社会
- 4 ダイバーシティ
- 4 その他（ガバナンス）

〈国内株式アクティブ機関〉

- 1 取締役会構成・評価
- 2 資本効率
- 2 少数株主保護（政策保有等）
- 4 サプライチェーン
- 5 コーポレートガバナンス
- 5 情報開示
- 5 不祥事
- 5 労働基準

〈外国株式パッシブ機関〉

- 1 気候変動
- 1 ダイバーシティ
- 1 水資源・水使用
- 1 その他（社会）
- 5 環境市場機会
- 5 コーポレートガバナンス
- 5 サプライチェーン
- 5 情報開示
- 5 森林伐採
- 5 取締役会構成・評価
- 5 不祥事
- 5 リスクマネジメント
- 5 その他（ガバナンス）

〈外国株式アクティブ機関〉

- 1 気候変動
- 2 サプライチェーン
- 3 環境市場機会
- 3 コーポレートガバナンス
- 3 ダイバーシティ
- 3 取締役会構成・評価
- 3 その他（社会）

（注1）2018年12月時点で、GPIFの株式運用受託機関に対して行った調査です。

（注2）赤字は全ての機関が挙げた課題です。

（注3）表の数字は順位を表しています。

[5] ESGインテグレーションの定義

57ページにもある通り、GPIFは、ステュワードシップ活動原則で、「投資におけるESGの考慮」を運用受託機関に求めています。GPIFのESGインテグレーションの定義は、署名しているPRIの定義「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むこと」であることを明確にしています。

[6] 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、「企業経営に対して過度に影響を及ぼさないよう配慮するとともに、企業経営等に与える影響を考慮しつつ、株主等の長期的な利益の最大化を目指す観点から、株主議決権の行使等の適切な対応を行うこと。」とされています。これを踏まえ、GPIFの「中期計画」においては、「企業経営に直接影響を与えるとの懸念を生じさせないよう株主議決権の行使は直接行わず、運用を委託した民間運用機関の判断に委ねる。ただし、運用受託機関への委託に際し、コーポレートガバナンスの重要性を認識し、議決権行

使の目的が長期的な株主利益の最大化を目指すものであることを示すとともに、運用受託機関における議決権行使の方針や行使状況等について報告を求める。」こととしています。

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

② 2018年度の株主議決権の行使状況

2018年4月から6月までの議決権行使状況についての報告を受け、ミーティングを実施しました。また、報告やミーティング等を踏まえ、「ガイドラインの整備状況」、

「行使体制」、「行使状況」の点から評価を実施しました。その結果、株主議決権行使の取り組みは、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(2018年4月～2019年3月)

株主議決権を行使した運用受託機関数 33 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	146,680	42,768	16,235	10,926	309	4,190	1,604	1,279	1,057	12,674	11	970	5,224	411	1	229	190,874
会社 提案	計	146,399	42,674	16,203	10,926	309	4,167	1,604	1,279	12,599	4	970	4,113	411	1	212	189,328
		(100.0%)	(100.0%)	(100.0%)	(100.0%)	(100.0%)	(100.0%)	(100.0%)	(100.0%)	(100.0%)	(100.0%)	(100.0%)	(100.0%)	(100.0%)	(100.0%)	(100.0%)	(100.0%)
	賛成	131,668	36,902	13,892	8,719	305	3,839	1,327	503	814	4	954	4,015	41	0	196	169,708
		(89.9%)	(86.5%)	(85.7%)	(79.8%)	(98.7%)	(92.1%)	(82.7%)	(39.3%)	(96.4%)	(100.0%)	(98.4%)	(97.6%)	(10.0%)	(0.0%)	(92.5%)	(89.6%)
株主 提案	反対	14,731	5,772	2,311	2,207	4	328	277	776	243	449	0	16	98	370	1	19,620
		(10.1%)	(13.5%)	(14.3%)	(20.2%)	(1.3%)	(7.9%)	(17.3%)	(60.7%)	(3.6%)	(0.0%)	(1.6%)	(2.4%)	(90.0%)	(100.0%)	(7.5%)	(10.4%)
	計	281	94	32	0	0	23	0	0	75	7	0	1,111	0	0	17	1,546
		(100.0%)	(100.0%)	(100.0%)	(0.0%)	(0.0%)	(100.0%)	(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	12	9	0	0	0	7	0	0	25	2	0	100	0	0	3	149
		(4.3%)	(9.6%)	(0.0%)	(0.0%)	(0.0%)	(30.4%)	(0.0%)	(0.0%)	(33.3%)	(28.6%)	(0.0%)	(9.0%)	(0.0%)	(0.0%)	(17.6%)	(9.6%)
	反対	269	85	32	0	0	16	0	0	50	5	0	1,011	0	0	14	1,397
		(95.7%)	(90.4%)	(100.0%)	(0.0%)	(0.0%)	(69.6%)	(0.0%)	(0.0%)	(66.7%)	(71.4%)	(0.0%)	(91.0%)	(0.0%)	(0.0%)	(82.4%)	(90.4%)

(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1件を含みます。

外国株式運用受託機関の対応状況(2018年4月～2019年3月)

株主議決権を行使した運用受託機関数 25 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	103,285	4,140	12,404	22,168	208	398	4,216	9,877	5,416	16,242	7,786	290	13,291	39,659	239,380
会社 提案	計	101,316	3,592	12,321	21,844	208	392	4,182	9,834	16,183	6,884	278	13,285	36,287	232,022
		(100.0%)	(100.0%)	(100.0%)	(100.0%)	(100.0%)	(100.0%)	(100.0%)	(100.0%)	(100.0%)	(100.0%)	(100.0%)	(100.0%)	(100.0%)	(100.0%)
	賛成	91,089	3,158	12,152	18,820	161	300	2,988	9,777	4,908	13,782	6,247	12,805	31,720	208,097
		(89.9%)	(87.9%)	(98.6%)	(86.2%)	(77.4%)	(76.5%)	(71.4%)	(99.4%)	(90.6%)	(85.2%)	(90.7%)	(68.3%)	(96.4%)	(87.4%)
株主 提案	反対	10,227	434	169	3,024	47	92	1,194	57	508	2,401	637	88	480	23,925
		(10.1%)	(12.1%)	(1.4%)	(13.8%)	(22.6%)	(23.5%)	(28.6%)	(0.6%)	(9.4%)	(14.8%)	(9.3%)	(31.7%)	(3.6%)	(12.6%)
	計	1,969	548	83	324	0	6	34	43	0	59	902	12	6	3,372
		(100.0%)	(100.0%)	(100.0%)	(100.0%)	(0.0%)	(100.0%)	(100.0%)	(100.0%)	(0.0%)	(100.0%)	(100.0%)	(100.0%)	(100.0%)	(100.0%)
株主 提案	賛成	1,072	421	77	118	0	0	9	19	0	50	465	11	6	1,772
		(54.4%)	(76.8%)	(92.8%)	(36.4%)	(0.0%)	(0.0%)	(26.5%)	(44.2%)	(0.0%)	(84.7%)	(51.6%)	(91.7%)	(100.0%)	(52.6%)
	反対	897	127	6	206	0	6	25	24	0	9	437	1	0	1,600
		(45.6%)	(23.2%)	(7.2%)	(63.6%)	(0.0%)	(100.0%)	(73.5%)	(55.8%)	(0.0%)	(15.3%)	(48.4%)	(8.3%)	(0.0%)	(47.4%)

(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946件を含みます。

6 | ESG活動

[1] 基本的考え方

ユニバーサル・オーナー

・GPIFは広範な資産を持つ資金規模の大きい投資家

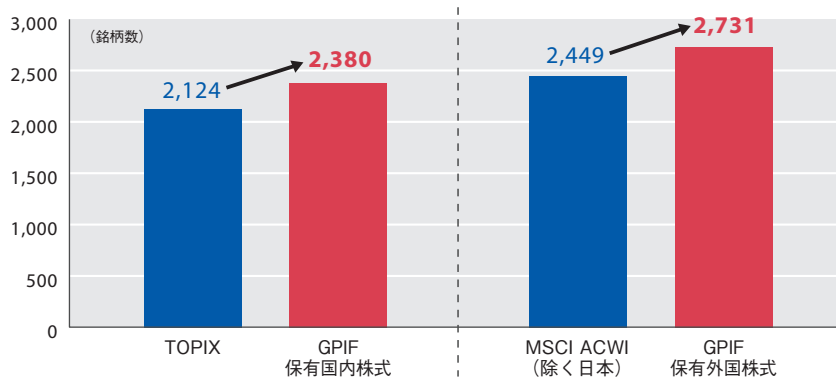
超長期投資家

・GPIFは100年を視野に入れた年金制度の一端を担う

GPIFは、環境・社会問題などの負の影響を減らし、運用資産全体の長期的なリターンを向上させるため、ESG（環境・社会・ガバナンス）を考慮した投資を推進しています。ESGへの取り組みを積極化しているのは、GPIFが持つ「ユニバーサル・オーナー」と「超長期投資家」という特徴に理由があります。「ユニバーサル・オーナー」という

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

〈GPIFの株式保有銘柄数（2019年3月末）〉

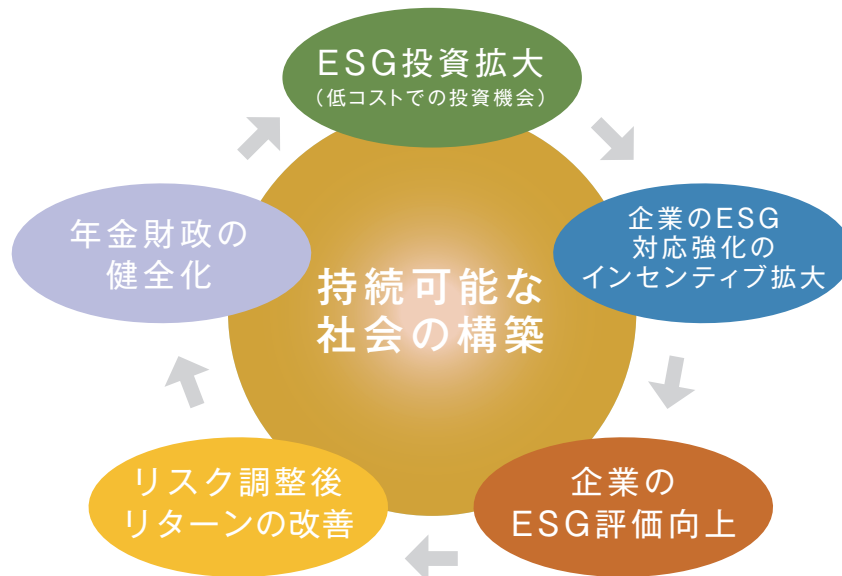


例えば、保有する一部の企業が一時的な収益拡大のために、環境や社会への大きな負荷を省みない事業活動を行った結果、その企業の株価が上昇したとしても、他の企業を含めた経済全般や社会がそれらの負の影響を受けるのであれば、「ユニバーサル・オーナー」のポートフォリオ全体としても大きなダメージとなります。言い換えると、資本市場や社会が持続可能であることは、「ユニバーサル・オーナー」のポートフォリオが持続可能であるための必要条件ということです。このような負の外部性を管理し、抑制するために積極的に活動するという「ユ

ニバーサル・オーナーシップ」という考え方は、GPIFのESG投資の根幹にあるものです。また、ESGに関するリスクは、長期であればあるほど顕在化する可能性が高く、100年先を見据えた年金財政を担う「超長期投資家」であるGPIFにとって、ESGを考慮することのメリットは大きいと考えています。つまり、ESGに関する取り組みは、年金積立金の運用を「専ら被保険者の利益のために、長期的な観点から、安全かつ効率的に行う」という厚生年金保険法及び国民年金法の趣旨にかなうものであり、これからも積極的に推進していきます。

なお、GPIFでは、被保険者の中長期的な投資収益の拡大のために、株式だけでなく債券やオルタナティブなど他の資産においてもESGを考慮した取り組みを進めています。ESG推進活動の評価については、①ESG投資の効果が発現するまでには長期間を要すること、②金融市場全体の持続可能性向上や底上げも志向していることから、特定期間にどれだけ投資収益が上がったのかと

いう一般の投資評価とは異なる視点が必要となります。ESG投資を含むESG推進活動が期待通り、金融市場の持続可能性向上やリスク調整後のリターンにつながっているのかを測定し、いわゆる「PDCA（計画→実行→評価→改善）サイクル」を適正に回すことなどを目的に、2018年度に初めての「ESG活動報告」を発行しました。

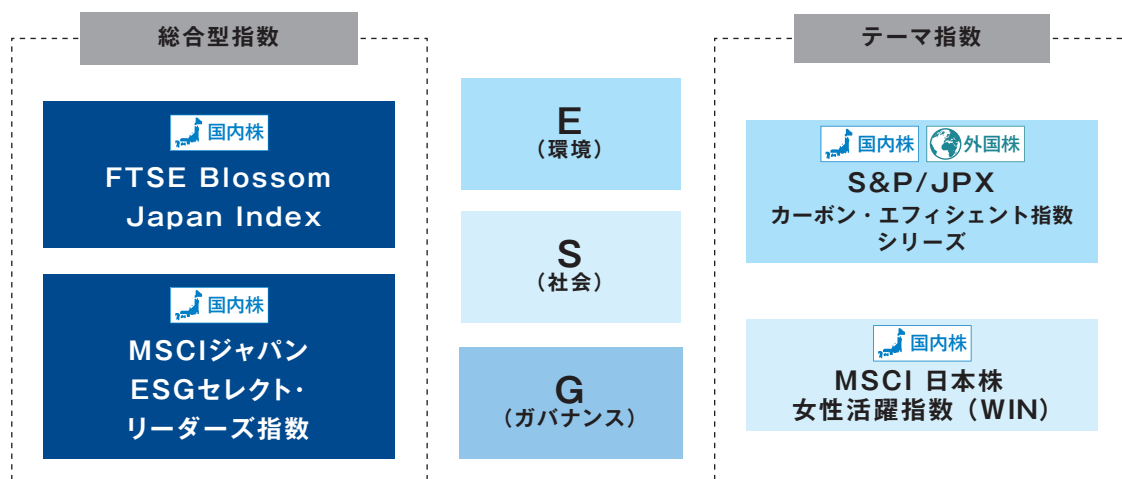


[2] ESG指数に基づくパッシブ運用

GPIFでは、2017年7月、国内株式について、ESG総合指数を2つ、女性活躍指数を1つ、合計3つのESG指数を選定し、パッシブ運用を開始しました。指数選定においては、リスク・リターンという経済合理性に加えて、当該指数の採用により、ESG評価の改善などを通じた日本の株式市場の底上げ効果が期待できるかを評価しました。また、気候変動を中心とした環境問題については、国境を越えた地球規模の課題であることから、2017年11月より、グローバ

ル株式を対象とする環境株式指数の公募・選定を行ってきました。選定の結果、2018年9月、国内株についてはS&P/JPX カーボン・エフィシエント指数、外国株についてはS&P グローバル大中型株カーボン・エフィシエント指数(除く日本)を選定し、これらの指数に基づくパッシブ運用を開始しました。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



	FTSE Blossom Japan Index 	MSCIジャパン ESG セレクト・リーダーズ指数 	MSCI日本株 女性活躍指数(愛称「WIN」) 
指数の コンセプト	- 世界でも有数の歴史を持つFTSE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中立化したESG総合型指数。	- 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。	- 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。
対象	国内株	国内株	国内株
指数組入候補 (親指数)	FTSE JAPAN INDEX (513銘柄)	MSCI JAPAN IMI TOP 700 (694銘柄)	MSCI JAPAN IMI TOP 500 (498銘柄)
指数構成銘柄数	152	268	213
運用資産額(億円)	6,428	8,043	4,746

	S&P/JPX カーボン・エフィシエント指数 	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) 
指数の コンセプト	- 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、世界最大級の独立系指数会社である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(比重)を高めた指数。	
対象	国内株	外国株
指数組入候補 (親指数)	TOPIX (2,124銘柄)	S&P Global Large Mid Index (ex JP) (2,556銘柄)
指数構成銘柄数	1,738	2,199
運用資産額(億円)	3,878	12,052

(注) データは2019年3月末時点

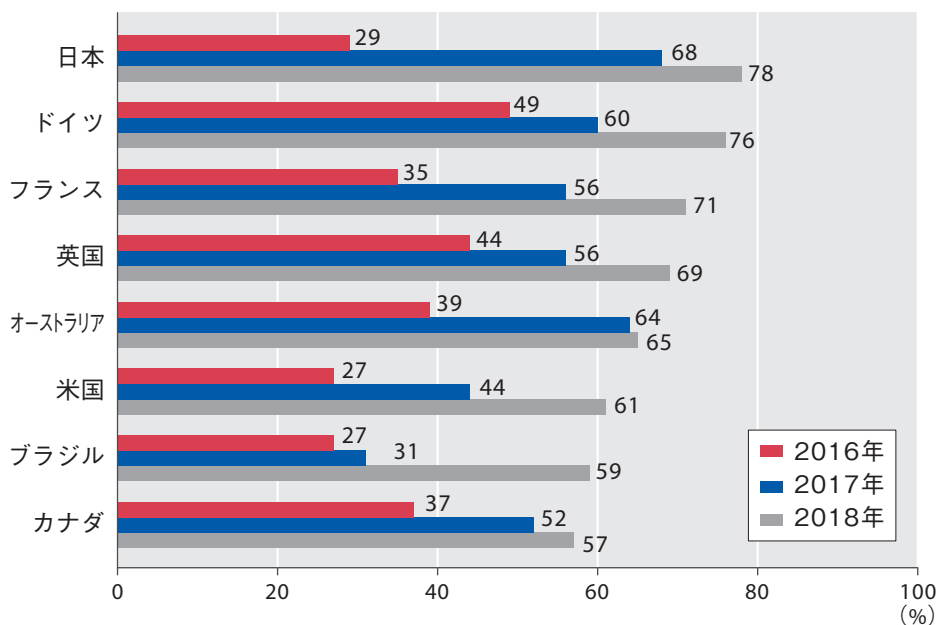
<カーボン・エフィシエント指数の主な特徴>

- ① 同業種内で炭素効率性が高い企業と二酸化炭素排出量など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(比重)を高めている。
- ② 業種毎の環境負荷の大きさに応じて、①による投資ウェイトの格差を調整(環境負荷の大きい業種ほど、炭素効率性の改善や情報開示のインセンティブが大きくなる仕組み)。
- ③ S&P/JPX カーボン・エフィシエント指数の採用対象は、東証1部上場企業全社(一部の低流動性銘柄等を除く)であり、一般的なESG指数に比べて、幅広い企業が対象となっている。

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ESG評価や指数構築の方法を広

く公開することや企業と積極的に対話することを求めています。その結果、指数会社と企業との対話は急増しており、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されます。

〈ESG 評価プロセスで MSCI 社にコンタクトした企業の割合〉



(注) 2018 年末の MSCI ACWI 構成銘柄を母数とする。

(出所) ©2019 MSCI ESG Research LLC. Reproduced by permission.

[3] グリーンボンド等に関する世界銀行グループとの取り組みについて



GPIFは、世界銀行グループと、2018年4月に共同研究報告書「債券投資へのESG要素の統合」を発表するなど、持続的な投資の促進に向けて連携してきました。この調査研究を踏まえ、世界銀行グループの国際復興開発銀行 (IBRD) と国際金融公社 (IFC) は、グリーンボン

ド等への投資機会を、GPIFが運用を委託する運用会社に新たに提案することになりました。GPIFは、環境・社会問題など負の影響を減らし、運用資産全体の長期的なリターンを向上させるため、ESGを考慮した投資を推進しています。

7 | その他主要な取り組み

[1] 運用受託機関等の公募及び管理

① マネジャー・エントリー制度導入に伴う公募の実施

ア. マネジャー・エントリー制度の導入状況

2018年2月にマネジャー・エントリー制度を伝統的4資産全てに導入しました。2018年度末時点の登録状況は右記の通りとなっています。

資 産	エントリー数	情報提供数
国内債券	13	0
国内株式	51	10
外国債券	133	21
外国株式	521	127

イ. 外国債券アクティブ運用機関の公募

外国債券アクティブのうち、ハイイールド運用受託機関の見直しのため、2018年2月にマネジャー・エント

リー制度を活用して公募し、第2次審査まで行いました。

ウ. 国内株式パッシブ・外国株式パッシブ運用機関の選定

2017年度にマネジャー・エントリー制度を活用し、第2次審査まで終えていた国内株式パッシブ運用機関及び外国株式パッシブ運用機関の第3次審査を実施し、新

規の国内株式パッシブ2社2ファンド、新規の外国株式パッシブ1社1ファンドを選定しました。

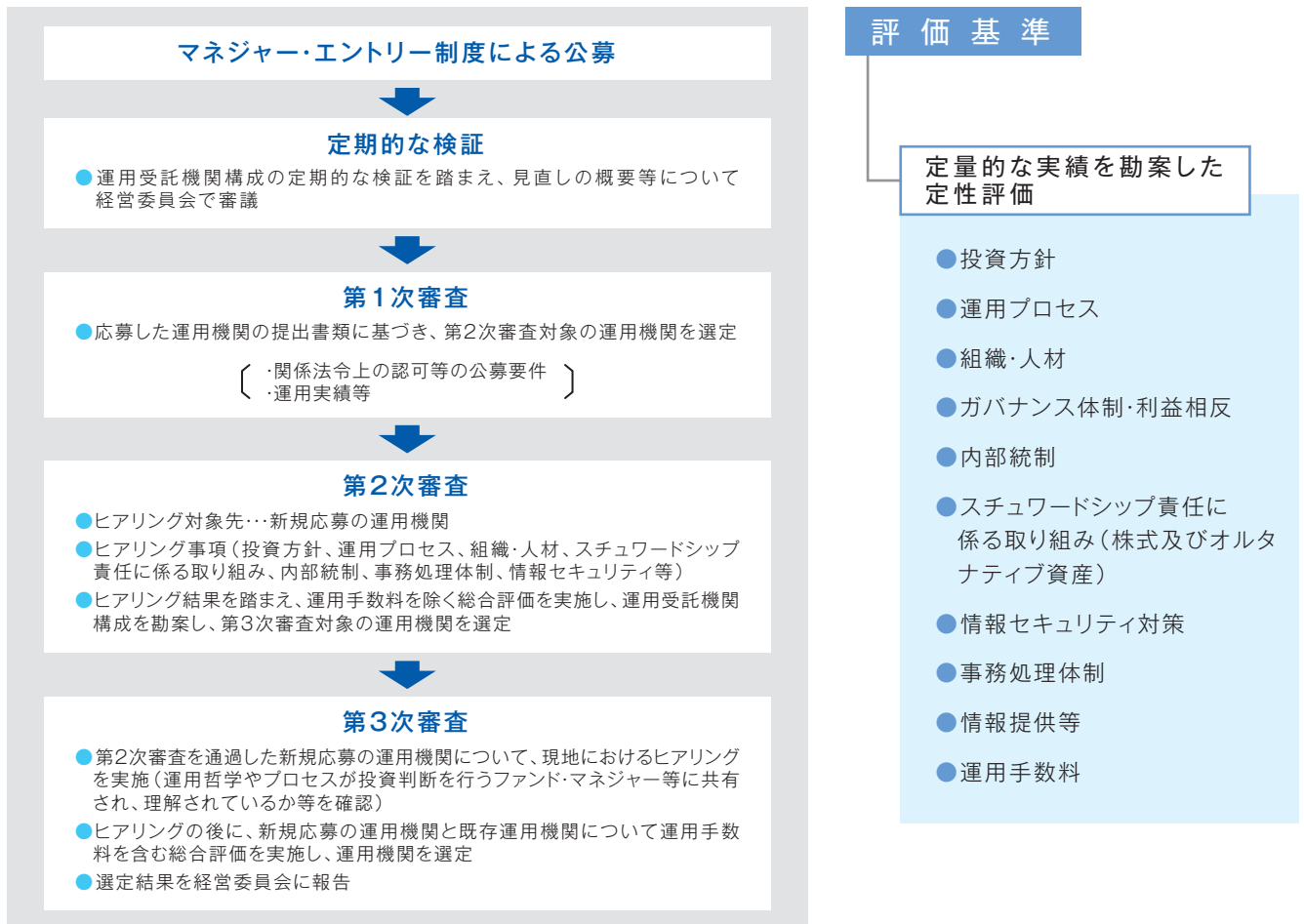
エ. オルタナティブ資産の運用機関の公募

分散投資による効率性の向上のため、2017年4月からオルタナティブ資産（インフラストラクチャー、プライベート・エクイティ、不動産）に係るマルチ・マネジャー戦略を行う運用機関の公募を行っています。2017年度に国内不動産分野1件、インフラストラクチャー分野3件で運用受託機関

を選定したのに続き、2018年度には海外不動産分野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。また、プライベート・エクイティ分野や海外不動産分野においては継続して運用機関の審査を進めています。



運用機関の選定プロセス



② 新実績連動報酬体系の導入

アクティブ運用受託機関とのアラインメントの強化（目標超過収益率達成への意欲を高め、長期的に超過収益の水準向上を図る）とアクティブ運用受託機関のセルフガバナ

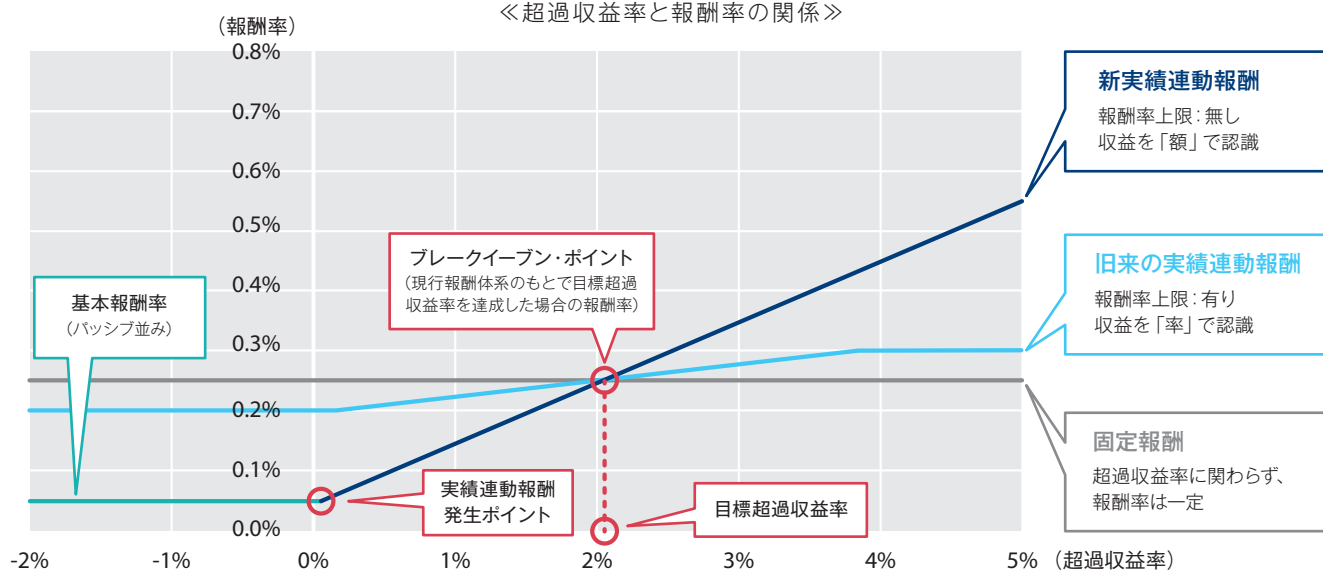
ス向上（運用キャパシティ管理）を目的として、2018年4月に新実績連動報酬体系を導入しました。新実績連動報酬体系の概要は下記の通りです。

新実績連動報酬体系の概要

- 超過収益に応じた報酬率（＝実績連動報酬）とし、超過収益を獲得できない場合はパッシブ運用並みの運用報酬（＝基本報酬）
- 目標超過収益率を達成した時に、旧実績連動報酬体系と同じ報酬水準になることを前提
- 長期的なパフォーマンスに応じた支払いとする代わりに、一部の運用受託機関に対して、マーケットサイクルを踏まえた複数年契約を導入

新実績連動報酬体系

《超過収益率と報酬率の関係》



③運用受託機関等の管理・評価

ア. 運用受託機関の管理・評価

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

契約等の事由により、運用受託機関3ファンドについて、資産の回収を進めました。また、2017年度の総合評価に基づき、運用受託機関4ファンド(国内株式アクティブ1ファンド、外国株式アクティブ2ファンド、外国株式パッシブ1ファンド)を警告・一部回収と決定し、資産の回収を進めました。加えて、2018年度に資産の回収の緊急性が高いと判断した外国株式アクティブ1ファンド、外国債券アクティブ1ファンドを解約としたほか、更に管理運用上の判断から国内株式パッシブ1ファンドの解約

を決定しました。上記のほか、69ページで記載の通り、外国株式パッシブ運用受託機関の選定を行ったため、解約を決定した3ファンドからの回収を伴う大きな入替を実施しました。

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・マネジメントに係る報告の提出を求め、運用ガイドラインの遵守状況を確認するとともに、定期ミーティング等において説明を受ける等の方法により行いました。トランジション・マネジャーの評価は、取引執行能力、組織・人材等の項目による総合評価の結果により、いずれのトランジション・マネジャーも特に問題は認められず契約を継続することが適当との結論となりました。

イ. 資産管理機関の管理・評価

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

価は、業務体制、資産管理システム等の項目による総合評価により行いました。この総合評価の結果により、いずれの資産管理機関も契約を継続することが適当との結論となりました。

ウ. 資産管理の在り方の見直し

従来、運用資産の管理については、資産クラスごとにひとつの資産管理機関を選定し、管理事務を委ねていましたが、こうしたやり方には、運用を多様化する場合の障害となるリスクやBCP(事業継続計画)上の懸念があることが分かっています。このためGPIFでは、同一資産クラスの中でも複数の資産管理機関を利用することができるよう取り組んでいます。

また、運用多様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、これまでの会計用データとは別に、投資判断用のデータを収集し、これを活用できる体制を図っています。

資産管理機関の複数化については、必要なシステム開発が終わった資産クラスから順次実施しており、2018年度においては、外国債券及び国内株式で複数化を実現しました。また、短期資産については、より効率的な運用方法の提案を広く求めるとともに、資産管理機関が1社に集中しているリスクを軽減する観点から、公募を実施し、2社を選定しました。

(注)運用受託機関等の一覧については91-92ページをご覧ください。

[2] 調査研究の推進

① GPIF Finance Awards

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

このような環境づくりの一環として、2016年度にGPIF Finance Awardsを創設し、年金運用の分野で優れた功績をあげた若手研究者を表彰するとともに、その功績や社会的意義を広く情報発信し、優秀な研究者の活動を振興しています。

2018年度においては、第2回GPIF Finance Awards受賞者の表彰式を行い、厚生労働大臣、文部科学大臣、内閣府副大臣（金融担当）等にご来賓としてご出席いただきました。受賞者は、ロバート・マートンMIT教授（1997年ノーベル経済学賞受賞）をはじめとする金融・ファイナンスの分野で著名な研究者で構成された選考委員会の審査を経て、下記の通り決定しました。

また、第3回の受賞候補者推薦募集を行い、2019年度において、受賞者を選定することとしています。

受賞者	： 野澤 良雄 氏	シニアエコノミスト、連邦準備制度理事会 （現・香港科技大学ビジネススクール Assistant Professor）
略歴	： 東京大学教養学部卒、シカゴ大学MBA、Ph.D.（ファイナンス・経済学合同学位）、日本政策投資銀行、連邦準備制度理事会を経て、2018年8月より現職	
受賞理由	： 社債スプレッドに対して網羅的なアプローチを行った研究であり、今後の社債のプライシング理論発展への寄与が期待できるため。	



（選考委員）

ロバート・マートン	ノーベル経済学賞受賞、MITスローン・ビジネススクール教授、ハーバード大学名誉教授
ジョシュ・ラーナー	ハーバード・ビジネススクール教授
デビッド・チェンバース	ケンブリッジ大学ジャッジ・ビジネススクール教授
植田 和男	共立女子大学国際学部教授、東京大学金融教育研究センター センター長（元運用委員会委員長）
翁 百合	（株）日本総合研究所理事長（金融審議会委員）
福田 慎一	東京大学大学院経済学研究科教授（金融審議会委員）
米澤 康博	早稲田大学大学院経営管理研究科教授（元運用委員会委員長）

② 調査研究及び共同研究

GPIFは、調査研究及び大学等との共同研究を行い、得られたノウハウを蓄積していくことが、将来に渡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。2018年度は、以下5つの調査研究及び共同研究を行いました。

ア. 運用受託機関の役職員の報酬体系（インセンティブ構造）についての調査研究業務

目的: GPIFは運用受託機関との利害の一致を重視しています。報酬体系は、運用機関の投資哲学や企業文化等の根本的な考え方を反映していると考えており、利害の一致を確認する手段として運用受託機関の役職員の報酬体系について調査を行いました。具体的には、運用受託機関の役職員の報酬体系がGPIFのような長期のアセッ

トオーナーが期待する長期的なリターン向上に資する報酬体系になっているか、ショートターミズムを助長するようなインセンティブ構造になっていないかという観点から調査を実施しました。

委託先: マーサー・ジャパン株式会社

イ. ESGに関する情報開示についての調査研究業務

目的: GPIFでは、ESG指数や環境指数に基づく株式パッシブ運用やESG活動報告の作成など、ESGに関する取り組みを積極的に進めています。それらの取り組みにおいて、企業や運用会社におけるESGに関する情報開示は全ての土台となるものですが、足元では情報開示に積極的な企業と対応が進んでいない企業との二極化が進んでいます。その背景には、ESGに関する情報開示基準等が乱立している状況において、各開示基準の共通点や違い、定義などが明確でないことにより、経営リソースが限られるなか、対応を躊躇している企業も多いと思われます。

当該調査研究では、FSB（金融安定理事会）によって設立されたTCFD（気候関連財務情報開示タスクフォース）や、米国サステナビリティ会計基準審議会（SASB）等のESGに関する情報開示の現状を調査するとともに、企業価値向上に資するESG情報開示のあり方や公的年金基金や運用機関によるESG情報開示のあり方についても調査を行いました。

この調査研究結果を踏まえて、GPIFにおいては、ESG投資の一層の質の向上や資本市場の持続可能性向上を目指しています。

委託先: ニッセイアセットマネジメント株式会社

ウ. 人工知能（AI）によるファンド行動学習についての調査研究業務

目的: 2017年度に実施した「人工知能（AI）が運用に与える影響について」の調査研究において、GPIFが委託している国内株式アクティブ運用会社の取引データを用い、機械学習によって分析することで、投資スタイルの類型化やスタイルドリフトの発見等が可能であることが示されました。

2018年度より開始した当該調査研究では、国内株式において銘柄ユニバースの拡大や計測期間の延長を行い、より精緻な検証を行うとともに、外国株式においても同様の成果が確認できるか等について、引き続き研究を行いました。

委託先: 株式会社ソニーコンピュータサイエンス研究所

エ. 世代重複（OLG）モデルによるマクロ経済予測についての共同研究業務

目的: 公的年金積立金運用の収益目標は、名目賃金上昇率対比で示されており、運用資産の収益性を適切に評価するにあたって、名目賃金上昇率を含むマクロ経済予測モデルを高度化することが重要です。今回、世代重複（OLG）モデルを用いて、人口構成の変化、特に家計部門での勤労世代

と引退世代の共存、これらの世代交代等の変化を取り込むことにより、マクロ経済予測の枠組み・手法の拡充を行うとともに、各種パラメータシナリオの変動が与えるマクロ経済への影響を定量的に検証しました。

共同研究先: 国立大学法人東京大学

オ. 債券投資におけるESGについての共同研究業務

目的: GPIFは、2015年9月に責任投資原則（PRI）に署名し、2017年7月に国内株式におけるESG指数を選定しました。投資におけるESGについては、株式では研究や実践が進んでいますが、債券では研究や実践が緒にいたばかりです。このため、GPIFと世界銀行グループ

は、持続的な投資の促進に向けた提携の最初の取り組みとして、債券投資におけるESGに関する実務的な課題等に関して共同で研究を行いました。

共同研究先: 世界銀行グループ

8 | 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により被った損害を回復するため、資産管理機関が提訴している訴訟は以下の通りです。

【国内】

2019年4月1日時点

被告	提訴日	原告	訴額	状況
(株)東芝	2016年5月6日	日本トラスティ・サービス信託銀行	12億6,203万1,213円 (プライマリー)	第一審係属中 (東京地方裁判所)
(株)東芝	2016年8月9日	日本トラスティ・サービス信託銀行	119億9,261万7,778円 (セカンダリー)	第一審係属中 (東京地方裁判所)
新日本有限責任監査法人	2017年5月17日	日本トラスティ・サービス信託銀行	35億円	第一審係属中 (東京地方裁判所)

【外国】

被告	提訴日	原告	請求額	状況
フォルクスワーゲンAG	2016年3月14日	日本マスタートラスト信託銀行 (集団訴訟に参加)	訴状において 具体的な金額の記載なし	第一審係属中(ドイツ)
フォルクスワーゲンAG	2016年9月19日	ステート・ストリート信託銀行 (集団訴訟に参加)	訴状において 具体的な金額の記載なし	第一審係属中(ドイツ)
Porsche Automobil Holding SE	2016年9月19日	日本マスタートラスト信託銀行 (集団訴訟に参加)	訴状において 具体的な金額の記載なし	第一審係属中(ドイツ)
Deutsche Bank AG	2017年12月15日	日本マスタートラスト信託銀行 (集団訴訟に参加)	訴状において 具体的な金額の記載なし	第一審係属中(ドイツ)

[2] 受賞

GPIFは、2018年10月に、アジア地域の機関投資家向け金融専門誌であるアジアインベスター誌より「アジアインベスター インスティテューショナル・エクセレンス・アワード2018」を受賞しました。新実績連動報酬体系の導入や人工知能(AI)が運用に与える影響についての調査研究など一連の取り組みが評価され、2017年に引き続き、4年連続の受賞となります。



第2部 GPIFの役割と組織運営

1 | 公的年金制度における GPIF の役割

[1] GPIF の位置付け

① 年金財政制度と GPIF

日本の公的年金制度は、社会全体で連帯し、現役世代の保険料負担で高齢者世代を支えるという世代間扶養の考え方を基本として運営されています。つまり、給付に必要な資金を予め全て積み立てるという「積立方式」ではなく、現役世代の保険料を給付に充てる「賦課方式」を基本としています。

一般に、賦課方式の年金制度においては、支払準備金的なものは別として、多額の積立金を保有する必要はありません。しかし、厚生年金制度がもともと積立方式によりスタートしたという経緯もあり、給付に充てられなかったものが積立金として積み立てられていた中で、「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」ということが、公的年金制度における年金積立金の基本的な意義とされています。

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

（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

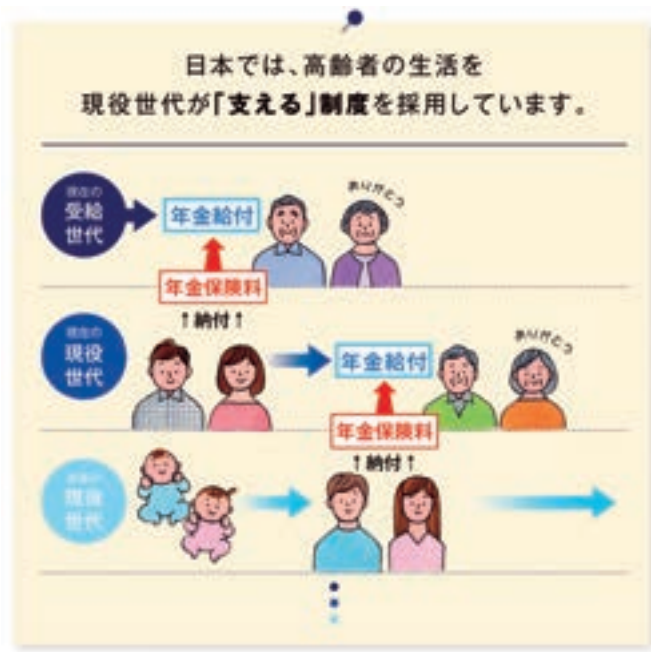
積立金は年金財政の安定化に活用することとされていますが、①にある通り、現在の仕組みでは、年金財政を概ね100年間で均衡させるため、当初は年金給付の一部に積立金の運用収入を充て、一定期間後からは運用収入に加えて、積立金を少しずつ取り崩し、最終的には概ね100年後に年金給付の1年分程度の積立金が残るよう、積立金を活用していく財政計画が定められています。

公的年金制度の持続可能性の向上が図られています^{（注）}。

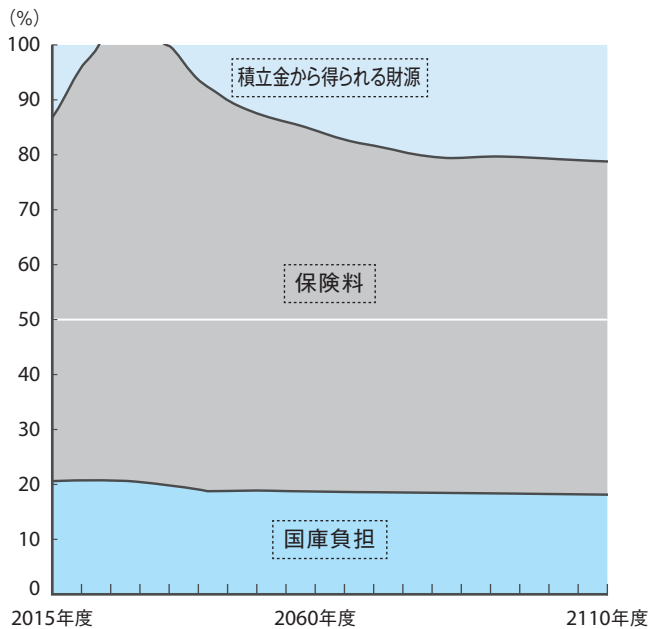
公的年金積立金運用に関する主な法律には、「厚生年金保険法」（以下「厚年法」といいます。）、「国民年金法」（以下「国年法」といいます。）、「年金積立金管理運用独立行政法人法」（以下「GPIF法」といいます。）の3本があり、これらの法律で、「積立金の運用は、専ら被保険者の利益のために、長期的な観点から、安全かつ効率的に行う」（厚年法及び国年法）、「運用は、安全かつ効率的に行われなければならない」（GPIF法）ということが定められており、「長期的な観点からの安全かつ効率的な運用」ということが、年金積立金運用に対する法律上の最も基本的な要請となっています。

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「GPIFが達成すべき業務運営に関する目標」（以下「中期目標」といいます。）においては、「財政の現況及び見通しを踏まえ、保険給付に必要な流動性を確保しつつ、長期的に積立金の実質的な運用利回り（積立金の運用利回りから名目賃金上昇率を差し引いたものをいう。）1.7%を最低限のリスクで確保すること」が要請されています。GPIFは、これを受けて、中期計画において分散投資を基本として「長期的な観点からの資産構成割合（基本ポートフォリオ）」を定め、これに基づき年金積立金の管理・運用を行っています。

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。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。



厚生年金の財源の内訳（平成26年財政検証）



※1 長期的な経済前提は、物価上昇率1.2%、賃金上昇率（実質〈対物価〉）1.3%、運用利回り（スプレッド〈対賃金〉）1.7%、人口は出生中位、死亡中位です。

※2 財政均衡期間における給付は1,920兆円（2014年度価格）です。

（出所）平成26年財政検証結果レポート

[2] 中期目標・中期計画の主な内容

① 中期目標期間

GPIFの中期目標期間は、第1期がGPIFの設立された2006年度から2009年度までの4年間、第2期が2010年度から2014年度までの5年間、第3期が2015年度から2019年度までの5年間です。いずれも最終年度は、年金制度について5年に一度実施される財

政検証の年となっています。これは法律においてGPIFの基本ポートフォリオは財政検証を勘案して定め、中期計画に記載するよう定められていることとの関係が考慮されています。

② 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とされています。また、GPIF法では、年金積立金の運用が市場その他の民間活動に与える影響に留意しつつ行うこと等とされており、中期目標では、株式運用において個別銘柄の選択を行わない旨が規定されています。

○厚生年金保険法第79条の2（同旨国民年金法第75条）

（略）積立金の運用は、積立金が厚生年金保険等の被保険者から徴収された保険料の一部であり、かつ、将来の保険給付の貴重な財源となるものであることに特に留意し、専ら厚生年金保険の被保険者の利益のために、長期的な観点から、安全かつ効率的に行うことにより、将来にわたって、厚生年金保険事業の運営の安定に資することを目的として行うものとする。

○年金積立金管理運用独立行政法人法第20条第2項

（略）資産の管理及び運用に関し一般に認められている専門的な知見並びに内外の経済動向を考慮するとともに、年金積立金の運用が市場その他の民間活動に与える影響に留意しつつ、安全かつ確実を基本とし、年金積立金の運用が特定の方法に集中せず、かつ、厚生年金保険法第79条の2及び国民年金法第75条の目的に適合するものでなければならない。

これらを受け、中期計画では、分散投資を基本として、長期的な観点からの資産構成割合（基本ポートフォリオ）を策定することを定めています。なお、第3期中期計画では、2015年10月の被用者年金一元化を踏まえ、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^{（注）}とともに、少なくとも毎年1回検討を加え、必要があると認めるときは速やかに見直しを行うことを定めています。

（注）業務方針については、GPIFのホームページ（<https://www.gpif.go.jp/info/legislation/pdf/gyoumuhoujin.pdf>）をご参照ください。

③運用の目標、リスク管理、透明性の向上等

2014年10月に変更された第2期中期目標及び第3期中期目標では、年金積立金の運用は、年金制度の財政検証を踏まえ、保険給付に必要な流動性を確保しつつ、長期的に積立金の実質的な運用利回り（積立金の運用利回りから名目賃金上昇率を差し引いたもの）1.7%を最低限のリスクで確保することが目標とされました。このほか、市場の価格形成や民間の投資行動等を歪めないよう配慮すること、中期目標期間において資産ごとにベンチマーク収益率（市場平均収益率）を確保することが求められています。

また、年金積立金のリスク管理については、分散投資による運用管理を行い、資産全体、各資産、各運用受託機関等の各種リスク管理を行うことなどが定められています。

2015年4月から始まる第3期中期目標では、原則と

してパッシブ運用とアクティブ運用を併用すること、ただし、アクティブ運用については過去の運用実績も勘案し、超過収益が獲得できるとの期待を裏付ける十分な根拠を得ることを前提に行うこと、株式運用においては収益確保のため非財務的要素であるESG（環境、社会、ガバナンス）を考慮することについて検討することなどが定められています。

この間、2017年10月には、経営委員会が設置され、新たな運用手法の導入等に関する重要事項は、経営委員会が審議の上、議決することとされています。経営委員会における討議の内容については、その概要を経営委員会で承認を得た後に速やかに公表することにより、GPIFの組織運営の透明性の向上が図られています。

④年金積立金の管理及び運用に関し遵守すべき事項

第3期中期目標では、慎重な専門家の注意義務及び忠実義務の遵守を徹底することが求められています。

また、年金積立金の運用に当たっては、市場規模を考慮し、自ら過大なマーケットインパクトを蒙ることがないよう配慮し、特に、資金の投入及び回収に当たって、特定の時期への集中を回避するよう努めることとされています。

さらに、企業経営に対して過度に影響を及ぼさないよう配慮するとともに、企業経営等に与える影響を考慮しつつ、株主等の長期的な利益の最大化を目指す観点から、株主議決権の行使等の適切な対応を行うこと、そ

の際、日本版スチュワードシップ・コードを踏まえ、スチュワードシップ責任を果たす上での基本的な方針に沿った対応を行うこと、また、企業経営等に与える影響を考慮し、株式運用において個別銘柄の選択は行わないことが定められています。

加えて、年金財政の見通し及び収支状況を踏まえ、年金給付等に必要な流動性（現金等）を確保すること、その際、市場の価格形成等に配慮しつつ、円滑に資産の売却等を行い、不足なく確実に資金を確保するために必要な機能の強化を図ることなどが求められています。

⑤管理及び運用能力の向上、業務運営の効率化等

第3期中期目標では、高度で専門的な人材に必要とされる専門的能力を精査し、専門的能力を必要とする業務等を明らかにするとともに、その人材の受入に伴う環境整備を図ること、高度で専門的な人材の法人に対する貢献を維持するため、業績を定期的に評価するシステムを構築・導入し、人材の適時適切な配置を図ること、高度で専門的な人材の報酬水準の妥当性については、民間企業等における同様の能力を持つ人材の報酬水準と比較するなどの手法により、国民の皆様に分かりやすく説明することなどが定められています。

また、オルタナティブ投資に関するリスク管理を含めたポートフォリオ全体のリスク管理システムについて、費用対効果を勘案した上で、自ら開発することを含め検討すること、また、リスク管理について、フォワード・ルッキングなリスク分析機能の強化、リスク管理分析ツールの整

備、情報収集・調査機能の強化を進めるなど高度化を図ることとされています。

業務運営の効率化については、中期目標期間中、一般管理費（退職手当及び事務所移転経費を除く。）及び業務経費（システム関連経費、管理運用委託手数料、高度で専門的な人材にかかる人件費及び短期借入に係る経費を除く。）の合計について、2014年度を基準として、2013年12月の閣議決定等に基づき新規に追加されるものや拡充される分を除き、毎年度平均で前年度比1.34%以上の効率化を行うこと、新規に追加されるものや拡充される分は翌年度から1.34%以上の効率化を図ること、管理運用委託手数料については各資産別の運用資産額の増減等も考慮に入れつつ、引き続き低減に努めることなどが求められています。

2 | 組織・内部統制体制

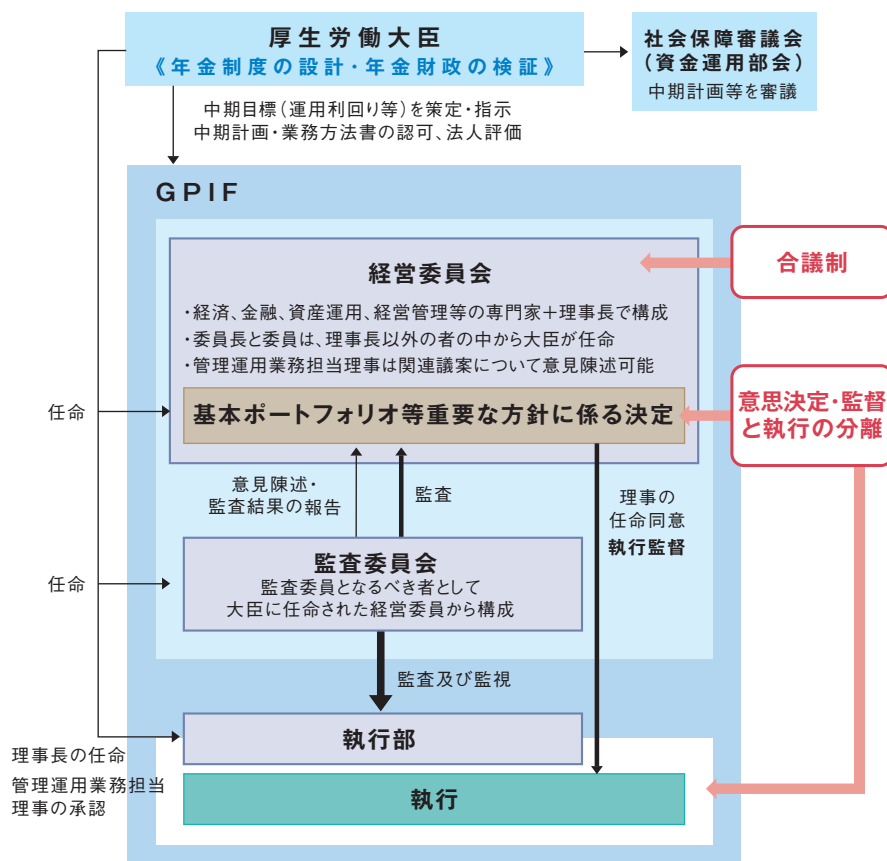
[1] 基本的なガバナンスの仕組み

GPIFは、2017年10月に設置された経営委員会が、合議によって、重要な意思決定を行うとともに、その決定に沿った執行が行われているかどうかを監督するというガバナンスの仕組みを採用しています。経営委員のうち3名は監査委員（1名が常勤）を兼務し、監査委員会を構成しています。監査委員会は、管理運用業務の監査を行うと共に、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。経営委員会が行う意思決定としては、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（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、GPIFの運営に係わる重要事項が含まれています。2019年度の経営委員会では、次期基本ポートフォリオを5年に1回の財政検証の結果を踏まえて策定することになります。

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1年半が経過しました。ガバナンスの語源はギリシャ語の「舵取り」に由来します。その実践に当たっては、外形的な形式の整備にとどまることなく、実質的な改革を推進し、国民の皆様から一層信頼される組織体制の確立を目指すべく、的確な「舵取り」を行っていくことが求められています。



[2] 経営委員会

経営委員会は、経済、金融、資産運用、経営管理等、様々な分野の専門家が、GPIFの投資や業務運営に係る幅広い課題について、多面的な検討を行い、タイムリーで的確な意思決定をするように心がけています。2018年度においては、合計13回開催しましたが、その概要は、下表の通りです。

2018年度の経営委員会では、ガバナンスの骨格をなす内部規程の全面的な点検を行い、経営委員会と執行部、及び執行部内の権限分配や規程の構造の明確化など、組織の透明性向上の観点から必要な修正を実施しました。その他、基本ポートフォリオの定期検証、業務実績

評価、財務諸表等の作成、統合ネットワークや投資判断用データサービスといった管理運用業務を支えるITシステムの調達などの重要事項について、透明性の向上や投資活動の妥当性、予算措置の適否など様々な観点から審議、議決をしてきました。加えて、執行部から、リスク管理面の課題やESGに関する取り組みなど数多くの重要事項の報告を受け、その内容について忌憚のない意見交換を行っています。なお、経営委員会の議論の内容は、一定期間を経た後に議事概要としてGPIFのホームページに掲載されます。

経営委員会の開催状況

(2018年度)

	開催日	主な議題(議決・審議事項のみ記載)
第9回	2018年 4月26日	(議決)①基本ポートフォリオの定期検証、②報酬等及び給与等の支給の基準の変更
第10回	5月28日	(審議)平成29年度業務概況書(案)
第11回	6月18日	(議決)組織及び定員に関する重要事項 (審議)①平成29年度業務実績評価(案)、②平成29年度業務概況書(案)、③平成29事業年度財務諸表並びに事業報告書及び決算報告書の作成、利益及び損失の処理その他会計に関する重要事項(案)
第12回	6月28日	(議決)①平成29年度業務実績評価(案)、②平成29年度業務概況書(案)、③保有全銘柄開示(平成29年度末時点)、④平成29事業年度財務諸表並びに事業報告書及び決算報告書の作成、利益及び損失の処理その他会計に関する重要事項(案)
第13回	7月31日	(審議)乖離許容幅管理(2)
第14回	9月18日	(議決)平成30年度計画の変更
第15回	10月15日	(審議)現行規程の点検プロジェクトの実行
第16回	11月19日	(議決)統合ネットワークの調達 (審議)①投資判断用データの収集・活用、②現行規程の点検プロジェクトの実行(2)
第17回	12月17日	(議決)①報酬等及び給与等の支給の基準の変更、②投資判断用データサービス業務等の調達 (審議)現行規程の点検プロジェクトの実行(3)
第18回	2019年 1月21日	(議決)現行規程の点検プロジェクトの実行(4-1) (審議)①現行規程の点検プロジェクトの実行(4-2)、②現行規程の点検プロジェクトの実行(5)、③業務方法書の変更、④投資判断用データの収集・活用(2)
第19回	2月15日	(審議)①現行規程の点検プロジェクトの実行(6)、②現行規程の点検プロジェクトの実行(7)、③平成31年度委託調査研究計画(案)

	開催日	主な議題(議決・審議事項のみ記載)
第20回	3月7日	(議決)①業務方法書の変更、②現行規程の点検プロジェクトの実行(8-1)、③現行規程の点検プロジェクトの実行(9) (審議)①平成31年度計画(案)、②現行規程の点検プロジェクトの実行(8-2)
第21回	3月29日	(議決)①現行規程の点検プロジェクトの実行(10)、②平成31年度計画(案) (審議)元号改正に伴う関係規程の整備等

[3] 監査委員会

監査委員会は、監査委員会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。また、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。

監査委員会は、2018年度合計19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、ガバナンス体制の変更に伴う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。その結果は、監査報告として、GPIFのホームページに掲載することとしています。

[4] 執行体制

① 組織

GPIFの役職員は、2019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133名(臨時職員を除く。)となっています。

組織は、経営委員会事務室、監査委員会事務室、総務

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

役員数(2019年4月1日時点)
 経営委員長1名、経営委員8名、理事長1名、理事2名、職員133名
 (うち常勤職員131名、非常勤職員2名(臨時職員を除く。))

```

graph TD
    subgraph Board [経営委員会]
        BOG[経営委員長]
        BOE[経営委員]
        BOB[理事長]
    end
    subgraph Board_of_Governance [監査委員会]
        BOG2[監査委員長]
    end
    BOB --- BOG2
    BOB --- S[審議役]
    BOB --- COO[コンプライアンス・オフィサー]
    BOB --- LO[リーガル・オフィサー]
    BOB --- HOD[総務部]
    BOB --- HOD2[企画部]
    BOB --- HOD3[調査数理室]
    BOB --- HOD4[運用リスク管理室]
    BOB --- HOD5[情報管理部]
    BOB --- HOD6[投資戦略部]
    BOB --- HOD7[運用管理室]
    BOB --- HOD8[市場運用部]
    BOB --- HOD9[オルタナティブ投資室]
    BOB --- HOD10[インハウス運用室]
    BOB --- HOD11[監査室]
    HOD --- HOD12[総務課]
    HOD --- HOD13[経理課]
    HOD2 --- HOD14[企画課]
    HOD2 --- HOD15[資金業務課]
    HOD5 --- HOD16[情報管理セキュリティ対策課]
    HOD5 --- HOD17[システム管理課]
    HOD6 --- HOD18[投資戦略課]
    HOD8 --- HOD19[委託運用課]
    HOD8 --- HOD20[スチュワードシップ推進課]
  
```

経営委員長1名、経営委員8名、理事長1名、理事2名、職員133名
(うち常勤職員131名、非常勤職員2名(臨時職員を除く。))

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、MBA、不動産鑑定士等の様々な分野の資格を有する専門人材を有しており、弁護士資格を持つリーガル・オフィサーも配置しています。

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

証券アナリスト 47人	MBAなど 19人
弁護士 1人	公認会計士 1人
税理士 1人	不動産鑑定士 2人
Ph.D. 1人	※2019年4月1日時点、 人数は重複あり

② 内部統制体制

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

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

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

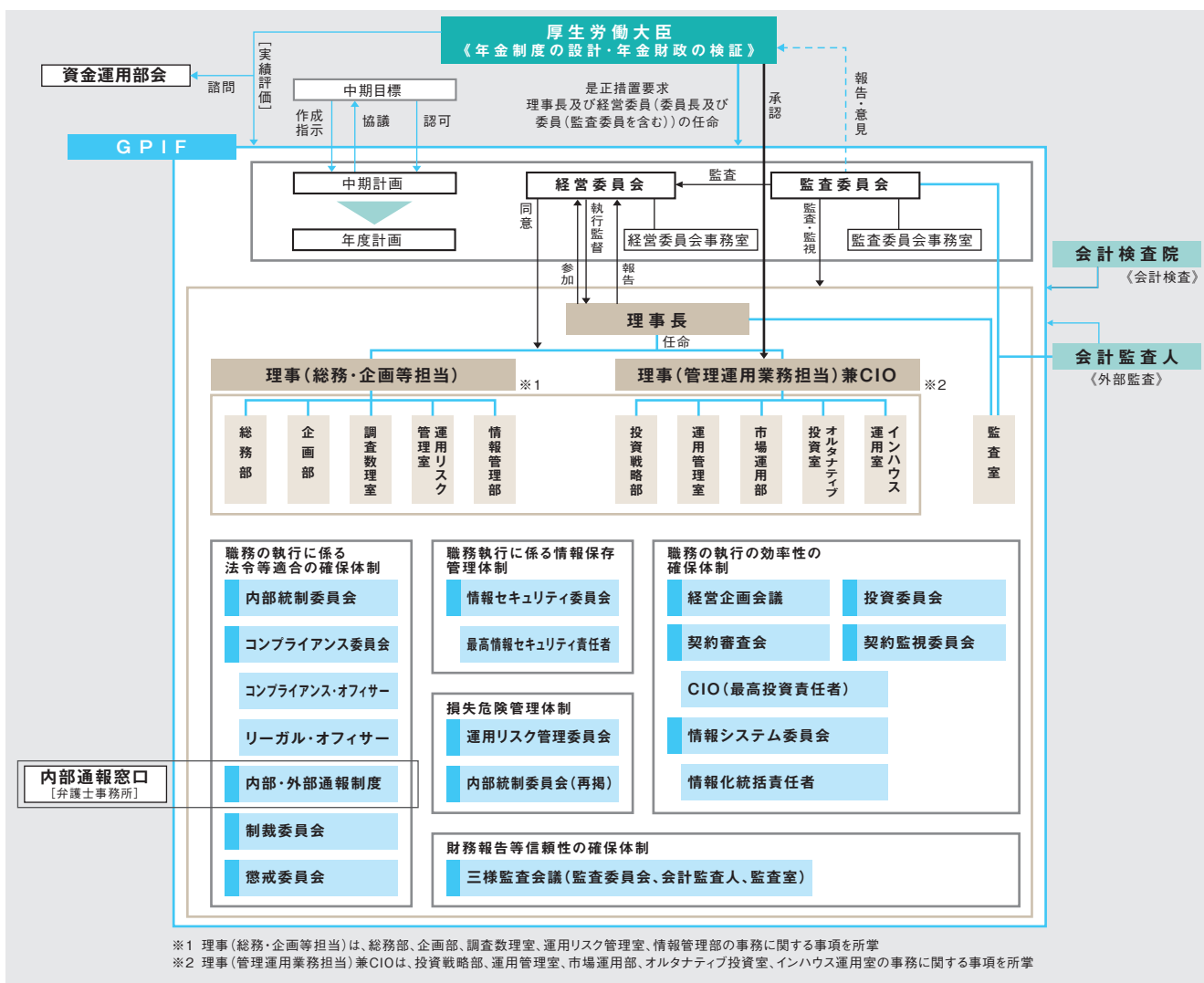
し、またGPIFの業務実施の障害となるリスク(業務リスク)の識別、分析及び評価並びに当該リスクへの対応等を行うため内部統制委員会を設置し、リスク要因の継続的把握とリスクの予防、並びにリスクが顕在化した場合の損失を極小化するために必要な施策を立案、推進することにより、リスク管理を行うこととしています。

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、また管理運用業務の執行に係る重要事項に関する意思決定を行うにあたっての事前の審議等を行うため投資委員会を設置する等、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_01.pdf)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/activity>)をご参照ください。

内部統制等の概念図



3 | 広報の取り組み

GPIFでは、事業年度ごとの運用状況などを詳しく説明する業務概況書を発行しているほか、ホームページやSNSなどを通じて様々な情報を公開しています。

年金積立金の管理及び運用に関して、国民の皆様から

更なる理解と信頼を得られるよう、公開資料をより分かりやすく工夫します。また、運用の多様化・高度化に対応する情報公開や広報活動の充実を図ってまいります。



GPIF Homepage



GPIF YouTube channel

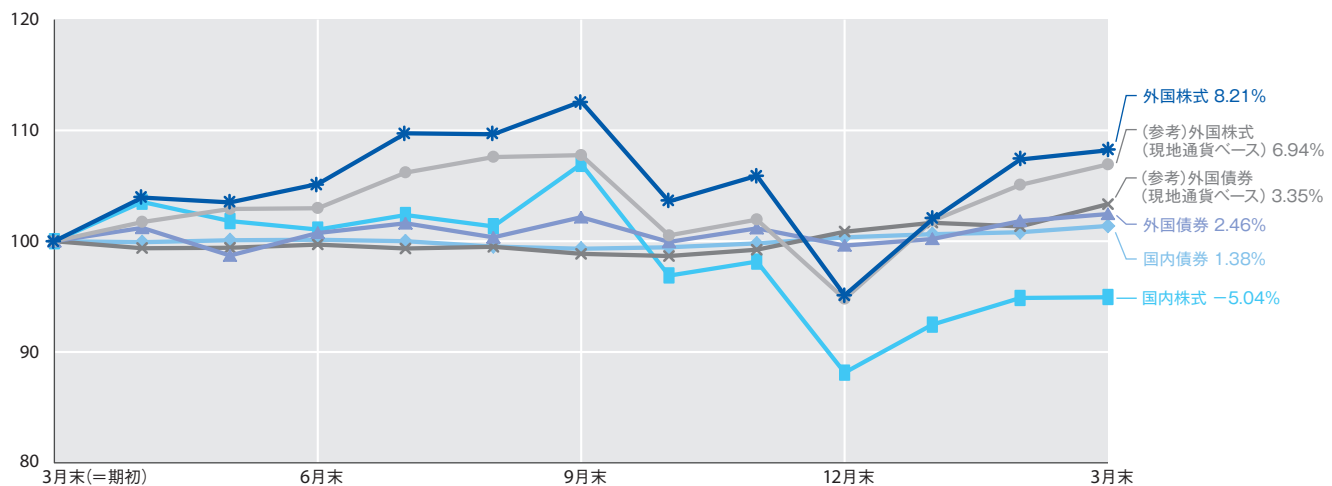


GPIF Twitter



第3部 資料編

1 | ベンチマークインデックスの推移(2018年度)



○ベンチマーク収益率(2018年4月～2019年3月)

(単位: %)

国内債券 複合ベンチマーク収益率 ^(注1)	1.38
(参考) NOMURA-BPI「除くABS」	1.89
国内株式 (TOPIX配当込み)	-5.04
外国債券 (FTSE世界国債インデックス(除く日本、円ベース))	2.46
(参考) FTSE世界国債インデックス(除く日本、現地通貨ベース)	3.35
外国株式 (MSCI ACWI(除く日本、円ベース)) ^(注2)	8.21
(参考) MSCI ACWI(除く日本、現地通貨ベース)	6.94

○参考指標

		2018年3月末	2019年3月末
国内債券	(新発10年国債利回り) (%)	0.05	-0.09
国内株式	(TOPIX配当なし) (ポイント)	1,716.30	1,591.64
	(日経平均株価) (円)	21,454.30	21,205.81
外国債券	(米国10年国債利回り) (%)	2.74	2.41
	(ドイツ10年国債利回り) (%)	0.50	-0.07
外国株式	(NYダウ) (ドル)	24,103.11	25,928.68
	(ドイツDAX) (ポイント)	12,096.73	11,526.04
	(上海総合指数) (ポイント)	3,168.90	3,090.76
外国為替 ^(注3)	(ドル/円) (円)	106.35	110.69
	(ユーロ/円) (円)	130.79	124.28

(注1) NOMURA-BPI「除くABS」、NOMURA-BPI国債、NOMURA-BPI / GPIF Customized、NOMURA J-TIPS Index(フロアあり)及びNOMURA-BPI物価連動国債プラスの複合インデックス(それぞれの運用金額による構成比で加重平均したもの)。

(注2) MSCI ACWIは、円ベース・現地通貨ベースともに、「除く日本、配当込み、管理運用法人の配当課税要因考慮後」で算出したものです。

(注3) 外国為替レートはWMロイター社ロンドン16時仲値(対米ドル)を採用しています。

2 | 運用実績等の推移

2 運用実績等の推移(86ページから89ページ)及び3 運用手法・運用受託機関別運用資産額等(90ページから98ページ)の表については、GPIFのホームページ(<https://www.gpif.go.jp/operation/last-years-results.html>)にてExcelファイルの形式でも掲載しておりますのでご参照ください。

[1] 収益率

	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	直近5年間 (2014~2018年度)	直近10年間 (2009~2018年度)	独法設立後 (2006~2018年度)	市場運用開始後 (2001~2018年度)
収益率(%)	-1.80	-5.36	8.40	3.39	9.88	3.70	-4.59	-7.57	7.91	-0.25	2.32	10.23	8.64	12.27	-3.81	5.86	6.90	1.52	4.41	5.05	3.15	3.03

《参考》

(市場運用分)

	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	直近5年間 (2014~2018年度)	直近10年間 (2009~2018年度)	独法設立後 (2006~2018年度)	市場運用開始後 (2001~2018年度)
修正総合収益率(%)	-2.48	-8.46	12.48	4.60	14.37	4.75	-6.41	-10.03	9.55	-0.57	2.47	11.33	9.27	12.88	-3.98	5.94	6.94	1.51	4.50	5.40	3.13	3.30

	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	直近5年間 (2014~2018年度)	直近10年間 (2009~2018年度)	独法設立後 (2006~2018年度)	市場運用開始後 (2001~2018年度)
時間加重収益率(%)	-2.65	-8.63	13.01	4.43	14.37	4.56	-6.10	-10.04	9.58	-0.53	2.45	11.47	9.23	12.93	-3.88	5.93	6.99	1.54	4.55	5.44	3.17	3.32
国内債券	0.87	4.19	-1.82	2.13	-1.40	2.18	3.31	1.35	1.98	1.95	2.92	3.68	0.60	2.76	4.07	-0.85	0.80	1.43	1.63	1.92	2.01	1.66
国内株式	-17.05	-25.41	50.30	1.64	50.14	0.47	-27.97	-35.55	29.40	-9.04	0.57	23.40	18.09	30.48	-10.80	14.89	15.66	-5.09	7.98	9.73	1.29	2.91
外国債券	6.20	15.23	0.20	11.42	7.71	10.19	-0.32	-6.75	1.32	-7.06	4.77	18.30	14.93	12.70	-3.32	-3.22	3.71	2.70	2.35	4.18	3.39	4.80
外国株式	3.67	-32.23	23.76	15.43	28.20	17.50	-17.10	-43.21	46.11	2.18	0.49	28.91	32.00	22.27	-9.63	14.20	10.15	8.12	8.49	14.39	5.96	5.74

(財投債)

	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	直近5年間 (2014~2018年度)	直近10年間 (2009~2018年度)	独法設立後 (2006~2018年度)	市場運用開始後 (2001~2018年度)
収益率(%)	1.13	0.89	0.83	0.90	0.93	1.01	1.10	1.18	1.26	1.37	1.42	1.45	1.58	1.63	1.75	1.77	1.82	1.93	1.78	1.60	1.48	1.33

(注1) 収益率は運用手数料等控除前です。

(注2) 直近5年間、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) 修正総合収益率は、収益及び投下元本に時価の概念を導入して算定した収益率です。運用の効率性を表す時価ベースの資産価値の変化を把握する指標として用いられます。

(注4) 時間加重収益率は、時価に基づく運用収益に基づき、運用者が自ら決めることができない運用元本の流入の影響を排除して求めた収益率です。

(注5) 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おりますのでご参照ください。

[2] 収益額

	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	直近5年間 (2014~2018年度)	直近10年間 (2009~2018年度)	独法設立後 (2006~2018年度)	市場運用開始後 (2001~2018年度)
収益額(億円)	-5,874	-24,530	48,916	26,127	89,619	39,445	-55,178	-93,481	91,850	-2,999	26,092	112,222	102,207	152,922	-53,098	79,363	100,810	23,795	303,793	633,165	523,950	658,208

《参考》

(市場運用分)

	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	直近5年間 (2014~2018年度)	直近10年間 (2009~2018年度)	独法設立後 (2006~2018年度)	市場運用開始後 (2001~2018年度)
総合収益額(億円)	-6,564	-25,877	47,225	23,843	86,795	36,404	-58,400	-96,670	88,938	-5,692	23,808	110,449	100,685	151,824	-53,846	78,899	100,578	23,623	301,079	619,266	500,600	626,022
国内債券	1,397	6,372	-3,452	6,415	-4,832	8,701	17,165	8,700	12,279	12,284	16,891	21,263	3,653	15,957	20,094	-3,958	3,622	5,959	41,673	108,044	142,609	148,509
国内株式	-10,174	-20,452	39,889	2,119	63,437	889	-53,323	-50,613	33,510	-13,342	1,754	33,314	31,855	69,105	-34,895	45,546	55,076	-20,732	114,100	201,190	98,143	172,942
外国債券	545	2,882	-105	5,222	4,843	8,002	-483	-6,213	1,315	-7,167	4,516	18,218	17,777	18,884	-6,600	-5,962	6,740	6,975	20,037	54,696	56,003	69,389
外国株式	1,931	-14,680	10,912	10,087	23,348	18,804	-21,765	-48,547	41,824	2,516	619	37,620	47,387	47,863	-32,451	43,273	35,140	31,411	125,236	255,201	203,693	235,290
短期資産	-44	1	1	0	0	8	6	3	10	17	28	34	13	15	7	0	-0	11	33	135	152	110

(財投債)

	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	直近5年間 (2014~2018年度)	直近10年間 (2009~2018年度)	独法設立後 (2006~2018年度)	市場運用開始後 (2001~2018年度)
収益額(億円)	690	1,347	1,691	2,284	2,824	3,042	3,222	3,189	2,912	2,693	2,284	1,773	1,522	1,098	748	464	232	172	2,714	13,898	23,351	32,186

(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) 2001年度の市場運用分の総合収益額は、転換社債の収益額-219億円を加味しています。

(注4) 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おりますのでご参照ください。

[3] 損益額

(単位: 億円)

	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	独法設立後累積 (2006~2018年度)	市場運用開始後累積 (2001~2018年度)
収益額(A)	-5,874	-24,530	48,916	26,127	89,619	39,445	-55,178	-93,481	91,850	-2,999	26,092	112,222	102,207	152,929	-53,097	79,356	100,810	23,795	523,950	658,208
運用手数料等(B)	308	184	193	232	271	327	352	307	277	266	249	240	268	310	405	430	520	336	4,287	5,474
財政融資資金に対する借入利息等(C)	6,902	5,893	4,417	3,476	2,537	1,747	925	227	73	17	-	-	-	-	-	-	-	-	2,988	26,214
運用上の損益(D=A-B-C)	-13,084	-30,608	44,306	22,419	86,811	37,608	-56,455	-94,015	91,500	-3,281	25,843	111,983	101,938	152,619	-53,502	78,925	100,290	23,459	516,915	626,759

(単位: 億円)

	2000 年度末	2001 年度末	2002 年度末	2003 年度末	2004 年度末	2005 年度末	2006 年度末	2007 年度末	2008 年度末	2009 年度末	2010 年度末	2011 年度末	2012 年度末	2013 年度末	2014 年度末	2015 年度末	2016 年度末	2017 年度末	2018 年度末
運用上の累積損益(E=前年度E+D)	-16,893	-29,976	-60,584	-16,278	6,141	92,952	130,562	74,108	-19,908	71,592	68,311	94,154	206,137	308,075	460,694	407,192	486,118	586,408	609,867
寄託金の運用に係る運用上の 累積損益(2001年度~)	-	-1,669	-15,713	20,025	41,336	120,113	156,626	103,043	10,059	101,347	98,085	123,928	235,911	337,849	490,468	436,967	515,892	616,182	639,641
承継資産の運用に係る運用上の 累積利差損益(1986年度~)	-16,893	-28,307	-44,872	-36,303	-35,195	-27,161	-26,063	-28,935	-29,966	-29,755	-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) 2001年度から2005年度の数値は年金資金運用基金(以下「旧基金」といいます。)の運用によるものです。

(注3) 「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4) 2000年度末の承継資産の運用に係る累積利差損益-1兆7,025億円に1992年度の年金特別会計への納付金133億円を戻し加えた2000年度末の承継資産の運用に係る運用上の累積利差損益は-1兆6,893億円となります。

(注5) 2006年度の「運用上の損益」欄は、未収金236億円が発生しているため、損益額がその分増加しています。

(注6) 2006年度の「運用上の累積損益」は、GPIFが旧基金から引き継いだ資産の価額の評価を決定する資産評価委員会において、有形固定資産の時価評価等を行ったことによる損益額(3億円の増加)を加味しています。

(注7) 2006年度以降の「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8) 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、(注5)の未収金236億円及び(注6)の損益額(3億円の増加)を加味しています。

(注9) 2013年度から2015年度の「収益額」は、会計上の数値(外貨建て投資信託受益証券ファンドについては、当該ファンドで管理する受益証券をその他有価証券として区分し、取得原価による評価を行っています。)を基に算出しています。

(注10) 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。

[4] 年金特別会計への納付額

(単位: 億円)

	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	独法設立後累積 (2006~2018年度)	市場運用開始後累積 (2001~2018年度)
年金特別会計への納付額	-	-	-	-	8,122	19,611	13,017	17,936	-	2,503	1,398	6,291	21,116	32,710	2,750	2,907	9,096	7,300	136,635	144,757 (144,890)

(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) 市場運用開始後累積の()の額14兆4,890億円は、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

	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
管理運用委託手数料額 (億円)	293	176	183	223	264	309	343	288	258	246	231	222	253	291	383	400	487	295
平均残高 (兆円)	26.3	30.9	40.7	50.4	59.2	107.7	120.2	119.6	123.9	118.1	112.0	111.5	123.9	131.9	139.0	137.3	155.7	158.9
管理運用委託手数料率 (%)	0.11	0.06	0.04	0.04	0.04	0.03	0.03	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02	0.03	0.03	0.03	0.02

(注1) 2005年度までの平均残高は、投下元本平均残高を用いています。

(注2) 2005年度より自家運用の資産管理を外部委託したことから平均残高には自家運用を含めています。なお、財投債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) 2006年度以降の平均残高は、月末時価平均残高を用いています。

(注4) 資産管理機関に対する手数料額には、コストディ費用・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。

[6] 運用資産額・資産構成割合

	2001年度末 (2002年3月末)		2002年度末 (2003年3月末)		2003年度末 (2004年3月末)		2004年度末 (2005年3月末)		2005年度末 (2006年3月末)		2006年度末 (2007年3月末)		2007年度末 (2008年3月末)		2008年度末 (2009年3月末)		2009年度末 (2010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	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	262,811	68.08%	348,424	69.39%	474,814	67.50%	608,573	69.77%	655,780	63.75%	737,522	64.40%	855,237	71.34%	869,775	73.94%	829,679	67.54%
市場運用	143,673	37.22%	162,269	32.32%	252,012	35.83%	322,115	36.93%	349,242	33.95%	441,997	38.59%	569,443	47.50%	618,887	52.61%	623,923	50.79%
財投債	119,138	30.86%	186,155	37.07%	222,801	31.67%	286,458	32.84%	306,538	29.80%	295,525	25.80%	285,794	23.84%	250,888	21.33%	205,756	16.75%
簿価	(119,116)	—	(192,094)	—	(222,897)	—	(290,368)	—	(302,810)	—	(295,287)	—	(291,842)	—	(256,410)	—	(211,926)	—
国内株式	68,251	17.68%	73,818	14.70%	120,019	17.06%	124,234	14.24%	189,789	18.45%	190,676	16.65%	137,923	11.50%	113,986	9.69%	147,497	12.01%
外国債券	13,459	3.49%	25,458	5.07%	39,520	5.62%	57,923	6.64%	75,515	7.34%	90,694	7.92%	96,641	8.06%	100,135	8.51%	101,449	8.26%
外国株式	38,203	9.90%	44,676	8.90%	59,255	8.42%	81,500	9.34%	107,617	10.46%	126,376	11.03%	109,057	9.10%	90,781	7.72%	132,523	10.79%
短期資産	3,291	0.85%	9,766	1.94%	9,804	1.39%	49	0.01%	13	0.00%	10	0.00%	9	0.00%	1,608	0.14%	17,277	1.41%
合 計	386,014	100.00%	502,143	100.00%	703,411	100.00%	872,278	100.00%	1,028,714	100.00%	1,145,278	100.00%	1,198,868	100.00%	1,176,286	100.00%	1,228,425	100.00%

	2010年度末 (2011年3月末)		2011年度末 (2012年3月末)		2012年度末 (2013年3月末)		2013年度末 (2014年3月末)		2014年度末 (2015年3月末)		2015年度末 (2016年3月末)		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)	
	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	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	774,589	66.59%	719,127	63.30%	744,586	61.81%	701,596	55.43%	567,037	41.25%	528,010	39.19%	478,707	33.04%	445,178	28.47%	431,627	27.11%
市場運用	592,522	50.94%	584,785	51.47%	637,830	52.95%	620,364	49.01%	516,915	37.60%	493,588	36.63%	462,236	31.90%	436,214	27.89%	422,664	26.55%
財投債	182,067	15.65%	134,342	11.82%	106,757	8.86%	81,232	6.42%	50,122	3.65%	34,422	2.55%	16,472	1.14%	8,964	0.57%	8,963	0.56%
簿価	(187,522)	—	(139,208)	—	(110,928)	—	(83,993)	—	(52,114)	—	(35,980)	—	(17,485)	—	(9,727)	—	(9,576)	—
国内株式	134,154	11.53%	141,992	12.50%	175,575	14.57%	208,466	16.47%	316,704	23.04%	305,809	22.69%	351,784	24.28%	406,995	26.03%	386,556	24.28%
外国債券	94,283	8.11%	99,301	8.74%	117,896	9.79%	139,961	11.06%	181,815	13.23%	189,388	14.05%	196,817	13.58%	239,109	15.29%	278,187	17.47%
外国株式	130,919	11.26%	130,205	11.46%	148,758	12.35%	197,326	15.59%	300,772	21.88%	310,714	23.06%	349,262	24.10%	386,629	24.72%	418,975	26.32%
短期資産	29,225	2.51%	45,486	4.00%	17,838	1.48%	18,422	1.46%	8,441	0.61%	13,554	1.01%	72,463	5.00%	85,920	5.49%	76,808	4.82%
合 計	1,163,170	100.00%	1,136,112	100.00%	1,204,653	100.00%	1,265,771	100.00%	1,374,769	100.00%	1,347,475	100.00%	1,449,034	100.00%	1,563,832	100.00%	1,592,154	100.00%

[7] 各資産の超過収益率の状況(直近5年間及び10年間)

国内債券(市場運用分)

(単位:%)

		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	直近5年間 (年率)	直近10年間 (年率)
時間加重収益率		1.98	1.95	2.92	3.68	0.60	2.76	4.07	−0.85	0.80	1.43	1.63	1.92
ベンチマーク収益率		2.03	1.81	2.94	3.63	0.56	2.80	4.30	−0.90	0.74	1.38	1.65	1.92
超過収益率		−0.05	+0.14	−0.02	+0.04	+0.04	−0.04	−0.23	+0.05	+0.06	+0.05	−0.02	+0.01
パッシブ運用	時間加重収益率	1.88	1.90	2.90	3.64	0.58	2.71	4.07	−0.87	0.65	1.54	1.61	1.89
	ベンチマーク収益率	2.03	1.81	2.94	3.62	0.56	2.77	4.05	−0.89	0.63	1.51	1.60	1.89
	超過収益率	−0.16	+0.10	−0.04	+0.02	+0.03	−0.06	+0.02	+0.02	+0.02	+0.03	+0.01	−0.00
	パッシブ比率	82.98	82.42	81.59	85.62	90.27	88.04	83.90	80.65	77.95	75.91	−	−
アクティブ運用	時間加重収益率	2.49	2.14	3.03	3.92	0.78	3.10	4.06	−0.76	1.34	1.09	1.75	2.11
	ベンチマーク収益率	2.03	1.81	2.94	3.72	0.58	2.98	5.55	−0.93	1.14	0.98	1.92	2.07
	超過収益率	+0.46	+0.33	+0.09	+0.20	+0.20	+0.11	−1.49	+0.18	+0.20	+0.11	−0.17	+0.04
	アクティブ比率	17.02	17.58	18.41	14.38	9.73	11.96	16.10	19.35	22.05	24.09	−	−

国内株式

(単位:%)

		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	直近5年間 (年率)	直近10年間 (年率)
時間加重収益率		29.40	−9.04	0.57	23.40	18.09	30.48	−10.80	14.89	15.66	−5.09	7.98	9.73
ベンチマーク収益率		28.47	−9.23	0.59	23.82	18.56	30.69	−10.82	14.69	15.87	−5.04	8.02	9.74
超過収益率		+0.93	+0.19	−0.02	−0.42	−0.47	−0.21	+0.02	+0.20	−0.21	−0.05	−0.04	−0.00
パッシブ運用	時間加重収益率	28.60	−9.20	0.71	23.77	18.08	30.61	−10.95	14.65	15.44	−4.91	7.92	9.66
	ベンチマーク収益率	28.47	−9.23	0.59	23.82	18.56	30.69	−10.82	14.69	15.87	−5.04	8.02	9.74
	超過収益率	+0.13	+0.03	+0.11	−0.06	−0.49	−0.08	−0.13	−0.04	−0.43	+0.13	−0.10	−0.08
	パッシブ比率	75.36	75.31	76.04	78.15	80.86	87.50	83.03	90.70	90.48	90.57	−	−
アクティブ運用	時間加重収益率	31.90	−8.54	0.31	22.19	18.48	29.56	−9.90	17.30	17.91	−6.65	8.55	10.19
	ベンチマーク収益率	28.47	−9.23	0.59	23.82	18.56	30.69	−10.82	14.69	15.87	−5.04	8.02	9.74
	超過収益率	+3.43	+0.69	−0.28	−1.63	−0.09	−1.13	+0.92	+2.61	+2.04	−1.62	+0.53	+0.46
	アクティブ比率	24.64	24.69	23.96	21.85	19.14	12.50	16.97	9.30	9.52	9.43	−	−

外国債券

(単位:%)

		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	直近5年間 (年率)	直近10年間 (年率)
時間加重収益率		1.32	-7.06	4.77	18.30	14.93	12.70	-3.32	-3.22	3.71	2.70	2.35	4.18
ベンチマーク収益率		0.82	-7.38	4.96	17.86	15.09	12.67	-2.74	-5.41	4.23	2.46	2.05	3.94
超過収益率		+0.50	+0.32	-0.18	+0.44	-0.17	+0.03	-0.58	+2.19	-0.52	+0.24	+0.30	+0.24
パッシブ運用	時間加重収益率	0.22	-7.46	4.91	17.85	15.21	12.20	-2.70	-5.37	4.47	2.31	2.00	3.85
	ベンチマーク収益率	0.18	-7.54	4.99	17.73	15.28	12.28	-2.74	-5.41	4.23	2.46	1.98	3.83
	超過収益率	+0.04	+0.09	-0.08	+0.12	-0.07	-0.09	+0.04	+0.05	+0.24	-0.16	+0.02	+0.02
	パッシブ比率	71.26	70.67	70.93	70.67	71.05	70.44	66.35	63.43	61.65	64.37	-	-
アクティブ運用	時間加重収益率	4.10	-6.09	4.45	19.41	14.25	13.89	-3.66	0.50	2.55	3.35	3.17	5.00
	ベンチマーク収益率	2.42	-6.98	4.89	18.19	14.63	13.58	-2.80	-5.41	4.23	2.46	2.20	4.21
	超過収益率	+1.69	+0.89	-0.44	+1.22	-0.38	+0.32	-0.86	+5.91	-1.68	+0.89	+0.96	+0.79
	アクティブ比率	28.74	29.33	29.07	29.33	28.95	29.56	33.65	36.57	38.35	35.63	-	-

外国株式

(単位:%)

		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	直近5年間 (年率)	直近10年間 (年率)
時間加重収益率		46.11	2.18	0.49	28.91	32.00	22.27	−9.63	14.20	10.15	8.12	8.49	14.39
ベンチマーク収益率		46.52	2.27	0.34	28.78	32.09	22.31	−9.66	14.61	9.70	8.21	8.49	14.42
超過収益率		−0.41	−0.08	+0.14	+0.13	−0.10	−0.04	+0.03	−0.41	+0.46	−0.09	−0.01	−0.03
パッシブ運用	時間加重収益率	46.43	2.27	0.39	28.83	32.34	22.22	−9.67	14.63	9.73	8.12	8.47	14.43
	ベンチマーク収益率	46.52	2.27	0.34	28.83	32.30	22.22	−9.71	14.64	9.70	8.21	8.47	14.43
	超過収益率	−0.09	+0.01	+0.04	−0.00	+0.04	−0.00	+0.04	−0.01	+0.04	−0.09	−0.00	+0.00
	パッシブ比率	85.57	85.86	86.12	86.10	88.83	88.85	85.98	85.79	86.50	88.16	−	−
アクティブ運用	時間加重収益率	44.00	1.65	1.11	29.39	29.61	22.59	−9.17	11.98	12.85	9.06	8.94	14.31
	ベンチマーク収益率	46.52	2.27	0.34	28.41	30.64	23.03	−9.26	14.47	9.70	8.21	8.69	14.36
	超過収益率	−2.51	−0.62	+0.76	+0.98	−1.03	−0.44	+0.09	−2.49	+3.16	+0.85	+0.25	−0.05
	アクティブ比率	14.43	14.14	13.88	13.90	11.17	11.15	14.02	14.21	13.50	11.84	−	−

(注) 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。

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(2018年度末時価総額)

		時価総額	構成割合
運用資産合計		159兆2,154億円	100.00%
市場運用	計	158兆3,191億円	99.44%
	パッシブ運用	123兆2,862億円	77.43%
	アクティブ運用	35兆328億円	22.00%
財投債		8,963億円	0.56%

		時価総額	構成割合
運用資産合計		159兆2,154億円	100.00%
国内債券	計	42兆2,664億円	26.55%
	パッシブ運用	31兆9,270億円	20.05%
	アクティブ運用	10兆3,395億円	6.49%
国内株式	計	38兆6,556億円	24.28%
	パッシブ運用	35兆151億円	21.99%
	アクティブ運用	3兆6,405億円	2.29%
外国債券	計	27兆8,187億円	17.47%
	パッシブ運用	18兆4,266億円	11.57%
	アクティブ運用	9兆3,921億円	5.90%
外国株式	計	41兆8,975億円	26.32%
	パッシブ運用	37兆9,176億円	23.82%
	アクティブ運用	3兆9,800億円	2.50%
短期資産(アクティブ運用)		7兆6,808億円	4.82%
財投債		8,963億円	0.56%

(注1) 財投債の時価総額欄は、償却原価法による簿価額に未収収益を含めた額です。

(注2) 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。

[2] パッシブ運用及びアクティブ運用の割合の推移(市場運用分)

(単位:%)

		2001 年度末	2002 年度末	2003 年度末	2004 年度末	2005 年度末	2006 年度末	2007 年度末	2008 年度末	2009 年度末	2010 年度末	2011 年度末	2012 年度末	2013 年度末	2014 年度末	2015 年度末	2016 年度末	2017 年度末	2018 年度末
国内債券	パッシブ	50.67	61.36	75.47	78.58	79.88	77.97	80.87	82.26	83.09	82.05	81.61	90.48	90.13	86.10	82.50	79.38	77.03	75.54
	アクティブ	49.33	38.64	24.53	21.42	20.12	22.03	19.13	17.74	16.91	17.95	18.39	9.52	9.87	13.90	17.50	20.62	22.97	24.46
国内株式	パッシブ	44.24	70.84	77.02	76.87	76.19	76.27	76.41	75.73	75.26	75.26	76.23	78.78	87.69	86.71	81.52	90.62	90.44	90.58
	アクティブ	55.76	29.16	22.98	23.13	23.81	23.73	23.59	24.27	24.74	24.74	23.77	21.22	12.31	13.29	18.48	9.38	9.56	9.42
外国債券	パッシブ	71.42	76.85	73.30	72.45	72.04	71.91	72.31	71.71	70.93	70.62	70.87	70.60	71.70	69.85	64.94	60.89	61.98	66.24
	アクティブ	28.58	23.15	26.70	27.55	27.96	28.09	27.69	28.29	29.07	29.38	29.13	29.40	28.30	30.15	35.06	39.11	38.02	33.76
外国株式	パッシブ	53.25	79.03	81.56	79.86	79.69	79.85	82.94	85.35	85.59	86.23	86.01	86.74	89.37	88.05	84.15	86.45	86.32	90.50
	アクティブ	46.75	20.97	18.44	20.14	20.31	20.15	17.06	14.65	14.41	13.77	13.99	13.26	10.63	11.95	15.85	13.55	13.68	9.50
合 計	パッシブ	50.07	65.54	74.89	77.78	78.06	77.22	79.53	80.47	79.67	78.13	76.65	84.50	86.00	83.91	79.28	77.31	76.28	77.87
	アクティブ	49.93	34.46	25.11	22.22	21.94	22.78	20.47	19.53	20.33	21.87	23.35	15.50	14.00	16.09	20.72	22.69	23.72	22.13

[3] 運用受託機関等別運用資産額(2018年度末時価総額)

(単位:億円)			
運用手法	運用受託機関名(再委託先等名)	マネジャー・ベンチマーク	時価総額
国内債券 パッシブ運用	アセットマネジメントOne(旧みずほ信託) (法人番号 9010001021473)	BPI	11,584
	ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズ (法人番号 2010401034817)	BPI	12,968
	三井住友トラスト・アセットマネジメントI (法人番号 8010001114914)	BPI	12,972
	三井住友トラスト・アセットマネジメントII (法人番号 8010001114914)	BPI-国	32,525
	三菱UFJ信託銀行 (法人番号 6010001008770)	BPI-国	16,088
	自家運用I	BPI	13,671
	自家運用II	BPI-国	93,462
	自家運用III	BPI-C	125,999
国内債券 アクティブ運用	アセットマネジメントOne(旧DIAM)I (法人番号 9010001021473)	BPI-TIPS	11,051
	アセットマネジメントOne(旧みずほ信託)II (法人番号 9010001021473)	BPI-TIPS	9,509
	MU投資顧問 (法人番号 1010001016976)	BPI-TIPS	7,099
	東京海上アセットマネジメント (法人番号 3010001034076)	BPI-TIPS	9,478
	PGIMジャパン (法人番号 7010001098893)	BPI-TIPS	6,390
	ビムコジャパンリミテッド (バビフィック・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)	BPI-TIPS	5,512
	マニライフ・アセット・マネジメント (法人番号 1010001106942)	BPI-TIPS	4,275
	三井住友トラスト・アセットマネジメント (法人番号 8010001114914)	BPI-TIPS	9,554
	三菱UFJ信託銀行 (法人番号 6010001008770)	BPI-TIPS	9,493
	自家運用	—	30,354
国内株式 パッシブ運用	アセットマネジメントOne(旧DIAM)I (法人番号 9010001021473)	TOPIX	90,992
	アセットマネジメントOne(旧DIAM)II (法人番号 9010001021473)	JPX	5,250
	アセットマネジメントOne(旧みずほ信託)III (法人番号 9010001021473)	RN-P	15,648
	アセットマネジメントOneIV (法人番号 9010001021473)	FTSE-BL	2,304
	ゴールドマン・サックス・アセット・マネジメント (ゴールドマン・サックス・アセット・マネジメント・エルエルシー等) (法人番号 8010401009945)	SP-G	19,456
	野村アセットマネジメント (法人番号 7010001054021)	RAFI	17,535
	フィデリティ投信 (ジオード・キャピタル・マネジメント・エルエルシー) (法人番号 1010401025734)	TOPIX	982
	ブラックロック・ジャパンI (法人番号 9010001125976)	TOPIX	56,300
	ブラックロック・ジャパンII (法人番号 9010001125976)	MSCI-J	6
	ブラックロック・ジャパンIII (法人番号 9010001125976)	FTSE-BL	4,124
	三井住友トラスト・アセットマネジメントI (法人番号 8010001114914)	TOPIX	36,561
	三井住友トラスト・アセットマネジメントII (法人番号 8010001114914)	JPX	5,664
	三井住友トラスト・アセットマネジメントIII (法人番号 8010001114914)	SP-C	3,878
	三菱UFJ信託銀行I (法人番号 6010001008770)	TOPIX	60,662
	三菱UFJ信託銀行II (法人番号 6010001008770)	JPX	8,174
	三菱UFJ信託銀行III (法人番号 6010001008770)	MSCI-ESG	8,043
	三菱UFJ信託銀行IV (法人番号 6010001008770)	MSCI-WIN	4,746
	りそな銀行 (法人番号 6120001076393)	TOPIX	9,825
	アセットマネジメントOne(旧DIAM)I (法人番号 9010001021473)	TOPIX	5,956
	アセットマネジメントOne(旧みずほ投信)II (法人番号 9010001021473)	RN-SG	1,018
国内株式 アクティブ運用	イーストスプリング・インベストメンツ (イーストスプリング・インベストメンツ(シンガポール)リミテッド) (法人番号 2010001066780)	TOPIX	1,705
	インベスコ・アセット・マネジメント (法人番号 7010401061146)	TOPIX	2,217
	キャピタル・インターナショナル (キャピタル・インターナショナル・インク) (法人番号 8010001014858)	TOPIX	4,713
	JPモルガン・アセット・マネジメント (法人番号 6010001098507)	RN-V	3,715
	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)	TOPIX	2,762

(単位:億円)			
運用手法	運用受託機関名(再委託先等名)	マネジャー・ベンチマーク	時価総額
国内株式 アクティブ運用	大和住銀投信投資顧問 (法人番号 7010001049285)	RN-V	3,777
	日興アセットマネジメント (法人番号 8010401072159)	TOPIX	2,059
	野村アセットマネジメントI (法人番号 7010001054021)	RN-S	562
	野村アセットマネジメントII (ディメンショナル・ファンド・アドバイザーズ・エル・ピー) (法人番号 7010001054021)	MSCI-JS	2,415
	フィデリティ投信 (法人番号 1010401025734)	TOPIX	3,521
	ラッセル・インベストメント (ラッセル・インベストメント・イン・アメリカ・アドバイザーズ・エル・エルシー) (法人番号 6010401037394)	TOPIX	1,878
	アセットマネジメントOne(旧みずほ信託) (法人番号 9010001021473)	WGBI	19,029
	ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズ (法人番号 2010401034817)	WGBI	19,454
外国債券 パッシブ運用	野村アセットマネジメント (法人番号 7010001054021)	WGBI	24,760
	ブラックロック・ジャパンI (法人番号 9010001125976)	WGBI	6
	ブラックロック・ジャパンII (法人番号 9010001125976)	WGBI	25,206
	ブラックロック・ジャパンIII (法人番号 9010001125976)	WGBI-O	309
	ブラックロック・ジャパンIV (法人番号 9010001125976)	USGOV	10,386
	ブラックロック・ジャパンV (法人番号 9010001125976)	USGOV-H	3,033
	ブラックロック・ジャパンVI (法人番号 9010001125976)	USGOV 1-3Y	2,553
	ブラックロック・ジャパンVII (法人番号 9010001125976)	EGBI	2
	ブラックロック・ジャパンVIII (法人番号 9010001125976)	EGBI	5,047
	ブラックロック・ジャパンIX (法人番号 9010001125976)	EGBI-H	2,904
	三井住友トラスト・アセットマネジメント (法人番号 8010001114914)	WGBI	19,049
	りそな銀行I (法人番号 6120001076393)	WGBI	20,261
	りそな銀行II (法人番号 6120001076393)	WGBI-O	632
	りそな銀行III (法人番号 6120001076393)	USGOV	11,760
	りそな銀行IV (法人番号 6120001076393)	USGOV-H	2,849
	りそな銀行V (法人番号 6120001076393)	USGOV 1-3Y	3,094
	りそな銀行VI (法人番号 6120001076393)	EGBI	10,149
	りそな銀行VII (法人番号 6120001076393)	EGBI-H	3,782
	アセットマネジメントOne(旧DIAM)I (ジャナス・キャピタル・マネジメント・エルエルシー) (法人番号 9010001021473)	USAGG	5,060
	アセットマネジメントOne(旧みずほ投信)II (ルミ・セイレス・アンド・カンパニー・エル・ピー) (法人番号 9010001021473)	G-AGG	5,830
外国債券 アクティブ運用	アッシュモアジャパン (アッシュモア・インベストメント・マネジメント・リミテッド) (法人番号 6010001133395)	GBI-EMGD	2,236
	アライアンス・バーンスタイン (アライアンス・バーンスタイン・エル・ピー等) (法人番号 7010001010313)	EMBIGD	948
	ゴールドマン・サックス・アセット・マネジメント (ゴールドマン・サックス・アセット・マネジメント・エル・ピー等) (法人番号 8010401009945)	G-AGG	2,762
	シュローダー・インベストメント・マネジメント (シュローダー・インベストメント・マネジメント・リミテッド等) (法人番号 6010001077097)	G-AGG	5,316
	損保ジャパン日本興亜アセットマネジメント (コルテスター・グローバル・インベスターズ・リミテッド) (法人番号 7010001031160)	G-AGG	7,307
	野村アセットマネジメントI (フランクリン・アドバイザーズ・インク) (法人番号 7010001054021)	G-AGG	7,220
	野村アセットマネジメントII (ラム・ローボレー・リサーチ・アンド・アセット・マネジメント・インク) (法人番号 7010001054021)	USHY 2%	1,395
	BNYメロン・アセット・マネジメント・ジャパン (インサイト・インベストメント・マネジメント(グローバル)リミテッド) (法人番号 8010001040648)	EUR0AGG	5,199
	PGIMジャパン (PGIMインク等) (法人番号 7010001098893)	G-AGG	8,098
	ビムコジャパンリミテッド (バビフィック・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)	G-AGG	7,888

(単位:億円)

運用手法	運用受託機関名(再委託先等名)	マネジャー ベンチマーク	時価総額
外国債券 アクティブ運用	フィデリティ投信 (フィデリティインスティテュショナル・アセット・マネジメント) (法人番号 1010401025734)	USAGG	5,428
	ブラックロック・ジャパン (ブラックロック・フィナンシャル・マネジメント・インク等) (法人番号 9010001125976)	G-AGG	4,476
	マニユライフ・アセット・マネジメント (マニユライフ・アセット・マネジメント(US)エルエルシー) (法人番号 1010001106942)	G-AGG	7,228
	モルガン・スタンレー・インベストメント・マネジメント (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)	G-AGG	7,100
	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)	EUROHY 2%	1,587
	レグ・メイソン・アセット・マネジメント (ブランドウィング・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)	G-AGG	5,962
外国株式 パッシブ運用	ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズI (法人番号 2010401034817)	MSCI-A	177,390
	ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズII (法人番号 2010401034817)	MSCI-N	12,903
	ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズIII (法人番号 2010401034817)	MSCI-EU	4,170
	ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズIV (法人番号 2010401034817)	MSCI-P	838
	ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズV (法人番号 2010401034817)	MSCI-EXC	445
	ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズVI (法人番号 2010401034817)	SP-GC	12,052
	ブラックロック・ジャパン (法人番号 9010001125976)	MSCI-A	27,147
	三井住友トラスト・アセットマネジメント (法人番号 8010001114914)	MSCI-A	90,299
	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 (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) (法人番号 5010001181453)	MSCI-A	53,730
	りそな銀行 (法人番号 6120001076393)	MSCI-A	200
	アセットマネジメントOne(旧みずほ投信) (ウェルズ・キャピタル・マネジメント・インコーポレイテッド) (法人番号 9010001021473)	MSCI-E	982
	MFSインベストメント・マネジメント (マサチューセッツ・フィナンシャル・サービセズ・カンパニー) (法人番号 7010001096996)	MSCI-K	6,241
	日興アセットマネジメント (インテック・インベストメント・マネジメント) (法人番号 8010401072159)	MSCI-K	8,880
外国株式 アクティブ運用	野村アセットマネジメント (法人番号 7010001054021)	MSCI-E	1,103
	BNYメロン・アセット・マネジメント・ジャパン (ウォルター・スコット・アンド・パートナーズ・リミテッド) (法人番号 8010001040648)	MSCI-K	4,893
	三菱UFJ信託銀行 (ペイリー・Jフォード・オーバース・リミテッド) (法人番号 6010001008770)	MSCI-K	7,509
	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)	MSCI-K	8,882
	ラザード・ジャパン・アセット・マネジメント (ラザード・アセット・マネジメント・エルエルシー) (法人番号 8010401058901)	MSCI-E	622
	DBJアセットマネジメント (法人番号 1010001104938)	-	134
	ゲートキーパー：野村アセットマネジメント ファンド・オブ・ファンズ・マネジャー：Pantheon (法人番号 7010001054021)	-	374
	ゲートキーパー：三井住友アセットマネジメント ファンド・オブ・ファンズ・マネジャー：StepStone Infrastructure & Real Assets (法人番号 4010401049128)	-	980
	自家運用 (投資信託の運用者：ニッセイアセットマネジメント)	-	1,448
	オルタナティブ プライベートイテティ	-	143
オルタナティブ 不動産	ゲートキーパー：アセットマネジメントOne ファンド・オブ・ファンズ・マネジャー：CBRE Global Investment Partners Limited (法人番号 9010001021473)	-	545
	三菱UFJ信託銀行 (法人番号 6010001008770)	-	704
	自家運用I	-	76,285
短期資産	自家運用II	-	523
小 計		-	1,583,161
財投債	自家運用	-	8,963
合 計	34社115ファンド	-	1,592,124

(単位:億円)

運用手法	資産管理機関等名	時価総額
資産管理	資産管理サービス信託銀行(国内債券、短期資産) (法人番号 5010001072446)	507,233
	ステート・ストリート信託銀行(外国債券、オルタナティブ、短期資産) (法人番号 9010401014952)	205,963
	日本トラスティ・サービス信託銀行(国内株式) (法人番号 5010001069616)	375,643
	日本マスタートラスト信託銀行(国内株式、外国債券、外国株式) (法人番号 2010401041086)	503,296
合計		1,592,136

トランジション・ マネジメント	ラッセル・インベストメント(国内株式) (ラッセル・インベストメント・インプリメンテーション・サービシーズ・エル・エルシー) (法人番号 6010401037394)	1
	ブラックロック・ジャパン(外国債券) (ブラックロック・アセット・マネジメント・ノース・アジア・リミテッド) (法人番号 9010001125976)	6
	ブラックロック・ジャパン(外国株式) (ブラックロック・アセット・マネジメント・ノース・アジア・リミテッド) (法人番号 9010001125976)	1
	ラッセル・インベストメント(外国株式) (ラッセル・インベストメント・インプリメンテーション・サービシーズ・エル・エルシー) (法人番号 6010401037394)	3
合計		12

- (注1) 財投債の時価総額欄は、償却原価法による簿価額に未収収益を含めた額です。
- (注2) 合計欄の34社には自家運用は含みませんが、115ファンドには自家運用の9ファンドを含みます。
- (注3) 運用受託機関(34社115ファンド)の時価総額合計欄は、解約したファンド(法定信託口座)に係る配当についての未収金等は含んでいません。
- (注4) 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:17億円)は含んでいません。
- (注5) マネジャー・ベンチマークは以下の通りであり、これらのベンチマークの出所は右欄に掲げる各社です。

	マネジャー・ベンチマーク	出所
国内債券	BPI NOMURA-BPI「除くABS」	株野村総合研究所
	BPI-国 NOMURA-BPI 国債	株野村総合研究所
	BPI-TIPS NOMURA-BPI 物価連動国債プラス	株野村総合研究所
	BPI-C NOMURA-BPI/GPIF Customized	野村證券株
国内株式	TOPIX TOPIX(配当込み)	株東京証券取引所
	JPX JPX日経400(配当込み)	株東京証券取引所
	RN-P RUSSELL/NOMURA Prime(配当含む)	株野村総合研究所
	RN-V RUSSELL/NOMURA Large Cap Value インデックス(配当含む)	株野村総合研究所
	RN-S RUSSELL/NOMURA Small Cap インデックス(配当含む)	株野村総合研究所
	RN-SG RUSSELL/NOMURA Small Cap Growth インデックス(配当含む)	株野村総合研究所
	MSCI-J MSCI Japan Standard(グロス)	MSCI G.K.
	MSCI-JS MSCI Japan Small(グロス)	MSCI G.K.
	MSCI-ESG MSCIジャパンESGセレクト・リダーズ指数	MSCI G.K.
	MSCI-WIN MSCI 日本株女性活躍指数(WIN)	MSCI G.K.
	FTSE-BL FTSE Blossom Japan Index	FTSE International Limited
	SP-C S&P/JPX カーボン・エフィシエント指数(円ベース)	S&P Opco,LLC
	SP-G S&P GIVI Japan(グロース・トータル・リターン)	S&P Opco,LLC
	RAFI 野村RAFI基準インデックス	野村アセットマネジメント株
外国債券	WGBI FTSE 世界国債インデックス(除く日本、ヘッジなし・円ベース)	FTSE Fixed Income LLC
	WGBI-O FTSE 世界国債インデックス(除く日本、米国、EMU 国債、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-H FTSE 米国国債インデックス(円ヘッジ・円ベース)	FTSE Fixed Income LLC
	USGOV 1-3Y FTSE 米国国債インデックス1～3年(ヘッジなし・円ベース)	FTSE Fixed Income LLC
	EGBI FTSE EMU 国債インデックス(ヘッジなし・円ベース)	FTSE Fixed Income LLC
	EGBI-H FTSE EMU 国債インデックス(円ヘッジ・円ベース)	FTSE Fixed Income LLC
	G-AGG ブルームバーグ・バークレイズ・グローバル総合インデックス(除く日本、ヘッジなし・円ベース)	Bloomberg Index Services Limited
	USAGG ブルームバーグ・バークレイズ米国総合インデックス(ヘッジなし・円ベース)	Bloomberg Index Services Limited
	EUROAGG ブルームバーグ・バークレイズ・ユーロ総合インデックス(ヘッジなし・円ベース)	Bloomberg Index Services Limited
	USHY2% ブルームバーグ・バークレイズ米国ハイイールド社債 2% 発行体キャップ・インデックス(ヘッジなし・円ベース)	Bloomberg Index Services Limited
	EUROHY2% ブルームバーグ・バークレイズ・ユーロ・ハイイールド社債 2% 発行体キャップ・インデックス(ヘッジなし・円ベース)	Bloomberg Index Services Limited
	GBI-EMGD J.P.モルガン GBI-EMグローバルダイバーシファイド(ヘッジなし・円ベース)	J.P.Morgan Securities LLC
	EMBIGD J.P.モルガン EMBIグローバルダイバーシファイド(ヘッジなし・円ベース)	J.P.Morgan Securities LLC
外国株式	MSCI-A MSCI ACWI(除く日本、除く中国A株、円ベース、配当込み、管理運用法人の配当課税要因考慮後)	MSCI G.K.
	MSCI-K MSCI KOKUSAI(円ベース、配当込み、管理運用法人の配当課税要因考慮後)	MSCI G.K.
	MSCI-N MSCI 北米(円ベース、配当込み、管理運用法人の配当課税要因考慮後)	MSCI G.K.
	MSCI-EU MSCI 欧州・中東(円ベース、配当込み、管理運用法人の配当課税要因考慮後)	MSCI G.K.
	MSCI-P MSCI 太平洋除く日本(円ベース、配当込み、管理運用法人の配当課税要因考慮後)	MSCI G.K.
	MSCI-E MSCI EMERGING MARKETS(円ベース、配当込み、税引き後)	MSCI G.K.
	MSCI-EXC MSCI EMERGING MARKETS(除く中国A株、円ベース、配当込み、税引き後)	MSCI G.K.
	SP-GC S&P グローバル(除く日本)大中型株・カーボン・エフィシエント指数(円ベース)	S&P Opco,LLC

[4] 運用受託機関等別実績収益率

ア. 運用実績(直近5年)(2014年4月~2019年3月)

運用手法	運用受託機関名	時間加重収益率 (A)	ベンチマーク収益率 (B)	超過収益率 (C)=(A)-(B)	実績トラッキングエラー (D)	インフォメーション・レシオ (C)÷(D)
国内債券 パッシブ運用	アセットマネジメントOne(旧みずほ信託) (法人番号 9010001021473)	2.09%	2.09%	+0.00%	0.04%	—
	ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズ (法人番号 2010401034817)	2.11%	2.09%	+0.02%	0.04%	—
	三井住友トラスト・アセットマネジメントI (法人番号 8010001114914)	2.12%	2.09%	+0.02%	0.04%	—
	三井住友トラスト・アセットマネジメントII (法人番号 8010001114914)	2.17%	2.15%	+0.02%	0.03%	—
	三菱UFJ信託銀行(法人番号 6010001008770)	2.10%	2.09%	+0.01%	0.05%	—
	自家運用I	2.16%	2.13%	+0.04%	0.04%	—
	自家運用II	2.17%	2.15%	+0.02%	0.04%	—
国内債券 アクティブ運用	自家運用III	1.02%	1.05%	-0.02%	0.07%	—
	アセットマネジメントOne(旧DIAM)I(法人番号 9010001021473)	2.12%	1.97%	+0.15%	0.08%	1.92
	アセットマネジメントOne(旧みずほ信託)II (法人番号 9010001021473)	2.28%	1.97%	+0.30%	0.19%	1.64
	MU投資顧問(法人番号 1010001016976)	2.22%	1.92%	+0.29%	0.22%	1.32
	東京海上アセットマネジメント(法人番号 3010001034076)	2.12%	1.97%	+0.15%	0.15%	1.02
	PGIMジャパン(法人番号 7010001098893)	2.41%	1.92%	+0.49%	0.21%	2.33
	ビムコジャパンリミテッド(法人番号 4700150005220)	2.19%	1.92%	+0.27%	0.26%	1.03
	マニライフ・アセット・マネジメント(法人番号 1010001106942)	2.60%	2.18%	+0.43%	0.28%	1.55
	三井住友トラスト・アセットマネジメント(法人番号 8010001114914)	2.24%	1.97%	+0.26%	0.10%	2.58
国内株式 パッシブ運用	三菱UFJ信託銀行(法人番号 6010001008770)	2.22%	1.97%	+0.25%	0.19%	1.33
	自家運用	-0.16%	—	—	—	—
	アセットマネジメントOne(旧DIAM)I(法人番号 9010001021473)	7.81%	7.79%	+0.02%	0.10%	—
	アセットマネジメントOne(旧DIAM)II(法人番号 9010001021473)	5.49%	5.51%	-0.01%	0.10%	—
	アセットマネジメントOne(旧みずほ信託)III (法人番号 9010001021473)	4.61%	4.58%	+0.02%	0.03%	—
	ゴールドマン・サックス・アセット・マネジメント (法人番号 8010401009945)	8.40%	8.46%	-0.07%	0.23%	—
	野村アセットマネジメント(法人番号 7010001054021)	8.13%	8.20%	-0.07%	0.54%	—
	ブラックロック・ジャパンI(法人番号 9010001125976)	7.80%	7.79%	+0.01%	0.10%	—
	ブラックロック・ジャパンII(法人番号 9010001125976)	4.75%	4.75%	+0.00%	0.06%	—
	三井住友トラスト・アセットマネジメントI (法人番号 8010001114914)	7.76%	7.79%	-0.03%	0.10%	—
国内株式 アクティブ運用	三井住友トラスト・アセットマネジメントII (法人番号 8010001114914)	4.74%	4.75%	-0.01%	0.12%	—
	三菱UFJ信託銀行I(法人番号 6010001008770)	7.79%	7.79%	+0.00%	0.10%	—
	三菱UFJ信託銀行II(法人番号 6010001008770)	7.05%	7.07%	-0.01%	0.10%	—
	アセットマネジメントOne(旧DIAM)I(法人番号 9010001021473)	7.24%	8.02%	-0.78%	1.78%	-0.44
	アセットマネジメントOne(旧みずほ信託)II (法人番号 9010001021473)	21.21%	10.32%	+10.89%	9.80%	1.11
	イーストスプリング・インベストメンツ(法人番号 2010001066780)	8.08%	7.50%	+0.58%	5.31%	0.11
	インベスコ・アセット・マネジメント(法人番号 7010401061146)	11.01%	8.02%	+2.98%	4.14%	0.72
	キャピタル・インターナショナル(法人番号 8010001014858)	7.87%	8.02%	-0.15%	3.41%	-0.04
	JPモルガン・アセット・マネジメント(法人番号 6010001098507)	5.79%	7.11%	-1.31%	1.58%	-0.83
	セイリユウ・アセット・マネジメント(法人番号 5010001130641)	14.53%	11.46%	+3.06%	6.07%	0.51
外国債券 パッシブ運用	日興アセットマネジメント(法人番号 8010401072159)	6.92%	7.50%	-0.58%	1.14%	-0.51
	野村アセットマネジメント(法人番号 7010001054021)	8.87%	10.24%	-1.36%	2.24%	-0.61
	フィデリティ投信(法人番号 1010401025734)	10.91%	8.02%	+2.89%	6.81%	0.42
	ラッセル・インベストメント(法人番号 6010401037394)	9.21%	8.02%	+1.19%	2.28%	0.52
外国債券 アクティブ運用	アセットマネジメントOne(旧みずほ信託) (法人番号 9010001021473)	2.49%	2.50%	-0.00%	0.09%	—
	ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズ (法人番号 2010401034817)	2.49%	2.50%	-0.01%	0.09%	—
	ブラックロック・ジャパン(法人番号 9010001125976)	2.20%	2.17%	+0.03%	0.10%	—
	三井住友トラスト・アセットマネジメント(法人番号 8010001114914)	2.50%	2.50%	+0.00%	0.09%	—
外国株式 パッシブ運用	アセットマネジメントOne(旧みずほ信託) (法人番号 9010001021473)	2.63%	2.04%	+0.59%	1.02%	0.58
	ゴールドマン・サックス・アセット・マネジメント (法人番号 8010401009945)	2.10%	2.02%	+0.07%	0.97%	0.08
	ビムコジャパンリミテッド(法人番号 4700150005220)	2.74%	2.04%	+0.70%	0.62%	1.13
	ブラックロック・ジャパン(法人番号 9010001125976)	1.68%	1.94%	-0.26%	0.85%	-0.31
	モルガン・スタンレー・インベストメント・マネジメント (法人番号 9011001026405)	2.74%	1.94%	+0.80%	1.09%	0.73
	ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズ (法人番号 2010401034817)	8.29%	8.27%	+0.01%	0.10%	—
外国株式 アクティブ運用	ブラックロック・ジャパン(法人番号 9010001125976)	7.86%	7.92%	-0.05%	0.08%	—
	三井住友トラスト・アセットマネジメント(法人番号 8010001114914)	10.25%	10.25%	+0.00%	0.09%	—
	りそな銀行(法人番号 6120001076393)	7.18%	7.20%	-0.02%	0.09%	—
	アセットマネジメントOne(旧みずほ信託) (法人番号 9010001021473)	6.81%	5.18%	+1.62%	3.44%	0.47
	MFSインベストメント・マネジメント(法人番号 7010001096996)	9.61%	8.99%	+0.63%	2.57%	0.24
	日興アセットマネジメント(法人番号 8010401072159)	8.38%	8.99%	-0.60%	3.42%	-0.18
	野村アセットマネジメント(法人番号 7010001054021)	5.69%	5.18%	+0.51%	5.10%	0.10
	BNYメロン・アセット・マネジメント・ジャパン (法人番号 8010001040648)	10.45%	8.99%	+1.46%	3.08%	0.47
	三菱UFJ信託銀行(法人番号 6010001008770)	11.25%	8.99%	+2.26%	4.96%	0.46
	ラザード・ジャパン・アセット・マネジメント (法人番号 8010401058901)	7.11%	5.73%	+1.38%	4.98%	0.28

イ. 運用実績(直近3年)(2016年4月~2019年3月)

運用手法	運用受託機関名	時間加重収益率 (A)	ベンチマーク収益率 (B)	超過収益率 (C)=(A)-(B)	実績トラッキングエラー (D)	インフォメーション・レシオ (C)/(D)
国内債券 パッシブ運用	アセットマネジメントOne(旧みずほ信託)〈法人番号 9010001021473〉	0.88%	0.87%	+0.00%	0.04%	—
	ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズ〈法人番号 2010401034817〉	0.89%	0.87%	+0.02%	0.04%	—
	三井住友トラスト・アセットマネジメントI 〈法人番号 8010001114914〉	0.90%	0.87%	+0.03%	0.03%	—
	三井住友トラスト・アセットマネジメントII 〈法人番号 8010001114914〉	0.56%	0.54%	+0.03%	0.03%	—
	三菱UFJ信託銀行〈法人番号 6010001008770〉	0.57%	0.54%	+0.03%	0.04%	—
	自家運用I	0.59%	0.54%	+0.05%	0.04%	—
	自家運用II	0.56%	0.54%	+0.03%	0.03%	—
国内債券 アクティブ運用	自家運用III	0.20%	0.19%	+0.01%	0.04%	—
	アセットマネジメントOne(旧DIAM)I〈法人番号 9010001021473〉	0.71%	0.53%	+0.18%	0.07%	2.60
	アセットマネジメントOne(旧みずほ信託)II〈法人番号 9010001021473〉	0.78%	0.53%	+0.25%	0.20%	1.25
	MU投資顧問〈法人番号 1010001016976〉	0.60%	0.44%	+0.16%	0.19%	0.83
	東京海上アセットマネジメント〈法人番号 3010001034076〉	0.69%	0.53%	+0.16%	0.13%	1.23
	PGIMジャパン〈法人番号 7010001098893〉	0.85%	0.44%	+0.40%	0.15%	2.68
	ビムコジャパンリミテッド〈法人番号 4700150005220〉	0.72%	0.44%	+0.27%	0.25%	1.09
	マニュアル・アセット・マネジメント〈法人番号 1010001106942〉	1.55%	0.86%	+0.68%	0.29%	2.39
	三井住友トラスト・アセットマネジメント〈法人番号 8010001114914〉	0.80%	0.53%	+0.27%	0.12%	2.35
	三菱UFJ信託銀行〈法人番号 6010001008770〉	0.69%	0.53%	+0.16%	0.14%	1.18
国内株式 パッシブ運用	自家運用	-0.05%	—	—	—	—
	アセットマネジメントOne(旧DIAM)I〈法人番号 9010001021473〉	8.09%	8.06%	+0.02%	0.09%	—
	アセットマネジメントOne(旧DIAM)II〈法人番号 9010001021473〉	7.65%	7.63%	+0.02%	0.10%	—
	アセットマネジメントOne(旧みずほ信託)III〈法人番号 9010001021473〉	8.08%	8.05%	+0.03%	0.03%	—
	ゴールドマン・サックス・アセット・マネジメント〈法人番号 8010401009945〉	7.30%	7.34%	-0.03%	0.25%	—
	野村アセットマネジメント〈法人番号 7010001054021〉	7.82%	7.79%	+0.02%	0.57%	—
	ブラックロック・ジャパンI〈法人番号 9010001125976〉	8.08%	8.06%	+0.02%	0.08%	—
	ブラックロック・ジャパンII〈法人番号 9010001125976〉	8.03%	8.00%	+0.02%	0.06%	—
	三井住友トラスト・アセットマネジメントI 〈法人番号 8010001114914〉	8.05%	8.06%	-0.02%	0.09%	—
	三井住友トラスト・アセットマネジメントII 〈法人番号 8010001114914〉	7.59%	7.63%	-0.05%	0.11%	—
	三菱UFJ信託銀行I〈法人番号 6010001008770〉	8.07%	8.06%	+0.01%	0.09%	—
	三菱UFJ信託銀行II〈法人番号 6010001008770〉	7.61%	7.63%	-0.02%	0.10%	—
	アセットマネジメントOne(旧DIAM)I〈法人番号 9010001021473〉	6.49%	8.06%	-1.57%	1.97%	-0.80
国内株式 アクティブ運用	アセットマネジメントOne(旧みずほ投信)II〈法人番号 9010001021473〉	21.17%	9.36%	+11.81%	10.86%	1.09
	イーストスプリング・インベストメント〈法人番号 2010001066780〉	8.00%	7.19%	+0.81%	5.93%	0.14
	インベスコ・アセット・マネジメント〈法人番号 7010401061146〉	12.40%	8.06%	+4.34%	4.46%	0.97
	キャピタル・インターナショナル〈法人番号 8010001014858〉	9.38%	8.06%	+1.32%	2.94%	0.45
	JPモルガン・アセット・マネジメント〈法人番号 6010001098507〉	7.92%	8.54%	-0.61%	1.53%	-0.40
	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〉	10.13%	8.06%	+2.06%	2.49%	0.83
	セリウ・アセット・マネジメント〈法人番号 5010001130641〉	13.30%	11.26%	+2.05%	6.00%	0.34
	大和住銀投信投資顧問〈法人番号 7010001049285〉	7.62%	8.54%	-0.91%	2.20%	-0.42
	日興アセットマネジメント〈法人番号 8010401072159〉	6.45%	7.19%	-0.74%	0.95%	-0.78
	野村アセットマネジメントI〈法人番号 7010001054021〉	8.18%	8.66%	-0.49%	2.49%	-0.19
	野村アセットマネジメントII〈法人番号 7010001054021〉	14.37%	8.50%	+5.87%	4.09%	1.43
	フィデリティ投信〈法人番号 1010401025734〉	10.35%	8.06%	+2.29%	7.69%	0.30
	ラッセル・インベストメント〈法人番号 6010401037394〉	8.17%	8.06%	+0.10%	1.74%	0.06
	アセットマネジメントOne(旧みずほ信託)〈法人番号 9010001021473〉	1.19%	1.18%	+0.01%	0.06%	—
	ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズ〈法人番号 2010401034817〉	1.20%	1.18%	+0.02%	0.07%	—
	野村アセットマネジメント〈法人番号 7010001054021〉	0.37%	0.34%	+0.03%	0.10%	—
外国債券 パッシブ運用	ブラックロック・ジャパン〈法人番号 9010001125976〉	0.50%	0.46%	+0.04%	0.07%	—
	三井住友トラスト・アセットマネジメント〈法人番号 8010001114914〉	1.21%	1.18%	+0.03%	0.07%	—
	りそな銀行〈法人番号 6120001076393〉	0.35%	0.34%	+0.01%	0.06%	—
	アセットマネジメントOne(旧DIAM)I〈法人番号 9010001021473〉	1.94%	1.51%	+0.44%	0.75%	0.58
外国債券 アクティブ運用	アセットマネジメントOne(旧みずほ投信)II〈法人番号 9010001021473〉	2.12%	1.07%	+1.06%	1.02%	1.03
	アッシュモアジャパン〈法人番号 6010001133395〉	5.29%	2.70%	+2.59%	1.87%	1.39
	ゴールドマン・サックス・アセット・マネジメント〈法人番号 8010401009945〉	1.08%	1.03%	+0.05%	1.12%	0.04
	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〉	1.39%	1.07%	+0.33%	1.37%	0.24
	損保ジャパン日本興亜アセットマネジメント〈法人番号 7010001031160〉	1.28%	1.07%	+0.22%	2.18%	0.10
	野村アセットマネジメントI〈法人番号 7010001054021〉	4.37%	1.07%	+3.31%	7.13%	0.46
	野村アセットマネジメントII〈法人番号 7010001054021〉	7.36%	8.01%	-0.65%	0.73%	-0.90
	BNYメロン・アセット・マネジメント・ジャパン〈法人番号 8010001040648〉	1.08%	0.31%	+0.77%	0.85%	0.91
	PGIMジャパン〈法人番号 7010001098893〉	3.67%	1.07%	+2.60%	2.04%	1.27
	ビムコジャパンリミテッド〈法人番号 4700150005220〉	2.15%	1.07%	+1.09%	0.54%	2.03
	フィデリティ投信〈法人番号 1010401025734〉	4.95%	1.51%	+3.44%	2.47%	1.39
	ブラックロック・ジャパン〈法人番号 9010001125976〉	0.75%	0.90%	-0.15%	1.04%	-0.15
	マニュアル・アセット・マネジメント〈法人番号 1010001106942〉	0.99%	1.07%	-0.08%	2.36%	-0.03
	モルガン・スタンレー・インベストメント・マネジメント〈法人番号 9011001026405〉	2.13%	0.90%	+1.23%	1.25%	0.98
	UBSアセット・マネジメント〈法人番号 4010001031576〉	3.47%	3.30%	+0.17%	0.62%	0.27
	レグ・メイソン・アセット・マネジメント〈法人番号 5010001048652〉	1.72%	1.07%	+0.65%	4.85%	0.13
	ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズ〈法人番号 2010401034817〉	10.76%	10.81%	-0.05%	0.08%	—
	ブラックロック・ジャパン〈法人番号 9010001125976〉	10.26%	10.29%	-0.04%	0.07%	—
外国株式 パッシブ運用	三井住友トラスト・アセットマネジメント〈法人番号 8010001114914〉	11.22%	11.23%	-0.00%	0.09%	—
	りそな銀行〈法人番号 6120001076393〉	8.60%	8.65%	-0.05%	0.07%	—
外国株式 アクティブ運用	アセットマネジメントOne(旧みずほ投信)〈法人番号 9010001021473〉	11.58%	10.12%	+1.47%	3.52%	0.42
	MFSインベストメント・マネジメント〈法人番号 7010001096996〉	10.99%	10.93%	+0.06%	2.68%	0.02
	日興アセットマネジメント〈法人番号 8010401072159〉	9.48%	10.93%	-1.44%	3.45%	-0.42
	野村アセットマネジメント〈法人番号 7010001054021〉	11.69%	10.12%	+1.58%	4.65%	0.34
	BNYメロン・アセット・マネジメント・ジャパン〈法人番号 8010001040648〉	11.95%	10.93%	+1.02%	3.27%	0.31
	三菱UFJ信託銀行〈法人番号 6010001008770〉	14.99%	10.93%	+4.06%	5.36%	0.76
	UBSアセット・マネジメント〈法人番号 4010001031576〉	12.78%	10.93%	+1.86%	3.35%	0.55
	ラザード・ジャパン・アセット・マネジメント〈法人番号 8010401058901〉	12.66%	10.12%	+2.55%	4.42%	0.58

ウ. 運用実績(直近1年)(2018年4月～2019年3月)

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

運用手法	運用受託機関名	時間加重収益率 (A)	ベンチマーク収益率 (B)	超過収益率 (C)=(A)-(B)	備考
国内債券 パッシブ運用	アセットマネジメントOne(旧みずほ信託)〈法人番号 9010001021473〉	1.89%	1.89%	-0.00%	
	ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズ〈法人番号 2010401034817〉	1.92%	1.89%	+0.02%	
	三井住友トラスト・アセットマネジメントI〈法人番号 8010001114914〉	1.92%	1.89%	+0.02%	
	三井住友トラスト・アセットマネジメントII〈法人番号 8010001114914〉	2.05%	2.04%	+0.01%	
	三菱UFJ信託銀行〈法人番号 6010001008770〉	2.03%	2.04%	-0.01%	
	自家運用I	1.94%	1.89%	+0.05%	
	自家運用II	2.07%	2.04%	+0.03%	
国内債券 アクティブ運用	自家運用III	0.78%	0.76%	+0.02%	
	アセットマネジメントOne(旧DIAM)I〈法人番号 9010001021473〉	1.97%	1.87%	+0.10%	
	アセットマネジメントOne(旧みずほ信託)II〈法人番号 9010001021473〉	1.98%	1.87%	+0.11%	
	MU投資顧問〈法人番号 1010001016976〉	2.14%	1.87%	+0.28%	
	東京海上アセットマネジメント〈法人番号 3010001034076〉	1.92%	1.87%	+0.05%	
	PGIMジャパン〈法人番号 7010001098893〉	1.98%	1.87%	+0.11%	
	ビムコジャパンリミテッド〈法人番号 4700150005220〉	1.78%	1.87%	-0.09%	
	マニユライフ・アセット・マネジメント〈法人番号 1010001106942〉	2.65%	1.87%	+0.78%	
国内株式 パッシブ運用	三井住友トラスト・アセットマネジメント〈法人番号 8010001114914〉	2.06%	1.87%	+0.19%	
	三菱UFJ信託銀行〈法人番号 6010001008770〉	1.91%	1.87%	+0.04%	
	自家運用	-1.05%	-	-	
	アセットマネジメントOne(旧DIAM)I〈法人番号 9010001021473〉	-5.04%	-5.04%	-0.01%	
	アセットマネジメントOne(旧DIAM)II〈法人番号 9010001021473〉	-4.34%	-4.32%	-0.02%	
	アセットマネジメントOne(旧みずほ信託)III〈法人番号 9010001021473〉	-4.79%	-4.83%	+0.05%	
	アセットマネジメントOneIV〈法人番号 9010001021473〉	-5.97%	-5.99%	+0.01%	
	ゴールドマン・サックス・アセット・マネジメント〈法人番号 8010401009945〉	-3.87%	-3.94%	+0.07%	
	野村アセットマネジメント〈法人番号 7010001054021〉	-5.48%	-5.48%	-0.00%	
	フィデリティ投信〈法人番号 1010401025734〉	-1.02%	-0.97%	-0.05%	○
	ブラックロック・ジャパンI〈法人番号 9010001125976〉	-5.04%	-5.04%	-0.00%	
	ブラックロック・ジャパンII〈法人番号 9010001125976〉	-3.41%	-3.40%	-0.02%	
	ブラックロック・ジャパンIII〈法人番号 9010001125976〉	-6.03%	-5.99%	-0.04%	
	三井住友トラスト・アセットマネジメントI〈法人番号 8010001114914〉	-5.09%	-5.04%	-0.05%	
	三井住友トラスト・アセットマネジメントII〈法人番号 8010001114914〉	-4.35%	-4.32%	-0.03%	
	三井住友トラスト・アセットマネジメントIII〈法人番号 8010001114914〉	-8.89%	-8.88%	-0.01%	○
	三菱UFJ信託銀行I〈法人番号 6010001008770〉	-5.07%	-5.04%	-0.03%	
国内株式 アクティブ運用	三菱UFJ信託銀行II〈法人番号 6010001008770〉	-4.36%	-4.32%	-0.04%	
	三菱UFJ信託銀行III〈法人番号 6010001008770〉	-2.87%	-2.75%	-0.11%	
	三菱UFJ信託銀行IV〈法人番号 6010001008770〉	-3.41%	-3.37%	-0.04%	
	りそな銀行〈法人番号 6120001076393〉	-1.01%	-0.97%	-0.04%	○
	アセットマネジメントOne(旧DIAM)I〈法人番号 9010001021473〉	-7.75%	-5.04%	-2.71%	
	アセットマネジメントOne(旧みずほ投信)II〈法人番号 9010001021473〉	-6.49%	-8.67%	+2.18%	
	イーストスプリング・インベストメンツ〈法人番号 2010001066780〉	-9.26%	-7.32%	-1.94%	
	インベスコ・アセット・マネジメント〈法人番号 7010401061146〉	2.02%	-5.04%	+7.06%	
	キャピタル・インターナショナル〈法人番号 8010001014858〉	-4.88%	-5.04%	+0.16%	
	JPモルガン・アセット・マネジメント〈法人番号 6010001098507〉	-6.10%	-3.64%	-2.46%	
	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〉	-3.81%	-5.04%	+1.22%	
	セリリュウ・アセット・マネジメント〈法人番号 5010001130641〉	-11.93%	-3.85%	-8.08%	
	大和住銀投信投資顧問〈法人番号 7010001049285〉	-7.55%	-3.64%	-3.91%	
	日興アセットマネジメント〈法人番号 8010401072159〉	-8.04%	-7.32%	-0.72%	
	野村アセットマネジメントI〈法人番号 7010001054021〉	-12.49%	-7.97%	-4.52%	
	野村アセットマネジメントII〈法人番号 7010001054021〉	-3.84%	-10.82%	+6.98%	
	フィデリティ投信〈法人番号 1010401025734〉	-10.38%	-5.04%	-5.34%	
外国債券 パッシブ運用	ラッセル・インベストメント〈法人番号 6010401037394〉	-7.03%	-5.04%	-2.00%	
	アセットマネジメントOne(旧みずほ信託)〈法人番号 9010001021473〉	2.48%	2.46%	+0.02%	
	ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズ〈法人番号 2010401034817〉	2.47%	2.46%	+0.01%	
	野村アセットマネジメント〈法人番号 7010001054021〉	2.47%	2.46%	+0.01%	
	ブラックロック・ジャパンI〈法人番号 9010001125976〉	2.86%	2.84%	+0.02%	
	ブラックロック・ジャパンII〈法人番号 9010001125976〉	6.85%	6.82%	+0.03%	
	ブラックロック・ジャパンIII〈法人番号 9010001125976〉	-0.57%	-0.56%	-0.01%	○
	ブラックロック・ジャパンIV〈法人番号 9010001125976〉	1.86%	1.86%	+0.01%	○
	ブラックロック・ジャパンV〈法人番号 9010001125976〉	-4.26%	-4.27%	+0.00%	
	ブラックロック・ジャパンVI〈法人番号 9010001125976〉	2.83%	2.80%	+0.04%	○
	ブラックロック・ジャパンVII〈法人番号 9010001125976〉	3.35%	3.32%	+0.03%	○
	ブラックロック・ジャパンVIII〈法人番号 9010001125976〉	4.04%	3.93%	+0.11%	○
	三井住友トラスト・アセットマネジメント〈法人番号 8010001114914〉	2.50%	2.46%	+0.04%	
	りそな銀行I〈法人番号 6120001076393〉	2.50%	2.46%	+0.04%	
	りそな銀行II〈法人番号 6120001076393〉	6.88%	6.89%	-0.01%	
	りそな銀行III〈法人番号 6120001076393〉	4.65%	4.67%	-0.02%	○
	りそな銀行IV〈法人番号 6120001076393〉	-2.55%	-2.64%	+0.09%	
	りそな銀行V〈法人番号 6120001076393〉	1.03%	0.99%	+0.04%	○
	りそな銀行VI〈法人番号 6120001076393〉	2.90%	2.89%	+0.01%	○
	りそな銀行VII〈法人番号 6120001076393〉	4.11%	4.06%	+0.05%	○

運用手法	運用受託機関名	時間加重収益率 (A)	ベンチマーク収益率 (B)	超過収益率 (C)=(A)-(B)	備考
外国債券 アクティブ運用	アセットマネジメントOne(旧DIAM)Ⅰ〈法人番号 9010001021473〉	8.53%	8.74%	-0.21%	
	アセットマネジメントOne(旧みずほ投信)Ⅱ〈法人番号 9010001021473〉	3.79%	4.03%	-0.24%	
	アッシュモアジャパン〈法人番号 6010001133395〉	-4.35%	-3.81%	-0.54%	
	アライアンス・バーンスタイン〈法人番号 7010001010313〉	6.17%	8.46%	-2.29%	
	ゴールドマン・サックス・アセット・マネジメント〈法人番号 8010401009945〉	4.40%	4.03%	+0.37%	
	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〉	3.17%	4.03%	-0.86%	
	損保ジャパン日本興亜アセットマネジメント〈法人番号 7010001031160〉	1.92%	4.03%	-2.12%	
	野村アセットマネジメントⅠ〈法人番号 7010001054021〉	5.33%	4.03%	+1.29%	
	野村アセットマネジメントⅡ〈法人番号 7010001054021〉	9.13%	10.25%	-1.12%	
	BNYメロン・アセット・マネジメント・ジャパン〈法人番号 8010001040648〉	-3.16%	-2.91%	-0.26%	
	PGIMジャパン〈法人番号 7010001098893〉	5.20%	4.03%	+1.17%	
	ピムコジャパンリミテッド〈法人番号 4700150005220〉	4.40%	4.03%	+0.37%	
	フィデリティ投信〈法人番号 1010401025734〉	9.47%	8.74%	+0.73%	
	ブラックロック・ジャパン〈法人番号 9010001125976〉	3.36%	4.03%	-0.67%	
	マニライフ・アセット・マネジメント〈法人番号 1010001106942〉	2.72%	4.03%	-1.31%	
	モルガン・スタンレー・インベストメント・マネジメント〈法人番号 9011001026405〉	3.27%	4.03%	-0.76%	
	UBSアセット・マネジメント〈法人番号 4010001031576〉	-3.13%	-3.22%	+0.09%	
	レグ・メイソン・アセット・マネジメント〈法人番号 5010001048652〉	-0.78%	4.03%	-4.81%	
外国株式 パッシブ運用	ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズⅠ〈法人番号 2010401034817〉	8.15%	8.20%	-0.05%	
	ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズⅡ〈法人番号 2010401034817〉	-0.47%	-0.45%	-0.02%	○
	ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズⅢ〈法人番号 2010401034817〉	6.54%	6.59%	-0.05%	
	ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズⅣ〈法人番号 2010401034817〉	8.35%	8.41%	-0.06%	○
	ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズⅤ〈法人番号 2010401034817〉	-7.36%	-7.44%	+0.08%	
	ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズⅥ〈法人番号 2010401034817〉	-4.31%	-4.22%	-0.09%	○
	ブラックロック・ジャパン〈法人番号 9010001125976〉	6.63%	6.69%	-0.06%	
	三井住友トラスト・アセットマネジメント〈法人番号 8010001114914〉	9.36%	9.42%	-0.07%	
	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〈法人番号 5010001181453〉	-1.10%	-1.09%	-0.01%	○
外国株式 アクティブ運用	りそな銀行〈法人番号 6120001076393〉	1.95%	1.98%	-0.03%	
	アセットマネジメントOne(旧みずほ投信)〈法人番号 9010001021473〉	-1.43%	-3.64%	+2.21%	
	MFSインベストメント・マネジメント〈法人番号 7010001096996〉	11.21%	10.06%	+1.15%	
	日興アセットマネジメント〈法人番号 8010401072159〉	7.13%	10.06%	-2.93%	
	野村アセットマネジメント〈法人番号 7010001054021〉	-0.81%	-3.64%	+2.82%	
	BNYメロン・アセット・マネジメント・ジャパン〈法人番号 8010001040648〉	15.53%	10.06%	+5.47%	
	三菱UFJ信託銀行〈法人番号 6010001008770〉	6.69%	10.06%	-3.36%	
	UBSアセット・マネジメント〈法人番号 4010001031576〉	15.57%	10.06%	+5.51%	
	ラザード・ジャパン・アセット・マネジメント〈法人番号 8010401058901〉	-4.16%	-3.64%	-0.52%	

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
インフラ ストラクチャー	国内インフラを中心とした 特化型運用(注8)	DBJアセットマネジメント〈法人番号 1010001104938〉	2.78%	2.78%	日本円	2018年3月
			—	—	米ドル	2018年4月
	グローバル・コア型	野村アセットマネジメント〈法人番号 7010001054021〉	-2.55%	-1.63%	米ドル	2018年2月
	グローバル・コア型	三井住友アセットマネジメント〈法人番号 4010401049128〉	1.45%	1.63%	米ドル	2018年1月
	グローバル・コア型	自家運用	2.11%	0.99%	米ドル	2014年2月
プライベート ・エクイティ	新興国・分散型	自家運用	3.43%	3.03%	米ドル	2015年6月
不動産	グローバル・コア型	アセットマネジメントOne〈法人番号 9010001021473〉	—	—	米ドル	2018年9月
	ジャパン・コア型	三菱UFJ信託銀行〈法人番号 6010001008770〉	2.30%	2.30%	日本円	2017年12月

(注1) 運用受託機関の記載順序は、50音順です。

(注2) 同一運用手法において、複数の運用を受託している運用受託機関は、名称にローマ数字を付記しています。

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

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

(注5) 時間加重収益率には、証券貸付運用による収益を含んでいません。

(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、都度の為替レートで円に換算して計算したもので、投資期間を通じた為替の影響を受けています。

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

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

[5] 運用受託機関及び資産管理機関への支払手数料(3年累計)

(単位:円)

運用手法	運用受託機関名	手数料額	備考
国内債券 パッシブ運用	アセットマネジメントOne(旧みずほ信託) (法人番号 9010001021473)	183,872,078	
	ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズ (法人番号 2010401034817)	147,539,907	
	三井住友トラスト・アセットマネジメントI (法人番号 8010001114914)	256,532,266	
	三井住友トラスト・アセットマネジメントII (法人番号 8010001114914)	27,157,230	
	三菱UFJ信託銀行(法人番号 6010001008770)	30,570,730	
国内債券 アクティブ運用	アセットマネジメントOne(旧DIAM)I (法人番号 9010001021473)	991,383,331	
	アセットマネジメントOne(旧みずほ信託)II (法人番号 9010001021473)	1,050,081,639	
	MU投資顧問(法人番号 1010001016976)	794,452,257	
	東京海上アセットマネジメント (法人番号 3010001034076)	964,786,013	
	PGIMジャパン(法人番号 7010001098893)	657,954,296	
	ビムコジャパンリミテッド(法人番号 4700150005220)	1,066,324,556	
	マニライフ・アセット・マネジメント (法人番号 1010001106942)	679,727,616	
	三井住友トラスト・アセットマネジメント (法人番号 8010001114914)	1,033,838,826	
国内株式 パッシブ運用	三菱UFJ信託銀行(法人番号 6010001008770)	959,773,615	
	アセットマネジメントOne(旧DIAM)I (法人番号 9010001021473)	199,490,536	
	アセットマネジメントOne(旧DIAM)II (法人番号 9010001021473)	178,809,351	
	アセットマネジメントOne(旧みずほ信託)III (法人番号 9010001021473)	24,459,451	
	ゴールドマン・サックス・アセット・マネジメント (法人番号 8010401009945)	2,378,477,841	
	野村アセットマネジメント(法人番号 7010001054021)	4,680,871,719	
	ブラックロック・ジャパンI (法人番号 9010001125976)	64,528,451	
	ブラックロック・ジャパンII (法人番号 9010001125976)	32,483,526	
	三井住友トラスト・アセットマネジメントI (法人番号 8010001114914)	28,238,233	
	三井住友トラスト・アセットマネジメントII (法人番号 8010001114914)	73,721,036	
国内株式 アクティブ運用	三菱UFJ信託銀行I(法人番号 6010001008770)	148,569,951	
	三菱UFJ信託銀行II(法人番号 6010001008770)	95,832,260	
	アセットマネジメントOne(旧DIAM)I (法人番号 9010001021473)	921,334,947	
	アセットマネジメントOne(旧みずほ投信)II (法人番号 9010001021473)	510,098,668	
	イーストスプリング・インベスメンツ (法人番号 2010001066780)	1,535,952,178	
	インベスコ・アセット・マネジメント (法人番号 7010401061146)	1,709,076,759	
	キャピタル・インターナショナル (法人番号 8010001014858)	1,803,619,732	
	JPモルガン・アセット・マネジメント (法人番号 6010001098507)	1,394,477,851	
	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)	1,335,413,543	
	セイリウ・アセット・マネジメント (法人番号 5010001130641)	682,308,870	
外国債券 パッシブ運用	大和住銀投信投資顧問(法人番号 7010001049285)	777,237,788	
	日興アセットマネジメント(法人番号 8010401072159)	885,588,788	
	野村アセットマネジメントI (法人番号 7010001054021)	759,895,183	
	野村アセットマネジメントII (法人番号 7010001054021)	1,382,845,164	
	フィデリティ投信(法人番号 1010401025734)	1,519,660,681	
	ラッセル・インベストメント(法人番号 6010401037394)	1,818,119,403	
	アセットマネジメントOne(旧みずほ信託) (法人番号 9010001021473)	107,757,174	
	ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズ (法人番号 2010401034817)	125,919,465	
	野村アセットマネジメント(法人番号 7010001054021)	61,980,206	
	ブラックロック・ジャパンI (法人番号 9010001125976)	208,879,545	
外国債券 パッシブ運用	ブラックロック・ジャパンII (法人番号 9010001125976)	6,488,860	
	三井住友トラスト・アセットマネジメント (法人番号 8010001114914)	27,733,739	
	りそな銀行(法人番号 6120001076393)	36,612,606	

(単位:円)

運用手法	運用受託機関名	手数料額	備考
外国債券 アクティブ運用	アセットマネジメントOne(旧DIAM)I (法人番号 9010001021473)	1,903,135,164	
	アセットマネジメントOne(旧みずほ投信)II (法人番号 9010001021473)	2,183,948,932	
	アッシュモアジャパン(法人番号 6010001133395)	1,265,333,320	
	ゴールドマン・サックス・アセット・マネジメント (法人番号 8010401009945)	1,400,855,887	
	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)	2,192,805,300	
	損保ジャパン日本興亜アセットマネジメント (法人番号 7010001031160)	2,054,181,406	
	野村アセットマネジメントI (法人番号 7010001054021)	3,881,304,319	
	野村アセットマネジメントII (法人番号 7010001054021)	668,799,332	
	野村アセットマネジメントIII (法人番号 7010001054021)	417,624,057	○
	BNPパリバ・アセット・マネジメント (法人番号 3010001068479)	252,232,917	○
	BNYメロン・アセット・マネジメント・ジャパン (法人番号 8010001040648)	1,356,652,145	
	PGIMジャパン(法人番号 7010001098893)	2,290,246,560	
	ビムコジャパンリミテッド(法人番号 4700150005220)	3,242,803,200	
	フィデリティ投信(法人番号 1010401025734)	2,528,916,970	
	ブラックロック・ジャパン(法人番号 9010001125976)	922,115,164	
外国株式 パッシブ運用	マニライフ・アセット・マネジメント (法人番号 1010001106942)	1,836,065,082	
	モルガン・スタンレー・インベストメント・マネジメント (法人番号 9011001026405)	2,127,649,527	
	UBSアセット・マネジメント(法人番号 4010001031576)	479,994,113	
	レグ・メイソン・アセット・マネジメント (法人番号 5010001048652)	4,104,667,298	
	アセットマネジメントOne(旧みずほ信託) (法人番号 9010001021473)	331,351,073	○
	ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズ (法人番号 2010401034817)	439,531,097	
	ブラックロック・ジャパン(法人番号 9010001125976)	606,720,973	
	三井住友トラスト・アセット・マネジメント (法人番号 8010001114914)	308,492,041	
	三菱UFJ信託銀行(法人番号 6010001008770)	342,737,552	○
	りそな銀行(法人番号 6120001076393)	188,824,500	
外国株式 アクティブ運用	アセットマネジメントOne(旧みずほ投信) (法人番号 9010001021473)	1,328,098,449	
	アムンディ・ジャパン(法人番号 9010001062807)	2,071,700,692	○
	ウエリントン・マネージメント・ジャパン・ピーティイー・リミテッド (法人番号 7700150000136)	4,607,104,555	○
	MFSインベストメント・マネジメント (法人番号 7010001096996)	4,013,165,605	
	日興アセット・マネジメント(法人番号 8010401072159)	3,945,514,616	
	野村アセット・マネジメントI (法人番号 7010001054021)	595,033,044	
	野村アセット・マネジメントII (法人番号 7010001054021)	381,205,722	○
	BNYメロン・アセット・マネジメント・ジャパン (法人番号 8010001040648)	6,770,763,463	
	三菱UFJ信託銀行(法人番号 6010001008770)	4,827,248,862	
	UBSアセット・マネジメント(法人番号 4010001031576)	6,100,418,582	
外国株式 パッシブ運用	ラザード・ジャパン・アセット・マネジメント (法人番号 8010401058901)	426,921,022	

(単位:円)

運用手法	資産管理機関等名	手数料額
資産管理	資産管理サービス信託銀行(国内債券、短期資産) (法人番号 5010001072446)	133,962,746
	ステート・ストリート信託銀行 (外国債券、オルタナティブ、短期資産) (法人番号 9010401014952)	8,809,964,149
	日本トラスティ・サービス信託銀行(国内株式) (法人番号 5010001069616)	2,111,402,383
	日本マスタートラスト信託銀行 (国内株式、外国債券、外国株式) (法人番号 2010401041086)	20,875,158,599
トランジション・ マネジメント	野村アセット・マネジメント(国内株式) (法人番号 7010001054021)	2,160,000
	ブラックロック・ジャパン(国内株式) (法人番号 9010001125976)	10,525,890
	ブラックロック・ジャパン(外国債券) (法人番号 9010001125976)	18,841,609
	ラッセル・インベストメント(外国株式) (法人番号 6010401037394)	162,000

(注1) 運用受託機関の記載順序は、50音順です。

(注2) 同一運用手法において、複数の運用を受託している運用受託機関は、名称にローマ数字を付記しています。

(注3) 手数料額には消費税が含まれています。

(注4) 備考欄の「○」印は、2018年度に解約し2016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。

(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61,343,184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	7,056,331,260	609,667,013
外国債券	35,084,523,106	8,517,260,057
外国株式	37,576,097,945	8,134,928,577

(注1) 収益額は、品賃料から手数料額を控除したファンド収益です。

(注2) 手数料額は、管理手数料及び貸付代理人手数料です。

[6] 資産別、パッシブ・アクティブ別ファンド数(委託運用分)の推移

		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														
		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	0	0	6	-1	3	8	0	0	8	0	0	8	0	0	8	-5	3	6	0	0	6	0	0	6	-1	0	5	0	0	5	0	0	5	0	0	5			
	アクティブ	0	0	11	0	0	11	0	0	11	-1	0	10	0	0	10	0	0	10	0	0	9	0	0	9	0	0	9	0	0	9	0	0	9	0	0	9			
国内株式	パッシブ	0	0	7	0	0	7	0	0	7	0	0	7	0	0	7	-1	0	6	-1	5	10	0	0	10	0	0	10	-1	2	11	0	4	15	0	3	18			
	アクティブ	0	0	15	0	0	15	-4	10	21	0	0	21	-1	0	20	-1	0	19	-1	0	18	-15	11	14	0	3	17	0	0	17	-3	0	14	0	0	14			
外国債券	パッシブ	0	0	4	-1	1	4	0	0	4	0	0	4	-1	3	6	0	0	6	0	0	6	0	0	6	0	0	6	-2	2	6	0	5	11	0	9	20	-6	9	23
	アクティブ	0	0	7	-2	2	7	0	0	7	0	0	7	0	0	7	0	0	7	0	0	7	0	0	7	0	0	7	-2	16	21	0	0	21	-1	0	20	-2	0	18
外国株式	パッシブ	0	0	7	-1	1	7	0	0	7	-1	0	6	-2	2	6	0	0	6	0	0	6	0	0	6	0	0	6	0	0	6	0	4	10	-2	2	10	0	0	8
	アクティブ	-2	0	13	-1	0	12	-8	11	15	-1	0	14	-1	0	13	0	0	13	-3	7	17	-8	6	15	-1	1	15	-1	0	14	-2	0	12	-1	0	11	-3	0	8
オルタナティブ																																								
計		-2	0	70	-6	7	71	-12	21	80	-3	0	77	-5	5	77	-1	0	76	-15	14	75	-24	22	73	-1	4	76	-6	18	88	-6	7	89	-2	21	108	-13	15	110

(注1) 2007年度に計上されている国内債券パッシブ、外国債券パッシブ及び外国株式パッシブの解約等・新規採用の各1ファンドは、事業譲渡によるファンドの移管です。

(注2) 2008年度に計上されている国内株式アクティブ及び外国株式アクティブの解約等・新規採用の増減は、運用受託機関構成の見直しによるものです。

(注3) 2009年度に計上されている国内債券アクティブの解約等の1ファンドは、総合評価結果によるものです。外国株式パッシブに計上されている解約等の1ファンドは、運用受託機関の経営統合によるものです。外国株式アクティブの解約等に計上されている1ファンドは、2008年度の運用受託機関構成の見直しによるものです。

(注4) 2010年度に計上されている国内株式アクティブ及び外国株式アクティブの解約等の計2ファンドは、運用体制の変更によるものです。外国債券パッシブ及び外国株式パッシブに計上されている解約等・新規採用の増減は、運用受託機関構成の見直しによるものです。

(注5) 2011年度に計上されている国内株式アクティブの解約等の1ファンドは、運用体制の変更によるものです。

(注6) 2012年度に計上されている国内債券パッシブ及び国内債券アクティブの解約等・新規採用の増減は、運用受託機関構成の見直しによるものです。国内株式パッシブの解約等の1ファンドは、合併によるものです。国内株式アクティブの解約等の1ファンドは、運用機関の選定基準に抵触する事由が生じたことによるものです。外国株式アクティブの解約等の3ファンドは、運用体制の変更等によるものです。外国株式アクティブの新規採用の7ファンドは、2011年度に選定を行い、2012年度に運用を開始したものです。

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

(注8) 2014年度に計上されている国内株式アクティブ及び外国株式アクティブの新規採用は、リザーブファンドの正規契約によるものです。外国株式アクティブの解約等の1ファンドは、総合評価結果によるものです。

(注9) 2015年度に計上されている国内債券パッシブ、外国債券パッシブ及び外国債券アクティブの解約等・新規採用の増減は、運用受託機関構成の見直し等によるものです。外国株式アクティブの解約等は運用体制の変更によるものです。

(注10) 2016年度に計上されている国内株式パッシブの解約等の1ファンドは、運用会社の統合によるものです。国内株式アクティブの解約等の3ファンドは、1ファンドは総合評価結果によるものであり、2ファンドはスマートベータファンドをパッシブとして取り扱うこととしたものです。外国株式アクティブの解約等の2ファンドは、総合評価結果によるものです。

(注11) 2017年度のファンド増減のうち、総合評価結果以外の要因は、運用受託機関構成の見直し(国内株式パッシブ新規採用4ファンド、外国債券パッシブ新規採用9ファンド、外国株式パッシブ新規採用4ファンド)、契約等の事由による解約(外国債券アクティブ1ファンド)によるものです。

(注12) 2018年度のファンド増減のうち、総合評価結果以外の要因は、運用受託機関構成の見直し(国内株式パッシブ新規採用1ファンド、外国株式パッシブ新規採用1ファンド)、資産管理機関複数化(外国債券パッシブファンド)、契約等の事由による解約(外国債券アクティブ1ファンド、外国株式アクティブ2ファンド)によるものです。

(注13) 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が8ファンドあります。

4 | 保有全銘柄について

この一覧は、2019年3月末(2018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、債券は発行体ごと、株式は銘柄ごとに集約したものの上位10位です。

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/last-years-results.html>)をご参照ください。

○国内債券保有銘柄 発行体別(時価総額順)

No.	発行体名	時価総額(億円)
1	日本国	354,322
2	日本高速道路保有・債務返済機構	7,883
3	地方公共団体金融機構	5,717
4	住宅金融支援機構	5,142
5	地方公共団体(共同体)	2,927
6	東京都	2,336
7	神奈川県	996
8	愛知県	966
9	東京電力パワーグリッド	956
10	横浜市	937
計	511 発行体	425,835

○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	199,541,800	13,184
2	ソフトバンクグループ	61,918,800	6,667
3	三菱UFJフィナンシャル・グループ	1,102,506,700	6,185
4	武田薬品工業	126,992,800	5,856
5	日本電信電話	119,446,400	5,731
6	三井住友フィナンシャルグループ	138,665,100	5,492
7	キーエンス	7,916,900	5,468
8	本田技研工業	156,283,400	4,724
9	ソニー	99,998,200	4,665
10	三菱商事	134,211,300	4,210
計	2,380 銘柄		384,122

○外国債券保有銘柄 発行体別(時価総額順)

No.	発行体名	時価総額(億円)
1	UNITED STATES TREASURY	106,615
2	FRANCE (REPUBLIC OF)	20,789
3	ITALY (REPUBLIC OF)	18,046
4	SPAIN (KINGDOM OF)	13,396
5	GERMANY (FEDERAL REPUBLIC OF)	12,308
6	UNITED KINGDOM (GOVERNMENT OF)	9,858
7	BELGIUM (KINGDOM OF)	5,061
8	MEXICO (UNITED MEXICAN STATES) (GOVERNMENT)	4,542
9	NETHERLANDS (KINGDOM OF)	3,717
10	FEDERAL NATIONAL MORTGAGE ASSOCIATION	3,679
計	2,946 発行体	274,160

○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	MICROSOFT CORP	64,256,952	8,388
2	APPLE INC	39,337,989	8,271
3	AMAZON.COM INC	3,662,820	7,220
4	FACEBOOK INC-CLASS A	21,185,784	3,909
5	ALPHABET INC-CL C	2,905,373	3,773
6	JOHNSON & JOHNSON	23,981,281	3,711
7	ALPHABET INC-CL A	2,716,945	3,539
8	JPMORGAN CHASE & CO	29,164,256	3,268
9	VISA INC-CLASS A SHARES	17,964,489	3,106
10	EXXON MOBIL CORPORATION	33,681,445	3,012
計	2,731 銘柄		414,933

○オルタナティブ資産保有銘柄(分野別:時価総額順)

No.	分野	銘柄名		時価総額(億円)
		日本語名	英語名	
1	インフラストラクチャー	グローバル・オルタナティブ・コインベストメントファンド1号	GLOBAL ALTERNATIVE CO-INVESTMENT FUND I	1,448
2	インフラストラクチャー	ステップストーン・G・インフラストラクチャー・オポチュニティーズ エルピー	STEPSTONE G INFRASTRUCTURE OPPORTUNITIES, L.P.	980
3	インフラストラクチャー	パンセオン・G・インフラストラクチャー・オポチュニティーズ エルピー	PANTHEON G INFRASTRUCTURE OPPORTUNITIES LP	374
4	インフラストラクチャー	DGインフラストラクチャー投資事業有限責任組合	DG INFRASTRUCTURE, ILP	133
5	インフラストラクチャー	DGインフラストラクチャー・オポチュニティーズ エルピー	DG INFRASTRUCTURE OPPORTUNITIES L.P.	1
1	プライベート・エクイティ	グローバル・オルタナティブ・コインベストメントファンド2号	GLOBAL ALTERNATIVE CO-INVESTMENT FUND II	143
1	不動産	MUTB・G・不動産ファンド	MUTB G REAL ESTATE FUND	704
2	不動産	シービーアールイー GIP・G・リアルエステートインベスメンツ エルピー	CBRE GIP G REAL ESTATE INVESTMENTS, LP	545

(注1) 発行体名及び銘柄名は、2019年3月末時点のものをういています。

(注2) 債券の時価総額は、データ・ベンダーによる証券銘柄データ・市場データを基に、BLACKROCK SOLUTIONS®のAladdin®により発行体別に集約したデータを用いて、GPIFにて算出したものです。

(注3) 国内債券の発行体名は、上記の発行体別データについて資産管理サービス信託銀行(株)が、データ・ベンダーによる発行体名に基づき付したものです。

5 | 基本ポートフォリオの定期検証

[1] 各資産の期待リターンと賃金上昇率の想定

今回(2018年度)検証時

	外国資産 リスクプレミアム	賃金上昇率 前提	国内債券	国内株式	外国債券	外国株式	短期資産	賃金上昇率
経済中位 ケース(%)	更新	更新	-1.0 (1.3)	3.0 (5.3)	1.2 (3.5)	5.6 (7.9)	-1.5 (0.8)	(2.3)
		(参考)非更新	-1.7 (1.3)	2.3 (5.3)	0.5 (3.5)	4.9 (7.9)	-2.2 (0.8)	(3.0)
	(参考)非更新	(参考)更新	-1.0 (1.3)	3.0 (5.3)	0.7 (3.0)	3.4 (5.7)	-1.5 (0.8)	(2.3)
		(参考)非更新	-1.7 (1.3)	2.3 (5.3)	0.0 (3.0)	2.7 (5.7)	-2.2 (0.8)	(3.0)
市場基準 ケース(%)	更新	更新	-0.4 (0.9)	2.7 (4.0)	1.8 (3.1)	6.2 (7.5)	-0.7 (0.6)	(1.3)
		(参考)非更新	-0.8 (0.9)	2.3 (4.0)	1.4 (3.1)	5.8 (7.5)	-1.1 (0.6)	(1.7)
	(参考)非更新	(参考)更新	-0.4 (0.9)	2.7 (4.0)	1.3 (2.6)	4.0 (5.3)	-0.7 (0.6)	(1.3)
		(参考)非更新	-0.8 (0.9)	2.3 (4.0)	0.9 (2.6)	3.6 (5.3)	-1.1 (0.6)	(1.7)

(参考) 2017年度検証時

	外国資産 リスクプレミアム	賃金上昇率 前提	国内債券	国内株式	外国債券	外国株式	短期資産	賃金上昇率
経済中位 ケース(%)	更新	更新	-0.8 (1.5)	3.2 (5.5)	1.5 (3.8)	5.5 (7.8)	-1.4 (0.9)	(2.3)
		(参考)非更新	-1.5 (1.5)	2.5 (5.5)	0.8 (3.8)	4.8 (7.8)	-2.1 (0.9)	(3.0)
	(参考)非更新	(参考)更新	-0.8 (1.5)	3.2 (5.5)	0.9 (3.2)	3.6 (5.9)	-1.4 (0.9)	(2.3)
		(参考)非更新	-1.5 (1.5)	2.5 (5.5)	0.2 (3.2)	2.9 (5.9)	-2.1 (0.9)	(3.0)
市場基準 ケース(%)	更新	更新	-0.4 (1.0)	2.7 (4.1)	1.9 (3.3)	5.9 (7.3)	-0.8 (0.6)	(1.4)
		(参考)非更新	-0.8 (1.0)	2.3 (4.1)	1.5 (3.3)	5.5 (7.3)	-1.2 (0.6)	(1.8)
	(参考)非更新	(参考)更新	-0.4 (1.0)	2.7 (4.1)	1.3 (2.7)	4.0 (5.4)	-0.8 (0.6)	(1.4)
		(参考)非更新	-0.8 (1.0)	2.3 (4.1)	0.9 (2.7)	3.6 (5.4)	-1.2 (0.6)	(1.8)

(参考) 2016年度検証時

	外国資産 リスクプレミアム	賃金上昇率 前提	国内債券	国内株式	外国債券	外国株式	短期資産	賃金上昇率
経済中位 ケース(%)	更新	更新	-0.7 (2.0)	3.1 (5.8)	1.4 (4.1)	4.5 (7.2)	-1.7 (1.0)	(2.7)
		(参考)非更新	-1.0 (2.0)	2.8 (5.8)	1.1 (4.1)	4.2 (7.2)	-2.0 (1.0)	(3.0)
	(参考)非更新	(参考)更新	-0.7 (2.0)	3.1 (5.8)	0.8 (3.5)	3.5 (6.2)	-1.7 (1.0)	(2.7)
		(参考)非更新	-1.0 (2.0)	2.8 (5.8)	0.5 (3.5)	3.2 (6.2)	-2.0 (1.0)	(3.0)
市場基準 ケース(%)	更新	更新	-0.4 (1.2)	2.5 (4.1)	1.7 (3.3)	4.8 (6.4)	-1.0 (0.6)	(1.6)
		(参考)非更新	-0.7 (1.2)	2.2 (4.1)	1.4 (3.3)	4.5 (6.4)	-1.3 (0.6)	(1.9)
	(参考)非更新	(参考)更新	-0.4 (1.2)	2.5 (4.1)	1.1 (2.7)	3.8 (5.4)	-1.0 (0.6)	(1.6)
		(参考)非更新	-0.7 (1.2)	2.2 (4.1)	0.8 (2.7)	3.5 (5.4)	-1.3 (0.6)	(1.9)

(参考) 2015年度検証時

	外国資産リスクプレミアム	国内債券	国内株式	外国債券	外国株式	短期資産	賃金上昇率
経済中位 ケース(%)	更新	-0.4	3.2	1.4 (4.1)	4.0 (6.7)	-1.6	(2.7)
	(参考)非更新	(2.3)	(5.9)	0.9 (3.6)	3.6 (6.3)	(1.1)	
市場基準 ケース(%)	更新	-0.4	2.8	1.7 (3.6)	4.3 (6.2)	-1.1	(1.9)
	(参考)非更新	(1.5)	(4.7)	1.2 (3.1)	3.9 (5.8)	(0.8)	

(参考) 策定時

	国内債券	国内株式	外国債券	外国株式	短期資産	賃金上昇率
経済中位ケース(%)	-0.2 (2.6)	3.2 (6.0)	0.9 (3.7)	3.6 (6.4)	-1.7 (1.1)	(2.8)
市場基準ケース(%)	-0.1 (2.0)	3.1 (5.2)	1.4 (3.5)	4.1 (6.2)	-1.1 (1.0)	(2.1)

(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。

[2] 各資産の標準偏差と相関係数

今回(2018年度)検証時

	国内債券	国内株式	外国債券	外国株式	賃金上昇率
標準偏差(%)	3.60	25.21	11.60	25.99	1.71

相関係数	国内債券	国内株式	外国債券	外国株式	賃金上昇率
国内債券	1.00				
国内株式	-0.16	1.00			
外国債券	-0.26	0.14	1.00		
外国株式	-0.33	0.79	0.52	1.00	
賃金上昇率	-0.12	0.18	-0.06	0.05	1.00

(参考) 2017年度検証時

	国内債券	国内株式	外国債券	外国株式	賃金上昇率
標準偏差(%)	4.10	24.86	11.46	25.70	1.77

相関係数	国内債券	国内株式	外国債券	外国株式	賃金上昇率
国内債券	1.00				
国内株式	-0.17	1.00			
外国債券	-0.26	0.12	1.00		
外国株式	-0.36	0.78	0.50	1.00	
賃金上昇率	-0.08	0.23	-0.04	0.02	1.00

(参考) 2016年度検証時

	国内債券	国内株式	外国債券	外国株式	賃金上昇率
標準偏差(%)	4.30	25.17	11.62	26.21	1.85

相関係数	国内債券	国内株式	外国債券	外国株式	賃金上昇率
国内債券	1.00				
国内株式	-0.22	1.00			
外国債券	-0.16	0.08	1.00		
外国株式	-0.18	0.69	0.52	1.00	
賃金上昇率	0.14	0.11	0.01	0.06	1.00

(参考) 2015年度検証時

	国内債券	国内株式	外国債券	外国株式	賃金上昇率
標準偏差(%)	4.20	25.23	11.82	26.78	1.85

相関係数	国内債券	国内株式	外国債券	外国株式	賃金上昇率
国内債券	1.00				
国内株式	-0.23	1.00			
外国債券	-0.04	0.06	1.00		
外国株式	-0.09	0.66	0.55	1.00	
賃金上昇率	0.20	0.10	0.09	0.11	1.00

(参考) 策定時

	国内債券	国内株式	外国債券	外国株式	賃金上昇率
標準偏差(%)	4.70	25.10	12.58	27.25	1.93

相関係数	国内債券	国内株式	外国債券	外国株式	賃金上昇率
国内債券	1.00				
国内株式	-0.16	1.00			
外国債券	0.25	0.04	1.00		
外国株式	0.09	0.64	0.57	1.00	
賃金上昇率	0.18	0.12	0.07	0.10	1.00

(注) 国内債券の標準偏差の計算においては、将来のデフレーションの長期化を考慮しています。

[3] 基本ポートフォリオの属性

今回(2018年度)検証時

	外国資産 リスクプレミアム	賃金上昇率 前提	実質的な リターン	名目リターン	標準偏差 (正規分布)	下方確率 (正規分布)	条件付平均不足率 (正規分布)	条件付平均不足率 (経験分布)
経済中位 ケース(%)	更新	更新	1.98	4.28	12.52	43.69	9.26	10.62
		(参考)非更新	1.28	4.28		45.91	9.50	10.74
	(参考)非更新	(参考)更新	1.36	3.66		45.67	9.47	10.73
		(参考)非更新	0.66	3.66		47.91	9.71	10.86
市場基準 ケース(%)	更新	更新	2.36	3.66		42.51	9.14	10.57
		(参考)非更新	1.96	3.66		43.77	9.27	10.63
	(参考)非更新	(参考)更新	1.73	3.03		44.48	9.35	10.66
		(参考)非更新	1.33	3.03		45.75	9.48	10.73

(参考) 全額国内債券ポートフォリオの属性

経済中位 ケース(%)	更新	更新	-1.00	1.30	3.60	59.49	3.71	3.99
		(参考)非更新	-1.70	1.30		65.85	4.02	4.31
	(参考)非更新	(参考)更新	-1.00	1.30		59.49	3.71	3.99
		(参考)非更新	-1.70	1.30		65.85	4.02	4.31
市場基準 ケース(%)	更新	更新	-0.40	0.90		53.83	3.47	3.74
		(参考)非更新	-0.80	0.90		57.62	3.63	3.90
	(参考)非更新	(参考)更新	-0.40	0.90		53.83	3.47	3.74
		(参考)非更新	-0.80	0.90		57.62	3.63	3.90

(参考) 2017年度検証時

	外国資産 リスクプレミアム	賃金上昇率 前提	実質的な リターン	名目リターン	標準偏差 (正規分布)	下方確率 (正規分布)	条件付平均不足率 (正規分布)	条件付平均不足率 (経験分布)
経済中位 ケース(%)	更新	更新	2.12	4.42	12.24	43.08	8.98	10.28
		(参考)非更新	1.42	4.42		45.35	9.21	10.36
	(参考)非更新	(参考)更新	1.56	3.86		44.91	9.16	10.34
		(参考)非更新	0.86	3.86		47.20	9.40	10.43
市場基準 ケース(%)	更新	更新	2.30	3.70		42.52	8.92	10.27
		(参考)非更新	1.90	3.70		43.81	9.05	10.31
	(参考)非更新	(参考)更新	1.73	3.13		44.35	9.11	10.32
		(参考)非更新	1.33	3.13		45.65	9.24	10.37

(参考) 全額国内債券ポートフォリオの属性

経済中位 ケース(%)	更新	更新	-0.80	1.50	4.10	56.92	3.97	4.42
		(参考)非更新	-1.50	1.50		62.82	4.26	4.73
	(参考)非更新	(参考)更新	-0.80	1.50		56.92	3.97	4.42
		(参考)非更新	-1.50	1.50		62.82	4.26	4.73
市場基準 ケース(%)	更新	更新	-0.40	1.00		53.47	3.81	4.25
		(参考)非更新	-0.80	1.00		56.92	3.97	4.42
	(参考)非更新	(参考)更新	-0.40	1.00		53.47	3.81	4.25
		(参考)非更新	-0.80	1.00		56.92	3.97	4.42

(参考) 2016年度検証時

	外国資産 リスクプレミアム	賃金上昇率 前提	実質的な リターン	名目リターン	標準偏差 (正規分布)	下方確率 (正規分布)	条件付平均不足率 (正規分布)	条件付平均不足率 (経験分布)
経済中位 ケース(%)	更新	更新	1.87	4.57	12.23	43.91	9.06	10.45
		(参考)非更新	1.57	4.57		44.88	9.16	10.50
	(参考)非更新	(参考)更新	1.53	4.23		45.01	9.17	10.50
		(参考)非更新	1.23	4.23		45.99	9.27	10.55
市場基準 ケース(%)	更新	更新	1.94	3.54		43.66	9.03	10.45
		(参考)非更新	1.64	3.54		44.64	9.13	10.49
	(参考)非更新	(参考)更新	1.60	3.20		44.77	9.15	10.49
		(参考)非更新	1.30	3.20		45.74	9.25	10.53

(参考) 全額国内債券ポートフォリオの属性

経済中位 ケース(%)	更新	更新	-0.70	2.00	4.30	56.27	3.81	4.14
		(参考)非更新	-1.00	2.00		58.92	3.93	4.27
	(参考)非更新	(参考)更新	-0.70	2.00		56.27	3.81	4.14
		(参考)非更新	-1.00	2.00		58.92	3.93	4.27
市場基準 ケース(%)	更新	更新	-0.40	1.20		53.59	3.69	4.01
		(参考)非更新	-0.70	1.20		56.27	3.81	4.14
	(参考)非更新	(参考)更新	-0.40	1.20		53.59	3.69	4.01
		(参考)非更新	-0.70	1.20		56.27	3.81	4.14

(参考) 2015年度検証時

	外国資産リスクプレミアム	実質的なリターン	名目リターン	標準偏差 (正規分布)	下方確率 (正規分布)	条件付平均不足率 (正規分布)	条件付平均不足率 (経験分布)
経済中位 ケース(%)	更新	1.87	4.57	12.39	43.94	9.13	10.81
	(参考)非更新	1.70	4.40		44.50	9.19	10.83
市場基準 ケース(%)	更新	1.89	3.79		43.87	9.13	10.81
	(参考)非更新	1.72	3.62		44.44	9.19	10.82

(参考) 全額国内債券ポートフォリオの属性

経済中位ケース(%)	-0.40	2.30	4.20	53.76	3.53	4.10
市場基準ケース(%)	-0.40	1.50		53.76	3.53	4.10

(参考) 策定時

	実質的なリターン	名目リターン	標準偏差 (正規分布)	下方確率 (正規分布)	条件付平均不足率 (正規分布)	条件付平均不足率 (経験分布)
経済中位ケース(%)	1.77	4.57	12.75	44.44	9.45	11.23
市場基準ケース(%)	1.98	4.08		43.78	9.38	11.19

(参考) 全額国内債券ポートフォリオの属性

経済中位ケース(%)	-0.20	2.60	4.70	51.68	3.86	3.52
市場基準ケース(%)	-0.10	2.00		50.84	3.83	3.48

(注1) 中期計画で定める運用目標は、実質的なリターンで1.7%を確保することですが、年金給付等に必要な短期資産を2%保有するとみなし、そのリタンの減少分を勘案すると、経済中位ケースで1.77%、市場基準ケースで1.76%を確保することが必要です。

(注2) 「下方確率」は、名目リターンが名目賃金上昇率を下回る確率であり、「条件付平均不足率」は、名目リターンが名目賃金上昇率を下回る場合における平均的な不足率のことです。

(注3) 「条件付平均不足率(経験分布)」は、株式等は想定よりも下振れ確率が大きい場合(いわゆる「テールリスク」)もあることを考慮し、正規分布に替えて、過去20年のデータ(経験分布)から一定の仮定を置いて乱数を発生させ計算したものです。

[4] 予定積立金額の確保

2039年度末に予定積立金額^(注1)を確保できない確率(リスク)

	外国資産 リスクプレミアム ^(注2)	賃金上昇率 前提 ^(注2)	キャッシュフロー ^(注3)	今回(2018年度) 検証時	(参考) 2017年度検証時	(参考) 2016年度検証時	(参考) 2015年度検証時	(参考) 策定時
経済中位 ケース(%)	更新	更新	更新	32	28	31	25	40
			(参考)非更新	24	25			
		(参考)非更新	(参考)更新	42	38	37		
			(参考)非更新	35	36			
	(参考)非更新	(参考)更新	(参考)更新	42	38	37	28	
			(参考)非更新	34	34			
		(参考)非更新	(参考)更新	53	49	43		
			(参考)非更新	47	46			
市場基準 ケース(%)	更新	更新	更新	31	28	23	17	25
			(参考)非更新	12	16			
		(参考)非更新	(参考)更新	30	27	26		
			(参考)非更新	15	20			
	(参考)非更新	(参考)更新	(参考)更新	39	36	28	22	
			(参考)非更新	19	22			
		(参考)非更新	(参考)更新	39	35	32		
			(参考)非更新	23	27			

(注1) 策定時及び2015年度検証時は厚生年金のみの積立金額であり、2016年度検証以降は厚生年金に国民年金を加えた積立金額です。

(注2) 外国資産リスクプレミアム及び賃金上昇率前提の「更新」は直近のデータを反映した前提を用いること、「非更新」は基本ポートフォリオ策定時の前提を用いることを表します。

(注3) シミュレーションで用いるキャッシュフロー(厚生年金及び国民年金における収入と支出の差)については、従来通り、シミュレーション上で確率的に発生させる賃金・物価にかかわらず、財政検証上見込まれた固定のキャッシュフローを用いた試算(キャッシュフロー「非更新」)を行うとともに、2017年度検証より、シミュレーション上の賃金・物価に応じてキャッシュフローを推定するモデルを導入し、推定されたキャッシュフローを用いた試算を行っています(キャッシュフロー「更新」)。これにより、より整合性の高い推計ができるようになりました。

(注4) [1]から[4]を含む詳細データについては、GPIFのホームページ(<https://www.gpif.go.jp/operation/last-years-results.html>)をご参照ください。

6 | 現在の基本ポートフォリオ策定について

[1] 公的年金制度

日本の公的年金制度（厚生年金及び国民年金）は、現役世代の保険料を高齢者世代の年金給付に充てる世代間扶養の考え方を基本として運営されています。

一方で、日本の公的年金制度では、一定の積立金を保有しており、少子高齢化が進む中で、将来の現役世代の

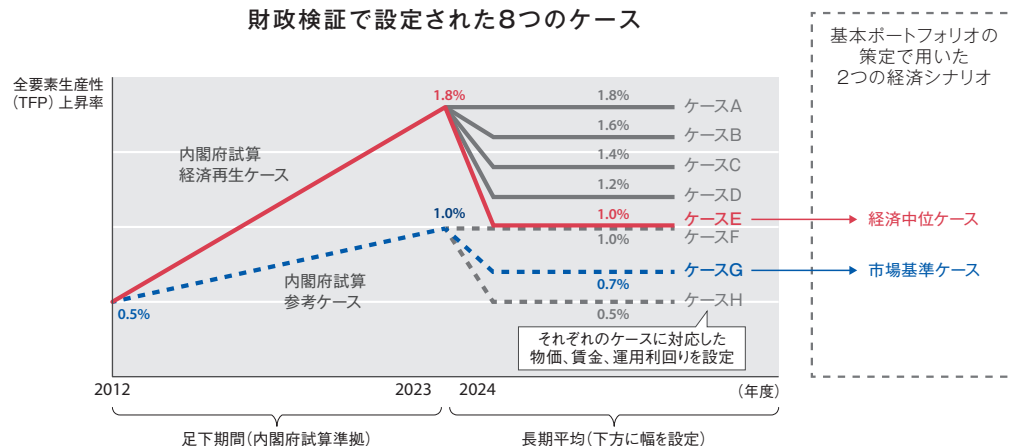
過重な負担を回避する観点から、この積立金を後世代の給付に充てていくための財政の枠組みが導入されています。（概ね100年間で財政均衡を図る方式として、財政均衡期間の終了時に給付費1年分程度の積立金を残して活用していくこととしています。）

[2] 財政検証

政府は少なくとも5年ごとに、財政の現況及び見通し（いわゆる「財政検証」）を作成し、年金財政の健全性を検証することとされています。平成26年財政検証では、内閣府の「中長期の経済財政に関する試算」を参考にし

つつ、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上昇率を軸として幅広い複数のケースが設定されました。^(注)

財政検証で設定された8つのケース



(注)それぞれのケースの詳細については、厚生労働省の「国民年金及び厚生年金に係る財政の現況及び見通し—平成26年財政検証結果—」をご参照ください。

[3] 基本ポートフォリオの策定

長期的な運用においては、短期的な市場の動向により資産構成割合を変更するよりも、基本となる資産構成割合を決めて長期間維持していく方が、効率的で良い結果をもたらすこ

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

厚生労働大臣から示された中期目標^(注)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。

- ①財政検証を踏まえ、保険給付に必要な流動性を確保しつつ、必要となる実質的な運用利回り（積立金の運用利回りから名目賃金上昇率を差し引いたもの）1.7%を最低限のリスクで確保すること。
- ②基本ポートフォリオは、資産運用に関し一般に認められている専門的な知見や内外の経済動向を考慮して、フォワードルッキングなリスク分析を踏まえて長期的な観点から設定すること。

- ③名目賃金上昇率からの下振れリスクが全額国内債券運用の場合を超えないこと。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、リスクシナリオ等による検証について、より踏み込んだ複数のシナリオで実施するなど一層の充実を行うこと。

(注) 第2期(2010年度からの5カ年計画)。現在の基本ポートフォリオに関わる部分については、第2期の途中(2014年10月)で変更。

GPIFでは、中期目標及び公表された財政検証の結果を踏まえ、以下の基本ポートフォリオ策定方針を立てました。

- I. 想定運用期間は25年間としました。財政計画上、積立金の継続的な取り崩しが予定される25年後以降の局面においては、流動性の確保に重点を置く必要があるなど、運用に求められる条件が現在と大きく異なると考えられるためです。
- II. 経済シナリオは、財政検証における最も高い実質的な運用利回りを前提とする「経済中位ケース」と、現在の市場に織り込まれた将来の金利水準を前提とする「市場基準ケース」の二つを想定しました。両ケースとも、フォワードルッキングなリスク分析を踏まえ、足下から向こう10年間の金利上昇シナリオを想定しました。
- III. リスク制約は、運用利回りが名目賃金上昇率を下回るリスク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をリスク尺度としました。また、基本ポートフォリオで運用した場合に、想定運用期間の最終年度において年金財政が予定している積立金額を下回る可能性の大きさも評価することとしました。制約条件については「外国株式≧外国債券」としました。
- IV. 目標となる実質的な運用利回りは、年金給付等に必要な短期資産によるリターンの減少分を勘案し、経済中位ケースで1.77%、市場基準ケースで1.76%としました。

GPIFでは、デフレ脱却など、長期的に経済・運用環境が変化し、物価・賃金の上昇が想定される中で、従来の国内債券中心のポートフォリオでは、年金財政上必要な運用利回りを達成することは困難と判断しました。

以上の状況を踏まえ、長期的な経済環境の変化を念頭に、必要な積立金を確保しつつ、目標となる実質的な運

用利回りを満たし、かつ、最もリスクの小さいポートフォリオとして現在の基本ポートフォリオが選定されました。

この基本ポートフォリオは、GPIFの運用委員会及びその下に設けられた検討作業班において詳細な検討を行い、議決を経た上で、決定しました。

(2014年9月以前)

	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月以後)

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

(注) なお、2018年9月より、国内債券利回りの大幅な低下といった近時の市場環境等を踏まえ、当面の対応として、国内債券の乖離許容幅については弾力的に適用しています。具体的には、国内債券と短期資産の合算を国内債券の乖離許容幅の範囲内にとどめることとしています。

7 | 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。

2018年度の総合勘定の損益額は、収益額 **2兆3,795億円** から
運用手数料等336億円を差し引いた **2兆3,459億円** となりました。

この2兆3,459億円を、各勘定に以下の通り按分しました。

厚生年金勘定に

2兆2,131億円 (2018年度末の累積損益 **44兆7,871億円^(注1)**)

国民年金勘定に

1,328億円 (2018年度末の累積損益 **1兆7,106億円^(注2)**)

(注1) 厚生年金勘定の累積損益は、2017年度末における累積損益42兆9,740億円に、2018年度損益の按分額2兆2,131億円を加え、2018年度に支払った年金特別会計への納付金4,000億円を差し引いたものです。なお、この額に2018年度までの年金特別会計への納付金の累計額12兆4,021億円を戻し加えた57兆1,892億円は、年金特別会計への納付金を考慮しない累積損益(以下「運用上の累積損益」といいます。)となります。

(注2) 国民年金勘定の累積損益は、2017年度末における累積損益1兆9,078億円に、2018年度損益の按分額1,328億円を加え、

2018年度に支払った年金特別会計への納付金3,300億円を差し引いたものです。なお、この額に2018年度までの年金特別会計への納付金の累計額2兆869億円を戻し加えた運用上の累積損益は3兆7,975億円となります。

(注3) 2018年度までの年金特別会計への納付金の累計額については、承継資金運用勘定の1992年度納付金133億円を、納付実績(旧厚生年金保険特別会計年金勘定に126億円、旧国民年金特別会計国民年金勘定に7億円を納付)に基づき、厚生年金勘定に126億円、国民年金勘定に7億円それぞれ加えています。

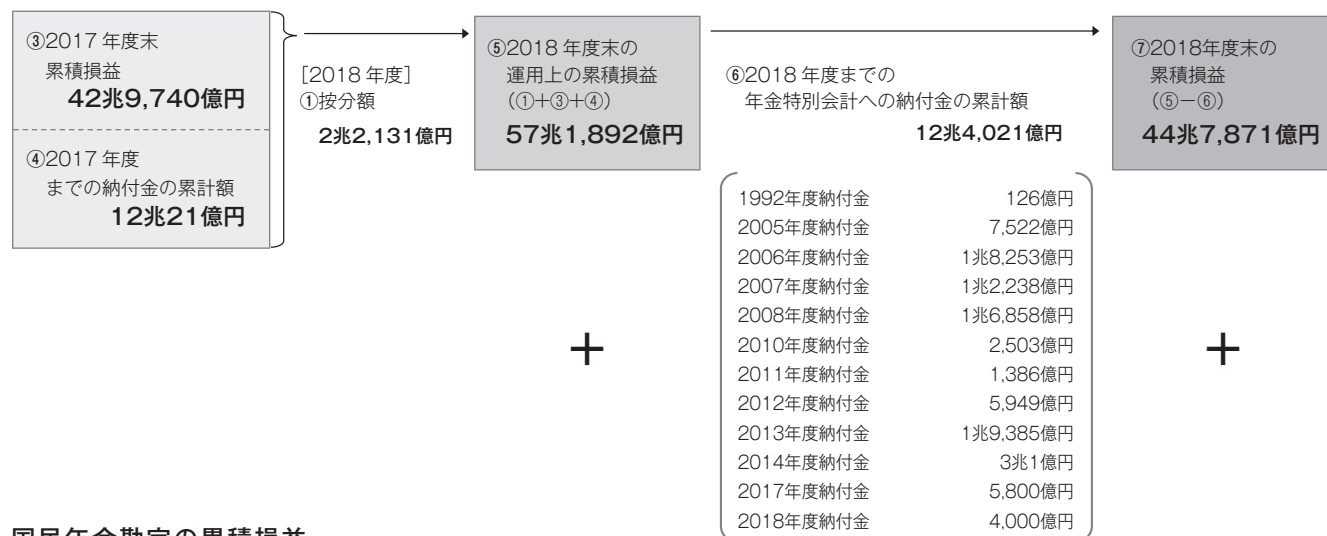
寄託金を管理する厚生年金勘定及び国民年金勘定の損益の合計は、黒字となりました。なお、旧事業団において資金運用事業を開始した1986年度以降の累積損益では46兆4,977億円の黒字となりました。これに年金

特別会計への納付金の累計額14兆4,890億円を戻し加えた運用上の累積損益は、60兆9,867億円の黒字となりました。

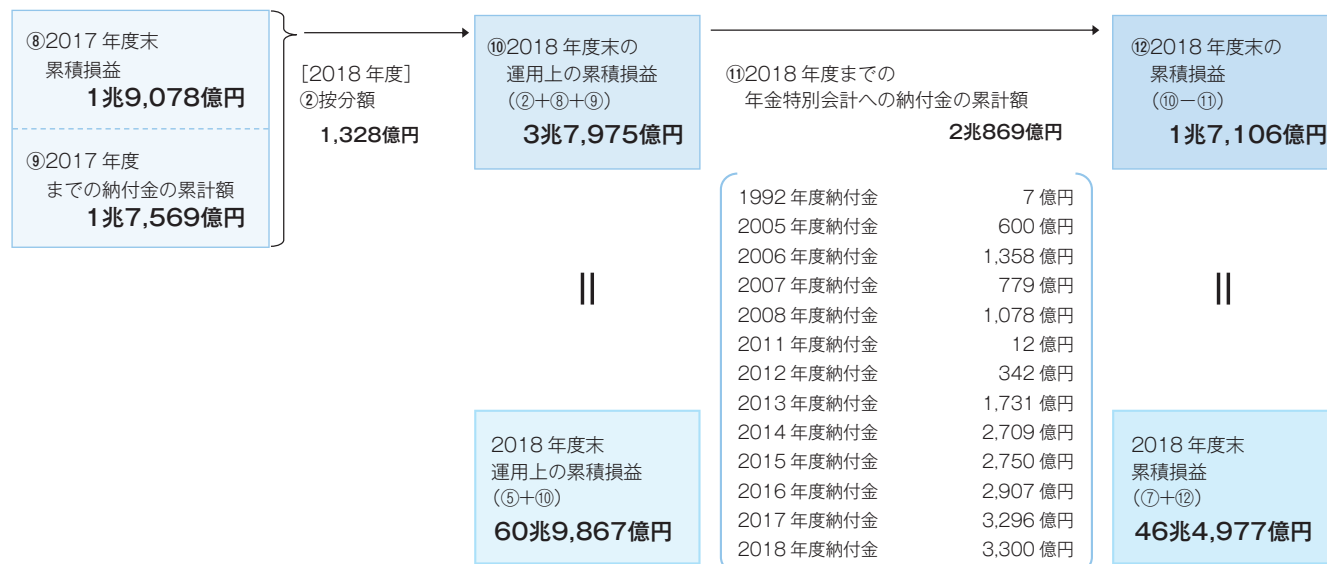
2018年度総合勘定の各勘定への損益額の按分



厚生年金勘定の累積損益



国民年金勘定の累積損益



(注) 四捨五入のため、各数値の合算は合計と必ずしも一致しません。

[2] 承継資金運用勘定の廃止

① 年金積立金運用の仕組み

ア. 2000年度まで

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

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

イ. 2001年度以降

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

ら旧基金（2006年度以降はGPIF）に寄託されることとなりました。

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

② 承継資金運用勘定の仕組み

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

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

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

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

③ 承継資金運用勘定の廃止

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

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

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

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

[3] 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。



経営委員長

ひらの えいじ
平野 英治

自 2017年10月1日 至 2021年3月31日

1973年4月：日本銀行入行
1999年5月： 同 国際局長
2002年6月： 同 理事(国際担当)
2006年6月：トヨタファイナンスサービス(株)取締役副社長
2014年9月：メットライフ生命保険(株)取締役副会長
2015年5月： 同 取締役代表執行役副会長
2017年9月： 同 取締役副会長(現任)



経営委員

あらい とみお
新井 富雄

自 2017年10月1日 至 2020年3月31日

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



経営委員兼監査委員

いわむら しゅうじ
岩村 修二

自 2017年10月1日 至 2020年度の財務諸表承認日

1976年4月：検事任官	2008年7月：東京地方検察庁検事正
1991年12月：法務省刑事局参事官	2010年6月：仙台高等検察庁検事長
2002年10月：東京地方検察庁特捜部長	2011年8月：名古屋高等検察庁検事長
2003年12月：松山地方検察庁検事正	2012年7月：退官
2005年1月：最高検察庁検事	2012年10月：弁護士登録
2006年6月：東京地方検察庁次席検事	2012年10月：長島・大野・常松法律事務所顧問(現任)
2007年10月：最高検察庁刑事部長	



経営委員

かとう やすゆき
加藤 康之

自 2017年10月1日 至 2021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特任教授(現任)
2019年4月：京都大学大学院客員教授(現任)



経営委員

こが のぶあき
古賀 伸明

自 2017年10月1日 至 2022年3月31日

1975年4月：松下電器産業(株)入社
 1996年7月：松下電器産業労働組合中央執行委員長
 2002年7月：電機連合中央執行委員長
 2005年10月：日本労働組合総連合会事務局長
 2009年10月：同 会長
 2012年4月：(公財)連合総合生活開発研究所理事長(現任)
 2015年10月：日本労働組合総連合会会長退任



経営委員兼監査委員

こみやま さかえ
小宮山 榮

自 2017年10月1日 至 2019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

なかむら とよあき
中村 豊明

自 2017年10月1日 至 2022年3月31日

1975年4月：(株)日立製作所入社
 2006年1月：同 財務一部長
 2007年4月：同 代表執行役執行役専務
 2012年4月：同 代表執行役執行役副社長
 2016年4月：同 嘱託
 2016年6月：同 取締役(現任)



経営委員

ねもと なおこ
根本 直子

自 2017年10月1日 至 2020年3月31日

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



経営委員兼監査委員

ほりえ さだゆき
堀江 貞之

自 2017年10月1日 至 2021年度の財務諸表承認日

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



理事長

たかはし のりひろ
高橋 則広

自 2016年4月1日 至 2020年3月31日

1980年4月：農林中央金庫入庫	2004年6月：同 総合企画部副部長兼グループ戦略室長
1994年7月：同 総合企画部部長代理	2004年7月：同 総合企画部副部長
1999年7月：同 長崎支店長	2005年6月：同 債券投資部長
2001年7月：同 企画管理部副部長	2006年6月：同 開発投資部長
2001年12月：同 企画管理部副部長兼JA基盤対策班	2007年6月：同 常務理事就任
2002年2月：同 企画管理部副部長兼経営対策班	2011年6月：同 専務理事就任
2002年4月：同 企画管理部副部長	2015年6月：同 専務理事退任
2003年6月：同 総合企画部副部長	2015年6月：JA三井リース(株)代表取締役兼社長執行役員就任
	2016年3月：同 代表取締役兼社長執行役員退任



理事(総務・企画等担当)

みついし ひろあき
三石 博之

自 2017年10月1日 至 2019年9月30日

1985年4月：厚生省入省
 1993年5月：外務省出向(在ドイツ日本国大使館)
 1998年7月：厚生省年金局運用指導課課長補佐
 2001年7月：(財)年金総合研究センター研究部長
 2003年6月：独立行政法人日本貿易振興機構(ジェトロ・ニューヨーク・センター)年金福祉部長
 2009年7月：厚生労働省社会・援護局保護課長
 2011年9月：厚生労働省大臣官房参事官(総務担当)
 2012年12月：独立行政法人国立循環器病研究センター企画戦略局長
 2015年10月：年金積立金管理運用独立行政法人審議役



理事(管理運用業務担当)兼CIO

みずの ひろみち
水野 弘道

自 2017年10月1日 至 2019年9月30日(当初就任年月日 2015年1月5日)

1988年4月：住友信託銀行(株)入社
 2003年2月：コラーキャピタル(英国)パートナー
 2012年1月：京都大学IPS細胞研究所特任教授
 2013年4月：同 アドバイザー
 2013年4月：大阪大学大学院医学系研究科招聘教授
 2014年7月：年金積立金管理運用独立行政法人アドバイザー
 2014年7月：同 運用委員会委員

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。

**年金積立金管理運用独立行政法人
2018(平成30)年度 業務概況書**

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

お問い合わせ

年金積立金管理運用独立行政法人 企画部 企画課
〒105-6377
東京都港区虎ノ門1-23-1 虎ノ門ヒルズ森タワー 7階
TEL:03-3502-2486(ダイヤルイン)
FAX:03-3503-7398
URL:<https://www.gpif.go.jp/>



GPIF Homepage



GPIF YouTube channel



GPIF Twitter



