

平成27年度

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

平成28年12月27日  
厚生労働省



# 目 次

概 要	1
第 1 章 年金積立金の運用の目的と仕組み	
1.1 運用の目的	3
1.2 運用の仕組み	3
1.3 運用方法	5
(1) GPIF における管理及び運用	5
(2) 年金特別会計で管理する積立金	6
第 2 章 年金積立金の運用実績	
2.1 年金積立金の運用実績（平成 27 年度）	8
(1) 年金積立金の運用実績	8
(2) 市場運用分の運用実績	8
(3) 財投債引受け分の運用実績	9
(4) 年金特別会計で管理する積立金（財政融資資金への預託）の運用実績	9
(5) 年金積立金全体に対する収益率及び各運用手法ごとの収益率	10
2.2 年金積立金の運用実績（平成 13 年度～平成 27 年度）	11
(1) 年金積立金全体の運用実績	11
(2) 市場運用分の運用実績（運用手数料等控除後）	12
(3) 財投債引受け分の運用実績	12
(4) 年金特別会計で管理する積立金（財政融資資金への預託）の運用実績	12
(5) 年金積立金全体に対する平均収益率及び各運用手法ごとの平均収益率	13
第 3 章 年金積立金の運用実績が年金財政に与える影響の評価	14
3.1 年金財政からみた運用実績の評価の考え方	14
(1) 年金積立金の運用とその評価	14
(2) 公的年金における財政見通しとの比較による評価	14
(3) 実質的な運用利回りによる評価	14
(4) 平成 26 年財政検証における運用利回り等の前提	15
3.2 運用実績が年金財政に与える影響の評価	17
(1) 平成 25 年度の運用実績が年金財政に与える影響の評価	17
(2) 平成 13 年度から平成 27 年度までの 15 年間の運用実績が年金財政に与える影響の評価（年金積立金の自主運用開始からの評価）	17
(3) 平成 18 年度から平成 27 年度までの 5 年間の運用実績が年金財政に与える影響の評価（GPIF 設立からの評価）	18
(4) まとめ	20
(図表)運用実績と財政検証上の前提との比較	20
第 4 章 積立金基本指針及び管理運用の方針に定める事項の遵守の状況について	
4.1 積立金の資産の構成の目標（モデルポートフォリオ）について	23
4.2 基本ポートフォリオの策定と検証	25
4.2.1 基本ポートフォリオの変更	26

4.2.2	基本ポートフォリオの検証の状況	27
4.3	基本ポートフォリオの管理及びリスク管理	29
4.3.1	基本ポートフォリオの管理及び資産全体のリスク管理の状況	29
4.3.2	資産ごとのリスク管理の状況	31
4.3.3	各運用受託機関・各資産管理機関及び自家運用のリスク管理の状況	34
4.4	市場の価格形成や民間の投資行動への配慮	38
4.5	保険給付等に必要な流動性の確保	41
4.6	運用手法の見直し及び運用受託機関の評価・選定等	42
4.6.1	ベンチマークや運用の効率化のための運用手法の見直し等	42
4.6.2	運用受託機関の定期的な評価等	43
4.6.3	運用受託機関の選定・管理の強化等	45
4.7	パッシブ運用とアクティブ運用	46
4.8	非財務的要素であるESGの考慮	47
4.9	管理積立金の管理運用状況の評価	48
4.9.1	各資産の運用利回りのベンチマーク収益率による評価	48
4.9.2	非伝統的資産の評価方法の検討及び財投債の評価	52
4.10	情報公開及び広報活動	54
4.11	受託者責任の徹底等	56
4.12	管理運用主体間の連携	58
4.13	運用対象の多様化及びリスク管理の強化	59
4.14	調査研究業務の充実等	61

参考資料

【用語の解説】	63
(図表1) 年金積立金の運用実績(平成13年度～平成27年度)	65
(図表2) 年金積立金の運用損益の按分状況	66
(図表3) 年金積立金額(簿価、時価)の推移	67
(図表4) 年金積立金額(簿価)の内訳	68
(図表5) 年金積立金額(時価)の増減	69

# 概要

## 1 年金積立金の運用実績

年金積立金管理運用独立行政法人（以下「GPIF」という。）で管理する積立金と年金特別会計で管理する積立金（注1）を合わせた、年金積立金（注2）の平成27年度の運用実績は、-3.64%（-約5.3兆円）であった。このうち、厚生年金保険の年金積立金の平成27年度の運用実績は、-3.63%（-約5.0兆円）であった。

また、年金積立金の自主運用開始（平成13年度）からの平均では、2.84%（累積約56.5兆円）となっている。

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

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

### （1）平成27年度

年金積立金の収益額（運用手数料等控除後） -5兆3,498億円  
 // 収益率（//） -3.64%

（厚生年金保険分）

年金積立金の収益額（運用手数料等控除後） -5兆 81億円  
 // 収益率（//） -3.63%

{	GPIFで管理する積立金の収益額（運用手数料等控除後）	-5兆3,502億円
	// 収益率（//）	-3.84%
	年金特別会計で管理する積立金の収益額	4億円
	// 収益率	0.00%
	（厚生年金保険分）	
	GPIFで管理する積立金の収益額（運用手数料等控除後）	-5兆 85億円
// 収益率（//）	-3.84%	
年金特別会計で管理する積立金の収益額	3億円	
// 収益率	0.00%	

	GPIF			年金特別会計で管理する積立金	合計
	市場運用分	財投債引受分	合計		
資産額	131.3兆円 (123.2兆円)	3.4兆円 (3.2兆円)	134.7兆円 (126.4兆円)	8.0兆円 (7.6兆円)	142.7兆円 (133.9兆円)
収益額	-5兆4,250億円 (-5兆785億円)	748億円 (700億円)	-5兆3,502億円 (-5兆85億円)	4億円 (3億円)	-5兆3,498億円 (-5兆81億円)
収益率	-4.01% (-4.01%)	1.75% (1.75%)	-3.84% (-3.84%)	0.00% (0.00%)	-3.64% (-3.63%)

下段（ ）内は、厚生年金保険の積立金に係る数値

### （2）これまでの運用実績

平成13年度（自主運用開始）からの累積収益額 56兆4,742億円  
 // の平均収益率 2.84%

（厚生年金保険分）

平成13年度（自主運用開始）からの累積収益額 52兆9,270億円  
 // の平均収益率 2.85%

## 2 年金積立金の運用実績が年金財政に与える影響の評価

年金積立金の運用実績は、平成27年度では名目賃金上昇率を3.96%下回っているものの、平成13年度からの15年間の平均では名目賃金上昇率を3.20%上回っている。このうち、厚生年金保険の年金積立金の運用実績は、平成27年度では名目賃金上昇率を3.95%下回っているが、平成13年度からの15年間の平均では名目賃金上昇率を3.20%上回っている。

年金積立金の自主運用開始（平成13年度）からこれまでの運用実績は、厚生年金保険及び国民年金ともに財政再計算・財政検証上の前提を上回っており、年金積立金の運用が年金財政にプラスの影響を与えている。

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

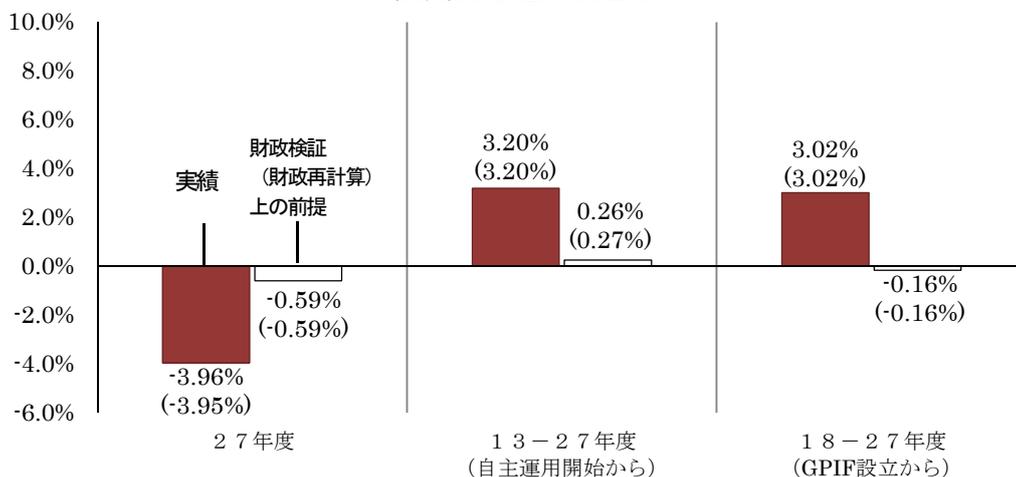
このため、運用実績の評価は、名目運用利回りから名目賃金上昇率を差し引いた「実質的な運用利回り」について、運用実績と、財政再計算及び財政検証上の前提を比較して行う。

	実 績			財政再計算及び財政検証上の前提	差 (A-B)
	実質的な運用利回り (A)			実質的な 運用利回り (B)	
		名目運用利回り	名目賃金上昇率		
① 平成27年度	-3.96% (-3.95%)	-3.64% (-3.63%)	0.33%	-0.59% (-0.59%)	-3.37% (-3.36%)
② 平成13～27年度平均 (自主運用開始から(過去15年))	3.20% (3.20%)	2.84% (2.85%)	-0.35%	0.26% (0.27%)	2.93% (2.94%)
③ 平成18～27年度平均 (GPIF設立から(過去10年))	3.02% (3.02%)	2.62% (2.62%)	-0.39%	-0.16% (-0.16%)	3.18% (3.18%)

(注1) 平成26年財政検証上の実質的な運用利回り等の前提は、女性や高齢者の労働市場への参加が進み日本経済が再生するケースを用いている。

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

実績と財政再計算及び財政検証との比較  
(実質的な運用利回り)



※下段( )内は、厚生年金保険の積立金に係る数値

## 第1章 年金積立金の運用の目的と仕組み

### 1.1 運用の目的

我が国の公的年金制度(厚生年金及び国民年金)は、現役世代の保険料負担で高齢者世代を支えるという世代間扶養の考え方を基本として運営されており、年金給付を行うために必要な資金をあらかじめすべて積み立てておくという考え方は採られていない。

しかし、我が国においては、少子高齢化が急速に進行しており、現役世代の保険料のみで年金給付を賄うこととすると、保険料負担の急増又は給付水準の急激な低下は避けられない。そこで、一定の積立金を保有し、この積立金とその運用収入を活用することとしてきた。

平成16年改正までの財政方式では、将来にわたる全ての期間を考慮しており、将来にわたり一定規模の積立金を保有し、その運用収入を活用することとなっていた(永久均衡方式)。平成16年改正により、今後は、概ね100年間にわたる期間を考慮に入れ、その期間の最終年度の積立金を給付費の1年分とする財政方式(有限均衡方式)とすることとした。ただし、新しい財政方式においても、概ね100年間にわたり給付費の1年以上の積立金を保有することとなり、その運用収入は年金給付の重要な原資となる。

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

### 1.2 運用の仕組み

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

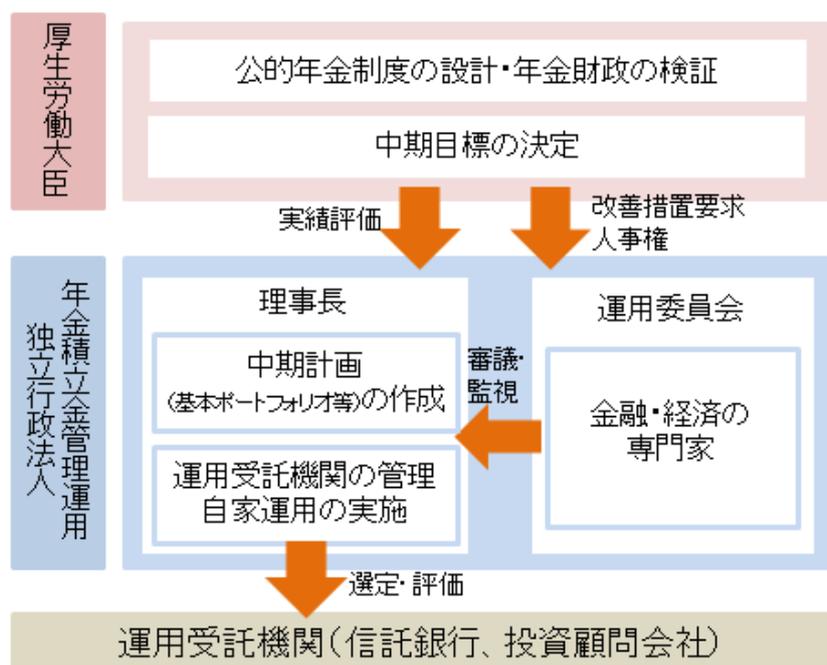
(注)財政投融资制度の概要は、財務省HP(<http://www.mof.go.jp/filp/>)参照

さらに、特殊法人等整理合理化計画に基づき、年金積立金の運用組織について、専門性を徹底し、責任の明確化を図る観点から制度改革が行われ、平成18年3月末をもって旧基金は解散となった。平成18年4月以降、年金積立金の管理・運用は、新たに設立された GPIF で行われることとなった。

GPIF における年金積立金の運用においては、厚生労働大臣が、達成すべき業務運営の目標として中期目標を定め、GPIF はこの目標を達成するための具体的な計画として自ら中期計画を策定している。この中期計画の中で、(1)運用の基本方針、(2)

基本ポートフォリオの策定、(3) 遵守すべき事項などを定め、この計画に従って、専ら被保険者のために、長期的な観点から、安全かつ効率的に業務を行う仕組みとなっている。また、GPIF には、経済・金融に関して高い識見を有する者などのうちから厚生労働大臣が任命した委員で組織する運用委員会を置き、中期計画等を審議するとともに、運用状況などを監視している(図1参照)。

GPIF の業務の実績については、外部有識者から構成される厚生労働省の独法評価委員会が評価を行っていたが、平成26年に独立行政法人通則法が改正され、平成27年度から、厚生労働大臣が外部有識者の意見を聴き、評価を行うこととなった。



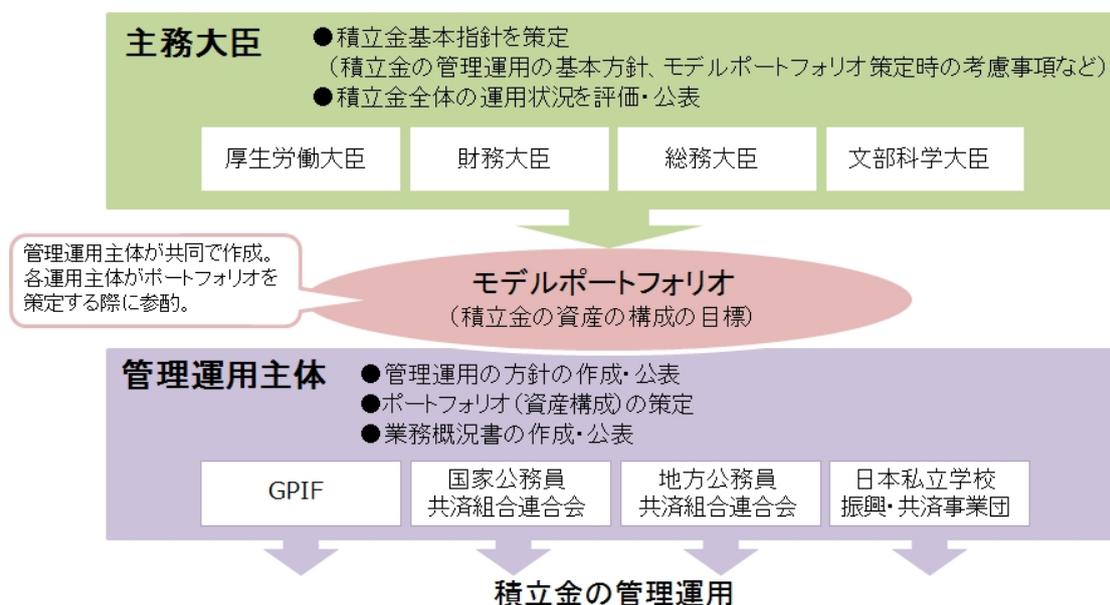
(図1)

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

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

この共通のルールについては、主務大臣(厚生労働大臣、財務大臣、総務大臣及び文部科学大臣)が共同で「積立金基本指針」を策定するとともに、積立金全体の運

用状況の評価・公表する。また、管理運用主体は、共同でモデルポートフォリオを作成するとともに、各管理運用主体で管理運用の方針や業務概況書の作成・公表を行う(図2参照)。



(図2)

なお、平成12年以前に旧年金福祉事業団(以下「旧事業団」という。)が旧資金運用部から資金を借り入れて行っていた資金運用事業は、旧基金及び GPIF に承継された。GPIF では、借入金の返済が終了した平成22年度まで、別途、承継資金運用勘定を設け、承継資金運用業務として継続し、借入金の返済が終了したときに、同勘定の資産及び負債は総合勘定に帰属された。

### 1.3 運用方法

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

#### (1) GPIF における管理及び運用

##### ① 市場運用

厚生労働大臣から寄託された厚生年金及び国民年金の積立金については、GPIF において、自ら策定した中期計画に従って、運用を行う仕組みとなっており、

中期計画で策定した基本ポートフォリオに基づき、国内外の債券や株式等を適切に組み合わせた分散投資を行っている。

実際の市場での運用は、民間の運用機関(信託銀行及び金融商品取引業者)を活用し、また、債券の一部は自家運用を行っており、これらの運用機関等を通じて、運用対象資産(国内債券、国内株式、外国債券、外国株式及び短期資産の5資産)の資産構成割合が基本ポートフォリオの乖離許容幅の範囲内に収まるよう、適切かつ円滑なリバランスを行う等の管理及び運用を行っている。

## ② 財投債の引受け

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

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

## (2) 年金特別会計で管理する積立金

### ① 財政融資資金への預託(平成20年度までで終了)

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

### ② 年金給付等の資金繰り上必要な資金

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

また、資金繰り上、現金に余裕が生ずる場合などには<sup>(注)</sup>、財政融資資金に預託することができることとなっており、短期的な財政融資資金への預託による運用を行っている。年金特別会計の積立金は、GPIF に寄託するまでの間、財政融資資金に預託することができる。(厚生年金保険法第79条の3第2項、国民年金法第76条第2項)

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

## 第2章 年金積立金の運用実績

### 2.1 年金積立金の運用実績(平成27年度)

#### (1) 年金積立金の運用実績

平成27年度の年金積立金の運用実績は、厚生年金の収益額が－5兆81億円、国民年金の収益額が－3,417億円となり、合計で－5兆3,498億円の収益額となった。また、収益率は、厚生年金が－3.63%、国民年金が－3.72%となり、合計で－3.64%となった。

(表2-1) 年金積立金の資産額・収益額・収益率 (単位:億円)

	合 計		
	厚生年金	国民年金	
資産額 (平成 26 年度末)	1,366,656	92,667	1,459,323
資産額 (平成 27 年度末)	1,339,311	87,768	1,427,079
収益額 (注1)	-50,081	-3,417	-53,498
収益率 (注2)	-3.63%	-3.72%	-3.64%

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

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

(注3) 運用手数料等控除後の運用実績である。

※ 年金積立金資産額合計(平成 27 年度末) [142.7兆円] = 年金積立金資産額合計(平成 26 年度末) [145.9兆円] + 収益額 [-5.3兆円] + 歳入等(預託金利息収入、積立金より受入を除く) [49.1兆円] - 給付費等 [47.0兆円]

年金積立金の管理及び運用は、GPIF(市場運用・財投債の引受け)と、一部は年金特別会計で行われている。平成27年度のそれぞれの運用実績は以下のとおり。

#### (2) 市場運用分の運用実績

##### ① 運用手数料等控除前の運用実績

平成27年度の GPIF の運用結果は、市場運用部分の総合収益額は－5兆3,845億円<sup>(注1)</sup>となった。この額を、厚生年金と国民年金に按分すると<sup>(注2)</sup>、厚生年金の収益額－5兆406億円、国民年金の収益額は－3,439億円となった。また、収益率は、－3.98%となった。

(注1) 独立行政法人会計基準に基づく収益額である。外貨建て投資信託受益証券ファンドで管理する受益証券は、GPIF の財務諸表でその他有価証券に区分し取得原価により評価しているが、業務概況書では時価評価し管理している。このため、当該基準に基づく収益額は、業務概況書における収益額－5兆3,846億円よりも1億円小さくなっている。

(注2) 厚生年金及び国民年金に係る寄託金の平均残高を基に按分している。

##### ② 運用手数料等控除後の運用実績

①の運用実績から、運用手数料等405億円を控除した収益額 －5兆4,250億円

を、厚生年金と国民年金にそれぞれ按分すると、厚生年金の収益額 -5兆785億円、国民年金の収益額 -3,465億円となった。また、収益率は-4.01%となった。

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

	合 計		
	厚生年金	国民年金	
資産額 (平成 26 年度末)	1,324,482	1,239,237	85,245
資産額 (平成 27 年度末)	1,312,835	1,231,529	81,306
収益額 (注1)	-54,250	-50,785	-3,465
収益率 (注2)	-4.01%	-4.01%	-4.01%

(注1) 収益額は、総合収益額である。

(注2) 収益率は、修正総合収益率である。

### (3) 財投債引受け分の運用実績

平成13年度から平成19年度までの間に40兆2,812億円の財投債を引受け、これまでに約37兆円の満期償還を迎え、平成27年度末の資産額は3兆4,422億円となった。

平成27年度の財投債の収益額は748億円であり、この額を厚生年金と国民年金にそれぞれ按分すると、厚生年金の収益額は700億円、国民年金の収益額は48億円となった。また、収益率は、1.75%となった。

(表2-3) 財投債引受け分の資産額・収益額・収益率 (単位:億円)

	合 計		
	厚生年金	国民年金	
資産額 (平成 26 年度末)	50,122	46,656	3,466
資産額 (平成 27 年度末)	34,422	32,041	2,381
収益額 (注1)	748	700	48
収益率 (注2)	1.75%	1.75%	1.75%

(注1) 収益額は、償却原価法による簿価の収益額である。

(注2) 収益率は、財投債元本平均残高に対する収益率である。

### (4) 年金特別会計で管理する積立金(財政融資資金への預託)の運用実績

年金特別会計において、年金給付等の資金繰り上必要な資金として、GPIF と別に管理している積立金(決算剰余金を含む。)は、平成27年度末に7兆9,822億円となった。

また、資金繰り上、一時的に生ずる余裕金等の短期的な財政融資資金への預託による平成27年度の収益額は、厚生年金が3億円、国民年金が0億円となり、合計で4億円となった。

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

(表2-4) 年金特別会計で管理する積立金(財政融資資金預託金)の資産額・  
収益額・収益率 (単位:億円)

	合 計	年金種別	
		厚生年金	国民年金
資産額(平成26年度末)	84,719	80,763	3,956
資産額(平成27年度末)	79,822	75,740	4,082
収益額(注1)	4	3	0
収益率(注2)	0.00%	0.00%	0.00%

(注1) 収益額は、簿価である。

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

#### (5) 年金積立金に対する収益率及び各運用手法ごとの収益率

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

(表2-5) 年金積立金及び各運用手法ごとの収益率 (単位:%)

		年金積立金に 対する収益率	各運用手法ご との収益率
合 計	収益率	-3.64	-
	市場運用分(運用手数料等控除後)	-3.69	-4.01
	財投債引受け分	0.05	1.75
	年金特別会計で管理する積立金(財政融資資金への預託)	0.00	0.00
厚生年金	収益率	-3.63	-
	市場運用分(運用手数料等控除後)	-3.69	-4.01
	財投債引受け分	0.05	1.75
	年金特別会計で管理する積立金(財政融資資金への預託)	0.00	0.00
国民年金	収益率	-3.72	-
	市場運用分(運用手数料等控除後)	-3.77	-4.01
	財投債引受け分	0.05	1.75
	年金特別会計で管理する積立金(財政融資資金への預託)	0.00	0.00

## 2.2 年金積立金の運用実績(平成13年度～平成27年度)

### (1) 年金積立金の運用実績

平成13年度(年金積立金の自主運用開始)から平成27年度までの15年間における収益額は、厚生年金が52兆9,270億円、国民年金が3兆5,472億円となり、合計で56兆4,742億円の収益額となった。

また、15年間の平均収益率は、厚生年金が2.85%、国民年金が2.74%となり、合計で2.84%となった。

(表2-6) 年金積立金の累積収益額・平均収益率 (単位: 億円)

	合 計		
	厚生年金	国民年金	
累積収益額(平成13年度～平成27年度)	529,270	35,472	564,742
平均収益率(平成13年度～平成27年度)	2.85%	2.74%	2.84%

(注1) 平均収益率は、相乗平均である。

(注2) 詳細は、(図表2-6)を参照。

なお、昭和61年以降の旧事業団、旧基金及び GPIF の累積収益は40兆7,192億円となった。

### (参考) 年金積立金の運用収益の状況

(単位: 億円)

	積立金全体		GPIF (平成17年度までは旧基金)			年金特別会計 (財政融資資金への預託)	
	収益額	収益率	収益額	収益率	うち、年金特別会計へ納付	収益額	収益率
平成13年度	27,787	1.94%	-13,084	-1.80%	4年度 133	40,870	2.99%
14年度	2,360	0.17%	-30,608	-5.36%	0	32,968	2.75%
15年度	68,714	4.90%	44,306	8.40%	0	24,407	2.41%
16年度	39,588	2.73%	22,419	3.39%	0	17,169	2.06%
17年度	98,344	6.83%	86,811	9.88%	8,122	11,533	1.73%
18年度	45,669	3.10%	37,608	3.70%	19,611	8,061	1.61%
19年度	-51,777	-3.53%	-56,455	-4.59%	13,017	4,678	1.45%
20年度	-93,176	-6.86%	-94,015	-7.57%	17,936	839	0.57%
21年度	91,554	7.54%	91,500	7.91%	0	54	0.09%
22年度	-3,263	-0.26%	-3,281	-0.25%	2,503	19	0.03%
23年度	25,863	2.17%	25,843	2.32%	1,398	20	0.03%
24年度	112,000	9.56%	111,983	10.23%	6,291	17	0.03%
25年度	101,951	8.23%	101,938	8.64%	21,116	13	0.02%
26年度	152,627	11.62%	152,619	12.27%	32,710	8	0.01%
27年度	-53,498	-3.64%	-53,502	-3.84%	2,750	4	0.00%
合計 (平均収益率)	564,742	(平均) 2.84%	424,082 【407,192】	(平均) 2.70%	125,587	140,660	(平均) 1.05%

(注1) GPIFの収益率は、運用手数料及び借入金利息等を控除する前のものである。

- (注2) 平成13年度から平成22年度までの積立金、GPIFの収益額及び収益率には承継資産の損益を含んでいる。これは、承継資産は年金積立金そのものではないが、承継資産の運用実績を年金積立金の運用実績の一部と捉え、各年度の収益に反映させたものである。
- (注3) GPIF(平成17年度までは旧基金)の平成13年度からの収益額の合計は42兆4,082億円であるが、これに旧事業団から承継した累積利差損(-1兆7,025億円(平成12年度末))を減じ、平成4年度の年金特別会計への納付金(133億円)を加え、平成18年4月のGPIFの設立に際し資産の評価替えに伴う評価増(3億円)を加味したものが、旧事業団、旧基金及びGPIFの累積収益額【40兆7,192億円】である。

## (2) 市場運用分の運用実績(運用手数料等控除後)

平成13年度から平成27年度までの15年間における市場運用分(運用手数料等控除後)の収益額は、厚生年金が38兆2,237億円、国民年金が2兆6,054億円となり、合計で40兆8,291億円の収益額となった。また、15年間の平均収益率は、2.97%となった。

(表2-7) 市場運用分の累積収益額・平均収益率 (単位:億円)

	合 計	年金種別	
		厚生年金	国民年金
累積収益額(平成13年度～平成27年度)	408,291	382,237	26,054
平均収益率(平成13年度～平成27年度)	2.97%	2.97%	2.97%

- (注1) 累積収益額は、総合収益額の累積である。  
(注2) 平均収益率は、修正総合収益率の相乗平均である。  
(注3) 詳細は、(図表2-7)を参照。

## (3) 財投債引受け分の運用実績

平成13年度から平成27年度までの15年間における財投債引受け分の収益額は、厚生年金が2兆6,834億円、国民年金が1,839億円となり、合計で2兆8,673億円の収益額となった。また、15年間の平均収益率は、1.23%となった。

(表2-8) 財投債引き受け分の累積収益額・平均収益率 (単位:億円)

	合 計	年金種別	
		厚生年金	国民年金
累積収益額(平成13年度～平成27年度)	28,673	26,834	1,839
平均収益率(平成13年度～平成27年度)	1.23%	1.23%	1.23%

- (注1) 累積収益額は、償却原価法による簿価の収益額の累積である。  
(注2) 平均収益率は、財投債元本平均残高に対する収益率の相乗平均である。  
(注3) 詳細は、(図表2-8)を参照。

## (4) 年金特別会計で管理する積立金(財政融資資金への預託)の運用実績

平成13年度から平成27年度までの15年間における年金特別会計で管理する積立金(財政融資資金への預託)の収益額は、厚生年金が13兆2,206億円、国民年金が8,454億円となり、合計で14兆661億円の収益額となった。

また、年金特別会計で管理する積立金に対する収益額の15年間の平均収益率は、厚生年金が1.05%、国民年金が1.03%となり、合計で1.05%となった。

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

	合 計		
		厚生年金	国民年金
累積収益額(平成13年度～平成27年度)	140,661	132,206	8,454
平均収益率(平成13年度～平成27年度)	1.05%	1.05%	1.03%

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

(注2) 詳細は、(図表2-9)を参照。

#### (5) 年金積立金に対する平均収益率及び各運用手法ごとの平均収益率

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

(表2-10) 年金積立金及び各運用方法ごとの平均収益率(平成13年度～平成27年度) (単位:%)

		年金積立金に対する収益率	各運用手法ごとの収益率
合 計	平均収益率	2.84	—
	市場運用分(運用手数料等控除後)	2.10	2.97
	財投債引受け分	0.14	1.23
	年金特別会計で管理する積立金(財政融資資金への預託)	0.65	1.05
厚生年金	平均収益率	2.85	—
	市場運用分(運用手数料等控除後)	2.10	2.97
	財投債引受け分	0.14	1.23
	年金特別会計で管理する積立金(財政融資資金への預託)	0.66	1.05
国民年金	平均収益率	2.74	—
	市場運用分(運用手数料等控除後)	2.06	2.97
	財投債引受け分	0.15	1.23
	年金特別会計で管理する積立金(財政融資資金への預託)	0.59	1.03

(注) 平均収益率は、相乗平均である。

## 第3章 年金積立金の運用実績が年金財政に与える影響の評価

### 3.1 年金財政からみた運用実績の評価の考え方

#### (1) 年金積立金の運用とその評価

年金積立金の運用は、長期的な視点から安全かつ効率的に行うこととされており、運用実績の年金財政に与える影響についても、長期的な観点から評価することが重要である。

#### (2) 公的年金における財政見通しとの比較による評価

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

少なくとも5年ごとに行うこととされている財政検証では、将来の加入、脱退、死亡、障害等の発生状況(人口学的要素)や運用利回り、賃金上昇、物価上昇の状況(経済的要素)等について、一定の前提を置いて、今後概ね100年間にわたる収支状況を推計し、財政見通しを公表しており、平成26年財政検証でもこのような推計を行っている。

なお、平成26年財政検証では、経済前提について高成長ケースから低成長ケースまで幅の広い経済状況を設定して検証を行っており、女性や高齢者の労働市場への参加が進み日本経済が再生するケースでは、年金の給付水準は、所得代替率50%が確保できることが確認されている。

実績がこの財政検証で置いた前提どおりに推移すれば、収入、支出等の実績値は財政検証における予測どおりに推移し、見通しどおりの給付水準を確保することができる。

したがって、平成27年度の年金積立金の運用実績が年金財政に与える影響を評価するに当たっては、実現された運用収益率と、平成26年財政検証の女性や高齢者の労働市場への参加が進み日本経済が再生するケースが前提としている運用利回り(予定運用利回り)を比較することが適当である。

#### (3) 実質的な運用利回りによる評価

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

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

このため、運用実績が年金財政に与える影響の評価をする際には、収益率(名目

運用利回り)から名目賃金上昇率を差し引いた「実質的な運用利回り」の実績と、平成26年財政検証が前提としている「実質的な運用利回り」を比較することが適当である。

なお、平成16年改正において、マクロ経済スライドによる給付水準の自動調整が導入されたことにより、マクロ経済スライドを行う特例期間中は、基本的にはスライド調整率分、年金給付費の伸びが抑えられることとなる。

マクロ経済スライドは人口学的要素(被保険者数の減少と平均余命の伸び)に基づいて給付水準を調整する仕組みであるが、運用実績が年金財政に及ぼす影響の評価には、このような人口学的要素の予定と実績の差を反映せず経済的要素の予定と実績の差に着目することが適切と考えられることから、特例期間中も名目賃金上昇率を差し引いた実質的な運用利回りで評価している。

#### (4) 平成26年財政検証における運用利回り等の前提

平成26年財政検証では、運用利回り等の経済前提については、社会保障審議会年金部会の下に設置された年金財政における経済前提と積立金運用のあり方に関する専門委員会において作成された「年金財政における経済前提と積立金運用のあり方について(検討結果の報告)」(平成26年3月)に基づいて設定された。

- ・ 足下(平成35(2023)年度まで)の経済前提は、内閣府が作成した「中長期の経済財政に関する試算」(平成26年1月20日)の「経済再生ケース」、「参考ケース」に準拠して設定している。(表3-1)
- ・ 長期(平成36(2024)年度以降)の経済前提は、マクロ経済に関する試算(コブ・ダグラス型生産関数を用いた長期的な経済成長率等の推計)に基づいて設定している。

※ 長期的な経済状況を見通す上で重要な全要素生産性(TFP)上昇率を軸とした、幅の広い複数ケース(8ケース)を設定している。(表3-2)

この章において、積立金の運用実績と財政検証上の実質的な運用利回りを比較する際に用いる財政検証の経済前提は、女性や高齢者の労働市場への参加が進み日本経済が再生するケース、具体的には足下(平成35年(2023)年度まで)について内閣府の中長期の経済財政に関する試算の経済再生ケースに準拠するもの、を用いることとする。

(表3-1) 平成 26 年財政検証の足下(平成 35(2023)年度まで)の経済前提

## ○ 内閣府 経済再生ケースに準拠する経済前提

	平成26 (2014)	平成27 (2015)	平成28 (2016)	平成29 (2017)	平成30 (2018)	平成31 (2019)	平成32 (2020)	平成33 (2021)	平成34 (2022)	平成35 (2023)
物価上昇率(暦年※1)	2.60%	2.70%	2.70%	2.20%	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%
賃金上昇率 実質<対物価>	▲ 1.60%	▲ 0.23%	▲ 0.18%	1.36%	1.73%	1.79%	1.94%	1.88%	2.18%	2.11%
運用利回り 実質<対物価>(※2)	▲ 1.26%	▲ 0.82%	▲ 0.53%	0.37%	1.08%	1.55%	1.95%	2.32%	2.64%	2.89%
運用利回り スプレッド<対賃金>(※2)	0.34%	▲ 0.59%	▲ 0.35%	▲ 0.99%	▲ 0.65%	▲ 0.24%	0.01%	0.44%	0.46%	0.78%

## ○ 内閣府 参考ケースに準拠する経済前提

	平成26 (2014)	平成27 (2015)	平成28 (2016)	平成29 (2017)	平成30 (2018)	平成31 (2019)	平成32 (2020)	平成33 (2021)	平成34 (2022)	平成35 (2023)
物価上昇率(暦年※1)	2.60%	2.30%	2.00%	1.40%	1.20%	1.20%	1.20%	1.20%	1.20%	1.20%
賃金上昇率 (実質<対物価>)	▲ 1.60%	▲ 0.67%	0.27%	1.46%	1.56%	1.47%	1.44%	1.26%	1.45%	1.49%
運用利回り 実質<対物価>(※2)	▲ 1.26%	▲ 0.69%	▲ 0.12%	0.73%	1.22%	1.51%	1.71%	1.89%	2.04%	2.18%
運用利回り スプレッド<対賃金>(※2)	0.34%	▲ 0.02%	▲ 0.39%	▲ 0.73%	▲ 0.34%	0.04%	0.27%	0.63%	0.59%	0.69%

(※1) 内閣府「中長期の経済財政に関する試算」の公表値は年度ベースであるが、年金額の改定等に用いられる物価上昇率は暦年ベースである。上表は暦年ベースである。

(※2) 運用利回りの設定は、長期金利に内外の株式等による分散投資でどのくらい上積みできるか(分散投資効果)を0.4%(平成36(2024)年度以降の長期の経済前提における設定を参考)として、これを加味して設定。また、平成21年財政検証における設定と同様、長期金利上昇による国内債券への影響を考慮して設定。

(表3-2) 平成 26 年財政検証の長期(平成 36(2024)年度以降)の経済前提

	将来の経済状況の仮定		経済前提				(参考) 経済成長率 (実質<対物価>) 2024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A	内閣府試算 「経済再生 ケース」に 接続するもの	労働市場へ の参加が 進むケース	1.8%	2.0%	2.3%	3.4%	1.1%	1.4%
ケースB			1.6%	1.8%	2.1%	3.3%	1.2%	1.1%
ケースC			1.4%	1.6%	1.8%	3.2%	1.4%	0.9%
ケースD			1.2%	1.4%	1.6%	3.1%	1.5%	0.6%
ケースE			1.0%	1.2%	1.3%	3.0%	1.7%	0.4%
ケースF	内閣府試算 「参考 ケース」に 接続するもの	労働市場へ の参加が 進まない ケース	1.0%	1.2%	1.3%	2.8%	1.5%	0.1%
ケースG			0.7%	0.9%	1.0%	2.2%	1.2%	▲0.2%
ケースH			0.5%	0.6%	0.7%	1.7%	1.0%	▲0.4%

### 3.2 運用実績が年金財政に与える影響の評価

#### (1) 平成27年度の運用実績が年金財政に与える影響の評価

年金積立金の運用実績の評価は、長期的な観点から行うべきものであるが、平成27年度単年度における運用実績と、財政検証上の実質的な運用利回りを比較すると表3-3のとおりである。

平成27年度の収益率(名目運用利回り)は厚生年金が-3.63%、国民年金が-3.72%となっている。名目賃金上昇率は0.33%であるから、実質的な運用利回りは厚生年金が-3.95%、国民年金が-4.04%となる。

平成26年財政検証の女性や高齢者の労働市場への参加が進み日本経済が再生するケースでは平成27年度の実質的な運用利回りは、厚生年金と国民年金が共に-0.59%としている。その結果、財政検証の前提と運用実績の比較差は、厚生年金では-3.36%、国民年金では-3.45%となっている。

(注)年金財政に影響を及ぼす要素としては、実質的な運用利回りのほか、賃金上昇率、死亡率、出生率などがある。運用実績の評価は、本文にあるように実質的な運用利回りの実績を財政検証の前提と比較することとなるが、年金財政全体の影響を考える場合には、出生率の変化等の運用以外の要素も考慮が必要となる。これらすべての要素の年金財政への影響は、少なくとも5年に1度行われる財政検証で検証される。

(表3-3)

		厚生年金	国民年金	(参考) 年金積立金全体
実績	名目運用利回り	-3.63%	-3.72%	-3.64%
	名目賃金上昇率	0.33%	0.33%	0.33%
	実質的な運用利回り	-3.95%	-4.04%	-3.96%
財政検証上の前提	実質的な運用利回り	-0.59%	-0.59%	-0.59%
実質的な運用利回りの財政検証上の前提との差		-3.36%	-3.45%	-3.37%

(注1)名目運用利回りは、承継資産の損益を含めた、運用手数料等控除後の収益率である。

(注2)名目賃金上昇率は、性・年齢構成の変動による影響を控除した名目標準報酬上昇率である。

(注3)実質的な運用利回りの実績値は $(1 + \text{名目運用利回り} \div 100) \div (1 + \text{名目賃金上昇率} \div 100) \times 100 - 100$ により求められている。

(注4)平成26年財政検証上の実質的な運用利回り等の前提は、女性や高齢者の労働市場への参加が進み日本経済が再生するケースを用いている。

#### (2) 平成13年度から平成27年度までの15年間の運用実績が年金財政に与える影響の評価(年金積立金の自主運用開始からの評価)

年金積立金の自主運用を開始した平成13年度からの15年間の運用実績と、財政再計算及び財政検証上の実質的な運用利回りを比較すると表3-4のとおりである。

平成13年度から平成27年度までの15年間の平均収益率(名目運用利回り)は厚生年金が2.85%、国民年金が2.74%となっており、この期間における平均名目賃

金上昇率は－0.35%であるから、実質的な運用利回りの平均は厚生年金が3.20%、国民年金が3.09%となる。

財政再計算及び財政検証の前提では平成13年度から平成27年度までの15年間の実質的な運用利回りの平均は、厚生年金が0.27%、国民年金が0.22%としており、厚生年金では2.94%、国民年金では2.88%、実績が財政再計算及び財政検証の前提を上回っている。

(表3-4)

		厚生年金	国民年金	(参考) 年金積立金全体
実績	名目運用利回り	2.85%	2.74%	2.84%
	名目賃金上昇率	－0.35%	－0.35%	－0.35%
	実質的な運用利回り	3.20%	3.09%	3.20%
財政再計算及び 財政検証上の前提	実質的な運用利回り	0.27%	0.22%	0.26%
実質的な運用利回りの財政再計算及び 財政検証上の前提との差		2.94%	2.88%	2.93%

(注1) 名目運用利回りは、承継資産の損益を含めた、運用手数料等控除後の収益率である。

(注2) 名目賃金上昇率は、性・年齢構成の変動による影響を控除した名目標準報酬上昇率である。

(注3) 実質的な運用利回りの実績値は $(1 + \text{名目運用利回り} \div 100) \div (1 + \text{名目賃金上昇率} \div 100) \times 100 - 100$ により求めている。

(注4) 平成26年財政検証上の実質的な運用利回り等の前提は、女性や高齢者の労働市場への参加が進み日本経済が再生するケースを用いている。

### (3) 平成18年度から平成27年度までの10年間の運用実績が年金財政に与える影響の評価(GPIFの設立からの評価)

GPIFが設立した平成18年度から平成27年度までの10年間の運用実績と、財政検証上の実質的な運用利回りを比較すると表3-5のとおりである。

平成18年度から平成27年度までの10年間の平均収益率(名目運用利回り)は厚生年金が2.62%、国民年金が2.59%となっており、この期間における平均名目賃金上昇率は－0.39%であるから、実質的な運用利回りの平均は厚生年金が3.02%、国民年金が2.99%となる。

財政検証の前提では平成18年度から平成27年度までの10年間の実質的な運用利回りの平均は、厚生年金、国民年金ともに－0.16%としており、厚生年金では3.18%、国民年金では3.15%、実績が財政検証の前提を上回っている。

(表3-5)

		厚生年金	国民年金	(参考) 年金積立金全体
実績	名目運用利回り	2.62%	2.59%	2.62%
	名目賃金上昇率	-0.39%	-0.39%	-0.39%
	実質的な運用利回り	3.02%	2.99%	3.02%
財政検証上の前提	実質的な運用利回り	-0.16%	-0.16%	-0.16%
実質的な運用利回りの 財政検証上の前提との差		3.18%	3.15%	3.18%

(注1) 名目運用利回りは、承継資産の損益を含めた、運用手数料等控除後の収益率である。

(注2) 名目賃金上昇率は、性・年齢構成の変動による影響を控除した名目標準報酬上昇率である。

(注3) 実質的な運用利回りの実績値は $(1 + \text{名目運用利回り} \div 100) \div (1 + \text{名目賃金上昇率} \div 100) \times 100 - 100$ により求めている。

(注4) 平成26年財政検証上の実質的な運用利回り等の前提は、女性や高齢者の労働市場への参加が進み日本経済が再生するケースを用いている。

#### (4) まとめ — 年金積立金の運用実績 —

年金積立金の運用実績と、財政再計算及び財政検証上の実質的な運用利回りを比較すると、財政再計算及び財政検証上の前提と比較して平成27年度単年度では-3.37%、年金積立金の自主運用を開始した平成13年度からの15年間で+2.93%、GPIFが設立された平成18年度からの10年間で+3.18%となっており年金財政上必要な運用利回りを十分確保してきている。

(図表)運用実績と財政検証上の前提との比較

## ○厚生年金 [年金特別会計 厚生年金勘定]

	実績					財政検証上の前提			実質的な運用利回りの実績と再計算上の前提との差 (I)=(A)-(F) %
	実質的な運用利回り (A) %	名目運用利回り (B) %	名目賃金上昇率 (C) %	年度末積立金 (※) (D) 兆円	運用収益 (E) 兆円	実質的な運用利回り (F) %	名目運用利回り (G) %	名目賃金上昇率 (H) %	
【平成11年財政再計算との比較】									
平成13年度	1.60	1.99	0.38	134.6	2.7	1.00	3.52	2.50	0.61
平成14年度	0.88	0.21	-0.66	132.1	0.3	0.97	3.49	2.50	-0.09
【平成16年財政再計算との比較】									
平成15年度	5.55	4.91	-0.61	135.9	6.4	1.99	1.99	0.00	3.56
平成16年度	2.92	2.73	-0.18	138.2	3.7	1.08	1.69	0.60	1.83
平成17年度	7.08	6.82	-0.24	140.3	9.2	0.50	1.81	1.30	6.57
平成18年度	3.36	3.10	-0.25	139.8	4.3	0.21	2.21	2.00	3.15
平成19年度	-3.09	-3.54	-0.46	130.2	-4.9	0.21	2.51	2.30	-3.30
平成20年度	-6.37	-6.83	-0.49	116.6	-8.7	0.29	3.00	2.70	-6.66
【平成21年財政検証との比較】									
平成21年度	10.90	7.54	-3.03	120.8	8.6	1.42	1.47	0.05	9.48
平成22年度	0.18	-0.26	-0.44	114.2	-0.3	-1.58	1.78	3.41	1.76
平成23年度	2.25	2.17	-0.08	111.5	2.4	-0.72	1.92	2.66	2.97
平成24年度	9.92	9.57	-0.32	117.9	10.5	-0.76	2.03	2.81	10.68
平成25年度	8.37	8.22	-0.14	123.6	9.5	-0.36	2.23	2.60	8.73
【平成26年財政検証との比較】									
平成26年度	10.44	11.61	1.06	136.7	14.3	0.34	1.34	1.00	10.10
平成27年度	-3.95	-3.63	0.33	133.9	-5.0	-0.59	1.88	2.47	-3.36
平成13～27年度平均	3.20	2.85	-0.35	-	3.5	0.27	2.19	1.92	2.94
平成18～27年度平均	3.02	2.62	-0.39	-	3.1	-0.16	2.04	2.20	3.18
平成26～27年度平均	3.00	3.71	0.69	-	4.6	-0.12	1.61	1.73	3.12

○国民年金

	実績					財政検証の前提			実質的な運用利回りの実績と再計算上の前提との差 (I)=(A)-(F)
	実質的な運用利回り (A)	名目運用利回り (B)	名目賃金上昇率 (C)	年度末積立金(※) (D)	運用収益 (E)	実質的な運用利回り (F)	名目運用利回り (G)	名目賃金上昇率 (H)	
	%	%	%	兆円	兆円	%	%	%	%
【平成11年財政再計算との比較】									
平成13年度	0.91	1.29	0.38	9.7	0.1	0.75	3.27	2.50	0.81
平成14年度	0.27	-0.39	-0.66	9.5	-0.0	0.76	3.28	2.50	0.01
【平成16年財政再計算との比較】									
平成15年度	5.42	4.78	-0.61	9.7	0.4	1.90	1.90	0.00	3.52
平成16年度	2.96	2.77	-0.18	9.7	0.3	0.96	1.57	0.60	1.99
平成17年度	7.14	6.88	-0.24	9.7	0.6	0.43	1.74	1.30	6.70
平成18年度	3.33	3.07	-0.25	9.4	0.3	0.18	2.18	2.00	3.15
平成19年度	-2.93	-3.38	-0.46	8.5	-0.3	0.20	2.50	2.30	-3.13
平成20年度	-6.83	-7.29	-0.49	7.2	-0.6	0.29	3.00	2.70	-7.13
【平成21年財政検証との比較】									
平成21年度	10.84	7.48	-3.03	7.5	0.5	1.42	1.47	0.05	9.42
平成22年度	0.19	-0.25	-0.44	7.7	-0.0	-1.58	1.78	3.41	1.77
平成23年度	2.23	2.15	-0.08	7.9	0.2	-0.72	1.92	2.66	2.95
平成24年度	9.87	9.52	-0.32	8.1	0.7	-0.76	2.03	2.81	10.63
平成25年度	8.46	8.31	-0.14	8.4	0.7	-0.36	2.23	2.60	8.82
【平成26年財政検証との比較】									
平成26年度	10.62	11.79	1.06	9.3	1.0	0.34	1.34	1.00	10.36
平成27年度	-4.04	-3.72	0.33	8.8	-0.3	-0.59	1.88	2.47	-3.45
平成13～27年度平均	3.09	2.74	-0.35	-	0.2	0.22	2.14	1.92	2.88
平成18～27年度平均	2.99	2.59	-0.39	-	0.2	-0.16	2.03	2.20	3.15
平成26～27年度平均	3.03	3.75	0.69	-	0.3	-0.12	1.61	1.73	3.15

○年金積立金全体の実績(年金特別会計の厚生年金勘定と国民年金の合計)

	実績					財政検証の前提			実質的な運用利回りの実績と再計算上の前提との差 (I)=(A)-(F) %
	実質的な運用利回り (A) %	名目運用利回り (B) %	名目賃金上昇率 (C) %	年度末積立金(※) (D) 兆円	運用収益 (E) 兆円	実質的な運用利回り (F) %	名目運用利回り (G) %	名目賃金上昇率 (H) %	
【平成11年財政再計算との比較】									
平成13年度	1.55	1.94	0.38	144.3	2.8	0.98	3.50	2.50	1.24
平成14年度	0.84	0.17	-0.66	141.5	0.2	0.96	3.48	2.50	0.38
【平成16年財政再計算との比較】									
平成15年度	5.54	4.90	-0.61	145.6	6.9	1.98	1.98	0.00	3.56
平成16年度	2.92	2.73	-0.18	148.0	4.0	1.07	1.68	0.60	1.84
平成17年度	7.09	6.83	-0.24	150.0	9.8	0.50	1.81	1.30	6.58
平成18年度	3.36	3.10	-0.25	149.1	4.6	0.21	2.21	2.00	3.15
平成19年度	-3.08	-3.53	-0.46	138.6	-5.2	0.21	2.51	2.30	-3.29
平成20年度	-6.40	-6.86	-0.49	123.8	-9.3	0.29	3.00	2.70	-6.69
【平成21年財政検証との比較】									
平成21年度	10.90	7.54	-3.03	128.3	9.2	1.42	1.47	0.05	9.48
平成22年度	0.18	-0.26	-0.44	121.9	-0.3	-1.58	1.78	3.41	1.76
平成23年度	2.25	2.17	-0.08	119.4	2.6	-0.72	1.92	2.66	2.97
平成24年度	9.91	9.56	-0.32	126.0	11.2	-0.76	2.03	2.81	10.67
平成25年度	8.38	8.23	-0.14	132.1	10.2	-0.36	2.23	2.60	8.74
【平成26年財政検証との比較】									
平成26年度	10.45	11.62	1.06	145.9	15.3	0.34	1.34	1.00	10.11
平成27年度	-3.96	-3.64	0.33	142.7	-5.3	-0.59	1.88	2.47	-3.37
平成13～27年度平均	3.20	2.84	-0.35	-	3.8	0.26	2.19	1.92	2.93
平成18～27年度平均	3.02	2.62	-0.39	-	3.3	-0.16	2.04	2.20	3.18
平成26～27年度平均	2.99	3.71	0.69	-	5.0	-0.12	1.61	1.73	3.12

(※) 年度末積立金は時価で表示しており、

年度末積立金 = 前年度末積立金 + 運用収益 + 歳入(運用収益、積立金より受入)を除く等 - 給付費等 という関係になっている。([ ]は平成27年度の数値)  
 [142.7兆円] [145.9兆円] [-5.3兆円] [49.1兆円] [47.0兆円]

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

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

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

(注4) 平成26年の財政検証上の実質的な運用利回り等の前提は、女性や高齢者の労働市場への参加が進み日本経済が再生するケースを用いている。

## 第4章 積立金基本指針及び管理運用の方針に定める事項の遵守の状況について

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

### 4.1 積立金の資産の構成の目標(モデルポートフォリオ)について

#### 【積立金基本指針】

##### 第二 積立金の資産の構成の目標に関する基本的な事項

- 一 管理運用主体(法第七十九条の四第二項第三号に規定する管理運用主体をいう。以下同じ。)は、本指針に適合するよう、共同して、管理運用の方針(法第七十九条の六第一項に規定する管理運用の方針をいう。以下同じ。)において基本ポートフォリオ(同条第二項第三号に規定する管理積立金(同条第一項に規定する管理積立金をいう。以下同じ。)の管理及び運用における長期的な観点からの資産の構成をいう。以下同じ。)を定めるに当たって参酌すべき積立金の資産の構成の目標(以下「モデルポートフォリオ」という。)を定めること。その際、積立金等の今後の見通しと整合的な形でリスク検証を行うこと。
- 二 モデルポートフォリオは、厚生年金保険事業の財政上の諸前提と整合性をもつ積立金の実質的な運用利回りとして、財政の現況及び見通しを作成する際に積立金の運用利回りとして示される積立金の実質的な運用利回りを長期的に確保する構成とすること。
- 三 管理運用主体は、モデルポートフォリオを定めるに当たっては、資産の管理及び運用に関し一般に認められている専門的な知見並びに内外の経済動向を考慮すること。その際、今後の経済状況の見通しを踏まえ、フォワード・ルッキングなリスク分析を行うこと。
- 四 管理運用主体は、モデルポートフォリオを定めるに当たっては、モデルポートフォリオを参酌して管理運用主体が定める基本ポートフォリオとの関係も併せて検討すること。その際、モデルポートフォリオの乖離許容幅の範囲内で基本ポートフォリオを定める等、管理運用主体が管理積立金の運用において、厚生年金保険事業の共通財源として一体性を確保しつつ、自主性及び創意工夫を発揮できるようなものとなるよう配慮すること。
- 五 管理運用主体は、財政の現況及び見通しが作成されたときその他必要があると認めるときは、共同して、モデルポートフォリオに検討を加え、必要に応じ、これを変更しなければならないこと。また、管理運用主体は、モデルポートフォリオ策定時に想定した運用環境が現実から乖離していないか等についての定期的な検証の必要性について検討すること。

#### 【管理運用の方針】

##### 第3 管理積立金の管理及び運用における長期的な観点からの資産の構成に関する事項

###### 2. モデルポートフォリオの見直し

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

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・共済事業団で協議の上、平成27年3月20日に以下のとおりモデルポートフォリオを定め、公表している。

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	35%	25%	15%	25%
中心値範囲	上記±10%	上記±9%	上記±4%	上記±8%

(備考)

- 1 この表の数値は、短期資産を含む管理積立金(厚生年金保険法第79条の6第1項に規定する管理積立金をいう。以下同じ。)全体に対する各資産の割合である。
- 2 この表において「中心値範囲」とは、管理運用主体が管理積立金の運用において厚生年金保険事業の共通財源としての一体性を確保する観点から定められた、基本ポートフォリオにおける各資産の中心値が含まれるべき範囲をいう。
- 3 この表に掲げる資産(以下「伝統的4資産」という。)以外の資産は、リスク・リターン特性に応じて、伝統的4資産のいずれかに区分して管理するものとする。ただし、短期資産は、伝統的4資産とは別に区分して管理することができる。
- 4 基本ポートフォリオにおいて短期資産の割合を定めるときは、この表の数値は、それぞれの数値に、1から短期資産の割合を控除した割合を乗じ、小数第一位を四捨五入した数値に読み替えることができるものとする。

#### 【積立金基本指針及び管理運用の方針の遵守状況】

モデルポートフォリオは、被用者年金一元化に先立ち平成27年3月に定め、公表している。このため、モデルポートフォリオの策定は、この評価書における積立金基本指針及び管理運用の方針の遵守状況の対象ではないが、その策定に当たっては、積立金基本指針及び管理運用の方針に記載されている事項については十分に考慮されていると評価できる。

## 4. 2 基本ポートフォリオの策定と検証

### 【積立金基本指針】

#### 第三 積立金の管理及び運用に関し管理運用主体が遵守すべき基本的な事項

- 一 管理運用主体は、管理積立金の管理及び運用を適切に行うため、本指針に適合するように、かつ、モデルポートフォリオに即して、基本ポートフォリオを含む管理運用の方針を定めること。その際、基本ポートフォリオについては、積立金等の今後の見通しと整合的な形でのリスク検証を行うこと。
- 二 管理運用主体は、本指針が変更されたときその他必要があると認めるときは、管理運用の方針に検討を加え、必要に応じ、これを変更しなければならないこと。特に、基本ポートフォリオについては、策定時に想定した運用環境が現実から乖離していないか等についての検証を定期的に行い、必要に応じ、随時見直すこと。
- 三 管理運用主体が基本ポートフォリオを定めるに当たっては、資産の管理及び運用に関し一般に認められている専門的な知見並びに内外の経済動向を考慮すること。その際、今後の経済状況の見通しを踏まえ、フォワード・ルッキングなリスク分析を行うこと。

### 【管理運用の方針】

#### 第1 管理積立金の管理及び運用の基本的な方針

##### 2. 運用の目標、リスク管理及び運用手法

###### (1) 運用の目標

管理積立金の運用は、厚生年金保険法第2条の4第1項に規定する財政の現況及び見通し（以下「財政検証」という。）を踏まえ、保険給付に必要な流動性を確保しつつ、長期的に積立金の実質的な運用利回り（積立金の運用利回りから名目賃金上昇率を差し引いたものをいう。）1.7%を最低限のリスクで確保することを目標とし、この運用利回りを確保するよう、管理積立金の管理及び運用における長期的な観点からの基本ポートフォリオを定め、これを適切に管理する。

その際、市場の価格形成や民間の投資行動等を歪めないよう配慮する。

（略）

#### 第3 管理積立金の管理及び運用における長期的な観点からの資産の構成に関する事項

##### 3. 基本ポートフォリオの基本的考え方

基本ポートフォリオは、モデルポートフォリオに即し、運用の目標に沿った資産構成割合とし、資産の管理及び運用に関し一般に認められている専門的な知見並びに内外の経済動向を考慮して、フォワード・ルッキングなリスク分析を踏まえて長期的な観点から設定する。その際、名目賃金上昇率から下振れリスクが全額国内債券運用の場合を超えないこととともに、株式等は想定よりも下振れ確率が大きい場合があることも十分に考慮する。また、予定された積立金額を下回る可能性の大きさを適切に評価するとともに、リスクシナリオ等による検証について、より踏み込んだ複数のシナリオで実施するなど、一層の充実を行う。

#### 4. 基本ポートフォリオ

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

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

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

(注) 運用体制の整備に伴い管理・運用されるオルタナティブ資産(インフラストラクチャー、プライベートエクイティ、不動産その他運用委員会の議を経て決定するもの)は、リスク・リターン特性に応じて国内債券、国内株式、外国債券及び外国株式に区分し、資産全体の5%を上限とする。

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

#### 5. 基本ポートフォリオの見直し

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

### 4.2.1 基本ポートフォリオの変更

GPIF は、平成26年10月に基本ポートフォリオを変更している。この基本ポートフォリオは、平成26年財政検証を踏まえたもので、モデルポートフォリオとも整合したものとなっている。変更された基本ポートフォリオの考え方は次のとおりである。

基本ポートフォリオの想定運用期間は25年間としている。平成26年財政検証では、経済前提によって違いがあるが、傾向的には積立金の水準は概ね25年後に最も高くなった後、継続的に低下していく見込みとなっている。GPIF は、積立金の水準が最高水準となるまでの今後25年間とそれ以後の継続的に積立金を取り崩していく局面とでは年金給付に必要な流動性の確保など運用の条件が異なってくると考え、今後25年間の想定運用期間として基本ポートフォリオの見直しを行っている。

また、これまでのように長期均衡状態のみを前提とするのではなく、財政検証との整合を図りつつ、足下から向こう10年間の金利上昇シナリオを想定するなどフォワードルッキングなリスク分析を行っている。さらに、財政検証における経済前提のケースEに相当する経済中位ケースと、市場に織り込まれた将来の金利水準を前提とする市場基準ケース(ケースGに相当)との2つのシナリオで分析を行っている。

その上で、経済中位ケース及び市場基準ケースのいずれにおいても、次の①から

③の条件を満たすポートフォリオを選定している。

① 運用目標(名目賃金上昇率+1.7%)を満たしている。

② 名目賃金上昇率を下回る確率が全額国内債券運用の場合を下回っている。

③ 名目賃金上昇率を下回るときの平均不足率が最も小さい。

GPIFでは、変更した基本ポートフォリオで長期間運用した場合、年金財政が予定している積立金を確保できないリスクがどの程度あるのかシミュレーションにより検証している。具体的には、基本ポートフォリオで運用した場合の積立金の時系列推移を推計するため、2つのケースごとに10万回のシミュレーションを行い、その分布を調べている。この結果、想定運用期間の最終年度(平成51(2039)年度)において予定積立金額を確保できないリスク(確率)は、経済中位ケースでは約40%、市場基準ケースでは約25%となった。

これらを総合的に勘案して、変更後の基本ポートフォリオは、必要な積立金を確保しつつ、下振れリスクの最小化を図った最も効率的なポートフォリオであるとして、平成26年10月に変更を行った。

#### 4.2.2 基本ポートフォリオの検証の状況

GPIFでは、平成28年3月に基本ポートフォリオの検証を行った。具体的には、直近(平成28年2月)までの経済・市場データを織り込み、各資産の期待リターンや標準偏差等を基に、ポートフォリオとしての特性を検証している。

その結果、基本ポートフォリオは、長期的な観点から評価することが適切であり、①現行の資産構成割合は効率的で、目標利回りを概ね満たしていること、②想定運用期間の最終年度(平成51(2039)年度)において予定積立金額を確保できないリスク(確率)は、基本ポートフォリオ策定時に比べ低下したこと<sup>(※)</sup>を確認した。

今回の検証に基づき、3回の運用委員会(平成28年3月10日、29日、4月15日)で議論を行い、資産構成割合を変更する必要はないと判断している。なお、市場の急激な変動などが生じた場合には、必要に応じて見直しの検討を行うこととしている。

※ 主に平成26年度に積立金が増加したことによる。

#### 【積立金基本指針及び管理運用の方針の遵守状況】

GPIFは、被用者年金一元化に先立ち平成26年10月に基本ポートフォリオを変更している。このため、基本ポートフォリオの変更は、この評価書における積立金基本指針及び管理運用の方針の遵守状況の対象ではないが、変更にあたって、積立金基本指針及び管理運用の方針に記載されている事項については十分に考慮されていると評価できる。

また、平成27年度に基本ポートフォリオの検証を行っているが、直近(平成28年2月)までの経済・市場データを織り込みつつシミュレーションも行うなど、検証内容及び

検証過程について、積立金基本指針及び管理運用の方針を遵守していると評価できる。

### 4.3 基本ポートフォリオの管理及びリスク管理

#### 【積立金基本指針】

#### 第三 積立金の管理及び運用に関し管理運用主体が遵守すべき基本的な事項

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

#### 【管理運用の方針】

#### 第1 管理積立金の管理及び運用の基本的な方針

#### 2. 運用の目標、リスク管理及び運用手法

#### (2) 管理積立金の管理及び運用におけるリスク管理

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

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

#### ① 資産全体

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

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

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

#### ② 各資産

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

#### ③ 各運用受託機関

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

また、運用体制の変更等に注意する。

#### ④ 各資産管理機関

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

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

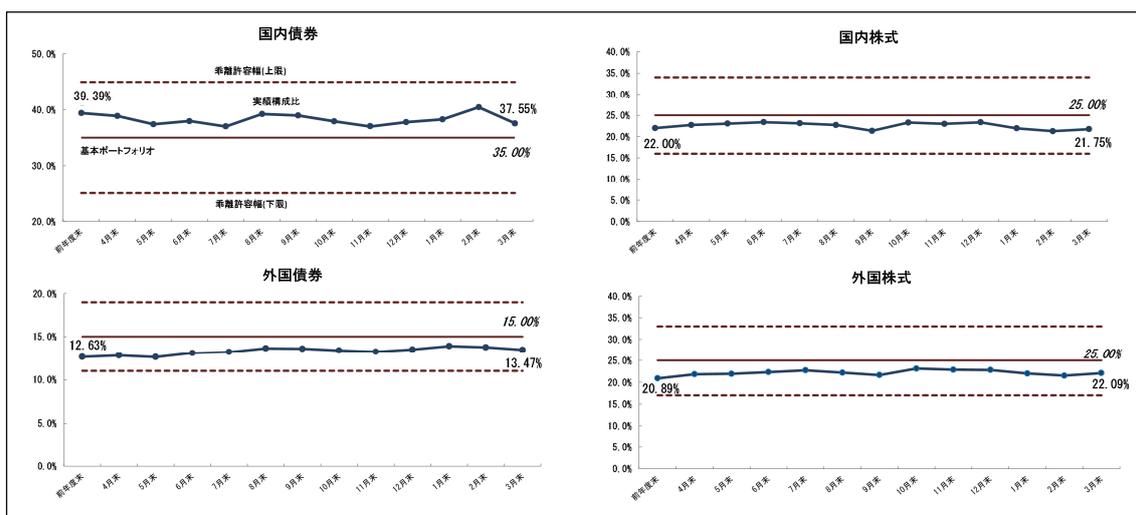
#### ⑤ 自家運用

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

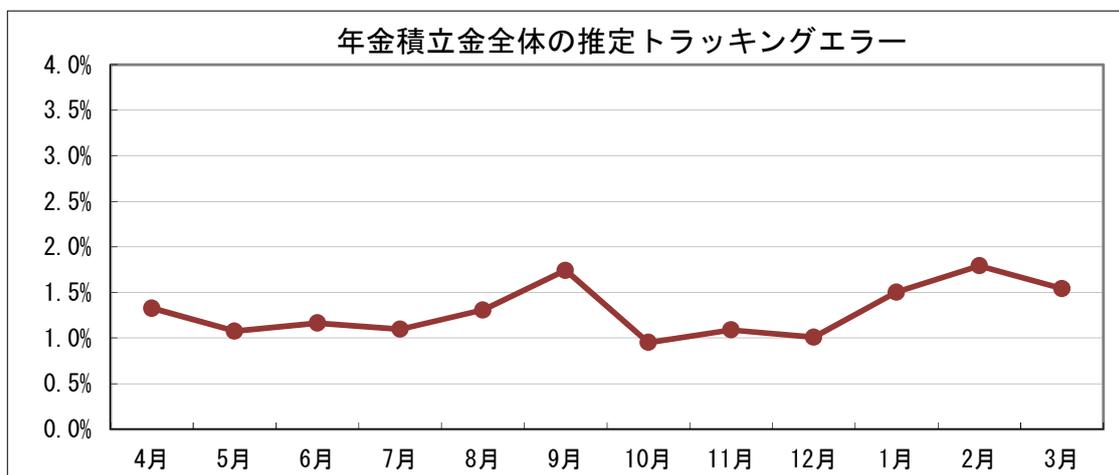
#### 4.3.1 基本ポートフォリオの管理及び資産全体のリスク管理の状況

GPIF では、基本ポートフォリオを維持し、長期的な期待収益率の確保を行っていく上で、様々なリスク要因について管理を行っている。

特に重要なものとして、基本ポートフォリオの資産構成割合と実際のポートフォリオの資産構成割合との乖離幅の管理があげられる。資産価格の変動によって資産構成割合の変動は常に発生することから、GPIF では、資産構成割合の値と基本ポートフォリオで定めた資産構成割合との乖離状況を毎月把握し、その幅を一定範囲内に収めるよう管理している。平成27年度中の資産構成割合は、年度を通じてすべて乖離許容幅内に収まっている(図1参照)。また、年金積立金全体の推定トラッキングエラーは、年度を通じて大きな変動はなく安定的に推移した(図2参照)。



(図1) 資産構成割合の推移



(図2) 年金積立金全体の推定トラッキングエラーの推移

GPIF では、短期的なリスクとして、ボラティリティ(収益のブレ幅:標準偏差)について、GARCH モデルや SV(確率的ボラティリティ)モデルを用いて把握している。さらに、下方リスクを意識した指標として、金融機関のリスク管理において標準的に利用されている VaR(バリュー・アット・リスク:Value at Risk)、cVaR(コンディショナル・バリュー・アッ

ト・リスク:Conditional Value at Risk)もリスク指標としてモニタリングしている。

### 【積立金基本指針及び管理運用の方針の遵守状況】

GPIF では、毎月の資産構成割合の値と基本ポートフォリオで定めた資産構成割合との乖離状況を把握し、その幅を一定範囲内に収めるよう管理している。また、下方リスクを表す VaR(バリュー・アット・リスク)や cVaR(コンディショナル・バリュー・アット・リスク)といった指標もモニタリングしている。さらに、短期的なリスクとして、GARCH モデルや SV(確率的ボラティリティ)モデルを用いたボラティリティ(収益のブレ幅:標準偏差)も把握している。これらのことから、積立金基本指針及び管理運用の方針を踏まえ、適切に基本ポートフォリオの管理及び資産全体のリスク管理を行っていると同様に評価できる。

### 4. 3. 2 資産ごとのリスク管理の状況

GPIF では、市場リスク(各資産市場に投資する際の価格変動リスク等のリスク)として、資産ごとに対象となるリスク管理項目を決定し、リスクごとに分析ツール等を使用する等適切な方法で毎月把握している。これらの測定の結果、リスクの状況に問題が生じた場合は、適切な措置を講じることとしている。具体的なリスク管理項目については、①推定トラッキングエラー、②デュレーション、③スタイルリスク(バリュー・グロース等)、④業種リスク、⑤通貨・国別リスク等があげられ、マルチファクターモデルの分析ツール等を用いて把握している。このほか、資産ごとに流動性リスク(取引量が低下し売買が困難になるリスク)、信用リスク(債務不履行リスク)等を管理している。

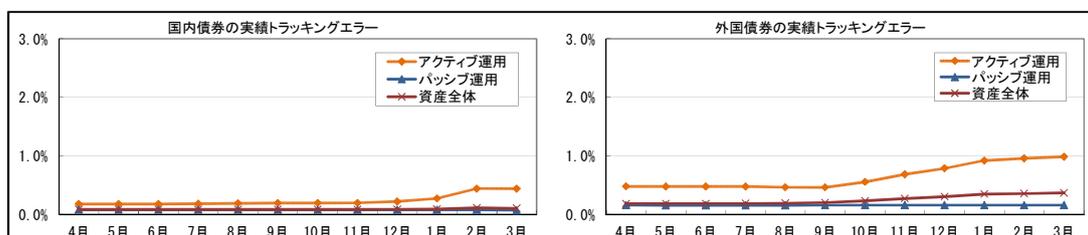
#### (1) 債券運用の市場リスクの管理状況

GPIF では、国内債券と外国債券について、それぞれベンチマーク(※)を定めて運用している。国内債券は、NOMURA-BPI「除くABS」、NOMURA-BPI 国債及び NOMURA-BPI/GPIF Customized の複合インデックス(それぞれの運用金額による構成比で加重平均したもの)を、外国債券は、シティ世界国債インデックス(除く日本、ヘッジなし・円ベース)をベンチマークとしている。

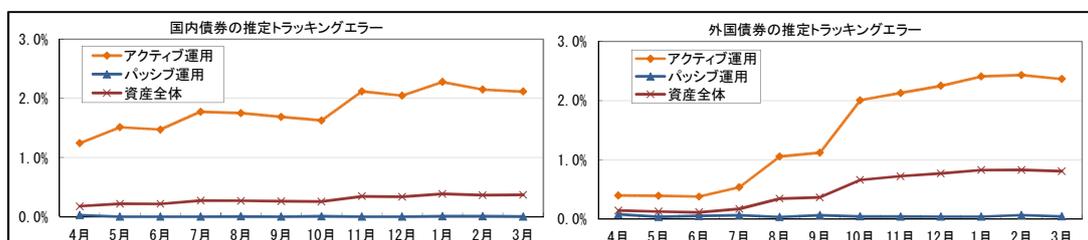
※ベンチマークとは、運用成果を評価する際に相対比較の対象となる基準指標のことをいい、市場の動きを代表する指数を用いる。

市場リスクを測定する基準の一つに、ベンチマーク収益率(市場平均収益率)との差(超過収益率)の標準偏差で表すトラッキングエラーがある。トラッキングエラーには、ポートフォリオの実績の収益率から計算する実績トラッキングエラーと、将来のベンチマーク収益率との差について、分析ツール等を用いて構成される銘柄間の相互依存関係を統計的に推計して標準偏差を計算する推定トラッキングエラーがある。トラッキングエラーが大きい場合、ベンチマークに対してリスクが大きくなっ

ていることを示している。GPIFは、内外債券のそれぞれについて、パッシブ運用とアクティブ運用及び全体の実績トラッキングエラーと推定トラッキングエラーを毎月把握し管理している(図3・図4)。

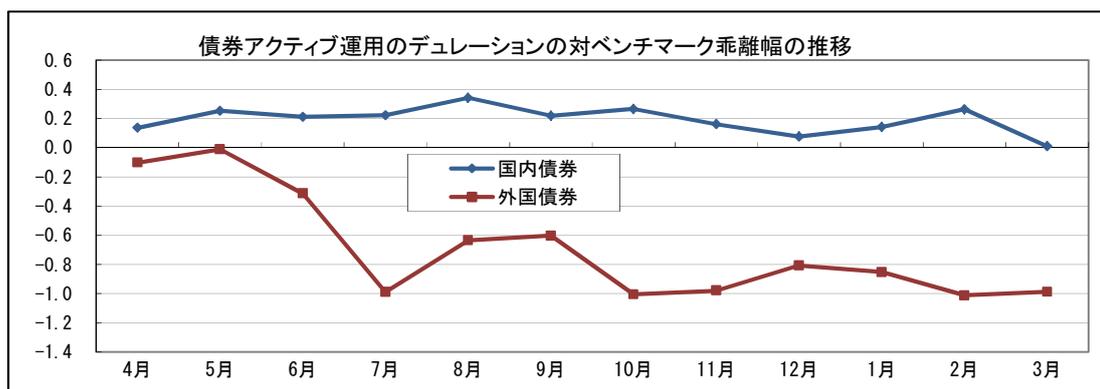


(図3)実績トラッキングエラーの推移



(図4)推定トラッキングエラーの推移

また、債券運用については、市場リスクを把握する代表的な指標として、トラッキングエラーのほかに債券価格の金利感応度を示すデュレーションがある。GPIFは、内外債券のアクティブ運用のデュレーションと、ベンチマークのデュレーションの乖離幅の推移を毎月把握している(図5)。



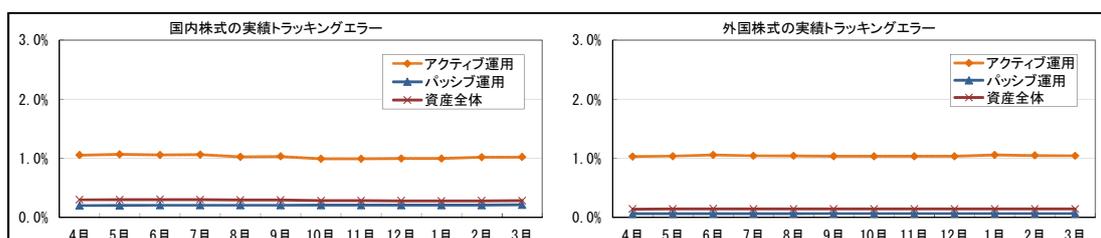
(図5)デュレーションの対ベンチマーク乖離幅の推移

## (2) 株式運用の市場リスクの管理状況

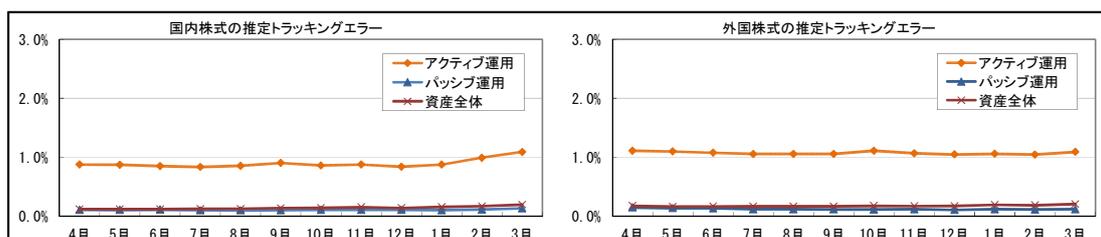
株式運用についても、債券運用と同様にベンチマークを定めて運用している。国

内株式は TOPIX (配当込み)を、外国株式は、MSCI KOKUSAI (円ベース、配当込み、GPIF の配当課税要因考慮後)、MSCI EMERGING MARKETS (円ベース、配当込み、税引き後)及びMSCI ACWI (除く日本、円ベース、配当込み、GPIF の配当課税要因考慮後)の複合インデックス(それぞれの運用金額による構成比で加重平均したもの)をベンチマークとしている。

GPIF では、市場リスクを把握する代表的な指標であるトラッキングエラーについて、内外株式それぞれ、パッシブ運用とアクティブ運用及び全体の実績トラッキングエラーと推定トラッキングエラーを毎月把握し管理している。

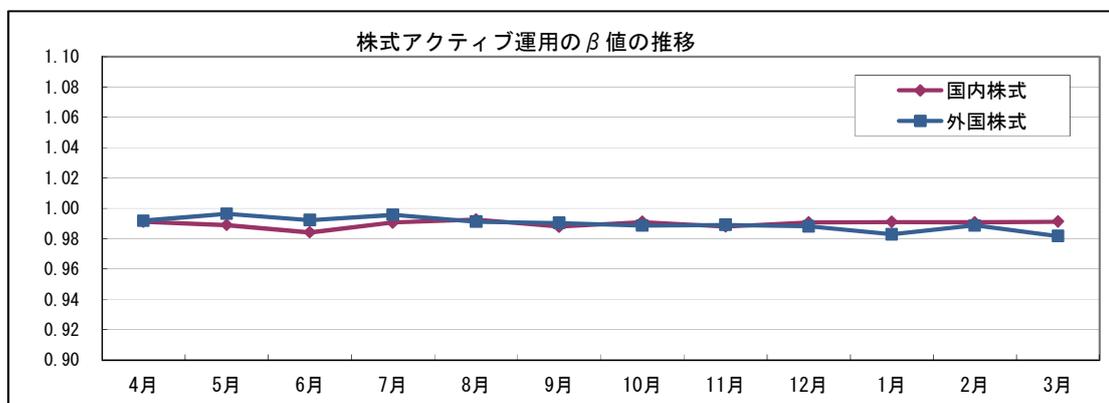


(図6) 実績トラッキングエラーの推移



(図7) 推定トラッキングエラーの推移

また、市場全体の収益率に対するポートフォリオの収益率の感応度を示すベータ値について、内外株式のアクティブ運用のベータ値の推移を毎月把握している。



(図8) ベータ値の推移

### (3) 信用リスク・流動性リスク・カントリー・リスク等の管理状況

GPIF は、信用リスクについて、資産を管理する機関や与信の対象となる機関の格付状況及び内外債券に係る格付基準が定められている銘柄の格付状況をそれぞれ毎月把握している。債券への投資は BBB 格以上の格付を得ている銘柄としている。ただし、外国債券では、運用手法の特性により BBB 格未満の格付けの銘柄を保有することも認めている。平成27年度の内外債券の格付別保有状況において、国内債券は BBB 格以上の格付を得ていない債券への投資はなかった。外国債券は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があった。

また、同一発行体の債券への投資は、各ファンドの時価総額対比で5%以下とすること(ただし、外国債券については、ベンチマークにおける時価構成割合がこの制限を超える場合等合理的な理由がある場合を除く。)としている。平成27年度において、国内債券は5%を超える同一発行体の債券への投資はなかった。外国債券は、ベンチマークにおける時価構成割合が5%を超える場合等の理由により、5%を超える同一発行体の債券への投資があった。

流動性リスクについては、ベンチマークの市場規模に対する GPIF の時価総額ウェイトの状況等を把握している。カントリーリスクについては、国別等の債券スプレッドの推移等クレジットリスクのモニタリングを行っている。

### 【積立金基本指針及び管理運用の方針の遵守状況】

GPIF は、毎月、国内株式及び外国株式については、トラッキングエラーやベータ値により、国内債券及び外国債券については、トラッキングエラーやデュレーションにより、それぞれリスク状況を把握し、大きな変化が生じていないか確認するとともに、問題発生の有無や対応措置の必要についても確認している。これらを踏まえると、GPIF の資産ごとのリスク管理については、積立金基本指針及び管理運用の方針を遵守していると評価できる。

### 4. 3. 3 各運用受託機関・各資産管理機関及び自家運用のリスク管理の状況

GPIF では、運用受託機関の管理は、毎月1回、運用実績やリスクの状況について報告を求め、運用ガイドラインの遵守状況を確認するとともに、定期ミーティング等において説明を受けるなどの方法により行っている。資産管理機関の管理は、資産管理に係るデータの提出を求め、資産管理ガイドラインの遵守状況を確認するとともに、現地調査を含む定期ミーティング等において説明を受ける等の方法により行っている。

また、GPIF では、運用の効率化や必要な流動性の確保の観点から、運用資産の一部について、資産管理機関を利用しつつ自ら管理及び運用(自家運用)を行っている。自家運用についても、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などの方法によりリスク管理を行っている。

### (1) 各運用受託機関のリスク管理の状況

GPIF では、運用受託機関に対し、運用目標、運用手法、リスク指標及びベンチマーク等に関する運用ガイドラインを提示している。その上で、リスク管理指標の目標値等の遵守状況、投資行動及び運用結果の報告を月次または必要に応じて随時求めている。これらの報告を通じて、一時的な要因等により管理目標値を超えていないか確認を行っている。平成27年度は、3ファンドについて、ガイドライン違反の事象が発生したことから、再発防止策の適正な実施を求めるとともに口頭で厳重注意を行っている。

また、運用受託機関の運用体制の変更等については、運用に大きな影響を及ぼすものであることから、GPIF は迅速に把握し適切な措置を講じることとしている。平成27年度は、運用体制の変更等があった運用受託機関は11ファンドで、このうち運用統括責任者の変更等、重要な変更があったのは6ファンドであった。GPIF は、これらの運用受託機関に対し、ミーティング等を実施し説明を求めている。その結果、1ファンドについて、運用体制に重大な変更が生じたと判断し、解約している。

さらに、すべての運用受託機関の個別銘柄の保有状況を随時把握し、分散投資の観点から問題がないか確認している。同一銘柄等に対する投資制限については、株式アクティブ運用及び外国債券アクティブ運用において、5%上限を超える銘柄の報告を求めている。

### (2) 各資産管理機関のリスク管理の状況

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

また、資産管理体制の変更等については、資産管理に大きな影響を及ぼすものであることから、GPIF は迅速に把握し適切な措置を講じることとしている。平成27年度は、人事異動等により資産管理体制の変更があった資産管理機関は4社9件で、GPIF は変更後の資産管理体制について特に問題のないことを確認している。信用リスクの管理については、格付状況を月1回確認し問題がないことを確認している。

### (3) 自家運用のリスク管理の状況

自家運用のリスク管理について、GPIF の市場運用部はインハウス運用室に対し、運用ガイドライン及び執行ガイドラインを提示し、月次でリスク管理状況等の報告を受けている。平成27年度においては、リスク管理指標に係る目標値等の遵守状況について問題のないことを確認している。さらに、平成27年12月のミーティングにより運用状況の報告を受けており、問題のないことを確認している。

また、インハウス運用室では、月次でリスク管理を行っているほか、市場運用部から示された運用ガイドライン等に基づき、日次でもリスク管理を行っている。具体的には、国内債券パッシブファンドのリスク特性値、保有債券及び購入予定債券の格付けの状況による信用リスク並びに短期資産ファンドの与信先の格付けによる信用

リスク、約定前後の運用対象資産及び与信限度額について、運用ガイドライン等の遵守状況の確認を行っている。

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

自家運用は、国内債券パッシブ運用の一部、外貨建て投資信託受益証券、引受財投債の全額、短期資産等について行っている。具体的には以下のとおりとなっている。

#### ① 国内債券パッシブファンド等

国内債券パッシブファンド等として、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つの国内債券パッシブファンドを自家運用している。加えて、NOMURA－BPI/GPIF Customized をベンチマークとするキャッシュアウト等対応ファンドを自家運用している。国内債券パッシブファンド等では、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る。

国内債券パッシブファンド等の自家運用では、格付別保有状況を管理しており、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る。平成27年度においては、BBB 格以上の格付を得ていない債券への投資はなかった。また、同一発行体の債券保有状況についても管理しており、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同一発行体の債券への投資は、各ファンドの時価総額対比で5%以下とすることとしている。平成27年度においては、基準を超えるものはなかった。

GPIF では、国内債券パッシブファンド等の自家運用における債券貸付運用の取引先についても管理している。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る。平成27年度においては、基準を下回る取引先はなかった。

#### ② 物価連動国債ファンド

物価連動国債は、全国消費者物価指数(生鮮食品を除く)に連動する国債である。物価連動国債をポートフォリオに組み入れることによって、インフレリスクの軽減を図ることが可能となる。GPIF では、平成25年11月の公的・準公的資金の運用・リスク管理等の高度化等に関する有識者会議において、デフレからの脱却を見据えて運用対象とすることが提起されたことから、平成26年度に国内債券のアクティブファンドとして運用を開始している。

### ③ 財投債ファンド

GPIF では、平成13年度から平成19年度までに財政融資資金特別会計から直接引き受けた財投債の満期保有により管理・運用を行っている。この財投債は、財投改革の際に、経過的に、郵便貯金や GPIF に寄託される年金積立金で引き受けることとされたものである。厚生労働大臣の指示に従い引き受けた財投債については、満期保有目的として、独立行政法人会計基準に従い、取得原価(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)に基づき評価を行っている。ただし、年金積立金の適正な管理に資するため、満期保有目的とする財投債の時価評価額も併せて開示することとされている。

### ④ 短期資産ファンド

短期資産ファンドは、譲渡性預金(NCD)等により自家運用を行っている。GPIF では、短期資産運用の取引先の格付けについて管理しており、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る。平成27年度においては、基準を下回る取引先はなかった。

### ⑤ インフラ投資(外貨建て投資信託受益証券ファンド第1号)

GPIF は、国内外の機関投資家との共同投資協定に基づき、先進国の電力発電電、ガスパイプライン、鉄道などのインフラ資産を投資対象とする外貨建て投資信託受益証券を保有し、自家運用している。

### ⑦ プライベートエクイティ投資(外貨建て投資信託受益証券ファンド第2号)

GPIF は、国内外の機関投資家との共同投資協定に基づき、新興(エマージング)国の消費関連企業等のプライベートエクイティに投資する外貨建て投資信託受益証券を保有し、自家運用している。

## 【積立金基本指針及び管理運用の方針の遵守状況】

GPIF は、定期的または必要に応じて随時、運用受託機関及び資産管理機関のリスク管理状況等について報告を求めるとともに、必要措置を適切に講じている。また、自家運用についても、GPIF の組織内で相互にリスク管理状況等を確認している。これらを踏まえると、GPIF の各運用受託機関及び各資産管理機関等のリスク管理について、積立金基本指針及び管理運用の方針を遵守していると評価できる。

## 4. 4 市場の価格形成や民間の投資行動への配慮

### 【積立金基本指針】

#### 第三 積立金の管理及び運用に関し管理運用主体が遵守すべき基本的な事項

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

### 【管理運用の方針】

#### 第2 管理積立金の管理及び運用に関し遵守すべき事項

##### 2. 市場及び民間の活動への影響に対する配慮

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

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

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

#### (1) 市場の価格形成や民間の投資行動への配慮

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

この際、GPIFは、市場で運用している資産を売却するなどして現金に換えることとなる。しかし、GPIFが市場規模と比較して多額の資産をまとめて売買すると、市場価格自体を変動させ、自ら大きなコスト(マーケットインパクトコスト)を支払うこととなる。

このため、GPIFは、年金特別会計で必要とされる資金に対応すべく、

①財政見通しを踏まえ、国内債券の元利金償還金をあらかじめ手当てしておく

②想定外の場合に備えて換金性の高い資産を十分確保しておく

ことが重要と考え、必要な対応を取っている。

平成27年度は、年金特別会計への寄託金償還等について、年度当初に寄託金償還等の見通しを策定し、キャッシュアウト等対応ファンド及び財投債ファンドの満期償還金・利金等を活用し対応している。そのため、寄託金償還等のための資産の売却は行っていない。加えて、市場運用資金の回収・配分については、市場動向を踏まえつつ、年度を通じて時期を分散して回収・配分を行っている。また、運用受託機関の解約に伴い、当該資金を回収し再配分する際には、市場の価格形成等を考慮し、原則として現物移管により実施している。

## (2) 民間企業の経営に与える影響に対する配慮

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

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

GPIFは、日本版スチュワードシップ・コードを実施するため、「スチュワードシップ責任を果たすための方針」を策定し、平成26年5月30日に公表した。平成27年度において、GPIFは、「スチュワードシップ責任を果たすような様々な活動を通じて被保険者のために中長期的な投資収益拡大を図る」ことを明記した「投資原則」を策定している。また、同年9月に国連責任投資原則(UNPRI)の署名し、スチュワードシップ専任者採用等の体制強化を実施している。

なお、GPIFは法令上、株式運用の自家運用を行うことは認められていない。

### 【積立金基本指針及び管理運用の方針の遵守状況】

GPIF は、キャッシュアウト対応ファンド等を活用し年金給付に必要な流動性を確保するとともに、市場運用資金の回収・配分を分散して行うことで、過大なマーケットインパクトを蒙らないようにしている。また、民間企業の経営に対して過度に影響を及ぼさないよう運用受託機関ごとの同一企業発行株式の保有に一定の制約を設けるとともに、株主総会における個々の議案に対する判断を GPIF として行わないこととしている。一方で、コーポレートガバナンスの重要性に鑑み、運用受託機関等説明会において議決権行使の目的が長期的な株主利益の最大化を目指すものであることを示すとともに、スチュワードシップ責任を果たすような様々な活動を通じて被保険者のために中長期的な投資収益拡大を図るための取組を行っている。これらを踏まえると、市場の価格形成や民間の投資行動への配慮について、積立金基本指針及び管理運用の方針を遵守していると評価できる。

## 4.5 保険給付等に必要な流動性の確保

### 【積立金基本指針】

#### 第三 積立金の管理及び運用に関し管理運用主体が遵守すべき基本的な事項

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

### 【管理運用の方針】

#### 第2 管理積立金の管理及び運用に関し遵守すべき事項

##### 3. 年金給付のための流動性の確保

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

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

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

①財政見通しを踏まえ、国内債券の元利金償還金をあらかじめ手当てしておく

②想定外の場合に備えて換金性の高い資産を十分確保しておく

ことが重要と考え必要な対応を取っている。

平成27年度は、年金特別会計への寄託金償還等について、年度当初に寄託金償還等の見通しを策定し、キャッシュアウト等対応ファンド及び財投債ファンドの満期償還金・利金等を活用して対応している。そのため、寄託金償還等のための資産の売却は行っていない。

GPIFは、予見し難い事由による一時的な資金不足等に対応するため、必要に応じて短期借入が可能な体制を整えている。平成27年度は、短期借入が必要となるような事態は発生しなかった。

### 【積立金基本指針及び管理運用の方針の遵守状況】

GPIFは、年金特別会計への寄託金償還等について、キャッシュアウト等対応ファンド及び財投債ファンドの満期償還金・利金等を活用し対応するとともに、予見し難い事由による一時的な資金不足等に対応するため、必要に応じて短期借入が可能な体制整備を行っている。これらを踏まえると、保険給付等に必要な流動性の確保について積立金基本指針及び管理運用の方針を遵守していると評価できる。

## 4. 6 運用手法の見直し及び運用受託機関の評価・選定等

### 【積立金基本指針】

#### 第三 積立金の管理及び運用に関し管理運用主体が遵守すべき基本的な事項

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

### 【管理運用の方針】

#### 第1 管理積立金の管理及び運用の基本的な方針

##### 2. 運用の目標、リスク管理及び運用手法

##### (3) 運用手法について

運用手法については、例えば、初めて取り組む手法やその運用方針については事前に運用委員会の審議を経るほか、実施状況や運用委員会から求めがあった事項については適時に運用委員会に報告するなど運用委員会による適切なモニタリングの下で、適切なリスク管理を行う。

(略)

ベンチマークについては、伝統的な時価総額型インデックスのみならず、運用収益向上の観点から検討するとともに、ベンチマークにより難しい非伝統的資産の評価については、資産の管理及び運用に関し一般に認められている専門的な知見に基づき評価方法を明らかにする。

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

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

### 4. 6. 1 ベンチマークや運用の効率化のための運用手法の見直し等

#### (1) 国内債券運用における取組み

国内債券パッシブ運用において、各ファンドが、日銀のマイナス金利政策の下で、想定する推定トラッキングエラーの範囲で柔軟な運用が行えるよう運用ガイドラインを改正している。また、運用委託手数料の削減、インハウスの固定経費の有効活用、リバランスにおける機動性の向上等を目的として、インハウスの国内債券パッシブファンドの資金配分を増やしている。

#### (2) 国内株式運用における取組み

国内株式運用における分散投資効果の向上を目的として、伝統的アクティブ運用と相関の低いスマートベータ型運用を伝統的アクティブ運用と同程度に増加させている。平成27年度においては、スマートベータ型運用における低ボラティリティ特性を有するファンドが、市場の下落局面で大きな超過収益を獲得するなど、一定の

成果を上げている。

### (3) 外国債券運用における取組み

平成27年度に行った外国債券の運用受託機関構成の見直しに際し、基本ポートフォリオの基礎となっているベンチマークとの整合性を図るため、外国債券の評価ベンチマークを従来の複合ベンチマークからシティ世界国債インデックス(除く日本、ヘッジなし・円ベース)に一本化している。また、更なる収益向上を目的として、先進国国債、社債、担保付証券を中心とする従来の投資ユニバースに、エマージング債、ハイイールド債及びインフレ連動債を新たに投資対象としている。これらの多様なマネジャー・ベンチマークを組み合わせることにより、運用受託機関構成の柔軟性が高くなったとしている。なお、運用受託機関の選定に当たっては、運用委員会の審議を経て行っている。

### (4) 非伝統的資産に関する取組み

インフラストラクチャー、プライベートエクイティ及び不動産の各投資分野において、投資戦略に係るコンサルタントを公募により採用し、それぞれの投資分野における市場規模や市場特性等の検討を行っている。また、基本ポートフォリオに係るコンサルタントと協働し、基本ポートフォリオ上における非伝統的資産の位置付け、基本ポートフォリオにオルタナティブ資産を組み入れることによるリスク・リターンの改善効果等について運用委員会において審議を行っている。

## 【積立金基本指針及び管理運用の方針の遵守状況】

GPIFでは、国内債券運用におけるマイナス金利に対応した運用ガイドラインの見直しや国内債券パッシブファンドのインハウス運用の資金配分の増加を行っている。また、国内株式運用におけるスマートベータ型運用の活用、外国債券運用における運用対象の拡大など、新たな運用手法の採用や市場動向に柔軟に対応する取組みを行っている。その際、運用委員会の審議を適切に行っている。これらを踏まえると、ベンチマークや運用の効率化のための運用手法の見直しについて積立金基本指針及び管理運用の方針を遵守していると評価できる。

## 4.6.2 運用受託機関等の管理・評価

### (1) 運用受託機関の管理・評価

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

行っている。

平成27年度においては、定期ミーティングにより、毎月1回各運用受託機関の運用状況、リスク管理状況を取りまとめ、問題点の有無を確認し、必要に応じ運用受託機関と協議するなど適切に対応している。

また、運用受託機関の評価は、定性評価と定量評価の2つの観点で行っている。定性評価は、投資方針、運用プロセス、組織・人材等について評価し、定量評価は、パッシブ運用については超過収益率とトラッキングエラー、アクティブ運用については超過収益率とインフォメーション・レシオについて評価を行っている。これらの定性評価と定量評価の結果を合わせた総合評価により、運用受託機関の評価を行っている。

平成27年度は、総合評価の結果により、国内株式アクティブ1ファンド及び外国株式アクティブ2ファンドを解約、外国株式アクティブ3ファンドの資金の一部回収及び配分停止を決定している。また、外国株式アクティブ運用において、運用体制の変更に伴い1ファンドを解約している。

## (2) 資産管理機関の管理・評価

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

資産管理機関の評価は、業務体制、資産管理システム等の項目による総合評価により行っている。平成27年度は、総合評価の結果により、いずれの資産管理機関も特に問題は認められず契約を継続することとしている。

## (3) トランジション・マネジャーの管理・評価

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

トランジション・マネジャーの評価は、取引執行能力、組織・人材等の項目による総合評価により行っている。平成27年度は、総合評価の結果により、いずれのトランジション・マネジャーも特に問題は認められず、契約を継続することとしている。

## 【積立金基本指針及び管理運用の方針の遵守状況】

GPIF では、運用受託機関等に対し運用ガイドライン等を提示し、毎月の報告を確認するとともに定期的なミーティングを実施し、その遵守状況を確認するなど適切に運用受託機関等を管理・評価している。これらを踏まえると、運用受託機関の定期的な評価等について積立金基本指針及び管理運用の方針を遵守していると評価できる。

#### 4. 6. 3 運用受託機関の選定・管理の強化等

外国債券運用において、運用受託機関との利害を一致させる観点から、全てのファンドに「実績連動報酬」を導入している。さらに、リザーブファンドを複数選定することにより、解約時等に機動的に対応できるようにしている。

また、運用受託機関の選定方法として、マネジャー・エントリーの導入について運用委員会で2回審議を行い、平成28年度の運用機関(外国株式)の公募からマネジャー・エントリー制を活用することを決定している。運用委員会での審議、決定を踏まえ、マネジャー・エントリー制の業務支援業者を選定するとともに、運用機関の選定及び評価に係る規定の改正を実施した。

マネジャー・エントリー制は、平成28年度以降、資産・運用スタイルごとに公募を開始し、順次、導入を図ることとしており、公募の期限は設けず、随時応募(エントリー)が可能としている。応募した運用機関からは、月次でファンドの運用データを登録してもらい、そのデータをもとに外部専門機関の助言を受けてスクリーニング評価を行うこととしている。また、必要に応じてミーティングを実施することとしている。マネジャー・エントリー制に応募している運用受託機関とすでに採用されている運用受託機関を、同一条件で比較することで競争を促すこととしている。

#### 【積立金基本指針及び管理運用の方針の遵守状況】

GPIF では、運用受託機関の選定方法としてマネジャー・エントリーの導入について運用委員会で審議を行い、平成28年度以降の導入に向けて準備を進めるなど、運用受託機関等の選定機能及び管理の強化のための取組を進めており、積立金基本指針及び管理運用の方針を遵守していると評価できる。

## 4.7 パッシブ運用とアクティブ運用

### 【積立金基本指針】

#### 第三 積立金の管理及び運用に関し管理運用主体が遵守すべき基本的な事項

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

### 【管理運用の方針】

#### 第1 管理積立金の管理及び運用の基本的な方針

##### 2. 運用の目標、リスク管理及び運用手法

##### (3) 運用手法について

(略)

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

(略)

国内株式運用における分散投資効果の向上を目的として、国内株式アクティブ運用におけるスマートベータ型運用の比率を、平成27年度の期初に 36%程度から期末には 52%程度まで拡大させている。平成27年度は、スマートベータ型運用における低ボラティリティ特性を有するファンドが、市場の下落局面で大きな超過収益を獲得するなど、スマートベータ型運用が+2.57%とTOPIXを大きく上回り、アクティブ運用における安定的な超過収益の確保に寄与している。

また、外国債券アクティブ運用受託機関について、運用責任者と面談し、投資方針及び運用プロセスの合理性・納得性が高く、超過収益獲得の確信が持てるファンドのみを最終的に選定している。なお、平成27年度末のパッシブ・アクティブの割合は、次のとおりとなっている。資産全体のアクティブ運用の割合は、約21%となっている。

	国内債券	国内株式	外国債券	外国株式	資産全体
パッシブ運用の割合	82.5%	81.5%	64.9%	84.2%	79.3%
アクティブ運用の割合	17.5%	18.5%	35.1%	15.9%	20.7%

### 【積立金基本指針及び管理運用の方針の遵守状況】

以上を踏まえると、ベンチマークや運用の効率化のための運用手法の見直しについて積立金基本指針及び管理運用の方針を遵守していると評価できる。

## 4. 8 非財務的要素であるESGの考慮

### 【積立金基本指針】

第三 積立金の管理及び運用に関し管理運用主体が遵守すべき基本的な事項

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

### 【管理運用の方針】

第1 管理積立金の管理及び運用の基本的な方針

2. 運用の目標、リスク管理及び運用手法

(5) 株式運用における考慮事項

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

GPIF は、平成26年度に委託調査研究「年金積立金管理運用独立行政法人におけるスチュワードシップ責任及びESG投資のあり方についての調査研究」を実施している。この委託調査研究では、国連責任投資原則等のグローバルなネットワークが支持を集めており、今後は影響力が増すことも想定されるため、投資家等の中での意見交換や情報収集の場として活用することが考えられるとされている。委託調査研究の結果を踏まえ、GPIF では、スチュワードシップ責任を果たす一環として、ESGへの取組を強めることとしている。平成27年度は、国連責任投資原則に署名を行い、運用受託機関が行っている投資先企業へのエンゲージメント活動の中で、これまで以上にESGを考慮した企業価値の向上や持続的成長のための自主的な取組みを促すこととした。

### 【積立金基本指針及び管理運用の方針の遵守状況】

以上を踏まえると、非財務的要素であるESGの考慮について積立金基本指針及び管理運用の方針を遵守していると評価できる。

## 4.9 管理積立金の管理運用状況の評価

### 【積立金基本指針】

#### 第四 その他積立金の管理及び運用に関する重要事項

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

### 【管理運用の方針】

#### 第1 管理積立金の管理及び運用の基本的な方針

##### 2. 運用の目標、リスク管理及び運用手法

###### (1) 運用の目標

(略)

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

ベンチマークについては、市場を反映した構成であること、投資可能な有価証券により構成されていること、その指標の詳細が開示されていること等を勘案しつつ適切な市場指標を用いる。

###### (3) 運用手法について

(略)

ベンチマークについては、伝統的な時価総額型インデックスのみならず、運用収益向上の観点から検討するとともに、ベンチマークにより難しい非伝統的資産の評価については、資産の管理及び運用に関し一般に認められている専門的な知見に基づき評価方法を明らかにする。

(略)

###### (6) 財投債の管理及び運用

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

なお、当該財投債については、第1の2の(1)に定めるベンチマーク収益率に係る規定を適用しない。

### 4.9.1 各資産の運用利回りのベンチマーク収益率による評価

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

#### (1) 国内債券(市場運用分)のベンチマーク収益率による評価

##### ①ベンチマーク

国内債券は、NOMURA－BPI「除くABS」、NOMURA－BPI 国債及び

NOMURA-BPI/GPIF Customized のそれぞれの運用金額による構成比で加重平均した複合インデックスをベンチマークとしている。なお、NOMURA-BPI「除くABS」は野村証券金融市場調査部が作成・発表している国内債券市場のベンチマークであり、NOMURA-BPI 国債は野村証券金融市場調査部が作成・発表している国債のベンチマークである。また、NOMURA-BPI/GPIF Customized は GPIF がキャッシュアウト等対応ファンドに移管し、満期まで保有することとした公募利付債について、野村証券金融市場調査部が投資収益率を指数化したベンチマークである。

## ②超過収益率

平成27年度におけるベンチマークに対する国内債券(市場運用分)の運用利回り(時間加重収益率)の超過収益率は-0.23%となっている。パッシブ/アクティブ運用別の超過収益率をみると、パッシブ運用の超過収益率は+0.02%と概ねベンチマーク並みの収益率となっている。一方、アクティブ運用の超過収益率は、国債セクターの銘柄選択(主に物価連動国債の影響)等がマイナスに寄与し-1.49%となっている。

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

時間加重収益率 ①	ベンチマーク ②	超過収益率 ①-②	ファンド要因	ベンチマーク 要因	その他要因
4.07%	4.30% (4.00%)	-0.23% (0.07%)	-0.23%	0.02%	-0.02%

(注)「ベンチマーク②」と「超過収益率①-②」の( )内は、物価連動国債のベンチマークを現行の NOMURA-BPI 国債に代えて、NOMURA 物価連動国債インデックス(フロアあり)とした場合の数値である。

なお、ファンド要因において、物価連動国債ファンドの収益率が、マネジャー・ベンチマークの収益率より低かったこと等が、マイナスに寄与している。ただし、物価連動国債ファンドのベンチマークを現行の NOMURA-BPI 国債に代えて、NOMURA 物価連動国債インデックス(フロアあり)とした場合、超過収益率は+0.07% となった。

## (2) 外国債券のベンチマーク収益率による評価

### ①ベンチマーク

外国債券は、平成27年度9月までは、シティ世界国債インデックス(除く日本、ヘッジなし・円ベース)と世界BIG債券インデックス(除く日本、ヘッジなし・円ベース)の複合インデックス、平成27年度10月からはシティ世界国債インデックス(除

く日本、ヘッジなし・円ベース)をベンチマークとしている。シティ世界国債インデックス(除く日本、ヘッジなし・円ベース)は、シティグループ・グローバル・マーケット・インクが作成・発表している世界国債のベンチマークであり、時価総額につき一定基準を満たす国の国債について、投資収益率を指数化したものである。国際債券投資の代表的なベンチマークとして使用されている。また、世界BIG債券インデックス(除く日本、ヘッジなし・円ベース)は、同じくシティグループ・グローバル・マーケット・インクが作成・発表している世界債券のベンチマークである。国債に加え、米ドル、ユーロ及び英ポンドについては政府機関債、担保付証券及び社債を含んでおり、国際債券投資の代表的なベンチマークとして使用されている。

## ②超過収益率

平成27年度におけるベンチマークに対する外国債券の運用利回り(時間加重収益率)の超過収益率は-0.58%となっている。パッシブ/アクティブ運用別の超過収益率をみると、パッシブ運用の超過収益率は+0.04%と概ねベンチマーク並みの収益率となっている。一方、アクティブ運用の超過収益率は、米ドル建て債券の時価構成割合がベンチマークに比べて高めになっていたこと等がマイナスに寄与し-0.86%となっている。

平成27年度の上半期は、10月のマネジャー・ストラクチャー再構築に伴う大規模な銘柄入替により一時的にベンチマークに追随することができなかったこと、また、アクティブ運用について米ドル建て債券及びユーロ建て債券の銘柄選択等がマイナスに寄与したことから、-0.45%の超過収益率となった。なお、マネジャー・ストラクチャー再構築後の平成27年10月以降の超過収益率を、ファンド要因、ベンチマーク要因及びその他要因に分解した結果は以下のとおりとなっている。

時間加重収益率 ①	ベンチマーク ②	超過収益率 ①-②	ファンド要因	ベンチマーク 要因	その他要因
-2.72%	-2.58%	-0.14%	-0.03%	-0.12%	0.01%

ベンチマーク要因において、グローバル総合、米国総合及び米国ハイイールドのマネジャー・ベンチマークの収益率が、外国債券のベンチマーク収益率より低かったこと等が、マイナスに寄与している。

## (3) 国内株式のベンチマーク収益率による評価

### ①ベンチマーク

国内株式は、TOPIX(配当込み)指数をベンチマークとしている。東京証券取引所が作成・発表している国内株式の代表的なベンチマークの一つである。東証第一部に上場している企業の株式の基準時の時価総額を100として、その後の時価総額に株式の配当を考慮して指数化したものである。

## ②超過収益率

平成27年度におけるベンチマークに対する国内株式の運用利回り(時間加重収益率)の超過収益率は+0.02%となっている。パッシブ/アクティブ運用別の超過収益率をみると、パッシブ運用の超過収益率は、マネジャー・ベンチマークであるJPX 日経 400 及び MSCI Japan Standard (グロス)の収益率等が、TOPIX(配当込み)の収益率より低かったこと等がマイナスに寄与し-0.13%となっている。一方、アクティブ運用の超過収益率は、情報・通信業及び電気機器セクターの銘柄選択等がプラスに寄与し+0.92%となっている。国内株式全体の運用利回りでは、概ねベンチマーク並みの収益率となっている。

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

時間加重収益率 ①	ベンチマーク ②	超過収益率 ①-②	ファンド要因	ベンチマーク 要因	その他要因
-10.80%	-10.82%	0.02%	-0.02%	0.05%	-0.02%

ベンチマーク要因において、S&P GIVI Japan の収益率が、国内株式のベンチマーク収益率より高かったこと等がプラスに寄与している。

## (4) 外国株式のベンチマーク収益率による評価

### ①ベンチマーク

外国株式は、MSCI KOKUSAI(円ベース、配当込み、GPIF の配当課税要因考慮後)、MSCI EMERGING MARKETS(円ベース、配当込み、税引き後)及び MSCI ACWI(除く日本、円ベース、配当込み、GPIF の配当課税要因考慮後)のそれぞれの運用金額による構成比で加重平均した複合インデックスをベンチマークとしている。

MSCI KOKUSAI(円ベース、配当込み、GPIF の配当課税要因考慮後)は、MSCI Inc.が作成する日本を除く先進国で構成された株式のベンチマークである。GPIF が管理運用する外国株式に係る配当については、日本政府と各国政府の租税条約等に基づき、非課税・軽減税率等が適用されている。このため、GPIF の運用パフォーマンスをより適切に評価する観点から、GPIF の配当課税要因考慮後指数を用いている。また、MSCI EMERGING MARKETS(円ベース、配当込み、税引き後)は、MSCI Inc.が作成する新興国で構成された株式のベンチマークである。MSCI ACWI(除く日本、円ベース、配当込み、GPIF の配当課税要因考慮後)は、MSCI Inc.が作成する日本を除く先進国及び新興国で構成された株式のベンチマークである。

### ②超過収益率

平成27年度におけるベンチマークに対する外国株式の運用利回り(時間加重収益率)の超過収益率は+0.03%となっている。パッシブ/アクティブ運用別の超

超過収益率をみると、パッシブ運用の超過収益率は+0.04%と概ねベンチマーク並みの収益率となっている。一方、アクティブ運用の超過収益率は、先進国市場は概ねベンチマーク並みの収益率となり、エマージング市場は、銀行、消費者サービス及び食品・飲料・タバコセクターの銘柄選択等がプラスに寄与し+0.09%となっている。外国株式全体の運用利回りでは、概ねベンチマーク並みの収益率となっている。

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

時間加重収益率 ①	ベンチマーク ②	超過収益率 ①-②	ファンド要因	ベンチマーク 要因	その他要因
-9.63%	-9.66%	0.03%	0.03%	0.01%	-0.01%

ファンド要因において、パッシブ全体及びエマージングの収益率が、マネジャー・ベンチマークの収益率より高かったこと等がプラスに寄与している。

#### 【積立金基本指針及び管理運用の方針の遵守状況】

ベンチマーク収益率については、4資産中2資産において、概ねベンチマーク並みの収益率を確保しており、また、管理する積立金全体として複合ベンチマーク収益率と同水準の収益率を確保している。また、ベンチマークを上回る超過収益率について、その要因についても分析を行っている。以上を踏まえると、各資産の運用利回りのベンチマーク収益率による評価について、積立金基本指針及び管理運用の方針を遵守していると評価できる。

#### 4.9.2 非伝統的資産の評価方法の検討及び財投債の評価

##### (1) 非伝統的資産の評価方法の検討

GPIFでは、非伝統的資産の評価について運用委員会で審議を行っている。その結果、非伝統的資産の評価は、グローバル投資パフォーマンス基準(GIPS)に則り、リターンについては内部収益率(IRR)で計測し、伝統的資産のベンチマークに対する超過リターンはパブリック・マーケット・エクイバレント(PME)の方法で計測することとしている。

##### (2) 財投債の評価

GPIFでは、平成13年度から平成19年度までに財政融資資金特別会計から直接引き受けた財投債の満期保有により管理・運用を行っている。この財投債は、満期保有目的として、独立行政法人会計基準に従い、原価法(引受価格と券面額との間に差がある場合には、償却原価法)に基づき簿価による評価を行っている。た

だし、年金積立金の適正な管理に資するため、満期保有目的とする財投債の時価評価額も併せて開示している。

平成27年度末における財投債の簿価額は3兆4,422億円であり、時価額は3兆5,980億円となっている。また、平成27年度の財投債ファンドの収益額は748億円、収益率は1.75%となっている。なお、収益率は財投債元本平均残高に対する収益額の比率により算定している。

#### **【積立金基本指針及び管理運用の方針の遵守状況】**

GPIFは、運用委員会において非伝統的資産の評価方法について専門的な検討を行っている。また、財投債について、満期保有目的債券として会計基準に従い償却原価法により適切に評価するとともに、時価評価額も併せて開示している。以上を踏まえると、財投債の評価方法について、積立金基本指針及び管理運用の方針を遵守していると評価できる。

## 4. 10 情報公開及び広報活動

### 【積立金基本指針】

#### 第4 その他積立金の管理及び運用に関する重要事項

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

### 【管理運用の方針】

#### 第4 その他管理積立金の適切な管理及び運用に関し必要な事項

##### 1. 透明性の向上

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

運用受託機関等の選定については、例えば、選定過程や管理運用委託手数料の水準については事前に運用委員会の審議を経るほか、実施状況や運用委員会から求めのあった事項については適時に運用委員会に報告するなど運用委員会による適切なモニタリングの下で、その透明性を確保する。

加えて、運用委員会の審議の透明性の確保を図るため、運用委員会の定めるところにより、一定期間を経た後に議事録を公表する。

これらの情報公開に当たっては、市場への影響に留意するものとする。

#### (1) 運用実績等の公表

平成27年度において、GPIF は7月10日に平成26年度の運用状況について記者発表を行うとともに、業務概況書を公表している。また、四半期ごとの運用状況についても記者発表を行っており、平成27年度第1四半期は8月27日に、平成27年度第2四半期は11月30日に、平成27年度第3四半期は平成28年3月1日に公表している。併せて業務概況書と四半期ごとの運用状況は、それぞれ GPIF のホームページに掲載している。

また、基本ポートフォリオ等の管理及び運用の趣旨や仕組みについて、業務概況書で説明しているほか、GPIF の役割や管理・運用の仕組みについて分かりやすく説明した資料をホームページ上で掲載するなど、年金積立金の管理運用の分かりやすい説明に努めている。

#### (2) 運用委員会の議事要旨及び議事録等の公表

GPIF では、運用委員会に係る資料及び議事要旨等について、市場への影響に

配慮しつつ、ホームページに掲載し公表している。平成27年度においては、外国債券アクティブ運用及びパッシブ運用の運用受託機関の選定やマネジャー・エントリー制度の導入等に関する運用委員会の議事要旨をホームページに掲載している。

また、運用委員会の議事録については、運用委員会の審議の透明性を図るため、市場への影響にも配慮しながら、運用委員会の開催から7年を経過した議事録を公表することとしている。さらに、監事監査の結果及び監査法人による外部監査の結果について、ホームページに掲載するなど、GPIF の業務に関する透明性の向上に努めている。

### (3) GPIF の業務活動に関する情報公開

GPIF のスチュワードシップ活動について、「平成27年 日本版スチュワードシップ・コードへの対応状況について」を平成28年1月28日にホームページに掲載している。併せて、海外に向け、英語版も作成しホームページに掲載している。また、外国債券における運用受託機関の選定結果及びマネジャー・ストラクチャーの見直しについて、ホームページに掲載している。

### (4) 分かりやすい情報公開に向けた新たな取り組み

平成27年度は、新たに Twitter に GPIF 公式アカウント、YouTube に GPIF 公式チャンネルを開設している。これにより、一層の情報公開・広報の促進に努めている。

Twitter の GPIF 公式アカウントでは、ホームページの更新状況だけでなく、GPIF の職員の専門性の状況や株主優待物の処理状況など GPIF に対して国民が疑問に思っている情報の発信に努めている。

また、四半期の運用状況の記者発表では、資料以外に説明用のボードを使用してわかりやすさを工夫するとともに、記者会見の様様を当日中に YouTube の GPIF 公式チャンネルに掲載している。さらに、理事長が対談形式で基本ポートフォリオを分かりやすく説明する動画も YouTube 公式チャンネルに掲載するなど理解しやすい情報公開に努めている。

## 【積立金基本指針及び管理運用の方針の遵守状況】

GPIF は、従来の年度の業務概況書や四半期の運用状況の公表に加え、運用委員会の議事要旨の公表、議事録の公表に向けた準備など、透明性の向上に努めている。また、ホームページのほかに、Twitter や YouTube を活用し、分かりやすい情報公開にも努めている。これらを踏まえると、情報公開及び広報活動について、積立金基本指針及び管理運用の方針を遵守していると評価できる。

## 4. 11 受託者責任の徹底等

### 【積立金基本指針】

#### 第四 その他積立金の管理及び運用に関する重要事項

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

### 【管理運用の方針】

#### 第2 管理積立金の管理及び運用に関し遵守すべき事項

##### 1. 受託者責任の徹底

慎重な専門家の注意義務及び忠実義務の遵守を徹底する。

#### 第4 その他管理積立金の適切な管理及び運用に関し必要な事項

##### 2. 高度で専門的な人材の確保とその活用等

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

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

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

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

専門人材の強化・育成については、適宜、運用委員会にその状況を報告し、その意見を踏まえて、積極的に推進する。

### (1) 受託者責任の徹底

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

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

被保険者の利益を最優先し受託者責任を徹底するため、また、国民から疑念を受けないよう法令遵守等の徹底を図る観点から、役職員の服務規律の概要をとりまとめた「コンプライアンスハンドブック」を作成している。平成27年5月と11月には、このハンドブックを改訂し、役職員に周知の上意識の向上を図った。加えて、運用委員会の下に設置されたガバナンス会議を設置し、運用委員及び役職員の行動規範の遵守状況について報告している。

さらに、GPIF は、毎年3月をコンプライアンス強化月間としている。コンプライアンス強化月間は、理事長によるコンプライアンスの遵守に関する訓示、外部弁護士によるコンプライアンスハンドブックの内容を確認する研修を行っている。また、各部室ごとにコンプライアンスに関するグループワークを実施するなど、役職員の意識の向上を図っている。

## (2) 高度で専門的な人材の確保とその活用等

平成27年度において GPIF は、専門的能力が必要となる業務等を明確化し、高度で専門的な人材に必要とされる専門的能力を精査している。その結果、日本版スチュワードシップ・コードの受け入れや国連責任投資原則への署名等の取組を進めてきたことに伴う専門的能力を有する人材や分散投資を進めるためにオルタナティブ投資などによる運用多様化やリスク管理の強化に伴う専門的能力を有する人材の採用を行っている。

これらの必要な人材採用に当たって、GPIF は、客観的な視点における外部コンサルタントの評価(アセスメント)を行っており、平成27年度においては、外部コンサルタントの評価を考慮した審査により、専門的な人材7名を採用している。高度専門人材の採用に当たっては、適宜、募集内容や採用状況について運用委員会に報告している。また、高度で専門的な職員の GPIF に対する貢献度及び成果について適正な評価を行うため、平成27年度の実績の評価から、目標に対する成果を評価する制度を導入している。さらに、採用した高度で専門的な職員を講師として研修を実施し、職員の能力向上を図っている。

GPIF は、段階的に人員体制の強化を図っており、平成26年度は若手職員等6名を、平成27年度は、若手職員等6名と専門的な人材7名合わせて13名の人材を採用している。これらの体制強化に加え、今後も専門的な人材の採用を計画していることから事務所が手狭になることが想定されるため、BCP 環境、セキュリティ面及び情報システム整備等を考慮しつつ事務所移転を行い、必要な環境整備を行った。

また、「役職員の報酬・給与等について」の中で、金融機関における役職員報酬のデータベース等の調査結果による民間資産運用業界の市場水準等の資料を含めた「職員給与の支給水準の設定等についての考え方」を公表している。

## 【積立金基本指針及び管理運用の方針の遵守状況】

GPIF は、受託者責任を徹底するためコンプライアンス委員会による行動規範等の遵守を推進するとともに、専門人材の採用や研修の実施、給与水準の調査・検討など必要な取組を行っている。これらを踏まえると、受託者責任の徹底等について、積立金基本指針及び管理運用の方針を遵守していると評価できる。

## 4. 12 管理運用主体間の連携

### 【積立金基本指針】

#### 第四 その他積立金の管理及び運用に関する重要事項

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

### 【管理運用の方針】

#### 第2 管理積立金の管理及び運用に関し遵守すべき事項

##### 4. 他の管理運用主体との連携

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

GPIF は、平成27年度において、他の管理運用主体(国家公務員共済組合連合会、地方公務員共済組合連合会及び日本私立学校共済・事業振興団)とESG及びリスク管理に関して意見交換するなど、相互に連携を図りながら協力するよう努めている。

### 【積立金基本指針及び管理運用の方針の遵守状況】

GPIF は、他の管理運用主体と情報交換を行うなど相互に連携を図りながら協力しており、積立金基本指針及び管理運用の方針を遵守していると評価できる。

## 4. 13 運用対象の多様化及びリスク管理の強化

### 【管理運用の方針】

#### 第1 管理積立金の管理及び運用の基本的な方針

##### 2. 運用の目標、リスク管理及び運用手法

###### (4)運用対象の多様化

運用対象については、第1の1の基本的な考え方に基づき、分散投資を進めるため、オルタナティブ投資などその多様化を図る。新たな運用対象については、被保険者の利益に資することを前提に、例えば、その運用方針については事前に運用委員会の審議を経るほか、実施状況や運用委員会から求めのあった事項については適時に運用委員会に報告するなど運用委員会による適切なモニタリングの下で、資金運用について一般に認められている専門的な知見に基づき検討する。その際、非伝統的資産は、市場性や収益性、個別性、取引コストや情報開示の状況など、従来の伝統的資産とはリスク等が異なる点も多く、運用側の能力向上等のみでは対応できないことから、各資産の確かな収益力の向上や流通市場の整備等、市場環境の整備を十分踏まえた検討をする。

#### 第4 その他管理積立金の適切な管理及び運用に関し必要な事項

##### 3. 運用対象の多様化に伴うリスク管理の強化

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

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

GPIFでは、インフラストラクチャー、プライベートエクイティ及び不動産などの非伝統的資産(オルタナティブ資産)に関して、投資戦略に係るコンサルタントを公募により採用し、それぞれの投資分野における市場規模や市場特性等の検討を行っている。また、基本ポートフォリオに係るコンサルタントと協働し、基本ポートフォリオ上における、オルタナティブ資産の位置付け、オルタナティブ資産を組み入れることによるリスク・リターンの改善効果等について運用委員会において審議を行っている。さらに、オルタナティブ資産の各投資分野において、法務助言等業務に係る法律事務所を公募により採用し、LPS(リミテッド・パートナーシップ)等への直接投資に係る法令上の検討を行っている。

運用対象の多様化に伴うリスク管理やフォワード・ルッキングなリスク管理分析機能の強化を図るため、オルタナティブ投資に関するリスク管理を含めたポートフォリオ全体のリスク管理システムの導入に向けた準備を推進している。まず、外部機関が提供する既存のシステムとGPIFが主体となって開発を行う新規システムについて情報収集を行い、その上で、導入に要する期間や一時費用・ランニング費用等について比較、検討を行っている。それらを踏まえ、平成27年度に、外部機関が提供する製品システムの調達を行い、平成28年9月からの稼働に向けて所要の準備を行っている。

### 【積立金基本指針及び管理運用の方針の遵守状況】

GPIF は、オルタナティブ資産の各投資分野の市場規模や市場特性等の検討や、基本ポートフォリオ上のオルタナティブ資産の位置付けやこれらの資産を組み入れ場合のリスク・リターンの改善効果等について運用委員会で審議を行っている。また、オルタナティブ資産を含めたポートフォリオ全体のリスク管理システムについて、導入に必要な期間や一時費用・ランニング費用等について比較、検討し、平成27年度に外部機関が提供する製品システムの調達を行っている。また、平成28年9月の稼働に向け、所要の準備を進めている。これらを踏まえると、積立金基本指針及び管理運用の方針を遵守していると評価できる。

## 4. 14 調査研究業務の充実等

### 【管理運用の方針】

#### 第4 その他管理積立金の適切な管理及び運用に関し必要な事項

##### 4. 調査研究

###### (1) 調査研究業務の充実

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

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

###### (2) 調査研究業務に関する情報管理

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

##### (1) 調査研究業務の充実

海外の年金基金等では、オルタナティブ資産を含めた多様な資産の自家運用（インハウス運用）を行っている。GPIF では、これら海外年金基金等のインハウス運用の目的や位置付け、運用体制、リスク管理体制等について調査研究を委託し、インハウス運用のあり方について提案を求めている。また、調査研究の実施に当たっては、担当部署の職員と委託先とで意見交換等を行い、自家運用のノウハウの蓄積を図っている。

その他に、セミナー・研修等国内外で開催される運用機関等主催のセミナーや研修に積極的に参加し、運用機関等からの情報収集、勉強会の実施等、より先進的な事例等に関する情報収集・分析の強化に努めるなど、年金運用の最新の動向に関する情報を役職員間で共有している。また、調査研究を担える体制整備として企画部に調査課を設置している。

##### (2) 調査研究業務に関する情報管理

GPIF では、調査研究業務の委託先に対し、GPIF に関する情報に係る情報セキュリティ対策の履行状況や情報セキュリティ対策ベンチマークによる自己診断等について報告を求め、業務委託先の情報セキュリティ対策を評価している。また、委託調査研究の選定先等に対して、独立行政法人情報処理推進機構（IPA）の情報セキュリティベンチマークによる自己診断の提出を求め、情報管理に問題ないか確認している。

### **【積立金基本指針及び管理運用の方針の遵守状況】**

GPIF では、資産運用に関する調査研究業務等を通じてノウハウの蓄積を図るとともに、必要な体制を整備している。また、調査研究に当たっての情報管理も適切に関し行っている。これらを踏まえると、積立金基本指針及び管理運用の方針を遵守していると評価できる。

## 参考資料

### 【用語の解説】

#### 1 市場運用分の収益率(修正総合収益率)

##### ① 修正総合収益率

運用成果を測定する尺度の1つ。

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

##### 【計算式】

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

##### ② 投下元本平均残高

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

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

##### 【計算式】

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

##### ③ 総合収益率

運用成果を測定する尺度の1つ。

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

##### 【計算式】

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

##### ④ 総合収益額

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

##### 【計算式】

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

## 2 財投債引受け分の収益率(財投債の運用元本平均残高に対する収益額の比率)

### ① 財投債

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

### ② 財投債の収益額

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

### ③ 償却原価法(定額法)

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

## 3 年金特別会計で管理する積立金(財政融資資金への預託)の収益率

### 【計算式】

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

## 4 年金積立金全体の収益率

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

## 5 相乗平均

相乗平均は、n 個のデータを全て掛け合わせたものの n 乗根。

### 【計算式】

例えば3年平均の利回りを求める場合

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

の3乗根 - 1

(図表1) 年金積立金の運用実績(平成13年度～平成27年度)

(単位:億円)

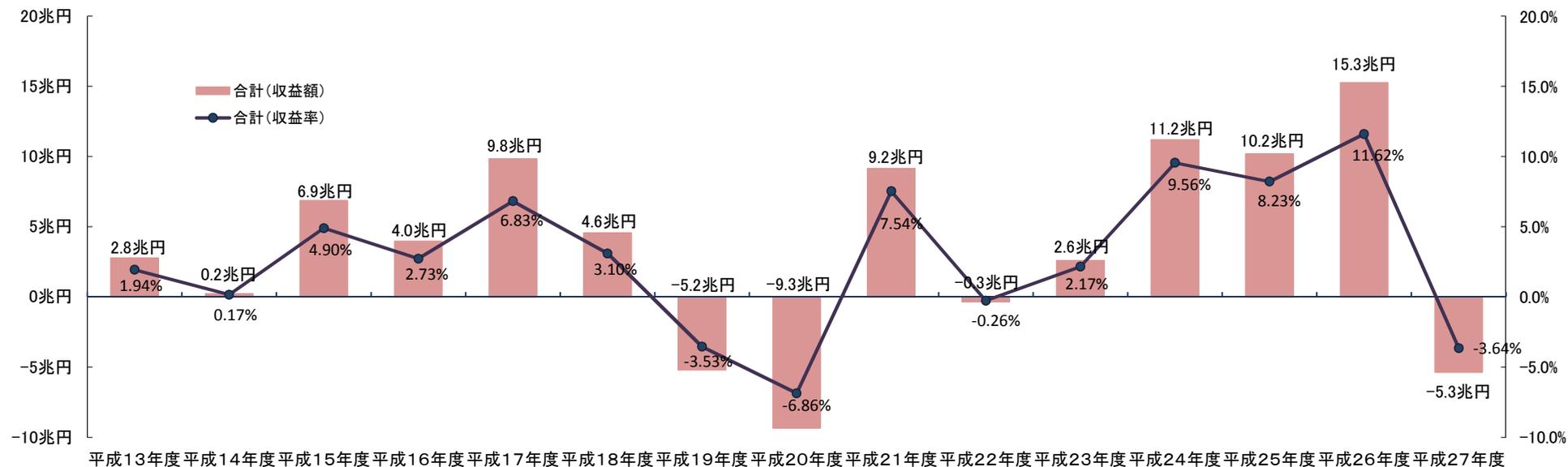
		平成13年度	平成14年度	平成15年度	平成16年度	平成17年度	平成18年度	平成19年度	平成20年度	平成21年度	平成22年度	平成23年度	平成24年度	平成25年度	平成26年度	平成27年度	通期 (13～26年度)	過去5年間 (23～27年度)	過去10年間 (18～27年度)
																		【上段:累積収益額】 【下段:平均収益率】	【上段:累積収益額】 【下段:平均収益率】
合計	資産額(年度末)	1,443,315	1,415,415	1,456,311	1,479,619	1,500,231	1,491,337	1,386,485	1,238,381	1,282,647	1,218,926	1,194,015	1,260,269	1,320,631	1,459,323	1,427,079			
	収益額	27,787	2,360	68,714	39,588	98,344	45,669	-51,777	-93,176	91,554	-3,263	25,863	112,000	101,951	152,627	-53,498	564,742	338,943	327,950
	収益率	1.94%	0.17%	4.90%	2.73%	6.83%	3.10%	-3.53%	-6.86%	7.54%	-0.26%	2.17%	9.56%	8.23%	11.62%	-3.64%	2.84%	5.44%	2.62%
厚生年金	資産額(年度末)	1,345,967	1,320,717	1,359,151	1,382,468	1,403,465	1,397,509	1,301,810	1,166,496	1,207,568	1,141,532	1,114,990	1,178,823	1,236,139	1,366,656	1,339,311			
	収益額	26,541	2,731	64,232	36,934	91,893	42,790	-48,705	-87,252	86,258	-3,069	24,201	104,707	95,329	142,762	-50,081	529,270	316,917	306,940
	収益率	1.99%	0.21%	4.91%	2.73%	6.82%	3.10%	-3.54%	-6.83%	7.54%	-0.26%	2.17%	9.57%	8.22%	11.61%	-3.63%	2.85%	5.44%	2.62%
国民年金	資産額(年度末)	97,348	94,698	97,160	97,151	96,766	93,828	84,674	71,885	75,079	77,394	79,025	81,446	84,492	92,667	87,768			
	収益額	1,246	-371	4,482	2,654	6,451	2,879	-3,073	-5,924	5,296	-194	1,662	7,293	6,622	9,865	-3,417	35,472	22,026	21,011
	収益率	1.29%	-0.39%	4.78%	2.77%	6.88%	3.07%	-3.38%	-7.29%	7.48%	-0.25%	2.15%	9.52%	8.31%	11.79%	-3.72%	2.74%	5.46%	2.59%

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

(注1) 収益額及び収益率は、運用手数料等控除後の運用実績である。

(注2) 平均収益率は、相乗平均である。

年金積立金の運用実績の収益額と収益率の推移



(図表2) 年金積立金の運用損益の按分状況

(単位:億円)

	年金特別会計						GPIF			年金積立金 全体
	厚生年金			国民年金			承継資金運用勘定			
	①GPIFから の利益配分	②年金特別 会計の利益 (財投融資資 金への預託 の利子収入)	A小計 (①+②)	①GPIFから の利益配分	②年金特別 会計の利益 (財投融資資 金への預託 の利子収入)	B小計 (①+②)	①GPIFから の利益配分	②財投支払 利息	C小計 (①-②)	合計 (A+B+C)
13年度	-1,421	38,607	37,186	-248	2,263	2,015	-4,513	6,902	-11,415	27,787
14年度	-12,891	31,071	18,180	-1,153	1,897	744	-10,671	5,893	-16,565	2,360
15年度	33,351	22,884	56,236	2,386	1,523	3,909	12,986	4,417	8,569	68,714
16年度	19,774	16,125	35,899	1,537	1,044	2,581	4,584	3,476	1,107	39,588
17年度	73,606	10,776	84,382	5,171	758	5,928	10,571	2,537	8,034	98,344
18年度	34,308	7,454	41,762	2,202	607	2,809	2,845	1,747	1,098	45,669
19年度	-50,355	4,344	-46,011	-3,228	334	-2,894	-1,947	925	-2,872	-51,777
20年度	-87,107	824	-86,283	-5,878	15	-5,862	-804	227	-1,031	-93,176
21年度	86,008	50	86,059	5,280	3	5,283	284	73	212	91,554
22年度	-3,066	15	-3,051	-196	3	-193	-2	17	-19	-3,263
13年度から 22年度まで の合計	92,209	132,152	224,361	5,874	8,447	14,320	13,332	26,214	-12,882	225,799
23年度	24,184	17	24,201	1,659	3	1,662	-	-	-	25,863
24年度	104,691	16	104,707	7,291	2	7,293	-	-	-	112,000
25年度	95,317	12	95,329	6,621	1	6,622	-	-	-	101,951
26年度	142,754	7	142,762	9,865	1	9,865	-	-	-	152,627
27年度	-50,085	3	-50,081	-3,417	0	-3,417	-	-	-	-53,498
13年度から 27年度まで の合計	409,074	132,206	541,277	27,893	8,454	36,347	13,332	26,214	-12,882	564,742

(注) 四捨五入の関係で内訳と合計が一致しない場合がある。

(図表3) 年金積立金額(簿価、時価)の推移

(単位:億円)

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

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

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

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

(注4) 四捨五入のため、合算した数値は一致しない場合がある。

(図表4) 年金積立金額(簿価)の内訳

(単位:億円)

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

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

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

(図表5) 年金積立金額(時価)の増減

(単位:億円)

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

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

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

(注3) 四捨五入のため、合算した数値は一致しない場合がある。