



# For All Generations

2019年度

## 業務概況書

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

# 投資原則

1

年金事業の運営の安定に資するよう、専ら被保険者の利益のため、長期的な観点から、年金財政上必要な利回りを最低限のリスクで確保することを目標とする。

2

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

3

基本ポートフォリオを策定し、資産全体、各資産クラス、各運用受託機関等のそれぞれの段階でリスク管理を行うとともに、パッシブ運用とアクティブ運用を併用し、ベンチマーク収益率(市場平均収益率)を確保しつつ、収益を生み出す投資機会の発掘に努める。

4

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

5

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

2019年度  
業務概況書

目次



P.3 GPIFとは



P.5 経営委員長メッセージ



P.6 理事長あいさつ



P.9 2019年度の概況

第1部 2019年度の管理及び運用状況

<b>1</b>	市場環境と資産構成割合	13
<b>2</b>	運用実績	
[1]	収益率・収益額等	15
[2]	国庫納付・寄託金の増減等	25
<b>3</b>	運用リスク管理に関する基本的考え方等	
[1]	基本的考え方	26
[2]	基本ポートフォリオに基づくリスク管理	27
[3]	オルタナティブ資産の分散効果とリスク管理	29
[4]	長期的な観点からのリスク管理	29
<b>4</b>	各資産の運用状況	
[1]	国内債券	31
[2]	外国債券	32
[3]	国内株式	35
[4]	外国株式	38
[5]	自家運用	41
[6]	運用リスク管理	43
<b>5</b>	オルタナティブ資産の運用	
[1]	概要	46
[2]	インフラストラクチャー	48
[3]	プライベート・エクイティ	51
[4]	不動産	53
[5]	運用リスク管理	58
<b>6</b>	基本ポートフォリオの見直し	
[1]	新しい基本ポートフォリオ	59
[2]	基本ポートフォリオ策定の背景	60
[3]	基本ポートフォリオ策定の詳細	61
<b>7</b>	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	65
[2]	スチュワードシップ活動の進化と基盤	65
[3]	スチュワードシップ責任を果たす取組の推進	67
[4]	運用受託機関の考える重大なESG課題	71
[5]	株主議決権行使	72
<b>8</b>	ESG活動	
[1]	基本的考え方	74
[2]	ESG指数に基づくパッシブ運用	76
[3]	債券投資におけるESGインテグレーション	78
<b>9</b>	その他主要な取組	
[1]	運用受託機関等の公募及び管理	79
[2]	インデックス・ポストिंगの導入	82
[3]	調査研究の推進	83
<b>10</b>	その他	
[1]	有価証券報告書虚偽記載等に伴う訴訟	86
[2]	受賞	86

第2部 GPIFの役割と組織運営

<b>1</b>	公的年金制度におけるGPIFの役割	
[1]	GPIFの位置付け	87
[2]	積立金の運用に関する法令上の要請と 中期目標・中期計画の主な内容	88
<b>2</b>	組織・内部統制体制	
[1]	基本的なガバナンスの仕組み	91
[2]	経営委員会	92
[3]	監査委員会	93
[4]	執行体制	93
<b>3</b>	広報の取組	95

第3部 資料編

<b>1</b>	ベンチマークインデックスの推移(2019年度)	97
<b>2</b>	運用実績等の推移	98
<b>3</b>	運用手法・運用受託機関別運用資産額等	102
<b>4</b>	保有全銘柄	111
<b>5</b>	その他	112

▶ 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、厚生年金保険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。

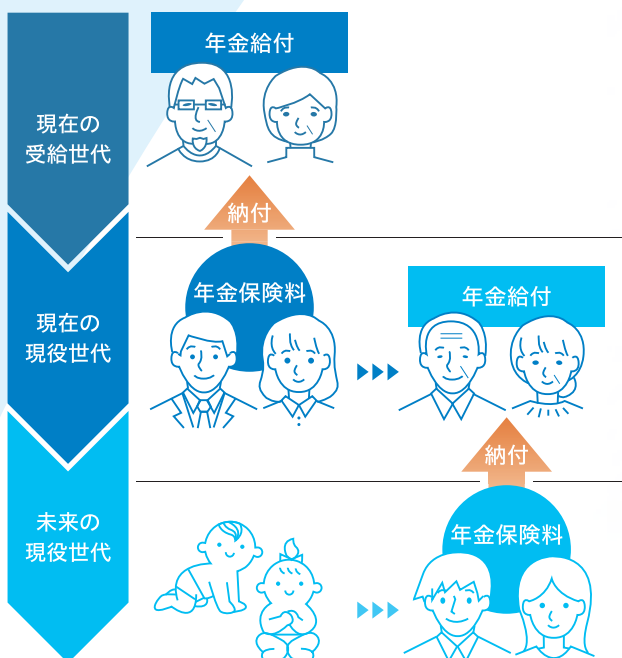
## 1

### 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るため、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、将来にわたって安定的に年金給付ができるよう財政運営がなされています。

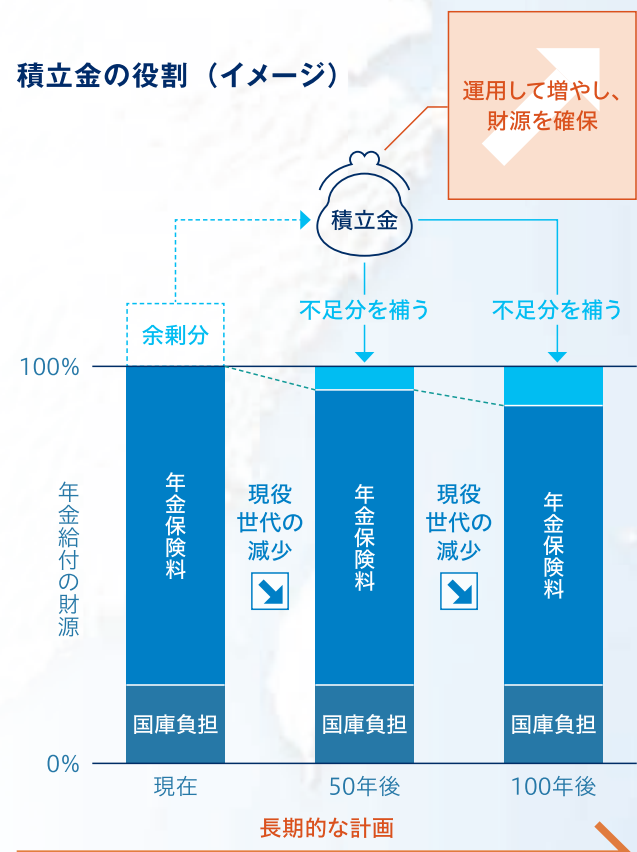
#### 賦課方式

日本では、高齢者の生活を現役世代が「支える」制度を採用しています。



GPIFはこの積立金を国内外の資本市場で運用して増やしています。年金積立金の運用収益や元本は概ね100年の年金の財政計画のなかで、将来世代の年金給付を補うために使われます。年金財源全体のうち、積立金から賄われるのは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、ある特定年度に評価益又は評価損が発生したとしても、それが翌年度の年金給付額に反映されることはありません。

#### 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。

## 2

### 長期国際分散投資

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。

2020年3月末時点で約151兆円の運用資産を、国内外の債券や株式に幅広く分散して投資しているほか、オルタナティブ資産にも徐々に投資対象を広げながら、その充実に取り組んでいます。

## 3

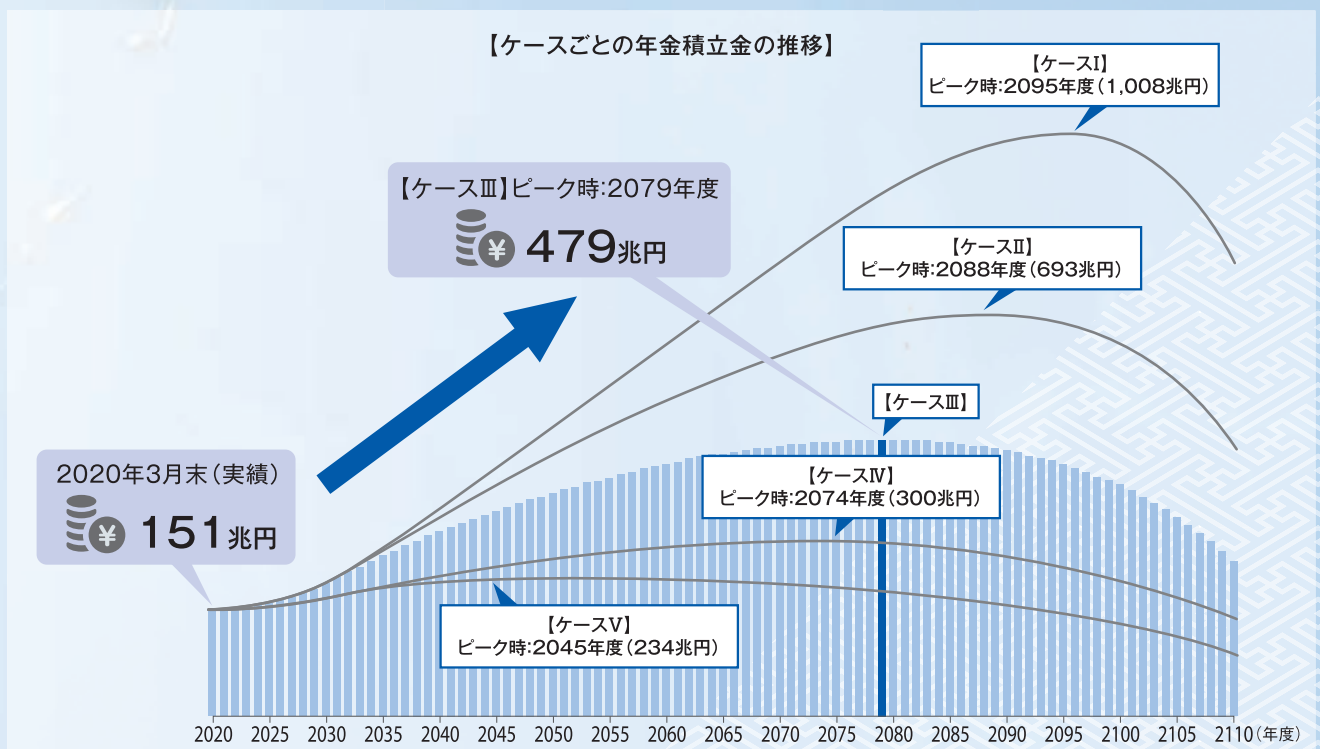
### ESG（環境・社会・ガバナンス）を考慮した投資の推進

「長期的な投資収益の拡大には、投資先及び市場全体の持続的成長が必要」との投資原則の考え方に沿って、GPIFは、その運用プロセス全体を通じ、ESGを考慮した投資を推進しています。このうち狭義のESG投資ともいえ

る、ESG指数に基づく運用資産額は約5.7兆円、国際開発金融機関が発行するグリーンボンド等への投資額は約4,400億円となっています。

▶ 詳細は74ページから78ページをご覧ください。

#### 概ね100年間の年金積立金の見通し（2019年財政検証）



(注1) 人口の前提は出生中位、死亡中位です。

(注2) 実績はGPIFの運用資産額であり、年金特別会計等を含みません。

(注3) ケースI~ケースVの詳細は60ページをご覧ください。

## 多様な知識・経験を有する専門家の英知を結集し、 国民の皆様から、一層信頼される組織を目指します。

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。

発足後約3年が経過、この間、資産運用面及び組織運営面における様々な課題への対応を通じ、組織としてのガバナンスの基盤が徐々に整いつつあることを実感します。とりわけ2019年度は、本年4月から適用されている第4期中期計画、並びに基本ポートフォリオの策定に多くの工

ネルギーを注ぎましたが、その過程で貴重な経験を得ることもできました。

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。新型コロナウイルスの蔓延から、日本のみならず全世界が戦後最大の危機ともいべき事態に見舞われている今日、その判断は容易ではありません。しかし、経営委員会としては、委員会メンバーの英知を集め、4月に新任された宮園理事長率いる新執行部と密接な連携をとりながら、国民の皆様の利益に資するよう全力を傾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

## 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。

2019年度の運用結果は、国内外の株式が下落したことから、年度ベースではマイナスの収益率となりました。

2019年度の市場環境は、2019年内は、米中貿易協議の動向に左右されながらも、ダウ平均株価指数が過去最高値を更新する展開となるなど、国内外の株式市場は堅調に推移しました。その後、2020年に入ると、新型コロナウイルスの世界的な感染拡大を受け、世界経済と企業収益の先行きに対する懸念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。一方で、米国連邦準備制度理事会(FRB)が政策金利の引き下げや、大規模な量的緩和を決定したことなどから、米国・欧州市場における金利は大幅に低下しました。為替は、投資家のリスク回避姿勢の高まりから不安定な動きとなり、対ドル・対ユーロで共に円高が進行しました。このような環境に伴い、年度ベースでは5.20%のマイナス収益となりましたが、年金積立金の市場運用を開始した2001年度からの累積収益額は57兆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。2019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。

新型コロナウイルス感染症の世界的な感染拡大は、社会経済の在り方を大きく変えることになりました。全世界が、感染拡大の防止と社会経済活動の維持の両立という極めて困難な課題に直面する中ではありますが、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GPIFの使命を全うすべく、国民の皆様信頼される組織を目指し、役職員一同全力で取り組んでまいります。

皆様のご理解、ご支援を賜りますよう、よろしくお願い申し上げます。

年金積立金管理運用独立行政法人

理事長

宮園 雅敬



# GPIFによる年金積立金運用の基礎



## GPIFがお預かりしている年金積立金の特徴

GPIFがお預かりしている年金積立金には、以下のような特徴があります。

① **150兆円を超える巨額の資産規模です。**

- ・ このため、市場に与える影響に配慮しつつ、効率的な運用を行っていくことが必要です。

② **概ね50年程度は取り崩す必要が生じない資金です。**

- ・ このため、一時的な市場の変動に過度にとらわれる必要はなく、長期的な観点から運用収益を確保できるよう、長期目線に立った運用を行っていくことが必要です。



## GPIFによる年金積立金運用の実際

このような特徴を踏まえ、GPIFでは以下の点に留意し、運用を行っています。

① **長期的なリスクを重視しています。**

- ・ 年金積立金の運用は、「積立金が、被保険者から徴収された保険料の一部であり、かつ、将来の保険給付の貴重な財源となるものであることに特に留意し、専ら被保険者の利益のために、長期的な観点から、安全かつ効率的に行う」ことが法律で定められています。

また、厚生労働大臣により定められた「中期目標」においては、「長期的に年金積立金の実質的な運用利回り(年金積立金の運用利回りから名目賃金上昇率を差し引いたもの)1.7%を最低限のリスクで確保すること」が要請されています。

- ・ GPIFで重視しているリスクは、「市場の一時的な変動による短期的なリスク」のことでなく、「年金財政上必要とされている長期的な収益が得られないリスク」のことです。

そのためには、長期的に見て高い収益率が期待できる資産を適切に組み入れていくことが重要です。

② **国内外の様々な資産に分散して投資しています。**

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

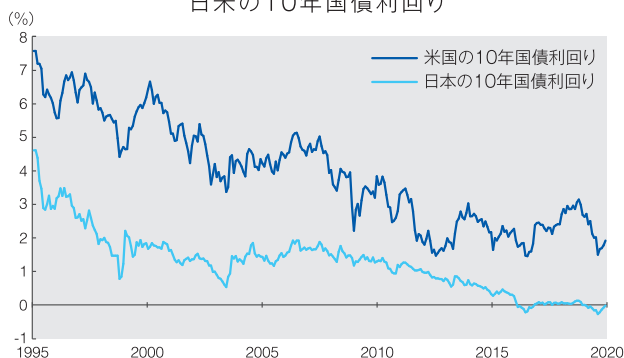
- ・ 例えば、市場の変動により資産価格が一時的に下落したとしても、その後再び上昇すれば、長期的には影響がありません。しかし、場合によっては、当初の想定よりも長期間にわたり、資産価格の下落が継続することもあります。逆に、特定の資産価格が継続的に上昇を続けた場合に、その資産を保有していなければ、収益獲得の機会を逸してしまうことになります。

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

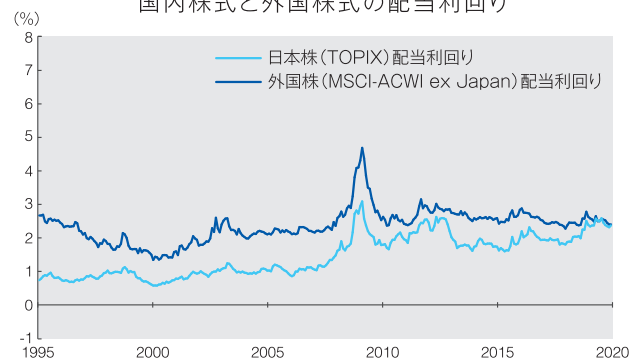
③ **長期的に高い収益が期待できる株式を適切に組み入れています。**

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

日米の10年国債利回り



国内株式と外国株式の配当利回り





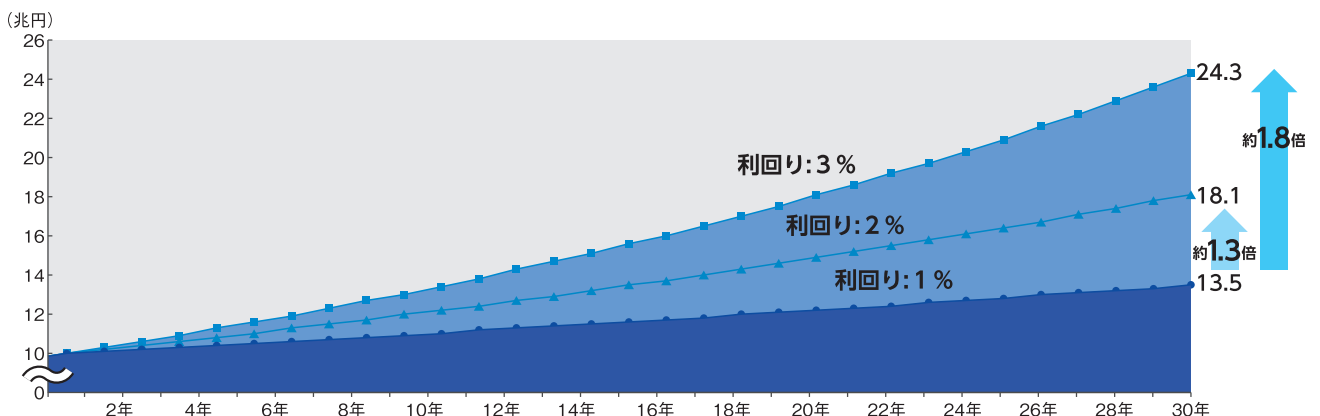
- 株式を長期保有する意味は、国内外の企業活動やその結果としての経済成長の果実を「配当」及び保有株式の「評価益」という形で取り込むことにあります。企業の経済活動から得られる利潤は「配当」として分配されるため、経済が成熟し、成長率が低下する中であっても、収益が安定的に確保されます。  
さらに、企業が成長すれば、長期的には株価が上昇し、「評価益」という形で収益を確保することができます。
- GPIFの株式運用は、インデックス(指数)に連動する形で幅広い銘柄を保有するパッシブ運用を中心としています。また、市場の非効率性に着目し、インデックスよりも高い収益率の確保を目指すアクティブ運用も一部組み合わせています。
- GPIFでは巨額の株式を保有しているため、年金積立金を取り崩す段階になれば、株価を押し下げる要因になるのではないか、と心配する御意見をお聞きすることもあります。  
しかし、先に述べたとおり、GPIFがお預かりしている年金積立金は、概ね50年程度は取り崩す必要は生じません。(ただし、運用収益の一部を年金給付に充てることはあります。)  
また、取り崩し局面が来た後も、巨額の資産を一度に取り崩すのではなく、数十年かけて少しずつ取り崩していくこととなります。その際、国内外の市場動向を慎重に見極めた上で、市場にできる限り影響を与えないよう、十分に留意します。

#### ④ 国内債券と比較して、長期的に高い収益が期待できる外国債券を適切に組み入れています。

- 外国債券は、国内債券と比較した場合に、為替変動による一時的な「ブレ」は生じるものの、長期的に見た場合、国内債券よりも高い収益が期待できます。
- 国内の国債金利は、例えば、市場運用を開始した2001年頃は、10年国債でも1.0~1.5%程度の利回りがありましたが、日本銀行のゼロ金利政策により、直近では0%近傍で推移しています。そのため、以前のような日本国債中心の運用では、収益が確保できません。
- ヨーロッパ諸国でもゼロ金利の国が増えていますが、米国では、利回りが低下している近年でも、1.0%程度の利回りとなっています。また、米国をはじめとした海外の債券市場については、社債市場の規模も大きいいため、より効果的な運用が可能です。
- 外国債券の運用に当たっては、カントリーリスクをはじめとした様々なリスクを慎重に見極めています。外国資産特有のリスクである為替リスクを心配する御意見もありますが、長期的に見ると、金利差から生じるメリットが為替リスクを上回るというのがこれまでの実績であり、今後についてもそうした状況が続くと予想されます。  
従って、各種リスクを慎重に見極めつつ、外国債券を一定程度保有することに合理性があります。

#### 【長期運用による利回り差の累積効果】

インカムゲイン等による収益率の差は、長期間の累積で見れば大きな差につながります。例えば、運用利回りを年利3%、1%と仮定して比較すると、2%の利回り差によって、30年後の運用資産額には約1.8倍の差が生まれます。



(注)元本を10兆円、運用利回りを年利3%、2%、1%とそれぞれ仮定して30年間運用を行った場合の運用資産額を表しています。

#### ⑤ その時々々の運用環境に応じて、適時適切に基本ポートフォリオの見直しを行っています。

- GPIFでは、国内債券の金利が現在よりも高かった独立行政法人化直後は、国内債券中心の運用をしていましたが、その後は、日本国債の金利低下等に伴い、内外株式や外国債券の割合を増やしています。
- 今後とも、その時々々の運用環境に応じて、適時適切に基本ポートフォリオの見直しを行っていきます。

# 2019年度の概況



## 運用実績

▶ 詳細は 15 ページから 19 ページをご覧ください。



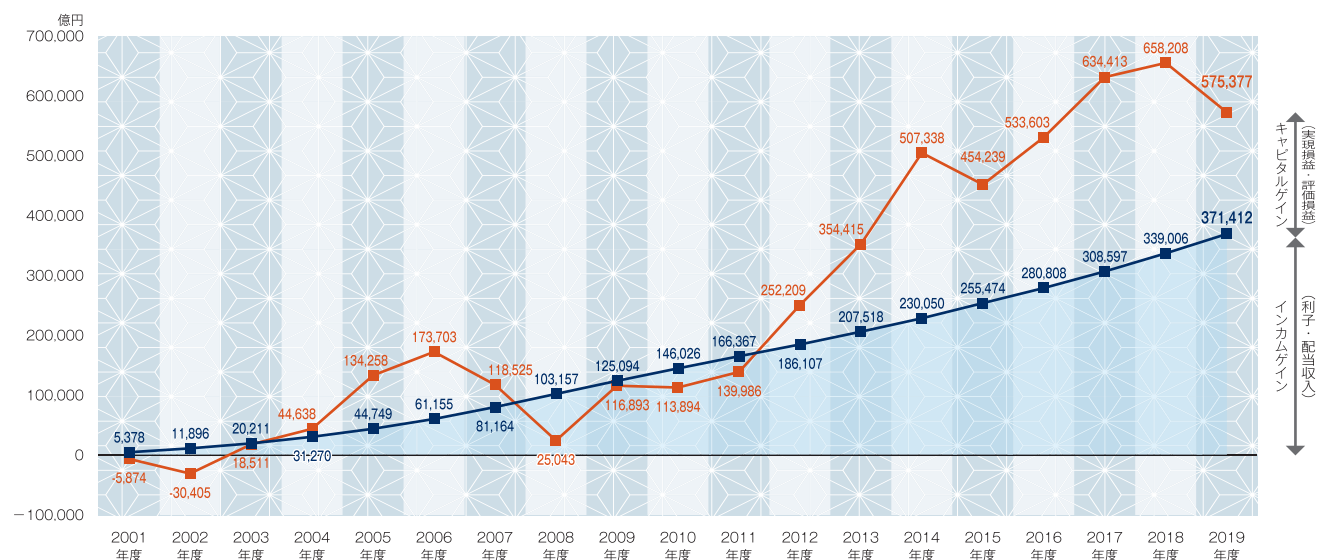
収益は2019年度末での時価による評価であるため評価損益を含んでいます。

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

GPIFの収益のうち、キャピタルゲイン(価格変動による損益(実現損益と評価損益))は市場価格の変動により短期的には評価損となることもありますが、インカムゲイン(利子・配当収入)は市場変動の影響を受けにくく、かつ、常にプラスの収益を得ることができます。

2019年度末時点では、累積収益額に占めるインカムゲインの累積額の割合は60%を超えており、市場運用開始以降、利子や配当による収入を着実に積み上げています。

### 市場運用開始後の累積収益額 [2001年度～2019年度]





## 年金財政に与える影響

▶ 詳細は20ページをご覧ください。

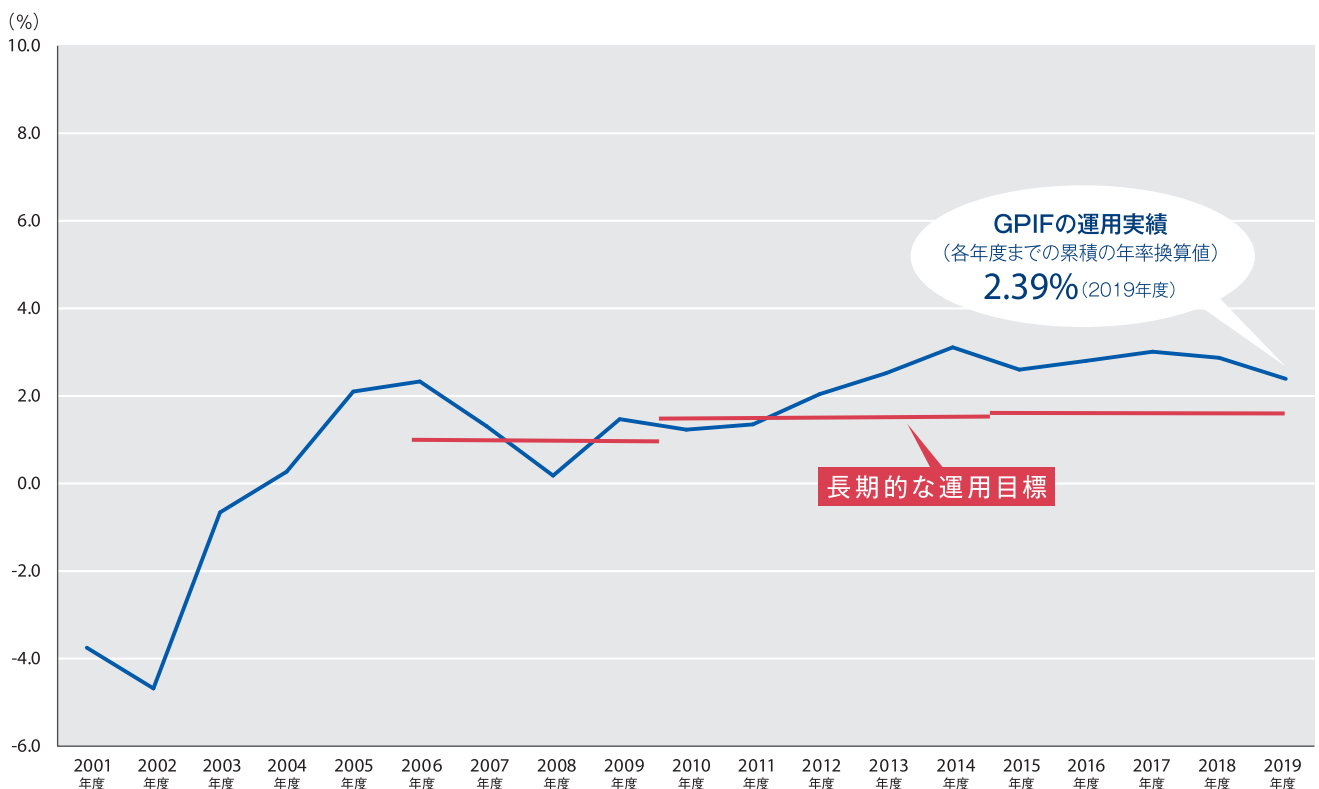


GPIFの運用目標は、厚生労働大臣が定めた中期目標において、長期的に実質的な運用利回り（運用利回りから名目賃金上昇率を差し引いたもの）1.7%を最低限のリスクで確保することとされています。（単年度ごとに1.7%を達成するよう求められていないことに留意が必要です。）

※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、年金財政にプラス寄与するという意味において実質的な収益となります。このため、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」を基準に評価することになります。

▶ 年金財政における積立金の役割については、87・88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



(注1) 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2) 長期的な運用目標は、2006年度から2009年度までは名目賃金上昇率+1.1%、2010年度から2014年度までは名目賃金上昇率+1.6%、2015年度以降は名目賃金上昇率+1.7%です。

(注3) 2001年度から各年度時点までの累積利回りをを用いて幾何平均により算出しています(年率換算値)。



## 主要な取組の概要

### 基本ポートフォリオの見直し

年金積立金の運用は、将来にわたって年金財政の安定に資するよう、年金財政上必要な利回りを最低限のリスクで確保することが必要です。5年に一度実施される財政検証の結果を踏まえ、長期的な観点から基本ポートフォリオの見直しを行い、年金財政上必要な利回りを満たしつつ、リスクが最も小さいポートフォリオを選定しました。

### ユニバーサル・オーナーかつ超長期投資家としての活動

「ユニバーサル・オーナー」かつ「超長期投資家」であるGPIFにとって、負の外部性を最小化し、市場全体が持続的かつ安定的に成長することは不可欠です。そのため、スチュワードシップ活動やESG（環境・社会・ガバナンス）を考慮した取組を積極的に進めています。

### 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ことにより、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。

▶ 詳細は59ページから64ページをご覧ください。

- 国内金利の低下をはじめとした市場環境の変化等を踏まえた資産構成割合の見直し
- 株式リスク管理強化のため、乖離許容幅を複層化
- 為替ヘッジ付き外国債券及び短期資産の区分変更

▶ 詳細は65ページから78ページをご覧ください。

#### 【ステewardシップ責任を果たす取組の推進】

- ステewardシップ活動原則・議決権行使原則の改定
- 国際的なイニシアティブへの参加
- アセットオーナーによる共同声明
- 運用受託機関のステewardシップ活動に関する企業向けアンケートの実施

#### 【ESGを考慮した取組の推進】

- インデックス・ポステイングの導入
- 「ESG活動報告」の発行
- 債券投資におけるESGインテグレーション

▶ 詳細は46ページから58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

2019年度は新たにプライベート・エクイティ分野の運用受託機関を選定しました。これにより、オルタナティブ資産3資産全てでマルチ・マネジャー戦略の運用を行うこととなりました。

- リスク管理体制の強化

オルタナティブ投資の本格化に伴い、これまでに整備・強化を進めてきた管理体制に加え、2019年度はパフォーマンス管理指標や投資額に基づく定量モニタリングの強化等を実施しました。今後は、より網羅的かつきめ細やかなリスク管理を行っていきます。

# 第1部 2019年度の管理及び運用状況

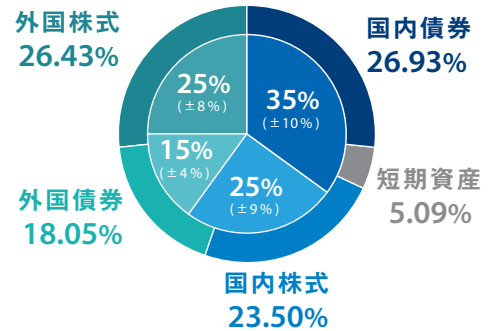
## 1 | 市場環境と資産構成割合 [詳細は31ページから41ページをご覧ください。]

### 第1四半期 [4月～6月]

米国連邦準備制度理事会 (FRB) が金融緩和姿勢を示したことなどから、米国・欧州市場において、金利は大幅に低下し、株価は上昇しました。一方で、為替は内外金利差の縮小が見られるなか、対ドル・対ユーロで共に円高が進行し、為替はマイナス寄与となりました。

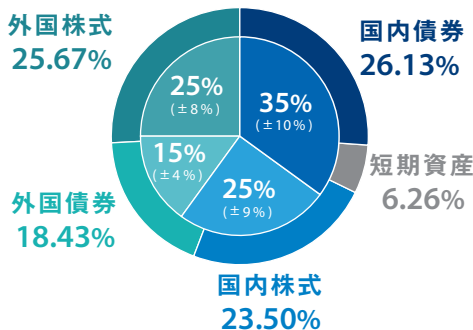
期末の資産構成割合  
(年金積立金全体)

内側：基本ポートフォリオ  
(カッコ内は乖離許容幅)  
外側：6月末時点



期末の資産構成割合  
(年金積立金全体)

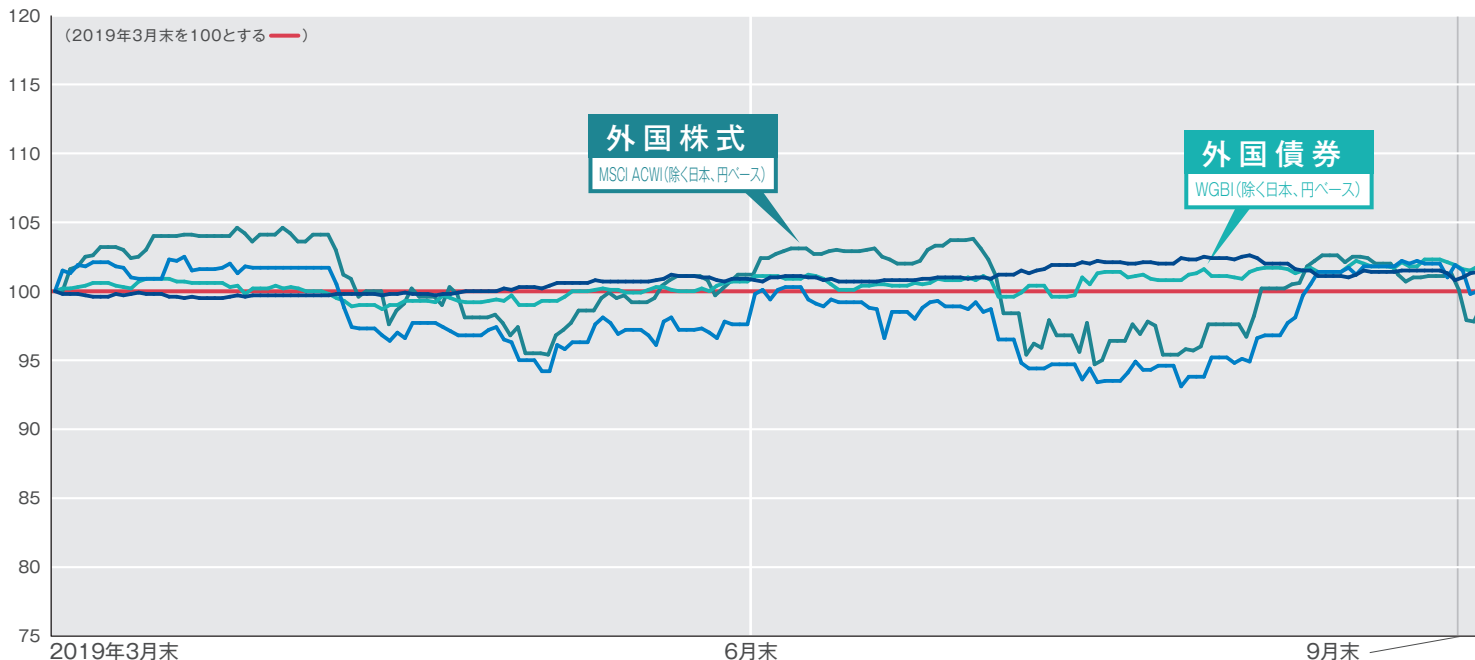
内側：基本ポートフォリオ  
(カッコ内は乖離許容幅)  
外側：9月末時点



### 第2四半期 [7月～9月]

世界経済減速懸念への対応として、米国連邦準備制度理事会 (FRB) や欧州中央銀行 (ECB) が政策金利の引き下げなどの金融緩和を行ったことなどから、世界的に金利は低下し、株価は上昇しました。一方で、為替は対ドルでは概ね横ばいとなりましたが、対ユーロでは円高が進行し、為替はマイナス寄与となりました。

今年度の市場インデックスの動き (2019年3月末～2020年3月末)

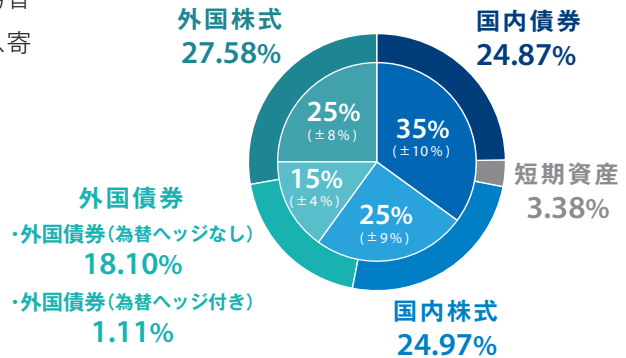


### 第3四半期 [10月～12月]

米中貿易協議の進展等から、国内外の株式市場は大幅な上昇となりました。また、世界的に金利は上昇、為替は対ドル・対ユーロで共に円安が進行し、為替はプラス寄与となりました。

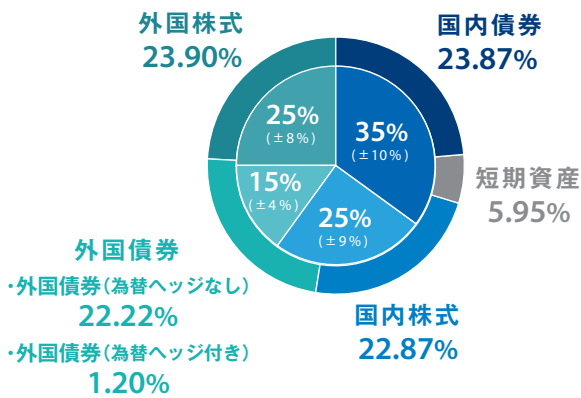
#### 期末の資産構成割合 (年金積立金全体)

内側：基本ポートフォリオ  
(カッコ内は乖離許容幅)  
外側：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

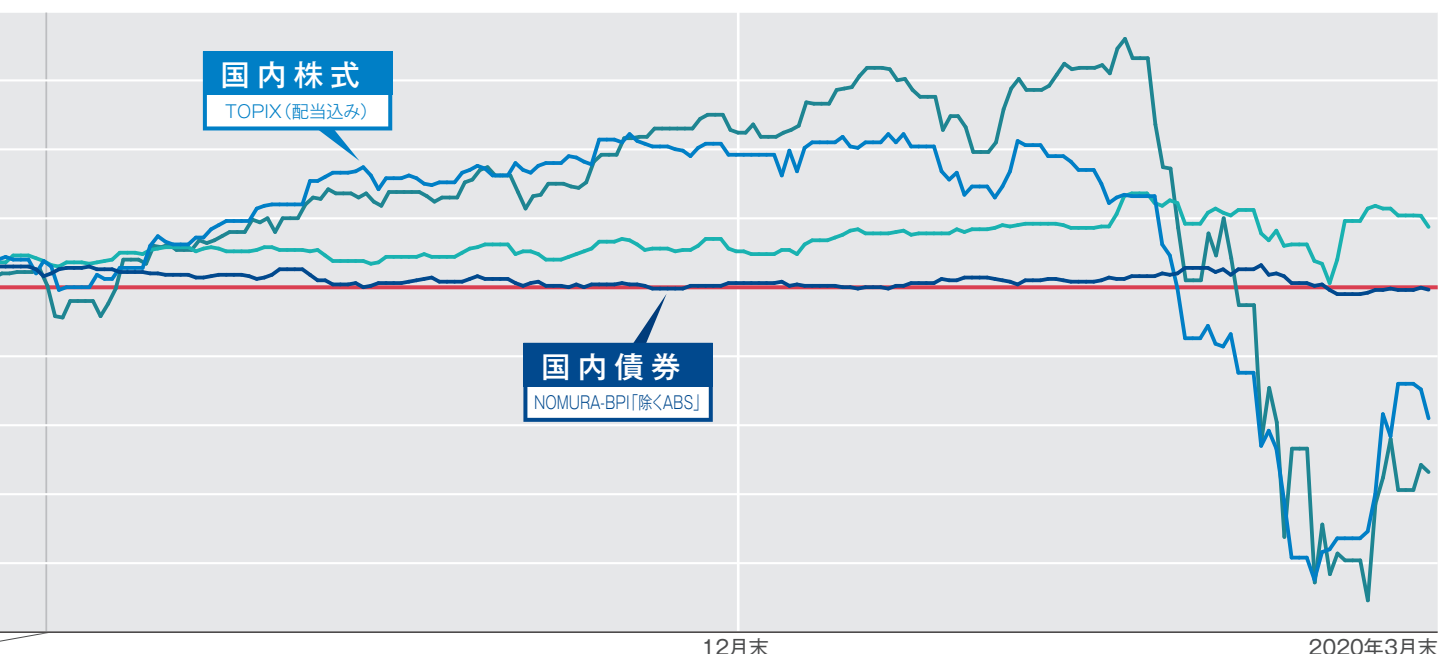


### 第4四半期 [1月～3月]

新型コロナウイルスの世界的な感染拡大を受け、世界経済と企業収益の先行きに対する懸念から投資家のリスク回避姿勢が高まり、国内外の株式市場は大幅に下落しました。一方で、米国連邦準備制度理事会 (FRB) が政策金利の引き下げや、大規模な量的緩和を決定したことなどから、米国・欧州市場における金利は大幅に低下しました。為替は、投資家のリスク回避姿勢が高まるなか不安定な動きとなり、対ドル・対ユーロで共に円高が進行し、為替はマイナ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

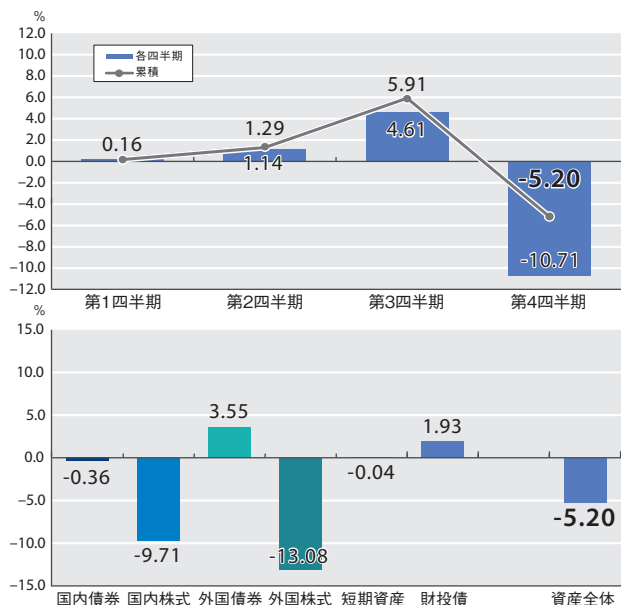
2019年度の収益率は、

# -5.20%

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	0.16	1.14	4.61	-10.71	-5.20	
市場運用分	国内債券	0.81	0.31	-0.96	-0.51	-0.36
	国内株式	-2.31	3.34	8.58	-17.63	-9.71
	外国債券	0.94	1.21	0.86	0.50	3.55
	外国株式	1.29	0.11	9.73	-21.88	-13.08
	短期資産	-0.05	0.01	0.01	-0.01	-0.04
	財投債	0.48	0.48	0.49	0.49	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

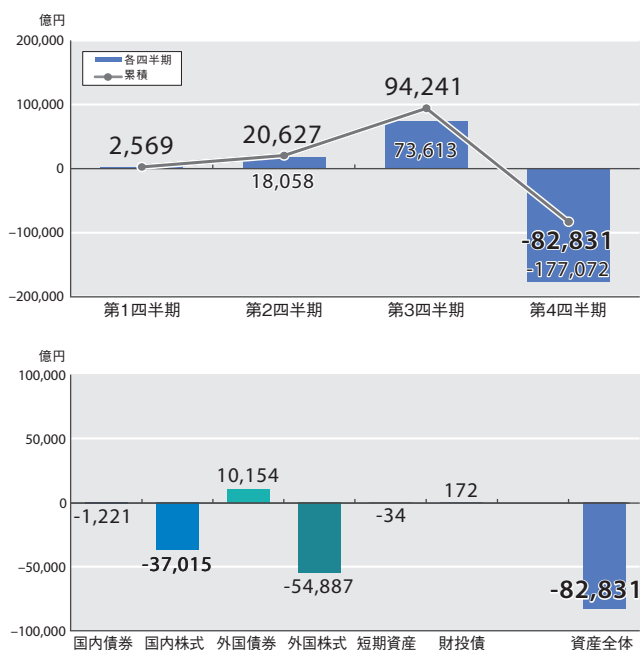
2019年度の収益額は、

# -8兆2,831億円

となりました。

(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	2,569 (2,427)	18,058 (17,057)	73,613 (69,527)	-177,072 (-167,292)	-82,831 (-78,256)	
市場運用分	国内債券	3,393 (3,206)	1,318 (1,245)	-4,087 (-3,860)	-1,845 (-1,743)	-1,221 (-1,153)
	国内株式	-8,926 (-8,433)	12,616 (11,917)	33,480 (31,621)	-74,185 (-70,088)	-37,015 (-34,971)
	外国債券	2,686 (2,538)	3,614 (3,414)	2,701 (2,551)	1,153 (1,089)	10,154 (9,593)
	外国株式	5,413 (5,114)	461 (435)	41,470 (39,168)	-102,231 (-96,584)	-54,887 (-51,856)
	短期資産	-39 (-37)	6 (6)	7 (6)	-7 (-7)	-34 (-32)
	財投債	43 (41)	43 (41)	43 (41)	43 (41)	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2019年度までの累積収益額は、

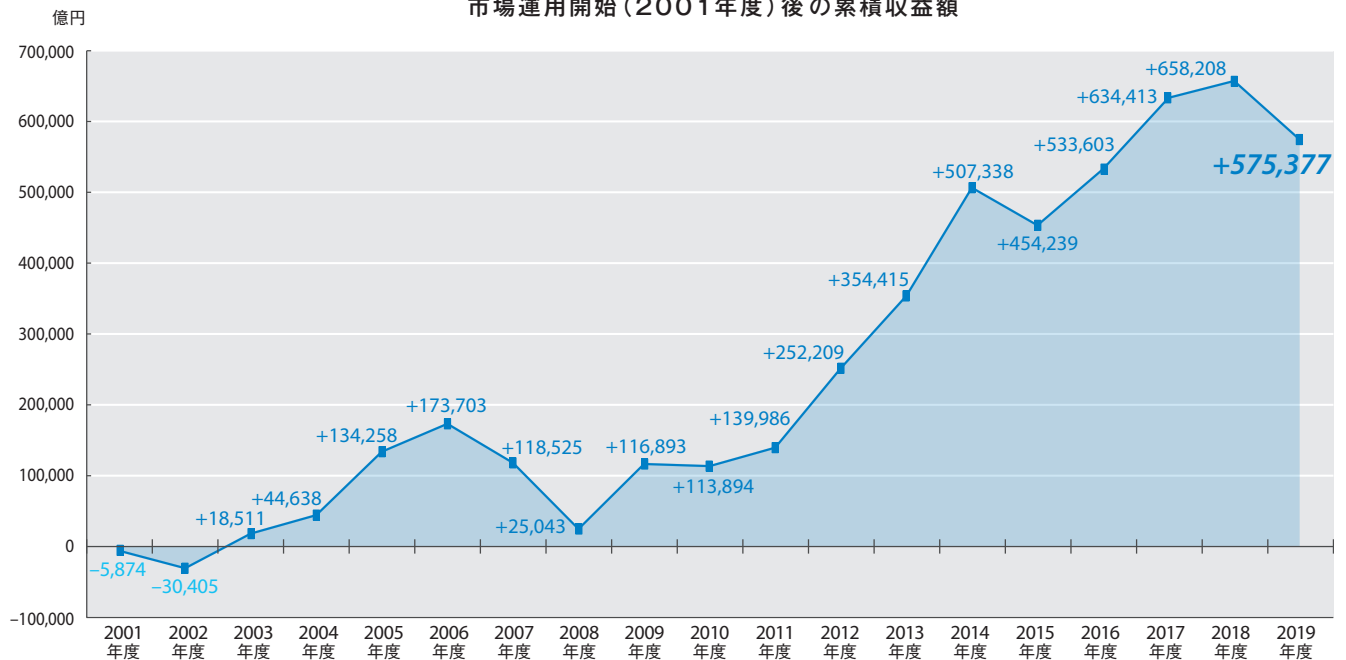
**+57兆5,377億円** となり、

2019年度末のGPIFの運用資産額は

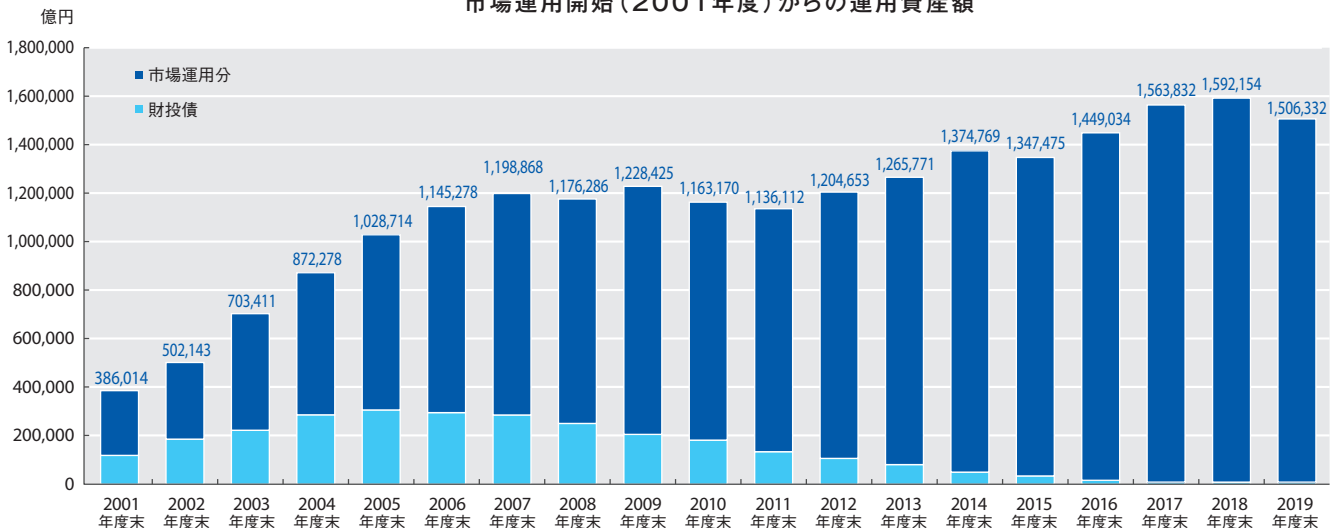
**150兆6,332億円**  
(142兆3,133億円(注)) となっています。

(注) 厚生年金分の値です。寄託金の元本に応じて按分しています。

市場運用開始(2001年度)後の累積収益額



市場運用開始(2001年度)からの運用資産額



(注) 財投債については、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が、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。市場運用開始直後の時点では、インカムゲインに占める国内債券の割合は60~70%でしたが、近年では、国内債券の割合は20%を下回る一方で、内外株式の割合は60%程度となっています。これは、近年、①国内債券の利回りが著しく低下し、株式の配当利回りを大きく下回っているほか、②2014年度以降、基本ポートフォリオの構成上、債券の割合を低め、株式の割合を高めたことによるものです。

なお、2019年度のインカムゲインは

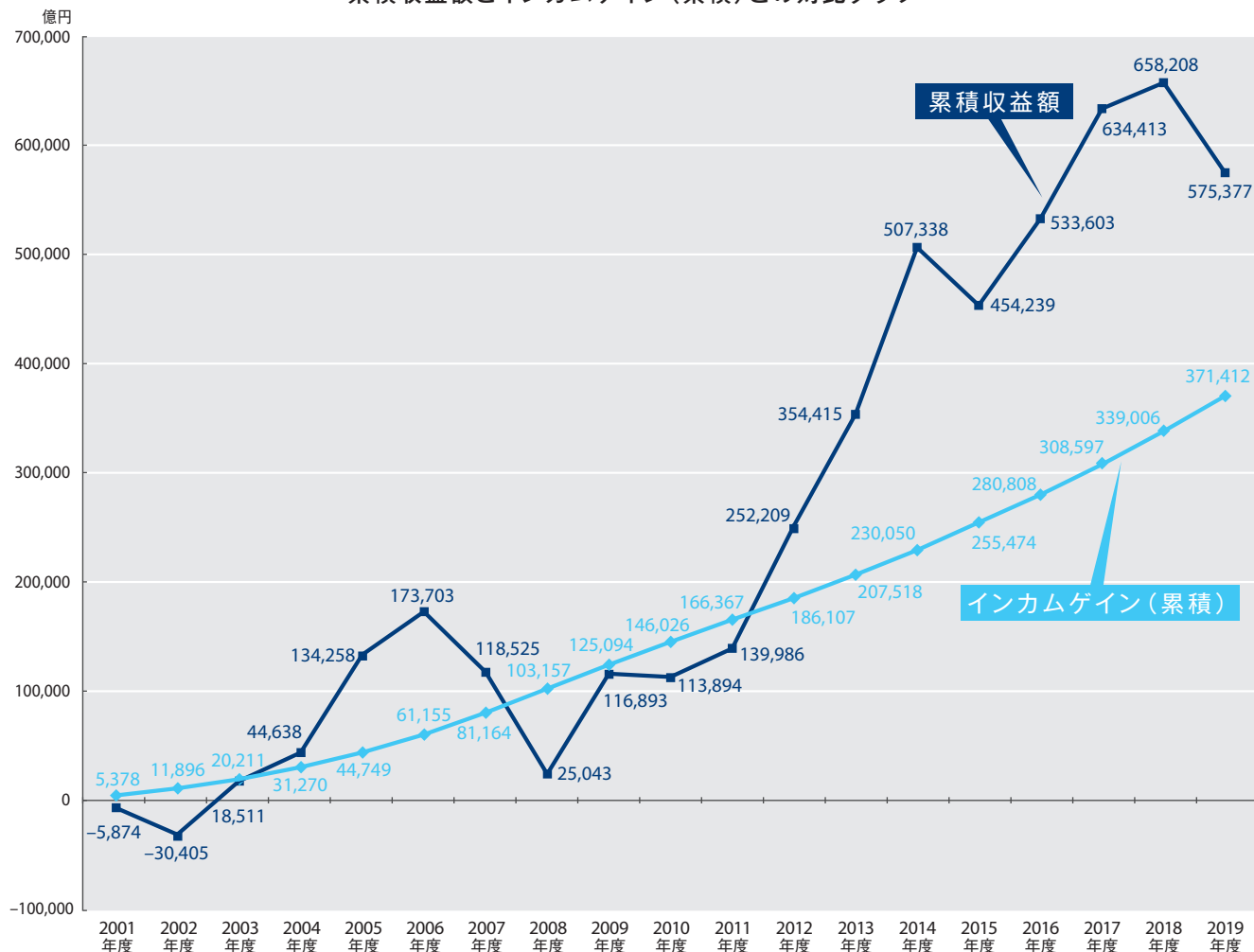
**3兆2,406億円(収益率は+2.16%)**で、

市場運用を開始した2001年度以降の19年間の累積額は

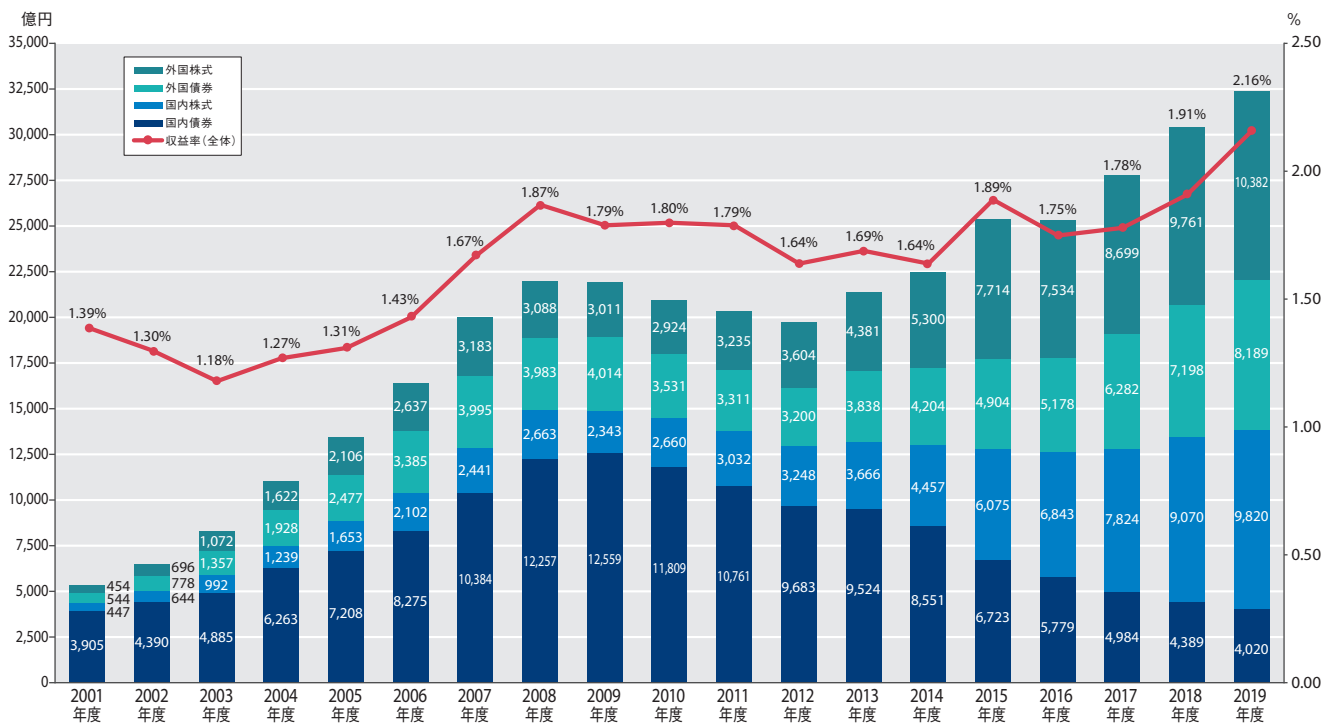
**37兆1,412億円(収益率は+1.64% [年率])**

となっており、累積収益額に占めるインカムゲインの累積額の割合は60%を超えています。

累積収益額とインカムゲイン(累積)との対比グラフ



インカムゲインの推移



収益額・収益率(インカムゲイン)

(単位: 億円)

	累積収益額(通期)	2001年度	2002年度	2003年度	2004年度	2005年度	2006年度	2007年度	2008年度	2009年度
国内債券	146,349 (1.27%)	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	71,220 (1.64%)	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	72,296 (3.18%)	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	81,401 (2.23%)	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	371,412 (1.64%)	5,378 (1.39%)	6,518 (1.30%)	8,314 (1.18%)	11,060 (1.27%)	13,479 (1.31%)	16,407 (1.43%)	20,008 (1.67%)	21,994 (1.87%)	21,937 (1.79%)

	2010年度	2011年度	2012年度	2013年度	2014年度	2015年度	2016年度	2017年度	2018年度	2019年度
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%)	4,020 (1.11%)
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%)	9,820 (2.76%)
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%)	8,189 (2.25%)
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%)	10,382 (2.79%)
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%)	32,406 (2.16%)

(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) 国内債券は財投債(2001年度のみ転換社債も含まれます。)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。

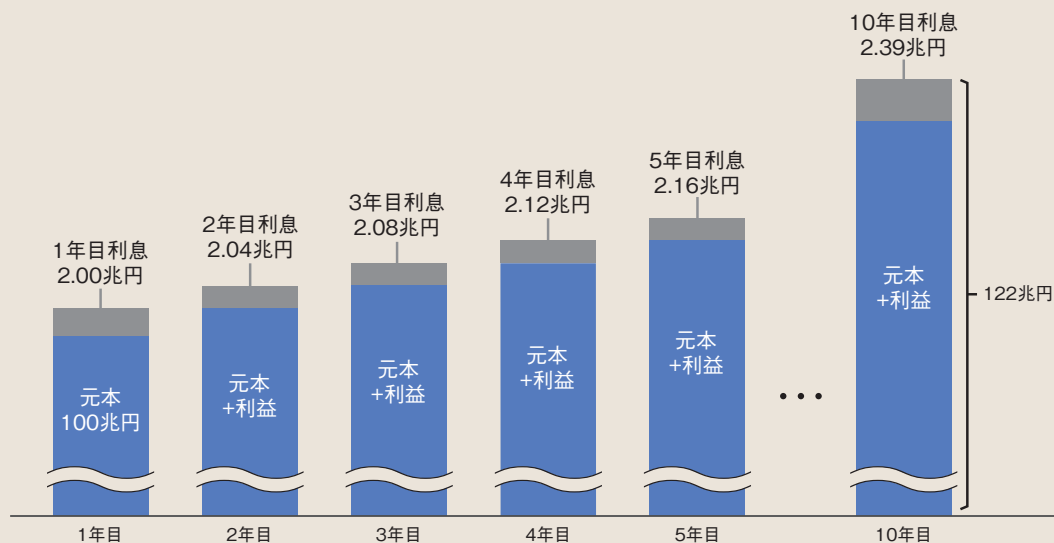
(注3) 通期の収益率は、各年度の収益率を用いて幾何平均により算出しています(年率換算値)。

### (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 長期的な運用目標との比較

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<sup>(注)</sup>」は、

市場運用を開始した2001年度  
以降の19年間の平均で

**2.39%**

GPIFが設立された2006年度  
以降の14年間の平均で

**2.49%**

2015年度以降の長期的な運用目標

名目賃金上昇率 **+1.7%**

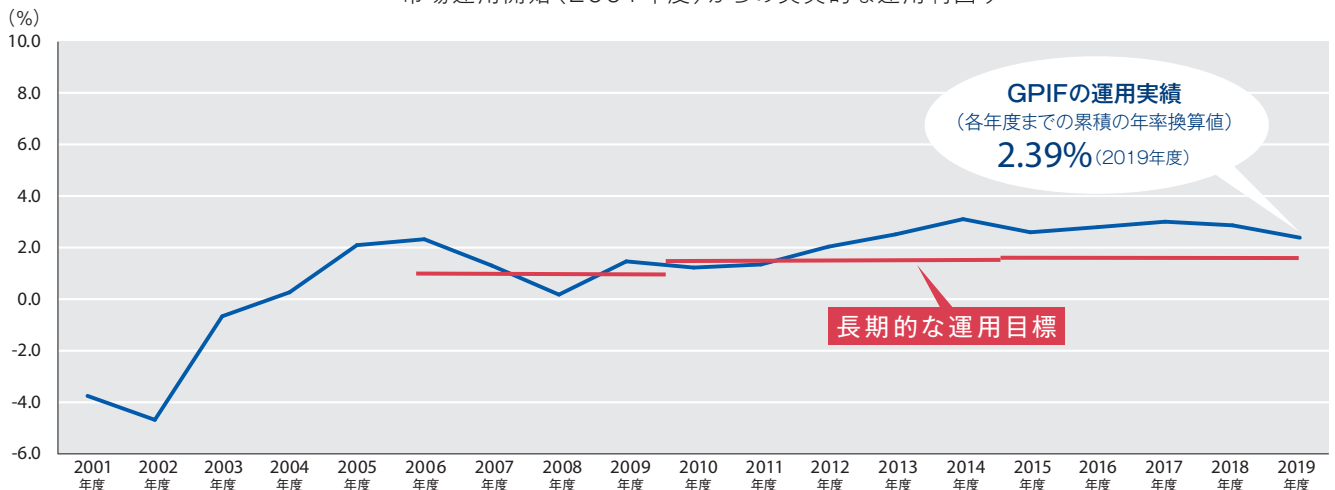
となり、長期的な運用目標を上回っています。

年金財政における積立金の役割については、87・88ページをご覧ください。

(注) 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。

GPIFにおける長期的な運用目標は、2006年度から2009年度までは名目賃金上昇率+1.1%、2010年度から2014年度までは名目賃金上昇率+1.6%、2015年度以降は名目賃金上昇率+1.7%です。なお、これらの目標は、あくまで長期的な運用目標として与えられているものであり、単年度ごと、あるいは、一定の期間(中期計画の5年間など)の目標達成が求められているわけではない点に留意が必要です。

市場運用開始(2001年度)からの実質的な運用利回り



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

(注2) 長期的な運用目標は、2006年度から2009年度までは名目賃金上昇率+1.1%、2010年度から2014年度までは名目賃金上昇率+1.6%、2015年度以降は名目賃金上昇率+1.7%です。

(注3) 2001年度から各年度時点までの累積利回りをを用いて幾何平均により算出しています(年率換算値)。

### 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	2019年度	直近14年間(年率)	19年間(年率)
名目運用利回り(借入金利 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	-5.22	2.48	2.27
名目賃金上昇率	-0.27	-1.15	-0.27	-0.20	-0.17	0.01	-0.07	-0.26	-4.06	0.68	-0.21	0.21	0.13	0.99	0.50	0.03	0.41	0.95	0.70	-0.01	-0.11
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	-5.88	2.49	2.39

(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。

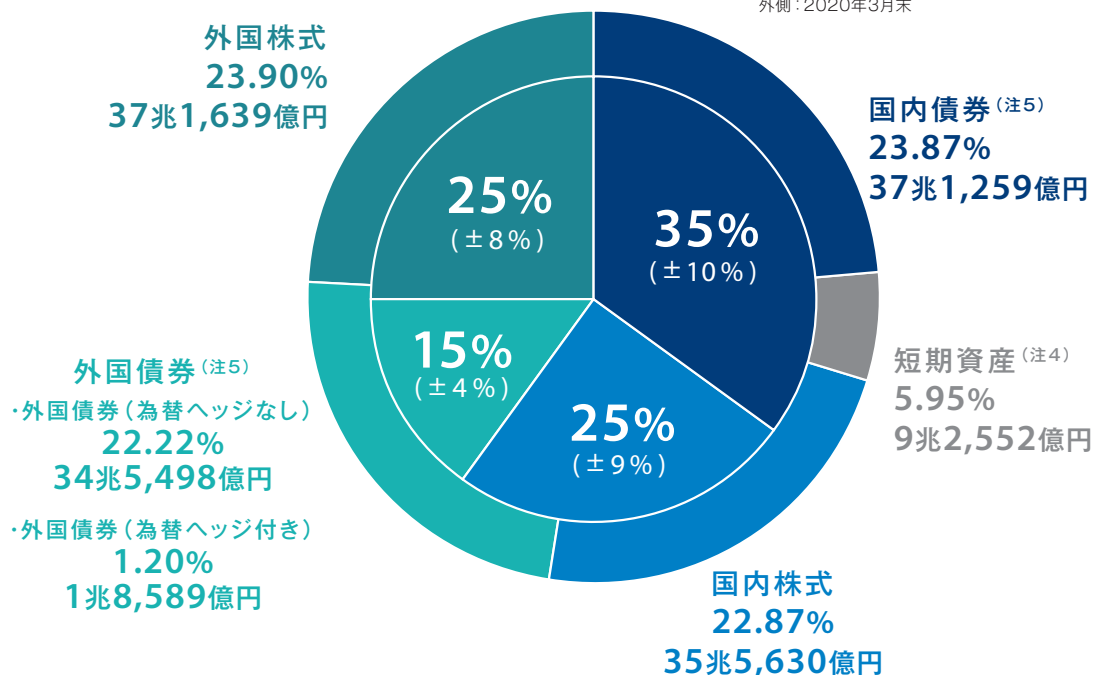
(注2) GPIFの運用実績に記載している名目賃金上昇率は、2018年度までは厚生労働省「平成30年度年金積立金の運用状況について(年金積立金管理運用独立行政法人法第28条に基づく公表資料)」を前提とし、2019年度は厚生労働省より入手(速報値)しています。なお、ここで使用している名目賃金上昇率は、第1号厚生年金被保険者に係る名目賃金上昇率です。

(注3) 実質的な運用利回りは{(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4) 名目運用利回り及び名目賃金上昇率の直近14年間(年率)及び19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：2020年3月末



	資産額(億円)	構成割合(年金積立金全体)
国内債券	371,259	23.87%
市場運用	362,297	23.30%
財投債 (簿価)	8,962	0.58%
財投債 (時価)	(9,371)	-
国内株式	355,630	22.87%
外国債券		
為替ヘッジなし	345,498	22.22%
為替ヘッジ付き	18,589	1.20%
外国株式	371,639	23.90%
短期資産	92,552	5.95%
合計	1,555,168	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、2019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。2019年度末時点の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、2019年度末時点では、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) 2019年度末時点では、為替ヘッジ付き外国債券については、近時の市場環境下では国内債券の代替として有効な資産となっていることを踏まえ、そのリスク・リターン特性が国内債券に近いことを考慮して、乖離許容幅管理上、外国債券の資産構成割合から控除し、国内債券の資産構成割合に算入することとしています。ただし、資産区分上の位置付けや資産クラス別の収益率等においては、為替ヘッジ付き外国債券は引き続き外国債券として取扱うこととしています。

(注6) 2019年度末時点では、外国債券の構成割合が乖離許容幅を超過していますが、基本ポートフォリオの移行期であり、経営委員会で適切に判断しながら運営しています。

(注7) オルタナティブ資産の年金積立金全体に占める割合は0.61%(基本ポートフォリオでは上限5%)です。

(注8) 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9) 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	-59,319	+6,095	+75,797	+7,570

(注) 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。

## ⑧ 複合ベンチマーク収益率との乖離の要因分析

2019年度の運用資産全体の収益率は、複合ベンチマーク収益率(各資産のベンチマーク収益率を基本ポートフォリオの割合で加重平均したもの)を、0.25%下回りました。これは主に、複合ベンチマーク収益率(-4.94%)よりもベンチマーク収益率の高かった国内債券(-0.43%)が、基本ポートフォリオに対してアンダーウェイトとなったこと等によるものです。この間、最も収益率の高かった外国債券はかなりのプラス寄与となっています。

2019年度の

運用資産全体の収益率は **-5.20%** 複合ベンチマーク収益率(注1)は **-4.94%** 超過収益率は **-0.25%** となり、

GPIFが設立された2006年度以降の14年間の平均で、  
運用資産全体の収益率は **2.49%** 複合ベンチマーク収益率は **2.53%** 超過収益率は **-0.05%** となりました。

2019年度の資産配分要因において、特に第4四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-0.20%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-0.05%となりました。

## 2019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	-5.20	-4.94	-0.25	-0.20	-0.05	-0.00	-0.25
国内債券	-0.31	-0.43	+0.13	-0.69	+0.04	-0.01	-0.66
国内株式	-9.71	-9.50	-0.20	-0.03	-0.05	+0.00	-0.08
外国債券	+3.55	+4.37	-0.82	+0.69	-0.12	-0.08	+0.49
外国株式	-13.08	-13.40	+0.32	-0.23	+0.08	+0.01	-0.14
短期資産	-0.04	-0.04	0.00	+0.07	0.00	0.00	+0.07

(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~2019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年度~2019年度	2.49	2.53	-0.05	-0.04	+0.01	-0.01	-0.05
2006年度	4.56	4.64	-0.08	-0.06	-0.00	-0.02	-0.08
2007年度	-6.10	-6.23	+0.13	+0.17	-0.02	-0.02	+0.13
2008年度	-7.57	-8.45	+0.88	+0.90	-0.12	+0.11	+0.88
2009年度	7.91	8.54	-0.63	-0.70	+0.08	-0.01	-0.63
2010年度	-0.25	-0.02	-0.23	-0.26	+0.12	-0.09	-0.23
2011年度	2.32	2.59	-0.27	-0.19	-0.01	-0.07	-0.27
2012年度	10.23	9.00	+1.24	+1.40	+0.03	-0.19	+1.24
2013年度	8.64	7.74	+0.90	+0.92	-0.06	+0.04	+0.90
2014年度 10月30日まで	3.97	3.50	+0.46	+0.47	-0.03	+0.02	+0.46
2014年度 10月31日以降	8.19	9.98	-1.78	-1.99	+0.01	+0.19	-1.78
2015年度	-3.81	-3.81	+0.00	+0.21	-0.15	-0.06	+0.00
2016年度	5.86	6.22	-0.37	-0.66	+0.33	-0.04	-0.37
2017年度	6.90	7.26	-0.37	-0.36	+0.00	-0.01	-0.37
2018年度	1.52	1.92	-0.40	-0.38	+0.02	-0.04	-0.40
2019年度	-5.20	-4.94	-0.25	-0.20	-0.05	-0.00	-0.25

(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

2019年度の管理運用委託手数料額は、

**319億円**

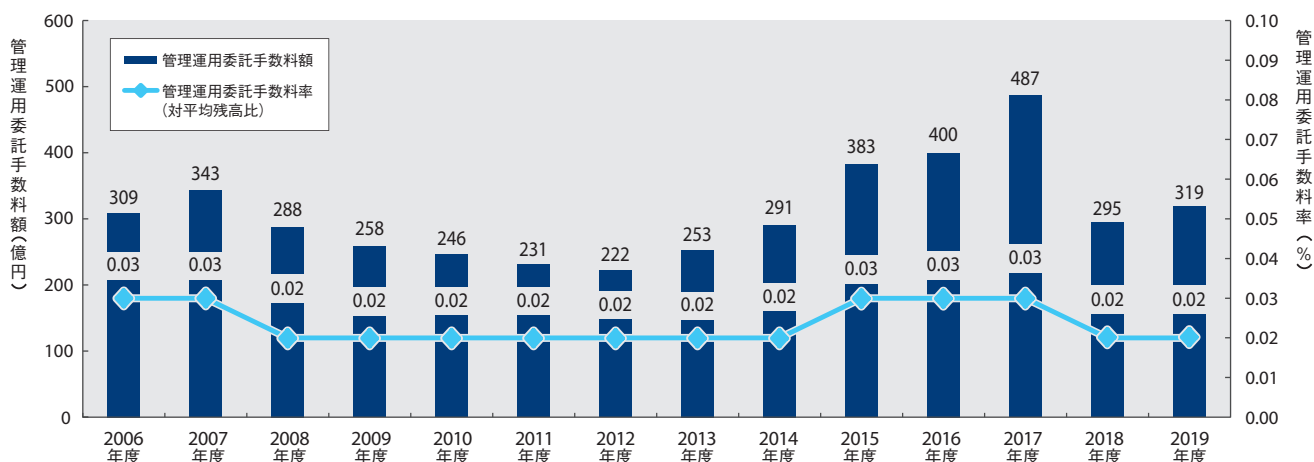
運用資産額に対する管理運用委託手数料率は、

**0.02%** となりました。

手数料額は、運用残高が増加したことや、外国株式を中心に目標超過収益率を上回るアクティブ運用機関があったことから、前年度比25億円の増加となりました。

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

## 管理運用委託手数料の推移



(注1) 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	2019年度
合計	309	343	288	258	246	231	222	253	291	383	400	487	295	319
国内債券	85	102	100	71	67	64	47	36	38	38	39	40	16	20
国内株式	98	96	70	66	65	62	59	78	57	83	88	106	75	65
外国債券	49	63	61	60	56	52	57	68	85	91	125	172	92	71
外国株式	77	82	56	61	58	53	60	72	112	170	149	169	107	155
オルタナティブ	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	0	0	3	7

(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	2019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	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	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	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	0.02
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	0.04
オルタナティブ	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	0.14	0.23	0.14
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	161.4

(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。



## (コラム) 第3期中期計画期間(2015年度~2019年度)中の運用状況

GPIFは、概ね100年先を見据えた年金財政計画に基づき、年金財政上求められる運用利回りを長期的に確保できるよう、長期的な観点から安全かつ効率的に運用を行っています。

そのため、短期間の運用実績で評価することは必ずしも適当ではありませんが、一つの節目となる第3期中期計画期間中の運用実績をまとめると、5年通期の累積収益額は6兆8,039億円となりました。

各年度の市場環境を振り返ると、2015年度は、8月の中国人民銀行による人民元切り下げ以降、不安定な状況が続いたこと等から、収益額は-5.3兆円となりました。

一方で、2016年度から2018年度までの3年間は、株式市場の一時的な変動はあったものの、総じて良好な経済環境や堅調な企業業績等に起因して、内外株式を中心に概ね堅調に推移した結果、この3年間の累積収益額は20兆円を上回る水準となりました。この間、GPIFのガバナンス改革の柱ともいべき経営委員会が発足するなど、GPIFの組織体制にも大きな変更がありました。

2019年度に入ると、2019年内は内外株式が堅調に推移したものの、2020年に入ると、新型コロナウイルスの世界的な感染拡大を受け、内外株式が大幅に下落したこと等から、収益額は-8.3兆円となりました。

このように、概ね100年先を見据えた年金財政計画と比較した場合には「短期」ともいべき5年間の収益額を見ると、その時々々の市場動向によって大きく上下しますが、市場運用を開始した2001年度以降の累積収益額が約57.5兆円となっているように、数十年という「長期」の視点で考えると、「資産、地域、時間等を分散して投資し、長い投資期間を活かして、安定的・効率的に収益を獲得する」という長期国際分散投資の効果がより発現するといえるでしょう。

また、ベンチマーク収益率との比較でいうと、年度や資産によってプラスマイナスはありますが、5年間を通じた運用結果では、国内株式では対ベンチマーク収益率でマイナス(-0.06%)となったものの、国内債券・外国債券・外国株式ではプラス(国内債券:+0.01%、外国債券:+0.13%、外国株式:+0.08%)となっています。なお、厚生労働大臣が定める中期目標では「目標」とは位置付けられていないものの、5年間を通じた運用資産全体の収益率とベンチマーク収益率とを比較すると、国内債券の時価構成割合がベンチマークに比べて低めになっていたこと等から、マイナス(-0.27%)となりました。

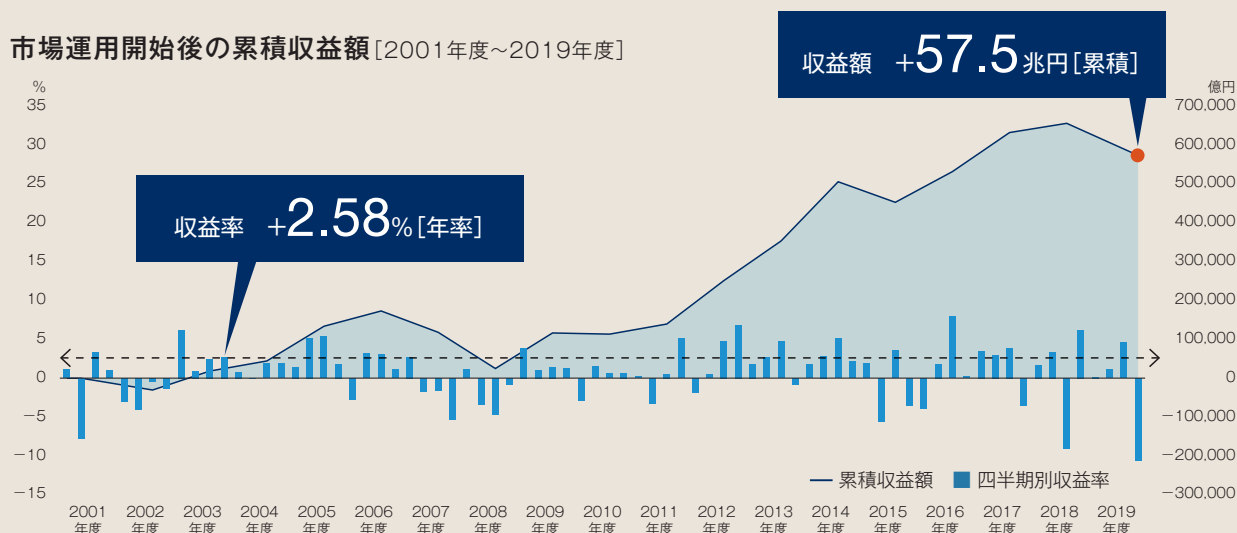
### 第3期中期計画期間中の収益額 [2015年度~2019年度]

(単位:億円)

2015年度	2016年度	2017年度	2018年度	2019年度	第3期中期計画 期間合計
-53,098	79,363	100,810	23,795	-82,831	68,039

(注)収益額は、運用手数料等控除前です。

### 市場運用開始後の累積収益額 [2001年度~2019年度]



## [2] 国庫納付・寄託金の増減等

### ① 国庫納付

2019年度は年金特別会計に対し、

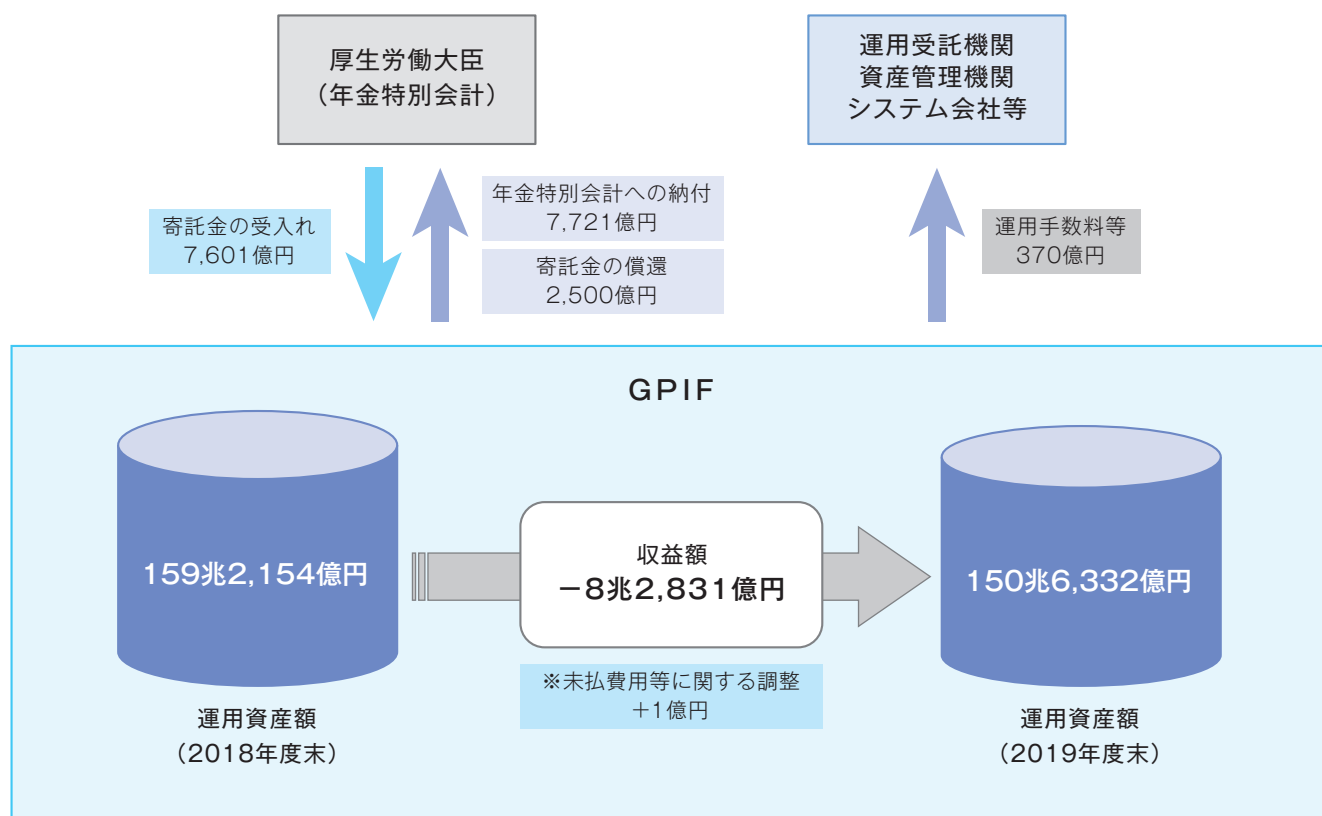
国庫納付 **7,721億円** を行いました。

その結果、市場運用を開始した2001年度以降の19年間の累積国庫納付額は、

**15兆2,479億円** 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



$$\begin{array}{cccccccc}
 \text{2018年度末} & & & & & & & & \text{2019年度末} \\
 \text{運用資産額} & \text{寄託金の受入れ} & \text{収益額} & \text{年金特別会計への} & \text{寄託金の償還} & \text{運用手数料等} & \text{未払費用等に} & \text{運用資産額} \\
 & & & \text{納付} & & & \text{に関する調整} & \\
 159兆2,154億円 & +7,601億円 & -8兆2,831億円 & -7,721億円 & -2,500億円 & -370億円 & +1億円 & = 150兆6,332億円
 \end{array}$$

(注1) 寄託金とは、厚生年金保険及び国民年金の保険料のうち年金給付に充てられなかったもので、厚生労働大臣から年金特別会計を通じてGPIFに運用を委託された資金です。GPIFは、2019年度に寄託金として7,601億円を受け入れ、2,500億円を償還しました。また、GPIFは年金給付の原資として、運用収益の一部を年金特別会計に納付しています(国庫納付)。

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

(注3) 四捨五入のため、各項目の合算は運用資産額と必ずしも一致しません。

## 3 | 運用リスク管理に関する基本的考え方等

### [1] 基本的考え方

年金積立金の運用は、専ら被保険者の利益のために長期的な観点から安全かつ効率的に行うことにより、将来にわたって年金事業の運営の安定に資することを目的として行われます。また、厚生労働大臣により定められた「中期目標」においては、「長期的に年金積立金の実質的な運用利回り(年金積立金の運用利回りから名目賃金上昇率を差し引いたもの)1.7%を最低限のリスクで確保すること」が要請されています。

昨今の市場・経済環境は不安定かつ不確実性が高い状況ですが、GPIFで重視しているリスクは、「市場の一時的な変動による短期的なリスク」のことでなく、「年金財政上必要とされている長期的な収益が得られないリスク」のことであります。

長期的な運用においては、短期的な市場の動向により資産構成割合を変更するよりも、基本となる資産構成割合(基本ポートフォリオ)を決めて長期間維持していく方が、効率的で良い結果をもたらすことが知られています。2019年度は、5年に一度の年金財政検証結果を踏まえ、長期的な観点から基本ポートフォリオの見直しを行いました。長期の運用実績の大半は基本ポートフォリオによって決まるとされていることから見ても、基本ポート

フォリオが運用リスク管理の根幹であると考えています。

そして、この基本ポートフォリオを適切に管理するとともに、複数の資産への分散投資、資産全体・各資産クラス・各運用受託機関等のそれぞれの段階でのリスク管理を行いつつ、資産全体及び各資産ごとのベンチマーク収益率を確保できるよう、様々な指標を複眼的にモニタリングし、一定の対応が必要と認められる場合には、あらかじめ定められたルールに基づき、適切な措置を講じています。

(注)基本ポートフォリオの見直しの詳細については、59ページから64ページをご覧ください。

このような運用リスク管理の基本的考え方は、経営委員会で制定した「運用リスク管理規程」に「基本方針」という形で明文化されています。この基本方針を踏まえ、市場リスク、流動性リスク、信用リスク、カントリーリスクを適切に管理するとともに、国内外のマクロ経済動向や地政学リスク、トラッキングエラー、VaRやストレステスト等の各種リスク指標を適時把握し、投資委員会や運用リスク管理委員会で議論し、経営委員会にも定期的に報告するなど、長期的なリスク・リターンを勘案した適切な措置を講じています。

#### <運用リスク管理の「基本方針」>

- (1) 年金財政上必要とされる運用利回りを最低限のリスクで確保するよう、基本ポートフォリオを定め、これを適切に管理する。
- (2) リターン・リスク等の特性が異なる複数の資産に分散投資することをリスク管理の基本とする。
- (3) 資産全体、各資産クラス、各運用受託機関等のそれぞれの段階でリスク管理を行うとともに、資産全体及び各資産ごとのベンチマーク収益率を確保する。
- (4) 経済環境や市場環境の変化が激しい昨今の傾向を踏まえ、基本ポートフォリオの乖離許容幅の中で市場環境の適切な見通しを踏まえ、機動的な運用ができる。ただし、その際の見通しは、合理的な根拠を持つものでなければならない。
- (5) 短期的には市場価格の変動等はあるものの、長い投資期間を活かして、より安定的に、より効率的に収益を獲得し、併せて、年金給付に必要な流動性を確保する。流動性確保に際しては、市場の価格形成等に配慮しつつ、円滑に資産の売却等を行い、不足なく確実に資金を確保する。
- (6) 年金積立金の管理及び運用に当たっては、専門性の向上を図るとともに、責任体制の明確化を図り、受託者責任(慎重な専門家の注意義務及び忠実義務の遵守)を徹底する。

#### [リスクの種類]

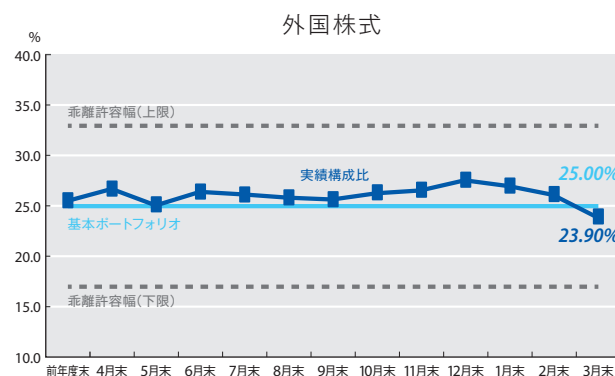
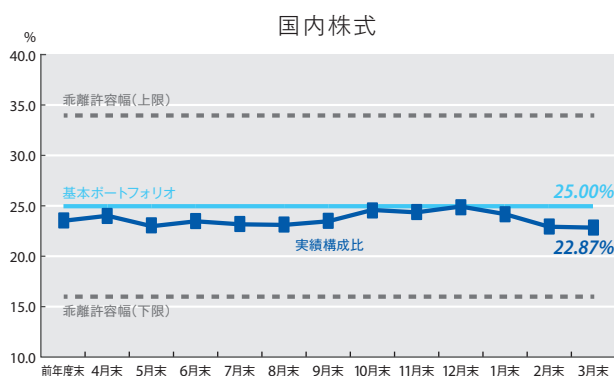
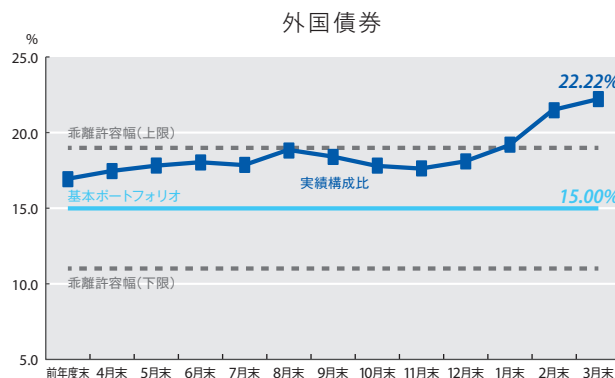
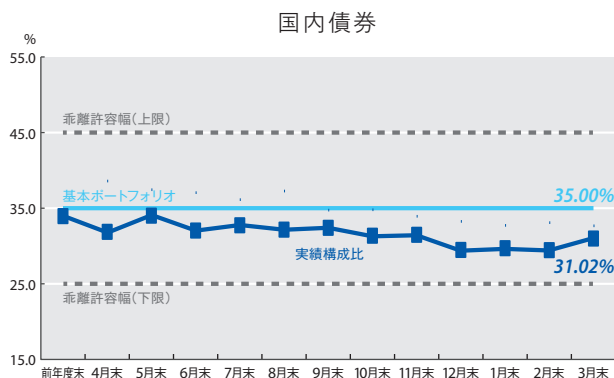
市場リスク	金利、為替、株式、オルタナティブ資産等の様々な市場のリスク・ファクターの変動により、保有する資産(デリバティブを含む。)の価値が変動するリスクをいう。
流動性リスク	キャッシュアウトの予期せぬ増加等により、必要な資金確保が困難になる、又は通常よりも著しく高い金利での資金調達を余儀なくされることにより損失を被るリスク(資金繰りリスク)及び市場の混乱等により市場において取引ができなかったり、通常よりも著しく不利な価格での取引を余儀なくされることにより損失を被るリスク(市場流動性リスク)をいう。
信用リスク	保有資産の発行体、資産管理等の委託先、デリバティブ取引のカウンターパーティの財務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

## [2] 基本ポートフォリオに基づくリスク管理

先に述べたとおり、GPIFでは、基本ポートフォリオに基づき資産構成割合を適切に管理していくことが、運用リスク管理の中で最も重要であると考えています。市場は常に変動するものである以上、実際の運用は、基本ポートフォリオをベースとしながらも、合理的に無理のない範囲で機動的な運用を可能とする仕組みが不可欠です。このため、各資産に乖離許容幅を定め、その範囲内で機動的な運用を行うとともに、乖離許容幅の管理遵守を徹底するため、乖離許容幅内にアラームポイントを設定しています。もっとも、アラームポイントは乖離許容幅とは異なるため、アラームポイント超過によって必ずしも

リバランスを要することになるわけではありませんが、管理許容幅の管理・遵守がスムーズに行われるようにするための指標の一つと位置付けるとともに、乖離許容幅やアラームポイント超過時の対応プロセスを明文化しています。2019年度においては、年度中に外国債券がアラームポイントを超過しましたが、あらかじめ定められたプロセスを遵守したうえで、適切に運用しています。また、オルタナティブ資産は資産全体の5%を上限としていますが、同資産についてもアラームポイントを設定し、超過時の対応プロセスを明文化しています。

### 【各資産の乖離許容幅の管理】



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

(注2) 第3期中期計画の乖離許容幅は、国内債券±10%、国内株式±9%、外国債券±4%、外国株式±8%です。また、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。さらに、為替ヘッジ付き外国債券については、近時の市場環境下では国内債券の代替として有効な資産となっていることを踏まえ、そのリスク・リターン特性が国内債券に近いことを考慮して、乖離許容幅管理上、2019年10月より外国債券の資産構成割合から控除し、国内債券の資産構成割合に算入しています。

(注3) 2019年度末時点では、外国債券の構成割合が乖離許容幅を超過していますが、基本ポートフォリオの移行期であり、経営委員会で適切に判断しながら運営しています。

## 【短期のリスク指標のモニタリング】

2019年度においては、このような乖離許容幅をベースにした管理に加え、複眼的なリスク管理の観点から、「VaRレシオ」をモニタリング指標に試行的に加えました。VaRレシオは、実績ポートフォリオのVaR<sup>(注)</sup>を基本ポートフォリオのVaRで除した値であり、実際のポートフォリオのリスク量が基本ポートフォリオで運用していた場合のリスク量からどの程度乖離しているか等といったモニタリングを行うための指標です。

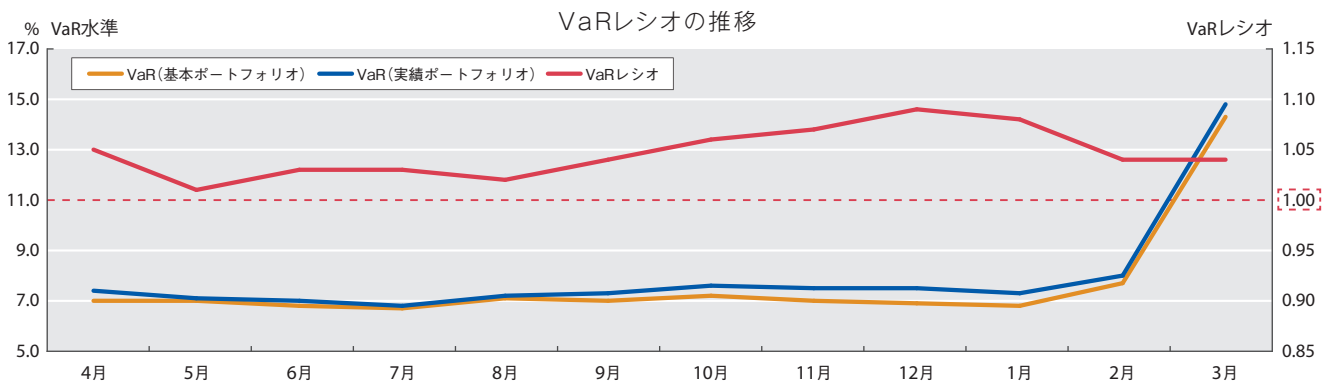
例えば、よく使われるリスク指標の一つであるVaRについては、2019年度では観測期間2年・観測期間5年のいずれの場合においても、第3四半期まではほぼ横ばいに推移していましたが、第4四半期には新型コロナウイルスによる市場のボラティリティ(変動幅)の高まりを受け

て上昇しています。他方、VaRレシオでみると、第3四半期から上昇傾向にありましたが、第4四半期には下降しており、VaRと異なる動きをしています。

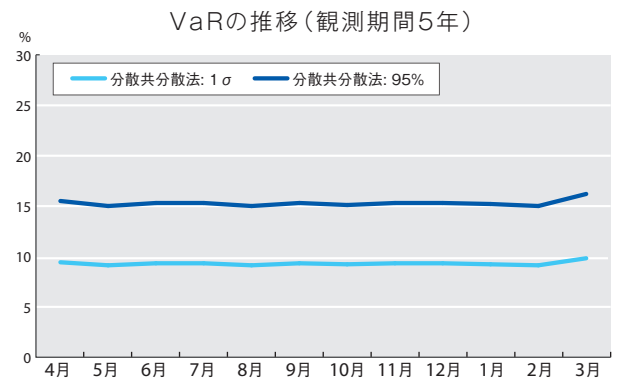
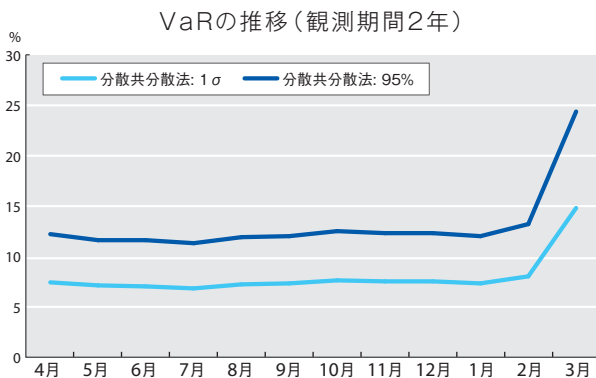
先に述べたとおり、年金財政上必要とされる運用利回り確保し、年金事業の運営の安定に資することを求められているGPIFとしては、「年金財政上必要とされている長期的な収益が得られないリスク」を最低限にすることが必要です。そのためには、VaRのような短期のリスク指標は、あくまでも一つの参考指標として活用しつつ、「年金財政上必要とされている長期的な収益が得られないリスク」を最小化する観点から、それぞれの指標の特性を十分に勘案しながら、複眼的にモニタリングする必要があります。

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

## 【VaRレシオ及びVaRの推移】



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



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

### [3] オルタナティブ資産の分散効果とリスク管理

インフラストラクチャー、プライベート・エクイティ、不動産などを投資対象とするオルタナティブ資産は、伝統的な投資対象である上場株式、債券とは異なるリスク・リターン特性を有しており、株式市場等の価格変動の影響を受けにくいことから、これをポートフォリオに組み入れることにより、分散効果が期待できるとともに、運用の効率性向上に資すると考えられます。

こうしたことから、GPIFでは、2017年度よりオルタナティブ資産運用の充実を図っていますが、それぞれの投

資対象に固有の専門性を求められることから、リスク管理面においても、伝統的資産と共通する項目のほか、オルタナティブ投資で特に必要とされる項目もあります。

GPIFでは、この間、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ることで、きめ細やかなリスク管理を可能とするなどの体制整備を進めてきましたが、引き続き、網羅的かつきめ細やかなリスク管理に向けた取組を進めていきます。

(注)オルタナティブ投資の詳細については、46ページから58ページをご覧ください。

### [4] 長期的な観点からのリスク管理

#### ① ストレステスト

先に述べた様々なリスク指標のうち、ストレステストは、マーケットに大きな変動が発生した際に生じる収益や資本へのインパクトを計測し、必要に応じて適切な対策を講じるための手段を検討するための手法の一つであり、一般的には、マーケットの変動による一時的な影響を把握するためのものとされています。

一方で、年金積立金の運用は、長期的な観点から安全かつ効率的に行うことが重要であり、そのような観点からは、中長期のリスク管理がより大切になります。このため、GPIFでは、海外の年金基金等の事例を参考に、ストレステストを行う場合にも、一時的な影響を把握するだ

けでなく、中長期的にどのような影響が生じるかという点を重点的に分析しています。2019年度については、新しい基本ポートフォリオ<sup>(注)</sup>を用いたストレステストを実施しました。ストレステストでは、客観性を確保するために過去のシナリオを用いており、具体的には、大幅な下落幅となったリーマンショックと、市場の回復が遅かったITバブル崩壊シナリオを用いています。その結果、いずれのシナリオについても、市場運用開始からの実質的な運用利回りに一時的な影響はあるものの、その後は市場が回復し、数年後には期待される水準まで運用利回りが回復する結果になりました。

(注)新しい基本ポートフォリオの詳細は59ページから64ページをご覧ください。



(注1) 図中のGPIFの運用実績(年率2.87%)は2018年度末の数値です。

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

## ② 長期的なリスク管理手段としてのESG

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

長期のリスク管理としては、GPIFがESG（環境・社会・ガバナンス）を考慮した投資活動を行っているのも、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そのものであると考えることが可能で

す。2019年度は、運用リスク管理ツールを新たに選定しましたが、このツールの選定に際しては、長期の多期間シナリオ分析や気候変動リスクといった長期リスクの計測や分析が将来的に可能になるよう付加価値機能を要件としました。GPIFとしては、こうしたツールも用いて、長期のリスク管理を一層強化していきたいと考えています。

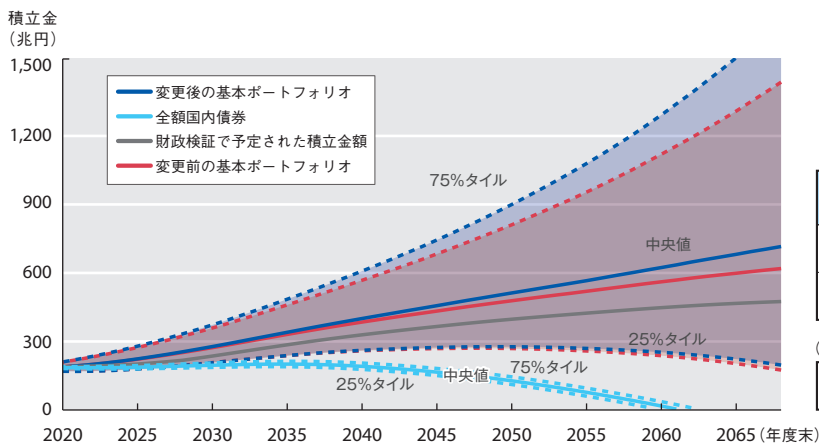
## ③ 予定積立金額の確保

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

いた確率的な計算手法によるシミュレーションを行い、財政検証上の予定積立金額を下回るリスクを確認しており、運用目標を満たしつつ、下振れリスクの最小化を図った最も効率的なポートフォリオを選定しています。

(注)新しい基本ポートフォリオの詳細は59ページから64ページをご覧ください。

予定積立金額との比較



予定積立金額を下回る確率(リスク)

	(単位:%)	
	25年後 (2043年度末時点)	50年後 (2068年度末時点)
基本ポートフォリオ	38.1	39.8
全額国内債券	100.0	100.0
(参考)	(単位:%)	
変更前	40.0	43.0

## (コラム) 新型コロナウイルス(COVID-19)感染拡大

第4四半期に発生した新型コロナウイルス(COVID-19)のパンデミックについては、感染の広がりや長期化がGPIFの運用に与える影響を注意深く見守っています。

先に述べたとおり、新型コロナウイルスの影響が顕在化した第4四半期には、投資家のリスク回避姿勢が急速に高まり、国内外の株式市場は大幅に下落するとともに、為替も対ユーロ・対ドルとともに円高が進行しましたが、その後は、市場が落ち着きを取り戻し、国内外ともに株価が急速に回復しつつあるなど、市場が大きく動いている状況にあります。

もとより、現時点においては、新型コロナウイルスの感染拡大が市場に与える中長期的な影響を見極めることは困難ですが、長期投資家であるGPIFとしては、引き続き、市場動向を注意深く見守りつつ、投資委員会や運用リスク管理委員会で議論し、経営委員会にも定期的に報告するなど、適切なリスク管理を行ったうえで、長期投資家として必要なアクションを検討していきます。

## 4 | 各資産の運用状況

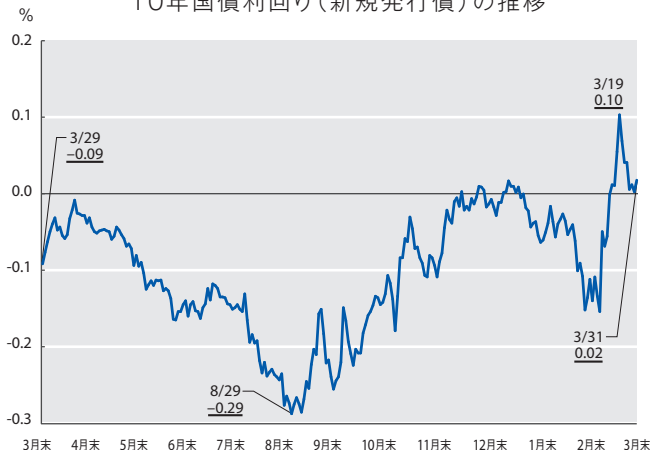
### [1] 国内債券

#### ① 国内債券市場

10年国債利回りは、年度前半は、世界経済減速懸念への対応として、米国連邦準備制度理事会 (FRB) や欧州中央銀行 (ECB) が政策金利の引き下げなどの金融緩和を行ったことなどから、世界的に金利が低下するなか、一時-0.29%水準まで低下 (債券価格は上昇) しました。その後は、日本銀行が目線としている長期金利の変動幅 (±0.2%程度) の範囲内で概ね推移するなかで、期末にかけては上昇 (債券価格は下落) 基調となりました。

年度では、10年国債利回りは、前年度末の-0.09%から今年度末は0.02%へと上昇 (債券価格は下落) しました。

10年国債利回り (新規発行債) の推移

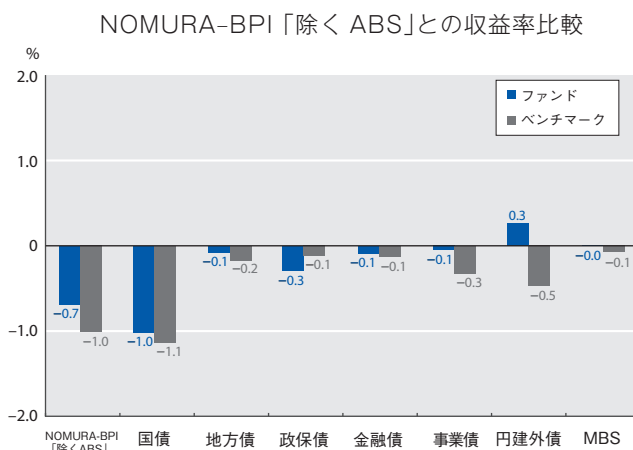
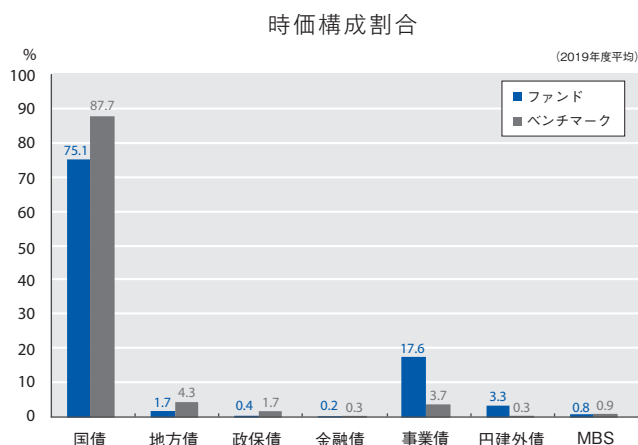


#### ② 超過収益率

国内債券 (市場運用分) のベンチマーク<sup>(注)</sup> に対する超過収益率は、+0.13% (アクティブ運用+0.31%、パッシブ運用+0.07%) となりました。アクティブ運用については、国債セクターの時価構成割合がベンチマークに比べて

低めになっていたこと等がプラスに寄与しました。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、+0.13%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(+0.13%)を、ファンド要因<sup>(注1)</sup>、ベンチマーク要因<sup>(注2)</sup>及びその他要因<sup>(注3)</sup>に分解すると、ファンド要因は+0.13%、ベンチマーク要因は-0.00%、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
-0.36	-0.49	+0.13	+0.13	-0.00	-0.00

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

#### [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	+0.00	+0.04	+0.04	+0.03	+0.02	+0.13
ベンチマーク要因	+0.04	+0.11	-0.01	+0.05	-0.19	+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、期初こそ小幅に金利上昇(債券価格は下落)したものの、その後は、世界経済減速懸念への対応として、米国連邦準備制度理事会(FRB)や欧州中央銀行(ECB)が政策金利を引き下げ、また年度末には新型コロナウイルスの感染拡大を受け、大規模な量的緩和を決定したことなどから、大幅に低下(債券価格は上昇)しました。ドイツ10年国債利回りも、総じて低下(債券価格は上昇)基調で推移したものの、年度末にかけては、一部戻す動きが見られました。

年度では、米国10年国債利回りは前年度末の2.41%から今年度末は0.67%へ、ドイツ10年国債利回りは前年度末の-0.07%から今年度末は-0.47%へと共に低下(債券価格は上昇)しました。

米国10年国債利回りの推移



ドイツ10年国債利回りの推移



## ② 外国為替市場

ドル/円は、2019年内は概ね110円近辺で推移していたものの、2020年に入り、新型コロナウイルスが米国も含めた世界的な感染拡大となると、投資家のリスク回避姿勢が強まり、相場も不安定な動きとなるなかで、円高・ドル安が急速に進行しました。その後、期末にかけては一部戻す動きも見られました。

年度では、ドル/円は前年度末の110.69円から今年度末は107.96円となりました。

ユーロ/円は、欧州経済の先行き懸念に加え、欧州中央銀行（ECB）による政策金利の引き下げや、大規模な量的緩和の決定を受け、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124.28円から今年度末は118.45円となりました。

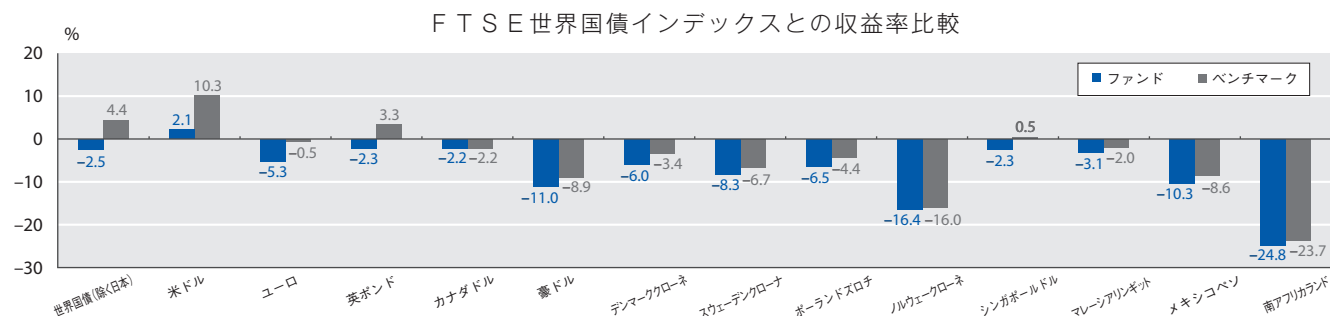
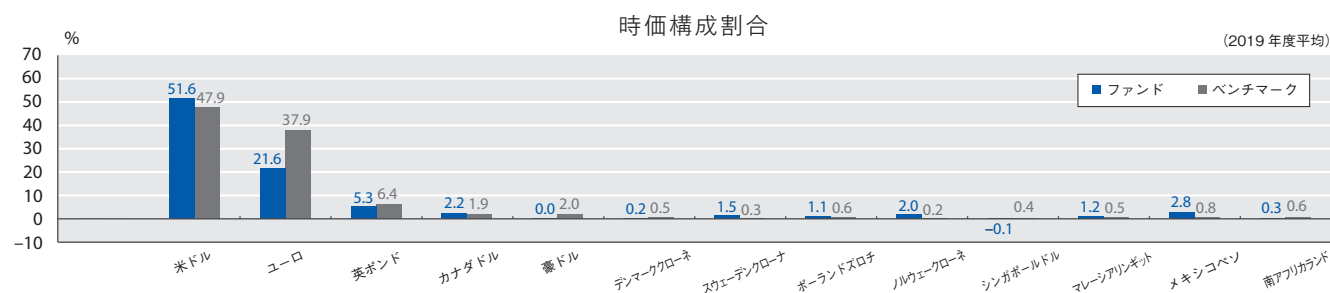


## ③ 超過収益率

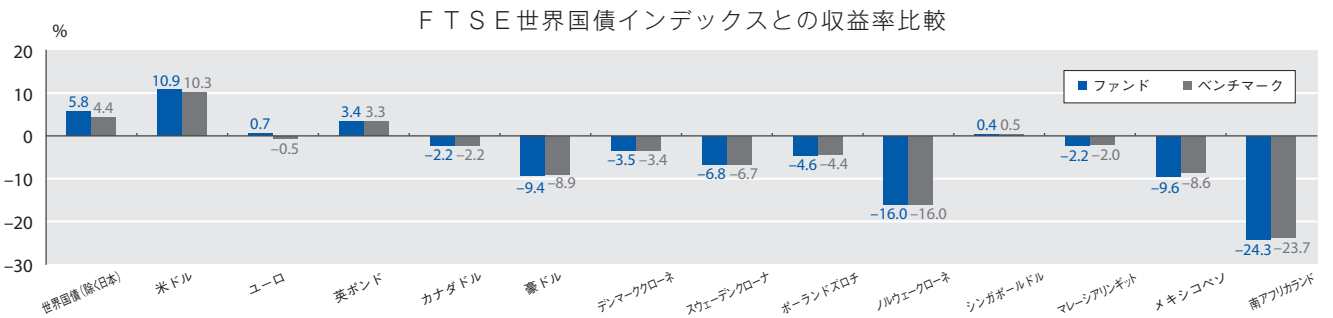
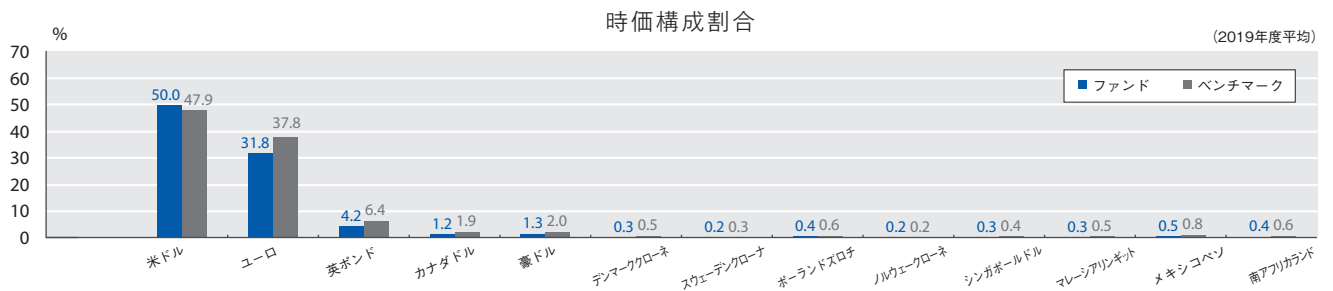
ベンチマーク<sup>(注)</sup>に対する超過収益率は、-0.82%（アクティブ運用-6.87%、パッシブ運用+1.45%）となりました。アクティブ運用については、米ドル建て債券において社債の時価構成割合がベンチマークに比べて高めになっていたところ、米ドル建て社債の収益率が米国債の収益率を下回ったこと等がマイナスに寄与しました。ま

た、パッシブ運用については、米ドル建て債券の時価構成割合がベンチマークに比べて高めになっていたことやユーロ建て債券の時価構成割合がベンチマークに比べて低めになっていたこと等がプラスに寄与しました。その結果外国債券全体では、-0.82%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(-0.82%)を、ファンド要因<sup>(注1)</sup>、ベンチマーク要因<sup>(注2)</sup>及びその他要因<sup>(注3)</sup>に分解すると、ファンド要因は-0.77%、ベンチマーク要因は+0.05%、その他要因は-0.10%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
3.55	4.37	-0.82	-0.77	+0.05	-0.10

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

[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	+0.12	-0.00	+0.04	+0.00	+0.00	+0.01	+0.01
ベンチマーク要因	0.00	-0.02	+0.99	+0.15	-0.04	-0.29	+0.10

(単位: %)

	グローバル総合 (アクティブ)	米国総合 (アクティブ)	欧州総合 (アクティブ)	米国ハイリッド (アクティブ)	欧州ハイリッド (アクティブ)	イマージング米ドル (アクティブ)	イ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	-0.79	-0.12	-0.00	+0.01	+0.01	-0.01	-0.05	-0.00	-0.77
ベンチマーク要因	-0.50	+0.06	-0.11	-0.10	-0.10	-0.03	-0.07	0.00	+0.05

(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、2019年内は、米中貿易協議の動向に左右されながらも、堅調に推移しました。その後、2020年に入ると、新型コロナウイルスの世界的な感染拡大を受け、世界経済と企業収益の先行きに対する懸念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。一方で、米国連邦準備制度理事会（FRB）が政策金利の引き下げや大規模な量的緩和を決定したことや、日本銀行が上場投資信託（ETF）の年間の買い入れ額を倍増すると発表したことなどから、期末には上昇傾向に転じました。

年度では、東証株価指数（TOPIX配当なし）は前年度末の1,591.64ポイントから今年度末は1,403.04ポイントへと下落しました。

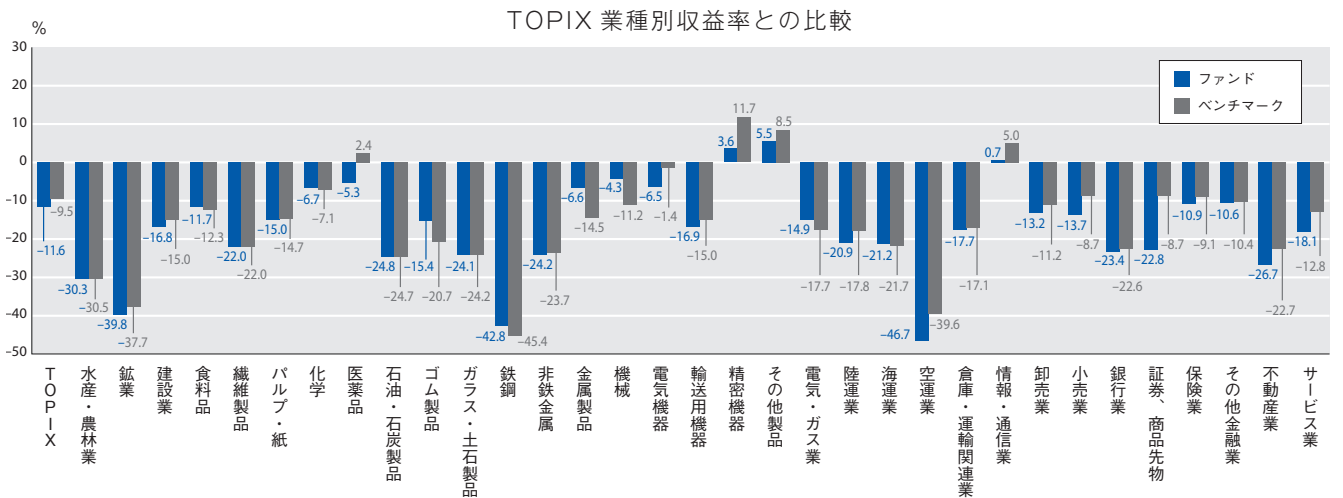
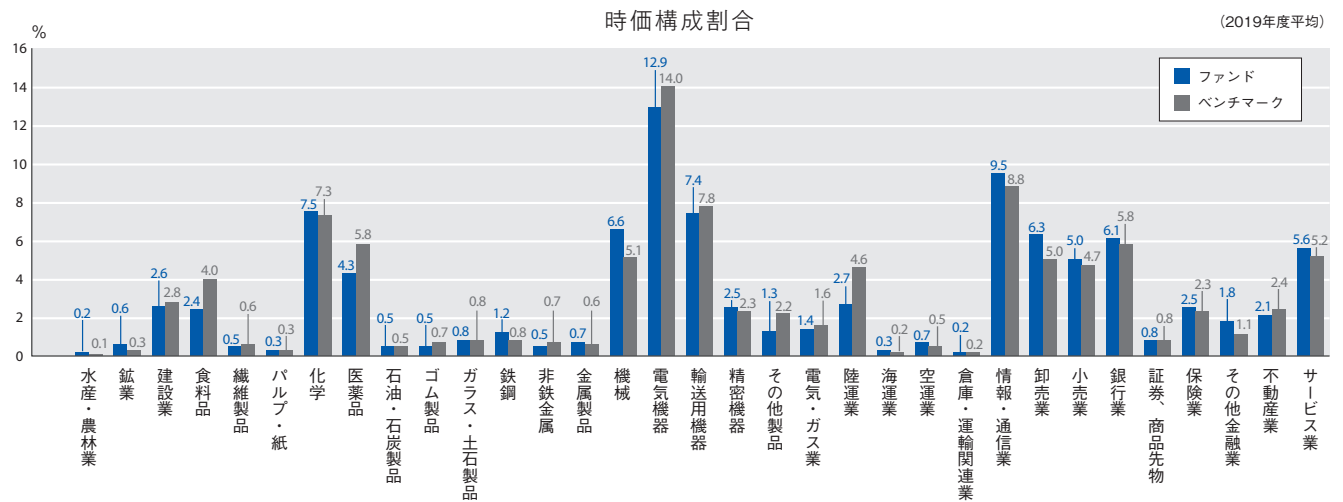


## ② 超過収益率

ベンチマーク<sup>(注)</sup>に対する超過収益率は、-0.20% (アクティブ運用-2.08%、パッシブ運用-0.01%) となりました。アクティブ運用については、医薬品セクター及び電気機器セクターのほか、情報・通信業セクター及びサー

ビス業セクターの銘柄選択等がマイナスに寄与しました。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。その結果国内株式全体では、-0.20%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) 国内株式のベンチマークは、TOPIX (配当込み) 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(-0.20%)を、ファンド要因<sup>(注1)</sup>、ベンチマーク要因<sup>(注2)</sup>及びその他要因<sup>(注3)</sup>に分解すると、ファンド要因は-0.03%、ベンチマーク要因は-0.15%、その他要因は-0.02%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
-9.71	-9.50	-0.20	-0.03	-0.15	-0.02

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

#### [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日本 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	+0.02	+0.00	+0.00	-0.02	-0.01	-0.01	-0.01	-0.01	+0.00
ベンチマーク要因	0.00	+0.02	+0.01	+0.16	+0.08	+0.04	+0.00	-0.15	-0.14

(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	-0.03	+0.03	-0.00	-0.02	-0.00	+0.01	-0.03
ベンチマーク要因	0.00	-0.14	-0.01	-0.01	-0.02	0.00	-0.15

(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(2019年度実績約5.6億円)。また、食品・家庭用品等は日本赤十字社や東京都社会福祉協議会及び神奈川県共同募金会等を通じて福祉施設などに寄付する等の対応を行い、社会に役立てられています。

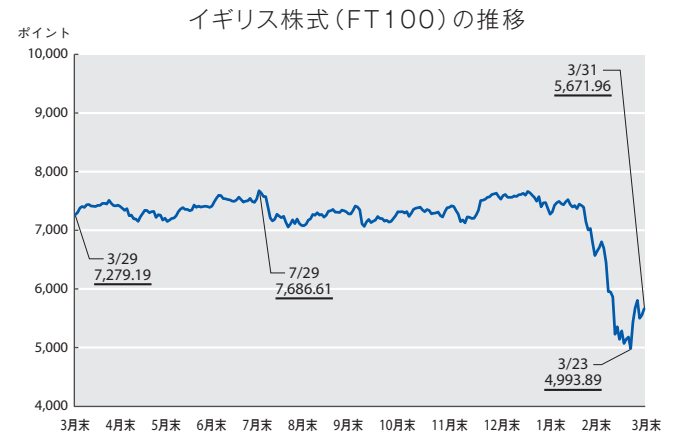
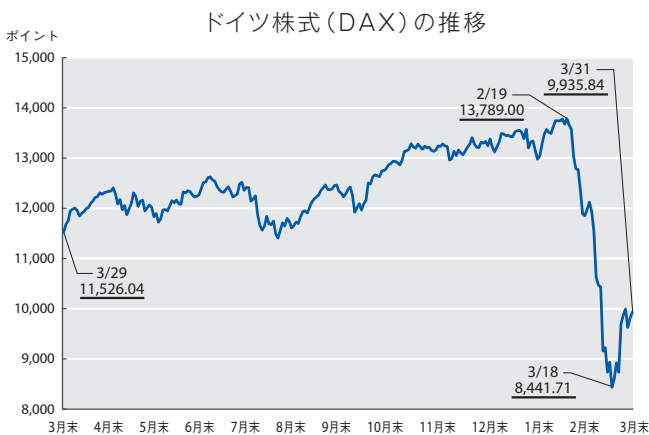
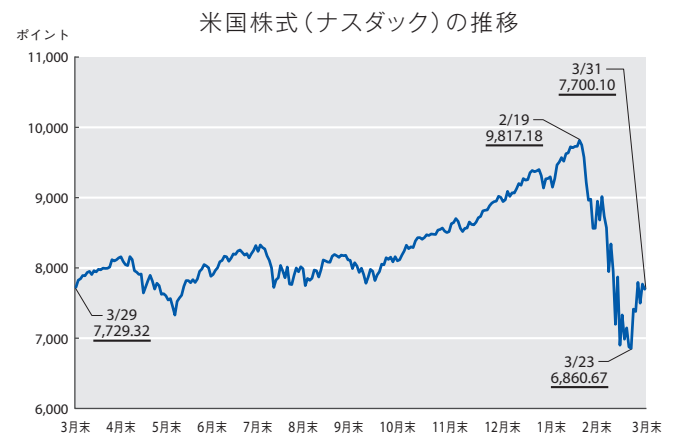
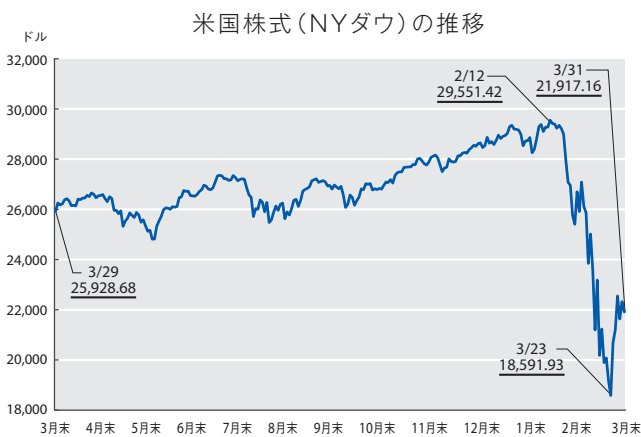
## [4] 外国株式

### ① 外国株式市場

米国株式は、2019年内は、米中貿易協議の動向に左右されながらも、ダウ平均株価指数が過去最高値を更新する展開となるなど、海外の株式市場は堅調に推移しました。その後、2020年に入ると、新型コロナウイルスの世界的な感染拡大を受け、世界経済と企業収益の先行きに対する懸念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。一方で、米国連邦準備制度理事会(FRB)が政策金利の引き下げや大規模な量的緩和を決定したことなどから、期末にかけては値を戻し、上昇に転じました。

ドイツ株式は、米国株式と同様に2019年内は堅調に推移しました。その後、2020年に入ると、大幅に下落し、欧州中央銀行(ECB)が大規模な量的緩和を決定したことなどから、期末にかけては値を戻し、上昇に転じました。

年度では、ダウ平均株価指数は前年度末の25,928.68ドルから今年度末は21,917.16ドル、ドイツDAX株価指数は前年度末の11,526.04ポイントから今年度末は9,935.84ポイントとなりました。

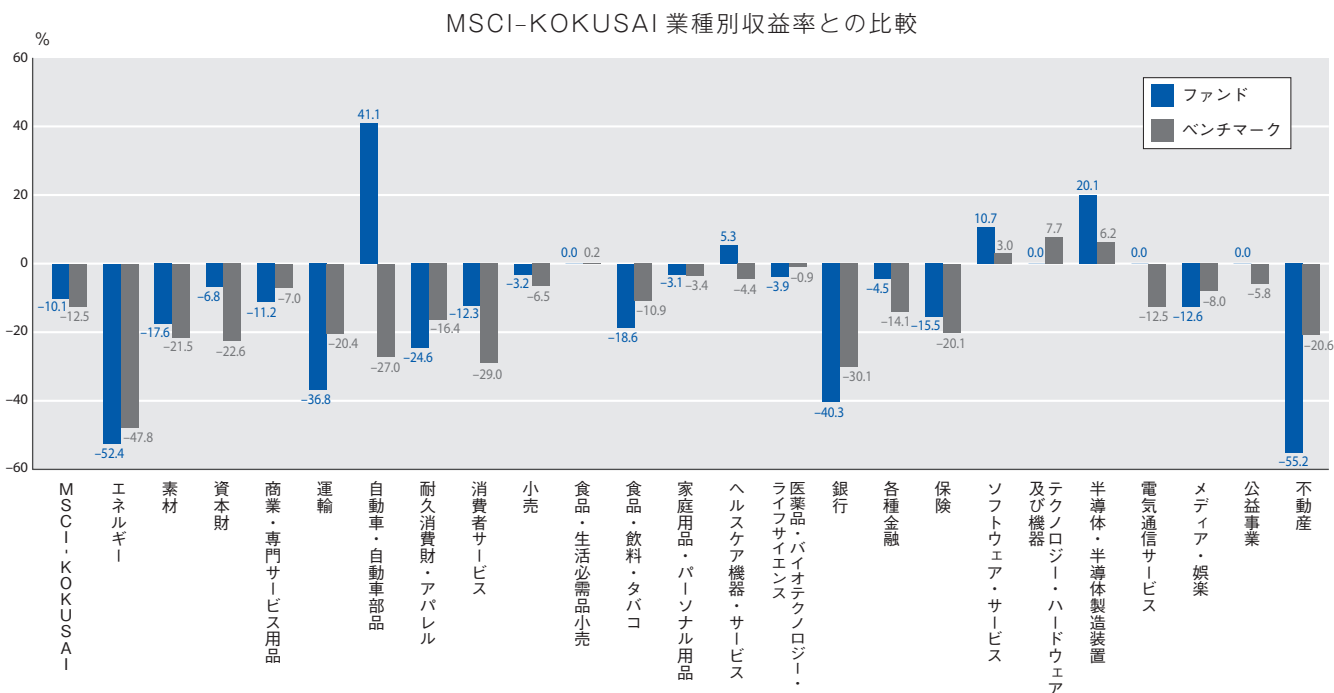
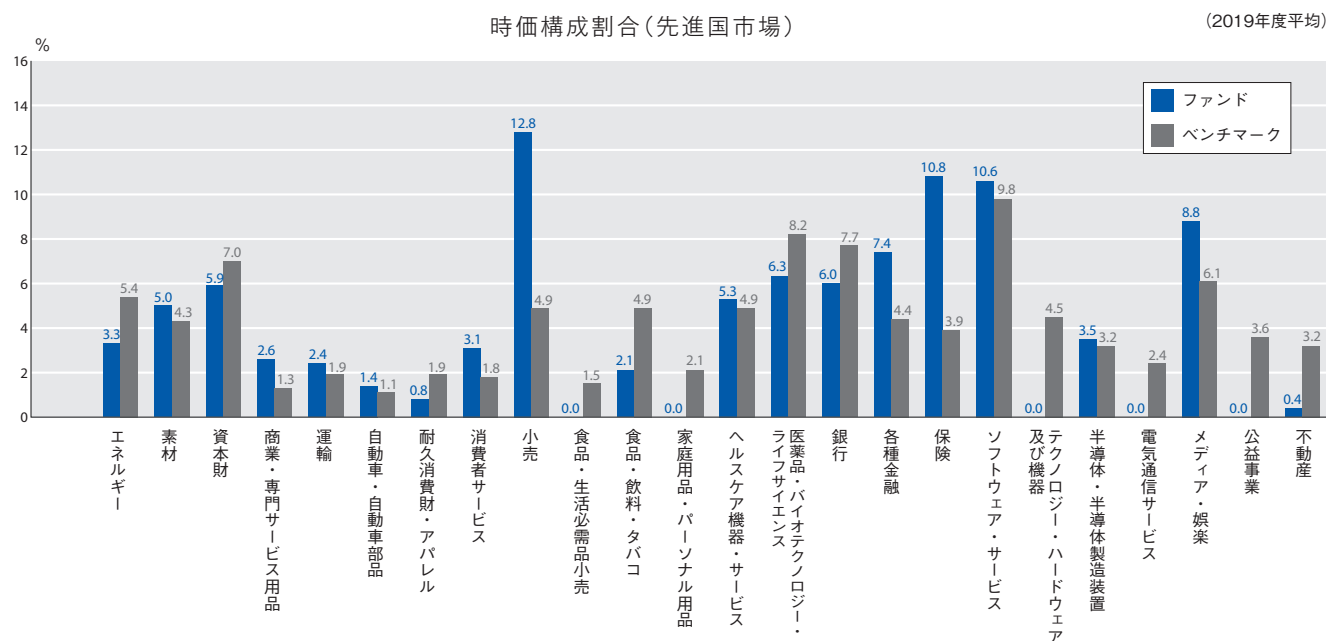


## ② 超過収益率

ベンチマーク<sup>(注)</sup>に対する超過収益率は、+0.32%（アクティブ運用+3.17%、パッシブ運用+0.02%）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、自動車・自動車部品セクター及び消費者サービスセクターの銘柄選択等がプラスに寄与しました。エマージン

グ市場においては、素材セクター及び医薬品・バイオテクノロジー・ライフサイエンスセクターの銘柄選択等がプラスに寄与しました。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、+0.32%の超過収益率となりました。

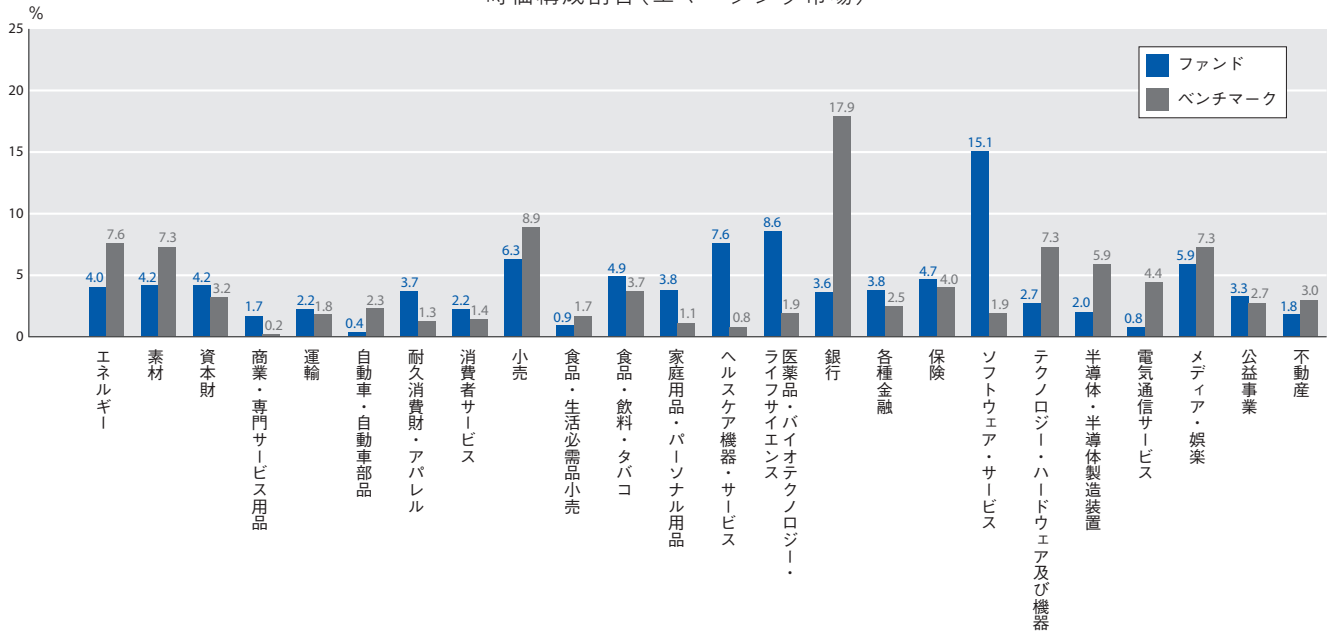
【アクティブ運用の時価構成割合及び収益率】



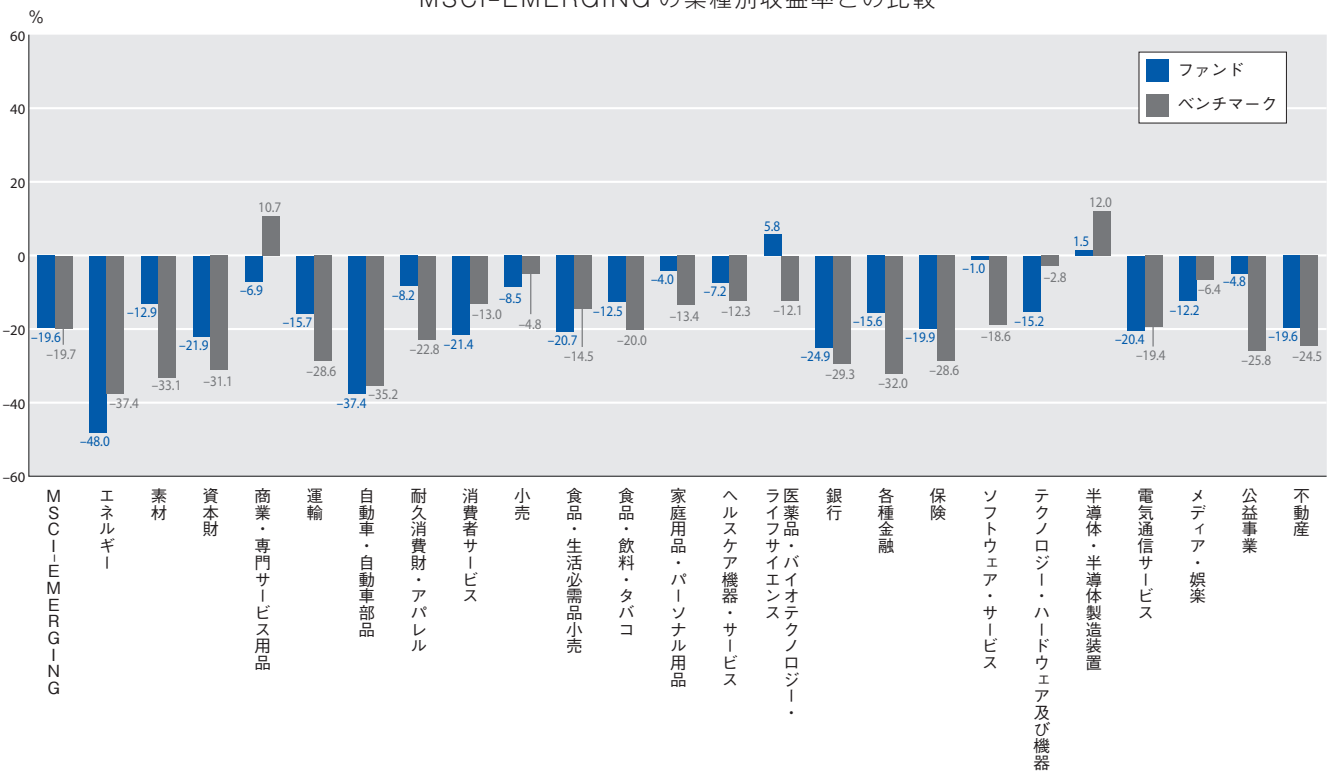


時価構成割合(エマージング市場)

(2019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(+0.32%)を、ファンド要因<sup>(注1)</sup>、ベンチマーク要因<sup>(注2)</sup>及びその他要因<sup>(注3)</sup>に分解すると、ファンド要因は+0.30%、ベンチマーク要因は+0.05%、その他要因は-0.02%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
-13.08	-13.40	+0.32	+0.30	+0.05	-0.02

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

#### 【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)	イマージング (パッシブ)	S&P カーボン (パッシブ)	ACWI (アクティブ)	先進国 (アクティブ)	イマージング (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	+0.03	-0.02	+0.00	-0.00	+0.00	-0.00	+0.06	+0.16	+0.00	+0.07	+0.30
ベンチマーク要因	-0.05	+0.11	-0.04	-0.02	-0.01	+0.02	+0.00	+0.07	-0.04	-0.00	+0.05

(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<sup>(注)</sup>。

### 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。

	2019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	13,657億円	-0.10%	-0.18%	3,300億円	1億円
BPI国債型ファンド	93,324億円	-0.15%	-0.17%	34,000億円	9億円

## 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したが、残高の減少を受けて、2019年度中に貸付運用を停止しました。

	2019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	86,799億円	-0.33%	-0.49%	-	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。

	2019年度	
	時価総額	時間加重収益率
物価連動国債ファンド	29,535億円	-2.60%

## 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。

	2019年度	
	時価総額	時間加重収益率
短期資産ファンド	42,811億円	-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ています。

	2019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	904億円	-0.18%

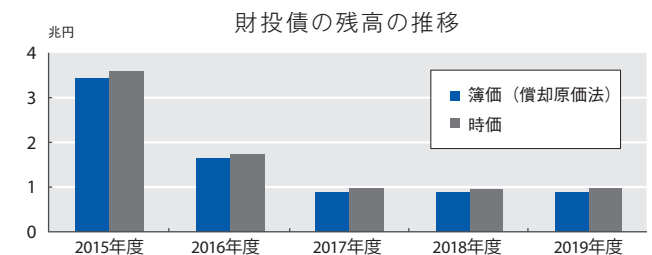
## ⑥ 財投債ファンド

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

い、開示することとされています。2019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(8,890億円)に対する収益額の比率)となりました。また、2019年度末における財投債の状況は以下の通りです。

年限種別	簿価(償却原価法)	時価
20年債	8,962億円	9,371億円
合計	8,962億円	9,371億円

(注)いずれの数値も未収収益を含めた額です。



(参考)2019年度末平均残存年数 2.24年

(注)2019年度末時点では、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21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<sup>(注)</sup>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。

(注) 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。

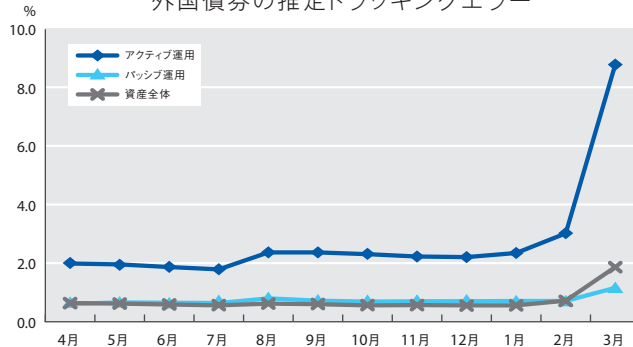
#### [推定トラッキングエラー]

推定トラッキングエラーは、新型コロナウイルスの世界的な感染拡大の影響による金融市場のボラティリティ上昇や信用スプレッド拡大等が影響し、3月にかけて上昇しました。

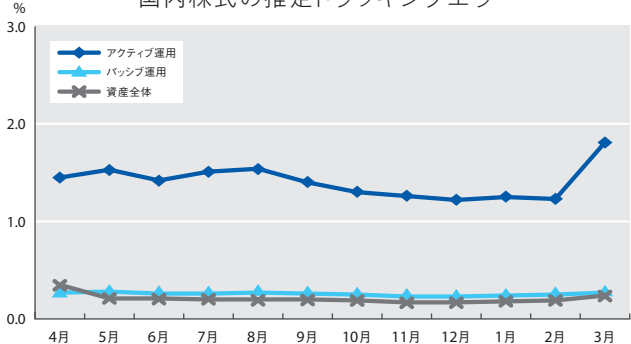
国内債券の推定トラッキングエラー



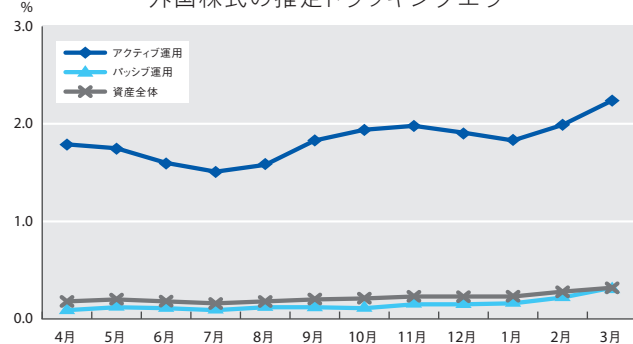
外国債券の推定トラッキングエラー



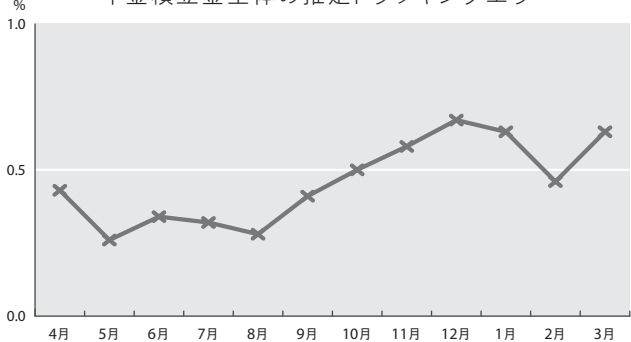
国内株式の推定トラッキングエラー



外国株式の推定トラッキングエラー

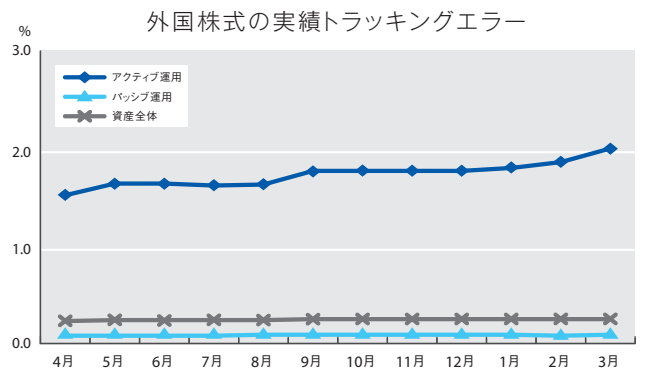
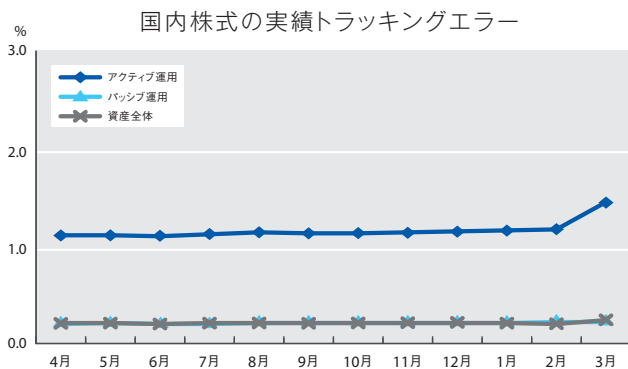
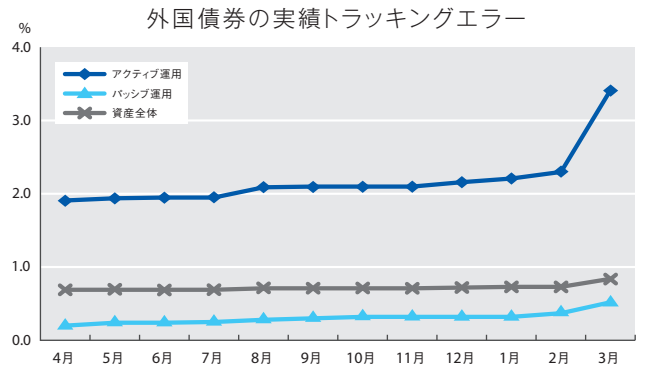
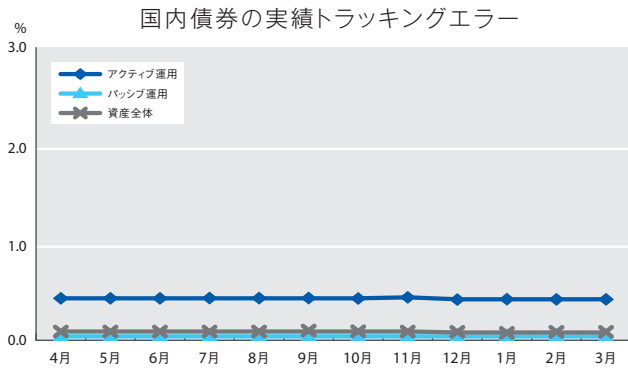


年金積立金全体の推定トラッキングエラー



【実績トラッキングエラー】

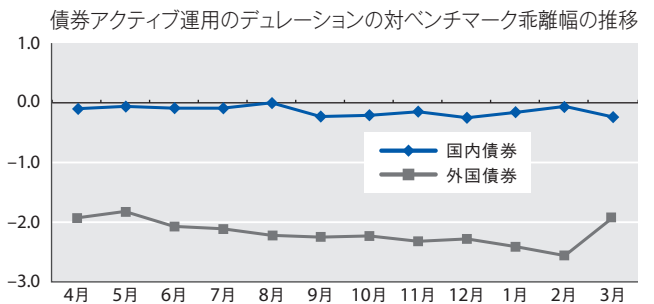
実績トラッキングエラーは、新型コロナウイルスの世界的な感染拡大の影響による金融市場のボラティリティ上昇や信用スプレッド拡大等が影響し、3月にかけて上昇しました。



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、  
 -0.25から0.00の幅で推移しました。  
 外国債券アクティブ運用は、  
 -2.56から-1.82の幅で推移しました。

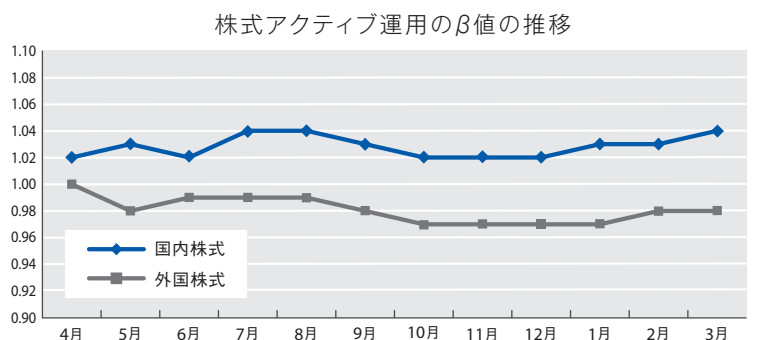


(注) 国内債券アクティブ運用は修正デュレーションを、外国債券アクティブ運用は実効デュレーションを計測しています。

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、  
 0.97から1.00の幅で推移しました。



## 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。2019年度において、国内債券及び外国債券について、運用手法の特性によりBBB格以上の格付を得ていない債券への投資を行っています<sup>(注)</sup>。

(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が、2019年度において、BBB格以上の格付を得ていない債券への投資はありませんでした<sup>(注)</sup>。

##### ○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が、2019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が、2019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が、2019年度において、国内株式、外国株式ともに基準を超えるものはありませんでした。

## 5 | 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、一般的にオルタナティブ資産は、伝統的資産に比べて流動性が低い一方、その分利回りが高いとされています。GPIFは長期の投資家であり、豊富な流動性資産を有していることから、あえて流動性の低いオルタナティブ資産をポートフォリオに組み入れることで、超過プレミアムを獲得することを目指しています。

海外の年金基金では、このような特性・効果をもつオルタナティブ資産の運用を行うことによる分散投資を推

進しています。GPIFでは、オルタナティブ資産の運用を開始するに先立ち委託調査研究を通じて慎重な検討を重ねてきました。中でも2012年度に実施した委託調査研究では、同運用には流動性の犠牲に伴う投資プレミアムの獲得、分散投資による効率性の向上が期待できることが報告されました。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、第3期中期計画(2015年度から2019年度)及び2020年度から始まる第4期中期計画では、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)の運用を行うこととされています。



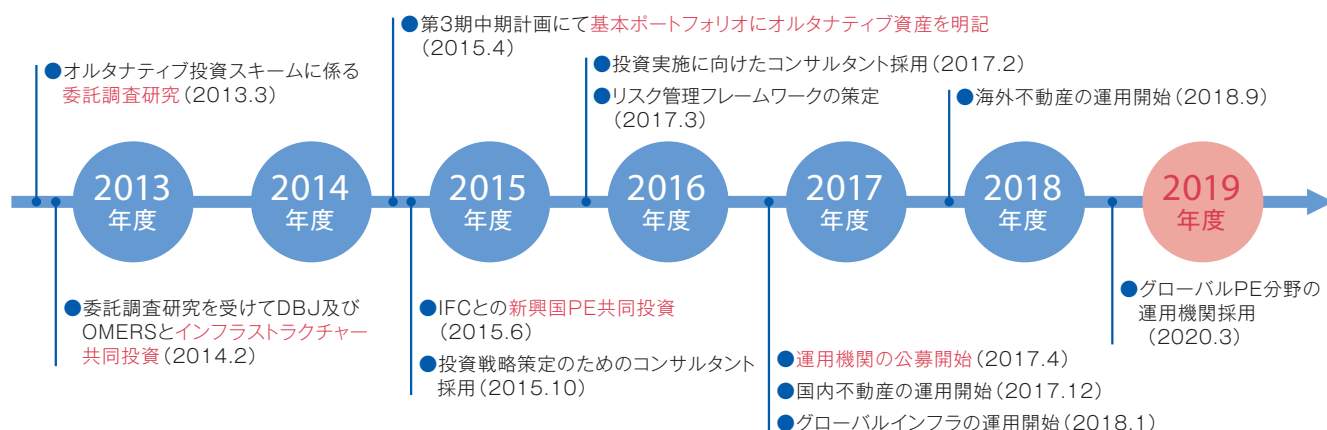
#### ② これまでの投資実績

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(インフラストラクチャー共同投資は2013年度より、プライベート・エクイティ共同投資は2015年度より実施)。2017年度には、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向け仕様のマルチ・マネジャー戦略<sup>\*</sup>を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て専門部署(オルタナティブ投資室)を設置するとともに、コンサルタント等を活

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

<sup>\*</sup>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あり、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。なお、GPIFでは、投資判断を全て運用受託機関に一任しています。



### ③ 2019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

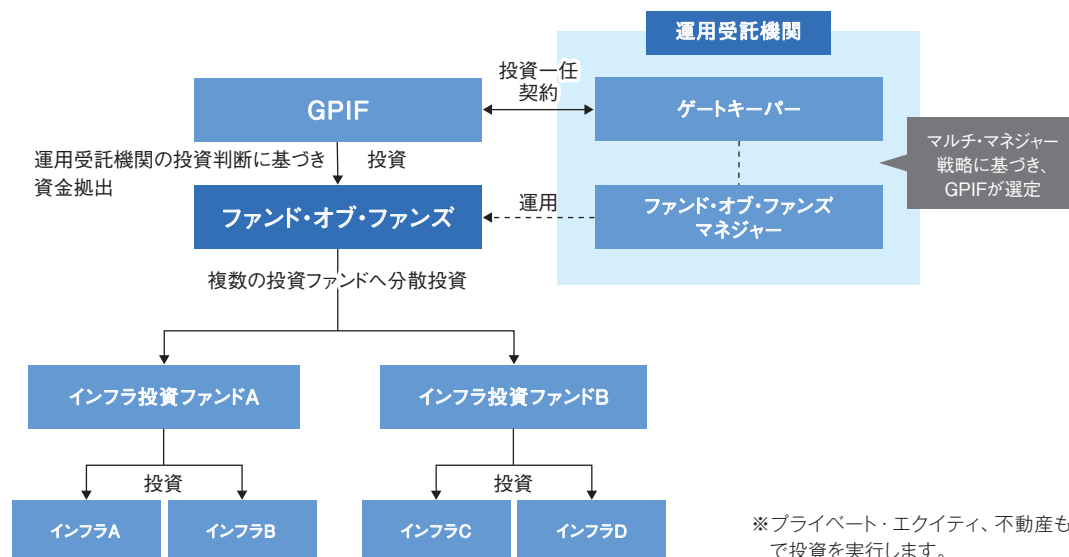
2019年度は、引き続きマネジャー・エントリー制度を活用したオルタナティブ資産に係る公募を継続し、GPIF向け仕様のマルチ・マネジャー戦略を行う運用受託機関の選定を進めてきました。

新たにプライベート・エクイティ分野の運用受託機関も選定され、オルタナティブ資産3資産全てでマルチ・マネ

ジャー戦略の運用を行うこととなりました。

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

#### 〈(例) インフラストラクチャーの運用スキームのイメージ〉

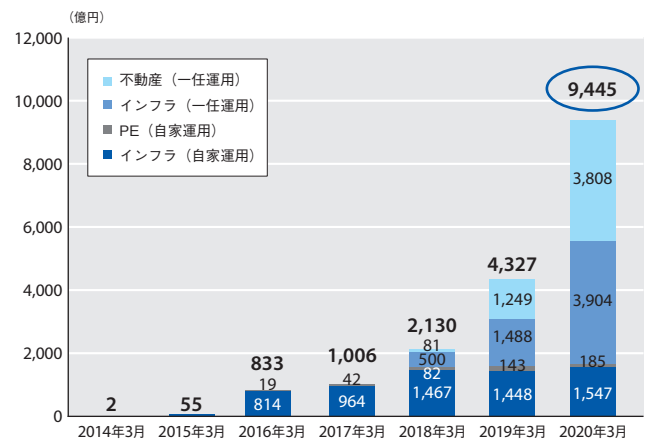




選定された運用受託機関による投資も進捗し、2020年3月末時点のオルタナティブ資産全体の時価総額は9,445億円（年金積立金全体に占める割合は0.61%）となりました。運用は投資一任契約方式により行っており、選定された運用受託機関は事前に策定された投資ガイドラインに記載されている運用目標、運用スタイル、一定の投資制限等に従いファンドへの投資を実行します。

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な手法として導入されています。

GPIFではこの政令の改正を受けて、2017年度より、LPS手法による投資を開始するための体制等の考え方について整理を行っており、2019年度は、オルタナティブ投資に係るパフォーマンス管理指標や投資額に基づく定量モニタリングの強化等、実行に向けた体制整備を継続してきました。

## [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、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）

2019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 DS アセットマネジメント株式会社 FoF マネジャー：StepStone Infrastructure & Real Assets	グローバル・コア型	2018年1月
GK：野村アセットマネジメント株式会社 FoF マネジャー：Pantheon	グローバル・コア型	2018年2月
GK 兼 FoF マネジャー：DBJ アセットマネジメント株式会社	国内インフラを中心とした特化型運用	2018年3月

GK：ゲートキーパー

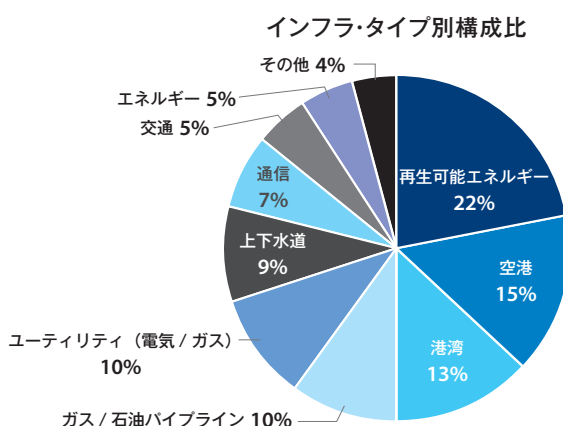
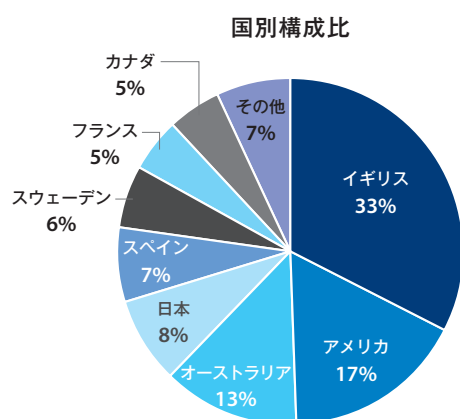
FoF マネジャー：ファンド・オブ・ファンズ・マネジャー

### ウ. 運用状況

インフラ投資の2020年3月末時点の時価総額は5,451億円となりました。

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33%を占めており、その他アメリカ17%、オーストラリア13%などとなっています。インフラ・タイプ別では、再生可能エネルギー22%、空港15%、港湾13%などとなり、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3.68%、国内インフラ投資全体の内部収益率（IRR）は円建てで1.57%となっています。また、2019年度に外国籍投資信託及びファンド・オブ・ファンズより受領した配当金（元本返済分を除く。）は合計65億円です。



### 〈インフラ投資事例1〉

有料道路 —スペイン—

欧州のインフラ資産を主な投資対象とするインフラファンドと共同で、スペイン南部の有料道路へ投資しています。総延長105キロメートルの当該道路は、同国の主要輸送回廊に位置し、代替ルートに比べ大幅な時間の短縮が可能です。収入は安定的なコンセッション制度に基づき徴収される通行料金によるものです。



### 〈インフラ投資事例2〉

鉄道事業会社 —オーストラリア—

オーストラリアを投資対象とするインフラファンドから、鉄道事業会社に投資しています。同社はシドニーの公営鉄道会社が運行する車両の設計・製造・保守管理業務を受託していますが、既に設計・製造は完了しており、現在は保守管理を実施しています。公営鉄道会社との長期契約に基づく安定的な収入が期待されます。



### 〈インフラ投資事例3〉

太陽光発電施設 ー日本ー

ゴルフ場の跡地を活用して建設された稼動済の大規模太陽光発電施設(メガソーラー)を保有するファンドへ投資しています。発電された電気は固定価格買取制度を利用して売電されることから、長期にわたり安定的な収入を得ることが期待されます。本発電所に隣接する施設からは122,000枚以上のソーラーパネルが一望でき、地域住民や訪問者が発電施設を見学できるようになっています。



## [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)

2019年度は、下記プログラムの選定が完了しました。

運用受託機関名	運用スタイル	運用開始年月
GK:ニューバーガー・バーマン株式会社 FoF マネジャー: NB Alternatives Advisers LLC	グローバル・戦略分散型	2020年4月

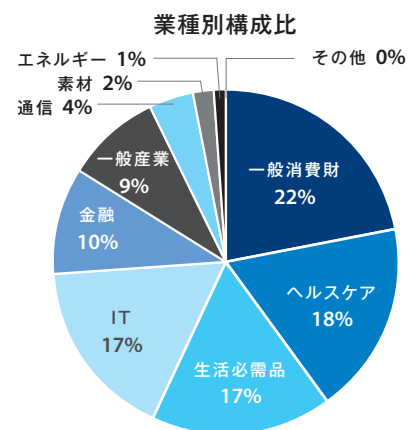
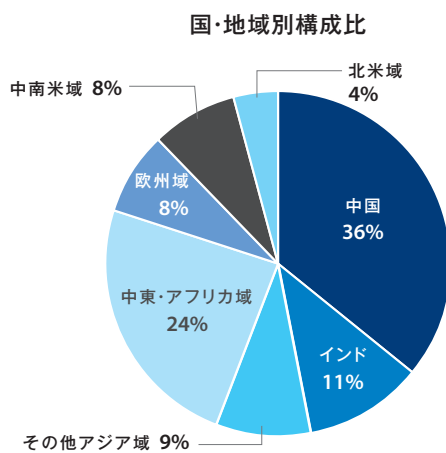
GK:ゲートキーパー

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

プライベート・エクイティ投資の2020年3月末時点の時価総額は185億円となりました。国・地域別では、中国を始めとしたアジアを中心に、幅広い新興国に分散投資されています。業種別では、一般消費財や生活必需品といった消費セクターやヘルスケアなど幅広い業種に分散

投資されています。運用を開始した2015年6月以来の投資信託の内部収益率(IRR)は米ドル建てで4.03%となっています。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。



## (コラム) PEファンド投資におけるJカーブ

GPIFが行うPEファンドへの投資では、一般的にファンドの投資損益が投資開始初期の数年間はマイナス(損失)となり、その後徐々に利益が増加していきます。累計の損益額を年毎にグラフ化した形がアルファベットのJに似ていることから、「Jカーブ」と呼ばれています。

PEファンドの投資損益がJカーブになる理由には、ファンドの運用開始初期は経費の支払いが先行し、その後数年遅れて投資先の企業価値が向上し高い投資リターンをもたらす、というPEファンドの特性が関わっています。

ファンド運用には様々な経費がかかりますが、当初の損益に直結するのがファンドの組成費用です。PEでは投資対象の業種や所在国の法規制・税制が多岐に亘るため、法律・会計・税務等の専門家に支払うコストがかかります。なお、GPIFが2017年から実施している投資一任契約形態でのマルチ・マネジャー投資戦略では、ゲートキーパーの指図のもとファンド・オブ・ファンズを経由して複数の個別ファンドに投資しており、個別ファンドに直接投資するのに比べればややコストがかかる仕組みといえます。しかし、ゲートキーパーやファンド・オブ・ファンズが行う個別ファンドの選別やモニタリングといった専門性の高い業務やその付加価値は、国民の皆様が安心して資金運用を任せるために必要不可欠です。また、ファンドの運用には手間と時間がかかることや投資リターンが高いことから、ファンドの運用者に支払う管理報酬も一般に伝統的資産よりも高い水準となっています。GPIFでは固定的な報酬の比率を引き下げ一方で、成功報酬の比率を高めて運用受託機関とのアラインメントを高めているほか、今後も継続的に運用コスト削減を図っていきます。

ファンドからの投資リターンに目を向けると、ファンドが運用を開始してから、投資先を見つけ、資金を拠出し、最終的に資金を回収してリターンを得るまでには数年かかることが一般的です。まず、非上場企業の財務状況・経営実態の調査や投資先の経営者との信頼関係を構築して初めて投資が決定されます。投資実行後は、投資先の事業拡大やガバナンス体制構築の支援を行うことで持続的な成長を実現させ、事業価値を大きく向上させることを目指します。

日本では比較的歴史が浅いPEファンドですが、海外、特に米国では40年程度の歴史があり、長期的に上場株式のインデックスを上回る投資リターンをあげています。そのため、長期的なリターンを重視する多くの年金基金がこのような特性を理解したうえでPEファンドに投資しています。

## [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。GPIFでは、以上のような不動産投資の特性を踏まえながら、慎重かつ計画的に投資を進めています。

## ② GPIF の投資

### ア. 運用方針

「コア型」の不動産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の獲得を目指しています。

### イ. 投資対象とスキーム

主に稼働中の不動産を裏付とするエクイティ（投資持分）及びデット（債権）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）

2019年度は、2017年度に選定した国内の運用受託機関に加えて、2018年度に新規採用した海外における不動産投資の運用受託機関において投資が進捗し、「コア型」中心のグローバルな分散投資ポートフォリオが構築されています。

運用受託機関名	運用スタイル	運用開始年月
GK兼FoFマネジャー：三菱UFJ信託銀行株式会社	ジャパン・コア型	2017年12月
GK：アセットマネジメントOne株式会社 FoFマネジャー：CBRE Global Investment Partners Limited	グローバル・コア型	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2020年3月末時点の時価総額は3,808億円となりました。

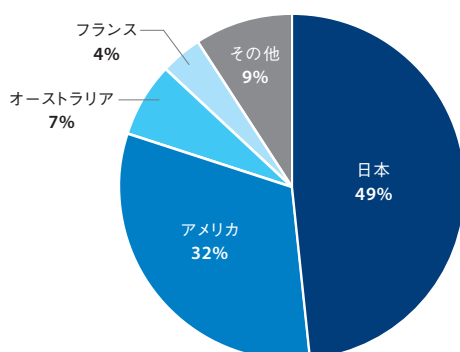
国別投資残高の割合では2017年度から先行して投資を開始した日本国内が最も多く、ポートフォリオ全体の49%を占めています。また、2018年度に新規採用した海外の運用受託機関により投資、運用が開始されたアメリカ32%、オーストラリア7%、フランス4%などが続きます。不動産タイプ別構成比は、物流施設の割合が最も多く、ポートフォリオ全体の31%を占めており、オフィス26%、賃貸住宅22%、商業施設16%となっています。いずれも先進国のコア型不動産ファンドを中心に分散投資されています。

運用を開始した2017年12月以来の国内不動産投資の内部収益率（IRR）は円建てで5.97%、同じく2018年

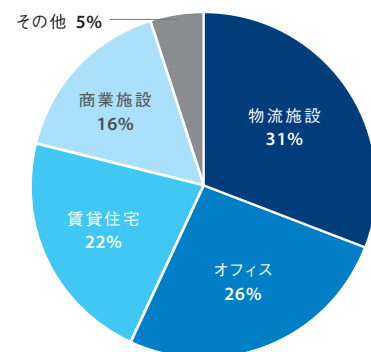
9月以来の海外不動産投資の内部収益率（IRR）が米ドル建てで4.88%となっています。また、2019年度にファンド・オブ・ファンズより受領した配当金（元本返済分を除く。）は合計35億円です。今後も、外部コンサルタントも活用し、マーケット環境に留意しつつ不動産投資を進めていきます。

また、2019年度に、GPIFはGRESBに不動産分野の投資家メンバーとして加盟しました。GRESBは欧州の年金基金を中心に設立されたイニシアティブで、不動産及びインフラ投資におけるESG評価基準を提供しています。市場全体のESG情報の開示促進と建設的な対話促進のため、運用受託機関とGRESB評価制度の積極的な活用について協議していきます。

国別構成比



不動産タイプ別構成比



### 〈不動産投資事例1〉

オフィス ー欧州ー

ロンドン、パリ、その他欧州主要都市に所在する複数のオフィスからなる分散されたポートフォリオを保有するファンドへ投資しています。本件は、米国及び欧州を代表する機関投資家との共同投資という形態をとっており、投資先資産の長期保有を企図したファンドです。保有物件では、エネルギー消費量や二酸化炭素排出量の削減等の取組を通じて、サステナビリティにも配慮した運営がなされています。



※ロンドンのオフィス群(手前中央の物件が本ファンドの投資対象の一つ)

### 〈不動産投資事例2〉

オフィス ー日本ー

東京都渋谷区を中心に立地する新しく竣工した大型複合施設(文化・商業含む。)のオフィス部分を保有するファンドに投資しています。大手IT企業及び関連グループ企業が入居し、長期賃貸借契約を締結しています。



※渋谷区中心部(中央の物件上層オフィス部分が本ファンドの投資対象)



### 〈不動産投資事例3〉

物流施設 —欧州—

欧州に所在する物流施設を保有するファンドへ投資しています。主要大都市圏や流通の要衝となる市場を重点的な投資対象としており、このファンドを通じて保有する施設において、従業員の健康や快適性に配慮した施設に認証されるWELL Certified™ Goldを取得しております。



### 〈不動産投資事例4〉

物流施設 —日本—

神奈川県川崎市に立地する大型物流施設を保有するファンド(大手運輸会社と長期賃貸借契約を締結中)へ投資しています。eコマースの発展に伴い需要が拡大している物流施設の中でも、大消費地である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、2020年3月末時点の時価総額は331億円となりました。

## ■私募リート(不動産投資信託)の保有銘柄(50音順)(2020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	33
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	18
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	86
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	41
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	20
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	43
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	46
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	45
合計		331

(注1) 銘柄名は、2020年3月末時点のものを用いています。

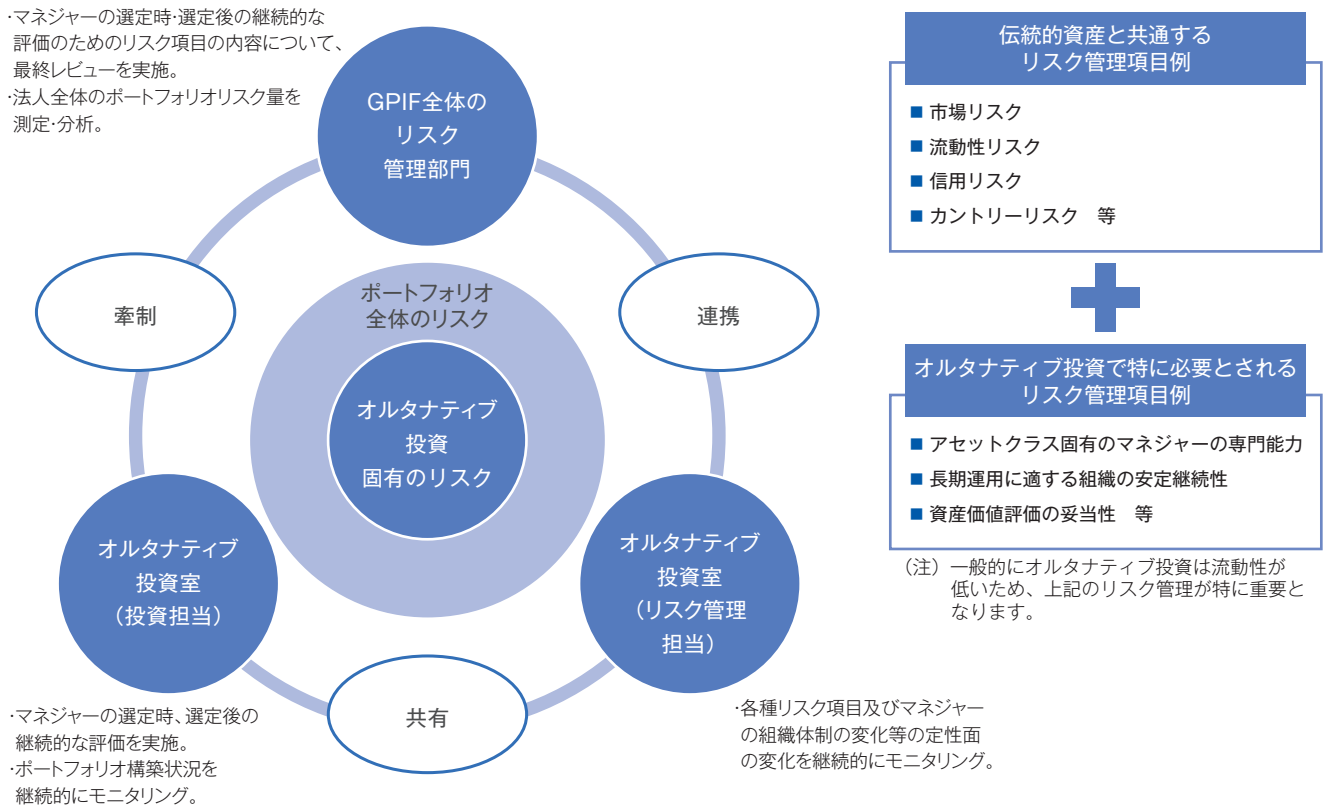
(注2) 四捨五入のため、各数値の合算は合計と必ずしも一致しません。

## [5] 運用リスク管理

2019年度は、これまでに整備・強化を進めてきた管理体制に加え、パフォーマンス管理指標や投資額に基づく定量モニタリングの強化等を実施しました。これにより、

今後はより網羅的かつきめ細やかなリスク管理を行っていきます。

### <オルタナティブ投資のリスク管理体制>



新型コロナウイルスのオルタナティブ投資に与える影響については、各運用受託機関に対してポートフォリオに与える影響に関する分析を求め、逐次報告を受けています。その中で、世界的に人や物の移動が制限される環境下で直接の影響を受けるセクターについて特に注視し、

投資先に与える影響・リスクを随時把握しています。

また、マクロ経済の減速及び長期的な需要構造・トレンドの変化を多角的に分析した上で、各運用受託機関が策定した投資計画が長期的観点からより良い投資を実現できるものであるかを継続的にモニタリングしていきます。

(注) オルタナティブ資産を含めた GPIF 全体の運用資産のリスク管理に関する基本的考え方等については、26ページから30ページをご覧ください。

## 6 | 基本ポートフォリオの見直し

### [1] 新しい基本ポートフォリオ

GPIFでは、各資産を組み合わせた資産構成割合を「基本ポートフォリオ」として定め、これに基づき運用を行っています。GPIFは、2020年度からの第4期中期計画（5ヶ年計画）に向け、被用者年金一元化後及び経営委員会発足後初めてとなる基本ポートフォリオを策定しました。

基本ポートフォリオは、運用目標である実質的な運用利回り（年金積立金の運用利回りから名目賃金上昇率を

差し引いたもの）1.7%を満たしつつ、リスクが最も小さいポートフォリオを選定しました。乖離許容幅については、従来の4資産の幅に加えて、株式リスクの管理強化の観点から、債券全体・株式全体についても設定しています。

（注）第4期中期計画に基づく基本ポートフォリオ及び過去の基本ポートフォリオの詳細については、GPIFのホームページ（<https://www.gpif.go.jp/gpif/portfolio.html>）をご参照ください。

#### 【新しい基本ポートフォリオ】

（2020年4月以降）

（単位：%）

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

（注1）オルタナティブ資産（インフラストラクチャー、プライベート・エクイティ、不動産その他経営委員会の議を経て決定するもの）は、リスク・リターン特性に応じて国内債券、国内株式、外国債券及び外国株式に区分し、資産全体の5%を上限としています。ただし、経済環境や市場環境の変化によって5%の上限遵守が困難となる場合には、経営委員会による審議・議決を経た上で、上振れを容認することとしています。

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

（注3）経済環境や市場環境の変化が激しい昨今の傾向を踏まえて、基本ポートフォリオの乖離許容幅の中で市場環境の適切な見通しを踏まえ、機動的な運用ができることとしています。ただし、その際の見直しは、合理的な根拠を持つものでなければならぬこととされています。

#### 【過去の基本ポートフォリオ】

（2006年4月～2013年6月）

（単位：%）

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



（2013年6月～2014年10月）

（単位：%）

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



（2014年10月～2020年3月）

（単位：%）

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

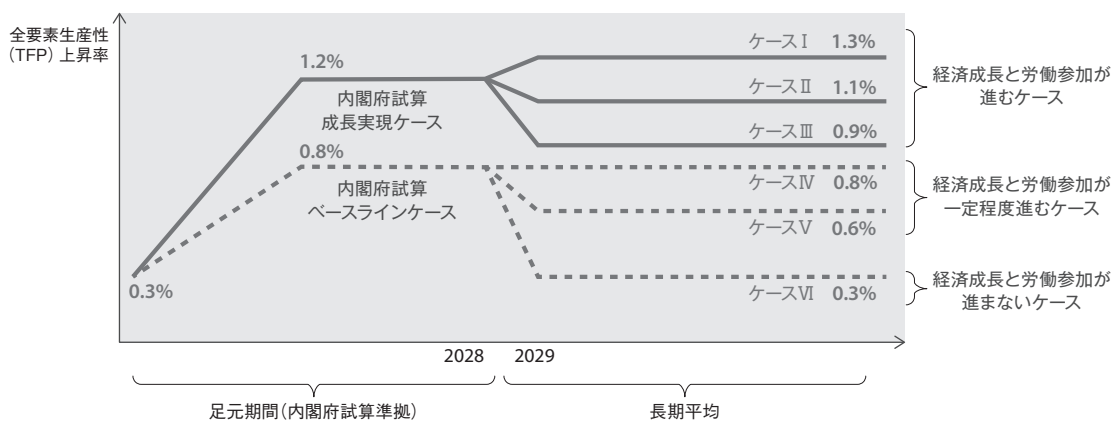
## [2] 基本ポートフォリオ策定の背景

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

このようなフレームワークの下、厚生労働省は、少なく

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

財政検証の経済前提



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

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

## [3] 基本ポートフォリオ策定の詳細

### ① 中期目標における整理

長期的な運用においては、短期的な市場の動向により資産構成割合を変更するよりも、基本となる資産構成割合を決めて長期間維持していく方が、効率的で良い結果をもたらすことが知られています。このため、公的年金運用では、各資産の期待収益率やリスクなどを考慮したうえで、積立金の基本となる資産構成割合（基本ポートフォリオ）を定めています。

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

- ア. 財政検証を踏まえ、長期的に年金積立金の実質的な運用利回り(年金積立金の運用利回りから名目賃金上昇率を差し引いたもの) 1.7%を最低限のリスクで確保することを目標とし、この運用利回りを確保するよう、基本ポートフォリオを定め、これに基づき管理を行うこと。
- イ. 基本ポートフォリオは、資産の管理及び運用に関し一般に認められている専門的な知見並びに内外の経済動向を考慮して、フォワード・ルッキングなリスク分析を踏まえて長期的な観点から策定すること。
- ウ. 名目賃金上昇率から下振れするリスクが全額国内債券運用の場合を超えないこととともに、株式等は想定よりも下振れ確率が大きい場合があることも十分に考慮すること。予定された積立金額を下回る可能性の大きさを適切に評価するとともに、より踏み込んだ複数のシナリオで実施するなど、リスクシナリオ等による検証を行うこと。

### ② 基本ポートフォリオの策定方針

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

- ア. 期待リターンの推計については、一つの手法に依存せず、複数の手法を組み合わせることで推計精度の向上を図りました。手法の組み合わせとしては、従来通りの方法に加えて、市場時価総額に内在すると考えられる均衡収益率も勘案することとしました。
- イ. 期待リターン及びリスク・相関係数の推計には政策ベンチマーク<sup>(注)</sup>を使用しました。期待リターンの推計期間としては、ポートフォリオの最適化を行う上で財政検証の前提を参照するため、財政検証の長期の経済前提の設定に用いる経済モデルが一般的に想定する期間を勘案して25年間としました。
- ウ. 中期目標では、経済前提のすべてのケースの実質的な運用利回りに対応する値として、ケースⅢの1.7%が運用目標と設定されたことを踏まえ、期待リターン(対賃金)を設定する際の賃金上昇率の前提となる経済シナリオは、ケースⅢを用いました。
- エ. 期待リターンの推計方法の改善に伴い、最適化の精度が向上し適切な構成割合の導出が見込まれたことから、必要利回りの設定以外の制約条件(各資産の大小関係等)は設定しないこととしました。
- オ. リスク制約は、従前同様に、運用利回りが名目賃金上昇率を下回るリスク(下方確率)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(条件付平均不足率)をリスク尺度として最適化を行いました。
- カ. 財政検証における積立金額(名目)の推移を見ると、ケースによってピークの時期は異なるものの、概ね50年後までは積立金の元本を取り崩す必要がなく、運用方針を維持できることが見込まれます。積立金額(名目)のピークは、それ以降は運用収益だけではキャッシュアウトが賄えなくなることを意味し、運用の実務上重要な時点であることから、50年後までの範囲で、変更後の基本ポートフォリオで運用した場合の積立金額の推移を財政検証で予定された積立金額と比較することとしました。
- キ. なお、今回の基本ポートフォリオ策定では、現下の低金利情勢を踏まえて、円建ての短期資産及び為替ヘッジ付き外国債券は国内債券と同等のリスク・リターン特性を持つものと考え、国内債券に位置づけました。併せて、外貨建ての短期資産は、外国債券に位置づけました。

(注) GPIFでは、基本ポートフォリオ策定に用いるベンチマークを政策ベンチマークと呼んでいます。政策ベンチマークは以下を用いました。

資産区分	政策ベンチマーク
国内債券	NOMURA-BPI「除くABS」
外国債券	FTSE世界国債インデックス(除く日本、円ベース)
国内株式	TOPIX(配当込み)
外国株式	MSCI ACWI(除く日本、円ベース、配当込み)

### ③ 各資産の期待リターンと賃金上昇率の想定

国内債券の期待リターンについては、将来の長期金利推移シナリオを想定した債券運用のシミュレーションから算定される平均収益率に、市場時価総額に内在すると考えられる均衡収益率<sup>(注1)</sup>を混合することによって推計しました。国内株式、外国債券、外国株式の期待リターンについては、いずれも短期金利にリスクプレミアムを加えたビルディングブロック法<sup>(注2)</sup>によるものに、市場時価総

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

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

(注1) 均衡収益率とは、各資産のリスク・相関係数及びグローバル市場の時価総額を用いて、市場から示唆されるリターンを逆算したものです。

(注2) ビルディングブロック法とは、各資産の期待リターンを短期金利の期待リターンとリスクプレミアム(リスクの対価とみなされる部分)に分解し、それぞれを推計した上で合算することによって、各資産の期待リターンを推計する方法です。なお、リスクプレミアムの推計にあたっては政策ベンチマーク等の過去データを用いました。

#### 【各資産の期待リターンと賃金上昇率】

(単位:%)

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

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

### ④ 各資産の標準偏差と相関係数

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

#### 【リスク(標準偏差)】

(単位:%)

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

#### 【相関係数】

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

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

### ⑤ 基本ポートフォリオの選定

基本ポートフォリオは、以下の観点から選定しました。

- ア. 4資産のリターン、リスク等に基づき、多数のポートフォリオについてリターン、リスク(標準偏差)、リターンが名目賃金上昇率を下回る確率(以下「下方確率」、リターンが名目賃金上昇率を下回るときの平均的な不足率(以下「条件付平均不足率」)を推計。
- イ. 推計結果に基づき、多数のポートフォリオの中から、運用目標(実質的な運用利回り: 1.7%)を満たし、下方確率が全額国内債券運用の場合を下回り、かつ条件付平均不足率が最も小さいポートフォリオを選定。

なお、基本ポートフォリオは従来通り5%刻みの資産構成割合とするとともに、モデルポートフォリオの中心値範囲に含まれることを確認しました。

#### 【基本ポートフォリオの属性】

(単位:%)

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

(参考)全額国内債券ポートフォリオの属性

(単位:%)

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

(注)「条件付平均不足率(経験分布)」は、株式等が想定よりも下振れ確率が大きい場合(いわゆる「テールリスク」)もあることを考慮し、正規分布に加えて、過去25年間の実現リターンから推計した経験分布を用いた試算も行いました。

### ⑥ 基本ポートフォリオのリスク検証

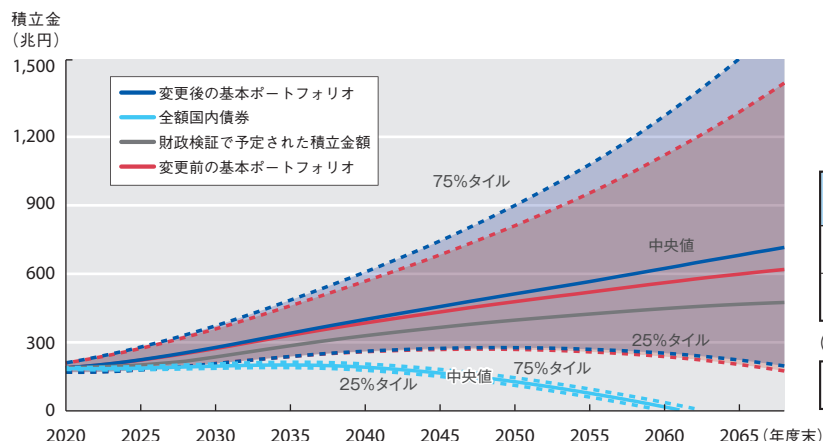
年金財政が予定している積立金を確保できないリスクがどの程度あるか検証するため、基本ポートフォリオで運用した場合の積立金の将来の推移について、各資産の期待リターンや標準偏差、相関係数をもとに、乱数を用いた確率的な計算手法による100万回の数値シミュレーションを行い、その分布を調べるとともに、財政検証上の予定積立金(ケースⅢ)と比較しました。

この結果、予定積立金額を下回る確率(リスク)は、変

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

前述の下方確率、条件付平均不足率とあわせて総合的に勘案すると、今回のポートフォリオは、運用目標を満たしつつ、下振れリスクの最小化を図った最も効率的なポートフォリオといえます。

予定積立金額との比較



予定積立金額を下回る確率(リスク)

(単位:%)

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

(参考)

(単位:%)

変更前	40.0	43.0
-----	------	------

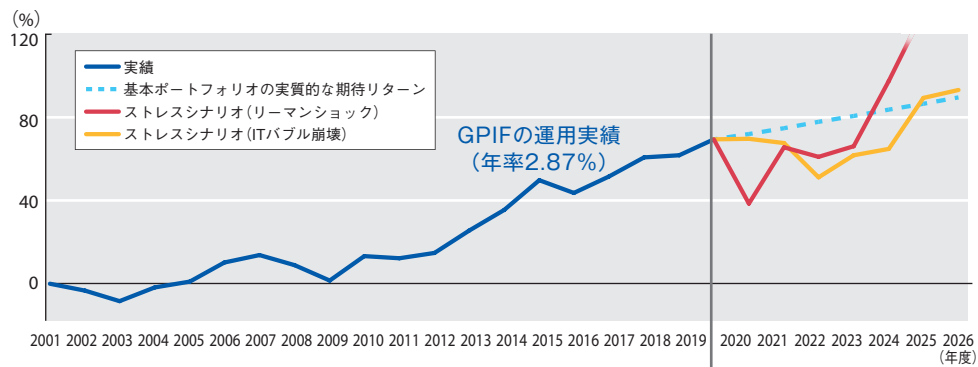


## ⑦ ストレステストの実施

金融危機が発生するとの想定で複数のストレステストを実施しました。ストレスシナリオには、リーマンショック（2008年）とITバブル崩壊（2000年）における市場の実績を用いています。

どちらのシナリオについても、実質的な運用利回りの累積値は一時的に低下するものの、その後の市場回復に伴い、数年後には期待される水準まで運用利回りが回復する結果となりました。

実質的な運用利回りの実績値及び推計値（累積）



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

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

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

## (コラム) モデルポートフォリオ

2015年10月以降は、被用者年金一元化により、4管理運用主体(GPIF、国家公務員共済組合連合会、地方公務員共済組合連合会及び日本私立学校振興・共済事業団)が共同してモデルポートフォリオを策定し、4管理運用主体のそれぞれの基本ポートフォリオは、モデルポートフォリオを参酌して策定することとされました。

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

(単位:%)

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

## 7 | スチュワードシップ責任

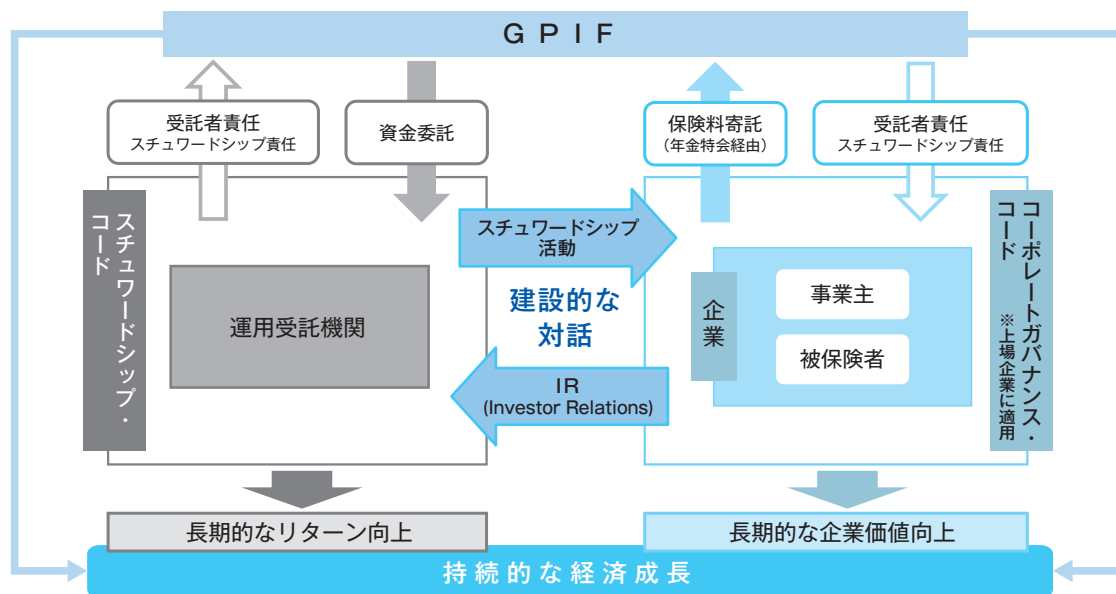
### [1] スチュワードシップ活動の目的と意義

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、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を考慮した取組を含めることを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、市場全体の持続的な成長に貢献し、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いきます。



### [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長期的な投資収益の拡大を図ることを明確化し、同年9月には

ESGへの取組強化の一環として、国連が提唱する責任投資原則（PRI）に署名しました。さらに、2017年10月には投資原則を改訂し、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を考慮した取組を明記しました。



## ① スチュワードシップ活動原則・議決権行使原則の改定

GPIFは、2017年6月に、スチュワードシップ活動原則と議決権行使原則を制定しました。この二つの原則は、超長期のアセットオーナーの責任として、運用受託機関に対して、議決権行使を含む、スチュワードシップ活動に関して求める事項や原則を明確に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組状況について、適切にモニタリングし、運用受託機関と積極的に対話（エンゲージメント）を実施していきます。スチュワードシップ活動原則は以下の5つの項目から成っています。

### <スチュワードシップ活動原則>

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

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

明確にしました。

GPIFのスチュワードシップ活動は、投資原則、スチュワードシップ責任を果たすための方針と上記のスチュワードシップ活動原則、議決権行使原則を基盤としています。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いきます。

## ② 国際的なイニシアティブへの参加

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

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



## [3] スチュワードシップ責任を果たす取組の推進

### ① 市場の持続的な成長に向けた取組

#### ア. アセットオーナーによる共同声明

GPIFのような年金基金にとって、長期的な投資収益の拡大を図る観点から、投資先及び市場全体の長期志向と持続的な成長は欠かせません。その観点から、ESGを考慮した取組を推進してきました。ここ数年、企業の団体や運用機関などが「ESGの重要性」や「持続性（サステナビリティ）」について声明を出しています。アセットオーナーとして改めて、長期志向とESGについてのスタンスを明確にすることが必要と考え、グローバル・アセットオーナーフォーラムを通じて、同じ考えを共有するCalSTRS（米国）、USS（英国）とともに、「Our Partnership for Sustainable Capital Markets」を共同で公表しました。

本声明は、アセットオーナーとして、どのようにスチュ

ワードシップ責任を果たしていくか、インベストメントチェーンに参加し市場の恩恵を受けている者として、また、将来世代への責任のある年金基金として、市場全体の持続的な成長は欠かせないため、その持続性にどのように貢献できるかという観点で、長期的な企業価値を創造する企業をサポートし、長期志向とESGの重要性を、パートナーである運用受託機関を含めたインベストメントチェーン全体へのメッセージとして、とりまとめました。当初は3機関による署名でしたが、その後、賛同するアセットオーナーが増え、2020年3月末時点では、北米、英国、欧州大陸、オーストラリア、アジア地域のアセットオーナー10機関が署名しています（2020年5月時点では14機関に増加）。

## イ. 株式レンディング(貸株)の停止

GPIFは、スチュワードシップ責任を果たすため、運用受託機関に対して、全ての保有株式の議決権を適切に行使用するとともに、株主総会の時期だけではなく、年間を通じた投資先企業との建設的な対話(エンゲージメント)により、長期的な企業価値の向上を図ることを求めています。そのような立場をとっているGPIFがレンディング(貸株)を行っていることについて、超長期投資家の立場とレンディングを行うことの矛盾、外国株式のみ株式レンディングを行っており国内株式では行っていないこと等、各種整合性の観点から議論し、再整理を行いました。株式レンディングは、所有権が借り手に移転し、GPIFの保有

に実質的な空白状態が生じることになるため、スチュワードシップ責任との整合性を欠くという懸念があります。また、現在の株式レンディングのスキームでは、貸し出した株式の「最終的な借り手」や「用途」が確認できず、透明性が確保されていないという課題もあります。このような状態に鑑み、経営委員会における複数回にわたる議論も踏まえ、株式レンディングを停止することとしました。なお、今後、透明性の確保が図られ、上記のような課題が改善されると考えられる場合には、株式レンディングのスキームを改めて検討することとしています。

## 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益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との利益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短期志向(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論点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、報酬の在り方は利益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、2019年の総合評価より、本調査によって作成された報酬体系の調査票を、運用受託機関の評価及び選定に活用しています。下図は調査を実施したマーサー・ジャパンによる評価、分類をまとめたものです。

Lagging	Average	Leading	
<b>報酬に対し固有の考え方(N=1)</b>  <b>開示度低(N=5)</b>	<b>中間的な位置づけ(N=10)</b> Leadingと同様に、 ✓ 報酬を戦略的に活用しており、支払いや金額確定を繰延べる仕組みがある 一方で、 ✓ 運用成績の反映度が十分に高くない仕組みとなっている	<b>報酬を戦略的に活用(N=20)</b> ✓ 報酬の仕組みとして運用成績を中心とするKPIやそのウェイトを一定程度機械的に算出した上で、discretion(裁量)を持ち環境要因を適切に排除し、チーム/個人の貢献に報いる工夫がある	International
<b>報酬が戦略的に位置づけられず(N=7)</b> ✓ グループ内でアセットマネジメントに適した仕組みを徐々に志向しつつはあるものの、戦略的に報酬を活用するに至っていない	<b>中間的な位置づけ(N=2)</b> ✓ 5年以上の運用成績に連動して個人の賞与が決定するほか、固定報酬に対する変動報酬の比率やその変動の程度も高め ✓ Deferred(繰延べ)や自社ファンドへの投資の仕組みも採用		Domestic
<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 報酬が戦略的に位置づけられていない</li> <li>■ 売上やAUMの成長率、フィーが重視されている傾向にある</li> <li>■ 親会社の銀行・証券・保険会社と同様の仕組み水準で賞与・ファンドや個人の賞与が決定される(目標設定・その達成度により評価等)</li> <li>■ 基本給(一部では専門性よりも年功を反映)に対する賞与比率が低くその業績に応じた振れ幅も小さい</li> <li>■ 賞与・ファンド決定や個人の運用成績評価期間について中長期で見ると仕組がない(単年)</li> <li>■ 支払いや金額確定についても中長期の仕組みを持たない</li> </ul>	Leadingと同様の特徴: <ul style="list-style-type: none"> <li>■ 報酬を戦略的に活用している</li> <li>■ 変動報酬の割合及びその変動が適切に設定されている</li> <li>■ 支払いや金額確定に繰延べの仕組みがある</li> </ul> Leadingとやや異なる特徴: <ul style="list-style-type: none"> <li>■ 運用成績の反映度が十分に高くない</li> <li>■ 運用成績評価期間がやや短い(3年以下等)</li> <li>■ 自己/自社のファンドに投資する仕組みを持っていない</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 報酬を戦略的に活用している</li> <li>■ 変動報酬の割合及びその変動が適切に設定されている</li> <li>■ 運用成績が重視されている</li> <li>■ 個人業績は一定程度機械的に算出した上で、環境要因を適切に排除して評価している</li> <li>■ 運用成績評価期間を中長期(5年以上を含む。)で見ている</li> <li>■ 支払いや金額確定に繰延べの仕組みがある</li> <li>■ 自己/自社のファンドに投資する仕組みがある</li> </ul>	

「運用受託機関の役職員の報酬体系(インセンティブ構造)についての調査業務」公表用レポートよりGPIF作成

### ③ インベストメントチェーンの強化を目的とした諸活動

GPIFは、被保険者のために長期的な投資収益の拡大を図ることを目的として、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、同年より、建設的な対話（エンゲージメント）を含む運用受託機関のスチュワードシップ活動が投資先企業からどのように受け止められているかを確認することを目的として、運用受託機関のスチュワードシップ活動に関する企業向けアンケートを実施しています。

#### 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」旨の要望があったことから、GPIFで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」設立の提案があり、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。2019年度は4月に開催し、現在、幹事会社を含め計10社が本フォーラムに参加しています。

本フォーラムでは、参加企業により、TCFD、改訂版

コーポレートガバナンス・コードをテーマとした取組（主に長期インセンティブ、ESG評価指標を加えた報酬設計、企業年金）についての投資家との最近の対話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. 運用受託機関のスチュワードシップ活動に関する企業向けアンケートの実施

##### <実施の目的>

GPIF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。建設的な対話（エンゲージメント）を含む運用受託機関のスチュワードシップ活動が投資先企業からどのように受け止められているかを確認するため、GPIFは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。2019年度は5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（2,160社<sup>\*</sup>）を対象に実施しました。そのうち、30.6%にあたる662社より回答がありました。

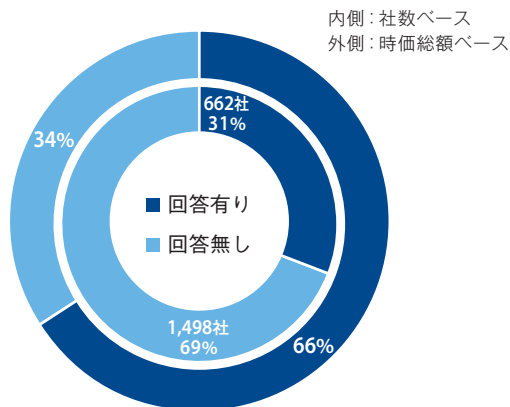
（※2019年12月30日時点）

## <アンケート結果の概要>

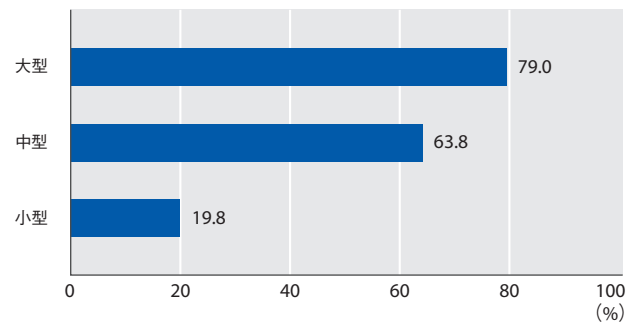
ここ1年間のIRミーティング等における機関投資家の変化について、4割が好ましい変化と回答しています。企業のESG情報を含む非財務情報開示の充実、TCFDのような新しい開示への取組、SDGsの認知度の高さ、気候変動が企業のESG活動における主要テーマとしてコーポレートガバナンスに続くテーマとして挙げられるなど企業側の意識・取組や開示が大きく高まっていることと、投資家側の非財務情報に対する関心や活用につい

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長期的視点での投資・対話の働きかけ、②建設的かつ本質的な対話の促進、③ESGの定着を促すような働きかけ、④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、⑤ESG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。

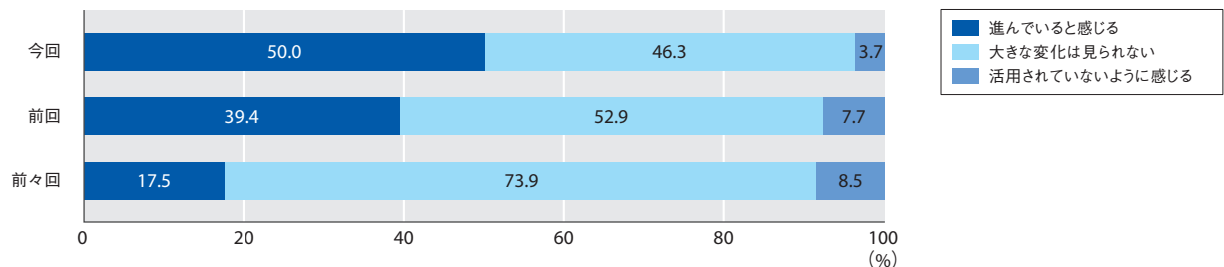
### <回答カバー率>



### <企業規模別 回答率>



### <統合報告書の機関投資家による活用>



## [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」と「情報開示」を重大なESG課題として挙げており、E（環境）やS（社会）を含めた長期的な課題を特に重大と認識しています。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対話を求めています。

<国内株式パッシブ>		<国内株式アクティブ>		<外国株式パッシブ>		<外国株式アクティブ>	
気候変動	100%	取締役会構成・評価	100%	気候変動	100%	気候変動	100%
情報開示	100%	少数株主保護(政策保有等)	100%	ダイバーシティ	100%	ダイバーシティ	88%
不祥事	100%	資本効率	89%	その他(社会)	100%	その他(社会)	75%
取締役会構成・評価	86%	情報開示	78%	情報開示	100%	情報開示	75%
少数株主保護(政策保有等)	86%	不祥事	78%	コーポレートガバナンス	75%	コーポレートガバナンス	75%
資本効率	86%	サプライチェーン	78%	サプライチェーン	75%	サプライチェーン	75%
サプライチェーン	86%	環境市場機会	78%	取締役会構成・評価	75%	取締役会構成・評価	75%
コーポレートガバナンス	86%	労働基準	67%	水資源・水使用	75%	人権と地域社会	75%
ダイバーシティ	86%	気候変動	56%	その他(ガバナンス)	75%	労働基準	75%
人権と地域社会	86%	コーポレートガバナンス	56%			環境市場機会	63%
環境市場機会	71%	ダイバーシティ	56%			健康と安全	63%
その他(社会)	71%	人権と地域社会	56%				
腐敗防止	71%	廃棄物管理	56%				
廃棄物管理	57%	汚染と資源	56%				
その他(ESG)	57%	社会市場機会	56%				
その他(ガバナンス)	57%	製品サービスの安全	56%				
健康と安全	57%						
水資源・水使用	57%						
生物多様性	57%						
森林伐採	57%						

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

(注1) 2019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) 上記リストの数値は各運用手法の運用受託機関数を分母に当該課題を選んだ機関数の比率です。

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



## [5] 株主議決権行使

### ① 議決権行使の考え方

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

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

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

### ② 2019年度の株主議決権の行使状況

2019年4月から6月までの議決権行使状況についての報告を受け、ミーティングを実施しました。また、報告やミーティング等を踏まえ、「ガイドラインの整備状況」、

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

#### 国内株式運用受託機関の対応状況（2019年4月～2020年3月）

株主議決権を行使した運用受託機関数 32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	190,586	60,198	28,424	19,082	489	6,225	1,732	1,448	1,003	15,986	82	667	6,262	877	9	235	254,025	
会社提案	計	189,943	59,939	28,377	19,046	489	6,168	1,732	1,448	1,003	15,914	20	667	5,047	877	9	221	251,915
		(100.0%)	(100.0%)	(100.0%)	(100.0%)	(100.0%)	(100.0%)	(100.0%)	(100.0%)	(100.0%)	(100.0%)	(100.0%)	(100.0%)	(100.0%)	(100.0%)	(100.0%)	(100.0%)	(100.0%)
	賛成	170,002	52,283	23,963	14,760	487	5,701	1,451	316	788	15,424	20	655	4,903	140	0	208	224,058
	(89.5%)	(87.2%)	(84.4%)	(77.5%)	(99.6%)	(92.4%)	(83.8%)	(21.8%)	(78.6%)	(96.9%)	(100.0%)	(98.2%)	(97.1%)	(16.0%)	(0.0%)	(94.1%)	(88.9%)	
反対	19,941	7,656	4,414	4,286	2	467	281	1,132	215	490	0	12	144	737	9	13	27,857	
	(10.5%)	(12.8%)	(15.6%)	(22.5%)	(0.4%)	(7.6%)	(16.2%)	(78.2%)	(21.4%)	(3.1%)	(0.0%)	(1.8%)	(2.9%)	(84.0%)	(100.0%)	(5.9%)	(11.1%)	
株主提案	計	643	259	47	36	0	57	0	0	72	62	0	1,215	0	0	14	2,110	
		(100.0%)	(100.0%)	(100.0%)	(100.0%)	(0.0%)	(100.0%)	(0.0%)	(0.0%)	(0.0%)	(100.0%)	(0.0%)	(100.0%)	(0.0%)	(0.0%)	(100.0%)	(100.0%)	
	賛成	161	78	12	12	0	3	0	0	29	14	0	102	0	0	10	331	
	(25.0%)	(30.1%)	(25.5%)	(33.3%)	(0.0%)	(5.3%)	(0.0%)	(0.0%)	(0.0%)	(40.3%)	(22.6%)	(0.0%)	(8.4%)	(0.0%)	(0.0%)	(71.4%)	(15.7%)	
反対	482	181	35	24	0	54	0	0	0	43	48	0	1,113	0	0	4	1,779	
	(75.0%)	(69.9%)	(74.5%)	(66.7%)	(0.0%)	(94.7%)	(0.0%)	(0.0%)	(0.0%)	(59.7%)	(77.4%)	(0.0%)	(91.6%)	(0.0%)	(0.0%)	(28.6%)	(84.3%)	

(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4件を含みます。

外国株式運用受託機関の対応状況(2019年4月~2020年3月)

株主議決権を行使した運用受託機関数 19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	90,464	4,522	10,591	18,444	181	359	4,120	7,982	4,142	9,561	6,996	248	10,436	33,316	201,362	
会社提案	計	89,106	4,090	10,521	17,984	180	358	4,057	4,142	9,437	6,463	236	10,436	29,823	194,796	
		(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	77,863	3,592	10,064	15,426	155	310	3,024	7,822	3,933	7,414	5,799	181	9,983	24,799	170,365
		(87.4%)	(87.8%)	(95.7%)	(85.8%)	(86.1%)	(86.6%)	(74.5%)	(98.2%)	(95.0%)	(78.6%)	(89.7%)	(76.7%)	(95.7%)	(83.2%)	(87.5%)
反対	11,243	498	457	2,558	25	48	1,033	141	209	2,023	664	55	453	5,024	24,431	
		(12.6%)	(12.2%)	(4.3%)	(14.2%)	(13.9%)	(13.4%)	(25.5%)	(1.8%)	(5.0%)	(21.4%)	(10.3%)	(23.3%)	(4.3%)	(16.8%)	(12.5%)
株主提案	計	1,358	432	70	460	1	1	63	19	0	124	533	12	0	3,493	6,566
		(100.0%)	(100.0%)	(100.0%)	(100.0%)	(100.0%)	(100.0%)	(100.0%)	(100.0%)	(0.0%)	(100.0%)	(100.0%)	(100.0%)	(0.0%)	(100.0%)	(100.0%)
	賛成	965	379	65	164	1	0	40	13	0	86	208	12	0	1,582	3,515
		(71.1%)	(87.7%)	(92.9%)	(35.7%)	(100.0%)	(0.0%)	(63.5%)	(68.4%)	(0.0%)	(69.4%)	(39.0%)	(100.0%)	(0.0%)	(45.3%)	(53.5%)
反対	393	53	5	296	0	1	23	6	0	38	325	0	0	1,911	3,051	
		(28.9%)	(12.3%)	(7.1%)	(64.3%)	(0.0%)	(100.0%)	(36.5%)	(31.6%)	(0.0%)	(30.6%)	(61.0%)	(0.0%)	(0.0%)	(54.7%)	(46.5%)

(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1,836件を含みます。

## 8 | ESG活動

### [1] 基本的考え方

#### ユニバーサル・オーナー

・GPIFは広範な資産を持つ資金規模の大きい投資家

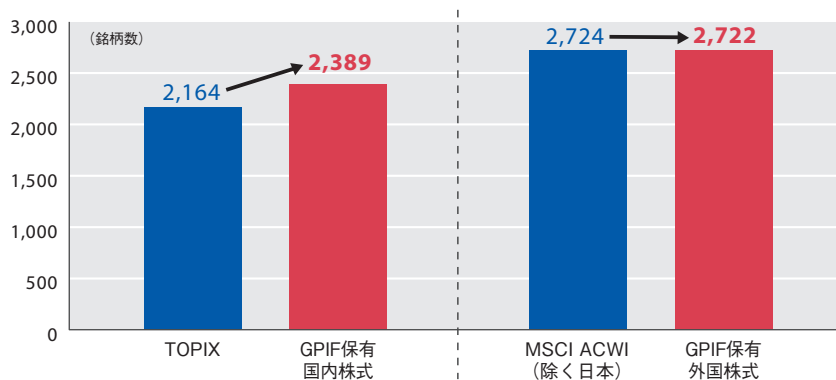
#### 超長期投資家

・GPIFは100年を視野に入れた年金制度の一端を担う

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

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

〈GPIFの株式保有銘柄数（2020年3月末）〉



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

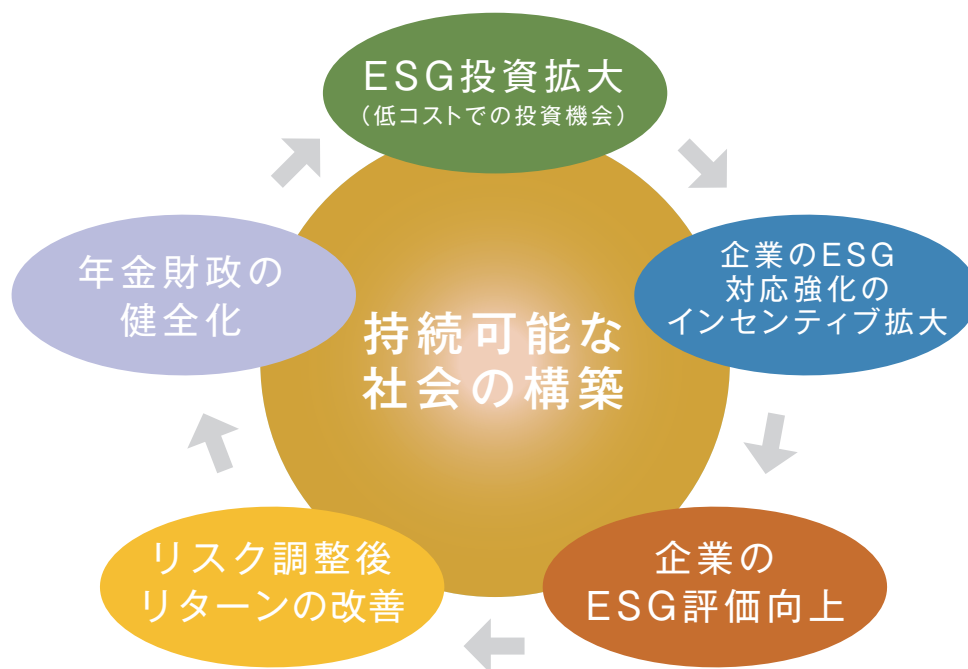
く、100年先を見据えた年金財政の一端を担う「超長期投資家」であるGPIFにとって、ESGを考慮することのメリットは大きいと考えています。つまり、環境・社会問題などの負の影響を減らし、運用資産全体の長期的なリターンの向上に資するESGに関する取組は、年金積立金の運用を「専ら被保険者の利益のために、長期的な観点から、安全かつ効率的に行う」という厚生年金保険法及び国民年金法の趣旨にかなうものであり、これからも積極的に推進していきます。

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

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

ESG推進活動の評価については、①ESG投資の効果

が発現するまでには長期間を要すること、②金融市場全体の持続可能性向上や底上げも志向していることから、特定期間にどれだけ投資収益が上がったのかという一般の投資評価とは異なる視点が必要となります。GPIFでは、このようなESGの取組を評価し、投資の効果を確認するとともに、透明性を確保する観点から、2018年より「ESG活動報告」を刊行しています。2019年には第2回目の報告書となる「2018年度 ESG活動報告」を刊行しました。同報告書では、GPIFが2018年に「気候関連財務情報開示タスクフォース」（TCFD）の提言への賛同を表明したことを受け、TCFDの提言に沿った情報開示を行いました。GPIFでは、これからもESGへの取組の効果検証を繰り返すことで、ESGに関する取組の改善につなげていきます。



## [2] ESG指数に基づくパッシブ運用

GPIFでは、2017年に国内株式について、ESG総合指数を2つ、女性活躍指数を1つ、合計3つのESG指数を選定し、パッシブ運用を開始しました。指数選定においては、リスク・リターンという経済合理性に加えて、当該指数の採用により、ESG評価の改善などを通じた日本の株式市場の底上げ効果が期待できるか等进行评估しました。また、2018年には、年々深刻化する気候変動問題に関連して、企業の炭素効率性（売上高当たりの温室効果ガス排出量）を評価した株式指数であるS&P/JPXカーボン・エフィシエント指数及びS&Pグローバル大中型株カーボン・エフィシエント指数（除く日本）を選定し、これらの指数に基づくパッシブ運用を開始しました。

さらに、2019年には、様々なインデックスの情報収集を効率的に行い、運用の高度化につなげることを目的に、インデックスに関する情報を常時受け付ける仕組みである「インデックス・ポスティング」を導入することを公表し、以下の3分野に関して、先行的に情報収集を開始し

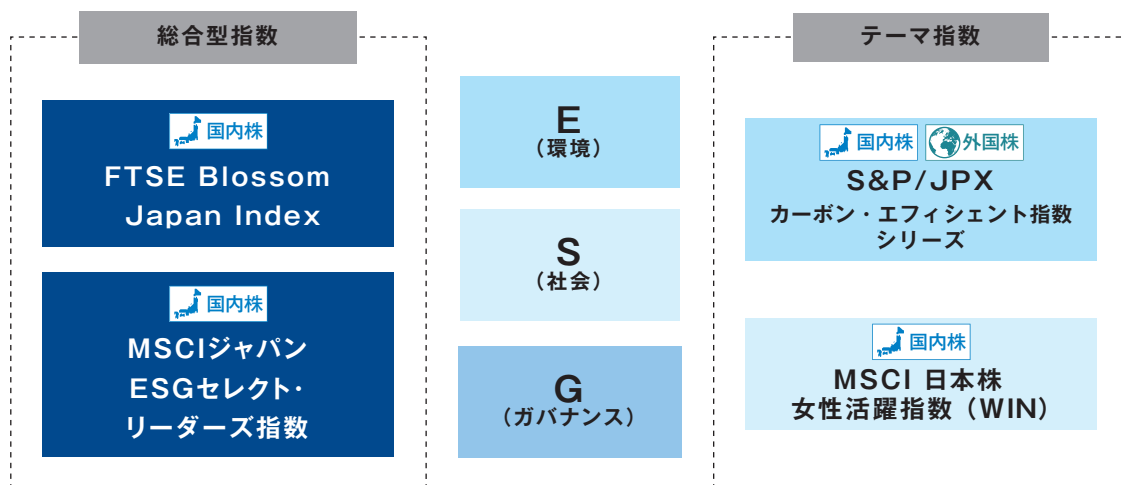
ました。



（注）インデックス・ポスティングの詳細は82ページをご覧ください。



- ①外国株ESG総合指数（ESGの要素を総合的に構成銘柄選定やウエイト付けに反映した指数など）
- ②外国株ダイバーシティ指数（女性活躍等に関する要素を構成銘柄選定やウエイト付けに反映した指数など）
- ③債券環境指数
  - (a) グリーンボンド指数
  - (b) 環境の要素を構成銘柄選定やウエイト付けに反映した債券指数など
  - (c) その他（(a)と(b)のハイブリッド型の債券指数など）

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



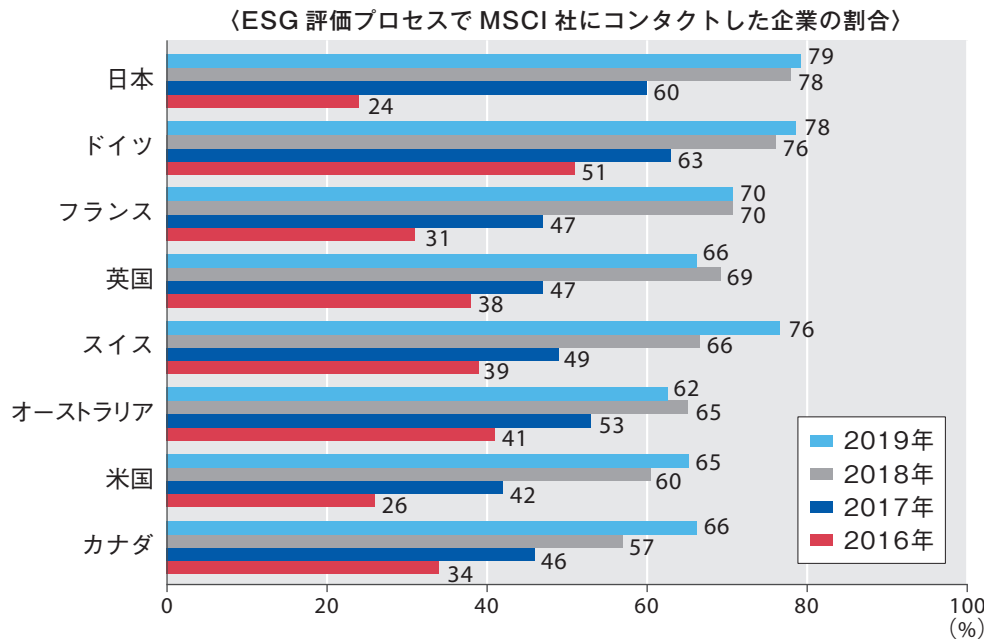
	FTSE Blossom Japan Index 	MSCIジャパン ESGセレクト・リーダーズ指数 	MSCI日本株 女性活躍指数(愛称「WIN」) 
指数の コンセプト	<ul style="list-style-type: none"> <li>世界でも有数の歴史を持つFTSEのESG指数シリーズ。FTSE4Good Japan IndexのESG評価スキームを用いて評価。</li> <li>ESG評価の絶対評価が高い銘柄をスクリーニングし、最後に業種ウェイトを中立化したESG総合型指数。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>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。</li> <li>業種内でESG評価が相対的に高い銘柄を組み入れ。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>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。</li> <li>当該分野で多面的な評価を行った初の指数。</li> </ul>
対象	国内株	国内株	国内株
指数組入候補 (親指数)	FTSE JAPAN INDEX (509銘柄)	MSCI JAPAN IMI TOP 700 (700銘柄)	MSCI JAPAN IMI TOP 700 (700銘柄)
指数構成銘柄数	181	248	305
運用資産額(億円)	9,314	13,061	7,978

	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	<ul style="list-style-type: none"> <li>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&amp;Pダウ・ジョーンズ・インデックスが指数を構築。</li> <li>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。</li> </ul>	
対象	国内株	外国株
指数組入候補 (親指数)	TOPIX (2,164銘柄)	S&P Global Large Mid Index (ex JP) (2,896銘柄)
指数構成銘柄数	1,725	2,037
運用資産額(億円)	9,802	17,106

(注)データは2020年3月末時点

なお、GPIFでは、企業のESG課題に対する対応や情報開示を促進するためには、企業においてESG評価や指数構築手法に関する理解が深まることが重要だと考えており、指数会社に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を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。



Reproduced by permission of MSCI ESG Research LLC ©2020. All rights reserved. No further reproduction or dissemination is permitted.  
 (注)集計対象は MSCI ACWI 構成銘柄です。上記グラフは MSCI ACWI 構成銘柄数が 40 社以上の主要国のみ抜粋しています。

### [3] 債券投資における ESG インテグレーション

GPIF は、世界銀行グループなどの国際開発金融機関や各国政策金融機関が発行するグリーンボンドなどへの投資機会を運用会社に提案するプラットフォームを構築し、債券投資における ESG インテグレーションと国債に対する超過収益の獲得の機会を、運用を委託する運用会社に提供しました。この背景には、①グリーンボンドなどは発行市場で需要が供給を上回ることが多く、また満期まで持ち切る投資家が多いため流通市場で購入することも難しいという問題、② GPIF は、2020年3月末時点で約74兆円の債券を保有し、その大部分が国債となっていますが、先進国では国債利回りが低下し、日本や欧州ではマイナス利回りの国債が増える中、収益を確保するための方策を必要としていた状況があります。2019年4月に世界銀行グループの国際復興開発銀行 (IBRD)、国際金融公社 (IFC) と始めたこの取組は、その後、欧州投資銀行 (EIB)、アジア開発銀行 (ADB)、北欧投資銀行 (NIB)、アフリカ開発銀行 (AfDB)、欧州

復興開発銀行 (EBRD)、イスラム開発銀行 (IsDB)、欧州評議会開発銀行 (CEB)、米州開発銀行 (IDB) に拡大しました。また、ドイツ復興金融公庫 (KfW)、スウェーデン地方金融公社 (Kommuninvest)、オランダ自治体金融公庫 (BNG Bank) など各国政策金融機関ともパートナーシップを締結し、2020年3月末時点で発行体となる国際開発金融機関 10 行、各国政策金融機関 3 行と投資プラットフォームを構築しています。これらのプラットフォーム等を通じたグリーンボンド、ソーシャルボンド、サステナビリティボンドの投資実績は、2020年3月末時点で4,414 億円となっています (ブルームバーグのデータに基づき国際資本市場協会 (ICMA) の原則等に準拠した債券の投資実績を GPIF にて集計)。

GPIF は、環境・社会問題などの負の影響を減らし、運用資産全体の長期的なリターンを向上させるため、株式だけでなく、債券など他の資産においても ESG を考慮した投資を推進しています。



## 9 | その他主要な取組

### [1] 運用受託機関等の公募及び管理

#### ① マネジャー・エントリー制度導入に伴う公募の実施

##### ア. マネジャー・エントリー制度の導入状況

2018年2月にマネジャー・エントリー制度を伝統的4資産全てに導入しました。2019年度末時点の登録状況は右記の通りとなっています。

	エントリー	情報提供
国内債券	13	0
国内株式	57	12
外国債券	178	34
外国株式	541	142

##### イ. 外国債券パッシブ及び外国債券アクティブ運用機関の選定

外国債券パッシブにおいて、MBS-TBAパッシブで2ファンドを選定しました。また、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、2019年度に第3次審査を行い、新規4ファンドと既存2ファンド(継続)を選定しました。

##### ウ. 国内株式アクティブ及び外国株式アクティブ運用機関の審査

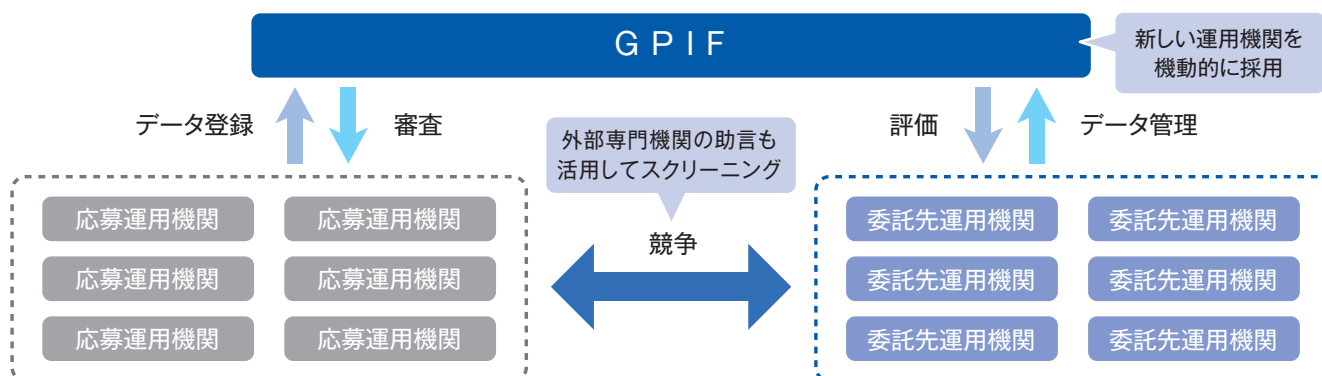
安定的な超過収益率の確保の観点から、国内株式アクティブのバリュー型について、運用受託機関構成の見直しのための審査を行い、第2次審査まで終了しました。ま

た、外国株式アクティブにおいて、マルチ・マネジャーの選定を行い、第3次審査まで実施しました。

##### エ. オルタナティブ資産の運用機関の公募

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

内不動産分野1件、インフラストラクチャー分野3件で運用受託機関を選定したのに続き、2018年度に海外不動産分野1件、2019年度にはグローバルPE分野1件の運用受託機関を選定し、それぞれ投資を開始しました。

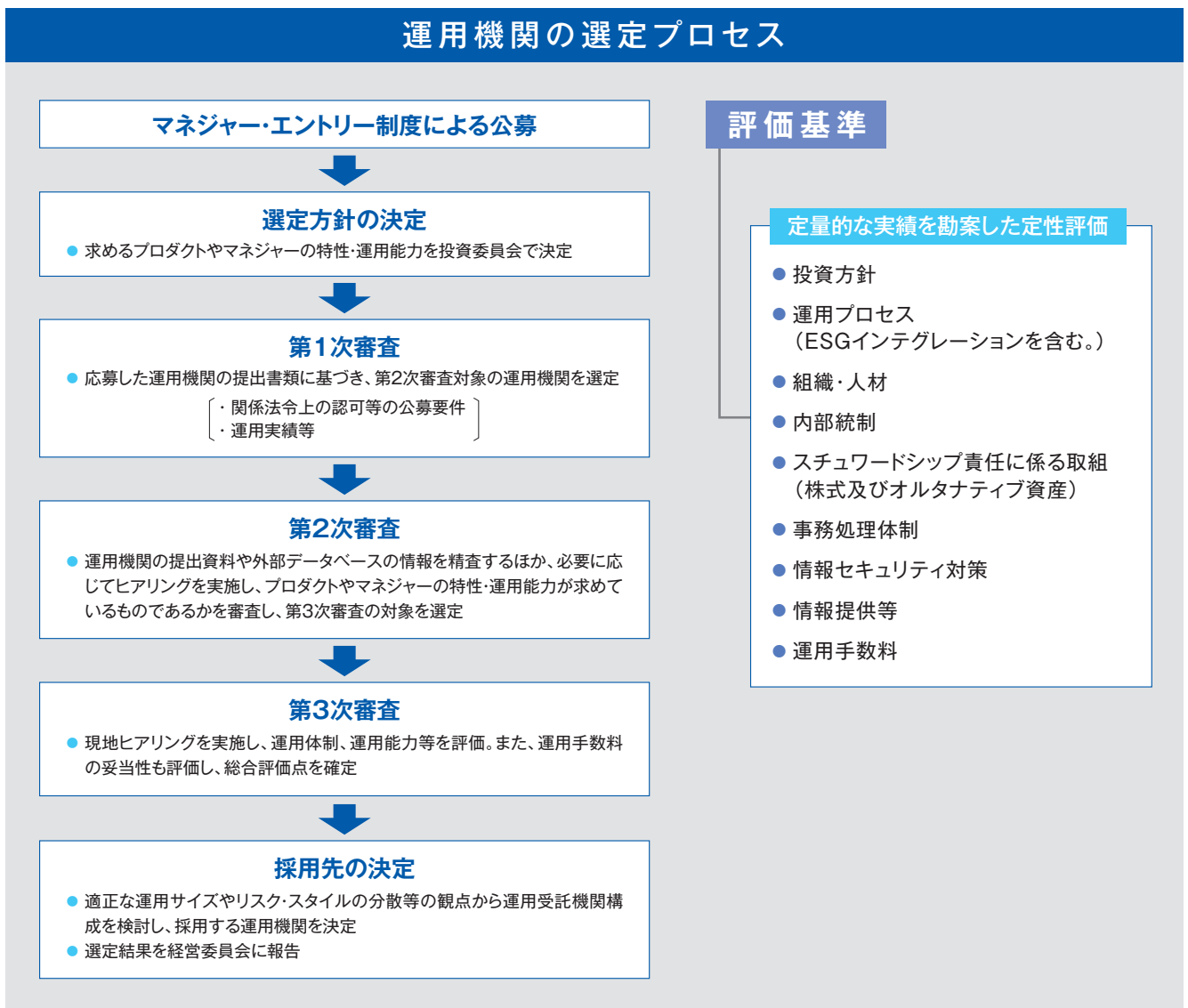




## ② 運用機関選定プロセス・審査基準の変更

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

イ. スチュワードシップ活動原則において「投資におけるESGの考慮」を定め、運用受託機関にもESGインテグレーションを求めることとしたことから、評価項目の「運用プロセス」においてESGを投資分析及び投資決定に明示的かつ体系的に組み込んでいるかを評価することとしました。



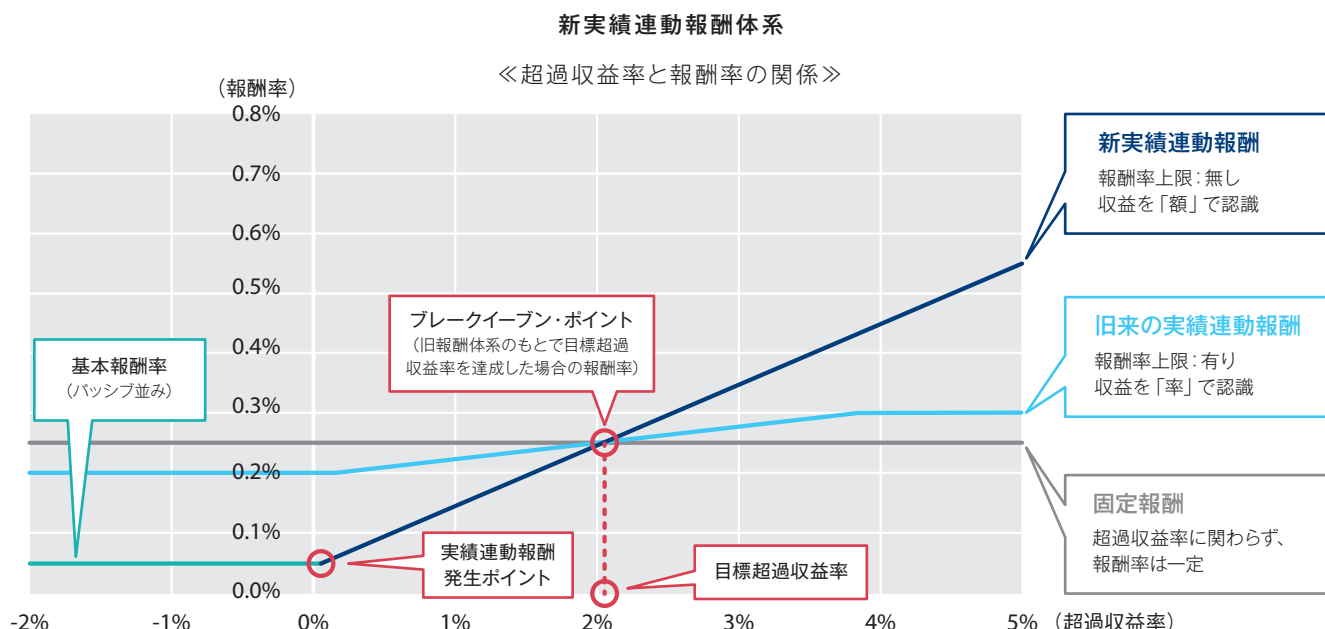
### ③ 新実績連動報酬体系の概要

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



### ④ 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。

2019年度においては、特に運用上の懸念が考えられるファンドを中心にミーティングを行い、総合評価を実施した結果、国内株式アクティブ1ファンドの解約を決定したほか、国内株式アクティブ3ファンド、国内株式パッシブ2ファンド、外国株式パッシブ1ファンドに対して警告を決定するなど適切な対応を実施しました。

総合評価以外にも、外国債券アクティブにおいて運用上重要なキーパーソンの変更に伴い、運用の継続性について確認をした結果、1ファンドを解約しました。

国内株式及び外国株式のパッシブ運用において、運用

資産全体の長期的なリターンを向上させることを目的に、既存の時価総額型の国内株式パッシブ及び外国株式パッシブからそれぞれの資産のESGパッシブへ資産移管を進めました。また、外国債券アクティブにおいて、2018年度に公募したハイイールド運用受託機関の第3次審査を行い、新規4ファンド、既存2ファンド(継続)を選定しました。さらに、外国債券パッシブにおいて、MBS-TBAパッシブで2ファンドを選定しました。

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。

## 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。また、資産管理機関の評価は、資産管理機関の複数化を実施し、今後はより

資産管理機関の選択の幅が広がると予想される中で、選択時に各社の強みや弱みを勘案できる総合評価方法に改めた形で行いました。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

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、2019年度においては、短期資産で複数化を実現しました。

(注)運用受託機関等の一覧については103・104ページをご覧ください。

## [2] インデックス・ポスティングの導入

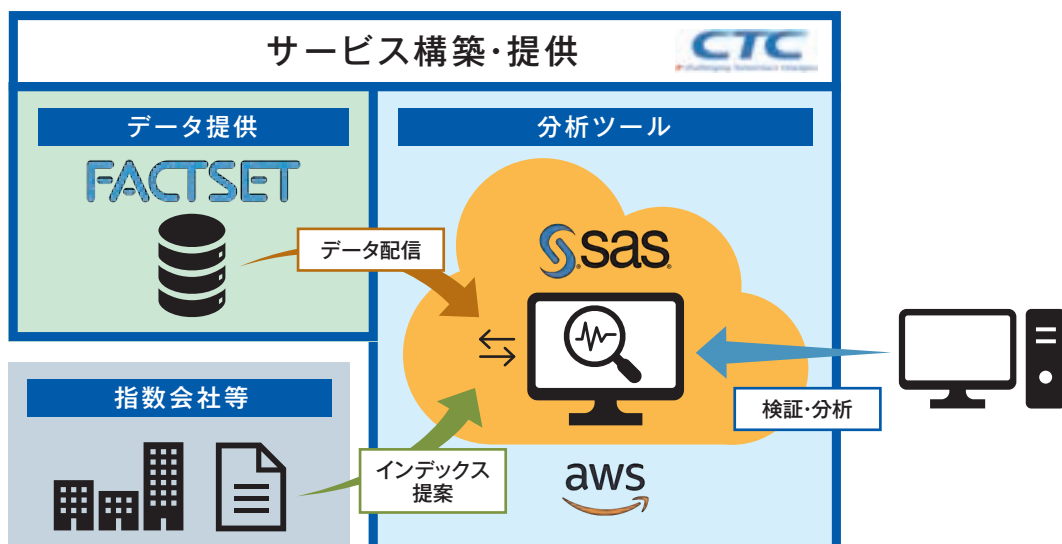
GPIFでは、パッシブ運用が運用の大部分を占めており、ベンチマークは運用のパフォーマンスを左右する重要な要素となっています。また、近年では、スマートベータ指数やESG指数に基づく運用を開始するなど、インデックスの多様化を進めており、新たなインデックスに対するニーズは一段と高まっています。

このようなことから、様々なインデックスの情報収集を効率的に行い、運用の高度化につなげることを目的に、GPIFは「インデックス・ポスティング」を2019年度に一部導入し、外国株ESG総合指数、外国株ダイバーシティ

指数、債券環境指数の3分野に限って先行的に情報を受け付けました。これは、インデックスに関する情報を常時受け付ける仕組みで、ポスティングされたインデックスの情報を効率的に蓄積し、ESG情報を含む非財務情報や財務情報などと統合して、分析するための基盤(IDEAS: Index Data Entry and Analysis System)の整備も進めています。

2020年度に本格導入しており、時価総額加重型指数、スマートベータ指数、ESG指数など、株式や債券に関する指数の情報を常時受け付けています。

〈インデックス等データ活用基盤 (IDEAS) のイメージ〉



(注) 図中のロゴは、実際にIDEASで使用しているサービス提供会社及びサービス名です。

### [3] 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。

2019年度においては、第3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、内閣府大臣政務官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。

受賞者	： 與語 基裕 氏	プリンストン大学教授
略歴	： プリンストン大学卒、ハーバード大学Ph.D. (経済学)、ミネアポリス連邦準備銀行、ペンシルバニア大学ウォートン校を経て、2015年より現職	
受賞理由	： 研究分野は、ファイナンス・保険分野・計量経済など多岐にわたっている。中でも資産価格決定理論及び投資会社と保険会社の仕組みと役割について顕著な功績があり、今後さらなる活躍が期待されるため。	



#### (選考委員)

ロバート・マートン	ノーベル経済学賞受賞、MITスローン・ビジネススクール教授、ハーバード大学名誉教授
ジョシュ・ラーナー	ハーバード・ビジネススクール教授
デビッド・チェンバース	ケンブリッジ大学ジャッジ・ビジネススクール教授
植田 和男	共立女子大学国際学部教授、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、将来にわたって年金積立金の管理及び運用を安全かつ効率的に行うた

めに必要と考えています。2019年度は、以下7つの調査研究及び共同研究を行いました。

### ア. 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年度より継続している「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、これまでの研究ではGPIFが委託する国内外の株式アクティブ運用会社の取引データを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。2019年度は、当該研究

を進展させ、「ユニークさ」や「クセ」といった定量的に捕捉することが難しい情報の定量化を試み、取引行動からアクティブ運用者の過去と足元の投資行動の一貫性を捉える研究に取り組みました。

委託先:株式会社ソニーコンピュータサイエンス研究所

### イ. プライベートデットに関する調査研究業務

目的:GPIFでは、被保険者の利益に資することを前提に、運用対象の多様化に取り組んでいます。これまでの取組の例として、伝統的資産とリスク・リターン特性が異なるオルタナティブ資産への投資を行ってきました。本調査では投資の多様化を進めることを目的に、プライベート

デット(私募債、バンクローン、ダイレクトレンディング、不動産ノンリコースローン、インフラストラクチャーデット等)が新たな運用対象となり得るかについて検討を行うため、調査研究を行いました。

委託先:株式会社サピアット

### ウ. 第4期中期計画策定に資する調査研究業務

目的:GPIFでは、厚生労働大臣から指示される第4期中期目標を踏まえ、同目標の達成に向けた2020年度から5年間の第4期中期計画を自ら定めることとなります。「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」GPIFにおいては、第4期中期計画の策定にあたって、長期的な観点から考えることが重要になりま

す。そのため、GPIFを取り巻く外部環境の長期的な変化に関する情報の収集、運用の高度化等を実現するために必要な情報の収集、長期的な観点でのGPIFの在り方や課題についての調査を実施し、第4期中期計画の質の一層の向上のために、上記の情報収集及び調査研究の成果を同計画策定の際の材料として用いました。

委託先:みずほ総合研究所株式会社

### エ. オルタナティブ資産の複製手法に関する調査研究業務

目的:オルタナティブ資産は、伝統的資産と比較して一般的に流動性が低く、運用手数料が高いといった傾向があるため、オルタナティブ資産の運用に取り組んでいく場面においては、年金給付に必要な流動性を確保するとともに、運用手数料とパフォーマンスについて妥当な評価を行うことが課題であると認識しています。

そのため、(i)オルタナティブ資産のパフォーマンスデータや指数に係る基本的事項に関する情報収集、(ii)伝統的資産・上場資産によるオルタナティブ資産の複製手法

に関する情報収集、及び(iii)運用手数料とパフォーマンスの評価方法に関する情報収集を行い、上記の複製手法及び評価方法について、導入に向けた検討を行う際の課題等を整理する必要があります。本調査研究においては、収集した情報及び研究成果をオルタナティブ資産の運用に係る検討材料として用い、今後のオルタナティブ資産の運用における質の一層の向上を図ることを目的としています。

委託先:株式会社野村総合研究所

### オ. 機動的運用のためのリスク管理指標の共同研究業務

目的:資産配分について機動的な運用を行うにあたっては、昨今、変動の激しい傾向にある経済環境や市場環境に係る分析について高度化を図っていく必要があります。そこで、機動的な運用のためのリスク管理について多角化を図るべく、新たなリスク管理指標の調査研究(共同研究)を開始しました。当該研究については、これまでのトラッキングエラーやVaRといっ

た現在のリスク状況を示す指標というよりは、フォワード・ルッキングな先行指標を想定しており、最新の理論研究(既存の枠組みを超えた新規の手法・研究等)を取り入れた新規のリスク管理指標を研究の対象としています。

共同研究先:学校法人早稲田大学

### カ. ESG投資の分散投資効果とポートフォリオ効率性に関する共同研究業務

目的:ユニバーサル・オーナーかつ超長期投資家であるGPIFは、環境・社会問題などの負の影響を減らし、運用資産全体の長期的なリターンを向上させるため、ESG(環境・社会・ガバナンス)を考慮した投資を推進しています。このような取組を行う上で、ESG投資の分散投資効果やポートフォリオ効率性に対する効果を検証することは、より適切かつ効果的なESGの取組を可能にするとともに、有効性に関しても客観的に評価する必要があります。

具体的には、時間的な変遷や国別の差異の観点を含めた定量的な分析を行い、時系列分析の手法や国別の比較分析の手法が必要となります。特にレジームスイッチングモデル等を用いた高度な手法を用いることで、レジーム変化の検出やその条件の分析において、先進的かつ独自性の高い結果が得られることを目指しています。

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

### キ. Society 5.0 for SDGsの実現に向けた共同研究業務

目的:現在、デジタル革新(DX)の進展、経済社会構造の変化、地球環境問題への危機感の高まり、人々のマインドセットの変化など、従来の考え方では適用できない世界が訪れようとしています。そういった背景のもと、日本では「Society 5.0 for SDGs」の実現により、中長期的な経済成長と持続可能な社会の構築を図ろうとしています。

一方、日本の産業界初のコンセプトである「Society 5.0」と、国連が提唱した「ESG投資」との関連性に関する研究や実行は緒についたばかりであることから、積立金の運用において、投資先及び市場全体の持続的な成長が、運用資産の長期的な投資収益の拡大に必要であることを踏まえ、日本の経済界、アカデミア、投資家をそ

れぞれ代表する、経団連、東京大学、GPIFの3者で、Society 5.0 for SDGsの実現に向けた共同研究を行いました。

調査結果では、日本において、Society 5.0 for SDGsに資する企業の活動が、環境及び社会の持続可能性と経済の持続的な成長に貢献することが、企業、投資家、そして学術的な見地から、定量的にも定性的にも示されました。

調査研究の結果を受け、今後GPIFではアクションプランの実施に向けて検討していきます。

共同研究先:一般社団法人日本経済団体連合会、国立大学法人東京大学

## 10 | その他

### [1] 有価証券報告書虚偽記載等に伴う訴訟

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

#### 【国内】

2020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	訴額	状況
フォルクスワーゲンAG	2016年3月14日	日本マスタートラスト信託銀行 (集団訴訟に参加)	訴状において 具体的な金額の記載なし	第一審係属中(ドイツ)
フォルクスワーゲンAG	2016年9月19日	ステート・ストリート信託銀行 (集団訴訟に参加)	訴状において 具体的な金額の記載なし	第一審係属中(ドイツ)
Porsche Automobil Holding SE	2016年9月19日	日本マスタートラスト信託銀行 (集団訴訟に参加)	訴状において 具体的な金額の記載なし	第一審係属中(ドイツ)
Deutsche Bank AG	2017年12月15日	日本マスタートラスト信託銀行 (集団訴訟に参加)	訴状において 具体的な金額の記載なし	第一審係属中(ドイツ)
Danske Bank A/S	2019年10月16日	日本マスタートラスト信託銀行 (集団訴訟に参加)	3億8,744万9,893 デンマーク・クローネ	第一審係属中 (デンマーク)

### [2] 受賞

GPIFは、アジア地域の機関投資家向け金融専門誌であるアジアンインベスター誌より「アジアンインベスター インスティテューショナル・エクセレンス・アワード2019」を受賞しました。同誌による受賞は5年連続となります。また、ヨーロッパ地域の機関投資家向け金融専門誌であるインベストメント・ペンション・ヨーロッパ誌からも、GPIFにおける不動産投資の本格的開始を評価した賞を受けました。こちらは、初の受賞となります。



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

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

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

##### ② 年金財政における積立金の役割

積立金は年金財政の安定化に活用することとされていますが、①にある通り、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。年金給付の財源（財政検証で前提としている概ね100年間の平均）は、その年の保険料収入と国庫負担で9割

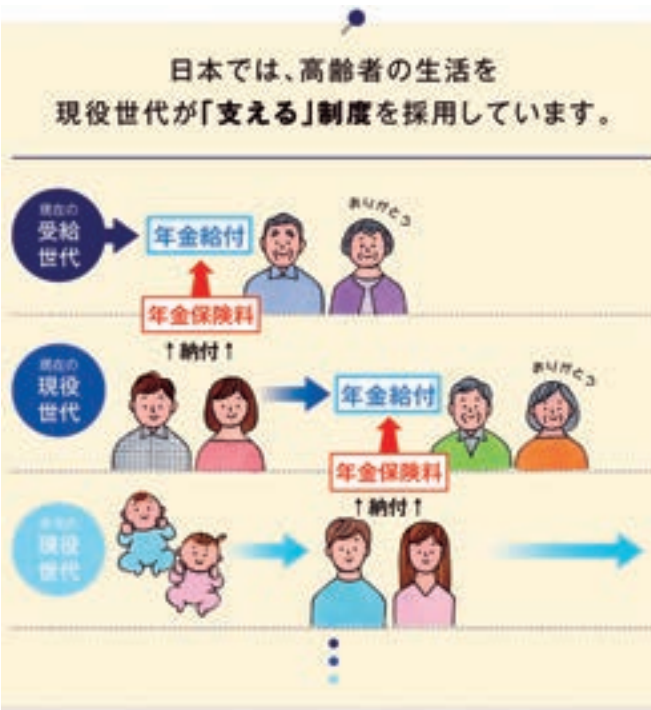
ドも併せて導入されました。このような仕組みを通じて、公的年金制度の持続可能性の向上が図られています<sup>（注）</sup>。

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

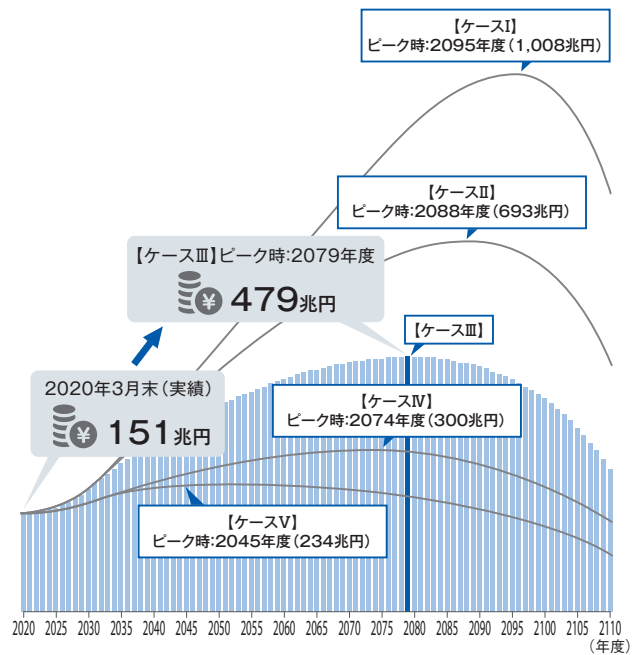
また、GPIFの一定期間内における業務運営の目標は、他の独立行政法人と同様、主務大臣が定めることとされています（独立行政法人通則法）、厚生労働大臣により定められた「GPIFが達成すべき業務運営に関する目標」（以下「中期目標」といいます。）においては、「財政の現況及び見通しを踏まえ、長期的に年金積立金の実質的な運用利回り（年金積立金の運用利回りから名目賃金上昇率を差し引いたものをいう。）1.7%を最低限のリスクで確保すること」が要請されています。GPIFは、これを受けて、中期計画において分散投資を基本として長期的な観点からの資産構成割合（基本ポートフォリオ）を定め、これに基づき年金積立金の管理・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

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





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



(注1)人口の前提は出生中位、死亡中位です。  
(注2)実績はGPIFの運用資産額であり、年金特別会計等を含みません。  
(注3)ケースI~ケースVの詳細は60ページをご覧ください。

## [2] 積立金の運用に関する法令上の要請と中期目標・中期計画の主な内容

### ① 年金積立金の管理及び運用の基本的な方針

厚年法では、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、2020年度から2024年度までの5年間で計画期間とする第4期中期計画では、分散投資を基本として、長期的な観点からの資産構成割合（基本ポートフォリオ）を策定することを定めています。基本ポートフォリオの策定に当たっては、管理運用主体（GPIF、国家公務員共済組合連合会、地方公務員共済組合連合会及び

日本私立学校振興・共済事業団）が共同して定めるモデルポートフォリオを参酌することとしています。

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

## ② 運用の目標、リスク管理、透明性の確保等

2020年度から2024年度までの5年間で目標期間とする第4期中期目標では、年金積立金の運用は、財政検証を踏まえ、長期的に年金積立金の実質的な運用利回り（年金積立金の運用利回りから名目賃金上昇率を差し引いたもの）1.7%を最低限のリスクで確保することが目標とされました。このほか、市場の価格形成や民間の投資行動等を歪めないよう十分留意すること、中期目標期間において資産全体及び各資産ごとに各々のベンチマーク収益率（市場平均収益率）を確保することが求められています。

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

第4期中期目標では、原則としてパッシブ運用とアクティブ運用を併用すること、ただし、アクティブ運用につ

いては過去の運用実績も勘案し、超過収益が獲得できるとの期待を裏付ける十分な根拠を得ることを前提に行うこと、投資先及び市場全体の持続的成長が、運用資産の長期的な投資収益の拡大に必要であるとの考え方を踏まえ、被保険者の利益のために長期的な収益確保を図る目的で行われるものである等といった年金積立金の管理及び運用の基本的な方針に留意しつつ、非財務的要素であるESG（環境、社会、ガバナンス）を考慮した投資を推進することなどが定められています。

また、新たな運用手法及び運用対象の導入等に関する重要事項は、2017年10月に設置された経営委員会で審議の上、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確保が図られています。

## ③ 年金積立金の管理及び運用に関し遵守すべき事項

第4期中期目標では、慎重な専門家の注意義務及び忠実義務の遵守を徹底することが求められています。

また、年金積立金の運用に当たっては、市場規模を考慮し、自ら過大なマーケットインパクトを受けることがないよう十分留意し、特に、資金の投入及び回収に当たって、特定の時期への集中を回避することとされています。

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

と、株式運用において個別銘柄の選択は行わないことなどが定められています。

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

#### ④ 管理及び運用能力の向上、業務運営の効率化等

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

また、リスク管理について、フォワード・ルッキングなリスク分析とともに長期のリスク分析を行うなど、その高度化を図ること、各種運用リスクの管理状況について、経営

委員会は適切にモニタリングを行うこととされています。

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

## 2 | 組織・内部統制体制

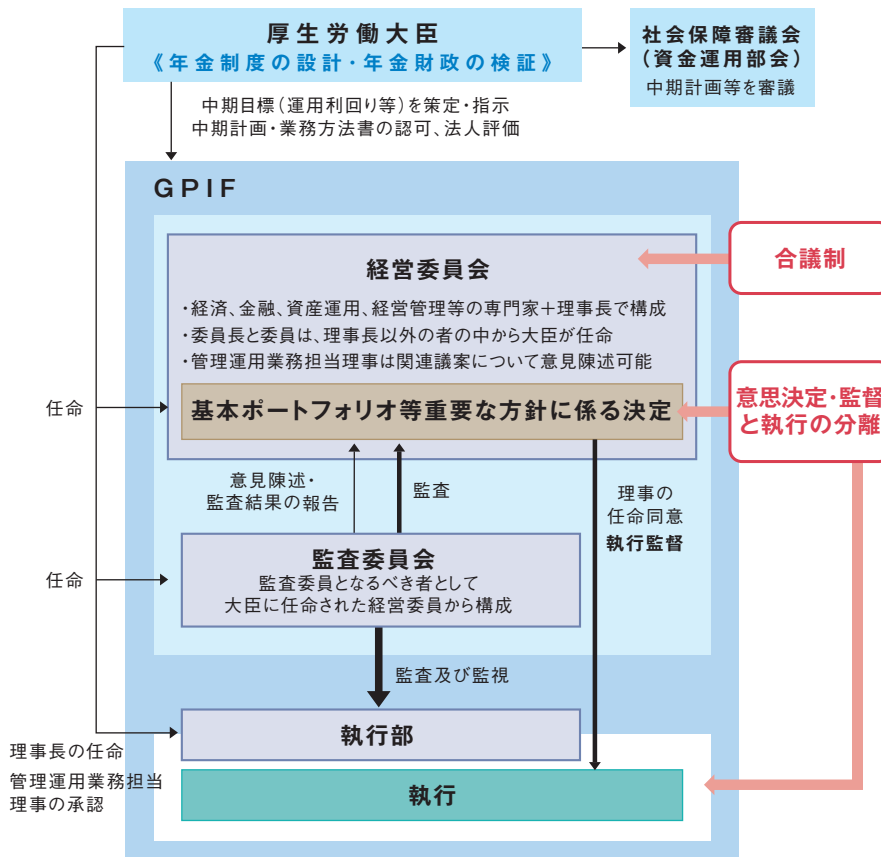
### [1] 基本的なガバナンスの仕組み

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

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

項の決定を行います。その中には、基本ポートフォリオ・中期計画の作成のほか、年度計画の作成、業務概況書の作成、組織・定員や管理運用業務に関する重要事項の決定(リスク管理や内部統制の基本方針の策定、組織規程の制定等)、理事の任命に際しての同意などが含まれます。なお2019年度の経営委員会では、2020年4月から適用されている第4期中期計画並びに基本ポートフォリオの策定等の重要な意思決定を行いました。

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2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。2019年度においては、合計18回開催しましたが、その概要は、下表の通りです。

2019年度の経営委員会では、2020年4月から適用されている第4期中期計画並びに基本ポートフォリオの策定などについて活発な議論を行い、向こう5年間の基

本的な運営の枠組みを策定しました。役職員に関する重要なコンプライアンス案件についても、慎重かつ掘り下げた審議を行い、ガバナンスの基礎をなす内部統制の改善・強化に取り組みました。また、資産配分比率やリスク管理の状況について理事長等から報告を受け、活発な議論を行いました。なお、経営委員会の議論の内容は、一定期間を経た後に議事概要としてGPIFのホームページに掲載されます。

### 経営委員会の開催状況

(2019年度)

	開催日	主な議題(議決・審議事項のみ記載)
第22回	2019年 4月11日	(議決)元号改正に伴う関係規程の整備等 (審議)基本ポートフォリオの定期検証の実施
第23回	5月16日	(審議)①2018年度業務概況書(案)、②基本ポートフォリオの定期検証(2)、③経営委員会の運営等
第24回	6月6日	(議決)①経営委員会規程の変更、②基本ポートフォリオの定期検証(3) (審議)①平成30年度業務実績評価(案)、②第3期中期目標期間見込評価(案)、③2018年度業務概況書(案)、④平成30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25回	6月28日	(議決)①平成30年度業務実績評価(案)、②第3期中期目標期間見込評価(案)、③2018年度業務概況書(案)、④保有全銘柄開示(2018年度末時点)、⑤平成30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)、⑥国内債券運用の在り方(2) (審議)新たな業務リスク等管理の導入
第26回	7月18日	(議決)新規規程による業務リスク等管理 (審議)①会計・開示用データサービス業務等の調達、②国内債券運用の在り方(3)
第27回	8月27日	(議決)①組織及び定員に関する重要事項、②会計・開示用データサービス業務等の調達、③リスク管理ツールに係る補充調達、④運用リスク管理規程の改正
第28回	9月30日	(議決)①理事(管理運用業務担当)及び理事(管理運用業務担当理事を除く。)任命に関する同意、②年度計画の変更、③運用リスク管理規程の改正、④役員の再就職の制限に関する規程の改正 (審議)経営委員会議事録作成及び公表規程の改正
第29回	10月6日	—
第30回	10月11日	(審議)コンプライアンス案件
第31回	10月18日	(議決)コンプライアンス案件(2)
第32回	10月24日	(審議)第4期中期計画策定(組織・人員体制)
第33回	11月18日	(議決)株式の証券貸付運用の取り扱い(3) (審議)①第4期中期計画策定(2)、②経営委員会議事録作成及び公表規程の変更

	開催日	主な議題(議決・審議事項のみ記載)
第34回	12月2日	(議決)①事務所の拡充、②会計規程の変更、③経営委員会議事録作成及び公表規程等の変更 (審議)①次期基本ポートフォリオの策定(10)、②第4期中期計画(3)、③経営委員会の議決事項
第35回	12月23日	—
第36回	2020年 1月9日	(議決)①報酬等及び給与等の支給の基準の変更、②事務所の賃貸借契約の更新 (審議)①次期基本ポートフォリオの策定(11)、②第4期中期計画(4)、③経営委員会の議決事項(2)
第37回	2月6日	(議決)組織及び定員に関する重要事項 (審議)①次期基本ポートフォリオの策定(12)、②第4期中期計画策定(5)、③令和2年度計画予算案(経費部分)
第38回	3月9日	(議決)①積立金の資産の構成の目標(モデルポートフォリオ)の変更(案)、②第4期中期計画(案)、③組織及び定員に関する重要事項、④管理運用の方針の変更(案)、⑤投資原則の変更(案)、⑥運用リスク管理規程の変更(案) (審議)①令和2年度計画(案)(2)、②経営委員会の議決事項(2)
第39回	3月26日	(議決)令和2年度計画(案) (審議)年金積立金の運用評価

### [3] 監査委員会

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

監査委員会は、2019年度合計21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。

また、監査委員会は、経営委員会から委託を受けた監

視の一環として、執行部が主催する各種委員会(投資委員会、運用リスク管理委員会、経営企画会議、契約審査会等)に随時陪席するほか、各部室担当者及び理事長・理事への面談、随時の調査等を行ってGPIFの業務の実態、適正性を把握、分析し、これらの活動を通じて得られた情報は適宜経営委員会にも報告して共有するとともに、内部統制の一層の強化に向けて、経営委員会や理事長に対し、組織運営上の課題等に関する意見提出も行っています。加えて、2019年度は、監査委員会が選定した監査委員が役職員に係るコンプライアンス案件の調査も行っています。

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

### [4] 執行体制

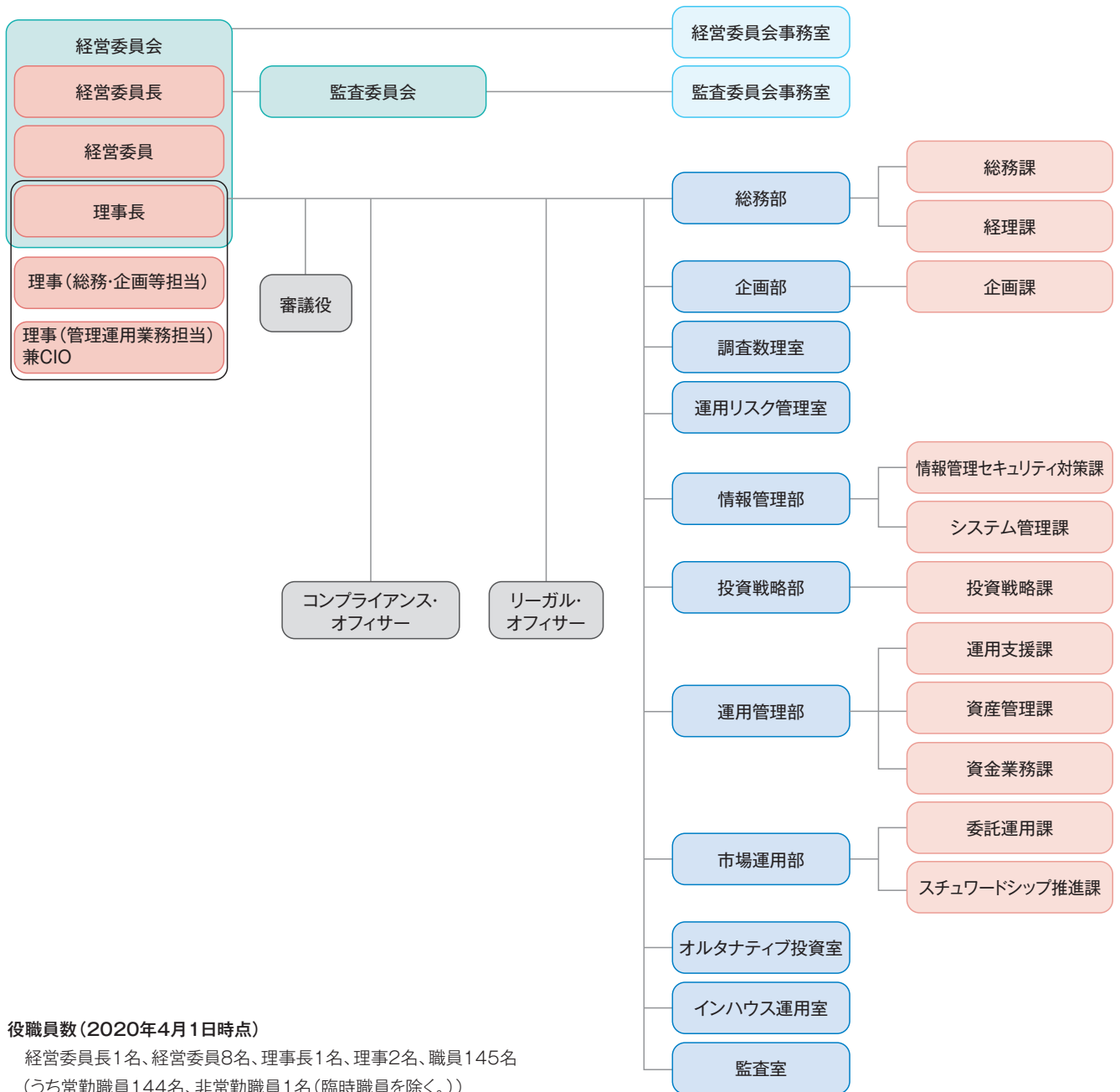
#### ① 組織

GPIFの役職員は、2020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145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)、調査数理室、運

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

組織図 [2020年4月1日時点]



第2部

役職員数 (2020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145名  
(うち常勤職員144名、非常勤職員1名(臨時職員を除く。))

(コラム) 専門人材の確保・育成と勤務環境の整備

GPIFでは、運用の多様化やリスク管理の向上などのため、高度で専門的な人材の確保・育成に努めています。証券アナリスト、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 54人	MBAなど 17人
弁護士 1人	公認会計士 1人
税理士 1人	不動産鑑定士 4人
Ph.D. など 2人	

※2020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」<sup>(注1)</sup>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員へ周知徹底を図るとともに、内部通報・外部通報に関する仕組みを確保するほか、役員等が法令その他GPIFが定める規程等に違反し、又はGPIFの役員等たるにふさわしくない行為をしたときは、制裁規程等に基づき制裁処分等を行うこととしています。さらに、GPIFの業務の内部監査等を行わせるため、監査室を設置しています。

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。

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

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

(注1) 内部統制の基本方針については、GPIFのホームページ([https://www.gpif.go.jp/about/philosophy\\_01.pdf](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。

## 3 | 広報の取組

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いきます。



GPIF Homepage



GPIF YouTube channel

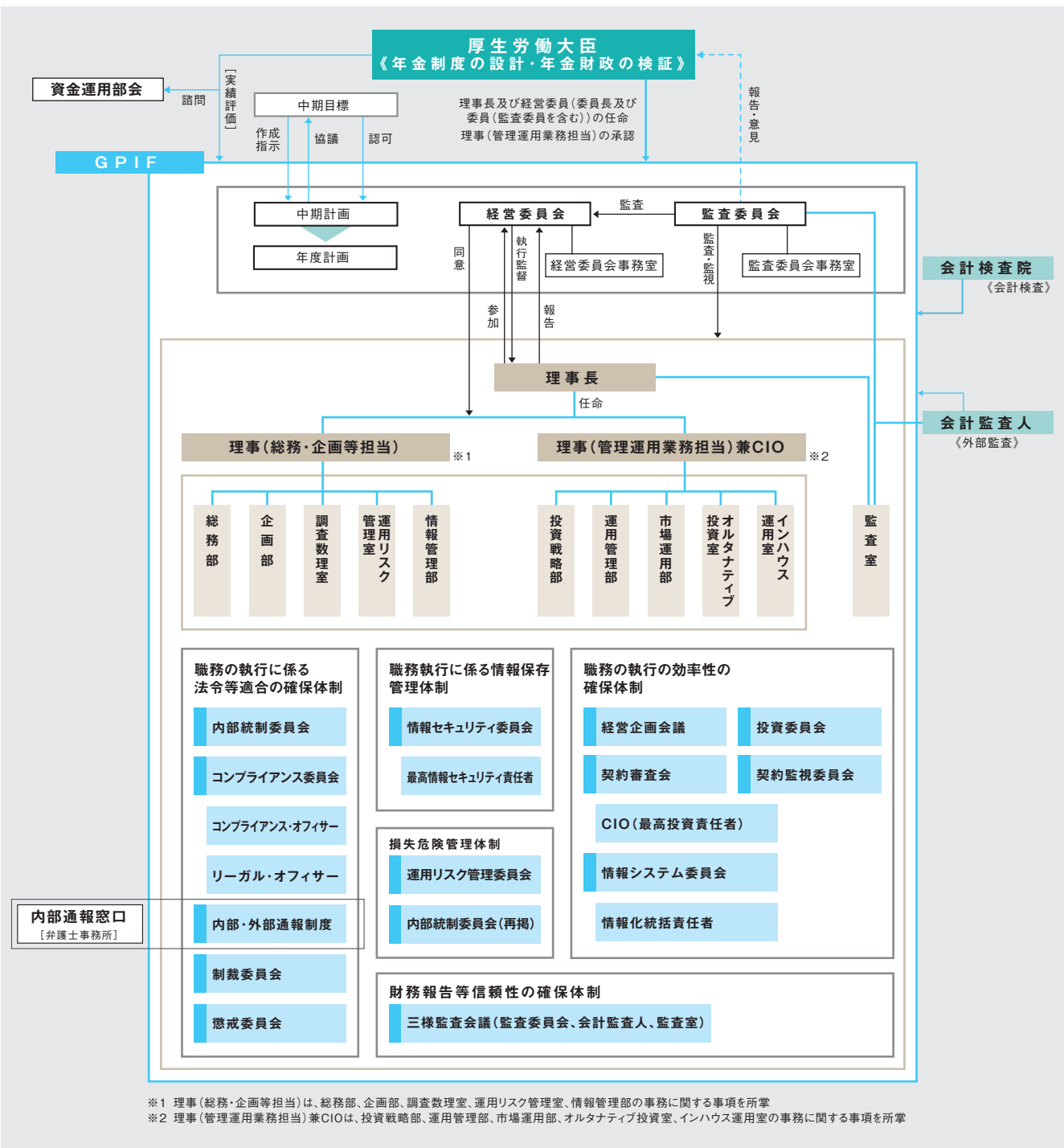


GPIF Twitter



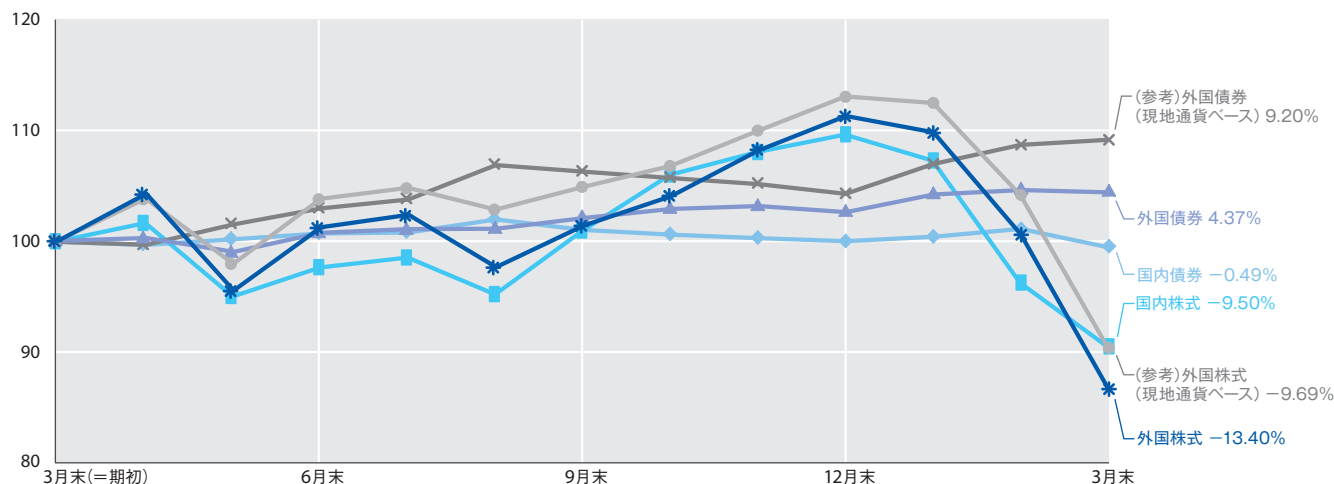


## 内部統制等の概念図



## 第3部 資料編

### 1 | ベンチマークインデックスの推移(2019年度)



※ 2019年3月末(期初)を100としたベンチマークインデックスの推移

#### ○ベンチマーク収益率(2019年4月～2020年3月)

(単位:%)

国内債券	複合ベンチマーク収益率 <sup>(注1)</sup>	-0.49
	(参考) NOMURA-BPI「除くABS」	-0.18
国内株式	TOPIX(配当込み)	-9.50
外国債券	FTSE世界国債インデックス(除く日本、円ベース)	4.37
	(参考) FTSE世界国債インデックス(除く日本、現地通貨ベース)	9.20
外国株式	MSCI ACWI(除く日本、円ベース) <sup>(注2)</sup>	-13.40
	(参考) MSCI ACWI(除く日本、現地通貨ベース)	-9.69

#### ○参考指標

		2019年3月末	2020年3月末
国内債券	新発10年国債利回り (%)	-0.09	0.02
国内株式	TOPIX配当なし (ポイント)	1,591.64	1,403.04
	日経平均株価 (円)	21,205.81	18,917.01
外国債券	米国10年国債利回り (%)	2.41	0.67
	ドイツ10年国債利回り (%)	-0.07	-0.47
外国株式	NYダウ (ドル)	25,928.68	21,917.16
	ドイツDAX (ポイント)	11,526.04	9,935.84
	上海総合指数 (ポイント)	3,090.76	2,750.30
外国為替 <sup>(注3)</sup>	ドル/円 (円)	110.69	107.96
	ユーロ/円 (円)	124.28	118.45

(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(98ページから101ページ)及び3 運用手法・運用受託機関別運用資産額等(102ページから110ページ)の表については、GPIFのホームページ(<https://www.gpif.go.jp/operation/the-latest-results.html>)にてExcelファイルの形式でも掲載していますのでご参照ください。

### [1] 収益率

(単位:%)

	2001年度	2002年度	2003年度	2004年度	2005年度	2006年度	2007年度	2008年度	2009年度	2010年度	2011年度	2012年度	2013年度	2014年度	2015年度	2016年度	2017年度	2018年度	2019年度	直近5年間 (2015~2019年度)	直近10年間 (2010~2019年度)	独法設立後 (2006~2019年度)	市場運用開始後 (2001~2019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	-5.20	0.93	3.70	2.53	2.58

#### 《参考》

##### (市場運用分)

(単位:%)

	2001年度	2002年度	2003年度	2004年度	2005年度	2006年度	2007年度	2008年度	2009年度	2010年度	2011年度	2012年度	2013年度	2014年度	2015年度	2016年度	2017年度	2018年度	2019年度	直近5年間 (2015~2019年度)	直近10年間 (2010~2019年度)	独法設立後 (2006~2019年度)	市場運用開始後 (2001~2019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	-5.24	0.91	3.88	2.51	2.83

(単位:%)

	2001年度	2002年度	2003年度	2004年度	2005年度	2006年度	2007年度	2008年度	2009年度	2010年度	2011年度	2012年度	2013年度	2014年度	2015年度	2016年度	2017年度	2018年度	2019年度	直近5年間 (2015~2019年度)	直近10年間 (2010~2019年度)	独法設立後 (2006~2019年度)	市場運用開始後 (2001~2019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	-5.26	0.94	3.92	2.54	2.85
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	-0.36	1.00	1.69	1.84	1.55
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	-9.71	0.31	5.86	0.46	2.20
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	3.55	0.63	4.41	3.40	4.73
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	-13.08	1.33	8.60	4.47	4.65

##### (財投債)

(単位:%)

	2001年度	2002年度	2003年度	2004年度	2005年度	2006年度	2007年度	2008年度	2009年度	2010年度	2011年度	2012年度	2013年度	2014年度	2015年度	2016年度	2017年度	2018年度	2019年度	直近5年間 (2015~2019年度)	直近10年間 (2010~2019年度)	独法設立後 (2006~2019年度)	市場運用開始後 (2001~2019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	1.93	1.84	1.67	1.51	1.36

(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出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いますのでご参照ください。

### [2] 収益額

(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	2019年度	直近5年間 (2015~2019年度)	直近10年間 (2010~2019年度)	独法設立後 (2006~2019年度)	市場運用開始後 (2001~2019年度)
収益額	-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	-82,831	68,039	458,484	441,119	575,377

#### 《参考》

##### (市場運用分)

(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	2019年度	直近5年間 (2015~2019年度)	直近10年間 (2010~2019年度)	独法設立後 (2006~2019年度)	市場運用開始後 (2001~2019年度)
総合収益額	-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	-83,003	66,251	447,325	417,597	543,019
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	-1,221	24,496	94,544	141,389	147,289
国内株式	-10,174	-20,452	39,869	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	-37,015	7,980	130,665	61,128	135,927
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	10,154	11,307	63,536	66,157	79,543
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	-54,887	22,485	158,490	148,805	180,402
短期資産	-44	1	1	0	0	8	6	3	10	17	28	34	13	15	7	0	-0	11	-34	-16	90	118	76

##### (財投債)

(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	2019年度	直近5年間 (2015~2019年度)	直近10年間 (2010~2019年度)	独法設立後 (2006~2019年度)	市場運用開始後 (2001~2019年度)
収益額	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	172	1,788	11,158	23,523	32,358

(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い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	2019 年度	独法設立後累積 (2006~2019年度)	市場運用開始後累積 (2001~2019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	-82,831	441,119	575,377
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	370	4,657	5,844
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	-83,201	433,713	543,558

(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	2019 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	526,665	
内訳	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	556,439
	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	-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	2019 年度	独法設立後累積 (2006~2019年度)	市場運用開始後累積 (2001~2019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	7,721	144,356	152,479 (152,611)

(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15兆2,611億円は、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	2019 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	319	
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	161.4	
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	0.03	0.02	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、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。

## [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)	-
時価																		
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)	-
時価																		
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

	2019年度末 (2020年3月末)	
	運用資産額 (億円)	構成比 (%)
国内債券	371,259	24.65
市場運用	362,297	24.05
財投債	8,962	0.59
簿価	(9,371)	-
時価		
国内株式	355,630	23.61
外国債券	364,087	24.17
外国株式	371,639	24.67
短期資産	43,716	2.90
合計	1,506,332	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:%)

		2010年度	2011年度	2012年度	2013年度	2014年度	2015年度	2016年度	2017年度	2018年度	2019年度	直近5年間 (年率)	直近10年間 (年率)
時間加重収益率		1.95	2.92	3.68	0.60	2.76	4.07	-0.85	0.80	1.43	-0.36	1.00	1.69
ベンチマーク収益率		1.81	2.94	3.63	0.56	2.80	4.30	-0.90	0.74	1.38	-0.49	0.99	1.66
超過収益率		+0.14	-0.02	+0.04	+0.04	-0.04	-0.23	+0.05	+0.06	+0.05	+0.13	+0.01	+0.02
パッシブ運用	時間加重収益率	1.90	2.90	3.64	0.58	2.71	4.07	-0.87	0.65	1.54	-0.23	1.02	1.68
	ベンチマーク収益率	1.81	2.94	3.62	0.56	2.77	4.05	-0.89	0.63	1.51	-0.30	0.99	1.66
	超過収益率	+0.10	-0.04	+0.02	+0.03	-0.06	+0.02	+0.02	+0.02	+0.03	+0.07	+0.03	+0.02
	パッシブ比率	82.42	81.59	85.62	90.27	88.04	83.90	80.65	77.95	75.91	74.24	-	-
アクティブ運用	時間加重収益率	2.14	3.03	3.92	0.78	3.10	4.06	-0.76	1.34	1.09	-0.69	0.99	1.79
	ベンチマーク収益率	1.81	2.94	3.72	0.58	2.98	5.55	-0.93	1.14	0.98	-1.01	1.12	1.76
	超過収益率	+0.33	+0.09	+0.20	+0.20	+0.11	-1.49	+0.18	+0.20	+0.11	+0.31	-0.13	+0.03
	アクティブ比率	17.58	18.41	14.38	9.73	11.96	16.10	19.35	22.05	24.09	25.76	-	-

## 国内株式

(単位:%)

		2010年度	2011年度	2012年度	2013年度	2014年度	2015年度	2016年度	2017年度	2018年度	2019年度	直近5年間 (年率)	直近10年間 (年率)
時間加重収益率		-9.04	0.57	23.40	18.09	30.48	-10.80	14.89	15.66	-5.09	-9.71	0.31	5.86
ベンチマーク収益率		-9.23	0.59	23.82	18.56	30.69	-10.82	14.69	15.87	-5.04	-9.50	0.37	5.96
超過収益率		+0.19	-0.02	-0.42	-0.47	-0.21	+0.02	+0.20	-0.21	-0.05	-0.20	-0.06	-0.10
パッシブ運用	時間加重収益率	-9.20	0.71	23.77	18.08	30.61	-10.95	14.65	15.44	-4.91	-9.51	0.28	5.88
	ベンチマーク収益率	-9.23	0.59	23.82	18.56	30.69	-10.82	14.69	15.87	-5.04	-9.50	0.37	5.96
	超過収益率	+0.03	+0.11	-0.06	-0.49	-0.08	-0.13	-0.04	-0.43	+0.13	-0.01	-0.09	-0.08
	パッシブ比率	75.31	76.04	78.15	80.86	87.50	83.03	90.70	90.48	90.57	90.65	-	-
アクティブ運用	時間加重収益率	-8.54	0.31	22.19	18.48	29.56	-9.90	17.30	17.91	-6.65	-11.58	0.56	5.87
	ベンチマーク収益率	-9.23	0.59	23.82	18.56	30.69	-10.82	14.69	15.87	-5.04	-9.50	0.37	5.96
	超過収益率	+0.69	-0.28	-1.63	-0.09	-1.13	+0.92	+2.61	+2.04	-1.62	-2.08	+0.20	-0.09
	アクティブ比率	24.69	23.96	21.85	19.14	12.50	16.97	9.30	9.52	9.43	9.35	-	-

## 外国債券

(単位:%)

		2010年度	2011年度	2012年度	2013年度	2014年度	2015年度	2016年度	2017年度	2018年度	2019年度	直近5年間 (年率)	直近10年間 (年率)
時間加重収益率		-7.06	4.77	18.30	14.93	12.70	-3.32	-3.22	3.71	2.70	3.55	0.63	4.41
ベンチマーク収益率		-7.38	4.96	17.86	15.09	12.67	-2.74	-5.41	4.23	2.46	4.37	0.50	4.30
超過収益率		+0.32	-0.18	+0.44	-0.17	+0.03	-0.58	+2.19	-0.52	+0.24	-0.82	+0.13	+0.11
パッシブ運用	時間加重収益率	-7.46	4.91	17.85	15.21	12.20	-2.70	-5.37	4.47	2.31	5.82	0.82	4.41
	ベンチマーク収益率	-7.54	4.99	17.73	15.28	12.28	-2.74	-5.41	4.23	2.46	4.37	0.50	4.25
	超過収益率	+0.09	-0.08	+0.12	-0.07	-0.09	+0.04	+0.05	+0.24	-0.16	+1.45	+0.31	+0.16
	パッシブ比率	70.67	70.93	70.67	71.05	70.44	66.35	63.43	61.65	64.37	69.66	-	-
アクティブ運用	時間加重収益率	-6.09	4.45	19.41	14.25	13.89	-3.66	0.50	2.55	3.35	-2.50	0.01	4.31
	ベンチマーク収益率	-6.98	4.89	18.19	14.63	13.58	-2.80	-5.41	4.23	2.46	4.37	0.49	4.40
	超過収益率	+0.89	-0.44	+1.22	-0.38	+0.32	-0.86	+5.91	-1.68	+0.89	-6.87	-0.48	-0.09
	アクティブ比率	29.33	29.07	29.33	28.95	29.56	33.65	36.57	38.35	35.63	30.34	-	-

## 外国株式

(単位:%)

		2010年度	2011年度	2012年度	2013年度	2014年度	2015年度	2016年度	2017年度	2018年度	2019年度	直近5年間 (年率)	直近10年間 (年率)
時間加重収益率		2.18	0.49	28.91	32.00	22.27	-9.63	14.20	10.15	8.12	-13.08	1.33	8.60
ベンチマーク収益率		2.27	0.34	28.78	32.09	22.31	-9.66	14.61	9.70	8.21	-13.40	1.26	8.55
超過収益率		-0.08	+0.14	+0.13	-0.10	-0.04	+0.03	-0.41	+0.46	-0.09	+0.32	+0.08	+0.05
パッシブ運用	時間加重収益率	2.27	0.39	28.83	32.34	22.22	-9.67	14.63	9.73	8.12	-13.38	1.25	8.57
	ベンチマーク収益率	2.27	0.34	28.83	32.30	22.22	-9.71	14.64	9.70	8.21	-13.40	1.25	8.56
	超過収益率	+0.01	+0.04	-0.00	+0.04	-0.00	+0.04	-0.01	+0.04	-0.09	+0.02	+0.00	+0.01
	パッシブ比率	85.86	86.12	86.10	88.83	88.85	85.98	85.79	86.50	88.16	90.36	-	-
アクティブ運用	時間加重収益率	1.65	1.11	29.39	29.61	22.59	-9.17	11.98	12.85	9.06	-10.23	2.36	9.03
	ベンチマーク収益率	2.27	0.34	28.41	30.64	23.03	-9.26	14.47	9.70	8.21	-13.40	1.32	8.50
	超過収益率	-0.62	+0.76	+0.98	-1.03	-0.44	+0.09	-2.49	+3.16	+0.85	+3.17	+1.04	+0.53
	アクティブ比率	14.14	13.88	13.90	11.17	11.15	14.02	14.21	13.50	11.84	9.64	-	-

(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(2019年度末時価総額)

		時価総額	構成割合(%)
運用資産合計		150兆6,332億円	100.00
市場運用	計	149兆7,370億円	99.41
	パッシブ運用	118兆6,026億円	78.74
	アクティブ運用	31兆1,344億円	20.67
財投債		8,962億円	0.59

		時価総額	構成割合(%)
運用資産合計		150兆6,332億円	100.00
国内債券	計	36兆2,297億円	24.05
	パッシブ運用	25兆8,847億円	17.18
	アクティブ運用	10兆3,451億円	6.87
国内株式	計	35兆5,630億円	23.61
	パッシブ運用	32兆3,360億円	21.47
	アクティブ運用	3兆2,269億円	2.14
外国債券	計	36兆4,087億円	24.17
	パッシブ運用	26兆8,718億円	17.84
	アクティブ運用	9兆5,369億円	6.33
外国株式	計	37兆1,639億円	24.67
	パッシブ運用	33兆5,100億円	22.25
	アクティブ運用	3兆6,539億円	2.43
短期資産(アクティブ運用)		4兆3,716億円	2.90
財投債		8,962億円	0.59

(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	2019 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	71.45
	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	28.55
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	90.93
	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	9.07
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	73.81
	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	26.19
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	90.17
	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	9.83
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	79.21
	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	20.79

## [3] 運用受託機関等別運用資産額(2019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OneI(旧みずほ信託) (法人番号 9010001021473)	BPI	11,564	
	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)	BPI	12,950	
	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	12,951	
	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	15,552	
	三菱UFJ信託銀行I (法人番号 6010001008770)	BPI-国	12,050	
	自家運用I	BPI	13,657	
	自家運用II	BPI-国	93,324	
	自家運用III	BPI-C	86,799	
国内債券 アクティブ運用	アセットマネジメントOneII(旧DIAM) (法人番号 9010001021473)	BPI- TIPS	11,059	
	アセットマネジメントOneIII(旧みずほ信託) (法人番号 9010001021473)	BPI- TIPS	9,520	
	MU投資顧問 (法人番号 1010001016976)	BPI- TIPS	7,109	
	東京海上アセットマネジメント (法人番号 3010001034076)	BPI- TIPS	9,477	
	PGIMジャパンI (法人番号 7010001098893)	BPI- TIPS	6,385	
	ピムコジャパンリミテッドI (リゾフィック・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	5,499	
	マニライフ・アセット・マネジメントI (法人番号 1010001106942)	BPI- TIPS	4,279	
	三井住友トラスト・アセットマネジメントIII (法人番号 8010001114914)	BPI- TIPS	9,555	
	三菱UFJ信託銀行II (法人番号 6010001008770)	BPI- TIPS	9,493	
	自家運用IV	-	29,535	
	自家運用V	-	29,535	
国内株式 パッシブ運用	アセットマネジメントOneIV(旧DIAM) (法人番号 9010001021473)	TOPIX	82,397	
	アセットマネジメントOneV(旧DIAM) (法人番号 9010001021473)	JPX	2,922	
	アセットマネジメントOneVI(旧みずほ信託) (法人番号 9010001021473)	RN-P	14,207	
	アセットマネジメントOneVII (法人番号 9010001021473)	FTSE- BL	5,477	
	ゴールドマン・サックス・アセット・マネジメントI (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)	SP-G	16,969	
	野村アセットマネジメントI (法人番号 7010001054021)	RAFI	15,353	
	フィデリティ投信I (ジロード・キャピタル・マネジメント・エルエルシー) (法人番号 1010401025734)	TOPIX	889	
	ブラックロック・ジャパンI (法人番号 9010001125976)	TOPIX	38,120	
	ブラックロック・ジャパンII (法人番号 9010001125976)	FTSE- BL	3,837	
	三井住友トラスト・アセットマネジメントIV (法人番号 8010001114914)	TOPIX	33,086	
	三井住友トラスト・アセットマネジメントV (法人番号 8010001114914)	JPX	5,156	
	三井住友トラスト・アセットマネジメントVI (法人番号 8010001114914)	SP-C	9,802	
	三菱UFJ信託銀行III (法人番号 6010001008770)	TOPIX	42,109	
	三菱UFJ信託銀行IV (法人番号 6010001008770)	JPX	3,801	
	三菱UFJ信託銀行V (法人番号 6010001008770)	MSCI- ESG	13,061	
	三菱UFJ信託銀行VI (法人番号 6010001008770)	MSCI- WIN	7,978	
	りそなアセットマネジメントI (法人番号 5010601048309)	TOPIX	28,195	
	自家運用VI	-	29,535	
	国内株式 アクティブ運用	アセットマネジメントOneVIII(旧DIAM) (法人番号 9010001021473)	TOPIX	5,311
		アセットマネジメントOneIX(旧みずほ投信) (法人番号 9010001021473)	RN-SG	821
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	1,380	
インベスコ・アセット・マネジメント (法人番号 7010401061146)		TOPIX	1,944	
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	4,341	
JPモルガン・アセット・マネジメント (法人番号 6010001098507)		RN-V	3,194	
シュローダー・インベストメント・マネジメントI (法人番号 6010001077097)		TOPIX	2,453	
日興アセットマネジメントI (法人番号 8010401072159)		TOPIX	1,864	
自家運用VII		-	29,535	
自家運用VIII		-	29,535	
自家運用IX		-	29,535	
自家運用X		-	29,535	
自家運用XI		-	29,535	
自家運用XII		-	29,535	

(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	野村アセットマネジメントII (法人番号 7010001054021)	RN-S	478
	野村アセットマネジメントIII (ディメンショナル・ファン・アドバイザーズ・エルピー) (法人番号 7010001054021)	MSCI- JS	2,094
	フィデリティ投信II (法人番号 1010401025734)	TOPIX	3,373
	三井住友DSアセットマネジメントI (法人番号 4010401049128)	RN-V	3,145
外国債券 パッシブ運用	ラッセル・インベストメントI (ラッセル・インベストメント・インフラメンテーション・サービシーズ・エルエルシー) (法人番号 6010401037394)	TOPIX	1,660
	アセットマネジメントOneX(旧みずほ信託) (法人番号 9010001021473)	WGBI	22,929
	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)	WGBI	23,370
	野村アセットマネジメントIV (法人番号 7010001054021)	WGBI	28,935
	ブラックロック・ジャパンIII (法人番号 9010001125976)	WGBI	32,140
	ブラックロック・ジャパンIV (法人番号 9010001125976)	WGBI-O	301
	ブラックロック・ジャパンV (法人番号 9010001125976)	USGOV	32,545
	ブラックロック・ジャパンVI (法人番号 9010001125976)	USGOV- H	5,729
	ブラックロック・ジャパンVII (法人番号 9010001125976)	USGOV 1-3Y	2,626
	ブラックロック・ジャパンVIII (法人番号 9010001125976)	EGBI	8,475
	ブラックロック・ジャパンIX (法人番号 9010001125976)	EGBI-H	2,705
	三井住友トラスト・アセットマネジメントVII (法人番号 8010001114914)	WGBI	22,966
	りそなアセットマネジメントII (法人番号 5010601048309)	WGBI	27,461
	りそなアセットマネジメントIII (法人番号 5010601048309)	WGBI-O	616
	りそなアセットマネジメントIV (法人番号 5010601048309)	USGOV	32,013
	りそなアセットマネジメントV (法人番号 5010601048309)	USGOV- H	5,530
	りそなアセットマネジメントVI (法人番号 5010601048309)	USGOV 1-3Y	3,184
	りそなアセットマネジメントVII (法人番号 5010601048309)	EGBI	12,567
	りそなアセットマネジメントVIII (法人番号 5010601048309)	EGBI-H	4,625
	外国債券 アクティブ運用	アセットマネジメントOneXI(旧みずほ投信) (ルミス・セレス・アンド・カンパニー・エルピー) (法人番号 9010001021473)	G-AGG- EXC
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- EXC	1,848
アライアンス・バースタイン (アライアンス・バースタイン・エルピー等) (法人番号 7010001010313)		EMBIGD	825
ゴールドマン・サックス・アセット・マネジメントII (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- EXC	2,769
シュローダー・インベストメント・マネジメントII (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- EXC	5,225
損保ジャパン日本興亜アセットマネジメント (コルチエスター・グローバル・インベスターズ・リミテッド) (法人番号 7010001031160)		G-AGG- EXC	7,351
ティー・ロウ・ブライズ・ジャパン (ティー・ロウ・ブライズ・インターナショナル・リミテッド) (法人番号 2010001185795)		EUROHY 2%	438
野村アセットマネジメントV (フランクリン・アドバイザーズ・インク) (法人番号 7010001054021)		G-AGG- EXC	6,546
野村アセットマネジメントVI (ムラコ・ホールディング・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%	1,259
バインブリッジ・インベストメンツ (バインブリッジ・インベストメンツ・エルエルシー) (法人番号 8010001011855)		USHY 2%	452
BNYメロン・アセット・マネジメント・ジャパンI (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)		EUROAGG	5,041
PGIMジャパンII (PGIMインク等) (法人番号 7010001098893)		G-AGG- EXC	9,310
ピムコジャパンリミテッドII (リゾフィック・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- EXC	8,418
フィデリティ投信III (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	6,948



(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	ブラックロック・ジャパンX (ブラックロック・ファイナンシャル・マネジメント・インク等) (法人番号 9010001125976)	G-AGG- EXC	4,440
	ベアリング・ジャパン (ベアリング・エルエルシー等) (法人番号 3010001028755)	USHY 2%	462
	マニュライフ・アセット・マネジメントII (マニュライフ・インベストメント・マネジメント(US)エルエルシー) (法人番号 1010001106942)	G-AGG- EXC	7,012
	モルガン・スタンレー・インベストメント・マネジメントI (モルガン・スタンレー・インベストメント・マネジメント・インク等) (法人番号 9011001026405)	G-AGG- EXC	7,727
	モルガン・スタンレー・インベストメント・マネジメントII (モルガン・スタンレー・インベストメント・マネジメント・インク) (法人番号 9011001026405)	USHY 2%	437
	UBSアセット・マネジメントI (UBSアセット・マネジメント(UK)リミテッド) (法人番号 4010001031576)	EUROHY 2%	1,367
	レグ・メイソン・アセット・マネジメント (ブランド・イン・グローバル・インベストメント・マネジメント・エルエルシー) (法人番号 5010001048652)	G-AGG- EXC	5,633
外国株式 パッシブ運用	ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズIII (法人番号 2010401034817)	MSCI-A- EXC	146,968
	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-N	18,267
	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- EU	3,453
	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)	MSCI-P	625
	ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズVII (法人番号 2010401034817)	MSCI- EXC	355
	ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズVIII (法人番号 2010401034817)	SP-GC	17,106
	ブラックロック・ジャパンXI (法人番号 9010001125976)	MSCI-A- EXC	23,502
	三井住友トラスト・アセットマネジメントVII (法人番号 801000114914)	MSCI-A- EXC	78,325
	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- EXC	46,478
	アセット・マネジメントOneXII(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	846
外国株式 アクティブ運用	MFSインベストメント・マネジメント (マサチューセッツ・ファイナンシャル・サービセズ・カンパニー) (法人番号 7010001096996)	MSCI-K	5,410
	日興アセット・マネジメントII (インテック・インベストメント・マネジメント) (法人番号 8010401072159)	MSCI-K	7,601
	野村アセット・マネジメントVII (法人番号 7010001054021)	MSCI-E	839
	BNYMロン・アセット・マネジメント・ジャパンII (ウォルター・スコット・アドバイザー・パートナーズ・リミテッド) (法人番号 8010001040648)	MSCI-K	4,664
	三菱UFJ信託銀行VII (ペイリー・ギフォード・オーバーシーズ・リミテッド) (法人番号 6010001008770)	MSCI-A	6,845
	UBSアセット・マネジメントII (UBSアセット・マネジメント(UK)リミテッド) (法人番号 4010001031576)	MSCI-K	8,187
	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	489
	DBJアセット・マネジメント (法人番号 1010001104938)	-	583
	ゲートキーパー:野村アセット・マネジメントVIII ファンド・オブ・ファンズ・マネジャー:Panthéon (法人番号 7010001054021)	-	1,013
	ゲートキーパー:三井住友DSアセット・マネジメントII ファンド・オブ・ファンズ・マネジャー:StepStone Infrastructure & Real Assets (法人番号 4010401049128)	-	2,308
オルタナティブ プライベート・エクイティ	自家運用V (投資信託の運用者:ニッセイアセット・マネジメント)	-	1,547
	自家運用VI (投資信託の運用者:ニッセイアセット・マネジメント)	-	185
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OneXIII 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)	-	2,409
	三菱UFJ信託銀行VIII (法人番号 6010001008770)	-	1,399
短期資産	自家運用VII	-	42,811
	自家運用VIII	-	904
小計	-	-	1,497,325
財投債	自家運用IX	-	8,962
合計	36社114ファンド	-	1,506,287

(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)	412,532
	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)	253,140
	日本トラスティ・サービス信託銀行(国内株式) (法人番号 5010001069616)	326,335
	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、短期資産) (法人番号 2010401041086)	514,293
合計		1,506,299
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II(国内株式) (ラッセル・インベストメント・インフラメンテーション・サービセズ・エル・エル・シー) (法人番号 6010401037394)	1
	ブラックロック・ジャパンXII(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XIII(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III(外国株式) (ラッセル・インベストメント・インフラメンテーション・サービセズ・エル・エル・シー) (法人番号 6010401037394)	3
合計		11

- (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36社には自家運用は含みませんが、114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(36社114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:33億円)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	野村証券株
	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
国内株式	MSCI-JS MSCI Japan Small(グロス)	MSCI G.K.
	MSCI-ESG MSCI ジャパンESGセレクト・リーダーズ指数	MSCI G.K.
	MSCI-WIN MSCI 日本株女性活躍指数(WIN)	MSCI G.K.
	FTSE-BL FTSE Blossom Japan Index	FTSE International Limited
	SP-C S&P/JPX カーボン・エフィシエント指数	S&P Opco,LLC
	SP-G S&P GIVI Japan(グロス・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
	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
外国債券	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-EXC 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(除く日本円、中国元、ヘッジなし・円ベース)	Bloomberg Index Services Limited
	USAGG ブルームバーグ・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
	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	GBI-EMGD-EXC J.P.モルガンGBI-EMグローバルダイバーシファイド(除く中国、ヘッジなし・円ベース)	J.P.Morgan Securities LLC
	MSCI-A MSCI ACWI(除く日本、円ベース、配当込み、管理運用法人の配当課税要因考慮後)	MSCI G.K.
	MSCI-A-EXC MSCI ACWI(除く日本、除く中国A株、円ベース、配当込み、管理運用法人の配当課税要因考慮後)	MSCI G.K.
	MSCI-K MSCI KOKUSAI(円ベース、配当込み、管理運用法人の配当課税要因考慮後)	MSCI G.K.
	MSCI-N MSCI 北米(円ベース、配当込み、管理運用法人の配当課税要因考慮後)	MSCI G.K.
	MSCI-EU MSCI 欧州・中東(円ベース、配当込み、管理運用法人の配当課税要因考慮後)	MSCI G.K.
	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、税引引き後)	MSCI G.K.
	SP-GC S&P グローバル(除く日本)大中小型株 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)(2015年4月~2020年3月)

運用手法	運用受託機関名	時間加重収益率 (A)	ベンチマーク収益率 (B)	超過収益率 (C)=(A)-(B)	実績トラッキングエラー (D)	インフォメーション・レシオ (C) / (D)
国内債券 パッシブ運用	アセットマネジメントOneI(旧みずほ信託) (法人番号 9010001021473)	1.56%	1.55%	+0.01%	0.05%	-
	ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズI (法人番号 2010401034817)	1.58%	1.55%	+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)	1.58%	1.55%	+0.03%	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)	1.49%	1.47%	+0.01%	0.03%	-
	三菱UFJ信託銀行I(法人番号 6010001008770)	1.42%	1.42%	+0.00%	0.05%	-
	自家運用I	1.40%	1.35%	+0.05%	0.05%	-
	自家運用II	1.49%	1.47%	+0.02%	0.03%	-
自家運用III	0.56%	0.52%	+0.04%	0.06%	-	
国内債券 アクティブ運用	アセットマネジメントOneII(旧DIAM)(法人番号 9010001021473)	1.52%	1.34%	+0.18%	0.13%	1.39
	アセットマネジメントOneIII(旧みずほ信託) (法人番号 9010001021473)	1.66%	1.34%	+0.32%	0.23%	1.38
	MU投資顧問(法人番号 1010001016976)	1.58%	1.29%	+0.29%	0.31%	0.93
	東京海上アセットマネジメント(法人番号 3010001034076)	1.46%	1.34%	+0.12%	0.16%	0.79
	PGIMジャパンI(法人番号 7010001098893)	1.69%	1.29%	+0.40%	0.25%	1.59
	ピムコジャパンリミテッドI(法人番号 4700150005220)	1.44%	1.29%	+0.16%	0.25%	0.61
	マニュアル・アセット・マネジメントI(法人番号 1010001106942)	2.03%	1.54%	+0.49%	0.51%	0.96
	三井住友トラスト・アセットマネジメントIII(法人番号 8010001114914)	1.59%	1.34%	+0.25%	0.15%	1.68
	三菱UFJ信託銀行II(法人番号 6010001008770)	1.60%	1.34%	+0.26%	0.22%	1.22
自家運用IV	-0.90%	-	-	-	-	
国内株式 パッシブ運用	アセットマネジメントOneIV(旧DIAM)(法人番号 9010001021473)	0.40%	0.37%	+0.03%	0.09%	-
	アセットマネジメントOneV(旧DIAM)(法人番号 9010001021473)	0.24%	0.24%	+0.00%	0.09%	-
	アセットマネジメントOneVI(旧みずほ信託) (法人番号 9010001021473)	0.23%	0.19%	+0.04%	0.03%	-
	ゴールドマン・サックス・アセット・マネジメントI (法人番号 8010401009945)	-0.15%	-0.10%	-0.04%	0.22%	-
	野村アセットマネジメントI(法人番号 7010001054021)	-0.13%	-0.11%	-0.02%	0.52%	-
	ブラックロック・ジャパンI(法人番号 9010001125976)	0.39%	0.37%	+0.02%	0.09%	-
	三井住友トラスト・アセットマネジメントIV (法人番号 8010001114914)	0.35%	0.37%	-0.02%	0.09%	-
	三井住友トラスト・アセットマネジメントV (法人番号 8010001114914)	-0.37%	-0.33%	-0.04%	0.10%	-
	三菱UFJ信託銀行III(法人番号 6010001008770)	0.38%	0.37%	+0.01%	0.09%	-
三菱UFJ信託銀行IV(法人番号 6010001008770)	-1.17%	-1.16%	-0.00%	0.09%	-	
国内株式 アクティブ運用	アセットマネジメントOneVII(旧DIAM)(法人番号 9010001021473)	-0.88%	0.37%	-1.25%	1.83%	-0.68
	アセットマネジメントOneIX(旧みずほ投信) (法人番号 9010001021473)	10.67%	2.10%	+8.56%	9.83%	0.87
	イーストスプリング・インベストメンツ(法人番号 2010001066780)	-2.46%	-0.12%	-2.34%	5.75%	-0.41
	インベスコ・アセット・マネジメント(法人番号 7010401061146)	2.74%	0.37%	+2.37%	4.41%	0.54
	キャピタル・インターナショナル(法人番号 8010001014858)	1.04%	0.37%	+0.67%	3.18%	0.21
	JPモルガン・アセット・マネジメント(法人番号 6010001098507)	-2.05%	-1.75%	-0.30%	1.81%	-0.16
	シュローダー・インベストメント・マネジメントI (法人番号 6010001077097)	1.13%	0.37%	+0.76%	2.28%	0.33
	セリユー・アセット・マネジメント(法人番号 5010001130641)	8.66%	6.22%	+2.44%	5.52%	0.44
	日興アセットマネジメントI(法人番号 8010401072159)	-0.41%	-0.12%	-0.29%	1.17%	-0.25
	野村アセットマネジメントII(法人番号 7010001054021)	4.65%	1.62%	+3.03%	4.19%	0.72
	野村アセットマネジメントIII(法人番号 7010001054021)	1.18%	1.77%	-0.59%	2.68%	-0.22
	フィデリティ投信II(法人番号 1010401025734)	4.64%	0.37%	+4.28%	6.75%	0.63
	三井住友DSアセットマネジメントI(法人番号 4010401049128)	-2.09%	-1.75%	-0.34%	2.32%	-0.15
ラッセル・インベストメントI(法人番号 6010401037394)	0.77%	0.37%	+0.40%	2.47%	0.16	
外国債券 パッシブ運用	アセットマネジメントOneX(旧みずほ信託) (法人番号 9010001021473)	0.91%	0.87%	+0.04%	0.11%	-
	ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズII (法人番号 2010401034817)	1.05%	1.01%	+0.04%	0.12%	-
	ブラックロック・ジャパンIII(法人番号 9010001125976)	0.79%	0.72%	+0.07%	0.11%	-
三井住友トラスト・アセットマネジメントVII(法人番号 8010001114914)	1.08%	1.01%	+0.07%	0.12%	-	
外国債券 アクティブ運用	アセットマネジメントOneXI(旧みずほ投信) (法人番号 9010001021473)	-0.07%	-0.15%	+0.08%	1.29%	0.07
	ゴールドマン・サックス・アセット・マネジメントII (法人番号 8010401009945)	-0.41%	-0.18%	-0.24%	1.46%	-0.16
	ピムコジャパンリミテッドII(法人番号 4700150005220)	-0.04%	-0.15%	+0.11%	1.01%	0.11
	ブラックロック・ジャパンX(法人番号 9010001125976)	-0.98%	-0.25%	-0.72%	1.48%	-0.49
	モルガン・スタンレー・インベストメント・マネジメントI (法人番号 9011001026405)	-0.20%	-0.25%	+0.05%	2.14%	0.02
外国株式 パッシブ運用	ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズIII (法人番号 2010401034817)	1.22%	1.23%	-0.01%	0.08%	-
	ブラックロック・ジャパンXI(法人番号 9010001125976)	0.92%	0.95%	-0.03%	0.07%	-
	三井住友トラスト・アセットマネジメントVIII (法人番号 8010001114914)	1.45%	1.46%	-0.01%	0.08%	-
外国株式 アクティブ運用	アセットマネジメントOneXII(旧みずほ投信) (法人番号 9010001021473)	0.98%	-2.44%	+3.42%	3.58%	0.96
	MFSインベストメント・マネジメント(法人番号 7010001096996)	1.87%	1.75%	+0.12%	2.65%	0.05
	日興アセットマネジメントII(法人番号 8010401072159)	0.67%	1.75%	-1.08%	3.76%	-0.29
	野村アセットマネジメントVII(法人番号 7010001054021)	-2.68%	-2.44%	-0.24%	5.04%	-0.05
	BNY Mellonアセット・マネジメント・ジャパンII (法人番号 8010001040648)	5.30%	1.75%	+3.55%	3.82%	0.93
	三菱UFJ信託銀行VII(法人番号 6010001008770)	4.75%	1.67%	+3.08%	5.03%	0.61
	UBSアセット・マネジメントII(法人番号 4010001031576)	4.01%	1.75%	+2.26%	3.91%	0.58
ラザード・ジャパン・アセット・マネジメント(法人番号 8010401058901)	0.54%	-2.44%	+2.98%	4.47%	0.67	

## イ. 運用実績(直近3年)(2017年4月～2020年3月)

運用手法	運用受託機関名	時間加重収益率 (A)	ベンチマーク収益率 (B)	超過収益率 (C)=(A)-(B)	実績トラッキングエラー (D)	インフォメーションレシオ (C)/(D)
国内債券 パッシブ運用	アセットマネジメントOneI(旧みずほ信託)(法人番号9010001021473)	0.87%	0.87%	+0.00%	0.05%	-
	ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズI (法人番号2010401034817)	0.89%	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)	0.89%	0.87%	+0.03%	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)	0.95%	0.93%	+0.02%	0.03%	-
	三菱UFJ信託銀行I(法人番号6010001008770)	0.93%	0.93%	+0.00%	0.04%	-
	自家運用I	0.92%	0.87%	+0.05%	0.05%	-
	自家運用II	0.96%	0.93%	+0.03%	0.03%	-
	自家運用III	0.24%	0.19%	+0.05%	0.07%	-
国内債券 アクティブ運用	アセットマネジメントOneII(旧DIAM)(法人番号9010001021473)	1.06%	0.85%	+0.22%	0.15%	1.40
	アセットマネジメントOneIII(旧みずほ信託)(法人番号9010001021473)	1.11%	0.85%	+0.26%	0.21%	1.23
	MU投資顧問(法人番号1010001016976)	1.11%	0.875%	+0.26%	0.34%	0.77
	東京海上アセットマネジメント(法人番号3010001034076)	1.03%	0.85%	+0.18%	0.13%	1.37
	PGIMジャパンI(法人番号7010001098893)	1.11%	0.85%	+0.26%	0.23%	1.15
	ビムコジャパンリミテッドI(法人番号4700150005220)	0.95%	0.85%	+0.10%	0.21%	0.47
	マニュライフ・アセット・マネジメントI(法人番号1010001106942)	1.56%	0.85%	+0.71%	0.58%	1.21
	三井住友トラスト・アセットマネジメントIII(法人番号8010001114914)	1.11%	0.85%	+0.26%	0.16%	1.61
	三菱UFJ信託銀行II(法人番号6010001008770)	1.00%	0.85%	+0.15%	0.19%	0.79
	自家運用IV	-0.75%	-	-	-	-
国内株式 パッシブ運用	アセットマネジメントOneIV(旧DIAM)(法人番号9010001021473)	-0.12%	-0.14%	+0.02%	0.09%	-
	アセットマネジメントOneV(旧DIAM)(法人番号9010001021473)	-0.03%	-0.03%	+0.01%	0.10%	-
	アセットマネジメントOneVI(旧みずほ信託)(法人番号9010001021473)	-0.02%	-0.06%	+0.04%	0.03%	-
	ゴールドマン・サックス・アセット・マネジメントI (法人番号8010401009945)	-1.55%	-1.53%	-0.02%	0.18%	-
	野村アセットマネジメントI(法人番号7010001054021)	-2.30%	-2.33%	+0.04%	0.05%	-
	ブラックロック・ジャパンI(法人番号9010001125976)	-0.13%	-0.14%	+0.02%	0.08%	-
	三井住友トラスト・アセットマネジメントIV(法人番号8010001114914)	-0.16%	-0.14%	-0.02%	0.08%	-
	三井住友トラスト・アセットマネジメントV(法人番号8010001114914)	-0.05%	-0.03%	-0.02%	0.09%	-
	三菱UFJ信託銀行III(法人番号6010001008770)	-0.13%	-0.14%	+0.01%	0.09%	-
	三菱UFJ信託銀行IV(法人番号6010001008770)	-0.03%	-0.03%	+0.00%	0.09%	-
国内株式 アクティブ運用	アセットマネジメントOneVIII(旧DIAM)(法人番号9010001021473)	-2.10%	-0.14%	-1.95%	2.05%	-0.95
	アセットマネジメントOneIX(旧みずほ投信)(法人番号9010001021473)	6.29%	-1.16%	+7.45%	9.82%	0.76
	イーストスプリング・インベストメント(法人番号2010001066780)	-6.00%	-0.95%	-5.05%	5.74%	-0.88
	インベスコ・アセット・マネジメント(法人番号7010401061146)	1.86%	-0.14%	+2.00%	4.31%	0.46
	キャピタル・インターナショナル(法人番号8010001014858)	1.24%	-0.14%	+1.39%	2.79%	0.50
	JPMorganアセット・マネジメント(法人番号6010001098507)	-3.12%	-3.70%	+0.58%	1.88%	0.31
	シュロダー・インベストメント・マネジメントI(法人番号6010001077097)	0.97%	-0.14%	+1.12%	2.42%	0.46
	セイリウ・アセット・マネジメント(法人番号5010001130641)	4.20%	5.58%	-1.38%	4.32%	-0.32
	日興アセットマネジメントI(法人番号8010401072159)	-1.83%	-0.95%	-0.88%	1.02%	-0.86
	野村アセットマネジメントII(法人番号7010001054021)	2.55%	-1.94%	+4.49%	3.90%	1.15
	野村アセットマネジメントIII(法人番号7010001054021)	-2.99%	-1.28%	-1.71%	2.88%	-0.59
	フィデリティ投信II(法人番号1010401025734)	3.56%	-0.14%	+3.70%	6.54%	0.57
	三井住友DSアセットマネジメントI(法人番号4010401049128)	-4.70%	-3.70%	-1.00%	2.59%	-0.39
	ラッセル・インベストメントI(法人番号6010401037394)	-0.56%	-0.14%	-0.42%	2.28%	-0.18
	アセットマネジメントOneX(旧みずほ信託)(法人番号9010001021473)	3.50%	3.45%	+0.06%	0.12%	-
外国債券 パッシブ運用	ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズII (法人番号2010401034817)	3.75%	3.68%	+0.07%	0.13%	-
	野村アセットマネジメントIV(法人番号7010001054021)	3.79%	3.70%	+0.09%	0.13%	-
	ブラックロック・ジャパンIII(法人番号9010001125976)	3.94%	3.86%	+0.07%	0.11%	-
	三井住友トラスト・アセットマネジメントVII(法人番号8010001114914)	3.78%	3.68%	+0.09%	0.13%	-
	りそなアセットマネジメントII(法人番号5010601048309)	3.74%	3.68%	+0.06%	0.12%	-
	アセットマネジメントOneXI(旧みずほ投信)(法人番号9010001021473)	2.24%	2.75%	-0.51%	1.35%	-0.37
外国債券 アクティブ運用	アッシュモアジャパン(法人番号6010001133395)	-4.25%	-1.89%	-2.36%	4.02%	-0.59
	ゴールドマン・サックス・アセット・マネジメントII(法人番号8010401009945)	2.12%	-2.71%	-0.59%	1.79%	-0.33
	シュロダー・インベストメント・マネジメントII(法人番号6010001077097)	1.42%	2.75%	-1.33%	2.99%	-0.45
	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)	2.15%	2.75%	-0.59%	1.81%	-0.33
	野村アセットマネジメントV(法人番号7010001054021)	-2.15%	2.75%	-4.90%	7.50%	-0.65
	野村アセットマネジメントVI(法人番号7010001054021)	-0.75%	-0.29%	-0.46%	0.65%	-0.70
	BNY Mellon・アセット・マネジメント・ジャパンI(法人番号8010001040648)	2.29%	2.05%	+0.24%	1.09%	0.22
	PGIMジャパンII(法人番号7010001098893)	3.50%	2.75%	+0.76%	3.92%	0.19
	ビムコジャパンリミテッドII(法人番号4700150005220)	2.41%	2.75%	-0.34%	1.16%	-0.29
	フィデリティ投信III(法人番号1010401025734)	2.71%	3.75%	-1.05%	4.79%	-0.22
	ブラックロック・ジャパンX(法人番号9010001125976)	1.39%	2.58%	-1.19%	1.86%	-0.64
	マニュライフ・アセット・マネジメントII(法人番号1010001106942)	-0.64%	2.75%	-3.39%	2.49%	-1.36
	モルガン・スタンレー・インベストメント・マネジメントI(法人番号9011001026405)	2.42%	2.75%	-0.33%	2.67%	-0.12
	UBSアセット・マネジメントI(法人番号4010001031576)	-1.83%	-2.07%	+0.24%	0.73%	0.33
	レグ・メイソン・アセット・マネジメント(法人番号5010001048652)	-0.33%	2.75%	-3.08%	5.60%	-0.55
外国株式 パッシブ運用	ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズIII(法人番号2010401034817)	0.87%	0.90%	-0.02%	0.05%	-
	ブラックロック・ジャパンXI(法人番号9010001125976)	0.41%	0.42%	-0.01%	0.06%	-
	三井住友トラスト・アセットマネジメントVIII(法人番号8010001114914)	1.28%	1.27%	+0.01%	0.06%	-
外国株式 アクティブ運用	アセットマネジメントOneXII(旧みずほ投信)(法人番号9010001021473)	-0.12%	-2.65%	+2.53%	3.34%	0.76
	MFSインベストメント・マネジメント(法人番号7010001096996)	1.47%	1.45%	+0.02%	2.74%	0.01
	日興アセットマネジメントII(法人番号8010401072159)	0.92%	1.45%	-0.53%	3.83%	-0.14
	野村アセットマネジメントVII(法人番号7010001054021)	-4.67%	-2.65%	-2.02%	4.10%	-0.49
	BNY Mellon・アセット・マネジメント・ジャパンII (法人番号8010001040648)	7.10%	1.45%	+5.65%	3.88%	1.46
	三菱UFJ信託銀行VII(法人番号6010001008770)	5.73%	1.32%	+4.41%	4.75%	0.93
	UBSアセット・マネジメントII(法人番号4010001031576)	7.18%	1.45%	+5.73%	3.72%	1.54
ラザード・ジャパン・アセット・マネジメント(法人番号8010401058901)	-3.15%	-2.65%	-0.50%	4.50%	-0.11	

## ウ. 運用実績(直近1年)(2019年4月~2020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OneI(旧みずほ信託)(法人番号 9010001021473)	-0.18%	-0.18%	+0.00%	
	ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズI(法人番号 2010401034817)	-0.14%	-0.18%	+0.03%	
	三井住友トラスト・アセットマネジメントI(法人番号 8010001114914)	-0.16%	-0.18%	+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)	-0.18%	-0.17%	-0.01%	
	三菱UFJ信託銀行I(法人番号 6010001008770)	-0.22%	-0.17%	-0.05%	
	自家運用I	-0.11%	-0.18%	+0.07%	
	自家運用II	-0.16%	-0.17%	+0.02%	
国内債券 アクティブ運用	自家運用III	-0.33%	-0.49%	+0.15%	
	アセットマネジメントOneII(旧DIAM)(法人番号 9010001021473)	0.07%	-0.21%	+0.28%	
	アセットマネジメントOneIII(旧みずほ信託)(法人番号 9010001021473)	0.11%	-0.21%	+0.32%	
	MU投資顧問(法人番号 1010001016976)	0.15%	-0.21%	+0.36%	
	東京海上アセットマネジメント(法人番号 3010001034076)	-0.00%	-0.21%	+0.20%	
	PGIMジャパンI(法人番号 7010001098893)	-0.08%	-0.21%	+0.12%	
	ピムコジャパンリミテッドI(法人番号 4700150005220)	-0.25%	-0.21%	-0.04%	
	マンユライフ・アセット・マネジメントI(法人番号 1010001106942)	0.09%	-0.21%	+0.29%	
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III(法人番号 8010001114914)	0.01%	-0.21%	+0.22%	
	三菱UFJ信託銀行II(法人番号 6010001008770)	0.00%	-0.21%	+0.21%	
	自家運用IV	-2.60%	-	-	
	アセットマネジメントOneIV(旧DIAM)(法人番号 9010001021473)	-9.45%	-9.50%	+0.06%	
	アセットマネジメントOneV(旧DIAM)(法人番号 9010001021473)	-8.94%	-8.96%	+0.02%	
	アセットマネジメントOneVI(旧みずほ信託)(法人番号 9010001021473)	-9.21%	-9.26%	+0.05%	
	アセットマネジメントOneVII(法人番号 9010001021473)	-7.98%	-6.95%	-1.03%	
国内株式 アクティブ運用	ゴールドマン・サックス・アセット・マネジメントI(法人番号 8010401009945)	-12.78%	-12.57%	-0.21%	
	野村アセットマネジメントI(法人番号 7010001054021)	-12.45%	-12.53%	+0.08%	
	フィデリティ投信I(法人番号 1010401025734)	-9.46%	-9.50%	+0.04%	
	ブラックロック・ジャパンI(法人番号 9010001125976)	-9.47%	-9.50%	+0.03%	
	ブラックロック・ジャパンII(法人番号 9010001125976)	-6.98%	-6.95%	-0.02%	
	三井住友トラスト・アセットマネジメントIV(法人番号 8010001114914)	-9.50%	-9.50%	-0.00%	
	三井住友トラスト・アセットマネジメントV(法人番号 8010001114914)	-8.97%	-8.96%	-0.01%	
	三井住友トラスト・アセットマネジメントVI(法人番号 8010001114914)	-9.46%	-9.21%	-0.25%	
	三菱UFJ信託銀行III(法人番号 6010001008770)	-9.47%	-9.50%	+0.03%	
	三菱UFJ信託銀行IV(法人番号 6010001008770)	-8.94%	-8.96%	+0.03%	
	三菱UFJ信託銀行V(法人番号 6010001008770)	-3.89%	-3.39%	-0.50%	
	三菱UFJ信託銀行VI(法人番号 6010001008770)	-5.16%	-4.78%	-0.38%	
	りそなアセットマネジメントI(法人番号 5010601048309)	-9.49%	-9.50%	+0.01%	
	アセットマネジメントOneVIII(旧DIAM)(法人番号 9010001021473)	-10.82%	-9.50%	-1.32%	
国内株式 アクティブ運用	アセットマネジメントOneIX(旧みずほ投信)(法人番号 9010001021473)	-19.37%	-13.61%	-5.76%	
	イーストスプリング・インベストメンツ(法人番号 2010001066780)	-19.08%	-9.50%	-9.57%	
	インベスコ・アセット・マネジメント(法人番号 7010401061146)	-12.30%	-9.50%	-2.79%	
	キャピタル・インターナショナル(法人番号 8010001014858)	-7.89%	-9.50%	+1.62%	
	JPモルガン・アセット・マネジメント(法人番号 6010001098507)	-14.02%	-16.74%	+2.72%	
	シュローダー・インベストメント・マネジメントI(法人番号 6010001077097)	-11.19%	-9.50%	-1.69%	
	日興アセットマネジメントI(法人番号 8010401072159)	-9.49%	-9.50%	+0.01%	
	野村アセットマネジメントII(法人番号 7010001054021)	-15.01%	-13.61%	-1.40%	
	野村アセットマネジメントIII(法人番号 7010001054021)	-13.28%	-12.97%	-0.31%	
	フィデリティ投信II(法人番号 1010401025734)	-4.22%	-9.50%	+5.28%	
	三井住友DSアセットマネジメントI(法人番号 4010401049128)	-16.73%	-16.74%	+0.01%	
	ラッセル・インベストメントI(法人番号 6010401037394)	-11.62%	-9.50%	-2.11%	
	アセットマネジメントOneX(旧みずほ信託)(法人番号 9010001021473)	3.81%	3.65%	+0.16%	
	ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズII(法人番号 2010401034817)	4.55%	4.37%	+0.18%	
外国債券 パッシブ運用	野村アセットマネジメントIV(法人番号 7010001054021)	4.59%	4.41%	+0.18%	
	ブラックロック・ジャパンIII(法人番号 9010001125976)	4.67%	4.53%	+0.14%	
	ブラックロック・ジャパンIV(法人番号 9010001125976)	-2.57%	-2.40%	-0.18%	
	ブラックロック・ジャパンV(法人番号 9010001125976)	10.42%	10.27%	+0.14%	
	ブラックロック・ジャパンVI(法人番号 9010001125976)	9.99%	10.07%	-0.08%	
	ブラックロック・ジャパンVII(法人番号 9010001125976)	2.79%	2.68%	+0.11%	
	ブラックロック・ジャパンVIII(法人番号 9010001125976)	-0.24%	-0.52%	+0.28%	
	ブラックロック・ジャパンIX(法人番号 9010001125976)	4.79%	4.78%	+0.01%	
	三井住友トラスト・アセットマネジメントVII(法人番号 8010001114914)	4.60%	4.37%	+0.23%	
	りそなアセットマネジメントII(法人番号 5010601048309)	4.52%	4.37%	+0.15%	
	りそなアセットマネジメントIII(法人番号 5010601048309)	-2.55%	-2.40%	-0.15%	
	りそなアセットマネジメントIV(法人番号 5010601048309)	10.47%	10.27%	+0.20%	
	りそなアセットマネジメントV(法人番号 5010601048309)	10.16%	10.07%	+0.09%	
	りそなアセットマネジメントVI(法人番号 5010601048309)	2.78%	2.68%	+0.09%	
	りそなアセットマネジメントVII(法人番号 5010601048309)	-0.41%	-0.52%	+0.11%	
	りそなアセットマネジメントVIII(法人番号 5010601048309)	5.75%	5.67%	+0.08%	

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OneXI(旧みずほ投信) (法人番号 9010001021473)	-0.46%	1.86%	-2.33%	
	アッシュモアジャパン (法人番号 6010001133395)	-17.30%	-8.95%	-8.35%	
	アライアンス・バーンスタイン (法人番号 7010001010313)	-12.92%	-9.13%	-3.78%	
	ゴールドマン・サックス・アセット・マネジメントII (法人番号 8010401009945)	0.27%	1.86%	-1.59%	
	シュローダー・インベストメント・マネジメントII (法人番号 6010001077097)	-1.70%	1.86%	-3.57%	
	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)	0.62%	1.86%	-1.25%	
	野村アセットマネジメントV (法人番号 7010001054021)	-9.29%	1.86%	-11.15%	
	野村アセットマネジメントVI (法人番号 7010001054021)	-9.78%	-9.23%	-0.55%	
	BNYメロン・アセット・マネジメント・ジャパンI (法人番号 8010001040648)	-3.02%	-2.57%	-0.45%	
	PGIMジャパンII (法人番号 7010001098893)	-0.78%	1.86%	-2.65%	
	ビムコジャパンリミテッドII (法人番号 4700150005220)	-0.40%	1.86%	-2.26%	
	フィデリティ投信III (法人番号 1010401025734)	0.57%	6.34%	-5.77%	
	ブラックロック・ジャパンX (法人番号 9010001125976)	-0.79%	1.86%	-2.66%	
	マンユライフ・アセット・マネジメントII (法人番号 1010001106942)	-2.97%	1.86%	-4.83%	
	外国株式 パッシブ運用	モルガン・スタンレー・インベストメント・マネジメントI (法人番号 90110010026405)	-0.84%	1.86%	-2.70%
UBSアセット・マネジメントI (法人番号 4010001031576)		-13.88%	-14.35%	+0.47%	
レグ・メイソン・アセット・マネジメント (法人番号 5010001048652)		-5.48%	1.86%	-7.34%	
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)		-13.44%	-13.47%	+0.02%	
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)		-10.57%	-10.08%	-0.49%	
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)		-17.19%	-17.24%	+0.05%	
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)		-25.47%	-25.48%	+0.01%	
ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズVII (法人番号 2010401034817)		-20.16%	-20.28%	+0.12%	
ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズVIII (法人番号 2010401034817)		-12.89%	-12.81%	-0.08%	
ブラックロック・ジャパンXI (法人番号 9010001125976)		-13.44%	-13.47%	+0.02%	
外国株式 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VIII (法人番号 8010001114914)	-13.44%	-13.47%	+0.03%	
	リーガル・アンド・ジェネラル・インベストメント・マネジメント・ジャパン (法人番号 5010001181453)	-13.51%	-13.47%	-0.04%	
	アセットマネジメントOneXII(旧みずほ投信) (法人番号 9010001021473)	-13.88%	-19.72%	+5.84%	
	MFSインベストメント・マネジメント (法人番号 7010001096996)	-13.30%	-12.47%	-0.83%	
	日興アセットマネジメントII (法人番号 8010401072159)	-14.40%	-12.47%	-1.92%	
	野村アセットマネジメントVII (法人番号 7010001054021)	-23.88%	-19.72%	-4.16%	
	BNYメロン・アセット・マネジメント・ジャパンII (法人番号 8010001040648)	-4.67%	-12.47%	+7.80%	
	三菱UFJ信託銀行VII (法人番号 6010001008770)	-8.83%	-12.81%	+3.98%	
	UBSアセット・マネジメントII (法人番号 4010001031576)	-7.82%	-12.47%	+4.66%	
ラザード・ジャパン・アセット・マネジメント (法人番号 8010401058901)	-21.27%	-19.72%	-1.56%		

## 工. 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)	1.57%	1.57%	日本円	2018年3月
			0.17%	0.00%	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VIII (法人番号 7010001054021)	2.75%	1.71%	米ドル	2018年2月
	グローバル・コア型	三井住友DSアセットマネジメントII (法人番号 4010401049128)	2.75%	1.06%	米ドル	2018年1月
	グローバル・コア型	自家運用V	4.25%	2.76%	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VI	4.03%	2.85%	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OneVIII (法人番号 9010001021473)	4.88%	2.44%	米ドル	2018年9月
	ジャパン・コア型	三菱UFJ信託銀行VIII (法人番号 6010001008770)	5.97%	5.97%	日本円	2017年12月

(注1) 運用受託機関の記載順序は、50音順です。

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

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

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

(注5) 時間加重収益率には、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) オルタナティブ資産は、2020年3月末までに運用を開始したものを記載しています。

## [5] 運用受託機関及び資産管理機関への支払手数料(3年累計)

(単位:円)

運用手法	運用受託機関名	手数料額	備考
国内債券 パッシブ運用	アセットマネジメントOneI(旧みずほ信託) (法人番号 9010001021473)	180,544,508	
	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)	147,738,838	
	三井住友トラスト・アセットマネジメントI (法人番号 8010001114914)	257,011,545	
	三井住友トラスト・アセットマネジメントII (法人番号 8010001114914)	26,902,081	
	三菱UFJ信託銀行I(法人番号 6010001008770)	30,670,852	
国内債券 アクティブ運用	アセットマネジメントOneII(旧DIAM) (法人番号 9010001021473)	856,102,090	
	アセットマネジメントOneIII(旧みずほ信託) (法人番号 9010001021473)	825,478,189	
	MU投資顧問(法人番号 1010001016976)	668,805,359	
	東京海上アセットマネジメント (法人番号 3010001034076)	698,376,143	
	PGIMジャパンI(法人番号 7010001098893)	507,688,081	
	ビムコジャパンリミテッドI(法人番号 4700150005220)	642,038,005	
	マニユライフ・アセット・マネジメントI (法人番号 1010001106942)	613,941,837	
	三井住友トラスト・アセットマネジメントIII (法人番号 8010001114914)	802,425,412	
三菱UFJ信託銀行II(法人番号 6010001008770)	724,172,153		
国内株式 パッシブ運用	アセットマネジメントOneIV(旧DIAM) (法人番号 9010001021473)	334,938,758	
	アセットマネジメントOneV(旧DIAM) (法人番号 9010001021473)	126,081,851	
	アセットマネジメントOneVI(旧みずほ信託) (法人番号 9010001021473)	26,014,867	
	アセットマネジメントOneVII (法人番号 9010001021473)	40,955,228	
	ゴールドマン・サックス・アセット・マネジメントI (法人番号 8010401009945)	2,486,520,937	
	野村アセットマネジメントI (法人番号 7010001054021)	5,028,599,333	
	ブラックロック・ジャパンI (法人番号 9010001125976)	65,687,073	
	ブラックロック・ジャパンII (法人番号 9010001125976)	81,584,947	
	ブラックロック・ジャパンIV (法人番号 9010001125976)	17,984,880	○
	三井住友トラスト・アセットマネジメントIV (法人番号 8010001114914)	28,020,686	
	三井住友トラスト・アセットマネジメントV (法人番号 8010001114914)	71,905,166	
	三菱UFJ信託銀行III(法人番号 6010001008770)	158,340,406	
	三菱UFJ信託銀行IV(法人番号 6010001008770)	93,839,629	
三菱UFJ信託銀行V(法人番号 6010001008770)	314,798,117		
三菱UFJ信託銀行VI(法人番号 6010001008770)	221,531,449		
国内株式 アクティブ運用	アセットマネジメントOneVIII(旧DIAM) (法人番号 9010001021473)	792,276,731	
	アセットマネジメントOneIX(旧みずほ投信) (法人番号 9010001021473)	522,756,627	
	イーストスプリング・インベストメント (法人番号 2010001066780)	977,841,419	
	インベスコ・アセット・マネジメント (法人番号 7010401061146)	1,499,740,745	
	キャピタル・インターナショナル (法人番号 8010001014858)	2,092,047,090	
	JPモルガン・アセット・マネジメント (法人番号 6010001098507)	901,608,655	
	シュローダー・インベストメント・マネジメントI (法人番号 6010001077097)	911,178,383	
	セイリュウ・アセット・マネジメント (法人番号 5010001130641)	442,098,825	
	日興アセットマネジメントI(法人番号 8010401072159)	594,095,042	
	野村アセットマネジメントII (法人番号 7010001054021)	806,303,926	
	野村アセットマネジメントIII (法人番号 7010001054021)	1,316,505,145	
	フィデリティ投信II(法人番号 1010401025734)	1,290,622,675	
	三井住友DSアセット・マネジメントI (法人番号 4010401049128)	637,131,292	
	ラッセル・インベストメントI(法人番号 6010401037394)	2,034,360,839	

(単位:円)

運用手法	運用受託機関名	手数料額	備考
外国債券 パッシブ運用	アセットマネジメントOneX(旧みずほ信託) (法人番号 9010001021473)	109,092,384	
	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)	130,094,923	
	野村アセットマネジメントIV(法人番号 7010001054021)	63,384,990	
	ブラックロック・ジャパンIII(法人番号 9010001125976)	212,897,308	
	ブラックロック・ジャパンVII(法人番号 9010001125976)	14,606,419	
	ブラックロック・ジャパンVIII(法人番号 9010001125976)	40,360,764	
	三井住友トラスト・アセットマネジメントVII (法人番号 8010001114914)	28,261,085	
	りそなアセットマネジメントII(法人番号 5010601048309)	37,106,146	
	りそなアセットマネジメントVI(法人番号 5010601048309)	7,639,301	
りそなアセットマネジメントVII(法人番号 5010601048309)	27,012,416		
外国債券 アクティブ運用	アセットマネジメントOneXI(旧みずほ投信) (法人番号 9010001021473)	1,472,964,333	
	アセットマネジメントOneXIV(旧DIAM) (法人番号 9010001021473)	2,771,943,128	○
	アッシュモアジャパン(法人番号 6010001133395)	1,410,162,041	
	アイアランス・バーンスタイン(法人番号 7010001010313)	140,630,609	
	ゴールドマン・サックス・アセット・マネジメントII (法人番号 8010401009945)	785,468,937	
	シュローダー・インベストメント・マネジメントII (法人番号 6010001077097)	1,774,896,170	
	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)	1,889,958,730	
	野村アセットマネジメントV(法人番号 7010001054021)	2,533,233,394	
	野村アセットマネジメントVI(法人番号 7010001054021)	521,483,133	
	BNYメロン・アセット・マネジメント・ジャパンI (法人番号 8010001040648)	1,446,727,174	
	PGIMジャパンII(法人番号 7010001098893)	2,103,478,942	
	ビムコジャパンリミテッドII(法人番号 4700150005220)	2,676,426,933	
	フィデリティ投信III(法人番号 1010401025734)	1,888,262,059	
	ブラックロック・ジャパンIX(法人番号 9010001125976)	625,646,003	
	マニユライフ・アセット・マネジメントII (法人番号 1010001106942)	1,205,357,101	
	モルガン・スタンレー・インベストメント・マネジメントI (法人番号 9010001026405)	1,976,392,794	
	UBSアセット・マネジメントI(法人番号 4010001031576)	628,594,104	
レグ・メイソン・アセット・マネジメント (法人番号 5010001048652)	3,279,389,630		
外国株式 パッシブ運用	ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズIII (法人番号 2010401034817)	512,256,995	
	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)	40,686,177	
	ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズVII (法人番号 2010401034817)	12,114,446	
	ブラックロック・ジャパンXI(法人番号 9010001125976)	532,966,482	
	三井住友トラスト・アセット・マネジメントVIII (法人番号 8010001114914)	360,573,678	
	りそなアセットマネジメントIX(法人番号 5010601048309)	132,141,173	○
	アセットマネジメントOneXII(旧みずほ投信) (法人番号 9010001021473)	1,489,844,629	
	MFSインベストメント・マネジメント (法人番号 7010001096996)	2,710,840,008	
	日興アセットマネジメントII(法人番号 8010401072159)	3,354,500,219	
	野村アセットマネジメントVII(法人番号 7010001054021)	517,466,171	
外国株式 アクティブ運用	BNYメロン・アセット・マネジメント・ジャパンII (法人番号 8010001040648)	8,856,677,625	
	三菱UFJ信託銀行VII(法人番号 6010001008770)	3,708,139,212	
	UBSアセット・マネジメントII(法人番号 4010001031576)	10,572,723,454	
	ラザードジャパン・アセット・マネジメント (法人番号 8010401058901)	320,364,499	

(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)	265,812,325
	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)	9,550,216,423
	日本トラスティ・サービス信託銀行(国内株式) (法人番号 5010001069616)	1,928,610,647
	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、短期資産) (法人番号 2010401041086)	23,832,657,692
	野村アセットマネジメントIX(国内株式) (法人番号 7010001054021)	3,260,000
	ブラックロック・ジャパンXV(国内株式) (法人番号 9010001125976)	13,811,373
	ラッセル・インベストメントII(国内株式) (法人番号 6010401037394)	162,000
トランジション・ マネジメント	ブラックロック・ジャパンXII(外国債券) (法人番号 9010001125976)	12,526,236
	ブラックロック・ジャパンXIII(外国株式) (法人番号 9010001125976)	15,521,204
	ラッセル・インベストメントIII(外国株式) (法人番号 6010401037394)	54,000

- (注1) 運用受託機関の記載順序は、50音順です。  
 (注2) 複数の運用を受託している運用受託機関は、名称にローマ数字を付記しています。  
 (注3) 手数料額には消費税が含まれています。  
 (注4) 備考欄の「○」印は、2019年度に解約し2017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140,701,933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	6,768,108,200	588,081,568
外国債券	49,669,951,466	12,215,829,098
外国株式	35,559,040,974	7,482,954,186

- (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

		2010年度			2011年度			2012年度			2013年度			2014年度			2015年度			2016年度			2017年度			2018年度			2019年度		
		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	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	0	0	5
	アクティブ	0	0	10	0	0	10	-5	4	9	0	0	9	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	-1	0	6	-1	5	10	0	0	10	0	0	10	-1	2	11	0	4	15	0	3	18	-1	0	17
	アクティブ	-1	0	20	-1	0	19	-1	0	18	-15	11	14	0	3	17	0	0	17	-3	0	14	0	0	14	0	0	14	0	0	14
外国債券	パッシブ	-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	-3	2	22
	アクティブ	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	-1	4	21
外国株式	パッシブ	-2	2	6	0	0	6	0	0	6	0	0	6	0	0	6	0	0	6	0	0	6	0	4	10	-2	2	10	-1	0	9
	アクティブ	-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	0	0	8
オルタナティブ																															
計		-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	-6	7	111

- (注1) 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2) 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3) 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4) 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5) 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6) 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7) 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8) 2017年度に計上されている国内債券パッシブ、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(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9) 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10) 2019年度のファンド増減のうち、総合評価結果以外の要因は、運用受託機関構成の見直し(外国債券アクティブ新規採用4ファンド、外国債券パッシブ新規採用2ファンド、国内株式パッシブ解約1ファンド、外国株式パッシブ解約1ファンド)、資産管理機関複数化(外国債券パッシブ解約3ファンド)、契約等の事由による解約(外国債券アクティブ1ファンド)によるものです。  
 (注11) 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

この一覧は、2020年3月末(2019年度末)時点で運用受託機関への投資一任契約により間接的に保有しているもの及び自家運用で保有しているものを、銘柄ごとに集約したものの上位10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/the-latest-results.html>)をご参照ください。

### ○国内債券保有銘柄(時価総額順)

No.	銘柄名	時価総額(億円)
1	物価連動利付国債10年20回	10,440
2	物価連動利付国債10年21回	6,261
3	物価連動利付国債10年19回	5,392
4	利付国債357回	4,300
5	国債20年170回	4,126
6	国債20年168回	3,671
7	国債20年169回	3,559
8	物価連動利付国債10年22回	3,501
9	中期国債・5年141回	3,301
10	利付国債356回	3,226
計	5,276銘柄	374,963

### ○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	206,102,800	13,646
2	ソニー	106,333,700	6,854
3	日本電信電話	248,027,900	6,506
4	キーエンス	15,024,300	5,248
5	KDDI	152,841,300	4,967
6	三菱UFJフィナンシャル・グループ	1,183,808,400	4,920
7	NTTドコモ	137,149,000	4,714
8	ソフトバンクグループ	122,740,300	4,676
9	武田薬品工業	136,844,600	4,650
10	任天堂	9,445,900	3,989
計	2,389銘柄		353,082

### ○外国債券保有銘柄(時価総額順)

No.	銘柄名	時価総額(億円)
1	US TREASURY N/B 1.875PCT 31JAN22	1,711
2	US TREASURY N/B 1.5PCT 15AUG26	1,620
3	US TREASURY N/B 2.75PCT 15FEB28	1,598
4	US TREASURY N/B 2.375PCT 15MAY29	1,466
5	US TREASURY N/B 2.375PCT 15AUG24	1,462
6	FRANCE (GOVT OF) FRTR 5 1/2 04/25/29	1,319
7	US TREASURY N/B 2.625PCT 15FEB29	1,311
8	FIDELITY US BANK LOAN FUND	1,300
9	US TREASURY N/B 3.125PCT 15NOV28	1,283
10	US TREASURY N/B 2.25PCT 15NOV25	1,268
計	8,643銘柄	349,878

### ○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	67,993,219	11,576
2	APPLE INC	39,309,014	10,791
3	AMAZON.COM INC	3,925,907	8,263
4	FACEBOOK INC-CLASS A	21,510,437	3,873
5	ALPHABET INC-CL C	2,945,117	3,697
6	ALPHABET INC-CL A	2,821,148	3,539
7	ALIBABA GROUP HOLDING-SP ADR	16,075,104	3,375
8	JOHNSON & JOHNSON	22,819,134	3,230
9	VISA INC-CLASS A SHARES	17,638,900	3,068
10	NESTLE SA-REG	26,625,324	2,954
計	2,722銘柄		366,829

### ○オルタナティブ資産保有銘柄(分野別:時価総額順)

No.	分野	銘柄名		時価総額(億円)
		日本語名	英語名	
1	インフラストラクチャー	ステップストーン・G・インフラストラクチャー・オポチュニティーズ エルピー	STEPSTONE G INFRASTRUCTURE OPPORTUNITIES, L.P.	2,308
2	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	1,547
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	1,013
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	313
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.	270
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	185
1	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トメンツ エルピー	CBRE GIP G REAL ESTATE INVESTMENTS, LP	2,409
2	不動産	MUTB・G・不動産ファンド	MUTB G REAL ESTATE FUND	1,399

(注1) 銘柄名は、2020年3月末時点のものを用いています。

(注2) オルタナティブ資産保有銘柄は、2020年3月末までに運用を開始したものを記載しています。



## 5 | その他

### [1] 各勘定の損益

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

本に応じて、厚生年金勘定及び国民年金勘定に按分することとされています。

2019年度の総合勘定の損益額は、収益額 **-8兆2,831億円** から

運用手数料等370億円を差し引いた **-8兆3,201億円** となりました。

この-8兆3,201億円を、各勘定に以下の通り按分しました。

厚生年金勘定に

**-7兆8,606億円** (2019年度末の累積損益 **36兆4,964億円**<sup>(注1)</sup>)

国民年金勘定に

**-4,595億円** (2019年度末の累積損益 **9,090億円**<sup>(注2)</sup>)

(注1) 厚生年金勘定の累積損益は、2018年度末における累積損益44兆7,871億円の、2019年度損益の按分額-7兆8,606億円を加え、2019年度に支払った年金特別会計への納付金4,300億円を差し引いたものです。なお、この額に2019年度までの年金特別会計への納付金の累計額12兆8,321億円を戻し加えた49兆3,286億円は、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、2018年度末における累積損益1兆7,106億円の、2019年度損益の按分額-4,595億円を加え、

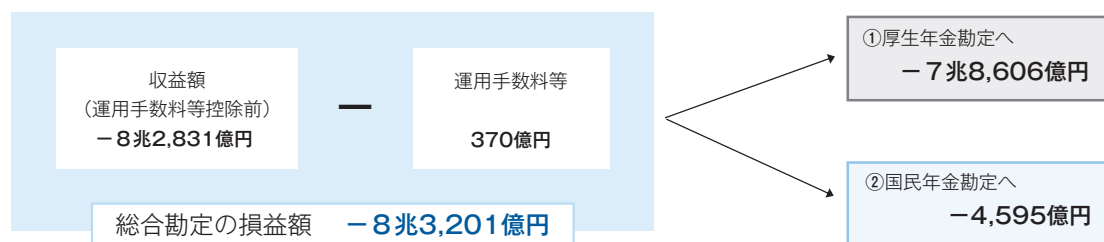
2019年度に支払った年金特別会計への納付金3,421億円を差し引いたものです。なお、この額に2019年度までの年金特別会計への納付金の累計額2兆4,290億円を戻し加えた運用上の累積損益は3兆3,379億円となります。

(注3) 2019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。

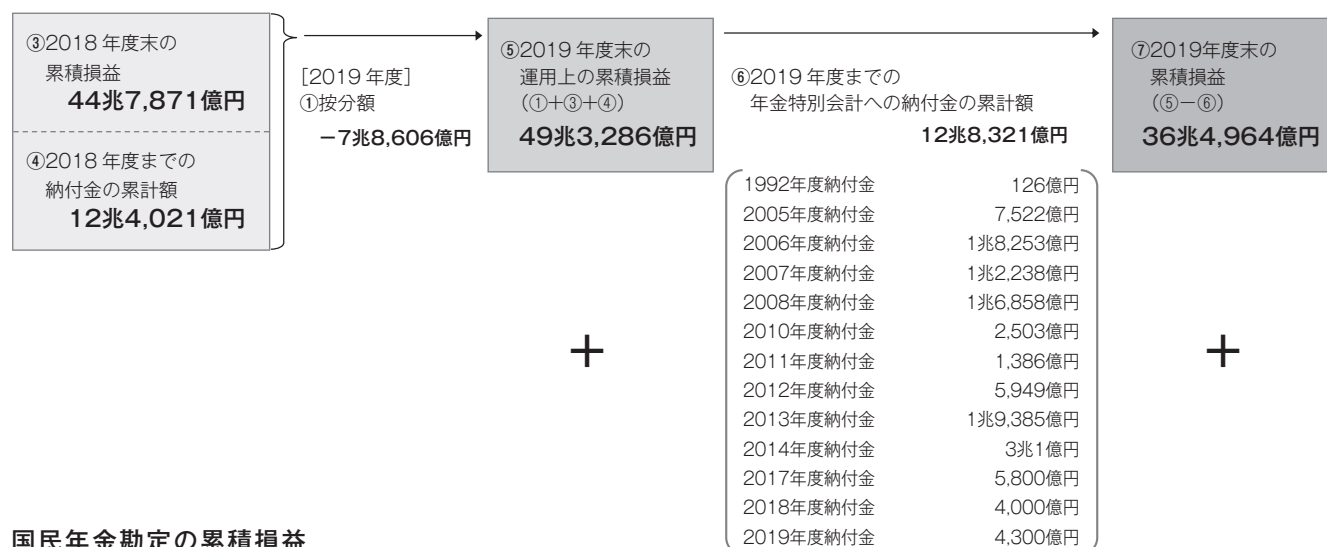
寄託金を管理する厚生年金勘定及び国民年金勘定の損益の合計は、赤字となりました。なお、旧事業団において資金運用事業を開始した1986年度以降の累積損益では37兆4,054億円の黒字となりました。これに年金特

別会計への納付金の累計額15兆2,611億円を戻し加えた運用上の累積損益は、52兆6,665億円の黒字となりました。

## 2019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(2020年4月1日時点)。



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:トヨタファイナンシャルサービス(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 2020年4月1日(再任) 至 2025年3月31日

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



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
2007年10月:最高検察庁刑事部長	2020年1月:弁護士法人東京フレックス法律事務所弁護士(現任)



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:野村証券(株)入社  
2011年4月:京都大学大学院教授  
2015年5月: 同 特定教授  
2018年4月:首都大学東京大学院(現東京都立大学大学院)特任教授(現任)  
2019年4月:京都大学大学院客員教授(現任)



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 2020年4月1日(再任) 至 2024年度の財務諸表承認日

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



経営委員

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 2020年4月1日(再任) 至 2025年3月31日

1983年4月：日本銀行入行  
1991年4月：同 退行  
1994年9月：スタンダード&プアーズ・レーティング・ジャパン(株)入社  
2005年4月：同 マネジング・ディレクター  
2016年3月：同 退社  
2016年4月：アジア開発銀行研究所エコノミスト(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

みやぞの まさたか  
宮園 雅敬

自 2020年4月1日 至 2025年3月31日

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



## 理事(総務・企画等担当)

ふじわら ていいち  
藤原 禎一

自 2020年4月1日 至 2022年3月31日

1984年4月：厚生省入省	2013年7月：厚生労働省社会・援護局総務課長
1998年7月：厚生省大臣官房国際課課長補佐	2014年8月：社会保険診療報酬支払基金審議役(企画関係担当)
2001年4月：厚生労働省大臣官房総務課企画官	2016年1月：年金積立金管理運用独立行政法人理事(総務・企画等担当)
2003年8月：年金資金運用基金福祉部長	2017年10月：東北厚生局長
2006年4月：独立行政法人福祉医療機構年金貸付部長	2018年7月：国立社会保障・人口問題研究所政策研究調整官
2006年9月：総務省行政評価局評価監視官	2019年4月：厚生労働省大臣官房地域保健福祉施策特別分析官 (国立社会保障・人口問題研究所政策研究調整官併任)
2008年7月：厚生労働省雇用均等・児童家庭局家庭福祉課長	2019年7月：国立社会保障・人口問題研究所政策研究調整官併任解除
2010年7月：厚生労働省年金局事業企画課長	
2011年7月：厚生労働省年金局総務課長	



## 理事(管理運用業務担当)兼CIO

うえだ えいじ  
植田 栄治

自 2020年4月1日 至 2022年3月31日

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

Memo

A series of horizontal dashed lines for writing.





A series of 25 horizontal dashed lines for writing.

# 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  
2019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



