

# 中期目標期間実績評価 (主務大臣評価(案))説明資料

# 中期目標期間実績評価（案）

| 項目                                 | 自己評価 | 大臣評価（案） | 評価書頁     |
|------------------------------------|------|---------|----------|
| I. 国民に対して提供するサービスその他の業務の質の向上に関する事項 |      |         |          |
| I 年金積立金の管理及び運用業務                   | B    | A       | P5       |
| I-1 管理・運用の基本的な方針、運用の目標 [重点化項目]     | B    | B       | P6-33    |
| I-2 リスク管理 [重点化項目]                  | B    | B       | P34-58   |
| I-3 運用手法、運用対象の多様化、株式運用における考慮事項     | A    | A       | P59-81   |
| I-4 透明性の向上 [重点化項目]                 | B    | A       | P82-93   |
| I-5 基本ポートフォリオ等                     | B    | A       | P94-100  |
| I-6 管理及び運用に関し遵守すべき事項               | A    | A       | P101-116 |
| I-7 管理及び運用能力の向上                    | B    | B       | P117-124 |
| I-8 調査研究業務                         | B    | B       | P125-135 |
| II. 業務運営の効率化に関する事項                 |      |         |          |
| II-1 効率的な業務運営体制の確立                 | B    | B       | P136-144 |
| II-2 業務運営の効率化に伴う経費節減、契約の適正化        | B    | B       | P145-157 |
| III. 財務内容の改善に関する事項                 |      |         |          |
| III-1 財務内容の改善に関する事項                | B    | B       | P158-159 |
| IV. その他事項                          |      |         |          |
| IV-1 その他業務運営に関する重要事項               | B    | B       | P160-204 |
| 総合評定                               | -    | B       |          |

| 評価項目   | 評価(案)   |
|--|---|
| <p>I-1<br/>           管理・運用の基本的な方針、運用の目標<br/>           [重点化項目]</p> <p>期間実績評価案:B</p> <p>見込評価:B</p> <p>年度評価<br/>           27年度:B<br/>           28年度:B<br/>           29年度:B<br/>           30年度:B<br/>           令和元年度案:B</p> | <p>&lt;評定に至った理由&gt;</p> <p>中期目標においては、「各年度において、各資産ごとに、各々のベンチマーク収益率(市場平均収益率)を確保するよう努めるとともに、中期目標期間において、各々のベンチマーク収益率を確保すること」としている。</p> <p>これに対し、法人においては、年金保険事業の運営の安定に資することを目的として、中期目標により与えられた目標を達成するため、長期的な観点からの資産構成割合(基本ポートフォリオ)を定め、これに基づく年金積立金の管理及び運用を行っている。その際、年金積立金の管理及び運用に関する具体的な方針(業務方針)を策定し、年金積立金の管理及び運用の向上等の観点から必要に応じて改正を行っている。その上で、各年度において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(平成27年4月～令和2年3月)における資産ごとの収益率については、国内株式はベンチマーク収益率に対してマイナス(-0.06%)となったものの、国内債券、外国債券、外国株式はプラス(国内債券:+0.01%、外国債券:+0.13%、外国株式:+0.08%)となっている。</p> <p>また、運用受託機関等の運用状況について、定期的な報告を受けるとともに、ベンチマークの選択効果や運用受託機関の選択効果を評価ベンチマークごとに切り分け、乖離についての分析を行うなど、運用受託機関の管理を適切に行っている。</p> <p>さらに、平成29年10月1日に経営委員会及び監査委員会を設置し、意思決定及び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それぞれの役割を分担し、相互に密接な連携を図ることにより、自律的なPDC Aサイクルを機能させ、透明性の向上に努めつつ、国民から一層信頼される組織体制の確立に努めている。</p> <p>以上を踏まえれば、所期の目標を達成しており、「B」と評価する。</p> <p>&lt;今後の課題&gt;</p> <p>市場動向等を的確に把握し、適切なリスク管理を行いつつ、中期目標が定める運用目標の達成に向けて取り組むことが望まれる。</p> |

| 評価項目   | 評価(案)   |
|--|---|
| <p>I-2<br/>リスク管理<br/>[重点化項目]</p> <p>期間実績評価案:B</p> <p>見込評価:B</p> <p>年度評価<br/>27年度:B<br/>28年度:B<br/>29年度:B<br/>30年度:B<br/>令和元年度案:A</p> | <p>&lt;評定に至った理由&gt;</p> <p>中期目標においては、年金積立金に管理及び運用におけるリスク管理について、分散投資による運用管理を行うこと、資産全体、各資産、各運用受託機関及び各資産管理機関等の各種リスク管理を行うこととしている。これに対し、法人においては、平成30年度に運用リスク管理に関する基本方針を策定し、基本方針を踏まえて、基本ポートフォリオの管理とともに、複数の資産への分散投資、資産全体・各資産・各運用受託機関等のそれぞれの段階でのリスク管理を適切に行っている。</p> <p>資産全体については、「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」を重視し、長期の運用実績の大半が基本ポートフォリオによって決まるとされていることを踏まえ、基本ポートフォリオに基づく運用リスク管理を基本としつつ、短期のリスク指標についても「年金財政上必要とされている長期的な収益が得られないリスク」を最小化する観点から複眼的なモニタリングを実施したほか、令和元年度にVaRレシオを新たな短期のリスク指標として導入するなどリスク管理を強化している。また、令和元年度に中長期の影響を重点的に分析したストレステストを複数のシナリオで実施するなど、長期的な観点からのリスク管理を強化している。</p> <p>各資産については、トラッキングエラー等によりそれぞれのリスク状況を把握・確認するとともに、市場リスク、流動性リスク、信用リスク、カントリーリスクについて適切なリスク管理を行っている。</p> <p>各運用受託機関及び各資産管理機関については、法人が示した運用ガイドラインの遵守状況のモニタリング等により適切にリスク管理を行っている。</p> <p>法人が行うリスク管理は中期目標期間を通して高度化しているが、中期目標期間における業務実績評価としては所期の目標を達成しており「B」と評価する。</p> <p>&lt;今後の課題&gt;</p> <p>リスク管理に関する専門性の向上を図り、リスク管理担当部署を中心に法人内関係部署間で連携しながら、運用受託機関等の分析等も活用して、リスク管理の一層の強化に取り組むことが望まれる。</p> |

| 評価項目   | 評価(案)  |
|--|--|
| I-3<br>運用手法、運用対象の多様化、株式運用における考慮事項                            | <p>＜評定に至った理由＞</p> <p>運用手法については、中期目標において、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こと、また、収益確保のための運用手法の見直し及び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こととしている。</p> <p>これに対し、法人においては、<u>アクティブ運用について、中期目標期間(平成27年4月～令和2年3月)において、国内株式及び外国株式で超過収益を獲得していることに加えて、マネジャーやマネジャー・ベンチマークの選択効果を示す個別資産要因(4資産合計)においては複合ベンチマーク収益率に対してプラスの超過収益率を確保している。</u></p> <p>収益確保のための運用手法の見直し及び運用受託機関の管理・選定の強化のための取組については、運用機関の選定を機動的に実施できるよう、<u>マネジャー・エントリー制を活用した公募を平成28年4月に開始し、平成29年度に対象を伝統的4資産全てに拡大している。</u>また、オルタナティブ資産に係る運用受託機関については、平成29年4月に公募を開始し、インフラストラクチャー分野、不動産分野及びプライベート・エクイティ分野において運用受託機関の選定を行っている。</p>   |
| 期間実績評価<br>案:A  | <p>また、<u>本格的な実績連動報酬体系を平成30年4月から導入するとともに、一定のリスク管理体制のもとでアクティブ運用に係る運用制約の緩和を行い、アクティブ運用機関の能力が発揮されるような環境整備を進めていることは、アクティブ運用における目標超過収益率の達成に向けた取組として高く評価できる。</u>また、<u>アクティブ運用における実績と運用受託機関への報酬が連動する仕組みである実績連動報酬体系は、運用の効率化に資する点でも評価できる。</u></p>   |
| 見込評価:A   | <p>さらに、<u>様々なインデックスに関する情報を効率的に収集し、インデックス運用の高度化につなげる仕組みである「インデックス・ポスティング」を令和元年度に導入している。「インデックス・ポスティング」により収集されたインデックスから法人の運用戦略に合わせたより運用効率の高いインデックスを選定・運用することで一段の収益向上を目指す法人の取組は高く評価できる。</u></p>   |
| 年度評価<br>27年度:A<br>28年度:A<br>29年度:A<br>30年度:A<br>令和元年度<br>案:A | <p>運用対象の多様化については、中期目標において、被保険者の利益に資することを前提に、年金資金運用の観点から幅広く検討を行うこと等としているのに対し、<u>LPS(リミテッドパートナーシップ)への直接投資を行うための体制整備に加え、インハウスでのデリバティブ取引について先物外国為替(市場デリバティブ)及び株価指数先物の導入及び必要な体制整備等を実施している。</u></p> <p>株式運用における考慮事項については、中期目標において、株式運用において、財務的な要素に加えて、収益確保のため、非財務的要素であるESG(環境・社会・ガバナンス)を考慮することについて検討することとしている。</p> <p>これに対し、<u>国内株式を対象としたESG指数については、平成28年度に公募を実施し、平成29年度に3指数を選定するとともに、環境に関するグローバル株式指数については、平成29年度に公募を実施し、平成30年度に2指数を選定し、これらのESG指数に基づくパッシング運用を開始している。</u>令和元年度には、「インデックス・ポスティング」を通じてESG関連の3分野に関して先行的に情報収集を開始している。法人の調査によれば、これらのESG指数に対する反応はおおむねポジティブであり、約5割の日本企業が法人の選定した各指数を評価している。こうした調査結果を踏まえると、<u>収益確保に向けたESG投資に関する法人の取組は高く評価できる。</u></p> <p><u>世界的な金利低下等の内外の市場・運用環境の中で、収益確保のために、リスク管理を適切に行いつつ、中期目標期間を通じて、新たな運用手法の導入など運用の多様化・高度化に取り組んでいることは高く評価できる。</u></p> <p>以上を踏まえれば、所期の目標を上回って達成しており、「A」と評価する。</p> |
|  | <p>＜今後の課題＞</p> <p>ESG投資については、法人の運用に求められる基本的な考え方にのっとり行われているかについて継続的に検証を行いつつ取り組むことが望まれる。</p>   |

| 評価項目  | 評価(案)  |
|---|--|
| <p>I-4<br/>透明性の向上<br/>[重点化項目]</p> <p>期間実績評価<br/>案:A</p> <p>見込評価:B</p> <p>年度評価<br/>27年度:B<br/>28年度:B<br/>29年度:B<br/>30年度:A<br/>令和元年度<br/>案:A</p> | <p>&lt;評定に至った理由&gt;</p> <p>中期目標においては、年度の業務概況書等の公開資料をより一層分かりやすいように工夫すること、国民に対する情報公開・広報活動の在り方を検討し、その充実を図ること等としている</p> <p>これに対し、法人においては、<u>年度の業務概況書について、年金財政と法人の位置付けや運用状況・リスク管理状況に関する新たな分析結果等の記載の追加、ステュワードシップ活動、ESG投資、オルタナティブ投資に関する記載の充実など、より一層分かりやすくするための工夫を継続的に行い、年度の業務概況書の内容が大きく充実してきたことは高く評価できる。また、市場への影響について検証を行った上で平成27年～平成31年の3月末時点の全保有銘柄の開示を行うとともに、平成29年度からは、業務概況書及び各四半期の運用状況の公表を、年度計画に公表日を明記した上でやっている。</u></p> <p>平成29年度以降は、<u>広報戦略を策定して広報の方向性を明確化した上で取組を行っている。平成30年度には、法人の公式ホームページの全面リニューアル及びコンテンツの充実、年金制度や資産運用に必ずしも詳しくない方向けのパンフレット「GPIFってなに？」の制作、第1回目の「ESG活動報告」の刊行等の取組を行っている。</u></p> <p>また、ホームページ等に加えてTwitterやYoutubeによる情報発信を平成27年度に開始するとともに、個人投資家向けイベントへの広報責任者の登壇、国内外のセミナー等における講演、理事長による新年メディア懇談会の開催等の取組により、<u>積極的な情報発信に努めている。</u></p> <p>令和元年度は、<u>新たに策定した基本ポートフォリオの公表資料において、近年の経済情勢、基本ポートフォリオの策定プロセス、基本ポートフォリオのリスク検証やリターン分布、ストレステストについて図表も活用しながら分かりやすく説明するとともに、参考資料として、長期運用の意義、国内外の債券・株式のインカムゲイン等を説明する資料を添付する等の工夫を行っている。</u></p> <p>法人が定期的に行っている年度の運用状況を含む業務概況書及び四半期の運用状況の公表の際には、<u>年金積立金運用の基本的考え方(長期の運用であること等)についても発信を行ったことによって、年金積立金運用に関する理解が深まりつつあることがうかがわれる。</u></p> <p>また、<u>TCFD(気候関連財務情報開示タスクフォース)の提言に沿った情報開示を新たに行うなど、より一層の開示情報の拡充もやっている。法人が実施した機関投資家のステュワードシップ活動に関する東証一部上場企業向けアンケート結果によれば、TCFD(気候関連財務情報開示タスクフォース)に沿った情報開示を含むGPIFのESG活動報告の開示については、回答企業のうち約7割の企業が評価している。</u></p> <p>法人が実施した直近の「広報効果測定調査」では、<u>法人を「信頼できる」との評価がGPIFの認知者ベースで33.1%(平成28年8月の第1回調査比+15.4%)、「信頼できない」との評価が27.7%(第1回調査比▲13.4%)となり、評価が改善していることは高く評価できる。</u></p> <p>中期目標において「透明性の向上」は年金積立金の管理及び運用に対する国民の信頼を確保するための主要な役割を果たすことから重要度が高いとしているところ、<u>法人が広報活動の方針に基づいて広報の充実・強化のための各種取組を中期目標期間を通して継続的に実施し、中期目標期間において法人に対する評価の改善が見られることは高く評価できる。</u></p> <p>以上を踏まえれば、所期の目標を上回って達成しており、「A」と評価する。</p> <p>&lt;今後の課題&gt;</p> <p>公的年金積立金の運用機関として高い水準の情報公開・広報の取組を行っている法人において、年金積立金の管理及び運用に対する国民の信頼を一層高められるよう、様々な情報発信ツールを活用しつつ、国民に対する情報公開・広報活動の一層の充実に努めることが望まれる。</p> |

| 評価項目   | 評価(案)   |
|--|---|
| <p>I-5<br/>基本ポートフォリオ等<br/>期間実績評価案:A<br/>見込評価:B<br/>年度評価<br/>27年度:B<br/>28年度:B<br/>29年度:B<br/>30年度:B<br/>令和元年度案:A</p> | <p>&lt;評定に至った理由&gt;<br/> 中期目標においては、基本ポートフォリオの見直しについて、市場動向を踏まえた適切なリスク管理等を行い、策定時に想定した運用環境が現実から乖離している等、必要があると認めるときは、中期目標期間中であっても、必要に応じて見直しの検討を行うこととしている。これを受けて、中期計画においては、定期的に基本ポートフォリオの検証を行うこととしている。これに対し、法人においては、平成27年度から平成30年度までの毎年度、国内金利など足下の運用環境を踏まえて基本ポートフォリオの検証を行い、現行の基本ポートフォリオを変更する必要がないことを確認している。</p> <p>また、中期目標においては、基本ポートフォリオについて、運用目標に沿った資産構成とすること等としている。<br/> 令和元年度は、令和2年度からの中期計画に向けて、被用者年金一元化後及び経営委員会発足後初となる基本ポートフォリオを策定した。新たな基本ポートフォリオは、<u>期待リターン</u>の推計において複数の手法を組み合わせることにより推計精度の向上を図り、<u>最適化の精度の向上</u>を図っている。</p> <p>また、<u>株式リスクの管理強化の観点から、従来の4資産の乖離許容幅に加えて、債券・株式それぞれにおいて内外資産を合算した全体についても新たに乖離許容幅を設定し、基本ポートフォリオに基づく運用リスク管理の強化</u>を図っている。</p> <p>さらに、<u>新たな基本ポートフォリオで長期間運用した場合に財政検証で予定された積立金額(予定積立金額)を下回るリスクがどの程度あるかの検証を行い、新たな基本ポートフォリオで運用した場合に予定積立金額を下回る確率(リスク)は基本ポートフォリオ変更前と比べて低下しており、運用目標を満たしつつ下振れリスクの最小化を図った最も効率的なポートフォリオを策定している点は高く評価できる。</u></p> <p>新たな基本ポートフォリオは、従前の基本ポートフォリオと比べて国内債券の割合が減少した(35%→25%)一方で外国債券の割合が増加し(15%→25%)、国内株式及び外国株式の割合は維持された(それぞれ25%)ところ、その公表の際には、<u>新たな基本ポートフォリオ策定の背景にある考え方(GPIFのような長期運用を行う投資家は資産を長期保有することで債券の利子や株式の配当の形で世界の経済成長の果実を着実に獲得することが可能であること、国内外の債券の金利や株式の配当利回りの差を踏まえると外国債券や株式のインカムゲインにより安定的な収益が期待できること等)</u>についても併せて公表しており、高く評価できる。</p> <p>新たな基本ポートフォリオの策定・公表は中期目標期間の最終年度(令和元年度)の取組であり、新たな基本ポートフォリオの策定の機会が5年に一度が基本であることや以上の取組状況を踏まえ、中期目標期間の業務実績評価については、所期の目標を上回って達成しているものとして、「A」と評価する。</p> <p>&lt;今後の課題&gt;<br/> 特になし。</p> |

| 評価項目   | 評価(案)  |
|--|--|
| <p>I-6<br/>管理及び運用に<br/>関し遵守すべき<br/>事項(1/2)</p> <p>期間実績評価<br/>案:A</p> <p>見込評価:A</p> <p>年度評価<br/>27年度:A<br/>28年度:A<br/>29年度:A<br/>30年度:A<br/>令和元年度案:<br/>A</p> | <p>&lt;評定に至った理由&gt;</p> <p>中期目標においては、年金積立金の運用に当たっては、市場規模を考慮し、自ら過大なマーケットインパクトを蒙ることがないよう努めるとともに、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等としている。</p> <p>これに対し、法人においては、年金特別会計への寄託金償還等に必要な資金については、市場に影響を与えずに利用可能な財投債ファンド及びキャッシュアウト等対応ファンドの満期償還金及び利金等を活用することにより対応するとともに、運用受託機関の解約に伴い回収した資金を再配分する際には原則として現物移管により実施することにより、市場及び民間の活動への影響に対する配慮を行っている。</p> <p>中期目標においては、企業経営に対して過度に影響を及ぼさないよう配慮するとともに、企業経営等に与える影響を考慮しつつ、株主等の長期的な利益の最大化を目指す観点から、株主議決権の行使等の適切な対応を行うことや、スチュワードシップ責任を果たす上での基本的な方針に沿った対応を行うこととしている。</p> <p>これに対し、法人においては、平成27年度には、<u>運用受託機関に対してスチュワードシップ活動の取組や課題の把握のためのヒアリングを実施し、その後も毎年度ヒアリングを実施している。</u>また、平成27年度に、<u>運用受託機関のスチュワードシップ活動に関する評価と「目的を持った対話」(エンゲージメント)の実態把握を目的として上場企業向けのアンケートを初めて実施し、それ以降の毎年度にもアンケートを実施し、平成29年度以降は対象を東証一部上場企業へ拡大して実施している。</u>さらに、平成27年度には、他の同種の機関に先駆けて、<u>国連責任投資原則への署名を行っている。</u></p> <p>平成28年度には、<u>企業との意見交換の場である「企業・アセットオーナーフォーラム」及びスチュワードシップ活動に関して先行する海外公的年金基金等との意見交換の場である「グローバル・アセットオーナーフォーラム」を初めて開催し、その後も継続的に開催している。</u>また、平成28年度に、法人のスチュワードシップ活動について「<u>スチュワードシップ活動報告</u>」を取りまとめて公表し、その後も毎年度公表している。</p> <p>平成29年度には、「<u>スチュワードシップ活動原則</u>」及び「<u>議決権行使原則</u>」を新たに策定し、法人として初めて原則という形で運用受託機関に対して考え方や期待する事項を明示し、運用受託機関に対して両原則及び法人の考えを直接説明するなど対話を実施し、コーポレート・ガバナンスの重要性を認識し長期的な株主利益の最大化に資する株主議決権の行使を求めている。また、平成29年度に<u>投資原則を変更し、スチュワードシップ責任を果たす活動の対象を株式から全資産へ拡大し、その具体的な取組としてESGを考慮した取組を明記している。</u></p> <p>平成30年度には、<u>TCFD(気候関連財務情報開示タスクフォース)への賛同やClimate Action100+への参加などグローバルなイニシアティブへの参加も行うことで、スチュワードシップ活動の向上に努めている。</u></p> <p>令和元年度には、<u>スチュワードシップ責任を果たすための方針及びスチュワードシップ活動原則を改定し、スチュワードシップ活動の対象の全資産への拡大や、企業だけでなくインデックス会社等の関係者と幅広くエンゲージメントを行うことを定めるとともに、「議決権行使原則」を改定し、議決権行使は年間を通じたエンゲージメントの一環として行うこと等、運用受託機関に期待する事項を明確化した。</u>その上で、<u>運用受託機関との双方向のコミュニケーションを重視したエンゲージメントを実施し、コーポレート・ガバナンスの重要性を認識し長期的な株主利益の最大化に資する株主議決権の行使を求める等の取組を実施している。</u>また、コーポレート・ガバナンスの向上とスチュワードシップ活動の促進に向けて取り組む業界団体であるICGNに新規に参加するなど、スチュワードシップ活動の深化に向けた取組を着実に進めている。</p> |

| 評価項目                                 | 評価(案)  |
|--------------------------------------|--|
| I-6<br>管理及び運用に<br>関し遵守すべき<br>事項(2/2) | <p>             なお、法人が実施した機関投資家のスチュワードシップ活動に関する東証一部上場企業向けアンケート結果によれば、<u>回答企業のうち約8割の企業が法人のスチュワードシップ活動を評価している。</u> </p> <p>             投資先企業の長期的な企業価値の向上や持続的な成長を促すことにより、被保険者のために長期的な投資リターンの向上を目指すことは重要である。法人が長期的な株主利益の最大化を目指すとともにスチュワードシップ責任を果たす上で、他の同種の機関に先駆けた取組も含めて、以上のように積極的に取組を行っていることについては高く評価できるものであり、所期の目標を上回って達成していることから、「A」と評価する。           </p> <p>             &lt;今後の課題&gt;           </p> <p>             受託者責任の徹底や、市場及び民間の活動への影響に対する考慮など、年金積立金の管理及び運用に関し遵守すべき事項について、適切な対応を行うことが望まれる。           </p> |

| 評価項目   | 評価(案)   |
|--|---|
| <p>I-7<br/>           管理及び運用能力の向上</p> <p>期間実績評価案:B</p> <p>見込評価:B</p> <p>年度評価</p> <p>27年度:B<br/>           28年度:B<br/>           29年度:B<br/>           30年度:B<br/>           令和元年度案:B</p> | <p>&lt;評定に至った理由&gt;</p> <p>中期目標においては、管理及び運用能力の向上について、高度で専門的な人材の確保とその活用等や、運用対象の多様化に伴うリスク管理の強化を行うこととしている。</p> <p>これに対し、法人においては、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を明確化し、外部コンサルタントの評価を加味した法人の審査により専門的な人材を32名採用している。運用のフロント業務だけでなくミドル・バック業務を含む法人業務全般を担当する職員等の採用も積極的に行い、59名の正規職員を採用している。</p> <p>また、人材受入れの環境整備として早出遅出勤務制度を導入するとともに、平成27年度に高度で専門的な職員に対する目標管理型による実績の定期的な評価方法を導入する等の取組を行っている。</p> <p>また、運用対象の多様化に伴うリスク管理の強化のうち、オルタナティブ投資に関するリスク管理を含めたポートフォリオ全体のリスク管理システムについては、中期目標において、費用対効果を勘案した上で自ら開発することも含め検討することとしているところ、平成28年に新たなリスク管理システムを導入し、オルタナティブ資産を含めたトータルリスクの分析を実現している。</p> <p>また、中期目標が示している、フォワードルッキングなリスク分析機能の強化などリスク管理の高度化については、リスク管理分析ツールの仮想シナリオによりストレステストを実施するとともに、地政学リスクとして特定の国の情勢に係るシナリオ分析や注目を集めた個別企業に対するシナリオ分析を行い、フォワードルッキングなリスク分析を充実している。</p> <p>加えて、平成29年の法令改正(インハウス運用で利用できるデリバティブ取引及びLPS(リミテッドパートナーシップ)の追加)を受け、デリバティブ取引についてはリスク管理方針を作成してリスク管理の高度化を図り、オルタナティブ投資についてはミドル部門の新設及び人員配置を行い、LPSのリスク管理体制の整備を図っている。</p> <p>以上を踏まえれば、所期の目標を達成しており、「B」と評価する。</p> <p>&lt;今後の課題&gt;</p> <p>高度で専門的な人材の確保・育成・定着に努めるとともに、運用対象の多様化に伴うリスク管理を強化することにより、法人における管理及び運用能力の向上に引き続き努めることが望まれる。</p> |

| 評価項目  | 評価(案)  |
|---|--|
| I-8<br>調査研究業務<br><br>期間実績評価案: B<br><br>見込評価: B<br><br>年度評価<br>27年度: B<br>28年度: B<br>29年度: B<br>30年度: B<br>令和元年度案: B | <p>&lt;評定に至った理由&gt;</p> <p>中期目標においては、調査研究業務について、高度で専門的な人材を活用した法人内部での調査研究を拡充できるような体制の整備を図り、調査研究によって得られたノウハウを蓄積し、将来にわたって年金積立金の管理及び運用を安全かつ効率的に実施していくこと、また、主に大学との共同研究やシンクタンク等へ委託することにより実施している調査研究業務を、当該人材を含めた法人の職員が担うことにより、年金積立金の管理及び運用に関するノウハウを法人内に蓄積することを目指すこととしている。</p> <p>これに対し、法人においては、専門人材の配置及び体制の整備・強化を行うとともに、専門人材を活用して管理運用手法の高度化を進めるための調査研究を実施し、法人の担当職員が委託先や共同研究先と意見交換等を行うことにより分析手法等のノウハウの蓄積を図っている。また、平成30年度より、研究テーマの設定、研究成果の評価、業務への活用等のPDCAサイクルの取組を開始している。</p> <p>以上を踏まえれば、所期の目標を達成しており、「B」と評価する。</p> <p>&lt;今後の課題&gt;</p> <p>「専ら被保険者の利益のため」という年金積立金運用の目的に即して調査研究業務を行うとともに、費用対効果の検証を含めて調査研究業務に関するPDCAサイクルの取組を強化することが望まれる。</p> |

| 評価項目   | 評価(案)   |
|--|---|
| I<br>年金積立金の<br>管理及び運用業務<br><br>期間実績評価案: A<br><br>年度評価<br>令和元年度案: A | <p>&lt;評定に至った理由&gt;</p> <p>法人は、年金積立金の管理及び運用を行い、その収益を国庫に納付することにより年金事業の運営の安定に資することを目的としているところ、年金積立金の管理及び運用業務に関する評価項目8項目のうち6項目(「管理・運用の基本的な方針、運用の目標」、「リスク管理」、「運用手法、運用対象の多様化、株式運用における考慮事項」、「透明性の向上」、「基本ポートフォリオ等」及び「管理及び運用に関し遵守すべき事項」)がより重要となる。</p> <p>当該6項目のうち4項目(「運用手法、運用対象の多様化、株式運用における考慮事項」、「透明性の向上」、「基本ポートフォリオ等」及び「管理及び運用に関し遵守すべき事項」)について所期の目標を上回って達成していることから、年金積立金の管理及び運用業務全体については、所期の目標を上回って達成しており、「A」と評価する。</p> <p>&lt;今後の課題&gt;</p> <p>特になし。</p> |

| 評価項目  | 評価(案)  |
|---|--|
| <p>Ⅱ-1<br/>効率的な業務運営体制の確立</p> <p>期間実績評価案:B</p> <p>見込評価:B</p> <p>年度評価<br/>27年度:B<br/>28年度:B<br/>29年度:B<br/>30年度案:B<br/>令和元年度案:B</p>       | <p>&lt;評定に至った理由&gt;<br/>中期目標においては、組織編制及び各部門の人員配置を実情に即して見直すこと、能力・実績を反映した業績評価等を適切に行うこと等としている。<br/>これに対し、法人においては、必要な人員配置及び組織編成等の体制整備を行っている。(平成27年度にリーガル・オフィサーの設置、オルタナティブ投資課の室への昇格等。平成28年度にスチュワードシップ推進課の新設。平成29年度に経営委員会事務局及び監査委員会事務局の新設等。平成30年度に基本ポートフォリオ策定及び調査研究の司令塔機能を担う調査数理課の室への昇格等。令和元年度にミドル・バック業務を一元的に行うことを目的とした運用管理室の部への昇格等。)<br/>また、能力及び実績の評価結果を昇給等に反映する人事評価を実施している。<br/>業務運営の電子化、ペーパーレス化の取組については、管理運用業務の基盤となる情報システムの整備等を行っている。<br/>以上を踏まえれば、所期の目標を達成しており、「B」と評価する。</p> <p>&lt;今後の課題&gt;<br/>業務の実情に即した組織編成及び人員配置の見直しなど効率的な業務運営体制の確立に取り組むこと、組織体制の拡大を行う場合には経営委員会の関与の下で必要性等の精査を十分に行った上で進めることが望まれる。</p> |
| <p>Ⅱ-2<br/>業務運営の効率化に<br/>う経費節減</p> <p>期間実績評価案:B</p> <p>見込評価:B</p> <p>年度評価<br/>27年度:B<br/>28年度:B<br/>29年度:B<br/>30年度案:B<br/>令和元年度案:B</p> | <p>&lt;評定に至った理由&gt;<br/>中期目標・中期計画に定める経費削減目標を達成するため、各年度の予算額について、新規分を除き前年度実績を基準として1.34%の節減を行っており、適切な経費節減を行うとともに、調達等合理化計画に定める各種計画を達成し、契約の適正化に努めている。<br/>人件費については、政府方針を踏まえ適切に対応しつつ、高度で専門的な人材については給与水準の弾力化等に対応している。中期目標期間において、高度で専門的な人材32名のほか、正規職員59名の採用等により、人員体制の確保を図っている。<br/>役職員の報酬・給与については、支給水準の検証を行い、支給水準の設定等の考え方を公表している。<br/>以上を踏まえれば、所期の目標を達成しており、「B」と評価する。</p> <p>&lt;今後の課題&gt;<br/>業務運営の効率化に伴う経費節減に取り組み、人件費も踏まえつつ必要な人員体制の確保を図るとともに、契約の適正化に努めることが望まれる。</p>  |

| 評価項目  | 評価(案)   |
|---|---|
| Ⅲ-1<br>財務内容の改善に関する事項<br>期間実績評価案:B<br>見込評価:B<br>年度評価<br>27年度:B<br>28年度:B<br>29年度:B<br>30年度:B<br>令和元年度案:B | <p>&lt;評定に至った理由&gt;</p> <p>中期目標が示している、「第4 業務運営の効率化に関する事項」で定めた事項に配慮して、各年度において、前年度と比較して、一般管理費及び業務経費について1.34%を節減した予算を作成している。</p> <p>また、執行に当たっては、一般競争入札や企画競争・公募等を実施し、経費節減に努めている。</p> <p>以上を踏まえれば、所期の目標を達成しており、「B」と評価する。</p> <p>&lt;今後の課題&gt;</p> <p>年金積立金は国民から納付された保険料の一部であり、将来の年金給付の貴重な原資となるものであることを踏まえ、予算の適正な執行や必要な見直しを行うPDCAサイクルの取組を強化することが望まれる。</p> |

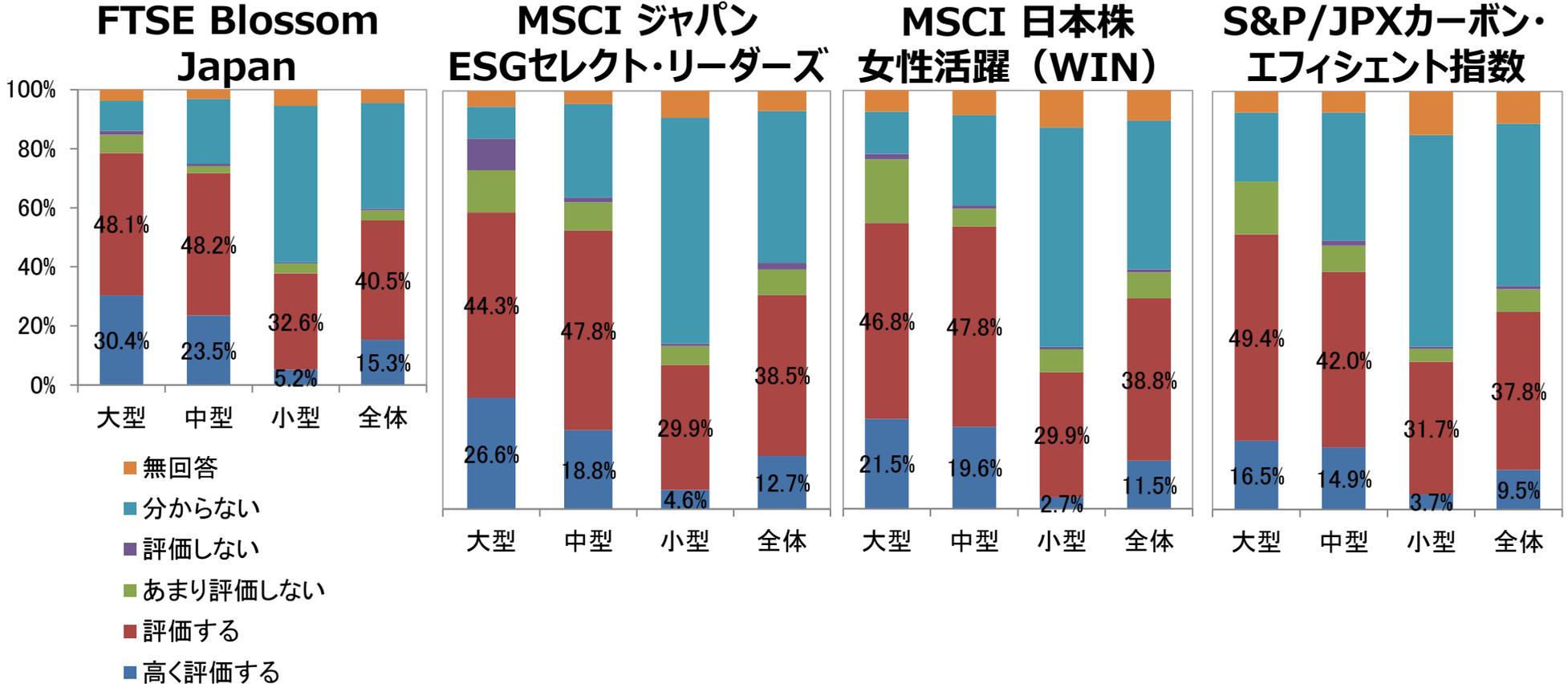
| 評価項目   | 評価(案)   |
|--|---|
| <p>IV-1<br/>           その他業務運営に関する重要事項(1/2)</p> <p>期間実績評価案:B</p> <p>見込評価:B</p> <p>年度評価<br/>           27年度:B<br/>           28年度:B<br/>           29年度:B<br/>           30年度:B<br/>           令和元年度案:B</p> | <p>&lt;評定に至った理由&gt;</p> <p>中期目標においては、内部統制の一層の強化に向けた体制整備について、内部統制等の体制の一層の強化を図ること、業務方法書に定めた事項の運用を確実に図ること、年金積立金の運用に関わるすべての者について法令遵守並びに慎重な専門家の注意義務及び忠実義務の遵守を徹底すること等としている。</p> <p>これに対し、法人においては、平成28年の年金積立金管理運用独立行政法人法の改正に伴い、独立行政法人制度に基づく「独任制」から「合議制」への転換、「意思決定・監督」と「執行」の分離を目的として、中期目標期間の3年目である平成29年10月1日に経営委員会及び監査委員会が設置された。経営委員会は、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及び理事等の役職員が適切に業務を遂行するよう、役員の職務の執行の監督等の業務を行うこととされた。また、監査委員会は、コンプライアンスの確保、業務執行の手続の適正性及びリスク管理等の観点から、経営委員会と必要な連携をとって監査等を行うこととされた。両委員会の設置以降、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の執行部の役割分担の下で、経営委員会による判断事例の蓄積等を通じて法人内のガバナンス体制の定着・実践が進められている。</p> <p>このようなガバナンス体制の下で、業務方法書に定めた事項についての体制整備等として、平成28年度に業務フロー図及びリスク顕在時の対応方針を策定し、平成29年度の経営委員会及び監査委員会の設置に伴い、平成30年度に内部統制システムの見直しを実施し、平成30年10月から「新たな業務リスク等管理」の試行を開始し、令和元年度に「業務リスク等管理規程」を制定し、同規程に基づく運用を行っている。</p> <p>また、平成29年度に経営委員会の議論を経てコンプライアンスに関する規程改正(倫理規程において金融事業者について利害関係者の範囲を拡大する等)を行い、平成30年度に経営委員会においてガバナンスの骨格をなす内部規程等を網羅的に点検し、平成30年度中に全ての規程、細則等を見直すことにより、平成29年10月施行の法改正との整合性を確保し、責任体制の明確化を図っている。</p> <p>さらに、被保険者の利益を最優先すること(受託者責任)について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まとめた「コンプライアンスハンドブック」を、毎年度改定し、その周知を行い、役職員の意識向上を図るなど、法令等の遵守に関する取組を行っている。令和元年度に理事長の制裁事案が発生したものの、経営委員会及び監査委員会を含めて法人全体として内部統制が概ね適切に機能した。また、当該事案を踏まえた再発防止策として、臨時コンプライアンス研修を実施したほか、コンプライアンスメルマガ、コンプライアンス便りの配信を行うとともに、コンプライアンスに関するポスターを掲示し、コンプライアンス意識の向上を図る取組を実施している。</p> |

| 評価項目                         | 評価(案)   |
|------------------------------|---|
| IV-1<br>その他業務運営に関する重要事項(2/2) | <p>             情報セキュリティ対策については、中期目標において、情報セキュリティポリシー(基本方針)に基づく情報セキュリティマネジメントを厳格に実施すること、法人における情報セキュリティ対策の有効性を評価して当該対策が十分に機能していることを日常的に確認すること、法人の役職員のみならず法人の外部の運用受託機関等における情報管理体制の有効性を法人が自ら評価する仕組みを構築することとしている。           </p> <p>             これに対し、法人ネットワークシステムにおける情報セキュリティ対策の有効性を評価するための第三者によるセキュリティ診断を毎年度実施するとともに、外部監査人による情報セキュリティ対策に関するマネジメント監査を実施している。また、外部の運用受託機関等における情報管理体制の有効性を法人が自ら評価する仕組みを早期(平成27年度)に構築し、それ以降、運用受託機関等に対する情報セキュリティ管理体制等の年度の評価等を行っている。           </p> <p>             以上を踏まえれば、所期の目標を達成しており、「B」と評価する。           </p> <p>             &lt;今後の課題&gt;<br/>             内部統制の一層の強化及び情報セキュリティ対策の所要の取組を実施することが望まれる。           </p> |

# 【I-3関係】ESG指数に対する評価について

## ESG指数に対する日本企業の反応はおおむねポジティブ

質問：4つのESG指数について、それぞれの指数に関するご評価、その理由をお聞かせ下さい。



- GPIFが選定した4つのESG指数それぞれに対する評価について、いずれも前回同様、約5割の企業が評価しており、大型株の企業を中心に評価が高い。依然として小型株の企業からは「分からない」という回答が最も多かった。企業規模により指数採用が難しいMSCIやFTSEの指数と、そのような制約がほとんどないS&P/JPXカーボン・エフィシエント指数とを比較しても回答に大きな違いはない。小型企業からの評価が高まらないことは、数ある経営課題のなかで、大企業と比べて、ESG課題の優先度が低いことを示している可能性がある。
- 全体で見れば、各ESG指数間で目立った評価の違いは確認されなかった。

(注) 第5回 機関投資家のスチュワードシップ活動に関する上場企業向けアンケート集計結果より抜粋

(GPIF資料に基づき年金局作成)

# 【I-4 関係】 法人の取組に対する評価について

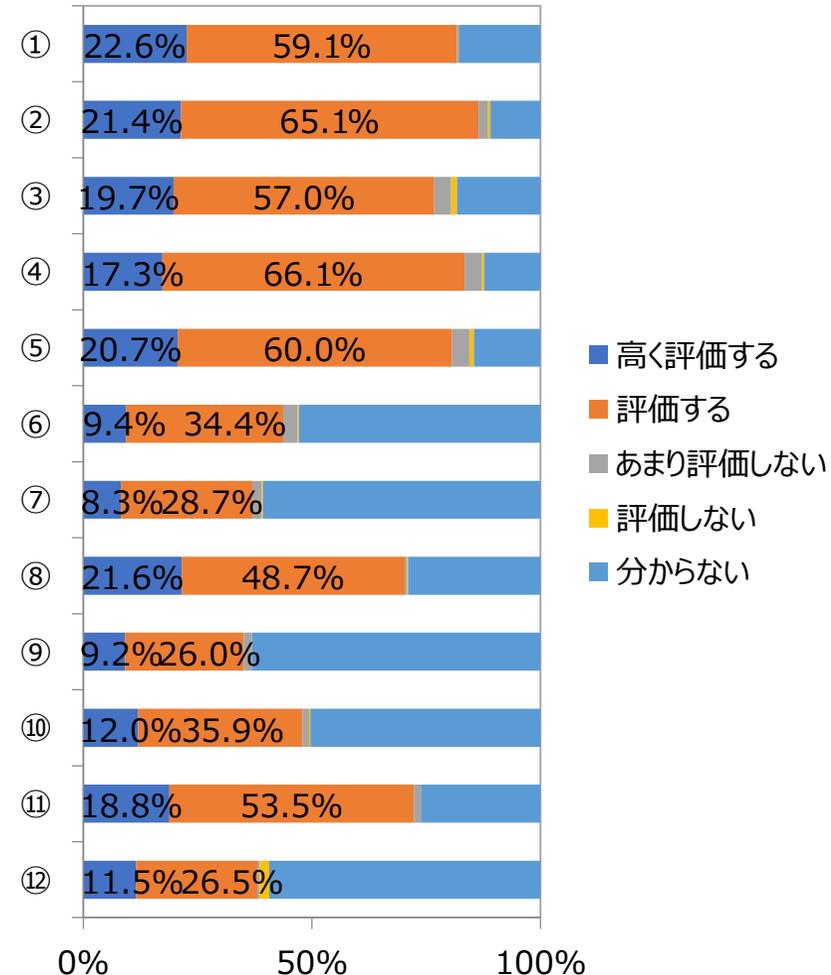
質問 最近の当法人の取組みについて、以下の中でご存じのものがあればご選択ください（複数回答可）。ご存じの場合、それぞれについてのご評価とその理由をお聞かせください

＜各取組みに対する認知度＞

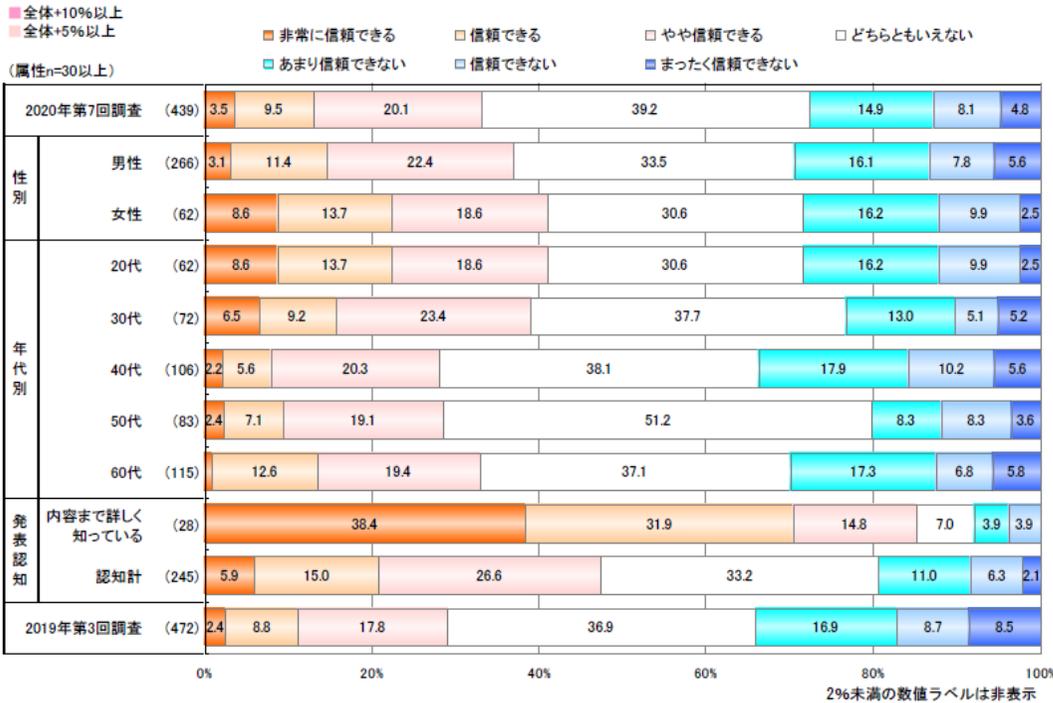
|   |       |
|---|-------|
| ①運用受託機関の評価におけるスチュワードシップ活動の重視（中長期の企業価値向上を目指したエンゲージメント等）                      | 49.4% |
| ②「スチュワードシップ活動原則」および「議決権行使原則」  | 48.9% |
| ③ESG指数に基づく投資  | 48.2% |
| ④企業向けアンケート（本アンケート）  | 54.7% |
| ⑤優れた統合報告書、改善度の高い統合報告書の公表  | 45.2% |
| ⑥企業・アセットオーナーフォーラム開催   | 22.5% |
| ⑦グローバル・アセットオーナーフォーラム開催  | 17.2% |
| ⑧国連が提唱する責任投資原則（PRI）への加盟とPRIを通じた活動   | 36.6% |
| ⑨英国 30% Club/米国 Thirty Percent Coalition/30% Club Japan（Investor Group）への加盟 | 18.1% |
| ⑩Climate Action100+への参加   | 21.6% |
| ⑪ESG 活動報告の開示（気候関連財務情報開示タスクフォース（TCFD）に沿った情報開示含む）                             | 33.1% |
| ⑫株式レンディングの停止  | 15.4% |

（注）左表は回答企業数662社のうち、各取組みを認識している企業の割合。  
黄色は30%以上の項目。右図は無回答企業を除いたベース

＜各取組みへの評価＞



# 【I-4 関係】 法人の信頼度、広報活動に関する調査結果 (1/2)



| 2020年    |           | 2019年    |           |
|----------|-----------|----------|-----------|
| 信頼できる(計) | 信頼できない(計) | 信頼できる(計) | 信頼できない(計) |
| 33.1     | 27.7      | 29.0     | 34.1      |
| 37.0     | 29.5      | 33.5     | 32.9      |
| 40.9     | 28.5      | 21.5     | 36.1      |
| 40.9     | 28.5      | 46.5     | 19.6      |
| 39.0     | 23.3      | 39.6     | 35.5      |
| 28.1     | 33.8      | 29.2     | 34.8      |
| 28.6     | 20.2      | 17.3     | 29.9      |
| 33.0     | 29.9      | 23.2     | 41.4      |
| 85.1     | 7.9       | 41.3     | 41.9      |
| 47.4     | 19.4      | 32.3     | 36.1      |

(注) 法人が実施した広報効果測定調査 2020年(第7回調査)結果報告書より GPIF認知者の回答を抜粋

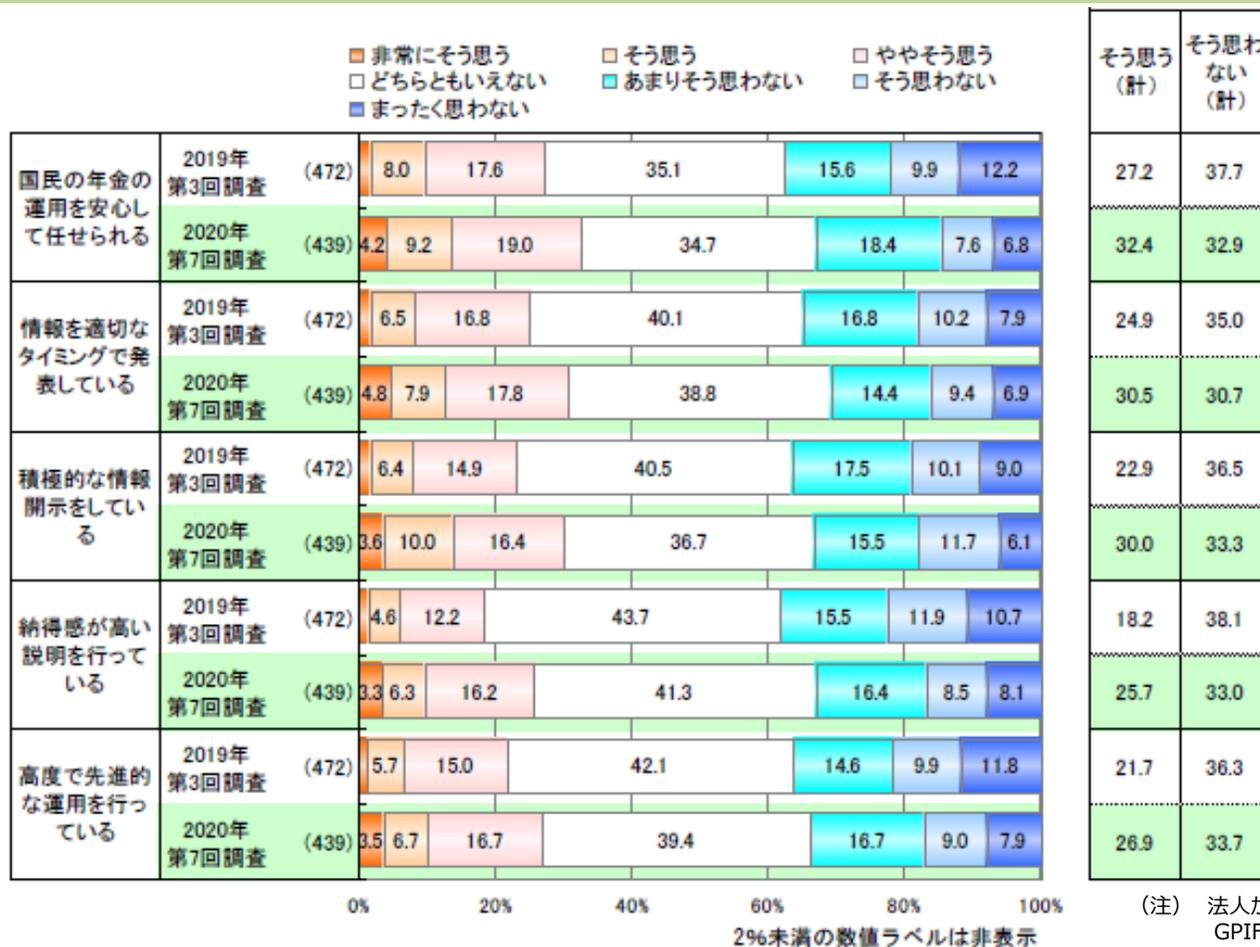
## 広報効果測定調査におけるGPIF信頼度の推移(GPIF認知者)

(GPIF資料に基づき年金局作成)

| GPIFの評価          | 2016/8調査 | 2017/2調査 | 2018/2調査 | 2019/2調査 | 2020/2調査 |
|------------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| <b>信頼できる</b>     |          |          |          |          |          |
| GPIF 認知者全体       | 17.7%    | 23.9%    | 27.7%    | 29.0%    | 33.1%    |
| うち運用状況の発表の認知者    | 19.7%    | 30.2%    | 34.6%    | 32.3%    | 47.4%    |
| うち運用状況の発表の詳細の認知者 | 31.4%    | 48.0%    | 73.9%    | 41.3%    | 85.1%    |
| <b>信頼できない</b>    |          |          |          |          |          |
| GPIF 認知者全体       | 41.1%    | 34.1%    | 33.2%    | 34.1%    | 27.7%    |
| うち運用状況の発表の認知者    | 41.9%    | 30.0%    | 27.0%    | 36.1%    | 19.4%    |
| うち運用状況の発表の詳細の認知者 | 46.6%    | 36.6%    | 26.1%    | 41.9%    | 7.9%     |

法人を「信頼できる」との回答は、着実に上昇している。特に、令和元年度は「信頼できる」との評価(33.1%)が「信頼できない」との評価(27.7%)を初めて上回っている。「信頼できる」と回答した者については、運用状況の発表の詳細を認知している者ほど、法人に対する評価は高くなっている。

# 【I-4 関係】 法人の信頼度、広報活動に関する調査結果 (2/2)



(注) 法人が実施した広報効果測定調査 2020年 (第7回調査) 結果報告書より GPIF認知者の回答を抜粋

## 広報効果測定調査における項目別評価(GPIF認知者のうち評価する人の割合)推移 (GPIF資料に基づき年金局作成)

| GPIFの評価            | 2016/8調査 | 2017/2調査 | 2018/2調査 | 2019/2調査 | 2020/2調査 |
|--------------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 情報を適切なタイミングで発表している | 15.7%    | 23.3%    | 25.7%    | 24.9%    | 30.5%    |
| 積極的な情報開示をしている      | 13.9%    | 21.1%    | 23.1%    | 22.9%    | 30.0%    |
| 納得感が高い説明を行っている     | 10.2%    | 15.6%    | 18.8%    | 18.2%    | 25.7%    |

**法人の広報活動を評価する割合は上昇傾向にある。**

# 【I-4、I-5関係】基本ポートフォリオ策定に関する公表資料の充実(1/3)

GPIFが策定した新たな基本ポートフォリオに関する公表資料では、財政検証や中期目標等を踏まえた基本ポートフォリオの策定方針が網羅的かつ丁寧に説明されている。

## < 今回公表資料 >



### 基本ポートフォリオの策定方針

- GPIFは、基本ポートフォリオの策定方針を、財政検証及び中期目標並びに近年の経済情勢を踏まえ、以下の通りとしました。
  - また、基本ポートフォリオはモデルポートフォリオの中心値範囲に含まれることを確認することとしました。
1. 期待リターン<sup>1</sup>の推計については、一つの手法に依存せず、複数の手法を組み合わせることで推計精度の向上を図りました。手法の組み合わせとしては、従来通りの方法に加えて、市場時価総額に内在すると考えられる均衡収益率も勘案することとしました。
  2. 期待リターン及びリスク・相関係数の推計には政策ベンチマークを使用しました。期待リターン<sup>1</sup>の推計期間としては、ポートフォリオの最適化を行う上で財政検証の前提を参照するため、財政検証の長期の経済前提の設定に用いる経済モデルが一般的に想定する期間を勘案して25年間としました。
  3. 中期目標では、経済前提のすべてのケースの実質的な運用利回り<sup>2</sup>(※)に対応する値として、ケースⅢの1.7%が運用目標と設定されたことを踏まえ、期待リターン<sup>1</sup>(対賃金)を設定する際の賃金上昇率の前提となる経済シナリオは、ケースⅢを用いました。
  4. 期待リターン<sup>1</sup>の推計方法の改善に伴い、最適化の精度が向上し適切な構成割合の導出が見込まれたことから、必要利回り<sup>3</sup>の設定以外の制約条件(各資産の大小関係等)は設定しないこととしました。
  5. リスク制約は、従前同様に、運用利回りが名目賃金上昇率を下回るリスク(下方確率)が全額国内債券運用の場合を超えないこととしたほか、賃金上昇率を下回った場合の平均的な不足率(条件付平均不足率)をリスク尺度として最適化を行いました。
  6. 財政検証における積立金額(名目)の推移を見ると、ケースによってピークの時期は異なるものの、およそ50年後までは積立金の元本を取り崩す必要がなく、運用方針を維持できることが見込まれます。積立金額(名目)のピークは、それ以降は運用収益だけではキャッシュアウトが賄えなくなることを意味し、運用の実務上重要な時点であることから、50年後までの範囲で、変更後の基本ポートフォリオで運用した場合の積立金額の推移を財政検証で予定された積立金額と比較することとしました。
  7. なお、今回の基本ポートフォリオ策定では、現下の低金利情勢を踏まえて、国内債券と円貨短期資産及びヘッジ付き外国債券は同等のリスク・リターン特性を持つものと考え、国内債券に位置づけました。併せて、短期資産の中にある外貨短期資産は、外国債券に位置づけました。

## < 前回公表資料 >

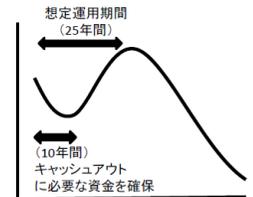
### 基本ポートフォリオ策定方針の主な変更点

- 以上を踏まえた今回の基本ポートフォリオ策定方針の主な変更点は、次のとおりです。
- ① 長期的な観点から策定する点は変わりませんが、これまでのように長期均衡状態のみを前提とするのではなく、フォワードルッキングなリスク分析を踏まえ、財政検証と整合性をとって、足下から向こう10年間の金利上昇シナリオを想定しました。
  - ② 基本ポートフォリオ策定の際のリスクの捉え方については、全額国内債券運用の場合に積立金の実質的な価値を維持することができなくなる確率を基準としました。具体的には、賃金上昇率からの下振れリスクが全額国内債券運用の場合の下振れリスクを超えないかをみましました。さらに、賃金上昇率を下回った場合の平均的な不足額も考慮しました。
  - ③ 財政検証でいずれの経済シナリオでも必要な運用利回りが確保できるため運用目標の元となったケースEに相当する「経済中位ケース」と、現在の市場に織り込まれた将来の金利水準を前提とする「市場基準ケース」(財政検証のケースGに相当)の2つのケースを想定しました。(3ページ参照)
- 以下、順を追って、新しい基本ポートフォリオの考え方をご説明いたします。

### 積立金の想定運用期間と年金給付のための流動性の確保

#### (1) 想定運用期間

- 財政検証によれば、経済シナリオによって異なるものの、傾向的には、積立金の水準は、しばらく低下したのち、いったん上昇に転じ、概ね25年後に最も高くなった後、継続的に低下していきます。
- このため、想定運用期間については、継続的に積立金を取り崩していく局面では流動性の確保に重点を置く必要があるなど運用の条件が異なることから、積立金の水準が最も高くなり、継続的に低下が始まる前までの25年間としました。



財政検証による予定積立金額の推移  
(イメージ)

#### (2) 年金給付のための流動性の確保

- 上記のとおり、今後10年程度は積立金を取り崩すこと(キャッシュアウト)が想定されています。この今後10年程度のキャッシュアウト局面において、確実にキャッシュアウト資金を確保することは、年金受給者の安心のために極めて重要です。
- このため、今回の基本ポートフォリオの見直しに合わせて、当面、財政検証で想定されている第3期中期計画期間(平成27~31年度)のキャッシュアウト見込額(経済中位ケースで約20兆円)について、GPIFが自家運用している財投債及びキャッシュアウト等対応ファンドの満期償還金・利金により概ね賄えるよう、キャッシュアウト等対応ファンドを積み増します。

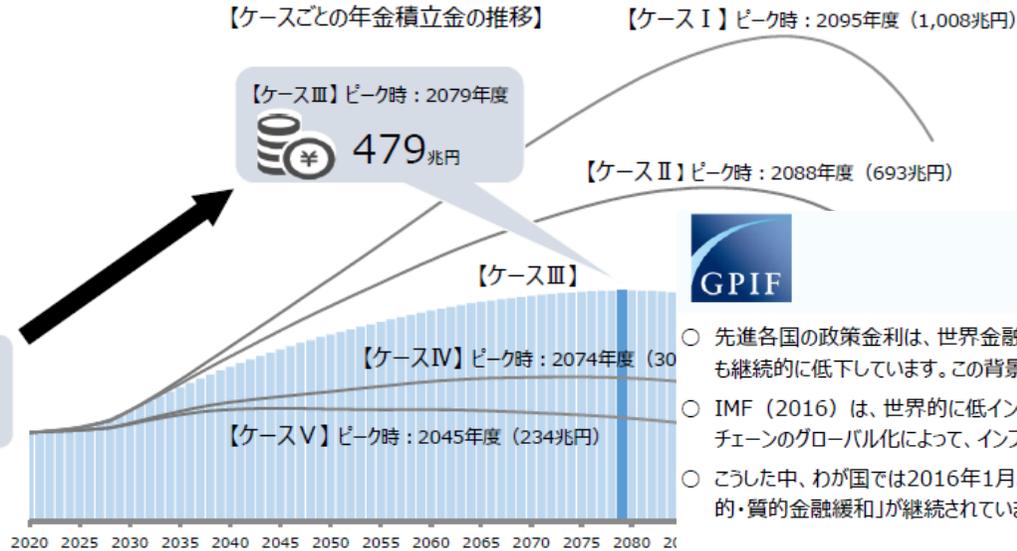
# 【I-4、I-5関係】基本ポートフォリオ策定に関する公表資料の充実(2/3)

< 今回公表資料 >



## 財政検証結果(概ね100年間の年金積立金の見通し)

- 2019年財政検証では、ケースごとに概ね100年間の年金積立金の見通しが示されています。
- 年金積立金の将来見通しは、ケースによって積立金額の規模や推移の状況は異なるものの、2019年3月末の159兆円から長期にわたり継続的に積み上がっていく結果となっています。



GPIFが策定した新たな基本ポートフォリオに関する公表資料では、基本ポートフォリオ策定の前提とした財政検証結果(概ね100年間の年金積立金の見通し)や近年の経済情勢について図表を活用して分かりやすく説明している。



## 近年の経済情勢

- 先進各国の政策金利は、世界金融危機以降、歴史的な低水準で推移しており、GPIFがベンチマークとしている国内外の債券利回りも継続的に低下しています。この背景には低インフレがあります。
- IMF（2016）は、世界的に低インフレとなった最大の要因はグローバル化にあると指摘しています。またBIS（2016）は、サプライチェーンのグローバル化によって、インフレ率が年々グローバル要因に左右されやすくなっていることを指摘しています。
- こうした中、わが国では2016年1月より「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」が導入され、同年9月より「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」が継続されています。他方、米国の長期金利はプラス圏に留まっています。

【債券ベンチマーク指数の利回りの推移】



【日米の金利動向】



(2019年12月末時点)

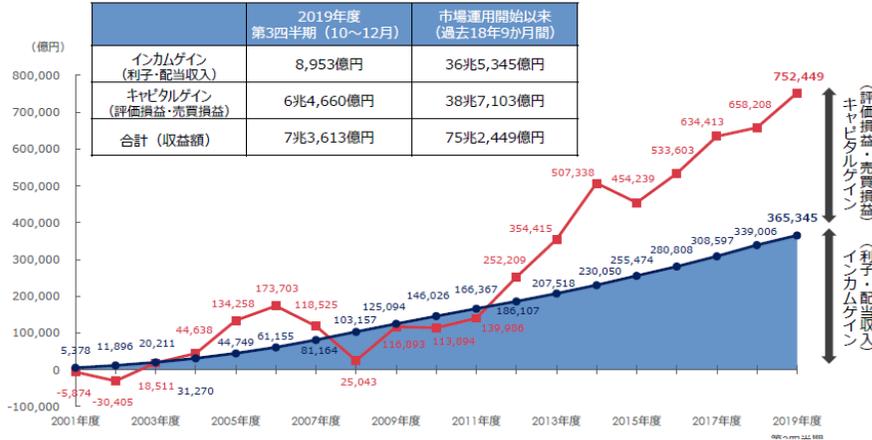
# 【I-4、I-5 関係】基本ポートフォリオ策定に関する公表資料の充実(3/3)

GPIFが策定した新たな基本ポートフォリオに関する公表資料では、参考資料として、長期運用とインカムゲイン、国内外の債券・株式のインカムゲイン、長期運用による利回り差の累積効果など、新たな基本ポートフォリオ策定の背景にある考え方について図表を活用して分かりやすく説明している。



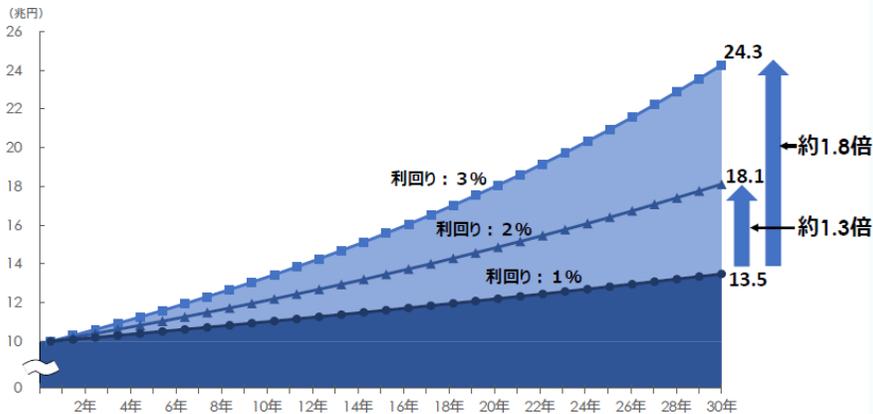
## 長期運用とインカムゲイン

○ GPIFのような長期運用を行う投資家は、資産を長期保有することで、利子や配当の形で、世界の経済成長の果実を着実に獲得することが可能です。こうしたインカムゲイン（利子・配当収入）は、市場変動の影響を受けにくく、運用収益の安定的な確保に貢献します。



## 長期運用による利回り差の累積効果

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



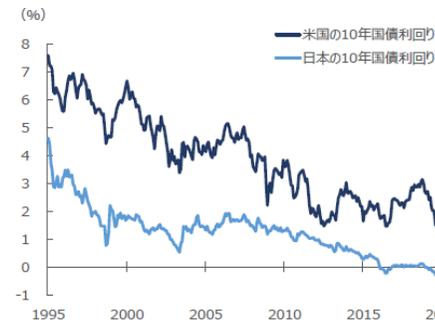
(注) 元本を10兆円、運用利回りを3%、2%、1%とそれぞれ仮定して30年間運用を行った場合の運用資産額の伸びを示したものです。



## 国内外の債券・株式のインカムゲイン

○ 国内を中心に債券の金利は低下していますが、米国など外国債券の金利はプラスを維持しています。また、株式の配当利回りは、長期間にわたり2%程度と現在の国内外の国債金利に比べて高い状況です。内外の株式と債券へ分散投資を行うことで、今後もインカムゲインによる安定的な収益が期待できます。

【日米の10年国債利回り】



【国内株式と外国株式の配当利回り】



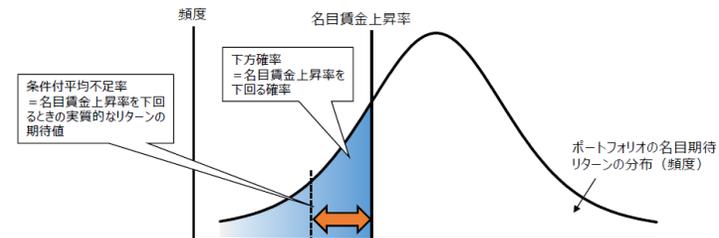
## 政策ベンチマーク及び下方確率について

【政策ベンチマーク】

○ GPIFでは、基本ポートフォリオ策定に用いるベンチマークを政策ベンチマークと呼んでいます。今回の基本ポートフォリオの検討にあたり、政策ベンチマークは以下を用いました。

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

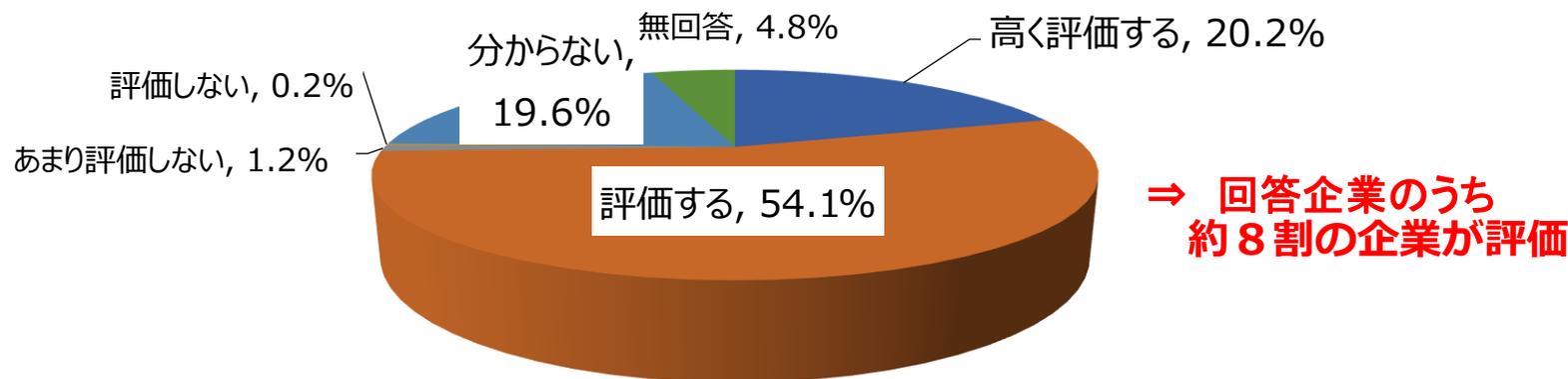
【下方確率と条件付平均不足率】



# 【I-6関係】スチュワードシップ活動の評価について

## 約8割の企業がGPIFのスチュワードシップ活動を「評価」

【質問】当法人のスチュワードシップ活動全般への取組みについてのご評価とその理由をお聞かせください。



### 【各評価別のコメント抜粋】

- GPIFが運用機関の評価においてスチュワードシップ活動を重視することで、運用機関側も長期的視野で企業と対話するよう変化がおきており、ショートターミズムから脱却する気風の醸成につながっている（「高く評価する」と回答）
- アセットオーナーとして積極的な情報発信を行うことにより、委託先にとどまらず幅広い運用機関の対話姿勢に変化が見られるようになったため。また、グローバルアセットオーナーフォーラム等を通じた情報発信により、世界の投資家の我が国に対する理解が進むとともに、ESG等の評価基準作成の際にも世界最大の運用機関として考え方が発信できると考えられるため。（「高く評価する」と回答）
- 運用機関への影響のみならず、企業サイドも経営意識に変化が出始めてきている（「高く評価する」と回答）
- 活動の方針や具体的な内容をホームページ等で広く公開している（「評価する」と回答）
- 運用受託機関と投資先企業との建設的な対話の促進に貢献していると考えられるから。（「評価する」と回答）
- 企業内部でESG対応を推進していくうえで、ESG指数への投資と実績（金額）の開示は納得性の高い説明材料になっている。（「評価する」と回答）
- 対話重視といつつ、各社の業界や事業の性質・事情を考慮せず機械的に議決権行使する投資家が多いように感じる。（「あまり評価しない」と回答）
- （優れた統合報告書の公表について）企業によるESG推進に説明責任（＝報告）を活用することは良いが、特定の報告フォーマットを強制すべきではないと考えるから。また、年次の統合報告書では直近のESG状況が反映されずタイムリーな情報アップデートを阻害する可能性があると考え。（「評価しない」と回答）