

令和5年度

厚生年金保険法第79条の8第2項に基づく
GPIFに係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

令和6年12月

令和7年12月一部修正

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) G P I F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
1. 4 G P I Fにおける年金積立金の管理及び運用の考え方	7
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（令和 5 年度）	9
(1) 年金積立金の運用実績	9
(2) G P I F（市場運用）の運用実績	9
(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）の運用実績	10
(4) 運用方法ごとの年金積立金に対する収益率	11
2. 2 年金積立金の運用実績（平成 13 年度～令和 5 年度）	12
(1) 年金積立金の運用実績	12
(2) G P I F（市場運用分）の運用実績（運用手数料等控除後）	13
(3) G P I F（財投債分）の運用実績（令和 2 年度までで終了）	13
(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	14
(5) 運用方法ごとの年金積立金に対する平均収益率	14
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	15
3. 1 年金財政からみた運用実績の評価の考え方	15
(1) 年金積立金の運用とその評価	15
(2) 実質的な運用利回りによる評価	15
(3) 公的年金における財政検証とその前提	15
(4) 公的年金における長期的な運用目標との比較による評価	16
3. 2 運用実績が年金財政に与える影響の評価	18
(1) 平成 13 年度から令和 5 年度までの運用実績	18
(2) 平成 13 年度から令和 5 年度までの 23 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）	21
(参考) 平成 18 年度から令和 5 年度までの 18 年間の運用実績が年金財政に与える影響の評価（G P I F 設立からの評価）	22
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 総合的な評価	23
4. 2 管理積立金の運用の目的	23
4. 3 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	25
4. 4 基本ポートフォリオの策定と検証	27
4. 4. 1 基本ポートフォリオの見直し	28

4.4.2 基本ポートフォリオの検証について	29
4.5 基本ポートフォリオの管理及びリスク管理	30
4.5.1 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	31
4.5.2 資産ごとのリスク管理の状況	35
4.5.3 各運用受託機関・各資産管理機関・自家運用のリスク管理 及びトランジションマネジメントの状況	36
4.5.4 経営委員会におけるモニタリングの状況	37
4.6 市場の価格形成や民間の投資行動への配慮	38
4.7 保険給付等に必要な流動性の確保	41
4.8 運用手法の見直し及び運用受託機関の評価・選定等	42
4.8.1 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
4.8.2 オルタナティブ資産の評価	43
4.8.3 運用受託機関等の管理・評価	43
4.8.4 運用受託機関の選定・管理の強化等	44
4.9 パッシブ運用とアクティブ運用	46
4.10 非財務的要素であるESGの考慮	47
4.11 管理積立金の管理運用状況の評価	49
4.11.1 資産全体の運用利回りのベンチマーク収益率による評価	49
4.11.2 各資産の運用利回りのベンチマーク収益率による評価	51
4.12 情報公開及び広報活動	54
4.13 受託者責任の徹底等	57
4.14 管理運用主体間の連携	59
4.15 国民から一層信頼される組織体制の確立	60
4.16 運用対象の多様化及びリスク管理の強化	62
4.17 調査研究業務の充実等	65

参考資料

【用語の解説】	67
(図表1) 年金積立金の運用実績(平成13年度～令和5年度)	69
(図表2) 年金積立金の運用損益の按分状況	70
(図表3) 年金積立金額(簿価、時価)の推移	71
(図表4) 年金積立金額(簿価)の内訳	72
(図表5) 年金積立金額(時価)の増減	73
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	74
管理運用の方針	78
年金積立金運用関係法令	88

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）の令和5年度の運用実績は、45兆3,596億円の収益額となり、収益率は、21.69%となった。このうち、厚生年金保険の年金積立金の令和5年度の運用実績は、43兆1,030億円の収益額となり、収益率は、21.69%となった。

また、平成13年度（年金積立金の自主運用開始）から令和5年度までの年金積立金の運用実績は、164兆4,801億円の収益額となり、平均収益率は、4.33%となった。

（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）令和5年度

	GPIF (運用手数料控除後)	年金特別会計で 管理する積立金	合 計
資産額	245.9兆円 (233.9兆円)	9.6兆円 (9.1兆円)	255.6兆円 (243.0兆円)
収益額	45兆3,596億円 (43兆1,029億円)	0.4億円 (0.3億円)	45兆3,596億円 (43兆1,030億円)
収益率	22.06% (22.06%)	0.00% (0.00%)	21.69% (21.69%)

下段()内は、厚生年金保険の積立金に係る数値

（2）平成13年度～令和5年度

累積収益額	<u>164兆4,801億円</u>
平均収益率	<u>4.33%</u>
(厚生年金保険分)	
累積収益額	<u>155兆1,981億円</u>
平均収益率	<u>4.33%</u>

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

平成13年度（年金積立金の自主運用開始）から令和5年度までの運用実績は、長期の運用目標を上回っており、年金財政上必要な運用利回りを確保している。

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」と、長期の運用目標を比較して行う。

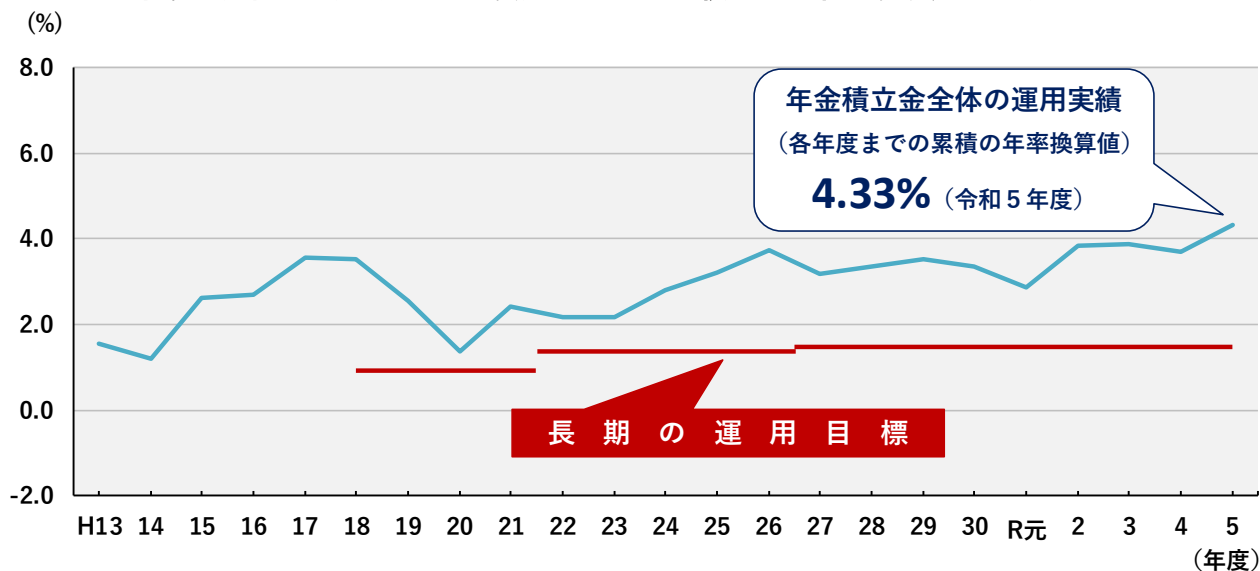
	実 績			平成 27（2015） 年度以降の 長期の運用目標
	実質的な運用利回り			
		名目運用利回り	名目賃金上昇率	
平成 1 3 ～令和 5 年度平均 （自主運用開始以降（過去 23 年））	4. 33% (4. 34%)	4. 33% (4. 33%)	△ 0. 00%	1. 7%
（参考）平成 1 8 ～令和 5 年度平均 （G P I F 設立以降（過去 18 年））	4. 55% (4. 55%)	4. 62% (4. 62%)	0. 07%	

（注1） 運用利回りは、運用手数料等控除後のものである。

（注2） 名目賃金上昇率は、令和3年度以前は性・年齢構成、令和4年度以降は性・年齢・所定労働時間別構成の変動による影響を控除した名目標準報酬上昇率（共済組合分を含む）であり、年金改定率の算出のもととなるものである。

（注3） 下段（ ）内は厚生年金保険の年金積立金に係る数値である。

市場運用開始（平成13年度）からの年金積立金全体の実質的な運用利回り



（注1） 運用実績は、平成13年度から各年度時点までの累積利回りを用いて幾何平均により算出している（年率換算値）。

（注2） 長期の運用目標は、平成18年度から平成21年度までは名目賃金上昇率＋1.1%、平成22年度から平成26年度までは名目賃金上昇率＋1.6%、平成27年度以降は名目賃金上昇率＋1.7%である。

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いるが、少子高齢化が急速に進行する中で、将来の現役世代の負担が過重なものとならないように、一定の積立金を保有し、年金積立金及び運用収入を活用する財政運営を行っている。

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、将来の保険料水準を固定した上で、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年分とする財政枠組みが構築された。

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

年金積立金は、平成12年度までは、全額を旧大蔵省資金運用部（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が、財政投融资制度の抜本的な改革により、平成13年度以降、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た。

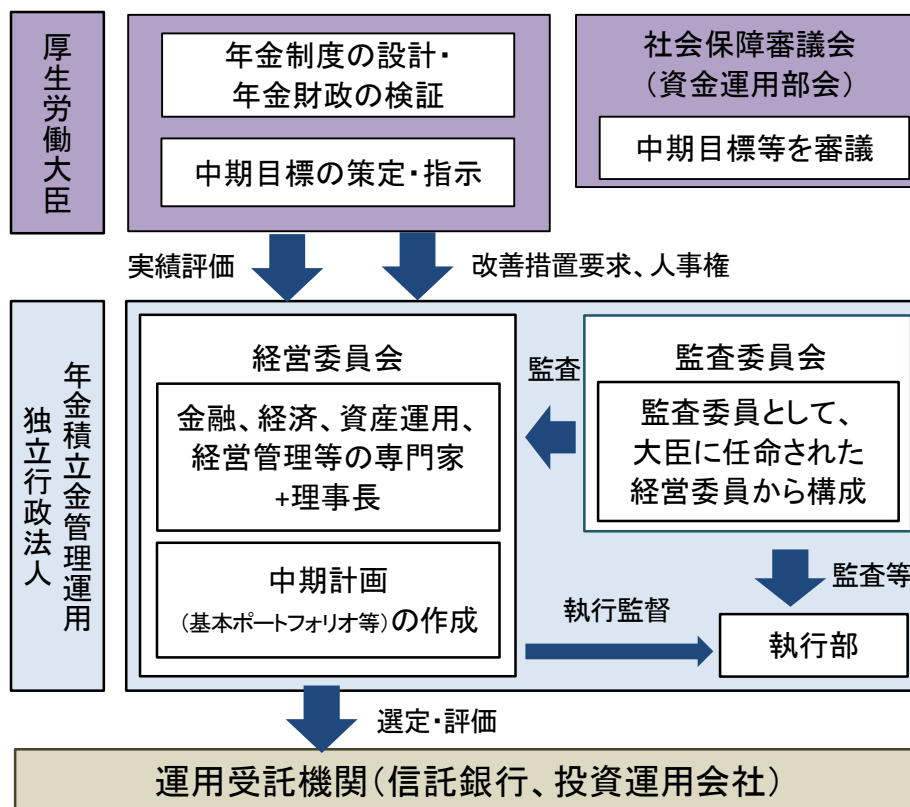
その後、特殊法人等整理合理化計画に基づき、年金積立金の運用組織について、専門性を徹底し、責任の明確化を図る観点から制度改革が行われ、平成18年4月に旧基金が解散され、年金積立金の管理・運用は、新たに設立されたGPIFで行われることとなった。

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、専ら被保険者の利益のために、長期的な観点から、安全かつ効率的に運用を行う仕組みとなっている。

また、GPIFでは、平成29年9月以前は、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た。平成28年12月の法改正により、平成29年10月からは、国民から一層信頼される組織体制の確

立を図り、年金積立金をより安全かつ効率的に運用する観点から、経営委員会及び監査委員会が新たに設置された（図1参照）。

GPIFの業務の実績の評価については、平成29年度からは、社会保障審議会に新たに設置された資金運用部会に諮問することとされた。

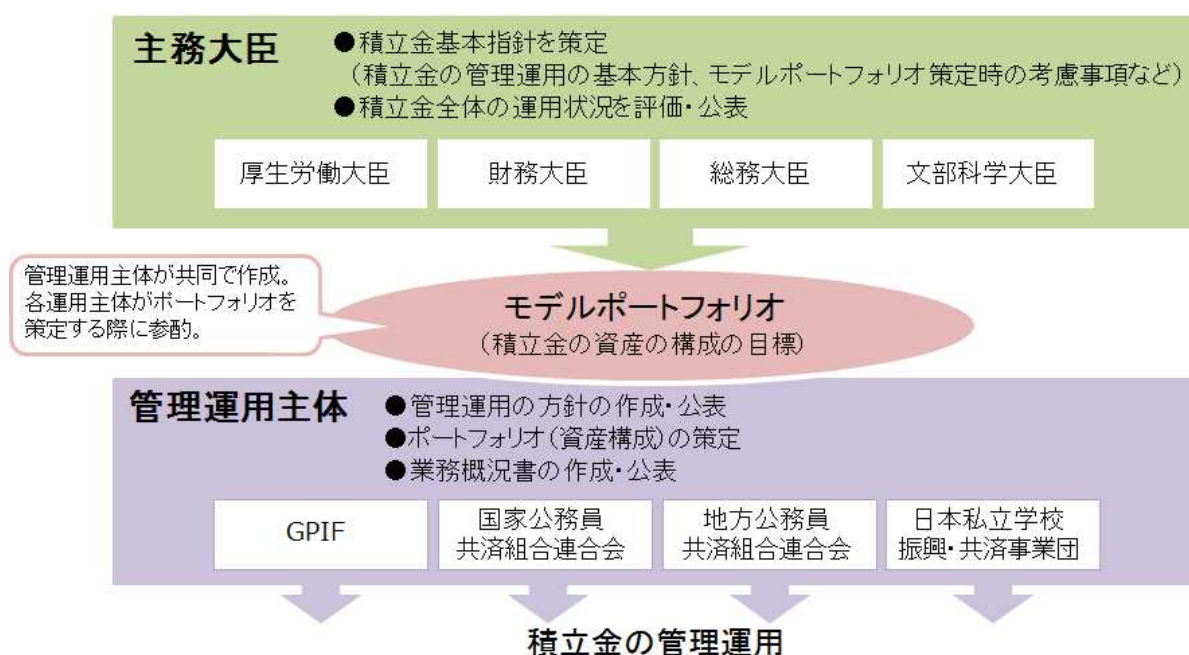


（図1）

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う観点から、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、給付費について管理運用主体がそれぞれの積立金残高等に応じて負担し、管理運用主体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を評価・公表することとなっている。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・公表を行うこととされている（図2参照）。



(図 2)

1.3 運用方法

「1.2 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。

(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。

実際の市場運用は、民間の運用機関（信託銀行及び投資運用会社）を活用し、また、国内債券等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、適切かつ円滑な資産の入替え等（リバランス）を行う等の管理及び運用を行っている。

② 財投債の管理・運用（令和2年度までで終了）

GPIF（平成17年度までは旧基金）は、平成13年度から平成19年度までの間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・運用を、令和2年度まで行っていた。

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となったため、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G P I F（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、そ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、G P I F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^{（注）}、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。

（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）

年金特別会計の積立金は、G P I F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）

1.4 GPIFにおける年金積立金の管理及び運用の考え方

「1.2 運用の仕組み」及び「1.3 運用方法」で記した仕組み等の下で、年金積立金の大半についてGPIFが市場運用を行っている。GPIFは、以下の点を基本的な考え方として運用を行っている。

(1) 長期分散投資が基本

GPIFが運用する年金積立金は、ただちに取り崩す必要がない資金である。このため、市場の一時的な変動に過度にとらわれる必要はなく、様々な資産を長期にわたって保有する「長期運用」により、安定的な収益の獲得を目指している。

また、GPIF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る。GPIFが運用する年金積立金は巨額であり、市場に与える影響に配慮しつつ、国内外の様々な資産に幅広く投資することができる。

このような「長期投資」と「分散投資」を基本として、運用収益の安定を目指している。

(2) 基本ポートフォリオに基づき運用

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

GPIFは、長期的な観点から基本となる資産構成割合（基本ポートフォリオ）に基づいて運用を行っている。ただし、市場は常に変動するため、実際の運用において、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として、基本ポートフォリオからの乖離許容幅を定めている。

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、年金積立金の管理・運用において、基本ポートフォリオに基づくことが重要であるとの考えの下で、GPIFは、実際の運用における資産構成割合が基本ポートフォリオから乖離した場合には適時適切に資産の入替え等（リバランス）を行い、乖離許容幅内に収まるよう管理している。

(3) 株式を適切に組み入れ

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る。

GPIFは、株式を適切に組み入れて運用することで、国内外の企業活動やその結果としての経済成長の果実を「配当」及び保有株式の「評価益」という形で取り込むことにより、最低限のリスクで年金財政上必要な利回りを確保することを目指している。

（４） 国内だけでなく外国の様々な資産に投資

G P I Fは、国内だけでなく、外国の様々な種類の資産に分けて投資することで、収益獲得の機会を増やし、世界中の経済活動から収益を得ると同時に、資産分散の効果により、大きな損失が発生する可能性を抑える運用を行っている。

（５） 株式や債券に加えてオルタナティブ資産にも投資

オルタナティブ資産とは伝統的な投資資産である上場株式、債券に対する「代替的（オルタナティブ）」な投資資産の総称である。オルタナティブ資産には多種多様な資産があるが、G P I Fでは、インフラストラクチャー、プライベート・エクイティ、不動産を運用の対象としている。

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

G P I Fでは、迅速な売買が可能な株式や債券を保有しながら、市場環境や運用リスクにも十分留意しつつ良質なオルタナティブ資産を着実に積み上げることで、運用の効率性の向上を目指している。

（６） スチュワードシップ活動やE S Gを考慮した投資を推進

G P I Fでは、長期的な投資収益の拡大を図る観点から、スチュワードシップ責任を果たすための活動やE S Gを考慮した取組を推進している。

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

（７） 長期的な収益を確保できるよう適切にリスクを管理

年金積立金の運用は、長期的な観点から安全かつ効率的に行うことが法律で定められている。また、厚生労働大臣が定めた「中期目標」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」を要請している。

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

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（令和5年度）

（1）年金積立金の運用実績

令和5年度の年金積立金の運用実績は、厚生年金の収益額が4兆3千1億30億円、国民年金の収益額が2兆2,567億円となり、合計で4兆5千3,596億円の収益額となった。

また、収益率は、厚生年金が21.69%、国民年金が21.79%となり、合計で21.69%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（令和4年度末）	2,079,910	1,975,392	104,518
資産額（令和5年度末）	2,555,650	2,430,478	125,173
収益額（注1）	453,596	431,030	22,567
収益率（注2）	21.69%	21.69%	21.79%

（注1） 収益額は、市場運用分（時価：総合収益額）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（令和5年度末）〔255.6兆円〕

= 年金積立金資産額合計（令和4年度末）〔208.0兆円〕+ 収益額〔45.4兆円〕

+ 歳入等（運用収入、積立金より受入を除く）〔52.4兆円〕- 給付費等〔50.2兆円〕

（注4） 四捨五入の関係で合計が一致しない場合がある。

年金積立金の管理及び運用は、GPIF（市場運用）と、一部は年金特別会計で行われている。令和5年度のそれぞれの運用実績は以下のとおり。

（2）GPIF（市場運用）の運用実績

① 運用手数料等控除前の運用実績

令和5年度のGPIFの総合収益額は4兆5千4,153億円となった。この額を、厚生年金と国民年金に按分すると^{（注）}、厚生年金の収益額は4兆3千1,558億円、国民年金の収益額は2兆2,594億円となった。

また、収益率は、22.09%となった。

（注） 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557億円を控除した収益額4兆5千3,596億円を、厚生年金と国民年金に按分すると、厚生年金の収益額は4兆3千1,029億円、国民年金の収益額は2兆2,567億円となった。

また、収益率は22.06%となった。

(表 2 - 2) G P I F (市場運用) 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 (令和 4 年度末)	2, 001, 079	1, 900, 279	100, 800
資産額 (令和 5 年度末)	2, 459, 406	2, 339, 421	119, 985
収益額 (注 1)	453, 596	431, 029	22, 567
収益率 (注 2)	22. 06%	22. 06%	22. 06%

(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。

(注 3) 四捨五入の関係で合計が一致しない場合がある。

(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、G P I F と別に管理している積立金 (決算剰余金を含む。) は、令和 5 年度末に 9 兆 6, 2 4 4 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令和 5 年度の収益額は、厚生年金が 0 億円、国民年金が 0 億円となり、合計で 0 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. 0 0 %、国民年金が 0. 0 0 %、合計で 0. 0 0 %となった。

(表 2 - 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 (令和 4 年度末)	78, 832	75, 113	3, 718
資産額 (令和 5 年度末)	96, 244	91, 056	5, 188
収益額 (注 1)	0	0	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。

(注 3) 四捨五入の関係で合計が一致しない場合がある。

(4) 運用方法ごとの年金積立金に対する収益率

GPIF（市場運用）、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２－４）運用方法ごとの年金積立金に対する収益率

（単位：％）

		年金積立金に 対する収益率
合 計	収益率	21.69
	GPIF（市場運用）（運用手数料等控除後）	21.69
	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
厚生年金	収益率	21.69
	GPIF（市場運用）（運用手数料等控除後）	21.69
	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
国民年金	収益率	21.79
	GPIF（市場運用）（運用手数料等控除後）	21.79
	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

2.2 年金積立金の運用実績（平成13年度～令和5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）から令和5年度までの23年間に於ける年金積立金の運用実績は、厚生年金が155兆1,981億円、国民年金が9兆2,820億円となり、合計で164兆4,801億円の収益額となった。

また、23年間の平均収益率は、厚生年金が4.33%、国民年金が4.30%となり、合計で4.33%となった。

（表2-5）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～令和5年度）	1,644,801	1,551,981	92,820
平均収益率（平成13年度～令和5年度）	4.33%	4.33%	4.30%

（注1） 平均収益率は、相乗平均である。

（注2） 詳細は、（図表1）を参照。

なお、昭和61年度以降の旧年金福祉事業団（以下「旧事業団」という。）、旧基金及びGPIFの累積収益は148兆7,238億円となった。

（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）		うち、年金特別 会計へ納付	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		収益額	収益率
平成13年度	27,787	1.94%	△ 13,084	△ 1.80%	<u>4年度</u> 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	△ 3.81%	2,750	4	0.00%
28年度	78,930	5.48%	78,925	5.86%	2,907	5	0.01%
29年度	100,293	6.52%	100,290	6.90%	9,096	3	0.00%

30年度	23,462	1.43%	23,459	1.52%	7,300	3	0.00%
令和元年度	△ 83,200	△ 5.00%	△ 83,201	△ 5.20%	7,721	1	0.00%
2年度	377,326	23.98%	377,326	25.19%	15,818	0	0.00%
3年度	100,494	5.17%	100,493	5.40%	7,500	0	0.00%
4年度	29,158	1.42%	29,158	1.50%	3,800	0	0.00%
5年度	453,596	21.69%	453,596	22.09%	4,400	0	0.00%
合計 (平均収益率)	1,644,801	(平均) 4.33%	1,504,128 【1,487,238】	(平均) 4.34%	184,129	140,674	(平均) 0.68%

(注1) G P I F 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、G P I F 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) G P I F (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150兆4,128億円であるが、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G P I F 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G P I F の累積収益額【148兆7,238億円】である。

(2) G P I F (市場運用分) の運用実績 (運用手数料等控除後)

平成13年度から令和5年度までの23年間ににおけるG P I F (市場運用分 (運用手数料等控除後)) の収益額は、厚生年金が140兆3,857億円、国民年金が8兆3,335億円となり、合計で148兆7,192億円の収益額となった。

また、23年間の平均収益率は、4.51%となった。

(表2-6) 市場運用分の累積収益額・平均収益率

(単位: 億円)

	合 計	厚生年金		国民年金
		厚生年金	国民年金	
累積収益額 (平成13年度～令和5年度)	1,487,192	1,403,857	83,335	
平均収益率 (平成13年度～令和5年度)	4.51%	4.51%	4.51%	

(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) 四捨五入の関係で合計が一致しない場合がある。

(3) G P I F (財投債分) の運用実績 (令和2年度までで終了)

平成13年度から令和2年度までの20年間ににおけるG P I F (財投債分) の収益額は、厚生年金が2兆7,911億円、国民年金が1,906億円となり、合計で2兆9,818億円の収益額であった。

また、20年間の平均収益率は、1.36%であった。

(表2-7) 財投債分の累積収益額・平均収益率

(単位: 億円)

	合 計	厚生年金		国民年金
		厚生年金	国民年金	
累積収益額 (平成13年度～令和2年度)	29,818	27,911	1,906	
平均収益率 (平成13年度～令和2年度)	1.36%	1.36%	1.36%	

(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) 四捨五入の関係で合計が一致しない場合がある。

(注4) 累積収益額及び平均収益率は、財投債の会計区分を満期保有目的債券としていた令和3年1月末までの期間のものである。

（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

平成１３年度から令和５年度までの２３年間に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１３兆２，２１９億円、国民年金が８，４５４億円となり、合計で１４兆６７４億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２３年間の平均収益率は、厚生年金が０．６８％、国民年金が０．６７％となり、合計で０．６８％となった。

（表２－８）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～令和５年度）	140,674	132,219	8,454
平均収益率（平成１３年度～令和５年度）	0.68%	0.68%	0.67%

（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） 四捨五入の関係で合計が一致しない場合がある。

（５）運用方法ごとの年金積立金に対する平均収益率

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

（表２－９）運用方法ごとの年金積立金に対する平均収益率（平成１３年度～令和５年度）
（単位：％）

		年金積立金に 対する収益率
合 計	平均収益率	4.33
	GPIF（市場運用分（運用手数料等控除後））	3.84
	GPIF（財投債分）	0.11
	年金特別会計で管理する積立金（財政融資資金への預託）	0.42
厚生年金	平均収益率	4.33
	GPIF（市場運用分（運用手数料等控除後））	3.84
	GPIF（財投債分）	0.11
	年金特別会計で管理する積立金（財政融資資金への預託）	0.43
国民年金	平均収益率	4.30
	GPIF（市場運用分（運用手数料等控除後））	3.84
	GPIF（財投債分）	0.11
	年金特別会計で管理する積立金（財政融資資金への預託）	0.38

（注１） 平均収益率は、相乗平均である。

（注２） 財投債による運用は令和２年度までで終了しており、記載の収益率は平成１３年度から令和２年度までのものである。

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、長期的な観点から安全かつ効率的に行うこととされており、株式市場や為替市場を含む市場の一時的・短期的な変動に過度にとらわれるべきものではない。

したがって、運用実績の年金財政に与える影響については、長期的な観点から評価することが重要である。

(2) 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、受給後は物価上昇率に応じて改定されることが基本であるが、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変動することとなる。

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」に着目することが適切である。

(3) 公的年金における財政検証とその前提

平成16年年金制度改正では、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、マクロ経済スライドにより、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、令和元年財政検証についても、このような推計を行ったところである。

令和元年財政検証では、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について（検討結果の報告）」（平成31年3月）及び「2019（令和元）年財政検証に用いる経済前提における内閣府の「中長期の経済財政に関する試算（2019年7月）」の取扱いについて」（令和元年8月）に基づいて次のように設定されたものである。

- ・ 足下（令和10(2028)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」（令和元年7月）の「成長実現ケース」、「ベースラインケース」に準拠して設定している。（表3-1）

・長期（令和11（2029）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（6ケース）を設定している。（表3-2）

（4）公的年金における長期的な運用目標との比較による評価

令和元年財政検証では、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6通りの経済状況を設定して検証を行っているが、GPIFの中期目標では、令和元年財政検証における長期の経済前提における実質的な運用利回りのうち最も大きな値である1.7%を長期の運用目標として設定している。

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とされており、長期的な運用利回りの実績が確保されているかを確認することが重要である。

したがって、この章において、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、長期的に見たときの実質的な運用利回りの実績とGPIFの長期の運用目標である1.7%を比較することとする。

(表 3 - 1) 令和元年財政検証の足下 (令和 1 0 (2028)年度まで) の経済前提

○内閣府 成長実現ケースに接続するケース(ケースⅠ～ケースⅢ)

年度		2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
物価上昇率(※1)		0.7 %	0.8 %	1.0 %	1.4 %	1.7 %	2.0 %	2.0 %	2.0 %	2.0 %	2.0 %
賃金上昇率 (実質<対物価>)(※2)		0.4 %	0.4 %	0.4 %	0.8 %	1.2 %	1.3 %	1.4 %	1.3 %	1.3 %	1.3 %
運用利回り(※3)	実質<対物価>	1.0 %	0.9 %	0.7 %	0.3 %	0.0 %	△0.3 %	0.0 %	0.3 %	0.5 %	0.6 %
	スプレッド<対賃金>	0.6 %	0.5 %	0.3 %	△0.5 %	△1.2 %	△1.6 %	△1.4 %	△1.0 %	△0.8 %	△0.7 %
(参考) 全要素生産性(TFP) 上昇率		0.4 %	0.6 %	0.8 %	1.0 %	1.2 %	1.2 %	1.2 %	1.2 %	1.2 %	1.2 %

○内閣府 ベースラインケースに接続するケース(ケースⅣ～ケースⅥ)

年度		2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
物価上昇率(※1)		0.7 %	0.8 %	0.7 %	0.7 %	0.8 %	0.8 %	0.8 %	0.8 %	0.8 %	0.8 %
賃金上昇率 (実質<対物価>)(※2)		0.4 %	0.4 %	0.1 %	0.3 %	0.5 %	0.7 %	0.7 %	0.7 %	0.7 %	0.7 %
運用利回り(※3)	実質<対物価>	1.0 %	0.9 %	1.0 %	1.0 %	0.7 %	0.6 %	0.7 %	0.9 %	0.9 %	0.8 %
	スプレッド<対賃金>	0.6 %	0.5 %	0.9 %	0.7 %	0.2 %	△0.1 %	0.0 %	0.2 %	0.2 %	0.1 %
(参考) 全要素生産性(TFP) 上昇率		0.4 %	0.6 %	0.7 %	0.7 %	0.8 %	0.8 %	0.8 %	0.8 %	0.8 %	0.8 %

(※ 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) 賃金上昇率は、内閣府試算に準拠して労働生産性上昇率を基に設定。

(※ 3) 運用利回りは、内閣府試算の長期金利に、内外の株式等の分散投資による効果を加味し、長期金利上昇による国内債券への影響を考慮して設定。

(※ 4) 賃金上昇率については、男女の賃金水準の差が過去 (2012～2017年度) の傾向で2030年度まで縮小するものと仮定。(男女の差が約10%解消)

(表 3 - 2) 令和元財政検証の長期 (令和 1 1 (2029)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)
		労働力率	全要素生産性 (TFP) 上昇率	物価上昇率	賃金上昇率 (実質<対物価>)	運用利回り		経済成長率 (実質) 2029年度以降 20～30年
						実質 <対物価>	スプレッド <対賃金>	
ケースⅠ	内閣府試算 「成長実現 ケース」に 接続するもの	経済成長と 労働参加が 進むケース	1.3%	2.0%	1.6%	3.0%	1.4%	0.9%
ケースⅡ			1.1%	1.6%	1.4%	2.9%	1.5%	0.6%
ケースⅢ			0.9%	1.2%	1.1%	2.8%	1.7%	0.4%
ケースⅣ	内閣府試算 「ベースライ ンケース」に 接続するもの	経済成長と 労働参加が 一定程度進む ケース	0.8%	1.1%	1.0%	2.1%	1.1%	0.2%
ケースⅤ			0.6%	0.8%	0.8%	2.0%	1.2%	0.0%
ケースⅥ		経済成長と 労働参加が 進まないケース	0.3%	0.5%	0.4%	0.8%	0.4%	△0.5%

3.2 運用実績が年金財政に与える影響の評価

(1) 平成13年度から令和5年度までの運用実績

年金積立金の自主運用を開始した平成13年度から令和5年度までの運用実績等は表3-3のとおりである。

(表3-3) 平成13年度から令和5年度までの運用実績

○厚生年金〔年金特別会計 厚生年金勘定〕

	実質的な 運用利回り	名目運用 利回り	名目賃金 上昇率	年度末 積立金 (※)	運用 収益
	%	%	%	兆円	兆円
平成13年度	1.60	1.99	0.38	134.6	2.7
平成14年度	0.88	0.21	△ 0.66	132.1	0.3
平成15年度	5.55	4.91	△ 0.61	135.9	6.4
平成16年度	2.92	2.73	△ 0.18	138.2	3.7
平成17年度	7.08	6.82	△ 0.24	140.3	9.2
平成18年度	3.36	3.10	△ 0.25	139.8	4.3
平成19年度	△ 3.09	△ 3.54	△ 0.46	130.2	△ 4.9
平成20年度	△ 6.37	△ 6.83	△ 0.49	116.6	△ 8.7
平成21年度	10.90	7.54	△ 3.03	120.8	8.6
平成22年度	0.18	△ 0.26	△ 0.44	114.2	△ 0.3
平成23年度	2.25	2.17	△ 0.08	111.5	2.4
平成24年度	9.92	9.57	△ 0.32	117.9	10.5
平成25年度	8.37	8.22	△ 0.14	123.6	9.5
平成26年度	10.44	11.61	1.06	136.7	14.3
平成27年度	△ 3.95	△ 3.63	0.33	133.9	△ 5.0
平成28年度	5.52	5.47	△ 0.05	144.4	7.4
平成29年度	6.23	6.51	0.26	154.9	9.4
平成30年度	0.63	1.43	0.79	157.3	2.2
令和元年度	△ 5.57	△ 5.00	0.60	149.4	△ 7.9
令和2年度	24.61	23.96	△ 0.52	184.2	35.7
令和3年度	4.08	5.16	1.04	194.1	9.5
令和4年度	0.03	1.42	1.39	197.5	2.8
令和5年度	19.68	21.69	1.68	243.0	43.1
平成13～令和5年度平均	4.34	4.33	△ 0.00	—	6.7
平成18～令和5年度平均	4.55	4.62	0.07	—	7.4

○国民年金

	実質的な 運用利回り	名目運用 利回り	名目賃金 上昇率	年度末 積立金 (※)	運用 収益
	%	%	%	兆円	兆円
平成13年度	0.91	1.29	0.38	9.7	0.1
平成14年度	0.27	△ 0.39	△ 0.66	9.5	△ 0.0
平成15年度	5.42	4.78	△ 0.61	9.7	0.4
平成16年度	2.96	2.77	△ 0.18	9.7	0.3
平成17年度	7.14	6.88	△ 0.24	9.7	0.6
平成18年度	3.33	3.07	△ 0.25	9.4	0.3
平成19年度	△ 2.93	△ 3.38	△ 0.46	8.5	△ 0.3
平成20年度	△ 6.83	△ 7.29	△ 0.49	7.2	△ 0.6
平成21年度	10.84	7.48	△ 3.03	7.5	0.5
平成22年度	0.19	△ 0.25	△ 0.44	7.7	△ 0.0
平成23年度	2.23	2.15	△ 0.08	7.9	0.2
平成24年度	9.87	9.52	△ 0.32	8.1	0.7
平成25年度	8.46	8.31	△ 0.14	8.4	0.7
平成26年度	10.62	11.79	1.06	9.3	1.0
平成27年度	△ 4.04	△ 3.72	0.33	8.8	△ 0.3
平成28年度	5.68	5.63	△ 0.05	9.0	0.5
平成29年度	6.42	6.70	0.26	9.2	0.6
平成30年度	0.66	1.46	0.79	9.2	0.1
令和元年度	△ 5.64	△ 5.07	0.60	8.5	△ 0.5
令和2年度	25.04	24.39	△ 0.52	10.3	2.0
令和3年度	4.14	5.23	1.04	10.6	0.5
令和4年度	0.04	1.43	1.39	10.5	0.1
令和5年度	19.78	21.79	1.68	12.5	2.3
平成13～令和5年度平均	4.30	4.30	△ 0.00	－	0.4
平成18～令和5年度平均	4.57	4.65	0.07	－	0.4

○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)

	実質的な 運用利回り	名目運用 利回り	名目賃金 上昇率	年度末 積立金 (※)	運用 収益
	%	%	%	兆円	兆円
平成13年度	1.55	1.94	0.38	144.3	2.8
平成14年度	0.84	0.17	△ 0.66	141.5	0.2
平成15年度	5.54	4.90	△ 0.61	145.6	6.9
平成16年度	2.92	2.73	△ 0.18	148.0	4.0
平成17年度	7.09	6.83	△ 0.24	150.0	9.8
平成18年度	3.36	3.10	△ 0.25	149.1	4.6
平成19年度	△ 3.08	△ 3.53	△ 0.46	138.6	△ 5.2
平成20年度	△ 6.40	△ 6.86	△ 0.49	123.8	△ 9.3
平成21年度	10.90	7.54	△ 3.03	128.3	9.2
平成22年度	0.18	△ 0.26	△ 0.44	121.9	△ 0.3
平成23年度	2.25	2.17	△ 0.08	119.4	2.6
平成24年度	9.91	9.56	△ 0.32	126.0	11.2
平成25年度	8.38	8.23	△ 0.14	132.1	10.2
平成26年度	10.45	11.62	1.06	145.9	15.3
平成27年度	△ 3.96	△ 3.64	0.33	142.7	△ 5.3
平成28年度	5.53	5.48	△ 0.05	153.4	7.9
平成29年度	6.24	6.52	0.26	164.1	10.0
平成30年度	0.63	1.43	0.79	166.5	2.3
令和元年度	△ 5.57	△ 5.00	0.60	157.9	△ 8.3
令和2年度	24.63	23.98	△ 0.52	194.5	37.7
令和3年度	4.08	5.17	1.04	204.6	10.0
令和4年度	0.03	1.42	1.39	208.0	2.9
令和5年度	19.68	21.69	1.68	255.6	45.4
平成13～令和5年度平均	4.33	4.33	△ 0.00	—	7.2
平成18～令和5年度平均	4.55	4.62	0.07	—	7.8

(※) 年度末積立金は時価で表示しており、

$$\text{年度末積立金} = \text{前年度末積立金} + \text{運用収益} + \text{歳入(運用収益、積立金より受入を除く)} - \text{給付費等}$$
 [255.6兆円] [208.0兆円] [45.4兆円] [52.4兆円] [50.2兆円]
 という関係になっている。([]は令和5年度の数値)

(注1) 運用利回りは運用手数料控除後のものであり、名目賃金上昇率は令和3年度以前は性・年齢構成、令和4年度以降は性・年齢・所定労働時間別構成の変動による影響を控除した名目標準報酬上昇率(共済組合分を含む)であり、年金改定率の算出のもととなるものである。

(注2) 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。

(2) 平成13年度から令和5年度までの23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年度から令和5年度までの23年間の運用実績と、GPIFの長期の運用目標を比較すると表3-4のとおりである。

平成13年度から令和5年度までの23年間の平均収益率（名目運用利回り）は厚生年金が4.33%、国民年金が4.30%となっており、この期間における平均名目賃金上昇率は△0.00%であるから、実質的な運用利回りの平均は厚生年金が4.34%、国民年金が4.30%となる。

GPIFの長期の運用目標は1.7%であることから、厚生年金では2.64%、国民年金では2.60%、年金積立金全体では2.63%、実績がGPIFの長期の運用目標を上回っており、年金財政上必要な運用利回りを確保している。

(表3-4)

			厚生年金 (注1)	国民年金	(参考) 年金積立金全体
実 績		名目運用利回り	4.33%	4.30%	4.33%
		名目賃金上昇率	△0.00%	△0.00%	△0.00%
		実質的な運用利回り	4.34%	4.30%	4.33%
GPIFの長期の運用目標			1.7%	1.7%	1.7%
実績とGPIFの長期の運用目標との差			2.64%	2.60%	2.63%

(注1) 厚生年金については、年金特別会計の厚生年金勘定の積立金に限ったものであり、実施機関積立金に係る分は含まれていない。

(注2) 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3) 名目賃金上昇率は、令和3年度以前は性・年齢構成、令和4年度以降は性・年齢・所定労働時間別構成の変動による影響を控除した名目標準報酬上昇率（共済組合分を含む）であり、年金改定率の算出のもととなるものである。

(注4) 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。

(参考) 平成18年度から令和5年度までの18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年度から令和5年度までの18年間の運用実績と、GPIFの長期の運用目標を比較すると表3-5のとおりである。

平成18年度から令和5年度までの18年間の平均収益率(名目運用利回り)は厚生年金が4.62%、国民年金が4.65%となっており、この期間における平均名目賃金上昇率は0.07%であるから、実質的な運用利回りの平均は厚生年金が4.55%、国民年金が4.57%となる。

GPIFの長期の運用目標は1.7%であることから、厚生年金では2.85%、国民年金では2.87%、年金積立金全体では2.85%、実績がGPIFの長期の運用目標を上回っている。

(表3-5)

			厚生年金 (注1)	国民年金	(参考) 年金積立金全体
実 績		名目運用利回り	4.62%	4.65%	4.62%
		名目賃金上昇率	0.07%	0.07%	0.07%
		実質的な運用利回り	4.55%	4.57%	4.55%
GPIFの長期の運用目標			1.7%	1.7%	1.7%
実績とGPIFの長期の運用目標との差			2.85%	2.87%	2.85%

(注1) 厚生年金については、年金特別会計の厚生年金勘定の積立金に限ったものであり、実施機関積立金に係る分は含まれていない。

(注2) 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3) 名目賃金上昇率は、令和3年度以前は性・年齢構成、令和4年度以降は性・年齢・所定労働時間別構成の変動による影響を控除した名目標準報酬上昇率(共済組合分を含む)であり、年金改定率の算出のもととなるものである。

(注4) 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。

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 総合的な評価

令和5年度において、GPIFは積立金基本指針及びGPIFの管理運用の方針に規定されている事項について遵守しているものと評価できる。

以下、個別の事項についての遵守状況を記載する。

4.2 管理積立金の運用の目的

【積立金基本指針】

第一 積立金の管理及び運用に関する基本的な方針

- 一 積立金（厚生年金保険法（以下「法」という。）第七十九条の二に規定する積立金をいう。以下同じ。）の運用は、積立金が厚生年金保険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（法第七十九条の三第三項の規定により共済各法（同項に規定する共済各法をいう。）の目的に沿って運用する場合においては、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こと。
- 二 積立金の運用は、厚生年金保険事業の財政上の諸前提（法第二条の四第一項に規定する財政の現況及び見通し（以下「財政の現況及び見通し」という。）を作成する際に用いられる厚生年金保険事業の財政上の諸前提をいう。以下同じ。）を踏まえ、保険給付等に必要な流動性を確保しつつ、必要となる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。以下同じ。）を、最低限のリスクで確保することを目的として行うこと。

【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

1. 基本的な考え方

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。）の運用は、管理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。また、「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」（平成26年総務省、財務省、文部科学省、厚生労働省第1号。）の内容に従って管理積立金の管理及び運用を行う。

（略）

積立金基本指針及び管理運用の方針の遵守状況

GPIFの管理積立金の運用については、厚生年金保険制度の令和元年財政検証

における財政上の諸前提を踏まえ、保険給付等に必要な流動性を確保しつつ、必要となる積立金の実質的な運用利回りを最低限のリスクで確保することにより、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という目的を達成できるように、分散投資を基本として長期的な観点から定めた基本ポートフォリオを踏まえた運用となっており、厚生年金保険法第79条の2に規定された目的に則った運用が実施されているものと評価できる。

4.3 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1 管理積立金の管理及び運用の基本的な方針

1. 基本的な考え方

（略）

積立金の運用については厚生年金保険法第79条の5第1項の規定により管理運用主体（管理運用法人、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・共済事業団をいう。以下同じ。）が共同して、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。）を定めることとされており、これを参酌して、長期的な観点からの資産構成割合（以下「基本ポートフォリオ」という。）を策定し、リターン・リスク等の特性が異なる複数の資産への分散投資を基本として、管理積立金の運用を行う。

なお、その際には、管理積立金の管理及び運用に関する具体的な方針を策定し、公表するとともに、経済環境が激しく変化することを踏まえ、適時適切にその内容について検討を加え、必要に応じて速やかに見直しを行う。

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

1. 基本的な運用手法及び運用目標

（3）モデルポートフォリオの策定

他の管理運用主体と共同して、モデルポートフォリオを策定する。

（4）モデルポートフォリオの見直し

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、又は大きく変化する可能性がある等、経営委員会がその必要性を認めるときは、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、必要な修正を行う。このようなモデルポートフォリオの検証は、基本ポートフォリオの検証において必要と判断されたときに実施する。

令和元年財政検証結果の公表に伴い、GPIFでは、令和元年度中に他の管理運用主体と共同してモデルポートフォリオの変更を行っており、令和2年4月からは、以下のモデルポートフォリオが適用されている。

資産	国内債券	外国債券	国内株式	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%

(備考)

- 1 この表において「中心値範囲」とは、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。）が管理積立金（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。）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。
- 2 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。
- 3 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、国内債券の数値から短期資産の割合を控除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

現在のモデルポートフォリオは、他の管理運用主体と共同して定めており、運用の目標に沿った資産構成とし、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している。

GPIFでは、そのモデルポートフォリオを参酌し策定した基本ポートフォリオに沿って、リターン・リスク等の特性が異なる複数の資産への分散投資を基本として、長期的な観点から運用を行っている。

さらに、管理運用の方針ではモデルポートフォリオの検証は、基本ポートフォリオの検証において必要と判断したときに実施するものであり、令和5年度にはそうした判断には至らなかった。

以上により、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遵守されていると評価できる。

4.4 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。
- 四 管理運用主体は、本指針及び管理運用の方針に従って管理積立金の管理及び運用を行わなければならないこと。

第四 その他積立金の管理及び運用に関する重要事項

- 一 管理運用主体は、基本ポートフォリオを見直す場合において、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

1. 基本的な運用手法及び運用目標

(1) 基本ポートフォリオに基づく運用

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、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。

利子や配当収入を含め、世界経済の成長の果実を長期的かつ安定的に獲得するとともに、リスク管理の観点から、資産や地域等を分散させた長期国際分散投資を基本とする。

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。

(5) 基本ポートフォリオの基本的考え方

経営委員会が策定する基本ポートフォリオは、モデルポートフォリオを参酌し、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策定する。

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、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。

(6) 基本ポートフォリオ

① 資産区分ごとの構成割合と乖離許容幅

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	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	±7%	±6%	±8%	±7%
	±11%		±11%	

(注) 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。

② 乖離許容幅の考え方

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こととする。ただし、その際の見通しは、合理的な根拠を持つものでなければならない。

③ オルタナティブ資産運用の在り方

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%を上限とする。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。

(7) 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、基本ポートフォリオの検証は中期目標期間中に適時適切に実施するほか、策定時に想定した運用環境が大きく変化する可能性がある等経営委員会が必要と認めるときは、見直しの検討を行い、必要に応じて速やかに修正を行う。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。

4.4.1 基本ポートフォリオの見直し

GPIFでは、令和元年財政検証結果が公表されたことに伴い、令和元年度中に基本ポートフォリオを見直し、令和2年4月1日から適用している。この基本ポートフォリオは、令和元年財政検証を踏まえたモデルポートフォリオを参酌したものである。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策定における期待リターンの推計については、従来通りの方法に加え、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し、複数の手法を組み合わせることで推計精度の向上を図っている。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、令和元年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年間としている。

また、中期目標では、令和元年財政検証の長期の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%が運用目標として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を用いている。その上で、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（下方確率）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（条件付平均不足率）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をシミュレーションにより検証している。具体的には、財政検証における積立金額（名目）の推移を見ると、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るため、50年後までの範囲で、変更後の基本ポートフォリオで運用した場合の積立金の将来の推移について、100万回の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）と比較している。この結果、予定積立金額を下回る確率（リスク）は、見直し前の基本ポートフォリオと比べて低下している。

これらを総合的に勘案して、見直し後の基本ポートフォリオは、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であるとして見直しを行っている。

4.4.2 基本ポートフォリオの検証について

GPIFでは、基本ポートフォリオについて、中期目標期間（令和2年度～令和6年度）中に適時適切に検証を行い、基本ポートフォリオ策定時に想定した運用環境が大きく変化する可能性がある等経営委員会が必要と認めるときは、見直しの検討を行い、必要に応じて速やかに修正を行うこととしている。

積立金基本指針及び管理運用の方針の遵守状況

GPIFでは、基本ポートフォリオの検証を「基本ポートフォリオ策定に用いた各種指標のモニタリング」「各種指標をモニタリングした結果、運用環境が策定時の想定から大きく変化した場合の各種計数の確認」の2段階で実施している。基本ポートフォリオ策定に用いた各種指標のモニタリングの結果、令和5年度においては、運用環境が策定時の想定から大きく変化しているわけではなく、各種計数の確認と基本ポートフォリオの見直しの検討を行う必要はないと判断した。

また、基本ポートフォリオの検証の実務を行う組織として、金融・経済の分野に専門的知見のある経営委員会の委員を中心としたメンバーで構成される基本ポートフォリオ検証等PTを経営委員会の下に設置している。

以上により、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。

4.5 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

4. 管理積立金の管理及び運用におけるリスク管理

(1) 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。リスク管理の状況については、理事長から経営委員会に対して定期的に報告し、経営委員会においても適切にモニタリングを行う。

また、具体的なリスク管理の方法については、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、以下によることとする。

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、必要な措置を講ずる。

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・分析等を行うとともに、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、運用目標、運用手法、リスク指標、ベンチマーク等に関する運用ガイドラインを示すとともに、各社の運用状況及びリスク負担の状況や運用体制の変更等を把握し、適切に管理、評価する。また、運用受託機関の運用スタイル分散を図る等マネジャー・ストラクチャーについて適切な管理を行う。

④ 各資産管理機関

資産管理機関に対し、資産管理の目標、管理手法、体制等に関する資産管理ガイドラインを示すとともに、各機関の資産管理状況や資産管理体制の変更を把握し、適切に管理及び評価する。また、BCP等の観点から資産管理機関の複数化を進めるとともに、運用の高度化・多様化に対応した資産管理の体制整備を進める。

⑤ 自家運用

運用目標、運用手法、リスク指標、ベンチマーク等に関する運用ガイドラインを定め、適切に管理する。

⑥ トランジションマネジメント

資産配分変更、ベンチマーク変更、マネジャー変更等、様々な投資動機に伴い発生する資金移動のコストを適切に管理する体制及び仕組みの整備を行う。

4.5.1 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、運用リスク管理について、以下の基本的な考え方に基づき実施している。

- 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る。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」が要請されている。
- この目的及び要請のもとで重視するリスクは、「市場の一時的な変動による短期的なリスク」ではなく「年金財政上必要とされている長期的な収益が得られないリスク」である。
- 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おり、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、基本ポートフォリオが運用リスク管理の根幹となる。
- このため、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、適切な措置を講じることとする。
- このような運用リスク管理の基本的な考え方を「運用リスク管理規程」の中に「基本方針」として明文化し、これを踏まえ、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ることとする。

GPIFでは、市場は常に変動するものであることから、基本ポートフォリオをベースとしつつ、合理的に無理のない範囲で機動的な運用を可能とするよう、各資産に加えて株式や債券全体について乖離許容幅を設定し、その範囲内で運用を行っている。

基本ポートフォリオを適切に管理するために、GPIFでは、年金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毎営業日把握する等のリスク管理を行っている。また、乖離許容幅の管理・遵守を徹底するため、各資産に加えて株式や債券全体についても乖離許容幅内にアラームポイントを設定し、乖離許容幅の管理・遵守が適切に行われるようにするための指標のひとつとして位置づけるとともに、これらの乖離許容幅やアラームポイントの超過時の対応プロセスを明文化している。さらに、運用に係る損失の危険の管理を一層推進し、リバランスを効率化す

ることを目的として、インハウス運用における国債ファンドを活用し、委託運用を含めた国内債券ポートフォリオ全体の金利リスクを管理している。既に導入している株価指数先物取引（※1）については、取引状況を四半期ごとに経営委員会に報告しつつ、リスク管理手段として活用している。加えて、インハウスにおける外債先物取引及び為替フォワード取引開始に向けての準備を進め、経営委員会に事前報告した。

これらにより、令和5年度は、年度中に乖離許容幅やアラームポイントを超過した資産はなかった（図1）。

また、資産全体のリスク管理として、代表的なリスク指標であるトラッキングエラー（※2）による運用リスク管理も行っており、令和5年度の年金積立金全体の推定トラッキングエラー（※3）は、金融引締め副作用による金融システムの脆弱性が意識される一方、インフレが高止まる中でも経済のソフトランディング期待が先行して欧米株式市場は堅調に推移する環境のもとで、基本ポートフォリオの複合ベンチマーク収益率と乖離しないよう、きめ細かい施策を実施した結果、年度を通じて13~29bp（1bp=0.01%）と低位で推移している（図2）。

さらに、VaRレシオ（※4）も引き続きモニタリング指標としており、令和5年度の年金積立金全体のVaRレシオは、主要な市場リスクである株価リスクや為替リスクについて、実際のポートフォリオのリスク量が基本ポートフォリオで運用していた場合のリスク量と乖離しないように調整し、また、社債等のクレジットリスクはスプレッドが過去の水準と比較してタイトな水準に近づく中、将来のスプレッド拡大に備えて社債パッシブファンドの残高の縮小によりリスクの削減を行ったほか、オルタナティブリスクを比較的低位で抑えたことから、1.00~1.02と低位で推移している（図3）。

加えて、ストレステストについても、市場の変動による一時的な影響だけでなく中長期的な影響について、複数のヒストリカルシナリオを用いて分析を行っている。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となっていることを確認している（図4）。

※1 平成30年にGPIFが直接行える運用方法として追加され、令和3年度から開始した（自家運用）。リスク管理手段として流動性等から有効であることに鑑み、法令において損失の危険の管理目的に限って利用することとされている。

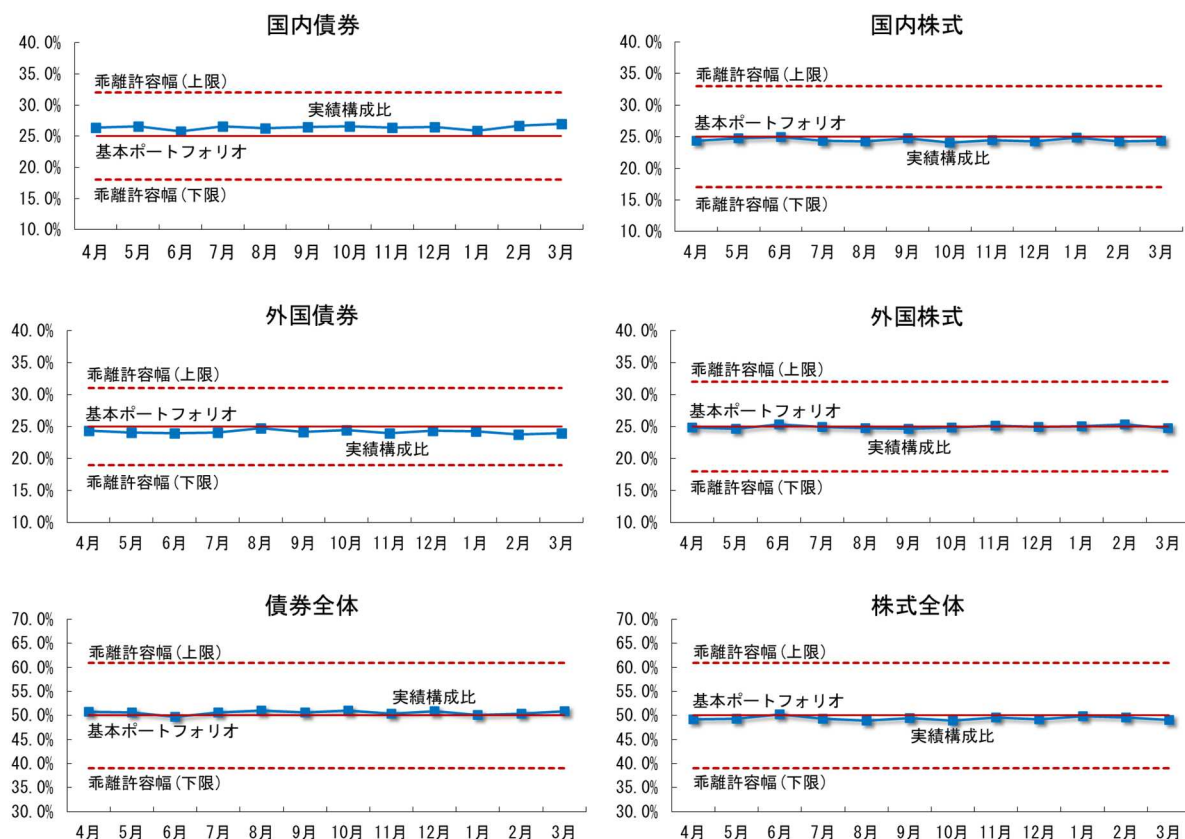
※2 トラッキングエラーは、目標とするベンチマーク収益率（市場平均収益率）と運用ポートフォリオの収益率との差（超過収益率）のばらつきを標準偏差で表したもの

※3 推定トラッキングエラーは、将来の収益のばらつきについて、分析ツール等を用いて構成される銘柄間の相互依存関係を統計的に推計して計算するもの

※4 VaR（バリュー・アット・リスク）は、現在保有している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の。VaRレシオは、実績ポートフォリオのVaR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。VaRレシオが1に近いほど、基本ポートフォリオと整合的なリスク分散状況となる。

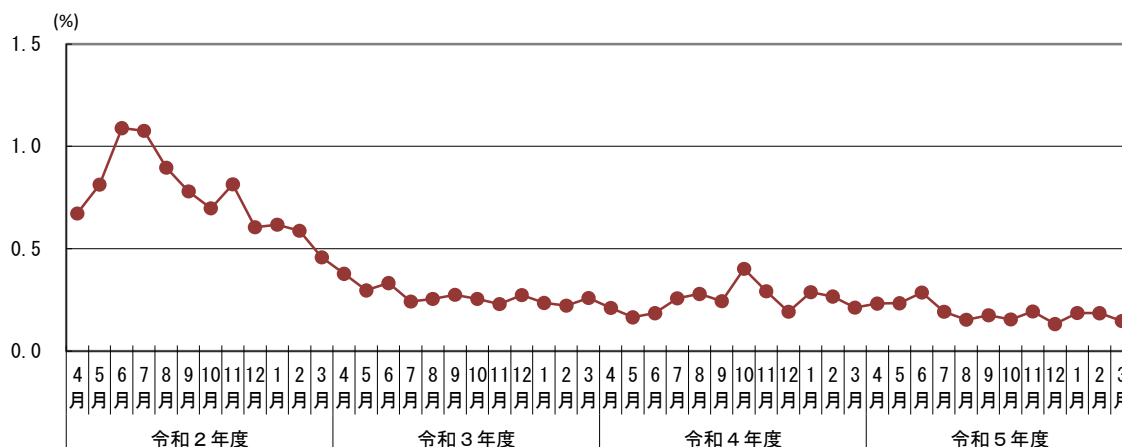
年金財政上必要とされる運用利回りの確保が求められるGPIFにおいては、「年金財政上必要とされている長期的な収益が得られないリスク」を最低限にすることが重要である。そのために、トラッキングエラーやVaRレシオなどのリスク指標を参考指標として活用しつつ複眼的なモニタリングを行っている。

(図1) 資産構成割合の推移



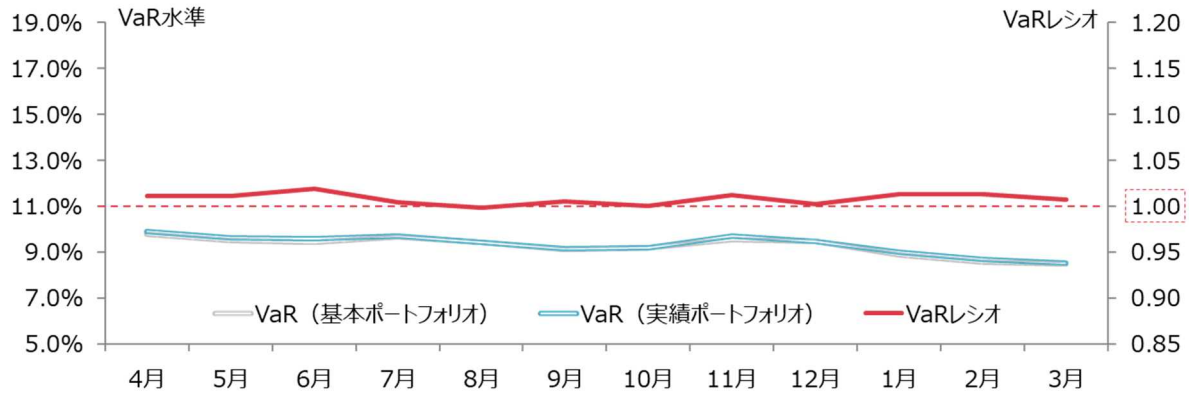
(注) 資産構成割合は月中平均残高を用いて算出

(図2) 年金積立金全体の推定トラッキングエラーの推移



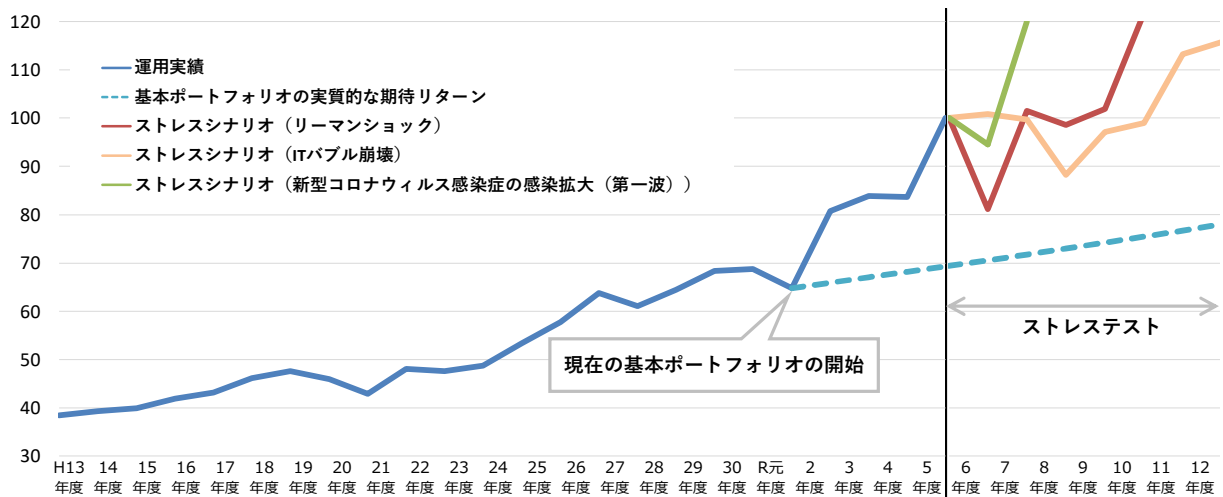
(注) 資産構成割合は月中平均残高を用いて算出

(図3) 年金積立金全体のVaRレシオの推移



(注) 資産構成割合は月中平均残高を用いて算出

(図4) ストレステスト (実質的な運用利回りの実績値及び推計値 (累積))



(注1) 図中の運用実績は平成13年度以降の累積収益率を示している (実質的な運用利回り)。

(注2) 縦軸はストレステストの起点 (令和6年3月末時点の実績値) を100と置いて累積収益率を指数化したものである。

4.5.2 資産ごとのリスク管理の状況

G P I Fでは、各資産については、市場リスク、流動性リスク、信用リスクを管理し、また、外国資産についてはカントリーリスクも注視しつつリスク管理を行っており、令和5年度においても特段問題のないことを確認している。

(1) 市場リスクの管理状況

複数の資産をまたがってポートフォリオ一体で運用をしている中、市場リスクについても、各資産ベースに加え、複数の資産をまたがったリスク管理を行った。具体的には、年限別の金利やデュレーション（※）、スプレッドといったファクターは内外債券合算ベース、為替ファクターは外国債券と外国株式合算ベースでも分析を行った。こうした分析は、A l a d d i n及びB a r r a o n eで、複数の観測期間で適時適切に計測し、モニタリングしている。

※ デュレーションは、債券運用について、利子及び元本を回収できるまでの期間を現在価値で加重平均したもので、金利変化に対する債券価格の変化の感応度を示すリスク指標

(2) 流動性リスク・信用リスク・カントリーリスク等の管理状況

G P I Fでは、流動性リスクについて、年金特別会計との新規寄託金、寄託金償還及び国庫納付の見通しを踏まえた短期資産の状況、並びにベンチマークの市場規模に対するG P I Fの時価総額ウェイトの状況等を日次ベースで把握している。

信用リスクについては、有価証券種類別・格付別のスプレッドD V 0 1等についてマネジャー・ベンチマーク要因、ファンド要因で把握した。また、期待損失や信用V a Rといったデフォルトリスクに伴うリスク量のモニタリングも行った。債券への投資はB B B格以上の格付を得ている銘柄としているが、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合理的な理由があることをG P I Fが事前に承認したときはこの限りでないとしている。令和5年度の格付別保有状況は、国内債券及び外国債券について運用手法の特性によりB B B格以上の格付を得ていない債券への投資を行っている。

カントリーリスクについては、高リスク国を抽出し、当該国への投資額について、様々な国分類基準で推移をモニタリングしている。

4.5.3 各運用受託機関・各資産管理機関・自家運用のリスク管理及びトランジションマネジメントの状況

GPIFでは、運用受託機関の管理は、定期的に運用実績やリスクの状況について報告を求め、運用ガイドラインの遵守状況を確認するとともに、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、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。自家運用については、自ら運用方針を策定し、その遵守状況、運用状況等を担当部署から内部の委員会に報告することにより、適切な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、ファンドごとに提示した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、月次及び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たもの等について確認を行っている。また、総合評価のためのミーティングを実施し、ガイドラインの遵守状況、運用状況及びリスク負担状況を把握している。

令和5年度においては、ミーティングの実施のほか、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、必要に応じて運用受託機関と協議するなど適切に対応した。ファンドモニタリングの向上のため、運用機関とのミーティングの充実にも努めた。具体的には、パフォーマンスの不振や運用体制の変化等が見られるファンドに対してはミーティングの頻度をより高め、それ以外のファンドも市場環境やパフォーマンスの変動に応じて適宜ミーティングを実施するようにした。その結果、国内債券アクティブ1ファンド、国内株式アクティブ2ファンドに警告を行う等の対応を実施している。

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は随時ミーティングを行っている。さらに、特定の運用スタイルに偏っていないかをモニタリングしており、適切な管理を行っている。

（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。

令和5年度は、各資産管理機関の強みや課題を勘案した総合評価等を踏まえ、管理コストやBCP（事業継続計画）も考慮しながら、更なる運用の多様化・高度化に対応できるよう資産管理機関（グローバルカストディ（※）を含む。）の

最適化を進めた。

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、G P I Fは迅速に把握し適切な措置を講じることとしている。令和5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2社6件であった。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。

※ グローバルカストディは、世界の各国市場における有価証券の決済、保管や利息・配当金の受領などの資産管理全般を一括して行うサービスであり、外国投資を行う投資家のために外国の大手銀行が提供しているもの

(3) 自家運用のリスク管理の状況

G P I Fでは令和4年度から、自家運用においては自ら運用方針を策定し、その遵守状況、運用状況等を担当部署から内部の委員会に報告することにより、適切にリスク管理を行っている。

また、各ファンドにおいて月次でリスク管理を行っているほか、日次で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、デリバティブファンドでは証拠金の管理について、運用方針に基づき、遵守している。

(4) トランジションマネジメントの状況

G P I Fでは、資金の投入及び回収に際しての市場への影響について、リバランスのための専門のチームにおいて執行方法をきめ細かく運用受託機関と調整することにより、過大なインパクトがないように執行を行っている。

4.5.4 経営委員会におけるモニタリングの状況

G P I Fでは、リスク管理の状況について、理事長から経営委員会に対して、業務執行状況の報告をしたほか、管理運用業務担当理事からも経営委員会に対して、より詳細な報告をし、執行部からも経営委員会に対して毎四半期の運用リスク管理状況等を報告し、経営委員会においても適切に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

G P I Fでは、基本ポートフォリオの管理及び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。

4.6 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《日本版スチュワードシップ・コード》（平成二十六年二月二十六日日本版スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会取りまとめ）を踏まえ、スチ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考慮

管理積立金の運用に当たっては、市場の価格形成や民間の投資行動等を歪めないよう、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とともに、情報発信を含む自らの行動が市場に過大なインパクトを与えることで、結果的に自ら不利益を被ることがないように、十分留意する。

また、企業経営等に直接的かつ過大な影響が及ばないように十分に考慮し、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）株式運用において個別銘柄の選択は行わない。

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

5. スチュワードシップ責任を果たすための活動

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、管理運用法人としての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」という。）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。また、スチュワードシップ活動の効果の評価については、管理運用法人と運用受託機関との双方向のコミュニケーションによるエンゲージメント等を通じながら検討することとし、スチュワードシップ活動状況については「スチュワードシップ活動報告」をとりまとめ、経営委員会へ報告する。

「責任ある機関投資家」の諸原則《日本版スチュワードシップ・コード》を踏まえ、「スチュワードシップ責任を果たすための方針」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、G P I Fに寄託して運用されている年金積立金を償還又は運用収益の一部を国庫納付し年金給付に充てることとなる。

この際、G P I F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、G P I F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、G P I Fでは年金特別会計で必要とされる資金に対応すべく必要な対応をとっている。

令和５年度における年金特別会計への寄託金償還等については、定期的に寄託金償還等の見通しを更新の上、資産の売却資金を活用すること等により対応し、運用に与える影響を最小化しつつ、年金給付等に必要な流動性を確保するとともに、効率的な現金管理を行った。

また、リバランスや運用受託機関構成の変更等に伴い、資金を回収し再配分する際には、現物移管や分散して執行すること等により、市場の価格形成に影響を与えないように実施した。

（２）民間企業の経営に与える影響に対する配慮

G P I F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。令和５年度においては、５％を超える事象について該当がなかった。また、株式運用については、法令上、投資判断の全部を運用受託機関に一任することとなっており、G P I Fでは特定の企業を投資対象にする等の個別の銘柄選択や指示を行う仕組みとはなっていない。

さらに、企業経営に直接影響を与えると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、G P I F自らが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、議決権行使原則や運用受託機関等向け説明会等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、運用受託機関に対して株主議決権行使に係る方針の提出を求めるとともに、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。

令和２年３月に再改訂された日本版スチュワードシップ・コードで株式以外の資産への適用が可能になったため、G P I Fでは、債券のスチュワードシップ評価について検討を重ねてきたところ、令和４年度から「投資先企業の持続的な成長を促し信用リスクの低減に資するか」という観点で、債券の運用受託機関のスチュワードシップ評価を開始した。また、G P I Fのスチュワードシップ活動状況や株主議決権行使状況、運用受託機関のスチュワードシップ活動状況、国内株式運用受託機関による１年間のエンゲージメント状況等の概要を「スチュワードシップ活動報告」として取りまとめて、経営委員会に報告の上、公表している。

スチュワードシップ責任を果たすための取組として、運用受託機関のスチュワ

ードシップ活動に関する評価等を目的として「TOPIX構成企業向けアンケート」を実施した。さらに、企業に統合報告書の充実等を促すこと等を目的としてGPIFの運用受託機関が選んだ「優れた統合報告書」及び「改善度の高い統合報告書」の公表を行うとともに、内外株式運用受託機関に「優れたTCFD開示」の選定の依頼を行い公表した。

このほか、株式の運用を委託する全ての運用受託機関にヒアリングを実施し、継続的なエンゲージメントの実施や対話内容の充実等、運用受託機関と投資先企業との間で前向きな対応が行われていることや、運用受託機関のスチュワードシップ活動の課題を確認している。

また、国連が提唱する責任投資原則（PRI）のほかClimate Action 100+などグローバルなイニシアティブへ参加し、国内外関係団体・機関との連携強化を行っており、スチュワードシップ活動の向上に努めている。

積立金基本指針及び管理運用の方針の遵守状況

GPIFでは、市場の価格形成や民間の投資行動への配慮及び民間企業の経営に与える影響に対する配慮について、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。

4.7 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に、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

1. 基本的な運用手法及び運用目標

(8) 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又は運用収益の一部を国庫納付し、年金給付に充てることとなる。このため、GPIFでは、年金特別会計で必要とされる資金に対応すべく必要な対応をとっている。

令和5年度は、年金特別会計への寄託金償還及び国庫納付について定期的に寄託金償還等の見通しを更新の上、資産の売却資金を活用すること等により対応し、年金給付等に必要な流動性を確保するとともに、効率的な現金管理を行った。資金確保の際に市場の価格形成等への配慮として不可欠な市場分析については、令和5年度は定量分析を強化し、GPIF内の運用関係部室、運用受託機関、経済環境コンサルタント、投資戦略情報提供業者による経済・金融分析・市場見通し等も集約し、それらの見方の違いや地政学リスクに関する分析等を含めて、多面的な分析を行ったうえで、資金回収に活用している。

また、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。令和5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では、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。

4.8 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. 運用の多様化・高度化

(1) 運用手法

運用手法については、新たな手法の導入等に伴い経営委員会が重要事項と判断する事項について経営委員会の審議を経て議決を行うなど、経営委員会による適切な監督の下で、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、幅広い観点から検討するとともに、ベンチマークにより難いオルタナティブ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、インデックス・ポスティングを通じて、ベンチマークとなり得る様々なインデックスに関する情報収集・分析を継続的に行う。

3. 運用受託機関等の選定、評価及び管理

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、定期的に運用受託機関等の評価を行い、資金配分の在り方等を含め、適時に見直す。また、運用受託機関の選定に当たっては、個別運用機関ごとの評価だけでなく、スタイル分散等のマネジャー・ストラクチャーについても勘案する。

超過収益の獲得やスチュワードシップ活動など、より付加価値の高い運用受託機関等の採用に向けた評価手法の高度化を図るとともに、運用の高度化・多様化に対応した、より柔軟かつ質の高い資産管理機関の利用及び運用データの利活用の促進を図る。

また、運用フロントの専門性を最大限発揮させるためのミドル・バック体制の強化を図る。

4.8.1 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

GPIFでは、令和5年度において、運用手法の見直しとして以下の取組を行っている。

運用資産全体の長期的なリターンを向上させること等を目的に、新たなファンドを選定し、ポートフォリオの最適化を継続した。最新のデータサイエンスに基づいた定量的分析を行うコンサルタントを活用し、超過収益獲得能力が高いと評価した、先進国（除く日本）地域を対象とした外国株式アクティブ14ファンド、国内株式アクティブ23ファンドを選定するとともに、各ファンドの運用スタイルに沿って多様なマネジャー・ベンチマークを設定した。更に、当該株式アクティブ運用の採用拡大に伴い、各地域でのリスクを調整するため、パッシブ運用についても複数のマネジャー・ベンチマークを設定している。

また、インデックス・ポスティングを通じて、指数に関する情報収集・分析を行っている。令和5年度は、「MSCI ジャパン ESGセレクト・リーダーズ指数」（国内株式：総合型指数）について、MSCI 社とのディスカッションを重ね、同社からの提案により組み入れ基準を見直した「MSCI 日本株 ESGセレクト・リ

ーダース指数」にベンチマークを変更し、基本ポートフォリオに対するトラッキングエラーを低減した。

4.8.2 オルタナティブ資産の評価

GPIFでは、伝統的資産の定量的モニタリング指標（時間加重収益率等）とオルタナティブ資産固有の指標（内部収益率（IRR）等）の比較衡量を行う等、オルタナティブ資産全体及び各資産別の投資パフォーマンスの定量的分析手法の高度化を図っている。また、オルタナティブ資産の評価については、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、IRRで計測している。令和5年度におけるオルタナティブ資産全体の投資開始以来のIRR（円建て）は、11.37%になっている。これらに加え、令和2年度に明確化した抽出基準を用いて、効率的に注視先案件を洗い出し、メリハリのある投資案件のモニタリング・状況報告を行ったほか、入手可能な各資産プライベート市場データと投資先ファンド・オブ・ファンズ（FoF）とのパフォーマンス比較、各FoFの純資産総額（NAV）変動要因の詳細分析などを実施し、超過収益の源泉を明確化した。

令和5年度においては、より適切にオルタナティブ投資の上場市場に対する超過リターンを測定できる手法として「Spread Based Direct Alpha（SBDA）」を開発し、定量評価を開始した。内部収益率（IRR）や投資倍率（TVPI）等といった絶対評価に加え、SBDAによる上場市場に対する相対評価を通じた複眼的な管理・評価を行うことで、管理・運用業務の専門性を向上させた。

4.8.3 運用受託機関等の管理・評価

（1）運用受託機関の管理・評価

GPIFでは、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、定期的に、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なされているかについて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。

令和5年度においては、ミーティングを実施したほか、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。

運用受託機関の令和5年度の総合評価については、懸念等があるファンドに対してはミーティングの頻度をより高め、懸念がないファンドも市場環境やパフォーマンスの変動に応じて適宜ミーティングを実施するようにした。その結果、国内債券アクティブ1ファンド、国内株式アクティブ2ファンドの警告を決定する等の対応を実施している。

（2）資産管理機関の管理・評価

GPIFでは、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、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、業務方針に基づき、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。令和5年度は、各資産管理機関の強みや課題を勘案した総合評価等を踏まえ、管理コストやBCP（事業継続計画）も考慮しながら、更なる運用の多様化・高度化に対応できるよう資産管理機関（グローバルカストディを含む。）の最適化を進めた。

4.8.4 運用受託機関の選定・管理の強化等

GPIFでは、運用受託機関の選定にあたっては、マネジャー・エントリー制を活用している。令和5年度は、データサイエンスを活用する等の選定実績を積み重ねる中で、GPIFの運用機関及びファンドを分析評価する能力が高まっていることを踏まえ、運用受託機関をより多くの運用機関から採用し得るよう、応募要件を緩和した。さらに、運用資産全体の長期的なリターンを向上させること等を目的に、国内株式アクティブ23ファンド、先進国（除く日本）地域における外国株式アクティブ14ファンドを選定し、超過収益獲得に向けた更なる収益の源泉の多様化を進めている。

一方、パフォーマンス不振やポートフォリオ管理上の理由等から外国債券アクティブ7ファンド、国内株式アクティブ1ファンド、外国株式アクティブ5ファンドを解約した。加えて、外国債券アクティブ2ファンド及び外国株式アクティブ2ファンドの解約を決定し、資産の回収を進めている。

また、オルタナティブ資産について、令和5年度においては、LPS（投資事業有限責任組合／リミテッドパートナーシップ）（※）への投資では、インフラストラクチャー分野で3件、プライベートエクイティ分野で2件、不動産分野で1件の契約を締結した。また、運用受託機関（投資一任方式）の選定については、インフラストラクチャー分野で既存運用受託機関1社の新規ファンド・オブ・ファンズ（FoF）に投資を実行したことに加え、不動産分野で新たに選定した1社で運用を開始した。選定にあたっては、引き続き、GPIFと運用者とのアラインメントを強化する観点から、成功報酬に重きを置いた報酬体系の導入に加え、利益相反に関する管理・対応態勢についても注視している。

自家運用の取引先の選定、評価及び管理については、業務執行の透明性・公正性をより確保するため、業務マニュアル・規程類の整備等に着手している。

なお、GPIFでは運用フロントが専門性を最大限に発揮できるよう、ミドル・バック体制の強化を図っている。令和5年度は運用部門のミドル・バック業務を担う運用管理部に、新たに金融業界等の出身者を採用・配置し（正規職員3名）、同部の体制強化を図った。

※ 平成29年9月に政令改正し、運用対象となる有価証券として追加。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できるとともに、リスク管理の強化を図りつつリターン向上が期待できることから、海外の年金基金等でもオルタナティブ投資を行う場合に活用されている。

積立金基本指針及び管理運用の方針の遵守状況

G P I Fでは、運用手法の見直し及び運用受託機関の評価・選定等について、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。

4.9 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. 運用の多様化・高度化

(1) 運用手法

(略)

運用に当たっては、原則としてパッシブ運用と超過収益の獲得を目指すアクティブ運用を併用する。ただし、アクティブ運用については、定量的な実績を勘案した定性評価に基づき、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とともに、スタイル分散を図る等アクティブ運用機関のマネジャー・ストラクチャーを管理する。また、平成30年度より導入している新実績連動報酬体系等を通じて、アクティブ運用受託機関とのアラインメント強化とアクティブ運用受託機関のセルフガバナンス向上を図る。

(略)

GPIFでは、アクティブ運用にかかる運用受託機関構成の見直しに際しては、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、定量評価を勘案した定性評価に基づき、超過収益獲得の確信が持てるファンドのみを選定するとともに運用スタイルの分散を図っている。なお、令和5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18%となっている。

	国内債券	外国債券	国内株式	外国株式	資産全体
パッシブ運用の割合	48.92%	96.79%	95.51%	87.97%	82.31%
アクティブ運用の割合	51.08%	3.21%	4.49%	12.03%	17.69%

令和4年度以降、GPIFでは、金融工学に基づく定量的な分析に基づいたアクティブファンドの選定を開始している。これまで、北米株式19ファンド、先進国株式（除く日本）14ファンド、日本株23ファンドを選定し、これらの残高は令和5年度末時点で約10兆円となり、投資開始以来約1,300億円の超過収益獲得につながっている。

また、アクティブ運用受託機関とのアラインメントの強化とアクティブ運用機関のセルフガバナンス向上を目的として実績連動報酬体系を導入している。

積立金基本指針及び管理運用の方針の遵守状況

GPIFでは、パッシブ運用とアクティブ運用について、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 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、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。

【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

6. ESGを考慮した投資等

管理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とともに、その効果を継続的に検証していく。

取組が先行している株式運用以外においても、各資産ごとに異なる特性などを踏まえながら、ESGを考慮した取組を進める。

GPIFでは、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している。

GPIFでは、平成29年度からESG指数に基づくパッシブ運用を開始している。令和元年には、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、令和2年度からは、これらの情報収集・分析の結果を踏まえて選定した指数に基づく運用を開始している。令和4年度からは、特定のセクターやファクターの偏りといったESG以外の要因によるパフォーマンスの振れを回避するよう、コンサルテーションを通じた指数メソッドロジーの改善など、運用の改善に向けた取組を実施している。令和5年度は、「MSCIジャパンESGセレクト・リーダーズ指数」（国内株式：総合型指数）について、MSCI社とのディスカッションを重ね、同社からの提案により組み入れ基準を見直した「MSCI日本株ESGセレクト・リーダーズ指数」にベンチマークを変更し、基本ポートフォリオに対するトラッキングエラーを低減した。令和5年度末までに採用したESG指数は、国内・海外合わせて合計9指数となり、投資額も約17.8兆円となった。

また、GPIFでは、ESGへの取組の評価及び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、平成30年から「ESG活動報告」を毎年度刊行している。2022年度版では「気候関連財務情報開示タスクフォース」（TCFD）の提言を受けた分析において、新たに「ボトムアップアプローチに基づくGHG削減貢献量分析」や「GPIFが投資しているESG債の対象プロジェクトのインパクト計測」などを行った。また、試行的に「自然関連財務情報開示タスクフォース」（TNFD）の提言に沿った分析も実施した。

さらに、将来的な取組の改善や見直しにつなげるため、令和5年度から令和6年度にかけて、「スチュワードシップ活動・ESG投資の効果測定プロジェクト」を

実施し、①企業価値・投資収益向上に資するE S G要素の研究、②E S G指数に基づく株式パッシブ運用の効果検証などをテーマに分析を行っている。

加えて、スチュワードシップ活動原則及び議決権行使原則（いずれも平成29年6月制定）において、E S Gの考慮を運用受託機関に求めることを明示し、重要なE S G課題についてヒアリングを実施し、株式運用の総合評価において「スチュワードシップ責任にかかる取組」の中で取組状況を評価している。

なお、令和5年度においても引き続き、世界銀行グループとの調査研究を踏まえ、国際開発金融機関、各国政策金融機関と投資プラットフォームを構築し、債券投資におけるE S Gインテグレーションの一環としてグリーンボンド、ソーシャルボンド、サステナビリティボンドへの投資機会を委託する運用機関に提供している。

積立金基本指針及び管理運用の方針の遵守状況

G P I Fでは、非財務的要素であるE S G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. 1 1 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、管理運用主体の資産全体及び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

1. 基本的な運用手法及び運用目標

(2) ベンチマーク収益率の確保

各年度における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よう努めるとともに、中期目標期間においても各々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。

パフォーマンス評価に当たっては、ベンチマーク収益率をもとに適切な方法を用いるとともに、その結果を経営委員会に報告する。その際、資産配分効果、ベンチマーク選択効果、ファンド選択効果等、できる限り投資行動に沿った要因分解を行い、投資行動のPDCAサイクルが回るように努める。

なお、ベンチマーク収益率との比較による評価は、基本ポートフォリオの大幅な変更の際には市場への影響に考慮して移行期間が必要となること、厚生労働大臣への寄託金の償還及び年金特別会計への納付等のためベンチマークに含まれない短期資産を保有する必要があること、税金及び取引執行費用等はベンチマーク収益率に反映されていないこと等を踏まえて行う。

(略)

4. 1 1. 1 資産全体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。

令和5年度における資産全体のベンチマークに対する超過収益率（複合ベンチマーク収益率 注1）（時間加重収益率）は+0.04%となっている。

GPIFでは、令和5年度から、よりの確にリスク管理を行えるよう、オルタナティブ資産のうち、インフラストラクチャー及び不動産については、資産特性を踏まえて、他の資産と区別して管理・運用を行っている。具体的には、パフォーマンス計測にあたっては、インフラストラクチャー及び不動産について、基本ポートフォリオに合わせて円貨・外貨比率を調整の上で伝統資産及びプライベートエクイティと分離するとともに、投資行動をより精緻に計測するため、受渡日ベースから約定日ベースに変更し、株価指数先物取引の想定元本を加味したベースとした。その際、「伝統資産+プライベートエクイティ」ポートフォリオについては、資産配分効果、ベンチマーク選択効果、ファンド選択効果等の分析に加えて、金利やクレジット等のリスクファクターや投資戦略ごとに複眼的な分析を行うなど、できる限り投資行動に沿った要因分解も行った。

「伝統資産+プライベートエクイティ」ポートフォリオに係る収益率と複合ベン

チマーク収益率との差である超過収益率について、①資産配分要因、②ベンチマーク要因、③ファンド要因、④その他要因（誤差を含む）の4つの要因に分解すると、次のとおりである。

	資産全体のうち「伝統資産+プライベートエクイティ」ポートフォリオの超過収益率の要因分解				
	資産配分要因 ①	ベンチマーク 要因 ②	ファンド要因 ③	その他要因 (誤差含む) ④	寄与度 ①+②+③+④
全体：+0.25%	+0.00%	+0.24%	-0.00%	+0.01%	+0.25%
国内債券	+0.00%	+0.04%	+0.03%	+0.01%	+0.08%
外国債券	+0.00%	+0.09%	+0.03%	+0.00%	+0.12%
国内株式	+0.00%	+0.10%	-0.06%	-0.01%	+0.04%
外国株式	-0.00%	+0.01%	-0.01% (うちPE:-0.05%)	+0.00%	+0.01%

（注1）複合ベンチマーク収益率は、資産全体のベンチマーク収益率のことで、GPIFが運用する資産全体の運用成果の評価基準として使用するもの。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の割合で加重平均した複合ベンチマーク収益率（月次ベース）をもとに年間収益率を算出している。

（注2）「資産配分要因」とは、基本ポートフォリオの資産構成割合と実際の資産構成割合との差による要因、「ベンチマーク要因」とは、各資産の評価ベンチマーク（GPIFの運用成績の評価時に活用）とマネジャー・ベンチマーク（運用受託機関の運用成績の評価時に活用）の収益率の差による要因、「ファンド要因」とは、個別ファンドとマネジャー・ベンチマークの収益率の差による要因を指す。

（注3）証券貸付運用に係る収益は、「その他要因」に区分している。

（注4）令和5年度末時点で、プライベートエクイティの各ファンドについては、国内株式または外国株式100%に区分している。

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

「インフラストラクチャー+不動産」ポートフォリオに係る収益率と複合ベンチマーク収益率（各運用資産のベンチマーク収益率を基本ポートフォリオで加重したもの）との差である超過収益率については、投資行動に沿って、①インフラストラクチャー、②不動産、③為替調整、④短期資産の4つに分解すると、次のとおりである。

	資産全体のうち「インフラストラクチャー+不動産」ポートフォリオの超過収益率の要因分解				
	インフラストラクチャー ①	不動産 ②	為替調整 ③	短期資産 ④	寄与度 ①+②+③+④
全体：-0.21%	-0.02%	-0.08%	-0.10%	-0.00%	-0.21%

（注1）「為替調整」とは、基本ポートフォリオからの乖離を抑制するための為替取引による要因、「短期資産」とは、投資の進捗状況に応じて、投資ファンドから投資資金の払い込みの要求があった場合に、GPIFが迅速に対応できるように常時確保している外貨建ての短期資産の価格の変動による要因を指す。

（注2）令和5年度末時点で、インフラストラクチャー及び不動産の各ファンドについては、円通貨で運用されるファンドの場合は国内債券50%・国内株式50%、外国通貨で運用されるファ

ンドの場合は外国債券50%・外国株式50%に区分している。

運用資産全体に係る収益率（+22.67%）と複合ベンチマーク収益率（+22.63%）との差である超過収益率（+0.04%）について、資産配分要因、ベンチマーク要因、ファンド要因、その他要因（誤差を含む）の4つの要因に分解すると、次のとおりである。

時間加重収益率 ①	ベンチマーク ②	超過収益率 ①-②	資産配分要因	ベンチマーク 要因	ファンド要因	その他要因 (誤差含む)
+22.67%	+22.63%	+0.04%	-0.04%	+0.23%	-0.16%	+0.01%

このように、GPIFでは超過収益率を要因分解して分析しており、これらの結果は毎月1回開かれる運用リスク管理委員会においてGPIF全体で共有し、四半期ごとに経営委員会に報告している。これに基づき資産配分、ベンチマーク、各運用受託機関の配分・回収の判断に活用するなど、投資行動のPDCAサイクルが回るよう努めている。

4.1.1.2 各資産の運用利回りのベンチマーク収益率による評価

GPIFでは、国内債券、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」をベンチマークとしている。NOMURA-BPI「除くABS」は、野村証券金融工学研究センターが作成・発表している国内債券市場のベンチマークである。

② 超過収益率

令和5年度におけるベンチマークに対する国内債券の運用利回り（時間加重収益率）の超過収益率は、社債のオーバーウエイト、物価連動国債の保有、インハウス運用での金利リスクがプラスに寄与し、+0.20%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-0.40%となる一方、アクティブ運用の超過収益率は、+0.92%となっている。

超過収益率を、ベンチマーク要因、ファンド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	ベンチマーク 要因	ファンド要因	その他要因
-2.00%	-2.20%	+0.20%	+0.05%	+0.11%	+0.04%

(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、F T S E 世界国債インデックス（除く日本、中国、ヘッジなし・円ベース）をベンチマークとしている。F T S E 世界国債インデックスは、F T S E R u s s e l が作成・発表している世界国債のベンチマークで、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。

② 超過収益率

令和5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、社債のオーバーウェイトがプラスに寄与し、+0.51%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+0.35%となる一方、アクティブ運用の超過収益率は、-0.59%となっている。

超過収益率を、ベンチマーク要因、ファンド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	ベンチマーク 要因	ファンド要因	その他要因
+15.83%	+15.32%	+0.51%	+0.38%	+0.11%	+0.02%

(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、T O P I X（配当込み）をベンチマークとしている。T O P I Xは、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であり、東証第一部（当時）の基準時（昭和43年1月4日）の時価総額を100として、その後の時価総額を指数化したものである。

② 超過収益率

令和5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、E S Gのパッシブ運用がプラスに寄与する一方、アクティブ運用とオルタナティブ資産がマイナスに寄与し、+0.07%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+0.40%となる一方、アクティブ運用の超過収益率は、-4.85%となっている。

超過収益率を、ベンチマーク要因、ファンド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	ベンチマーク 要因	ファンド要因	その他要因
+41.41%	+41.34%	+0.07%	+0.46%	-0.35%	-0.04%

(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 ACWI（除く日本、円ベース、配当込み、GPIFの配当課税要因考慮前）をベンチマークとしている。

MSCI ACWI（除く日本、円ベース、配当込み、GPIFの配当課税要因考慮前）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外国株式のベンチマークである。

② 超過収益率

令和5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、アクティブ運用がプラスに寄与する一方、オルタナティブ資産がマイナスに寄与し、 -0.57% 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 -0.26% となり、アクティブ運用の超過収益率は、 -3.48% となっている。

超過収益率を、ベンチマーク要因、ファンド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	ベンチマーク 要因	ファンド要因	その他要因
+40.06%	+40.63%	-0.57%	+0.06%	-0.63%	+0.00%

積立金基本指針及び管理運用の方針の遵守状況

GPIFでは、管理積立金の管理運用状況の評価について、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. 1 2 情報公開及び広報活動

【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

- 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. 情報発信・広報及び透明性の確保

国民の関心等に応じて戦略的に情報発信や広報活動の在り方を検討し、専門家のみならず国民やメディアに対する情報発信や広報活動の一層の充実に継続的に取り組むとともに、その評価や効果の把握・分析に努める。

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、各運用受託機関等の状況、管理運用委託手数料、運用受託機関等の選定等を含む。）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。

また、管理運用法人が、数十年の投資期間を有する超長期投資家であり、かつ、今後数十年にわたり積立金が大きく積み上がっていく可能性が大きい、という特性を有することを踏まえ、そのあるべき運用の姿について多面的な観点（長期国際分散投資の必要性、オルタナティブ投資の意義、スチュワードシップ活動やESG投資の考え方等）から国民の理解を得られるよう、分かりやすい情報発信の在り方について検討を深める。

その際、管理運用法人のホームページや業務概況書等の一層の充実を図るほか、役員の講演等を含め案件の性格に応じた効果的な情報発信を工夫する。

こうした広報の取組については、定期的に検証等を行い、その結果を踏まえて、取組内容を継続的に改善する。

さらに、経営委員会が重要事項と判断する事項については、経営委員会の審議を経て議決を行うなど、経営委員会による適切な監督の下で、その透明性を確保するとともに、経営委員会の審議の透明性の確保を図るため、議事録等及び議事概要をそれぞれ厚生労働省令（年金積立金管理運用独立行政法人の業務運営、財務及び会計並びに人事管理に関する省令（平成18年厚生労働省令第60号））で定める期間の経過後速やかに公表する。

加えて、管理運用法人が行う年金積立金の管理及び運用の透明性をさらに高めるため、保有する全ての有価証券の銘柄名（債券については発行体名）と当該有価証券の時価総額を公表する。併せて、オルタナティブ投資の投資案件についても、できるだけ分かりやすい形で情報開示を進めるとともに、運用会社等に対して支払っている実質的な費用について、できる限り詳細なレベルで把握した上で、適切な情報開示の在り方を検討する。その際、運用会社等との契約内容にも配慮する。

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。

（1）運用実績等の公表

GPIFでは、令和5年7月7日に令和4年度の運用状況について理事長による記者会見を行うとともに、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公表を行っており、令和5年度第1四半期は8月4日に、令和5年度第2四半期は11月2日に、令和5年度第3四半期は令和6年2月2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を、それぞれGPIFのホームページに掲載している。

なお、業務概況書については、分かりやすさの観点からさらなる改善に取り組み、読者のニーズに応じた情報にアクセスしやすいよう、巻頭目次に新たに情報マップを追加する等、記載の充実を図っている。

（２）経営委員会の議事要旨及び議事録等の公表

G P I Fでは、経営委員会に係る資料及び議事概要等について、市場への影響に配慮しつつ、ホームページで公表するとともに、公表した旨を公式X（旧T w i t t e r。以下同じ。）で情報発信している。

また、経営委員会の議事録についても、厚生労働省令で定める期間（７年）経過後の議事録公表に向けた所要の手続きを行っている。さらに、監査委員会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、G P I Fの業務に関する透明性の向上に努めている。加えて、年金積立金の管理及び運用の透明性をさらに高めるため、令和５年３月末時点の保有する全ての有価証券の銘柄名と当該有価証券の時価総額を公表している。併せて、オルタナティブ投資については、業務概況書において具体的な投資案件の概要を掲載するとともに、ホームページ内の国民向けのコーナーについて、令和５年度においても、引き続き、その意義・役割や投資案件の概要等を投資案件の写真を使うなどして分かりやすい情報発信に努めている。

（３）G P I Fの業務活動に関する情報公開

G P I Fでは、令和６年３月２６日に「スチュワードシップ活動報告」を公表し、令和５年度のスチュワードシップ活動の状況及び株主義決権行使の状況の概要についてホームページに掲載している。併せて、海外向けに英語版も作成しホームページに掲載している。また、E S G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、令和５年８月に「２０２２年度 E S G活動報告」を刊行し、同年９月に英語版も公表している。

（４）分かりやすい情報公開に向けた新たな取組

G P I Fでは、令和２年度に策定した「G P I Fにおける当面の広報方針」をもとに、令和５年度も引き続き情報発信を強化した。

令和５年度は、新型コロナウイルス感染症が５類に移行し、様々な経済・社会活動が正常化に向かった。このような背景から、G P I Fの広報活動は、公式のソーシャルメディアやホームページなど、オウンドメディアの活用に注力した。公式Y o u T u b eチャンネルは、新たに正規職員を採用し、動画制作の内製化を図るとともに、配信本数を２３本に増やした。理事兼C I Oが四半期ごとの運用実績を、その時々で発信したいトピックスも交えて解説する「植田C I Oに聞いてみよう」を定例化したほか、調査数理部の職員が金融リテラシー向上に資する内容を解説する「G P I Fの広報、調査数理部に学ぶ」等を制作した。公式Xは、P D C Aに基づく改善を行いながら、運用実績や長期分散投資の効用等を投稿した。また、「G P I FのE S G・スチュワードシップ活動」シリーズを新設し、E S G関連の情報発信強化に努めた。ホームページによる情報発信については、運用担当の中堅職員がインタビュー形式で業務内容等を紹介する特設サイト

を新設したほか、「よくあるご質問」「用語集」なども大幅なリニューアルを実施している。これらの取組により、公式Y o u T u b eチャンネルの登録者数、視聴回数が過去最高を達成するなど、インターネットを介した広報が奏功しているとともに、年金制度におけるG P I Fの役割への理解がメディアに浸透し、年金積立金運用が長期国際分散投資であること等を踏まえた報道が多く見られている。

なお、令和5年度のG P I Fの役職員の講演等への登壇は、新型コロナウイルス感染症の5類移行を受け、対面式が大半となった。従来どおり依頼の多いE S G・スチュワードシップ活動、オルタナティブ投資関連の講演会に加え、令和5年度は運用の高度化について理事兼C I Oが初めて登壇した。さらに、一般の被保険者向けへの認知度・信頼度を高めるため、日本F P協会や大学生金融サークルが主催する講演会にも登壇するなど合計36回登壇し、情報発信に努めている。

積立金基本指針及び管理運用の方針の遵守状況

G P I Fでは、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. 1 3 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. 高度専門人材の確保、育成、定着等

高度で専門的な能力を必要とする業務等を明らかにするとともに、その人材の受入れに伴う環境整備を行う。

また、高度専門人材の管理運用法人に対する貢献を維持するため、業績評価を定期的に行うとともに、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、高度専門人材のノウハウや活動成果を管理運用法人の役職員に還元すること等を通じて、業務遂行能力の向上を目指す。

なお、高度専門人材の報酬水準については、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により、その適切な在り方を検討する。その結果については、国民に分かりやすく説明を行う。

これらの取組を通じて、運用の高度化・多様化等に伴う高度専門人材の確保・育成・定着を図る。

（1）受託者責任の徹底

GPIFでは、投資原則・行動規範をはじめとする関係法令及び業務方針等をGPIF内部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、メール等により役職員に周知を行っている。さらに、役職員全員がポケットサイズの投資原則・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、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。

このほか、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」の改訂（令和5年4月及び8月）を行い、これを周知し、役職員の意識の向上を図っている。

さらに、1月をコンプライアンス強化月間として、理事長によるコンプライアンスの遵守に関する訓示や、コンプライアンスに関する事項をテーマにしたディスカッション及びeラーニング研修を実施している。加えて、倫理規程やコンプライアンスについて一層の理解を促し、コンプライアンス違反の防止に資することを目的としてコンプライアンス集合研修を実施し、役職員の意識向上を図っている。

(2) 高度で専門的な人材の確保とその活用等

GPIFでは、高度で専門的な人材に必要とされる専門的能力を精査し、専門的能力が必要となる業務等を明確化している。その結果、オルタナティブ投資に対する適時適切な対応、内部牽制機能の強化、コンプライアンスの徹底及び法令遵守の確保等の一層的確な実施に向け、法務体制・機能の拡充・強化を図るために必要な法務の専門的知識を有する人材や、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。

GPIFは、これらの必要な人材の採用に当たって、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、令和5年度においては、外部コンサルタントの評価を加味した審査により、専門的な人材14名を採用している。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、目標に対する成果を評価する制度（目標管理型人事評価）を導入している。当該制度を適切に運用するため、評価者に対し、改めて制度に対する理解を浸透させるとともに、評価者間の評価基準に関する目線合わせを行うことを目的とした研修を実施している。令和5年度に契約更新を迎えた高度で専門的な職員については、この目標管理型人事評価の結果を活用し、更新の可否や更新条件等に係る判断を行っている。さらに、採用した高度で専門的な職員を講師とし、職員の能力向上を目的とした研修も実施している。

GPIFでは、運用のフロント業務だけではなく、ミドル・バック業務を含むGPIFの業務全般を担当する職員等の採用も積極的に行っており、令和5年度は正規職員を8名（専門的な人材14名を合わせると合計22名）採用している。なお、GPIFとして平成14年度以来となる新卒採用に取り組んだ結果、2名の内定者（令和6年度採用）を出している。

また、高度専門人材の報酬水準等の在り方については、「役職員の報酬・給与等について」の中で、民間調査会社の調査結果に基づいた民間資産運用業界の市場水準を用いて「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。

さらに、人材定着に資するため、育児中の職員が在宅勤務制度をより利用しやすくするよう、就労環境を整備している。

積立金基本指針及び管理運用の方針の遵守状況

GPIFでは、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. 1 4 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

3. 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。

G P I Fでは、令和5年度は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・共済事業団との4管理運用主体間で、各主体の基本ポートフォリオの検証結果について相互に共有する等、情報連携に努めた。

また、第6回G P I F F i n a n c e A w a r d sの実施にあたり、国家公務員共済組合連合会のほか厚生労働省、金融庁、文部科学省から後援の協力を得、表彰式及び受賞記念講演会を開催した。

積立金基本指針及び管理運用の方針の遵守状況

G P I Fでは、管理運用主体間の連携について、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. 1 5 国民から一層信頼される組織体制の確立

【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. 国民から一層信頼される組織体制の確立及び業務運営の透明性の確保

経営委員会は、管理運用法人の重要事項について議決し、その方針に沿って、理事長を始めとした役職員が与えられた裁量権限と責任の下で専門性を発揮し、適切に業務を執行するよう、役員の職務の執行の監督等の業務を行う。監査委員会は、コンプライアンスの徹底、業務執行の手続の適正性及びリスク管理等の観点から、経営委員会と連携をとって監査等を行うとともに、必要に応じて経営委員会に対して意見を提出する。また、理事長は、合議制の経営委員会の一員として意思決定に参加するとともに、管理運用法人を代表し経営委員会の定めるところに従って管理運用法人の業務を総理する。管理運用業務担当理事は、経営委員会の定めるところにより、経営委員会の会議に出席し、管理運用業務に関し意見を述べることができる。

このように、意思決定・監督を担う経営委員会、監査等を担う監査委員会及び執行を担う理事長等が、適切に役割分担及び連携を図ることにより、自律的なPDCAサイクルを十分機能させ、国民から一層信頼される組織体制の確立に努める。また、経営委員会の判断事例の蓄積を活用して、経営委員会の議決事項を再整理し、規程化するなど、ガバナンス改革の趣旨に沿って、透明性向上に資する一層の取組を強化する。

役職員の業務運営への積極的な関与を促進するため、役職員意識調査を年1回実施し、改善を図るような仕組みを検討・構築する。

GPIFでは、経営委員会（令和5年度に14回開催）において、年度計画、業務概況書等の重要事項の議決を行い、議決により定められた方針等に沿って、理事長をはじめとした役職員が与えられた裁量権限と責任の下で専門性を発揮し、適切に業務を執行するよう、役員の職務の執行の監督等を行った。

また、監査委員会（令和5年度に14回開催）は、監査委員会の運営に関する事項やGPIF内における課題等について審議や議決を行ったほか、コンプライアンスの確保、業務執行の手続きの適正性及びリスク管理等の観点から、経営委員、理事長及び理事を始め、執行部門の各部及び室に対する業務監査等を経営委員会と必要な連携をとって行っている。

さらに、理事長は合議制の経営委員会の一員として意思決定に参加するとともに、GPIFを代表し経営委員会の定めるところに従ってGPIFの業務を総理している。管理運用業務担当理事は、経営委員会の定めるところにより、経営委員会に出席し、管理運用業務に関する意見を述べている。

このように経営委員会、監査委員会及び理事長等が適切にそれぞれの役割を分担し、また相互に密接な連携を図ることにより、自律的なPDCAサイクルを機能させ、国民から一層信頼される組織体制の確立に努めている。

また、より一層の透明性向上を図るため、令和6年3月に開催した経営委員会において、令和5年度に開催した経営委員会の議決事項のうち原則的な考え方等があると判断される新たな議決事項について、経営委員会規程別表に追加する改正を行った。

加えて、業務運営への積極的な関与を促すため、職員面談を実施し、業務運営に係る意見等を聴取した。また、人事評価（能力評価）において、積極性（業務改善提案等の取組）を評価項目としており、職員の能動的な業務関与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

G P I F では、国民から一層信頼される組織体制の確立について、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. 1 6 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. 運用の多様化・高度化

(2) 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。運用対象の追加に当たっては、被保険者の利益に資することを前提に、経営委員会において幅広く検討を行う。

オルタナティブ投資については、伝統的資産との投資手法の違いや、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の固有のリスク等があることを踏まえ、高い専門性を有する投資フロント人材の確保及び外部アドバイザーの活用により良質な案件の選定力を高めるとともに、ミドル機能及びバック機能の充実をはじめとした体制整備を図る。また、各資産の収益力の安定性や超過収益力、流通市場の整備を含む市場環境の整備などのオルタナティブ資産固有の考慮要素について十分に検討した上で取組を進める。この間、また、リスク管理及び超過収益の安定的確保の観点からの検証を継続的に行い、その検証結果を十分に踏まえながら慎重な取組を進める。

加えて、個別性の高いオルタナティブ投資に対して適時適切に対応できるよう、法務機能の拡充・強化を図る。

4. 管理積立金の管理及び運用におけるリスク管理

(2) リスク管理・内部牽制機能強化のための体制整備等

運用資産が増大し、オルタナティブ投資も本格化する中で、ポートフォリオ全体のリスク管理を適切に行う観点から、統合的かつ複眼的なリスク管理を進めるとともに、ミドル・バック機能の充実・強化を図り、牽制体制を多重化するなど、運用リスクを適切に管理するための体制を整備する。

また、リスク管理の高度化を推進する観点から、投資判断用データベースの構築や各種ツールの整備を一層進めるとともに、気候変動リスク分析や長期の多期間シナリオ分析など、長期投資の視点からのリスク管理手法の調査・研究を進める。

さらに、業務リスクのPDCAサイクルを着実に実行し、事案発生時の適切な対応を促すとともに、内部牽制機能の強化を図るため、法務機能の拡充・強化を図る。

(1) 運用対象の多様化

GPIFでは、伝統的な投資対象資産（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、より大きな分散投資効果が期待できる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により、運用の効率性向上及び年金財政の安定化を目指している。

令和5年度においては、LPSへの投資では、インフラストラクチャー分野で3件、プライベートエクイティ分野で2件、不動産分野で1件の契約を締結した。また運用受託機関の選定（投資一任方式）においては、インフラストラクチャー分野で既存運用受託機関1社の新規ファンド・オブ・ファンズ（F o F）に投資を実行したことに加え、不動産分野で新たに選定した1社で運用を開始した。選定に当たっては、運用受託機関とのアラインメントを強化する観点から、成功報酬に重きを置いた報酬体系の導入に加え、利益相反に関する管理・対応態勢についても注視している。

GPIFでは、個別性の高いオルタナティブ投資に対して適時適切に対応するため、オルタナティブ投資の専門性を有する弁護士の採用や外部弁護士の配置等の体制の強化を行っている。令和5年度は、①専門性を有する外部の弁護士事務

所の活用、②契約書類のレビューができる弁護士1名を採用、③社内弁護士の経験を有する弁護士1名をオルタナティブ投資部に配置するなど、大幅に進捗した。

さらに、フロントの運用専門職人材の新規採用を行うとともに、ミドルチームについては、法人内での人事異動も活用しながら業務知識・ノウハウの共有、人材育成に努めるなど、一層の体制強化を図っている。

オルタナティブ投資については、近年、運用体制の整備を進めつつ、資産額が着実に増加しており、令和5年度末の同資産の時価総額は3兆6,972億円となり、年金積立金全体に占める割合は1.46%となった。

また、運用の多様化・高度化に向けた取組の一環として、運用に係る損失の危険の管理を一層推進し、リバランスを効率化することを目的として、インハウスにおける外債先物取引及び為替フォワード取引開始に向けての準備を進め、経営委員会に事前報告した。また、インハウス運用における国債ファンドを活用し、委託運用を含めた国内債券ポートフォリオ全体の金利リスクを管理している。

なお、既に導入している株価指数先物取引については、取引状況を四半期ごとに経営委員会に報告した。

(2) リスク管理、内部牽制機能の強化のための体制整備等

GPIFでは、基本ポートフォリオを適切に管理するため、インハウスで実施した株価指数先物取引の情報、決定したリバランス情報も迅速に反映するなど、引き続き適時適切に把握・分析を実施している。

また、運用が高度化・複雑化する中で、リスクを資産横断で詳細に分析及び評価する重要性が増してきていることから、ポートフォリオ全体のリスク管理をより適切に行うために、リスク管理ツールAladdin及びBarraoneでも日次でかつ観測期間や保有期間も複数で計測しており、乖離分析に当たっては、資産配分効果などの従来の要因分析に加え、金利やクレジット等のリスクファクターや投資戦略ごとに複眼的かつ多角的な分析を実施している。

さらに、オルタナティブ資産の年金積立金全体に占める割合の増加に伴い、リスク管理をより精緻に行う観点から、インフラストラクチャー及び不動産を為替調整した上で分離し、「伝統資産+プライベートエクイティ」ポートフォリオ及び「インフラストラクチャー+不動産」ポートフォリオでのリスク管理を新たに日次で実施している。

リスク計測に用いるデータもABOR（会計・開示用データ）に加え、INAV（投資判断用NAV）も用い、適時的確なリスク情報を収集・分析し、オルタナティブ資産も含めた統合的かつ複眼的なリスク管理を進めた。また、新たにオルタナティブ資産と伝統資産の運用パフォーマンスをより正確に比較することが可能な計測法として、「Spread Based Direct Alpha（SBD A）」を開発し、定量評価を開始した。内部収益率や投資倍率といった絶対評価に加え、SBD Aによる上場市場に対する相対評価を通じた複眼的な管理・評価を行うことで、管理・運用業務の専門性を向上させた。

オルタナティブ投資については、オルタナティブ資産固有のリスク項目の洗い出しを含む運用リスク管理フレームワークのもと、オルタナティブ担当部署のフ

ロントチームとミドルチーム及びG P I F全体のリスク管理担当部署がより密接に連携してリスク管理を実施しており、顕在化したリスク事象のモニタリング及びパフォーマンス管理指標を含む定量データのモニタリング方法の整理・高度化を行い、リスク管理体制の更なる強化を実施している。

G P I Fの内部統制機能については、内部統制・危機管理に高い専門性を有する外部弁護士・法律事務所のネットワークを構築したことなどにより、リスク管理や法令遵守の確保等を的確に実施するための法務体制・機能の拡充・強化を進めた。

なお、G P I Fでは、運用に関する多様化・高度化それに伴うリスク管理の強化を一層推進するためには、情報システムの整備・運用等についても高度な取組が必要となることから、システム等の専門家としての見地から助言等を行う「シニア I Tアドバイザー」を令和4年度に創設し、令和5年度は当該シニア I Tアドバイザーを活用して次期中期計画に向けてシステムの高度化等のための検討を行っている。

積立金基本指針及び管理運用の方針の遵守状況

G P I Fでは、運用対象の多様化及びリスク管理の強化について、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. 1 7 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

3. 調査研究

管理積立金の管理及び運用に関する調査研究について、将来にわた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観点から、大学やシンクタンク等を始めとした法人外部のリソースも活用しつつ、「専ら被保険者の利益のため」という目的に即した調査研究等に取り組む。具体的には、基本ポートフォリオに係る調査研究や、運用の多様化・高度化、サステナビリティを重視した投資活動の推進、リスク管理・内部統制機能の強化、先端技術の活用等に資する調査研究及び持続可能な開発目標（SDGs）の実現に向けた官民の活動が、長期的な被保険者の利益と、安全かつ効率的な資産運用に資することの検証等に積極的に取り組む。その際、高度専門人材を活用した法人内での体制整備、調査研究で得られたノウハウの法人内での蓄積及び人材育成の一層の推進に留意するとともに、法人外部のリソースを活用した調査研究を実施する場合には、情報漏えい対策等を徹底する。

さらに、経営委員会の適切な関与の下、調査研究のテーマの設定、研究成果の達成目標の設定、評価、業務への活用等の調査研究業務に係るPDCAサイクルの取組を強化する。その際、調査研究に関する費用対効果の適切な検証に努める。

GPIFでは、「専ら被保険者の利益のため」という目的に即し、年金積立金の管理及び運用を長期的な観点から安全かつ効率的に行うことに資するよう、「インフラ資産の公正価値評価にかかる調査研究」、「有識者等の年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）に対する見方等に関する調査研究」、「基本ポートフォリオに関する海外年金調査」を実施している。これらの実施にあたっては、委託先や共同研究先と頻繁に意見交換を行い、ノウハウの蓄積を図っている。さらに、今後の調査研究テーマの選定においても、実務への貢献を重点に置きつつ検討を進めている。

また、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積立金を安全かつ効率的に運用するためには、年金運用に関する学術研究態勢の強化を継続的に進める環境づくりが必要と考えており、その一環として、平成28年度にGPIFFinance 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る。令和4年度に本事業の総括を実施したところ、本取組は貴重かつ有意義であるが、業務負担の軽減の観点から、毎年度ではなく、適時適切に実施することが望ましいとの結論を得た。これを踏まえて、令和5年度においては、第6回GPIFFinance Awardsを実施し、2名の研究者を表彰し、表彰式及び受賞記念講演会を開催した。さらに、過去の受賞者からの知見の共有及び受賞者同士の交流を目的とした勉強会を実施した。

また、令和5年度には新たな試みとして、将来的に年金積立金の運用に関する研究に携わる研究者の裾野を広げていくために、全国の大学・大学院に在籍する学生を対象としたGPIFFinance Awards for Studentsを実施し、5名の学生を表彰するとともに、その内容を広く周知し、更なる研究の深化を奨励している。

さらに、国内外で開催される専門調査機関等が主催する会議に参加し、国内外の情報収集や意見交換を積極的に行っている。

なお、G P I Fでは、情報漏洩防止を図るため、調査研究業務の委託先に対し、G P I F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、情報セキュリティ委員会及び内部統制委員会に報告している。

積立金基本指針及び管理運用の方針の遵守状況

G P I Fでは、調査研究業務の充実等について、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。

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^(※)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】

$$\text{投下元本平残} = \text{期初の運用資産時価} + \text{キャッシュフローの加重平均}$$

$$\text{キャッシュフローの加重平均} = \frac{\sum i (\text{i 番目のキャッシュフロー} \times \text{i 番目のキャッシュフロー発生時から期末までの日数})}{\text{期中の合計日数}}$$

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。財投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で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、令和3年1月末に会計区分を売買目的有価証券に変更（変更後、令和2年度中に全て売却）するまで満期保有目的債券として管理していたため、償却原価法に基づく簿価による収益額を記載した。

なお、財投債による運用は、令和2年度中に終了した。

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】

収益率 = 運用収入 / 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。）

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年目の利回り) × (1 + 2年目の利回り) × (1 + 3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～令和5年度)

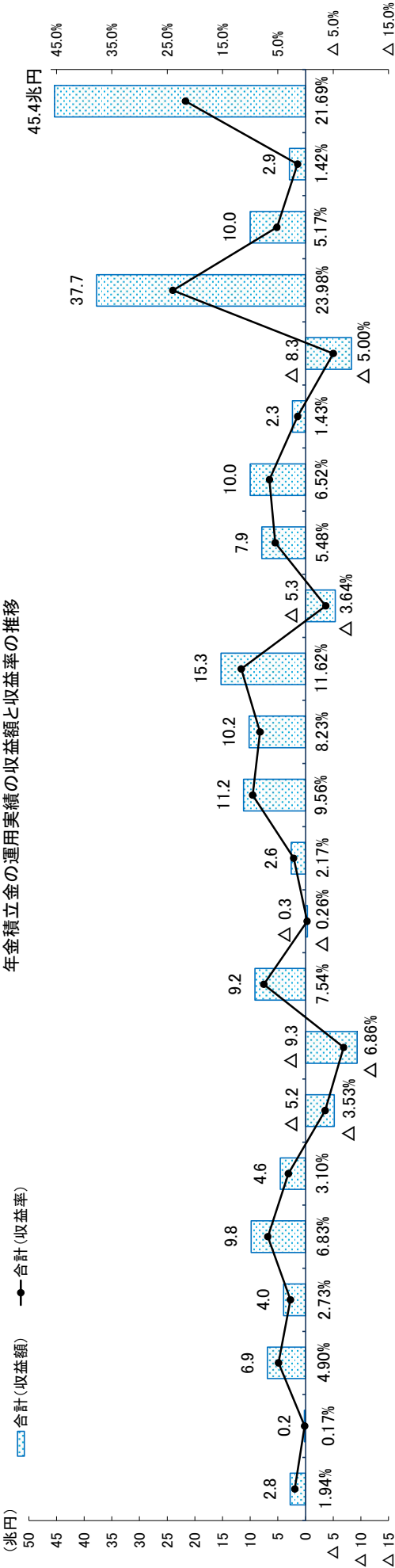
		(単位：億円)																							GPIF設立後 (平成13～令和5年度) (上段：運用収益額) (下段：平均収益率)	
																									自主運用開始後 (平成13～令和5年度) (上段：運用収益額) (下段：平均収益率)	
会 計	資産額(年度末)	平成13年度	平成14年度	平成15年度	平成16年度	平成17年度	平成18年度	平成19年度	平成20年度	平成21年度	平成22年度	平成23年度	平成24年度	平成25年度	平成26年度	平成27年度	平成28年度	平成29年度	平成30年度	令和元年度	令和2年度	令和3年度	令和4年度	令和5年度		
合 計	資産額	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	1,534,130	1,641,245	1,664,845	1,579,128	1,945,186	2,046,256	2,079,910	2,555,650		
	収益率	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	78,930	100,293	23,462	△ 83,200	377,326	100,494	29,198	453,596	1,644,801	
	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%	5.48%	6.52%	1.43%	△ 5.00%	23.98%	5.17%	1.42%	21.69%	4.33%	
厚生年金	資産額	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	1,444,462	1,549,035	1,573,302	1,493,896	1,841,927	1,940,615	1,975,392	2,430,478		
	収益率	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	74,076	94,401	22,133	△ 78,605	356,837	95,174	27,664	431,030	1,551,981	
	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%	5.47%	6.51%	1.43%	△ 5.00%	23.96%	5.16%	1.42%	21.69%	4.33%	
国民年金	資産額	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	89,668	92,210	91,543	85,232	103,259	105,642	104,518	125,173		
	収益率	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	4,854	5,892	1,329	△ 4,595	20,489	5,319	1,493	22,567	92,820	
	収益率	1.29%	△ 0.39%	4.78%	2.77%	6.88%	3.07%	△ 3.38%	△ 7.99%	7.48%	△ 0.25%	2.15%	9.52%	8.31%	11.79%	△ 3.72%	5.63%	6.70%	1.46%	△ 5.07%	24.33%	5.23%	1.43%	21.79%	4.30%	

※ 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)

（単位：億円）

年度	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）
平成13年度	△ 1,421	38,607	37,186	△ 248	2,263	2,015	△ 4,513	6,902	△ 11,415	27,787
平成14年度	△ 12,891	31,071	18,180	△ 1,153	1,897	744	△ 10,671	5,893	△ 16,565	2,360
平成15年度	33,351	22,884	56,236	2,386	1,523	3,909	12,986	4,417	8,569	68,714
平成16年度	19,774	16,125	35,899	1,537	1,044	2,581	4,584	3,476	1,107	39,588
平成17年度	73,606	10,776	84,382	5,171	758	5,928	10,571	2,537	8,034	98,344
平成18年度	34,308	7,454	41,762	2,202	607	2,809	2,845	1,747	1,098	45,669
平成19年度	△ 50,355	4,344	△ 46,011	△ 3,228	334	△ 2,894	△ 1,947	925	△ 2,872	△ 51,777
平成20年度	△ 87,107	824	△ 86,283	△ 5,878	15	△ 5,862	△ 804	227	△ 1,031	△ 93,176
平成21年度	86,008	50	86,059	5,280	3	5,283	284	73	212	91,554
平成22年度	△ 3,066	15	△ 3,051	△ 196	3	△ 193	△ 2	17	△ 19	△ 3,263
平成13年度から平成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
平成23年度	24,184	17	24,201	1,659	3	1,662	－	－	－	25,863
平成24年度	104,691	16	104,707	7,291	2	7,293	－	－	－	112,000
平成25年度	95,317	12	95,329	6,621	1	6,622	－	－	－	101,951
平成26年度	142,754	7	142,762	9,865	1	9,865	－	－	－	152,627
平成27年度	△ 50,085	3	△ 50,081	△ 3,417	0	△ 3,417	－	－	－	△ 53,498
平成28年度	74,071	5	74,076	4,854	0	4,854	－	－	－	78,930
平成29年度	94,398	3	94,401	5,892	0	5,892	－	－	－	100,293
平成30年度	22,131	3	22,133	1,328	0	1,329	－	－	－	23,462
令和元年度	△ 78,606	1	△ 78,605	△ 4,595	0	△ 4,595	－	－	－	△ 83,200
令和2年度	356,836	0	356,837	20,489	0	20,489	－	－	－	377,326
令和3年度	95,174	0	95,174	5,319	0	5,319	－	－	－	100,494
令和4年度	27,664	0	27,664	1,493	0	1,493	－	－	－	29,158
令和5年度	431,029	0	431,030	22,567	0	22,567	－	－	－	453,596
平成13年度から令和5年度までの合計	1,431,771	132,219	1,563,988	85,241	8,454	93,695	13,332	26,214	△ 12,882	1,644,801

(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)
平成28年度末	1, 103, 321 (1, 444, 462)	73, 186 (89, 668)	1, 176, 506 (1, 534, 130)
平成29年度末	1, 119, 295 (1, 549, 035)	73, 132 (92, 210)	1, 192, 427 (1, 641, 245)
平成30年度末	1, 125, 431 (1, 573, 302)	74, 437 (91, 543)	1, 199, 868 (1, 664, 845)
令和元年度末	1, 128, 931 (1, 493, 896)	76, 142 (85, 232)	1, 205, 074 (1, 579, 128)
令和2年度末	1, 134, 126 (1, 841, 927)	75, 498 (103, 259)	1, 209, 625 (1, 945, 186)
令和3年度末	1, 140, 140 (1, 940, 615)	77, 561 (105, 642)	1, 217, 701 (2, 046, 256)
令和4年度末	1, 147, 253 (1, 975, 392)	78, 745 (104, 518)	1, 225, 998 (2, 079, 910)
令和5年度末	1, 171, 309 (2, 430, 478)	81, 232 (125, 173)	1, 252, 542 (2, 555, 650)

(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。

(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		G P I F 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
平成28年度末	0	85,387	1,091,119	1,176,506
平成29年度末	0	77,778	1,114,649	1,192,427
平成30年度末	0	72,936	1,126,932	1,199,868
令和元年度末	0	73,041	1,132,033	1,205,074
令和2年度末	0	84,093	1,125,532	1,209,625
令和3年度末	0	80,612	1,137,090	1,217,701
令和4年度末	0	78,832	1,147,166	1,225,998
令和5年度末	0	96,244	1,156,298	1,252,542

(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。

(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。

(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	運用収入を除く 積立金の増減
平成13年度末	1,345,967	97,348	1,443,315	△ 23,697	27,787	(注2) △ 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
平成28年度末	1,444,462	89,668	1,534,130	107,051	78,930	28,121
平成29年度末	1,549,035	92,210	1,641,245	107,114	100,293	6,821
平成30年度末	1,573,302	91,543	1,664,845	23,600	23,462	138
令和元年度末	1,493,896	85,232	1,579,128	△ 85,717	△ 83,200	△ 2,517
令和2年度末	1,841,927	103,259	1,945,186	366,059	377,326	△ 11,267
令和3年度末	1,940,615	105,642	2,046,256	101,070	100,494	576
令和4年度末	1,975,392	104,518	2,079,910	33,654	29,158	4,496
令和5年度末	2,430,478	125,173	2,555,650	475,740	453,596	22,144

(注1) 年金特別会計の積立金に、G P I F (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。

(平成26年 総務省、財務省、文部科学省、厚生労働省 告示第1号)
(最終改正 令和2年 総務省、財務省、文部科学省、厚生労働省 告示第1号)

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（平成二十四年法律第六十三号）の施行に伴い、並びに厚生年金保険法（昭和二十九年法律第百十五号）第七十九条の四第一項及び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附則第二十八条第一項の規定に基づき、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を次のように定め、同法の施行の日（平成二十七年十月一日）から適用することとしたので、厚生年金保険法第七十九条の四第六項及び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附則第二十八条第一項の規定に基づき公表する。

平成二十六年七月三日

総務大臣臨時代理 国務大臣 田村 憲久
財務大臣 麻生 太郎
文部科学大臣 下村 博文
厚生労働大臣 田村 憲久

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

第一 積立金の管理及び運用に関する基本的な方針

- 一 積立金（厚生年金保険法（以下「法」という。）第七十九条の二に規定する積立金という。以下同じ。）の運用は、積立金が厚生年金保険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（法第七十九条の三第三項の規定により共済各法（同項に規定する共済各法をいう。）の目的に沿って運用する場合においては、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こと。
- 二 積立金の運用は、厚生年金保険事業の財政上の諸前提（法第二条の四第一項に規定する財政の現況及び見通し（以下「財政の現況及び見通し」という。）を作成する際に用いられる厚生年金保険事業の財政上の諸前提をいう。以下同じ。）を踏まえ、保険給付等に必要な流動性を確保しつつ、必要となる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。以下同じ。）を、最低限のリスクで確保することを目的として行うこと。

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の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。

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。

- 四 管理運用主体は、本指針及び管理運用の方針に従って管理積立金の管理及び運用を行わなければならないこと。
- 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。
- 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《日本版スチュワードシップ・コード》（平成二十六年二月二十六日日本版スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会取りまとめ）を踏まえ、スチ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。
- 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に、保険給付等に必要な流動性を確保すること。
- 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。
- 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。
- 十二 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なもの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。

第四 その他積立金の管理及び運用に関する重要事項

- 一 管理運用主体は、基本ポートフォリオを見直す場合において、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。）を策定すること。

- 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、管理運用主体の資産全体及び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。
- 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。
- 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。
- 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。
- 六 主務大臣は、管理運用主体に対し、積立金の運用評価等に用いる厚生年金保険の被保険者の賃金上昇率等の実績を適時に提供すること。
- 七 主務大臣は、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、本指針に検討を加え、必要に応じ、これを変更すること。

管理運用の方針

平成27年9月30日付厚生労働省発年0930第3号承認
変更：平成29年10月2日付厚生労働省発年1002第7号承認
変更：令和2年3月31日付厚生労働省発年0331第16号承認

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（平成24年法律第63号）附則第28条第3項の規定によりその例によることとされた同法第1条の規定による改正後の厚生年金保険法（昭和29年法律第115号）第79条の6第1項の規定に基づき、年金積立金管理運用独立行政法人（以下「管理運用法人」という。）の管理運用の方針を次のとおり定め、同法の施行の日（平成27年10月1日）から適用する。

平成27年9月30日

年金積立金管理運用独立行政法人
理事長 三谷 隆博

第1 管理積立金の管理及び運用の基本的な方針

1. 基本的な考え方

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。）の運用は、管理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。

また、「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」（平成26年総務省、財務省、文部科学省、厚生労働省告示第1号。）の内容に従って管理積立金の管理及び運用を行う。

積立金の運用については厚生年金保険法第79条の5第1項の規定により管理運用主体（管理運用法人、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・共済事業団をいう。以下同じ。）が共同して、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。）を定めることとされており、これを参酌して、長期的な観点からの資産構成割合（以下「基本ポートフォリオ」という。）を策定し、リターン・リスク等の特性が異なる複数の資産への分散投資を基本として、管理積立金の運用を行う。

なお、その際には、管理積立金の管理及び運用に関する具体的な方針を策定し、公表するとともに、経済環境が激しく変化することを踏まえ、適時適切にその内容について検討を加え、必要に応じて速やかに見直しを行う。

2. 国民から一層信頼される組織体制の確立及び業務運営の透明性の確保

経営委員会は、管理運用法人の重要事項について議決し、その方針に沿って、理事長を始めとした役職員が与えられた裁量権限と責任の下で専門性を発揮し、適切に業務を執行するよう、役員の職務の執行の監督等の業務を行う。監査委員会は、コンプライアンスの徹底、業務執行の手続の適正性及びリスク管理等の観点から、経営委員会と連携をとって監査等を行うとともに、必要に応じて経営委員会に対して意見を提出する。また、理事長は、合議制の経営委員会の一員として意思決定に参加するとともに、管理運用法人を代表し経営委員会の定めるところに従って管理運用法人の業務を総理する。管理運用業務担当理事は、経営委員会の定めるところにより、経営委員会の会議に出席し、管理運用業務に関し意見を述べるができる。

このように、意思決定・監督を担う経営委員会、監査等を担う監査委員会及び執行を担う理事長等が、適切に役割分担及び連携を図ることにより、自律的なPDCAサイクルを十分機能させ、国民から一層信頼される組織体制の確立に努める。また、経営委員会の判断事例の蓄積を活用して、経営委員会の議決事項を再整理し、規程化するなど、ガバナンス改革の趣旨に沿って、透明性向上に資する一層の取組を強化する。

役職員の業務運営への積極的な関与を促進するため、役職員意識調査を年1回実施し、改善を図るような仕組みを検討・構築する。

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。

2. 市場及び民間の活動への影響に対する考慮

管理積立金の運用に当たっては、市場の価格形成や民間の投資行動等を歪めないよう、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とともに、情報発信を含む自らの行動が市場に過大なインパクトを与えることで、結果的に自ら不利益を被ることがないように、十分留意する。

また、企業経営等に直接的かつ過大な影響が及ばないように十分に考慮し、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) 株式運用において個別銘柄の選択は行わない。

3. 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。

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

1. 基本的な運用手法及び運用目標

(1) 基本ポートフォリオに基づく運用

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、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。

利子や配当収入を含め、世界経済の成長の果実を長期的かつ安定的に獲得するとともに、リスク管理の観点から、資産や地域等を分散させた長期国際分散投資を基本とする。

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。

(2) ベンチマーク収益率の確保

各年度における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よう努めるとともに、中期目標期間においても各々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。

パフォーマンス評価に当たっては、ベンチマーク収益率をもとに適切な方法を用いるとともに、その結果を経営委員会に報告する。その際、資産配分効果、ベンチマーク選択効果、ファンド選択効果等、できる限り投資行動に沿った要因分解を行い、投資行動のPDCAサイクルが回るように努める。

なお、ベンチマーク収益率との比較による評価は、基本ポートフォリオの大幅な変更の際には市場への影響に考慮して移行期間が必要となること、厚生労働大臣への寄託金の償還及び年金特別会計への納付等のためベンチマークに含まれない短期資産を保有する必要があること、税金及び取引執行費用等はベンチマーク収益率に反映されていないこと等を踏まえて行う。

(3) モデルポートフォリオの策定

他の管理運用主体と共同して、モデルポートフォリオを策定する。

(4) モデルポートフォリオの見直し

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、又は大きく変化する可能性がある等、経営委員会がその必要性を認めるときは、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、必要な修正を行う。このようなモデルポートフォリオの検証は、基本ポートフォリオの検証において必要と判断されたときに実施する。

(5) 基本ポートフォリオの基本的考え方

経営委員会が策定する基本ポートフォリオは、モデルポートフォリオを参酌し、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策定する。

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するとともに、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、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。

(6) 基本ポートフォリオ

① 資産区分ごとの構成割合と乖離許容幅

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	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	±7%	±6%	±8%	±7%
	±11%		±11%	

(注) 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。

② 乖離許容幅の考え方

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こととする。た

だし、その際の見通しは、合理的な根拠を持つものでなければならない。

③ オルタナティブ資産運用の在り方

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％を上限とする。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。

（７）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、基本ポートフォリオの検証は中期目標期間中に適時適切に実施するほか、策定時に想定した運用環境が大きく変化する可能性がある等経営委員会が必要と認めるときは、見直しの検討を行い、必要に応じて速やかに修正を行う。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。

（８）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。

２．運用の多様化・高度化

（１）運用手法

運用手法については、新たな手法の導入等に伴い経営委員会が重要事項と判断する事項についてその審議を経て議決を行うなど、経営委員会による適切な監督の下で、適切なリスク管理を行う。

運用に当たっては、原則としてパッシブ運用と超過収益の獲得を目指すアクティブ運用を併用する。ただし、アクティブ運用については、定量的な実績を勘案した定性評価に基づき、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とともに、スタイル分散を図る等アクティブ運用機関のマネジャー・ストラクチャーを管理する。また、平成３０年度より導入している新実績連動報酬体系等を通じて、アクティブ運用受託機関とのアラインメント強化とアクティブ運用受託機関のセルフガバナンス向上を図る。

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、幅広い観点

から検討するとともに、ベンチマークにより難いオルタナティブ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、インデックス・ポスティングを通じて、ベンチマークとなり得る様々なインデックスに関する情報収集・分析を継続的に行う。

（２）運用対象の多様化

運用対象については、第１の１の基本的な方針に基づき、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。運用対象の追加に当たっては、被保険者の利益に資することを前提に、経営委員会において幅広く検討を行う。

オルタナティブ投資については、伝統的資産との投資手法の違いや、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の固有のリスク等があることを踏まえ、高い専門性を有する投資フロント人材の確保及び外部アドバイザーの活用により良質な案件の選定力を高めるとともに、ミドル機能及びバック機能の充実による体制整備を図る。また、各資産の収益力の安定性や超過収益力、流通市場の整備を含む市場環境の整備などのオルタナティブ資産固有の考慮要素について十分に検討した上で取組を進める。この間、また、リスク管理及び超過収益の安定的確保の観点からの検証を継続的に行い、その検証結果を十分に踏まえながら慎重な取組を進める。

加えて、個別性の高いオルタナティブ投資に対して適時適切に対応できるよう、法務機能の拡充・強化を図る。

３．運用受託機関等の選定、評価及び管理

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、定期的に運用受託機関等の評価を行い、資金配分の在り方等を含め、適時に見直す。また、運用受託機関の選定に当たっては、個別運用機関ごとの評価だけでなく、スタイル分散等のマネジャー・ストラクチャーについても勘案する。

超過収益の獲得やスチュワードシップ活動など、より付加価値の高い運用受託機関等の採用に向けた評価手法の高度化を図るとともに、運用の高度化・多様化に対応した、より柔軟かつ質の高い資産管理機関の利用及び運用データの利活用の促進を図る。

また、運用フロントの専門性を最大限発揮させるためのミドル・バック体制の強化を図る。

４．管理積立金の管理及び運用におけるリスク管理

（１）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。リスク管理の状況については、理事長から経営委員会に対して定期的に報告し、経営委員会におい

でも適切にモニタリングを行う。

また、具体的なリスク管理の方法については、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、以下によることとする。

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、必要な措置を講ずる。

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・分析等を行うとともに、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、運用目標、運用手法、リスク指標、ベンチマーク等に関する運用ガイドラインを示すとともに、各社の運用状況及びリスク負担の状況や運用体制の変更等を把握し、適切に管理、評価する。また、運用受託機関の運用スタイル分散を図る等マネジャー・ストラクチャーについて適切な管理を行う。

④ 各資産管理機関

資産管理機関に対し、資産管理の目標、管理手法、体制等に関する資産管理ガイドラインを示すとともに、各機関の資産管理状況や資産管理体制の変更を把握し、適切に管理及び評価する。また、BCP等の観点から資産管理機関の複数化を進めるとともに、運用の高度化・多様化に対応した資産管理の体制整備を進める。

⑤ 自家運用

運用目標、運用手法、リスク指標、ベンチマーク等に関する運用ガイドラインを定め、適切に管理する。

⑥ トランジションマネジメント

資産配分変更、ベンチマーク変更、マネジャー変更等、様々な投資動機に伴い発生する資金移動のコストを適切に管理する体制及び仕組みの整備を行う。

(2) リスク管理・内部牽制機能強化のための体制整備等

運用資産が増大し、オルタナティブ投資も本格化する中で、ポートフォリオ全体のリスク管理を適切に行う観点から、統合的かつ複眼的なリスク管理を進めるとともに、ミドル・バック機能の充実・強化を図り、牽制体制を多重化するなど、運用リスクを適切に管理するための体制を整備する。

また、リスク管理の高度化を推進する観点から、投資判断用データベースの構築や各種ツールの整備を一層進めるとともに、気候変動リスク分析や長期の多期間シナリオ分析など、長期投資の視点からのリスク管理手法の調査・研究を進める。

さらに、業務リスクのPDCAサイクルを着実に実行し、事案発生時の適切な対応を促すとともに、内部牽制機能の強化を図るため、法務機能の拡充・強化を図る。

5. スチュワードシップ責任を果たすための活動

企業経営等に直接影響を与えることを避ける趣旨から、株主義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、管理運用法人としての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」という。）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。また、スチュワードシップ活動の効果の評価については、管理運用法人と運用受託機関との双方向のコミュニケーションによるエンゲージメント等を通じながら検討することとし、スチュワードシップ活動状況については「スチュワードシップ活動報告」をとりまとめ、経営委員会へ報告する。

「責任ある機関投資家」の諸原則《日本版スチュワードシップ・コード》を踏まえ、「スチュワードシップ責任を果たすための方針」に沿った対応を行う。

6. ESGを考慮した投資等

管理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とともに、その効果を継続的に検証していく。

取組が先行している株式運用以外においても、各資産ごとに異なる特性などを踏まえながら、ESGを考慮した取組を進める。

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

1. 情報発信・広報及び透明性の確保

国民の関心等に応じて戦略的に情報発信や広報活動の在り方を検討し、専門家のみならず国民やメディアに対する情報発信や広報活動の一層の充実に継続的に取り組むとともに、その評価や効果の把握・分析に努める。

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、各運用受託機関等の状況、管理運用委託手数料、運用受託機関等の選定等を含む。）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。

また、管理運用法人が、数十年の投資期間を有する超長期投資家であり、かつ、今後数十年にわたり積立金が大きく積み上がっていく可能性が大きい、という特性を有することを踏まえ、そのあるべき運用の姿について多面的な観点（長期国際分散投資の必要性、オルタナティブ投資の意義、スチュワードシップ活動やESG投資の考え方等）から国民の理解を得られるよう、分かりやすい情報発信の在り方について検討を深める。

その際、管理運用法人のホームページや業務概況書等の一層の充実に図るほか、役員の講演等を含め案件の性格に応じた効果的な情報発信を工夫する。

こうした広報の取組については、定期的に検証等を行い、その結果を踏まえて、取組内容を継続的に改善する。

さらに、経営委員会が重要事項と判断する事項については、経営委員会の審議を経て議決を行うなど、経営委員会による適切な監督の下で、その透明性を確保するとともに、経営委員会の審議の透明性の確保を図るため、議事録等及び議事概要をそれぞれ厚生労働省令（年金積立金管理運用独立行政法人の業務運営、財務及び会計並びに人事管理に関する省令（平成18年厚生労働省令第60号））で定める期間の経過後速やかに公表する。

加えて、管理運用法人が行う年金積立金の管理及び運用の透明性を更に高めるため、保有する全ての有価証券の銘柄名（債券については発行体名）と当該有価証券の時価総額を公表する。併せて、オルタナティブ投資の投資案件についても、できるだけ分かりやすい形での情報開示を進めるとともに、運用会社等に対して支払っている実質的な費用について、できる限り詳細なレベルで把握した上で、適切な情報開示の在り方を検討する。その際、運用会社等との契約内容にも配慮する。

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。

2. 高度専門人材の確保、育成、定着等

高度で専門的な能力を必要とする業務等を明らかにするとともに、その人材の受入れに伴う環境整備を行う。

また、高度専門人材の管理運用法人に対する貢献を維持するため、業績評価を定期的に行うとともに、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、高度専門人材のノウハウや活動成果を管理運用法人の役職員に還元すること等を通じて、業務遂行能力の向上を目指す。

なお、高度専門人材の報酬水準については、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により、その適切な在り方を検討する。その結果については、国民に分かりやすく説明を行う。

これらの取組を通じて、運用の高度化・多様化等に伴う高度専門人材の確保・育成・定着を図る。

3. 調査研究

管理積立金の管理及び運用に関する調査研究について、将来にわた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観点から、大学やシンクタンク等を始めとした法人外部のリソースも活用しつつ、「専ら被保険者の利益のため」という目的に即した調査研究等に取り組む。具体的には、基本ポートフォリオに係る調査研究や、運用の多様化・高度化、サステナビリティを重視した投資活動の推進、リスク管理・内部統制機能の強化、先端技術の活用等に資する調査研究及び持続可能な開発目標（SDGs）の実現に向けた官民の活動が、長期的な被保険者の利益と、安全かつ効率的な資産運用に資することの検証等に積極的に取り組む。その際、高度専門人材を活用した法人内での体制整備、調査研究で得られたノウハウの法人内での蓄積及び人材育成の一層の推進に留意するとともに、法人外部のリソースを活用した調査研究を実施する場合には、情報漏えい対策等を徹底する。

さらに、経営委員会の適切な関与の下、調査研究のテーマの設定、研究成果の達成目標の設定、評価、業務への活用等の調査研究業務に係るPDCAサイクルの取組を強化する。その際、調査研究に関する費用対効果の適切な検証に努める。

年金積立金運用関係法令

厚生年金保険法（昭和二十九年法律第百十五号）

第四章の二 積立金の運用

（運用の目的）

第七十九条の二 積立金（年金特別会計の厚生年金勘定の積立金（以下この章において「特別会計積立金」という。）及び実施機関（厚生労働大臣を除く。次条第三項において同じ。）の積立金のうち厚生年金保険事業（基礎年金拠出金の納付を含む。）に係る部分に相当する部分として政令で定める部分（以下「実施機関積立金」という。）をいう。以下この章において同じ。）の運用は、積立金が厚生年金保険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。

（積立金の運用）

第七十九条の三 特別会計積立金の運用は、厚生労働大臣が、前条の目的に沿った運用に基づく納付金の納付を目的として、年金積立金管理運用独立行政法人に対し、特別会計積立金を寄託することにより行うものとする。

- 2 厚生労働大臣は、前項の規定にかかわらず、同項の規定に基づく寄託をするまでの間、財政融資資金に特別会計積立金を預託することができる。
- 3 実施機関積立金の運用は、前条の目的に沿って、実施機関が行うものとする。ただし、実施機関積立金の一部については、政令で定めるところにより、国家公務員共済組合法（昭和三十三年法律第百二十八号）、地方公務員等共済組合法（昭和三十七年法律第百五十二号）又は私立学校教職員共済法（以下「共済各法」という。）の目的に沿って運用することができるものとし、この場合における同条の規定の適用については、同条中「専ら厚生年金保険」とあるのは、「厚生年金保険」とする。

（積立金基本指針）

第七十九条の四 主務大臣は、積立金の管理及び運用が長期的な観点から安全かつ効率的に行われるようにするための基本的な指針（以下「積立金基本指針」という。）を定めるものとする。

2 積立金基本指針においては、次に掲げる事項を定めるものとする。

一 積立金の管理及び運用に関する基本的な方針

二 積立金の資産の構成の目標に関する基本的な事項

三 積立金の管理及び運用に関し管理運用主体（年金積立金管理運用独立行政法人、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・共済事業団をいう。以下同じ。）が遵守すべき基本的な事項

四 その他積立金の管理及び運用に関する重要事項

3 主務大臣は、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、積立金基本指針に検討を加え、必要に応じ、これを変更するものとする。

4 積立金基本指針を定め、又は変更しようとするときは、厚生労働大臣は、あらかじめ、積立金基本指針の案又はその変更の案を作成し、財務大臣、総務大臣及び文部科学大臣に協議するものとする。

5 財務大臣、総務大臣及び文部科学大臣は、必要があると認めるときは、厚生労働大臣に対し、積立金基本指針の変更の案の作成を求めることができる。

6 主務大臣は、積立金基本指針を定め、又は変更したときは、速やかに、これを公表するものとする。

（積立金の資産の構成の目標）

第七十九条の五 管理運用主体は、積立金基本指針に適合するよう、共同して、次条第一項に規定する管理運用の方針において同条第二項第三号の資産の構成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を定めなければならない。

2 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、前項に規定する積立金の資産の構成の目標に検討を加え、必要に応じ、これを変更しなければならない。

3 管理運用主体は、第一項に規定する積立金の資産の構成の目標を定め、又は変更したときは、遅滞なく、共同して、これを公表するとともに、主務大臣に送付しなければならない。

4 主務大臣は、第一項に規定する積立金の資産の構成の目標が積立金基本指針に適合しないと認めるときは、管理運用主体に対し、当該目標の変更を命ずることができる。

5 前項の規定による命令をしようとするときは、厚生労働大臣は、あらかじめ

め、積立金基本指針に適合するよう変更させるべき内容の案を作成し、財務大臣、総務大臣及び文部科学大臣に協議するものとする。

(管理運用の方針)

第七十九条の六 管理運用主体は、その管理する積立金（地方公務員共済組合連合会にあつては、地方公務員共済組合連合会が運用状況を管理する実施機関の実施機関積立金を含む。以下この章において「管理積立金」という。）の管理及び運用（地方公務員共済組合連合会にあつては、管理積立金の運用状況の管理を含む。以下この章において同じ。）を適切に行うため、積立金基本指針に適合するように、かつ、前条第一項に規定する積立金の資産の構成の目標に即して、管理及び運用の方針（以下この章において「管理運用の方針」という。）を定めなければならない。

- 2 管理運用の方針においては、次に掲げる事項を定めるものとする。
 - 一 管理積立金の管理及び運用の基本的な方針
 - 二 管理積立金の管理及び運用に関し遵守すべき事項
 - 三 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
 - 四 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 管理運用主体は、積立金基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。
- 4 管理運用主体は、管理運用の方針を定め、又は変更しようとするときは、あらかじめ、当該管理運用主体を所管する大臣（以下この章並びに第百条の三の三第二項第一号及び第三項において「所管大臣」という。）の承認を得なければならない。
- 5 管理運用主体は、管理運用の方針を定め、又は変更したときは、遅滞なく、これを公表しなければならない。
- 6 管理運用主体は、積立金基本指針及び管理運用の方針に従つて管理積立金の管理及び運用を行わなければならない。
- 7 所管大臣は、その所管する管理運用主体の管理運用の方針が積立金基本指針に適合しなくなつたと認めるときは、当該管理運用主体に対し、その管理運用の方針の変更を命ずることができる。

(管理運用主体に対する措置命令)

第七十九条の七 所管大臣は、その所管する管理運用主体が、管理積立金の管理及び運用に係る業務に関しこの法律の規定若しくはこれに基づく命令の規定に違反し、又は当該管理運用主体の管理積立金の管理及び運用の状況が、積立金基本指針若しくは当該管理運用主体の管理運用の方針に適合しないと

認めるときは、当該管理運用主体に対し、当該業務の運営を改善するために必要な措置又は当該管理積立金の管理及び運用の状況を積立金基本指針若しくは当該管理運用の方針に適合させるために必要な措置をとることを命ずることができる。

（管理積立金の管理及び運用の状況に関する公表及び評価）

第七十九条の八 管理運用主体は、各事業年度の決算完結後、遅滞なく、当該事業年度における管理積立金の資産の額、その構成割合、運用収入の額その他の主務省令で定める事項を記載した業務概況書を作成し、これを公表するとともに、所管大臣に送付しなければならない。

- 2 所管大臣は、その所管する管理運用主体の業務概況書の送付を受けたときは、速やかに、当該管理運用主体について、管理積立金の管理及び運用の状況（第七十九条の三第三項ただし書の規定による運用の状況を含む。）その他の管理積立金の管理及び運用に関する主務省令で定める事項について評価を行い、その結果を公表するものとする。
- 3 所管大臣は、第一項の規定による業務概況書の送付を受けたときは、前項の規定による評価の結果を添えて、当該業務概況書を主務大臣に送付するものとする。
- 4 年金積立金管理運用独立行政法人について第一項の規定を適用する場合においては、同項中「決算完結後」とあるのは、「独立行政法人通則法（平成十一年法律第百三号）第三十八条第一項の規定による同項に規定する財務諸表の提出後」とする。

（積立金の管理及び運用の状況に関する公表及び評価）

第七十九条の九 主務大臣は、毎年度、主務省令で定めるところにより、積立金の資産の額、その構成割合、運用収入の額、積立金の運用の状況の評価その他の積立金の管理及び運用に関する事項を記載した報告書を作成し、これを公表するものとする。

- 2 前項の報告書を作成しようとするときは、厚生労働大臣は、あらかじめ、その案を作成し、財務大臣、総務大臣及び文部科学大臣に協議するものとする。
- 3 主務大臣は、第一項の報告書における評価の結果に基づき、管理運用主体の管理積立金の管理及び運用の状況が積立金基本指針に適合しないと認めるときは、当該管理運用主体の所管大臣に対し、当該管理運用主体の管理積立金の管理及び運用の状況を積立金基本指針に適合させるために必要な措置をとるよう求めることができる。
- 4 前項の規定による措置を求めようとするときは、厚生労働大臣は、あらかじめ、積立金基本指針に適合させるために必要な措置の案を作成し、財務大

臣、総務大臣及び文部科学大臣に協議するものとする。

（運用職員の責務）

第七十九条の十 積立金の運用に係る行政事務に従事する厚生労働省、財務省、総務省及び文部科学省の職員（政令で定める者に限る。以下「運用職員」という。）は、積立金の運用の目的に沿って、慎重かつ細心の注意を払い、全力を挙げてその職務を遂行しなければならない。

（秘密保持義務）

第七十九条の十一 運用職員は、その職務に関して知り得た秘密を漏らし、又は盗用してはならない。

（懲戒処分）

第七十九条の十二 運用職員が前条の規定に違反したと認めるときは、その職員の任命権者は、その職員に対し国家公務員法（昭和二十二年法律第一百二十号）に基づく懲戒処分をしなければならない。

（年金積立金管理運用独立行政法人法等との関係）

第七十九条の十三 積立金の運用については、この法律に定めるもののほか、年金積立金管理運用独立行政法人法（平成十六年法律第百五号）、国家公務員共済組合法、地方公務員等共済組合法又は日本私立学校振興・共済事業団法（平成九年法律第四十八号）の定めるところによる。

（政令への委任）

第七十九条の十四 この章に定めるもののほか、積立金の運用に関し必要な事項は、政令で定める。

厚生年金保険法施行規則（昭和二十九年厚生省令第三十七号）

（法第七十九条の八第一項に規定する厚生労働省令で定める事項）

第八十九条の四 法第七十九条の八第一項に規定する厚生労働省令で定める業務概況書に記載すべき事項は、次に掲げる事項とする。

- 一 当該事業年度における管理積立金（法第七十九条の六第一項に規定する管理積立金のうち年金積立金管理運用独立行政法人（以下「管理運用法人」という。）が管理するものをいう。以下この条及び次条において同じ。）の資産の額
- 二 当該事業年度における管理積立金の資産の構成割合
- 三 当該事業年度における管理積立金の運用収入の額
- 四 法第七十九条の六第二項第三号に規定する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
- 五 管理積立金の運用利回り
- 六 管理積立金の運用に関するリスク管理の状況
- 七 運用手法別の運用の状況（管理運用法人が年金積立金管理運用独立行政法人法（平成十六年法律第百五号）第二十一条第一項第三号本文、同号ハ及び同項第四号に規定する方法で運用する場合にあつては、当該運用に関する契約の相手方の選定、管理の状況等を含む。）
- 八 管理運用法人における株式に係る議決権の行使に関する状況等
- 九 管理運用法人の役員（監事を除く。）及び職員の職務の執行が法令等に適合するための体制その他管理運用法人の業務の適正を確保するための体制に関する事項
- 十 その他管理積立金の管理及び運用に関する重要事項

（法第七十九条の八第二項に規定する厚生労働省令で定める事項）

第八十九条の五 法第七十九条の八第二項に規定する厚生労働省令で定める事項は、次に掲げる事項とする。

- 一 管理積立金の運用の状況及び当該運用の状況が年金財政に与える影響
- 二 法第七十九条の四第一項に規定する積立金基本指針及び法第七十九条の六第一項に規定する管理運用の方針に定める事項の遵守の状況（前号に掲げるものを除く。）
- 三 その他管理積立金の管理及び運用に関する重要事項

厚生年金保険法第七十九条の九第一項の報告書に記載すべき事項及びその公表方法を定める省令（平成二十七年総務省・財務省・文部科学省・厚生労働省令第一号）

- 1 厚生年金保険法（以下「法」という。）第七十九条の九第一項の報告書に記載すべき事項は、次に掲げる事項とする。
 - 一 当該年度における積立金（法第七十九条の二に規定する積立金をいう。以下同じ。）の資産の額及びその構成割合（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。）の管理積立金（法第七十九条の六第一項に規定する管理積立金をいう。以下同じ。）ごとの資産の額及びその構成割合を含む。）
 - 二 当該年度における積立金の運用収入の額（管理運用主体の管理積立金ごとの運用収入の額を含む。）
 - 三 積立金の管理及び運用の状況に関する次に掲げる事項の評価（管理運用主体の管理積立金ごとの管理及び運用の状況に関する次に掲げる事項の評価を含む。）
 - イ 当該運用の状況が年金財政に与える影響
 - ロ 法第七十九条の三第三項ただし書の規定による運用の状況
 - ハ 積立金基本指針（法第七十九条の四第一項に規定する積立金基本指針をいう。）に定める事項の遵守の状況（イ及びロに掲げる事項を除く。）
 - 四 その他積立金の管理及び運用に関する重要事項
- 2 主務大臣は前項の報告書の作成後、速やかに、当該報告書をインターネットの利用その他の適切な方法により公表するものとする。

附 則

- 1 この省令は、平成二十七年十月一日から施行する。
- 2 平成二十七年度に係る法第七十九条の九第一項の報告書に記載すべき事項のうち、第一項第二号に規定する積立金の運用収入の額に関し、国家公務員共済組合連合会、地方公務員共済組合連合会及び日本私立学校振興・共済事業団の管理積立金については、平成二十七年十月一日から平成二十八年三月三十一日までの間における当該管理積立金の運用収入の額を記載するものとする。