第21回社会保障審議会資金運用部会
令和６年7月26日
参考資料４

GPIF

2023年度 業務概況書

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

2023年度 業務概況書 | 目次／情報マップ

2023年度の運用実績一覧・トピックス 3

メッセージ・ごあいさつ 5・6

GPIFの紹介 7

2023年度の概況 19

2023年度の運用を振り返って 21

第1部 2023年度の管理及び運用状況

1 | 運用実績 …… 23
2 | 基本ポートフォリオの概要 …… 35
3 | 運用リスク管理に関する基本的考え方等 …… 44
4 | 各資産の運用状況 …… 49
5 | オルタナティブ資産の運用 …… 58
6 | スチュワードシップ責任 …… 74
7 | ESG活動 …… 82
8 | その他主要な取組 …… 88
9 | その他 …… 93

第2部 GPIFの役割と組織運営

1 | 公的年金制度におけるGPIFの役割 …… 95
2 | 組織・内部統制体制 …… 98

第3部 資料編

1 | ベンチマークインデックスの推移（2023年度） … 105
2 | 運用実績等の推移 …… 106
3 | 運用手法・運用受託機関別運用資産額等 …… 110
4 | 保有全銘柄 …… 122
5 | その他 …… 124

運用実績やトピックスを一覧で確認したい

経営委員長メッセージ

理事長あいさつ

GPIFの組織や役割について知りたい

2023年度の管理運用状況についてしっかり確認したい

各種データについて詳細に確認したい

2023年度以降の数値は、原則として約定日（売買の執行日）を基準日として、元本の増減を反映しています。また、自家運用で実施する株価指数先物取引の想定元本等を反映しています。（2022年度以前の数値では受渡日（売買の決済日）を基準日として元本の増減を反映しています。また、一部を除き自家運用で実施する株価指数先物取引の想定元本等を反映していません。）

HP

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

- GPIFのご紹介
- 年金積立金の運用とは
- 管理・運用状況
- ESG・スチュワードシップ
- 運用の多様化
- 調達・規程・情報公開

よくあるご質問

https://www.gpif.go.jp/gpif/faq/index.html

用語集

https://www.gpif.go.jp/gpif/words/index.html

データ集

https://www.gpif.go.jp/operation/the-latest-results.html

YouTube

- GPIFって、なに？
- GPIF 植田CIOに聞いてみよう
- 10分でわかるGPIF

2023年度 ESG活動報告

(2024年8月下旬に下記ページにて公表予定)

https://www.gpif.go.jp/esg-stw/

2023/24年 スチュワードシップ活動報告

https://www.gpif.go.jp/esg-stw/StewardshipReport_2023.pdf

年金積立金管理運用独立行政法人
2023年度業務概況書

本誌は、年金積立金管理運用独立行政法人法第26条第１項及び厚生年金保険法第79条の８第１項に基づいて作成し、公表するものです。
本誌の内容について、商用目的で転載・複製(引用は含まれません。)を行う場合は、事前に企画部までご相談ください。
引用・転載・複製を行う場合は、出所を明記してください。

お問い合わせ

年金積立金管理運用独立行政法人企画部企画課

〒105-6377 東京都港区虎ノ門1-23-1 虎ノ門ヒルズ森タワー７階
TEL: 03-3502-2486(ダイヤルイン)　FAX: 03-3503-7398
URL: https://www.gpif.go.jp/

2023年度の運用実績一覧

詳細は23ページから34ページをご覧ください。

収益率

2023年度	市場運用開始以降［2001年度～2023年度］
+22.67%［年率］	+4.36%［年率］

収益額
（うち、インカムゲイン）

2023年度	市場運用開始以降［2001年度～2023年度］
+45兆4,153億円［年間］ （+4兆1,374億円［年間］）	+153兆7,976億円［累積］ （+51兆1,901億円［累積］）

超過収益率
（複合ベンチマーク対比）

2023年度	第4期中期目標期間［2020年度～2023年度］
+0.04%	+0.27%［4年累積］

運用資産額

245兆9,815億円

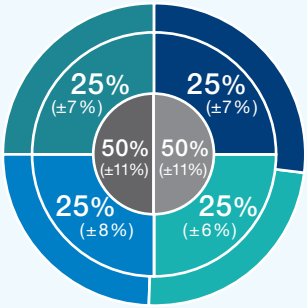
2023年度末時点

資産構成割合
（年金積立金全体）

内側：基本ポートフォリオ
（カッコ内は乖離許容幅）
外側：2024年3月末

外国株式
24.86%
62兆8,989億円

国内株式
24.33%
61兆5,532億円



国内債券
26.95%
68兆1,714億円

外国債券
23.86%
60兆3,721億円

各資産への配分・回収額

国内債券	外国債券	国内株式	外国株式
+124,780億円	+28,209億円	−79,872億円	−68,221億円

(注1)各資産の配分・回収額は、配分額から回収額を差し引いた額です。
(注2)約定日ベースで算出しています。

管理運用委託手数料額
（管理運用委託手数料率）

470億円
(0.02%)

国庫納付

2023年度	市場運用開始以降［2001年度～2023年度］
4,400億円	18兆3,997億円［累積］

2023年度のトピックス

1 安定的なポートフォリオ管理

GPIFでは、基本ポートフォリオに基づく運用を着実に実施するため、経済環境や市場環境の変化に対応して、基本ポートフォリオで定めた資産構成割合から乖離しないよう、適時適切に資産の売買等(リバランス)を行っています。

2023年度は、金融政策の転換など変化が際立つ市場環境でしたが、価格変動リスクの軽減につながる株価指数先物などを通じて、きめ細やかなリバランスを実施するとともに、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を他の資産と区分して管理するなど、リスク管理の高度化を進めました。

2 超過収益獲得に向けた運用の高度化・多様化

基本ポートフォリオに基づく着実な運用に加え、超過収益の獲得を目指すこともGPIFに課せられた課題です。2023年度は、最新のデータサイエンスに基づく定量評価を活用した先進国株式(除く日本)及び日本株式アクティブファンドの選定並びに政策ベンチマーク比のアクティブリスクを管理するパッシブファンドの活用、オルタナティブ資産におけるLPS投資の推進など、超過収益獲得の源泉を拡大することに努めました。

こうした取組により、第4期中期目標期間の2020年度以降の4年間累積での超過収益率は+0.27%となりました。

なお、GPIF設立以降の18年間(2006～2023年度)での超過収益率は、−0.03%となりました。

3 運用やリスク管理の高度化を支える基盤づくり

GPIFには、膨大な取引データ等のデータが日々集積されます。こうしたデータを有効活用することで、運用やリスク管理の更なる高度化が期待できます。

2023年度は、こうしたデータを有効活用するため、データマネジメントの基礎となる投資判断プラットフォームの構築を進めました。また、オルタナティブ資産について、伝統的資産対比の超過収益を適切に評価するための枠組みの整備を進めました。

経営委員長メッセージ

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

GPIFの使命は、年金積立金の管理・運用を、専ら国民の皆様の利益のために長期的な観点に立って安定的かつ効率的に行い、これを通じて年金財政の安定に貢献することです。

経営委員会は、多様な知識・経験を有する専門家9名と理事長の合計10名で構成されています。基本ポートフォリオの策定など年金積立金の管理・運用や組織の運営に関する重要な方針を決定するとともに、監査委員会とも連携しながら、執行部の執行状況を監督しています。

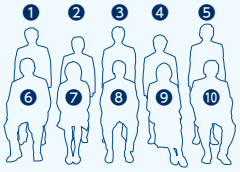
この1年の内外情勢を振り返りますと、戦争・地政学リスクが高まるとともに、ナショナリズムの動きも一段と広がってきました。国際的な政治情勢は、緊張の度をさらに高めています。景気動向は、米国が相対的に底堅い動きとなっている一方、欧州や中国は低迷を続け、日本も今一つ力強さに欠ける状況です。この間、物価は、米欧では金融引締策にもかかわらず、先行きの上昇率鈍化が明確には見通せない状況です。日本も高めの物価上昇が想定外に続いています。こうした下で、金融資本市場は、ボラティリティの高い動きとなっています。

GPIF としては、このような環境の中で、いかにリスクを最小化しつつ、高いリターンを求めていくかに心を砕いてきました。従来にも増して運用の高度化・多様化を図ると同時に、リスク軽減策にも一段と力を入れてきました。併せて、組織運営面でも、システムの合理化などを進め、運用面での効率化をサポートする体制の構築に努力してきました。経営委員会と執行部が、健全な緊張関係を保ちつつ、国民の皆様から信頼されるようなガバナンスをしっかりと発揮することができたものと考えております。

内外情勢の先行きは、なお予断を許さない状況が続く可能性が高いように思います。GPIF としては、様々な変化に機動的かつ柔軟に対応しながら、国民の皆様の期待に応えるべく全力を傾けて参る所存です。今後ともご理解とご支援のほど宜しくお願い致します。

年金積立金管理運用独立行政法人
経営委員長

山口廣秀



❶ 板場　建(いたば けん)
❷ 久保田 政一(くぼた まさかず)
❸ 加藤 康之(かとう やすゆき)
❹ 逢見 直人(おうみ なおと)
❺ 尾﨑 道明(おざき みちあき)
❻ 新井 富雄(あらい とみお)
❼ 小宮山 榮(こみやま さかえ)
❽ 山口 廣秀(やまぐち ひろひで)
❾ 根本 直子(ねもと なおこ)
❿ 宮園 雅敬(みやぞの まさたか)

理事長あいさつ

年金積立金の管理及び運用を通じ、
年金制度の財政の安定、
ひいては国民生活の安定に
貢献するという使命を全うします。

年金積立金管理運用独立行政法人(GPIF)は、厚生労働大臣から寄託された年金積立金の管理及び運用を行うとともに、その収益を年金特別会計に納付することにより、厚生年金保険事業及び国民年金事業の安定に資することを目的としています。

2023年度の運用結果は、内外株式市場の上昇や円安等により、年度ベースで22.67%のプラス収益となりました。

米国連邦準備制度理事会(FRB)や欧州中央銀行(ECB)等が利上げを継続したことから欧米の主要国における国債利回りは上昇しました。一方、日本銀行は金融政策の枠組みを見直し、マイナス金利政策を解除したこと等から国内の国債利回りは上昇しました。ただし、緩和的な金融環境が継続するとの見通しが示され、国内外の金融政策の方向性の違いから為替は対ドル・対ユーロで円安となりました。また、米国ではIT関連銘柄をけん引役に株式市場が上昇したほか、欧州でも株式市場は上昇しました。国内株式も上昇し、日経平均株価では史上最高値をつける場面も見られました。

2020年度より始まった第4期中期目標期間も最終年度を迎えております。この間の世界における経済金融環境は、コロナショックによる落ち込みからの急回復、ロシアのウクライナ侵攻、及び中東における紛争拡大等を経て、2023年半ばには欧米を中心に金融引き締めが一段落する動きが見られるなど、金融市場も大きな動きが続いています。

このようにポートフォリオ管理が難しい局面が続く中で、リスク管理に努めつつ、安定的な運用に努めた結果、GPIFが運用する資産は、2023年度末で約246兆円となりました。この規模の運用資産を一つのポートフォリオとして運用する投資家は世界にも類例がありません。

GPIFは、これまで培ってきた安定的なリターンを生み出す体制をベースに、その規模にふさわしい運用能力の高度化とこれを支えるミドル・バックの体制強化をすすめ、被保険者の皆様の信頼にこたえ、国民生活の安定に貢献するため、経営委員会とともに、役職員一同、不断の努力を続けてまいる所存です。

今後とも、皆さまのご理解とご支援を賜りますよう、よろしくお願い申し上げます。

年金積立金管理運用独立行政法人
理事長

宮園 雅敬

1

GPIFの紹介

GPIFについて

はじめに

日本の未来を支えるための、公的年金。その大切なお金の一部を
運用しているGPIFがどのような活動をしているのか、
国民の皆様にわかりやすくご説明いたします。

公的年金って？

「歳をとって働けなくなる」「病気や事故で障害を負う」「一家の大黒柱を亡くす」などの人生のリスクに備えて、国民みんながお金を出し合う助け合いのしくみです。特に日本の社会においては、高齢者の暮らしを生涯にわたって支えるものとして、とても大切な役割を果たしています。

▶ 公的年金制度におけるGPIFの役割の詳細については、95・96ページをご覧ください。

（注）国民の皆様にわかりやすくお伝えするため、一部情報を簡略化しています。画像は全てイメージです。

Q1 自分が納めたお金は年金として戻ってくるの？

A 日本の公的年金制度は、現役世代が納める保険料で、その時々の高齢者世代に年金を給付する「世代間の支え合い」です。自分が納めたお金が、そのまま戻ってくる仕組みにはなっていません。

▶ 詳しくは８ページへ

Q2 少子高齢化が進むと、年金はどうなるの？

A 高齢者世代に給付する年金をまかなう現役世代からの保険料が少なくなるため、その不足分を補うことが必要になります。高齢者や女性の就業が増加するなどの時代の変化を年金制度に反映することで年金制度の持続性は高まっていますが、加えて、年金積立金の活用により年金財政の安定化を図るしくみになっています。

▶ 詳しくは９ページへ

Q3 GPIFって何をする組織なの？

A 年金給付のためのお金の一部を、将来の世代のために運用し、増やしています。

▶ 詳しくは10ページへ

Q4 今年の運用結果で、来年に貰える年金額は変わるの？

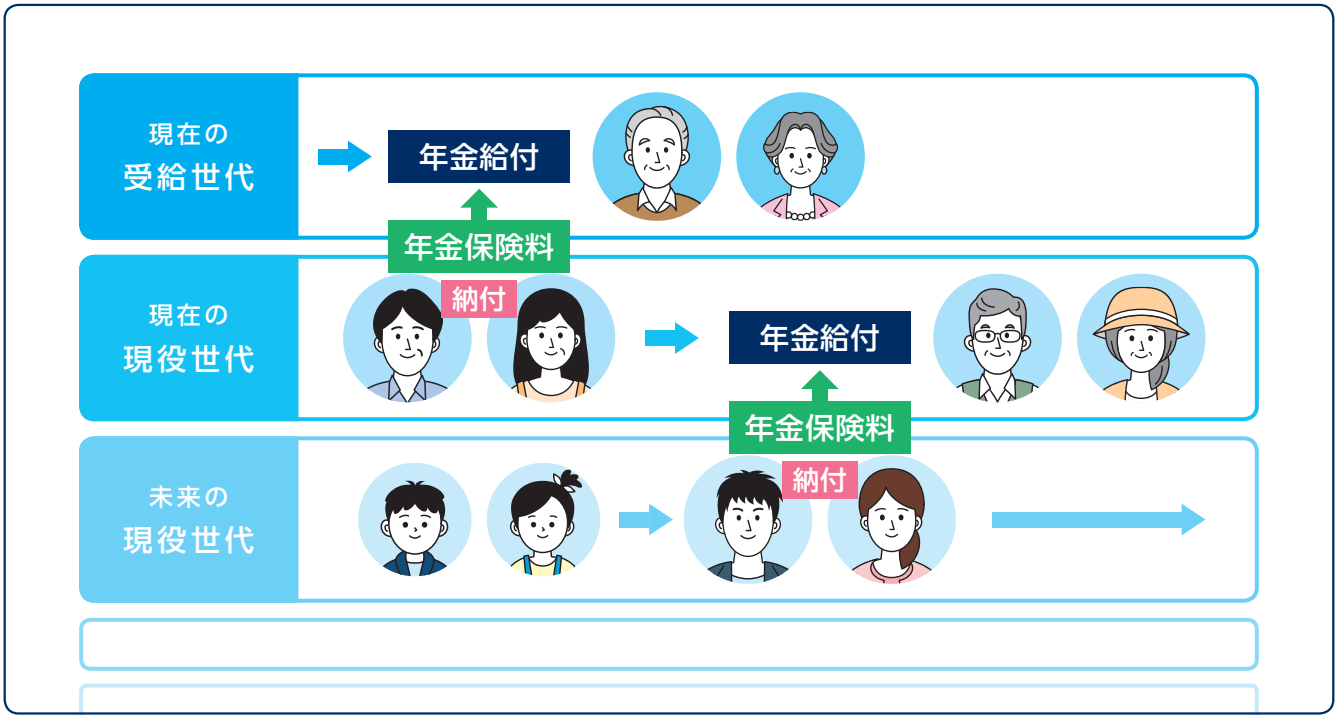
A GPIFが運用しているのは「将来世代のための備え」のお金なので、今年の運用結果がプラスでもマイナスでも来年に受けとる年金額に影響することはありません。

▶ 詳しくは10ページへ

CHECK 1

まずは、日本の年金制度について、改めて確認してみましょう。

日本では、高齢者の生活を
現役世代が「支える」制度を採用しています。



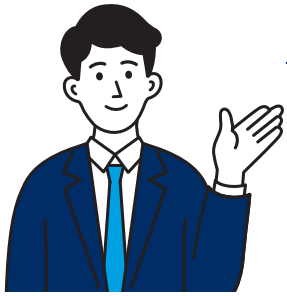
現役世代が納める保険料で、その時々の高齢者世代に年金を給付しています。つまり、現役世代が将来受け取る年金は、その子どもや孫たちの世代が納める保険料でまかなわれることになります。自分が納めた保険料が将来そのまま戻ってくるしくみではありません。

人口が減っている時代。どんな心配があるのでしょうか？

CHECK 2

日本の人口が減ると、年金はどうなるのでしょう?

このまま少子高齢化が進むと、
将来の現役世代の負担が
大きくなりすぎてしまうかもしれません。



近年は、現役世代の人口が減少する一方で、健康寿命の伸長に伴い高齢者の就業が増加し、また女性の就業率も上昇するなど、これまでよりも長く多様な形で人々が就労する社会となっていきます。こうした時代の変化を年金制度に反映することで年金制度の持続可能性は高まっています。これに加えて、将来の年金給付財源の不足分を補うために年金積立金を活用することにより、将来にわたって年金財政の安定化を図るしくみになっています。

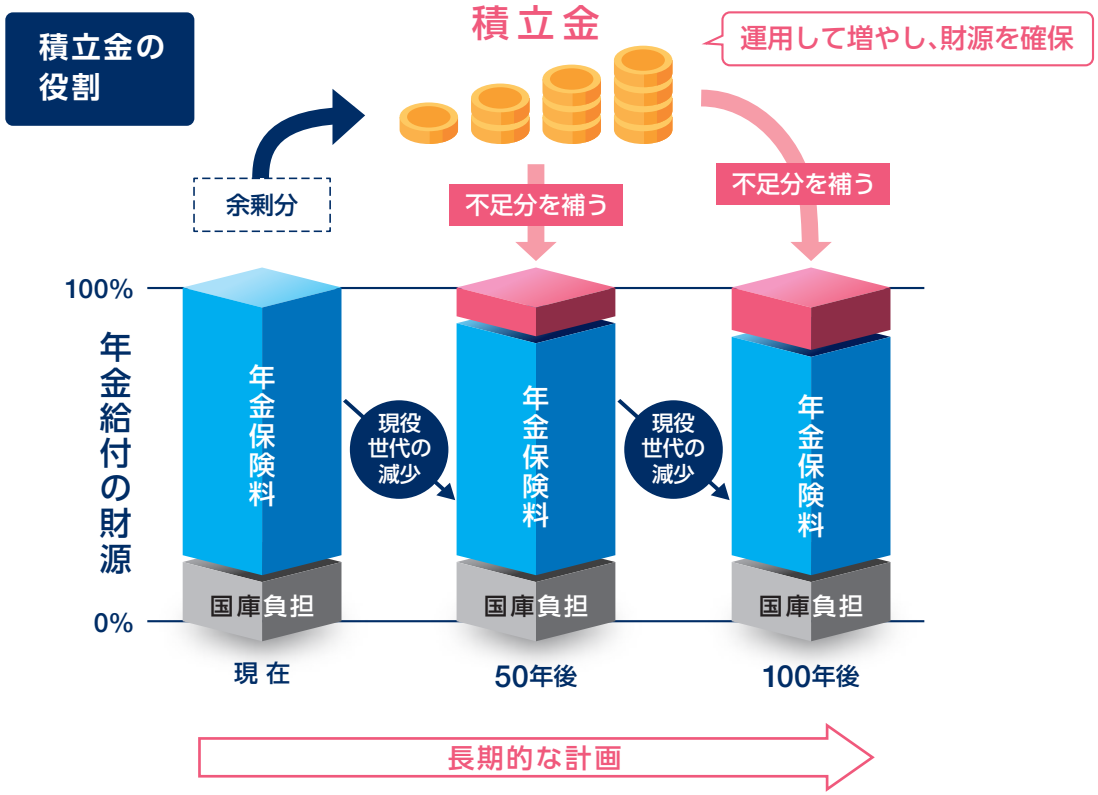
積立金の役割について、詳しく見てみましょう。

CHECK 3

GPIFは、未来の世代のために お金を運用しています。

どんなお金を運用しているの？

現役世代が納めた年金保険料のうち、年金の支払いなどに充てられなかったものが、将来世代のために積み立てられています。長期的にみると、年金財源全体のうち、積立金からまかなわれるのは１割程度です。



「GPIF」って何の略？

GPIF

Government＝政府　Investment＝投資
Pension＝年金　Fund＝基金

「年金積立金を運用している公的な機関」を意味する英語から、頭文字をとっています。

今年の運用結果は、来年の年金に影響するの？

GPIFが運用している積立金は、将来の現役世代の負担が大きくなりすぎないようにするためのお金です。よって、もし今年の運用結果がプラスでも、来年の年金支給額が増えることはありません。同じように、運用結果がマイナスでも、来年の年金支給額が減ることはありません。また、将来にわたって年金財政の安定化を図ることを目的に年金積立金は活用されます。

2 年金積立金の運用について

これからも安定して収益を得ていくために、
GPIFはこんなことを心がけています。

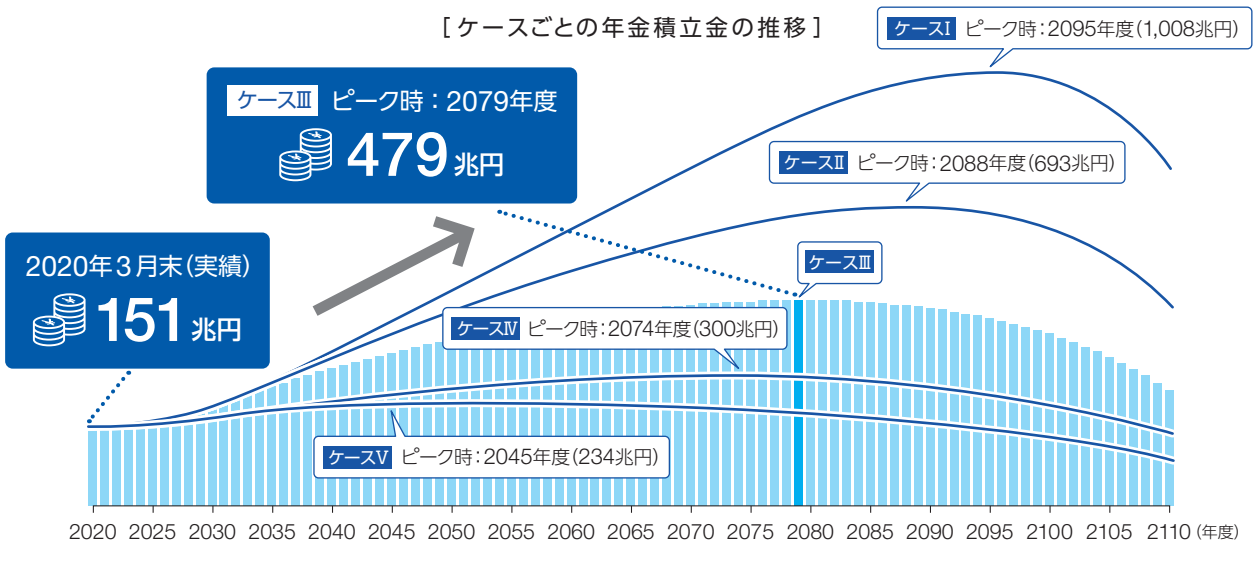
POINT 1 長期分散投資を基本としています。

1 長い目で投資を行っています。

短い期間では、運用によって得られる収益はプラスやマイナスに大きく振れる可能性がありますが、運用の期間が長くなるほど、プラスとマイナスが互いに打ち消し合うことで、年率平均の収益の振れ幅を小さくする効果が期待できます。

GPIFが運用している年金積立金はただちに取り崩す必要が生じるものではない資金です。このため、一時的な市場の変動に過度に捉われる必要はなく、さまざまな資産を長期にわたって持ち続ける「長期運用」によって、安定的な収益を得ることを目指しています。

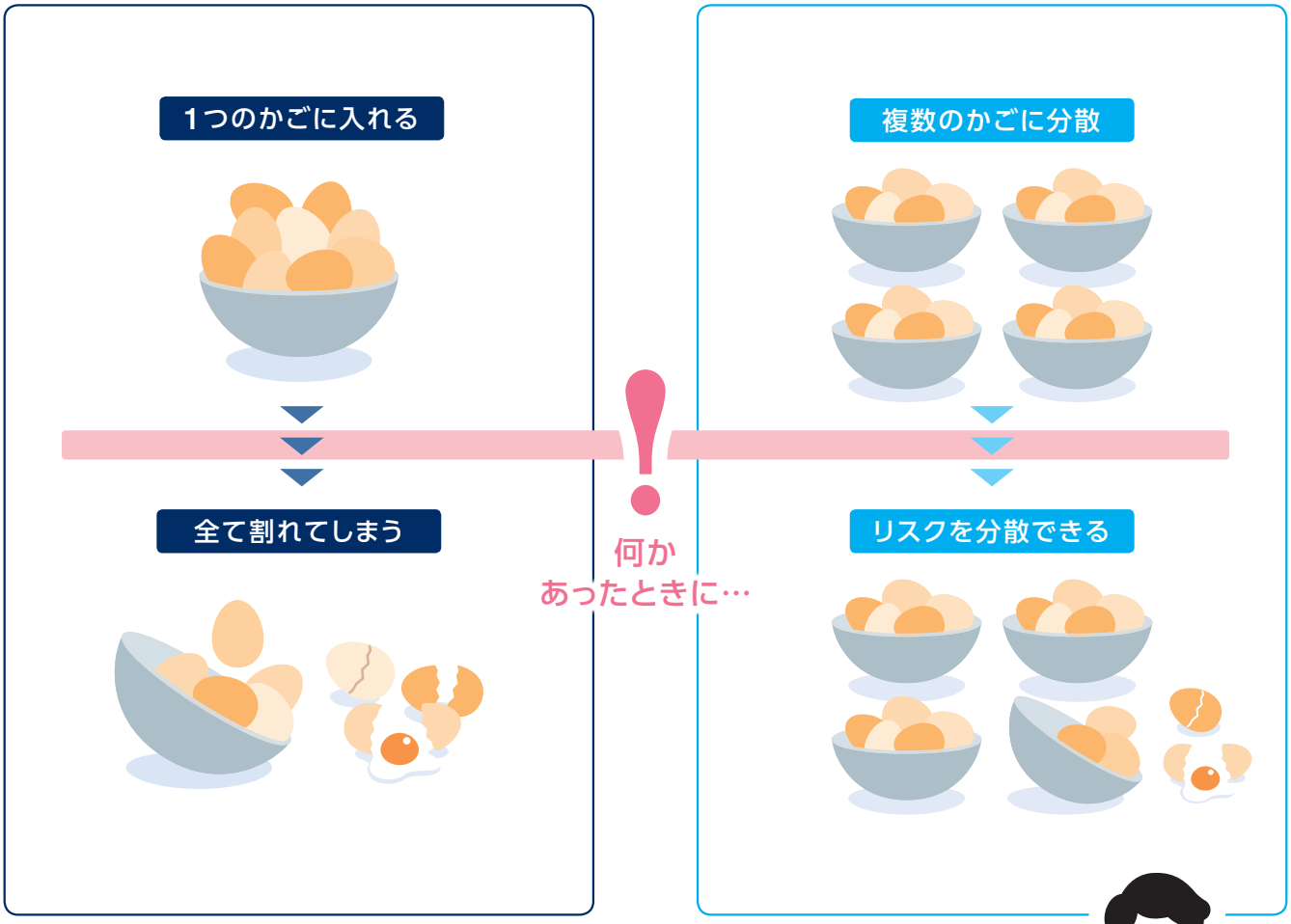
概ね100年間の年金積立金の見通し（2019年財政検証）



（注）ケースⅠ～ケースⅤの詳細は35ページをご覧ください。

2 分散して投資を行っています。

GPIFが運用している資産は約246兆円と巨額の規模です。資産運用には「卵を一つのかごに盛るな(Don't put all eggs in one basket)」ということわざがあります。性質や値動きの異なる国内外の複数の資産に分散して運用することにより、安定的な運用成果を目指しています。



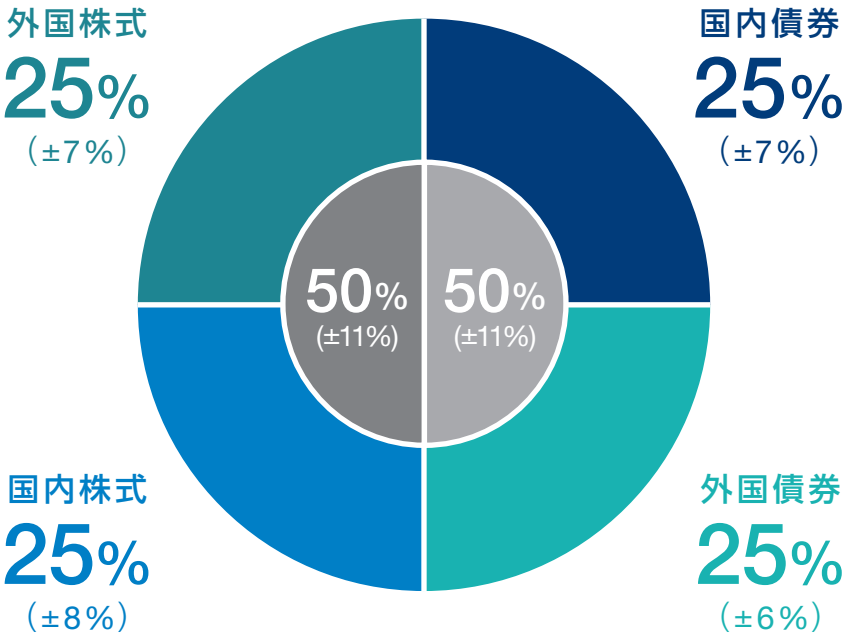
この「長期投資」と「分散投資」の組み合わせにより、収益の安定を目指しています。

POINT 2 基本ポートフォリオ（基本となる資産構成割合）に基づいて運用を行っています。

長期的な運用においては、短期的な市場の動向により資産構成割合を変更するよりも、基本となる資産構成割合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ます。

GPIFでは、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）に従って運用を行うこととされています。

現在の基本ポートフォリオ
（2020年４月以降）



（注1）カッコ内は乖離許容幅です。
（注2）オルタナティブ資産は資産全体の5%を上限としています。

ただし、市場は常に変動するものであるため、実際の運用は、基本ポートフォリオをベースとしながらも、合理的に無理のない範囲で機動的な運用を可能とする仕組みが不可欠です。

このため、GPIFでは、基本ポートフォリオからの乖離を許容する範囲（乖離許容幅）を定めています。

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、GPIFでは、年金積立金の管理及び運用において、基本ポートフォリオに基づくことが重要であると考えています。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ます。

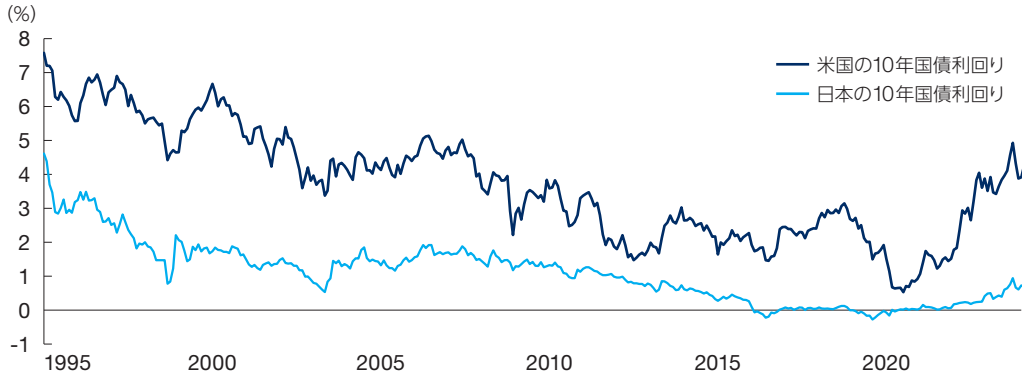
POINT 3

債券だけではなく、株式も適切に組み入れています。

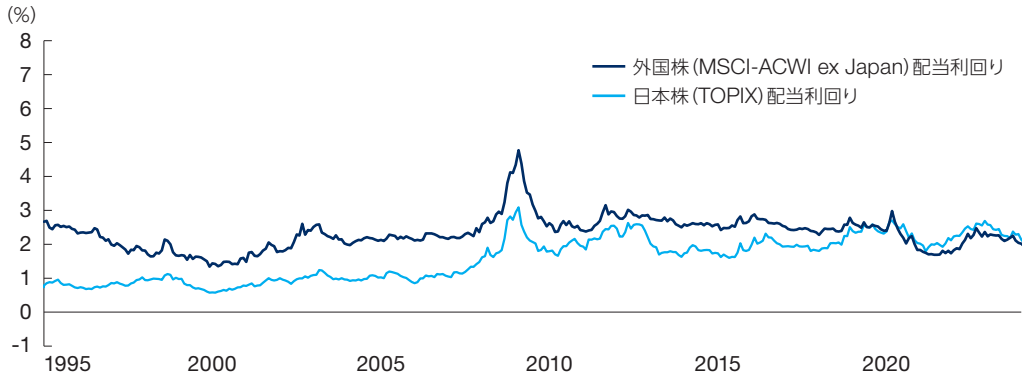
日本の国債金利は低い水準で推移しています。長期的に経済・運用環境が変化し、物価や賃金の上昇が想定される中で、国内債券を中心とした運用では、年金財政上必要な利回りを確保することは困難です。

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



巨額の株式を保有していると、年金積立金を取り崩す(株式を売却する)時に、株価を押し下げてしまうのでは?

GPIFが運用している年金積立金は、ただちに取り崩す必要はありません(ただし、運用収益の一部を年金給付に充てることはあります。)。本格的に取り崩し局面が来た後も、巨額の資産を一度に取り崩すのではなく、数十年かけて少しずつ取り崩していくことになります。その際、国内外の市場動向を慎重に見極めた上で、市場にできる限り影響を与えないよう、十分に留意します。

POINT 4

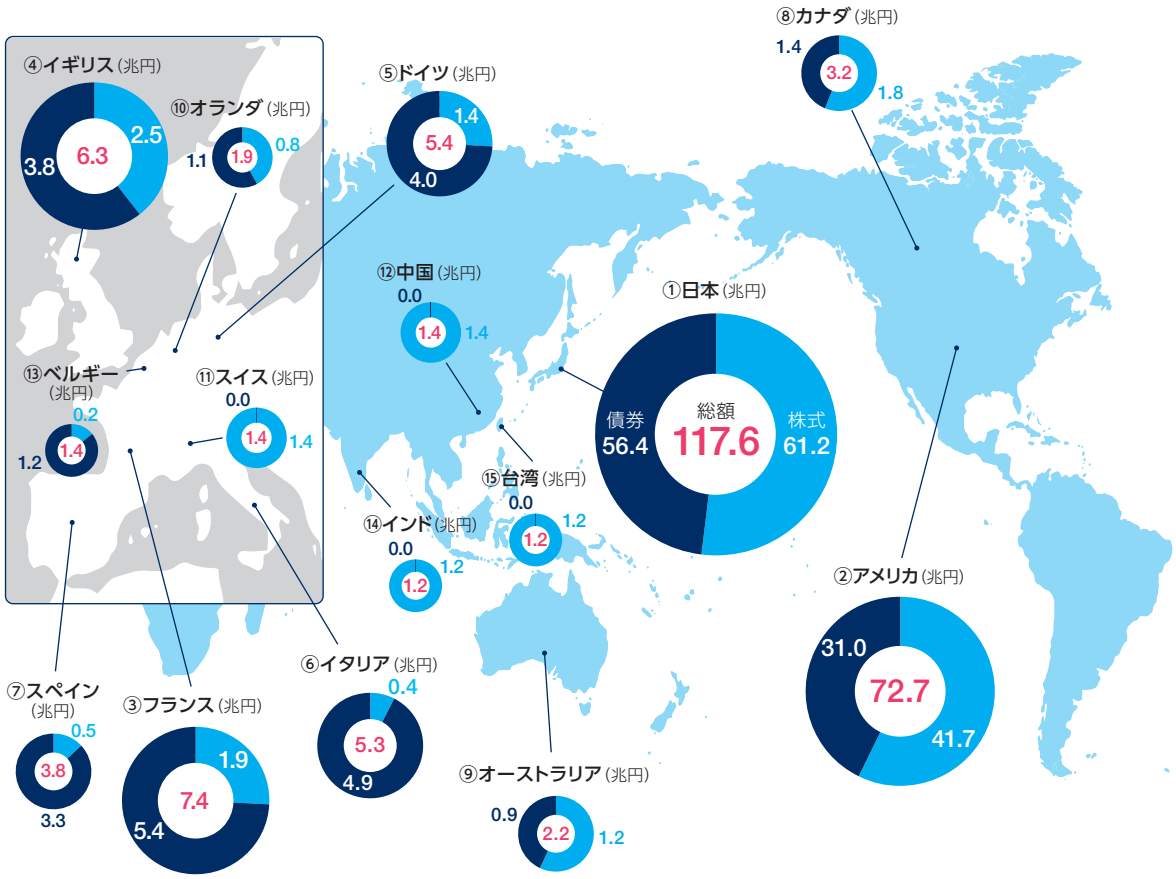
国内だけではなく、外国の様々な資産にも投資しています。

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

GPIFは、国内だけではなく、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、運用資産全体の価格の「ブレ」を抑制することで、大きな損失が発生する可能性を抑える運用を行っています。

国・地域別に分類した投資額

2024年３月末時点の投資額上位15の国・地域は、以下のとおりとなっています。



（注1）原則、株式は主に発行体の設立国または銘柄の主な上場先である国基準（MSCIインデックスの国分類）、債券は主に発行体または発行体の親会社の本社所在国基準（ブルームバーグインデックスの国分類）を使用して集計しています。
（注2）ファンド内に一時的に残るキャッシュやMMF（マネー・マーケット・ファンド）等は除いて集計しています。
（注3）オルタナティブ資産を含めて集計しています。なお、インフラストラクチャー及びプライベート・エクイティは「投資先企業が主に事業を行っている国」、不動産は「投資先不動産が登録されている国」に分類し、集計しています。
（注4）四捨五入のため、各数値の合算は合計の値と必ずしも一致しません。

POINT 5

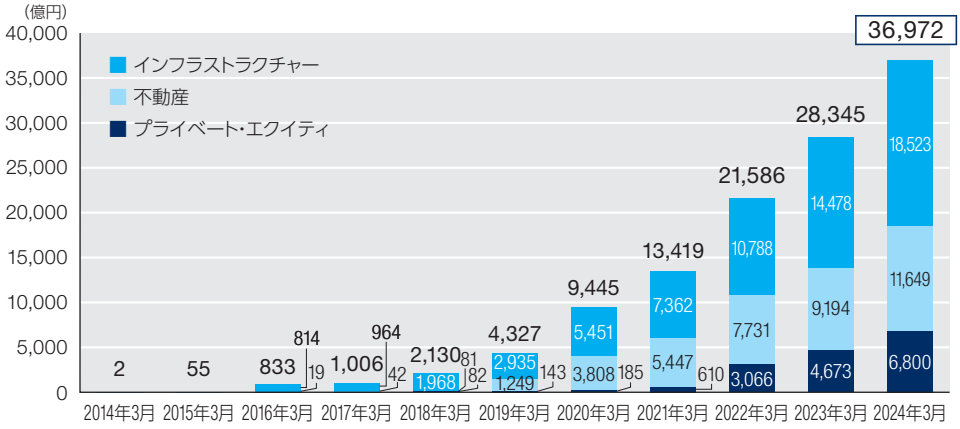
株式や債券に加えて、オルタナティブ資産にも投資しています。

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す。オルタナティブ資産には多種多様な資産がありますが、GPIFでは「インフラストラクチャー（再生可能エネルギーなどのインフラ事業への投資）」、「プライベート・エクイティ（非上場株式への投資）」、「不動産（物流施設などの不動産への投資）」を運用の対象としています。

オルタナティブ資産は、株式や債券とは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ます。また、多くの投資家が日々売買する上場株式等とは異なり、取引が成立するまでに時間を要する一方で、オルタナティブ資産は高い利回りをもたらすとされています。

海外の年金基金では、このような特性・効果をもつオルタナティブ資産を活用した分散投資を推進しています。超長期の投資家であるGPIF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に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により、運用の効率性の向上を目指しています。

投資開始来のオルタナティブ資産の時価推移



POINT 6 スチュワードシップ活動やESGを考慮した投資を推進しています。

GPIF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ESGを考慮した取組を推進しています。

GPIFのESG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「経済的利益」を長期的に確保する、という考え方のもとで推進しています。

スチュワードシップ責任とは、機関投資家が、投資先及び市場全体の長期志向と持続的成長を促すことにより、長期的な投資収益拡大を図る責任のことです。GPIFでは、2014年5月の日本版スチュワードシップ・コード受入れから、スチュワードシップ責任に関する活動を本格的に開始しています。

GPIFは株式を直接保有せず、外部の運用会社を通じて投資しているため、スチュワードシップ活動の一環として、スチュワードシップ活動原則・議決権行使原則を定め、運用受託機関に対して、投資先企業との間で持続的な成長に資するESGも考慮に入れた「建設的な対話」(エンゲージメント)を行うよう求めています。

ESGは、環境(Environment)・社会(Social)・ガバナンス(Governance)の英語の頭文字を合わせた言葉です。

ESGを考慮した投資は、環境、社会、コーポレート・ガバナンスの視点を投資判断に組み込み、長期的なリターンの改善を期待するものです。

「世界の資本市場全体に幅広く分散して運用する投資家」(ユニバーサル・オーナー)かつ「世代をまたぐ投資家」(超長期投資家)という特性を持つGPIFが、長期にわたって安定した収益を獲得するためには、資本市場全体が持続的・安定的に成長することが重要です。このような認識のもと、GPIFはESG投資を推進しています。

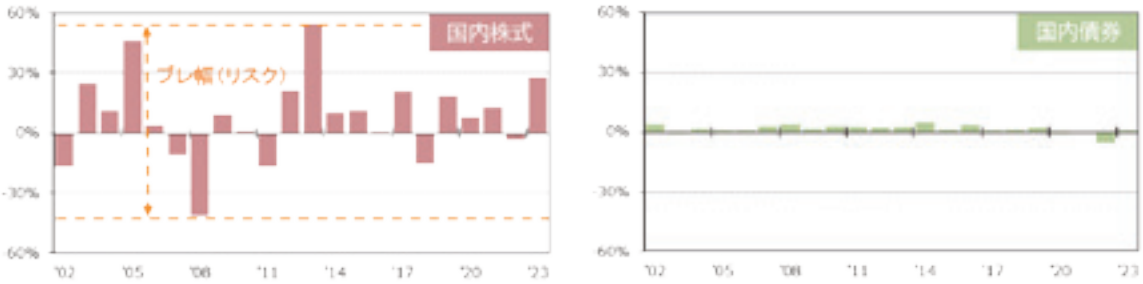
POINT 7

長期的な収益を確保できるよう、適切にリスクを管理しています。

リスクという言葉は日本語で「危険」「良くないことの起こる可能性」といった使われ方をしますが、資産運用の世界では「リターン（収益）の変動」、つまりリターンのブレの大きさを指すことが一般的です。

株式や債券の将来のリターンは確定していません。下の図はそれぞれの資産のリターンのブレ幅を表しており、ブレ幅が大きいほどリスクが高いことを示しています。

国内株式及び国内債券の年次リターンの推移 2002年～2023年



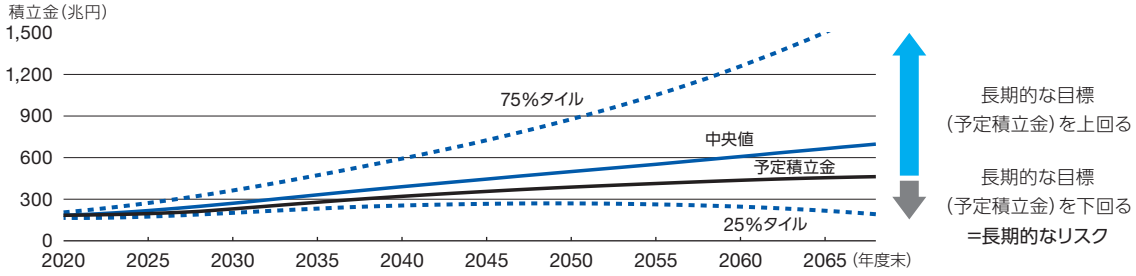
※運用コストとして、シミュレーション期間全体について、各資産ごとの管理運用委託手数料（年率）を用いています。各資産ごとの管理運用委託手数料（年率）は以下のとおりです。国内株式：0.01%、国内債券：0.01%
※税金、及びリバランスに係る費用等の取引コストは考慮していません。利息・配当等は再投資したものとして計算しています。
※過去のパフォーマンスは将来のリターンを保証するものではありません。
〈出所〉国内株式:Morningstar国内株式指数　国内債券:Morningstar国内債券指数
Copyright © 2024 Ibbotson Associates Japan, Inc. All Rights Reserved.
当資料はイボットソン・アソシエイツ・ジャパン株式会社（以下「イボットソン」）の著作物です。イボットソンの事前の書面による承諾のない利用、複製等は、全部または一部を問わず、損害賠償、著作権法の罰則の対象となります。

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ます。また、厚生労働大臣が定めた「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（年金積立金の名目運用利回りから名目賃金上昇率を差し引いたもの）1.7%(注)を最低限のリスクで確保することが要請されています。

GPIF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る長期的な収益が得られないこと」です。GPIF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（ブレ幅）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ます。

(注)2019年財政検証で設定された経済前提6ケースにおいて、長期の実質的な運用利回りが最も大きな値である1.7%が長期の運用目標として設定されています（詳しくは35ページをご覧ください）。

予定積立金額との比較（長期的なリスク）



2023年度 の概況

運用実績

▶ 詳細は23・24ページをご覧ください。

収益率（収益額）

	2023年度	市場運用開始以降［2001年度~2023年度］
収益率	+22.67%［年率］	+4.36%［年率］
（収益額）	（+45兆4,153億円［年間］）	（+153兆7,976億円［累積］）

運用資産額

2023年度末時点

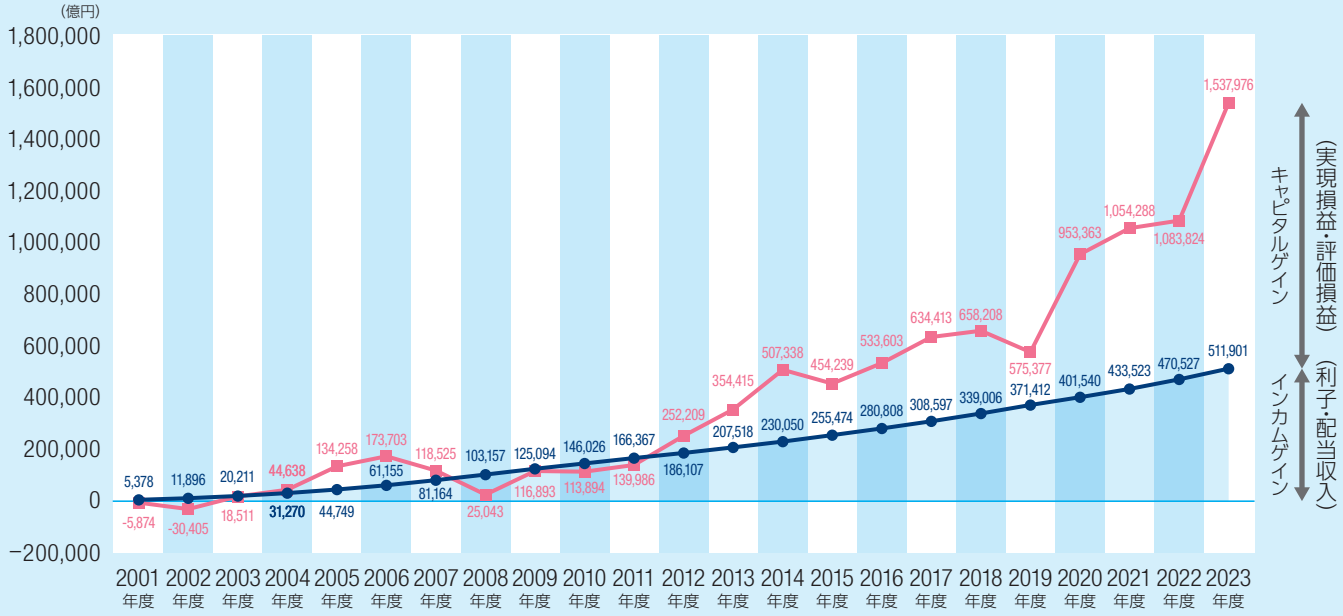
245兆9,815億円

（注1）収益率及び収益額は2023年度末での時価による評価であるため評価損益を含んでいます。
（注2）約定日ベースで算出しています。また、株価指数先物取引の想定元本等を加味しています。

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

GPIFの収益のうち、キャピタルゲイン（価格変動による損益（実現損益と評価損益））は市場価格の変動により短期的には評価損となることもありますが、インカムゲイン（利子・配当収入）は市場変動の影響を受けにくく、市場運用開始以降、利子や配当による収入を着実に得ています。

市場運用開始後の累積収益額［2001年度～2023年度］



年金財政に与える影響

▶ 詳細は25ページをご覧ください。

年金積立金全体の実質的な運用利回り

運用実績［累積］

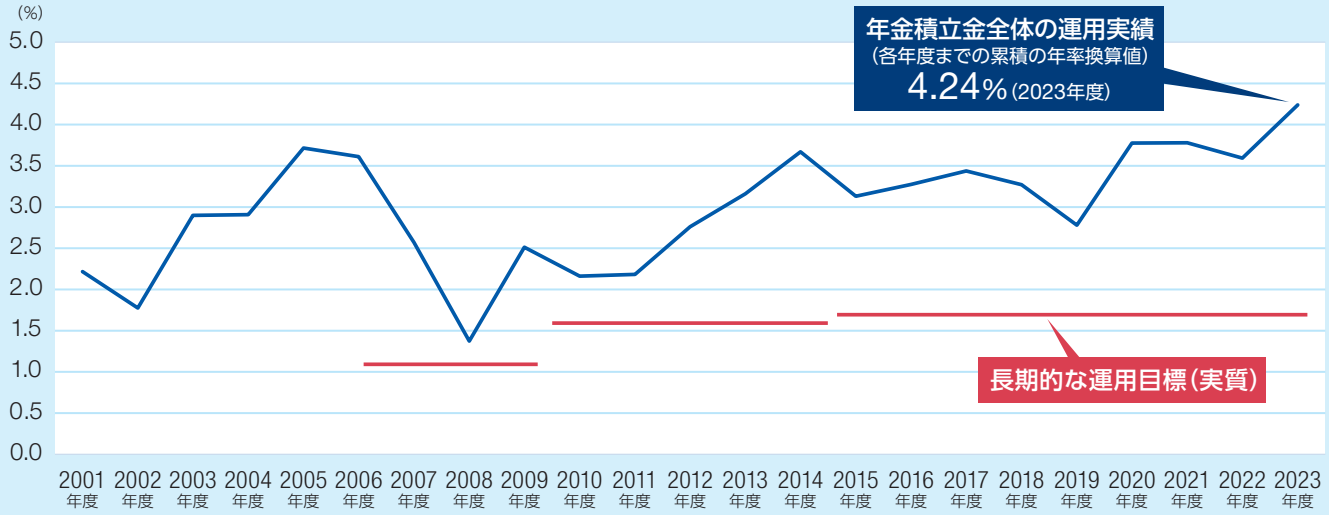
4.24%［年率］

年金積立金全体(注1)の運用は、厚生労働大臣が定めた中期目標において、長期的に実質的な運用利回り（名目運用利回りから名目賃金上昇率を差し引いたもの）1.7%を最低限のリスクで確保することとされています。
（単年度ごとに1.7%を達成するよう求められていないことに留意が必要です。）

（注1）年金積立金全体はGPIFの運用資産に加え、年金特別会計で管理する積立金を含みます。
（注2）公的年金の年金給付費は、長期的にみると概ね名目賃金上昇率に連動して増加する仕組みになっています。したがって、年金積立金全体の運用収入のうち賃金上昇率を上回る分が、年金財政に対してプラスに寄与するという意味において実質的な収益となります。このため、年金財政に与える影響を評価する際には、年金積立金全体の収益率（名目運用利回り）から名目賃金上昇率を差し引いた「実質的な運用利回り」を基準に行います。

▶ 年金財政における積立金の役割については、95・96ページをご覧ください。

市場運用開始（2001年度）後の年金積立金全体の実質的な運用利回り



（注1）実質的な運用利回りは{（1＋名目運用利回り／100）／（1＋名目賃金上昇率／100）}×100−100で算出しています。
（注2）（注1）に記載の名目運用利回りは、運用手数料等（2010年度までは承継資金運用勘定における借入金利息を含みます。）控除後の収益率であり、年金積立金全体の収益額を年金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」で除して算出しています。
（注3）長期的な運用目標は、2006年度から2009年度までは名目賃金上昇率+1.1%、2010年度から2014年度までは名目賃金上昇率+1.6%、2015年度以降は名目賃金上昇率+1.7%です。
（注4）2001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ます（年率換算値）。

2023年度の運用を振り返って

2023年度の運用収益額は45.4兆円(過去最高)、収益率は22.67%(2020年度に次ぐ2番目)となりました。また、2001年度(自主運用開始)以降の累積収益額は153.8兆円、運用資産額は約246兆円に達しました。第4期中期目標期間(2020～2024年度)の4年間での累積収益額は96兆円となり、複合ベンチマーク対比でも引き続きプラスのリターンを確保することができました。

2023年度は、前年度末に発生した米欧での一部金融機関の経営破綻や米国債金利の継続的な上昇により、リスク資産価格の大幅な上昇を予想することは難しい状況で幕を開けました。しかし、年度通期では日本株式、外国株式ともに40%を超える収益率を記録しました。また、対ドルで13.7%下落した円安の効果により、世界的に金利が上昇する中で外国債券の収益額も過去最高となりました。

第4期中期目標期間に入り、GPIFは、①基本ポートフォリオに沿った運用、②超過収益の安定した確保、の2点を柱に据えて運用体制を整備してまいりました。①に関しては、2023年度は、社債等のスプレッド商品のような基本ポートフォリオにないリスクの管理、国内債券インハウスファンドの活用による債券の金利変動リスク(デュレーションリスク)の管理、オルタナティブ資産のパフォーマンスを伝統資産のベンチマークによって計測する体制の整備及び指数会社とのエンゲージメント等の機会を通じたESG指数の改善等に取り組みました。

これらの結果、①に関しては、ポートフォリオ全体の基本ポートフォリオに対するトラッキングエラーを低位に維持できるようになったことから、②の超過収益の確保に向けた取組をより強化することが可能な状況となってきています。

GPIFでは、アクティブ運用を委託する運用受託機関(ファンド)を、定量評価と定性評価に基づき選定しています。第4期中期目標期間においては、リスク量をできるだけ増やさずに安定して超過収益を上げることを目的として、運用受託機関の定量評価に最新のデータサイエンスに基づく分析を取り入れる手法を研究し、2022年度下半期より株式アクティブファンド選定を積極的に展開することとしました。まず同年に、法人内における慎重な選定プロセスを経て北米株式市場で19アクティブファンドにベータ・バランサー(パッシブファンド:P53参照)も含め3兆円の投資を行いました。その結果、ファンド選定に関する評価モデルの頑健性が一定程度確認されたことから、2023年にはグローバル先進国市場で新たに14ファンド、また日本株式市場で新たに23ファンドにそれぞれ投資を行いました。これら株式アクティブ運用を行う運用受託機関を通じた投資残高は、2023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を獲得しております(P53「株式アクティブファンドのポートフォリオの再構築について」参照)。まだ運用期間が短く、評価・選定方法などについて継続的な確認や検証が必要であり、リスク対比リターンの安定度を評価するのは尚早ですが、期間中におけるインフォメーション・レシオ(単位リスク量あたりの超過収益率)はポートフォリオ構築中の日本株式を除く北米及び先進国の二地域合算で1.93となっており、将来的にも超過収益を獲得してくれるものと期待しております。

GPIFは運用資産の規模が極めて大きいため、1%以上の高い超過収益率を基本ポートフォリオと同程度のリスクで獲得するのは非常に難度が高いと考えております。しかし、0.1%、0.2%でも毎年安定的に超過収益を獲得し、それを積み上げることが出来れば、複利効果も加わって長期間では非常に大きな収益額となります。

2023年度の運用資産全体の超過収益率は＋4bp(0.04%)と決して大きくはありませんでした。内訳は伝統資産＋プライベート・エクイティが+25bp(うち、プライベート・エクイティの個別資産要因の寄与度は-5bp)、インフラストラクチャー＋不動産がその為替ヘッジも含め-21bpです(P29参照)。ポートフォリオ全体の超過収益率が小幅にとどまった主な原因は、オルタナティブ資産の時価評価がGPIFのポートフォリオに反映される時期が伝統資産よりも遅れること(P70参照)と、GPIFはインフラストラクチャー及び不動産に関して資産区分を債券100%と評価するのではなく、債券50%:株式50%としている結果、半分は収益率の高い株式との超過収益率比較を行っているため(P71参照)と考えております。

オルタナティブ資産は、第4期中期計画において、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てリスク管理することとしています。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対する投資に関しては、上記のとおり基本ポートフォリオと同じ債券50%:株式50%と区分してリスク管理を行うこととした上で、総投資額の50%を超える外貨投資部分に関しては基本ポートフォリオと円貨と外貨の比率が同じになるよう為替ヘッジを行い(P29参照)、為替ヘッジ部分も含めたインフラストラクチャー及び不動産ポートフォリオ全体の収益率をGPIFの複合ベンチマーク収益率と比較することによりパフォーマンス評価を行っております(なお、プライベート・エクイティに関しては100%株式と区分してリスク管理とパフォーマンス評価を行っております)。オルタナティブ資産に関しては、引き続き、伝統資産のみでは得ることの出来ない安定した超過収益の獲得を目指して運用を改善してまいります。

米国を中心に金利の高止まり状態が続いておりますが、高金利はオルタナティブ資産購入時のレバレッジ(借入資金)効果を減少させ、最終的な投資リターンの低減につながる可能性があると考えています。このような状況に対応し、GPIFは各オルタナティブファンドの投資実績を分析する際、レバレッジ効果から生じたリターンと投資対象企業や不動産等の価値向上から生じたリターンに分解することにより、収益の源泉を正確に見極めながら投資判断を行ってまいります(P72「(コラム)オルタナティブ投資とレバレッジ」参照)。

第4期中期目標期間も残すところ1年となりました。これまでの4年間は市場の好環境もあり良い運用結果を残すことが出来たと思いますが、引き続き中期目標に沿い、長期で年金財政に貢献できるよう努力をしてまいる所存です。

理事(管理運用業務担当)
兼CIO
植 田 栄 治

第１部　２０２３年度の管理及び運用状況

１｜運用実績

［１］収益等

①収益率・収益額

2023年度の収益率は、

+22.67%

収益額は、

+45兆4,153億円

となりました。

		第１四半期	第２四半期	第３四半期	第４四半期	年度
資産全体	収益率（%）	9.49	−0.31	2.62	9.52	22.67
	収益額（億円）	189,834 （180,283）	−6,832 （−6,488）	57,287 （54,418）	213,863 （203,223）	454,153 （431,558）
国内債券	収益率（%）	0.36	−2.71	0.95	−0.57	−2.00
	収益額（億円）	1,780 （1,691）	−15,227 （−14,460）	5,313 （5,047）	−3,287 （−3,123）	−11,421 （−10,853）
外国債券	収益率（%）	8.07	−0.80	2.55	5.36	15.83
	収益額（億円）	38,991 （37,029）	−4,037 （−3,833）	13,632 （12,949）	30,108 （28,610）	78,694 （74,779）
国内株式	収益率（%）	14.46	2.46	1.99	18.24	41.41
	収益額（億円）	70,867 （67,301）	13,343 （12,670）	11,120 （10,563）	98,598 （93,692）	193,928 （184,280）
外国株式	収益率（%）	15.46	−0.15	4.91	15.80	40.06
	収益額（億円）	78,196 （74,262）	−911 （−865）	27,223 （25,859）	88,445 （84,045）	192,952 （183,353）

（注1）カッコ内は管理積立金（厚生年金保険法第79条の6第1項に規定する管理積立金をいいます。以下「厚生年金分」といいます。）の値です。寄託金の元本に応じて按分しています。なお、厚生年金分の収益率は、按分後も同じ値なので特記していません。

（注2）GPIFは時価評価により資産の管理・運用を行っています。資産全体及び各資産別の収益率は時間加重収益率（運用手数料等控除前）です。（以下のページにおいても同様です。）時間加重収益率の計算式の詳細は、GPIFのホームページ（https://www.gpif.go.jp/gpif/words/index.html）にて用語集を掲載していますのでご参照ください。

（注3）収益額は、総合収益額（運用手数料等控除前）です。（以下のページにおいても同様です。）

（注4）国内債券は為替ヘッジ付き外国債券及び円建ての短期資産を含み、外国債券は外貨建ての短期資産を含みます。

（注5）オルタナティブ資産のファンドは、リスク・リターン特性に応じて各資産に区分しています。詳細は71ページをご覧ください。（以下のページにおいても同様です。）

（注6）オルタナティブ資産について、プライベート・エクイティの2023年度の時間加重収益率（円建て）は21.53%、「インフラストラクチャー＋不動産」ポートフォリオの2023年度の時間加重収益率（円建て）は6.47%（うち、為替調整要因の寄与度は−7.86%）です。「インフラストラクチャー＋不動産」ポートフォリオの詳細は、71ページをご覧ください。

（注7）四捨五入のため、各四半期の数値の合算は年度の数値と必ずしも一致しません。

（注8）約定日ベースで算出しています。また、株価指数先物取引の想定元本等を加味しています。

（注9）2022年度までの業務概況書では、受渡日ベースで算出しており、一部を除き株価指数先物取引の想定元本等を反映していません。2022年度までの業務概況書と同様の方法で計算した収益率は、資産全体：22.67%、国内債券：−2.04%、外国債券：15.86%、国内株式：41.29%、外国株式：40.04%です。なお、資産全体の収益率については、今回の計算方法の変更による影響はありません。

（注10）2023年度第1四半期から2023年度第3四半期までの四半期運用状況（速報）では、2022年度までの業務概況書と同様の方法で収益率及び収益額を計算しているため、表中の数値とは一致しません。

②累積収益額・運用資産額

年金積立金の市場運用を開始した2001年度から2023年度までの累積収益額は、

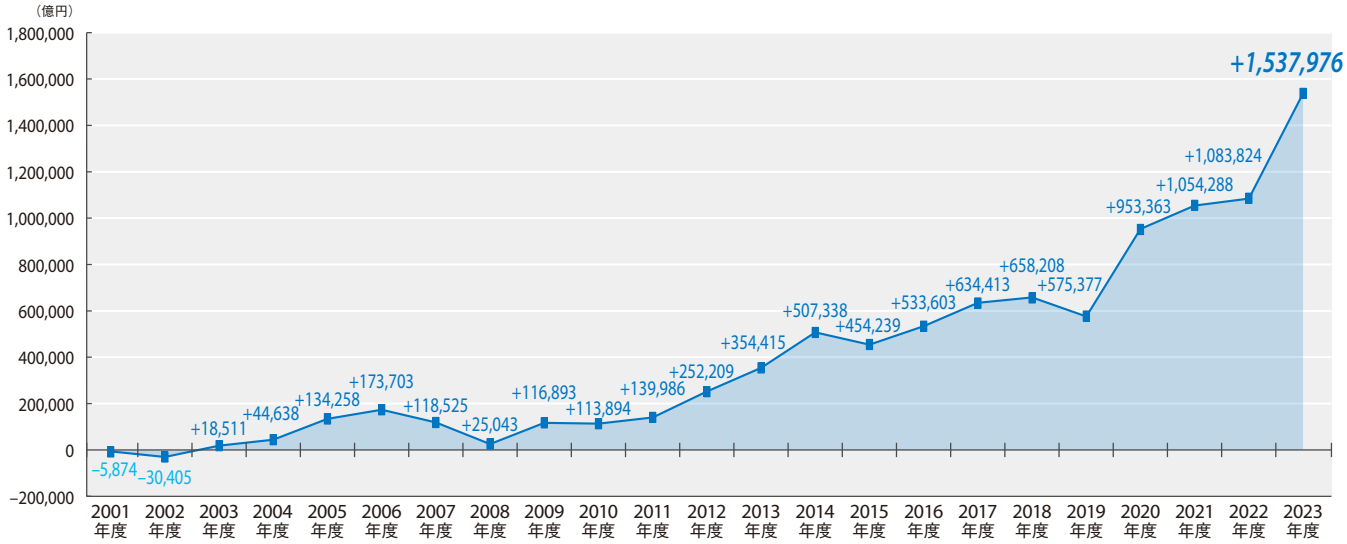
+153兆7,976億円となり、

2023年度末のGPIFの運用資産額は

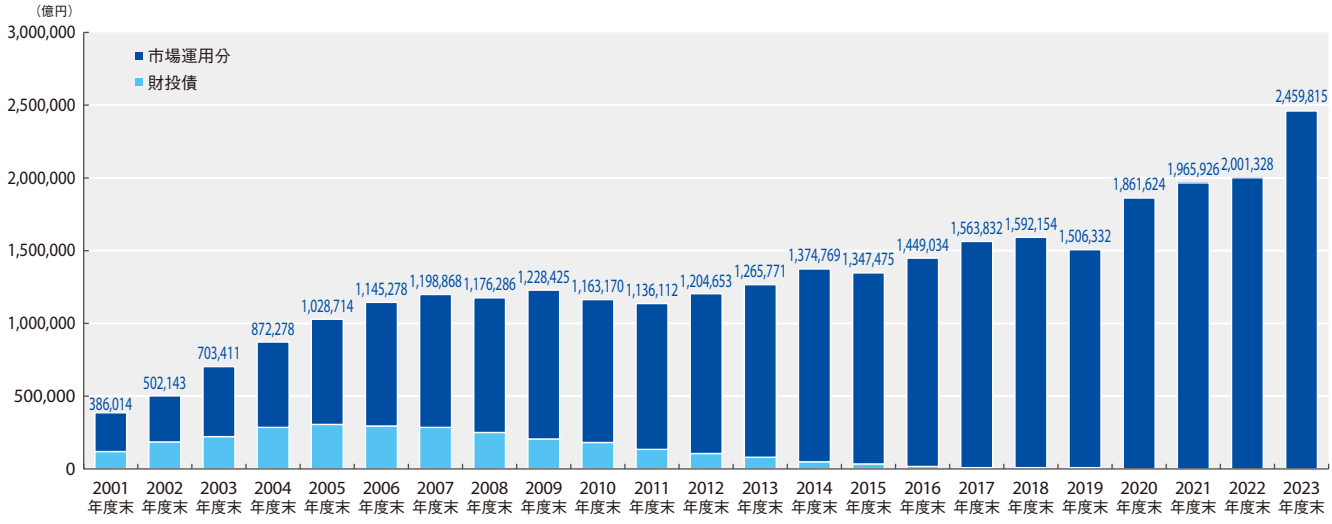
245兆9,815億円
（233兆7,438億円(注)）となっています。

（注）厚生年金分の値です。寄託金の元本に応じて按分しています。

市場運用開始（2001年度）後の累積収益額



市場運用開始（2001年度）後の運用資産額



（注1）財投債による運用は、2020年度中に終了しました。詳細については、125ページをご覧ください。
（注2）2023年度は約定日ベースで算出しています。また、株価指数先物取引の想定元本等を加味しています。

③長期的な運用目標との比較

年金積立金全体(注1)の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(注2)」は、

市場運用を開始した2001年度以降の23年間の平均で

4.24%

2015年度以降の長期的な運用目標
(下図の赤ライン)

名目賃金上昇率 **+1.7%**

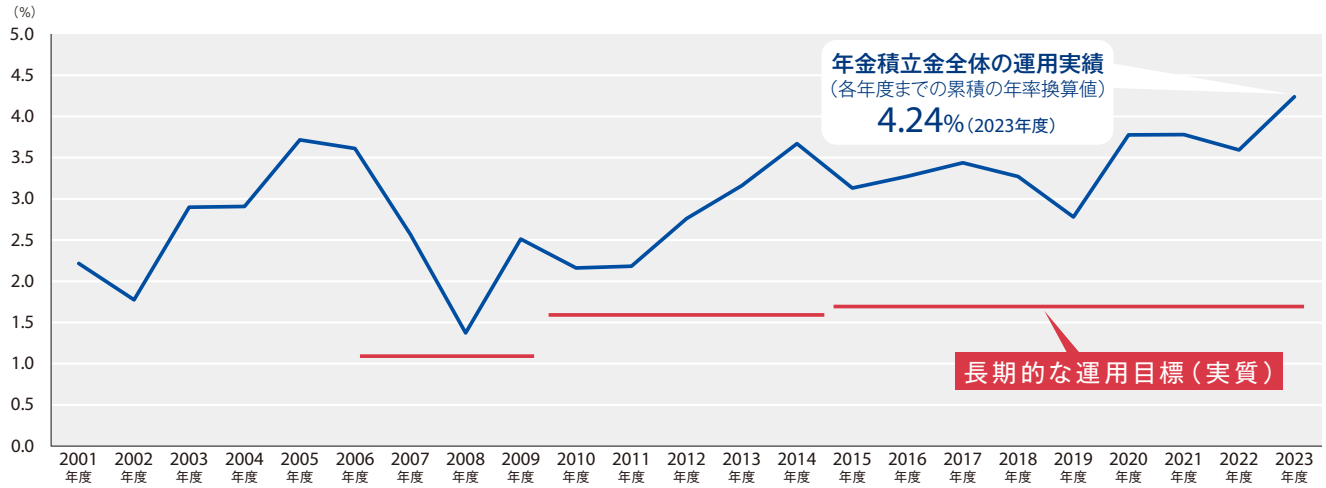
となり、長期的な運用目標を上回っています。

年金財政における積立金の役割については、95･96ページをご覧ください。

(注1)年金積立金全体はGPIFの運用資産に加え、年金特別会計で管理する積立金を含みます。

(注2)公的年金の年金給付費は、長期的にみると概ね名目賃金上昇率に連動して増加する仕組みになっています。したがって、年金積立金全体の運用収入のうち賃金上昇率を上回る分が、年金財政に対してプラス寄与となるという意味において実質的な収益となります。長期的な運用目標は、2006年度から2009年度までは名目賃金上昇率+1.1%、2010年度から2014年度までは名目賃金上昇率+1.6%、2015年度以降は名目賃金上昇率+1.7%です。なお、これらの目標は、あくまで長期的な運用目標として与えられているものであり、単年度ごと、あるいは、一定の期間(中期計画の5年間など)の目標達成が求められているわけではない点に留意が必要です。

市場運用開始(2001年度)後の年金積立金全体の実質的な運用利回り



年金積立金全体の運用実績

(単位:%)

		2001年度	2002年度	2003年度	2004年度	2005年度	2006年度	2007年度	2008年度	2009年度	2010年度	2011年度	2012年度	2013年度	2014年度	2015年度	2016年度	2017年度	2018年度	2019年度	2020年度	2021年度	2022年度	2023年度	23年間(年率)
実績	名目運用利回り	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	21.70	4.33
	名目賃金上昇率	-0.27	-1.15	-0.27	-0.20	-0.17	0.01	-0.07	-0.26	-4.06	0.68	-0.21	0.21	0.13	0.99	0.50	0.03	0.41	0.95	0.70	-0.51	1.26	1.67	1.84	0.09
	実質的な運用利回り	2.22	1.34	5.18	2.94	7.01	3.09	-3.46	-6.62	12.09	-0.93	2.39	9.33	8.09	10.53	-4.12	5.45	6.09	0.48	-5.66	24.62	3.86	-0.25	19.50	4.24

(注1)実質的な運用利回りは{(1+名目運用利回り/100)/(1+名目賃金上昇率/100)}×100−100で算出しています。

(注2)名目運用利回りは、運用手数料等(2010年度までは承継資金運用勘定における借入金利息を含みます。)控除後の収益率であり、年金積立金全体の収益額を年金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」で除して算出しています。

(注3)長期的な運用目標は、2006年度から2009年度までは名目賃金上昇率+1.1%、2010年度から2014年度までは名目賃金上昇率+1.6%、2015年度以降は名目賃金上昇率+1.7%です。

(注4)長期的な運用目標は、2001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ます(年率換算値)。

(注5)名目運用利回り及び名目賃金上昇率は、2022年度までは厚生労働省「令和4年度年金積立金の運用状況について(年金積立金管理運用独立行政法人法第28条に基づく公表資料)」を前提とし、2023年度は厚生労働省より入手(速報値)しています。

(注6)ここで使用している名目賃金上昇率は、第1号厚生年金被保険者に係る名目賃金上昇率(2021年度以前は性･年齢構成、2022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)です。

(注7)名目運用利回り及び名目賃金上昇率の直近23年間(年率)は、各年度の幾何平均(年率換算)です。

④インカムゲイン

GPIFの収益は、インカムゲイン（利子・配当収入）とキャピタルゲイン（価格変動による損益（実現損益と評価損益））に分けることができます。

インカムゲインの内訳を見ると、近年国内債券の割合が減少する一方、内外株式の割合が増加する傾向にあることが分かります。これは、①近年、国内債券の利回りが株式の配当利回りを下回っているほか、②2014年度以降、基本ポートフォリオの構成上、債券の割合を下げ、株式の割合を上げたことによるものです。

長期投資家の場合には、インカムゲインを再投資に回した方が、長い期間で見れば大きな複利効果が得られるため、GPIFは、保有する資産から得られるインカムゲインをキャッシュ（現金）のまま保有せず、再投資しています。

なお、2023年度のインカムゲインは

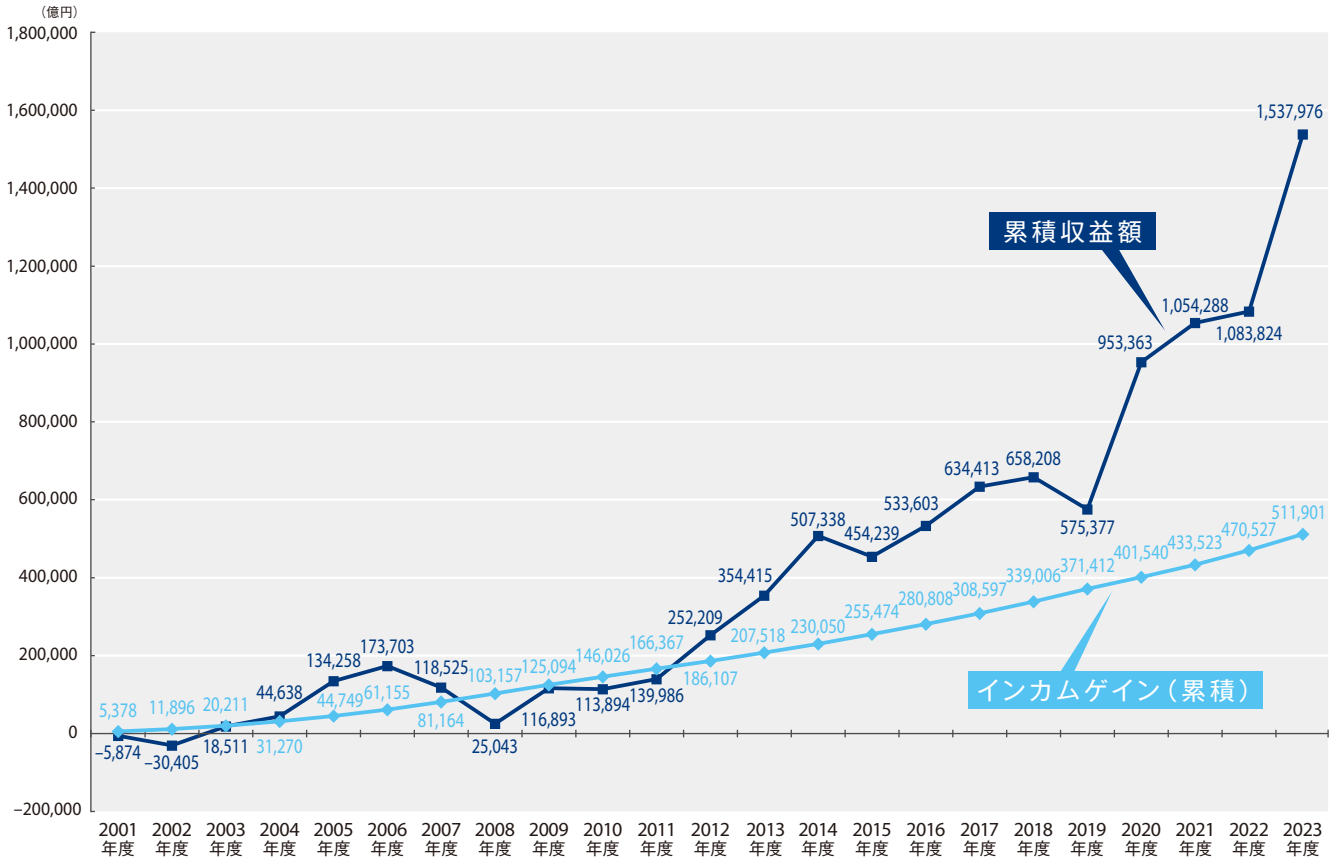
4兆1,374億円（収益率(注6)は+1.68%）で、

市場運用を開始した2001年度以降の23年間の累積額は

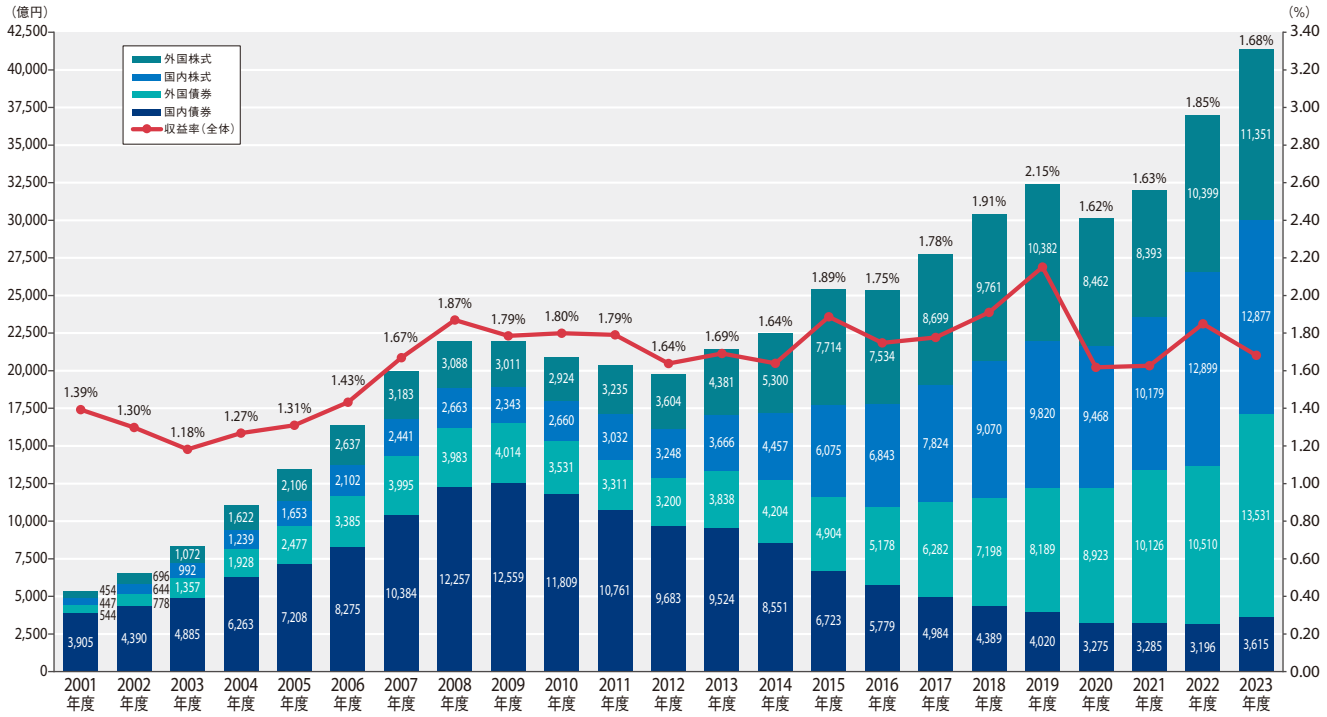
51兆1,901億円（収益率(注6)は+1.65%[年率]）

となっており、累積収益額に占めるインカムゲインの累積額の割合は30%を超えています。

累積収益額とインカムゲイン（累積）との対比グラフ



インカムゲインの推移



収益額・収益率（インカムゲイン）

（単位：億円）

	累積収益額（通期）	2001年度	2002年度	2003年度	2004年度	2005年度	2006年度	2007年度	2008年度	2009年度	2010年度	2011年度
国内債券	159,720 (1.16%)	3,905 (1.49%)	4,390 (1.26%)	4,885 (1.03%)	6,263 (1.03%)	7,208 (1.10%)	8,275 (1.12%)	10,384 (1.21%)	12,257 (1.41%)	12,559 (1.51%)	11,809 (1.52%)	10,761 (1.50%)
外国債券	115,386 (2.99%)	544 (4.04%)	778 (3.06%)	1,357 (3.43%)	1,928 (3.33%)	2,477 (3.28%)	3,385 (3.73%)	3,995 (4.13%)	3,983 (3.98%)	4,014 (3.96%)	3,531 (3.75%)	3,311 (3.33%)
国内株式	116,642 (1.73%)	447 (0.65%)	644 (0.87%)	992 (0.83%)	1,239 (1.00%)	1,653 (0.87%)	2,102 (1.10%)	2,441 (1.77%)	2,663 (2.34%)	2,343 (1.59%)	2,660 (1.98%)	3,032 (2.14%)
外国株式	120,007 (2.16%)	454 (1.19%)	696 (1.56%)	1,072 (1.81%)	1,622 (1.99%)	2,106 (1.96%)	2,637 (2.09%)	3,183 (2.92%)	3,088 (3.40%)	3,011 (2.27%)	2,924 (2.23%)	3,235 (2.48%)
合　計	511,901 (1.65%)	5,378 (1.39%)	6,518 (1.30%)	8,314 (1.18%)	11,060 (1.27%)	13,479 (1.31%)	16,407 (1.43%)	20,008 (1.67%)	21,994 (1.87%)	21,937 (1.79%)	20,932 (1.80%)	20,341 (1.79%)

	2012年度	2013年度	2014年度	2015年度	2016年度	2017年度	2018年度	2019年度	2020年度	2021年度	2022年度	2023年度
国内債券	9,683 (1.30%)	9,524 (1.36%)	8,551 (1.51%)	6,723 (1.27%)	5,779 (1.21%)	4,984 (1.12%)	4,389 (1.02%)	4,020 (1.08%)	3,275 (0.75%)	3,285 (0.69%)	3,196 (0.64%)	3,615 (0.59%)
外国債券	3,200 (2.71%)	3,838 (2.74%)	4,204 (2.31%)	4,904 (2.59%)	5,178 (2.63%)	6,282 (2.63%)	7,198 (2.59%)	8,189 (2.25%)	8,923 (1.89%)	10,126 (2.08%)	10,510 (2.10%)	13,531 (2.24%)
国内株式	3,248 (1.85%)	3,666 (1.76%)	4,457 (1.41%)	6,075 (1.99%)	6,843 (1.95%)	7,824 (1.92%)	9,070 (2.35%)	9,820 (2.76%)	9,468 (2.00%)	10,179 (2.06%)	12,899 (2.56%)	12,877 (2.09%)
外国株式	3,604 (2.42%)	4,381 (2.22%)	5,300 (1.76%)	7,714 (2.48%)	7,534 (2.16%)	8,699 (2.25%)	9,761 (2.33%)	10,382 (2.79%)	8,462 (1.77%)	8,393 (1.65%)	10,399 (2.08%)	11,351 (1.80%)
合　計	19,739 (1.64%)	21,411 (1.69%)	22,532 (1.64%)	25,424 (1.89%)	25,334 (1.75%)	27,789 (1.78%)	30,409 (1.91%)	32,406 (2.15%)	30,128 (1.62%)	31,983 (1.63%)	37,003 (1.85%)	41,374 (1.68%)

（注1）四捨五入のため、各年度の数値の合算は累積収益額の数値と必ずしも一致しません。
（注2）短期資産の収益額（インカムゲイン）は、2019年度までは合計のみに、2020年度以降は、円建て分を国内債券に、外貨建て分を外国債券に含みます。
（注3）為替ヘッジ付き外国債券の収益額（インカムゲイン）は、2020年度以降は国内債券に含みます。
（注4）財投債の収益額（インカムゲイン）は、財投債を保有していた2020年度まで国内債券に含みます。
（注5）転換社債の収益額（インカムゲイン）は、2001年度の国内債券に含みます。
（注6）各年度の収益率は、各資産の収益額（インカムゲイン）を各資産の運用資産額で除して算出しています。
（注7）通期の収益率は、各年度の収益率を用いて幾何平均により算出しています（年率換算値）。
（注8）2023年度以降は、約定日ベースで算出しています。また、株価指数先物取引の想定元本等を加味しています。

⑤複合ベンチマーク収益率との乖離の要因分析

2023年度の
運用資産全体の収益率は **22.67%**　複合ベンチマーク収益率は **22.63%**　超過収益率は **+0.04%** となりました。

GPIFが設立された2006年度以降の18年間の平均で、
運用資産全体の収益率は **4.78%**　複合ベンチマーク収益率は **4.80%**　超過収益率は **−0.03%** となりました。

第4期中期目標期間である2020年度以降の4年間の累積で、
運用資産全体の収益率は **64.26%**　複合ベンチマーク収益率は **63.99%**　超過収益率は **+0.27%** となりました。

複合ベンチマーク収益率とは、資産（国内債券・外国債券・国内株式・外国株式）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用いています。各資産のベンチマーク収益率（月次ベース）を基本ポートフォリオ（国内債券25%、外国債券25%、国内株式25%、外国株式25%）の割合で加重平均した「複合ベンチマーク収益率（月次ベース）」をもとに年間収益率を算出したものです。

2020年度から2024年度までの5年間を目標期間とする第4期中期目標において、資産全体及び各資産ごとに各々のベンチマーク収益率（市場平均収益率）を確保することが求められています。

2023年度の超過収益率の要因分解

（1）運用資産全体

（単位：%）

	収益率		
	GPIFの収益率 ❶	ベンチマーク収益率 ❷	超過収益率 ❶−❷
資産全体	+22.67	+22.63	+0.04
国内債券	−2.00	−2.20	+0.20
外国債券	+15.83	+15.32	+0.51
国内株式	+41.41	+41.34	+0.07
外国株式	+40.06	+40.63	−0.57

（注1）オルタナティブ資産のファンドは、リスク・リターン特性に応じて各資産に区分しています。
（注2）為替ヘッジ付き外国債券及び円建ての短期資産は国内債券に、外貨建ての短期資産は外国債券に区分しています。
（注3）GPIFの収益率は外国債券の利子及び外国株式の配当に係る課税分を控除したものですが、ベンチマーク収益率は課税分を控除していないため、超過収益率では課税分がマイナスに寄与しています。
（注4）約定日ベースで算出しています。また、株価指数先物取引の想定元本等を加味しています。

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、2023年度以降、他の資産と区別し管理・運用を行っています。詳細は以下の「(コラム)資産の特性に応じたリスク管理」をご覧ください。このため、(1)運用資産全体の超過収益率(+0.04%)は、以下のとおり、(2)「伝統資産+プライベート・エクイティ(PE)」ポートフォリオ(+0.25%)と(3)「インフラストラクチャー+不動産」ポートフォリオ(−0.21%)に分けています。なお、オルタナティブ資産については、年度末に得られる最新の情報を反映しています。詳細は70ページをご覧ください。

(2)「伝統資産+プライベート・エクイティ(PE)」ポートフォリオ

(単位:%)

	資産全体のうち「伝統資産+プライベート・エクイティ(PE)」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

(3)「インフラストラクチャー+不動産」ポートフォリオ

(単位:%)

	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)「資産配分要因」とは、実際の資産構成割合と基本ポートフォリオ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、ファンドのマネジャー・ベンチマークと各資産の政策ベンチマークとの収益率の差による要因、「ファンド要因」とは、ファンドとマネジャー・ベンチマークとの収益率の差による要因です。なお、各資産の政策ベンチマークについては、38ページをご覧ください。
(注2)証券貸付運用に係る収益はその他要因に区分しています。
(注3)「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を指します。詳細は以下の「(コラム)資産の特性に応じたリスク管理」をご覧ください。「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します。
(注4)2023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%に区分しています。また、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%に区分しています。
(注5)約定日ベースで算出しています。また、株価指数先物取引の想定元本等を加味しています。

(コラム)資産の特性に応じたリスク管理

インフラストラクチャー及び不動産については、債券としてのリスク特性と株式としてのリスク特性の両方を有していますが、それぞれの特性の程度は期間によって大きく変動するため、固定比率で債券と株式に振り分ける管理手法ではリスク・リターンを的確に把握できないという課題がありました(詳しくは、GPIFワーキングペーパー「J-REITと伝統的資産との統合リスク管理に向けた分析」(https://www.gpif.go.jp/investment/20210910_workingpaper.pdf)をご参照ください)。そのため、2023年度以降、より的確にリスク管理を行えるよう、他の資産とは区別して管理・運用を行っています。

具体的には、インフラストラクチャー及び不動産については、国内よりも外国の市場規模が大きく、GPIFの投資実績も外国資産の占める割合が大きい状況です。一方で、GPIFの基本ポートフォリオは国内資産と外国資産が50%ずつであるため、インフラストラクチャー及び不動産については、外国資産がオーバーウェイト、国内資産がアンダーウェイトとなり、基本ポートフォリオから乖離するリスクを負う形となります。このリスクを抑制するために為替リスクの管理取引を別途行っています。

資産全体の超過収益率の要因分解（2006年度～2023年度）

（単位：%）

	収益率			資産全体の超過収益率の要因分解				
	GPIFの収益率 ❶	ベンチマーク収益率 ❷	超過収益率 ❶−❷	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
2006年度～2023年度	4.78	4.80	−0.03	−0.03	+0.02		−0.01	−0.03
2006年度	4.56	4.64	−0.08	−0.06	−0.00		−0.02	−0.08
2007年度	−6.10	−6.23	+0.13	+0.17	−0.02		−0.02	+0.13
2008年度	−7.57	−8.45	+0.88	+0.90	−0.12		+0.11	+0.88
2009年度	7.91	8.54	−0.63	−0.70	+0.08		−0.01	−0.63
2010年度	−0.25	−0.02	−0.23	−0.26	+0.12		−0.09	−0.23
2011年度	2.32	2.59	−0.27	−0.19	−0.01		−0.07	−0.27
2012年度	10.23	9.00	+1.24	+1.40	+0.03		−0.19	+1.24
2013年度	8.64	7.74	+0.90	+0.92	−0.06		+0.04	+0.90
2014年度 10月30日まで	3.97	3.50	+0.46	+0.47	−0.03		+0.02	+0.46
2014年度 10月31日以降	8.19	9.98	−1.78	−1.99	+0.01		+0.19	−1.78
2015年度	−3.81	−3.81	+0.00	+0.21	−0.15		−0.06	+0.00
2016年度	5.86	6.22	−0.37	−0.66	+0.33		−0.04	−0.37
2017年度	6.90	7.26	−0.37	−0.36	+0.00		−0.01	−0.37
2018年度	1.52	1.92	−0.40	−0.38	+0.02		−0.04	−0.40
2019年度	−5.20	−4.94	−0.25	−0.20	−0.05		−0.00	−0.25
2020年度	25.15	24.83	+0.32	+0.15	−0.17	+0.37	−0.03	+0.32
2021年度	5.42	5.47	−0.06	−0.05	+0.06	−0.07	−0.00	−0.06
2022年度	1.50	1.57	−0.06	−0.06	−0.11	+0.11	−0.00	−0.06
2023年度	22.67	22.63	+0.04	−0.04	+0.23	−0.16	+0.01	+0.04

（注1）通期のGPIFの収益率及びベンチマーク収益率は、各年度の収益率を用いて幾何平均により算出しています（年率換算値）。
（注2）2006年度から2007年度までは市場運用を行っている資産（以下「市場運用分」といいます。）の収益率（時間加重収益率）と複合ベンチマーク収益率の乖離の分析、2008年度から2019年度までは運用資産全体（市場運用分にそれ以外の財投債を含みます。）の収益率（修正総合収益率）と複合ベンチマーク収益率の乖離の分析、2020年度以降は運用資産全体（市場運用分にそれ以外の財投債を含みます。）の収益率（時間加重収益率）と複合ベンチマーク収益率の乖離の分析を行っています。なお、財投債による運用は、2020年度中に終了しました。
（注3）証券貸付運用に係る収益は2006年度から2022年度まではファンド要因に区分し、2023年度はその他要因に区分しています。
（注4）2023年度は約定日ベースで算出しています。また、株価指数先物取引の想定元本等を加味しています。

（コラム）2023年度の運用環境について

2023年度の運用環境を振り返ると、予想されていた以上に堅調な米国経済、欧米主要国の中央銀行に対する利下げ期待の拡大、日本銀行による金融政策枠組みの見直しなどが際立つ1年となりました。

米国では、中央銀行にあたる米国連邦準備制度理事会（FRB）がインフレ抑制を目的として利上げを継続するなかで、市場関係者からは金利上昇に伴う経済活動の減速が見込まれていました。もっとも、結果的には23年の米国の実質GDP成長率の速報値は前年比＋2.5％となり、22年の同＋1.9％から加速するなど予想を上回る堅調な推移となりました。そうした中でインフレを捉える指標である消費者物価指数（CPI）上昇率は直近のピークである22年6月の前年比＋9.1％から24年3月の同＋3.5％まで減速しました。そのため、インフレが抑制される状況でも先行きは景気悪化（ハードランディング）とならずに、景気が緩やかに減速して軟着陸（ソフトランディング）するとの期待が高まりました。

金融政策に目を向けると、FRBは23年5月と7月に利上げを実施したものの、それ以降の連邦公開市場委員会（FOMC）では政策金利であるフェデラルファンド（FF）金利の据え置きを決定しました。12月のFOMCではパウエルFRB議長から先行きの利下げを示唆する発言がなされるなど、徐々に引き締め的な金融政策からの方向転換が行われました。そうした動きは欧州中央銀行（ECB）でもみられました。欧州の消費者物価指数（HICP）は直近のピークである22年10月の前年比＋10.6％から24年3月には同＋2.4％まで減速しました。そうした中で、ECBは23年9月以降に利上げを停止し、24年1月にはラガルドECB総裁から先行きの利下げを示唆する発言がみられました。

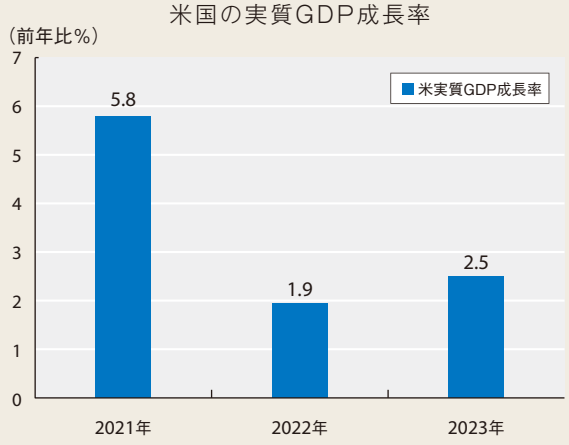
日本においてはCPIが2％の「物価安定の目標」を上回って推移するなかで、24年の春季労使交渉での賃上げ率が24年3月時点で1991年以来33年ぶりに5％を超える結果となりました。日本銀行はそうした動きも反映して、2024年3月の金融政策決定会合でマイナス金利政策を含む長短金利操作（イールドカーブ・コントロール）の撤廃等、13年以降に行われてきた金融政策の枠組みを見直しました。日本銀行による利上げは07年2月以来の17年ぶりの出来事となりました。

このほかには、24年3月に開催された中国の全国人民代表大会（全人代）では、24年の成長率目標が「＋5％前後」と前年から据え置かれました。一方で、投資家等からは、軟調な不動産市場や個人消費の低迷が続いていることから、大規模な景気刺激策を期待する声がありました。また、ロシアによるウクライナ侵攻が長期化するなかで、中東ではハマスによる攻撃を受けたイスラエルがガザ地区での戦闘を開始する等の動きもみられました。

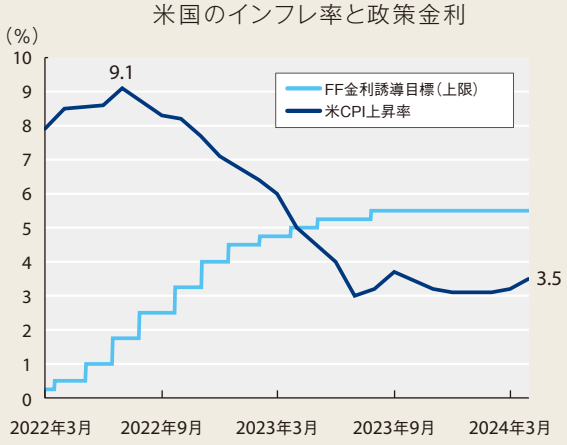
以上のように、2023年度の運用環境は、金融政策の転換をはじめ、投資家にとって様々な変化が意識されるものとなりました。

▶ 2023年度の運用の振り返りは、21・22ページをご覧ください。

米国の実質GDP成長率



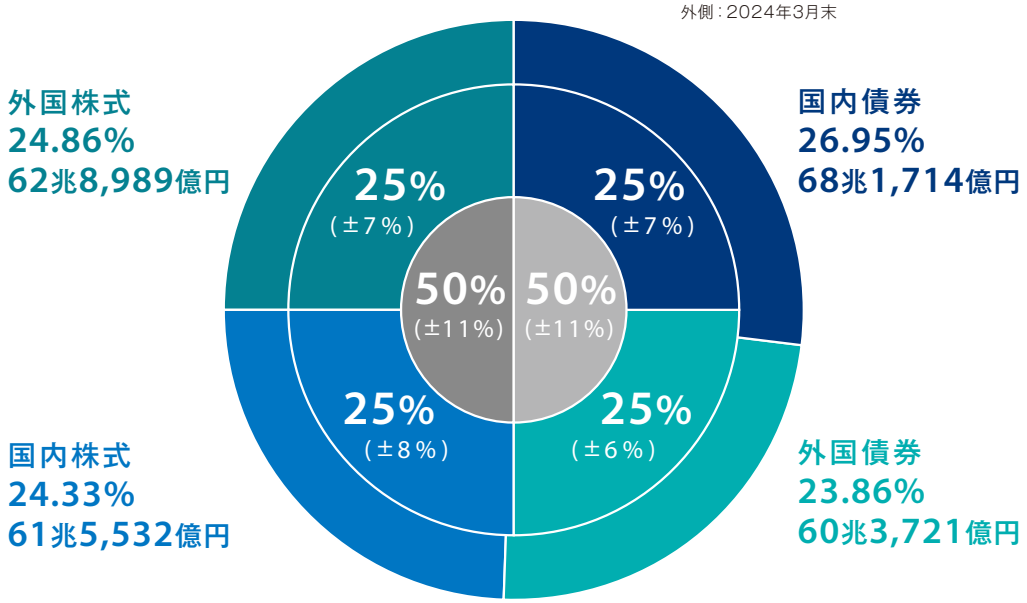
米国のインフレ率と政策金利



（注）米国の実質GDP成長率の値は2024年1月25日（米国時間）時点の公表値

⑥運用資産額・構成割合（年金積立金全体）

内側：基本ポートフォリオ（カッコ内は乖離許容幅）
外側：2024年3月末



	資産額（億円）	構成割合［4資産］	構成割合［債券・株式］
国内債券	681,714	26.95%	50.81%
外国債券	603,721	23.86%	
国内株式	615,532	24.33%	49.19%
外国株式	628,989	24.86%	
合　計	2,529,955	100.00%	100.00%

（注1）四捨五入のため、各数値の合算は合計と必ずしも一致しません。
（注2）資産額欄の金額は未収収益及び未払費用を考慮した額です。
（注3）年金積立金全体は、2023年度末時点の年金特別会計で管理する積立金（約7.0兆円）を含みますが、出納整理前の金額であり、決算額とは異なります。
（注4）為替ヘッジ付き外国債券及び円建ての短期資産については国内債券に区分し、外貨建ての短期資産については外国債券に区分することとしています。
（注5）オルタナティブ資産の年金積立金全体に占める割合は1.46%（基本ポートフォリオでは上限5%）です。
（注6）厚生年金分に係る運用資産別の構成割合は、年金積立金全体に係る構成割合と同じ比率です。
（注7）約定日ベースで算出しています。また、株価指数先物取引の想定元本等を加味しています。
（注8）上記の注記については、（注7）を除き以下のページにおいても同様です。

⑦各資産への配分・回収額

（単位：億円）

	国内債券	外国債券	国内株式	外国株式
配分・回収額	＋124,780	＋28,209	－79,872	－68,221

（注1）各資産の配分・回収額は、配分額から回収額を差し引いた額です。
（注2）約定日ベースで算出しています。

⑧管理運用委託手数料

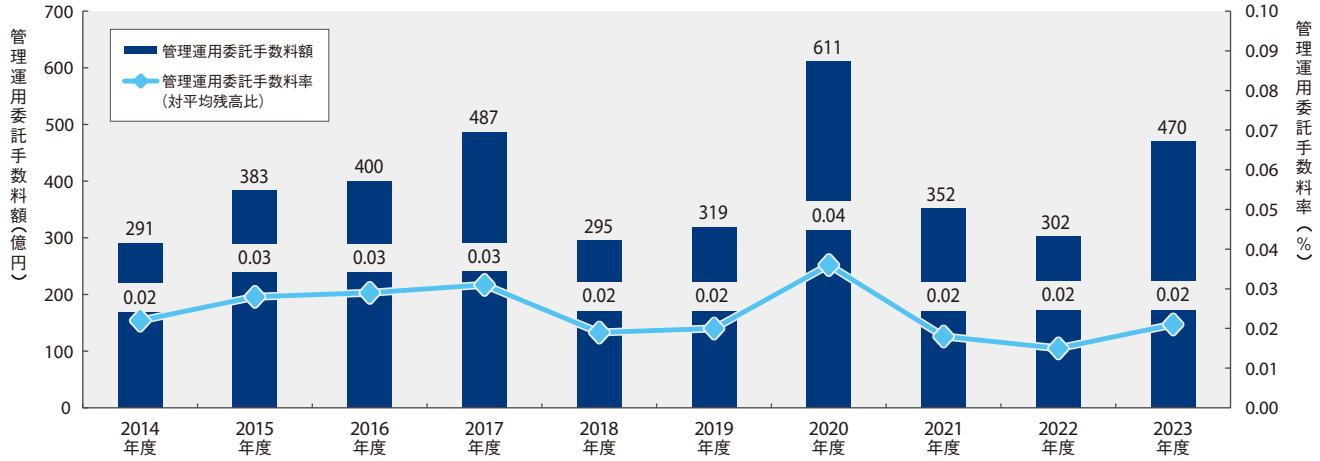
2023年度の管理運用委託手数料額は、**470億円**

運用資産額に対する管理運用委託手数料率は、**0.02%**となりました。

管理運用委託手数料額は、外国株式のアクティブ運用機関が超過収益を獲得したことから、前年度比169億円の増加となりました。

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

管理運用委託手数料の推移



（注1）2020年度まで保有していた自家運用の財投債ファンドについては、償却原価法による簿価の月末平均残高を用いています。
（注2）管理運用委託手数料額は、億円未満を四捨五入しています。

管理運用委託手数料額

（単位：億円）

	2014年度	2015年度	2016年度	2017年度	2018年度	2019年度	2020年度	2021年度	2022年度	2023年度
合　計	291	383	400	487	295	319	611	352	302	470
国内債券	38	38	39	40	16	20	30	34	29	38
外国債券	85	91	125	172	92	71	254	186	138	163
国内株式	57	83	88	106	75	65	127	60	52	57
外国株式	112	170	149	169	107	155	188	53	57	184
オルタナティブ	–	–	0	0	3	7	10	14	18	20

（注1）管理運用委託手数料額は、億円未満を四捨五入しています。
（注2）合計欄は、指数利用料額及び短期資産に係る管理運用委託手数料額を含みます。
（注3）資産管理機関に対する手数料額には、カストディ費用・弁護士費用等、信託財産から引き落とされる費用を含みません。
（注4）外国債券は為替ヘッジ付き外国債券を含みます。

管理運用委託手数料率（委託運用分）

（単位：%）

	2014年度	2015年度	2016年度	2017年度	2018年度	2019年度	2020年度	2021年度	2022年度	2023年度
資産全体	0.02	0.03	0.03	0.03	0.02	0.02	0.04	0.02	0.02	0.02
国内債券	0.01	0.02	0.03	0.03	0.01	0.01	0.02	0.01	0.01	0.01
外国債券	0.05	0.05	0.07	0.08	0.04	0.02	0.06	0.04	0.03	0.03
国内株式	0.02	0.03	0.03	0.03	0.02	0.02	0.03	0.01	0.01	0.01
外国株式	0.05	0.05	0.05	0.04	0.03	0.04	0.04	0.01	0.01	0.03
オルタナティブ	–	–	–	0.14	0.23	0.14	0.11	0.09	0.07	0.06
平均残高（兆円）	131.9	139.0	137.3	155.7	158.9	161.4	170.2	193.1	196.3	223.1

（注1）資産全体には、自家運用及び指数利用料を含みます。
（注2）平均残高には自家運用を含み、2020年度まで保有していた自家運用の財投債ファンドについては、償却原価法による簿価の月末平均残高を用いています。
（注3）外国債券は為替ヘッジ付き外国債券を含みます。

[2] 国庫納付・寄託金の増減等

①国庫納付

2023年度は年金特別会計に対し、

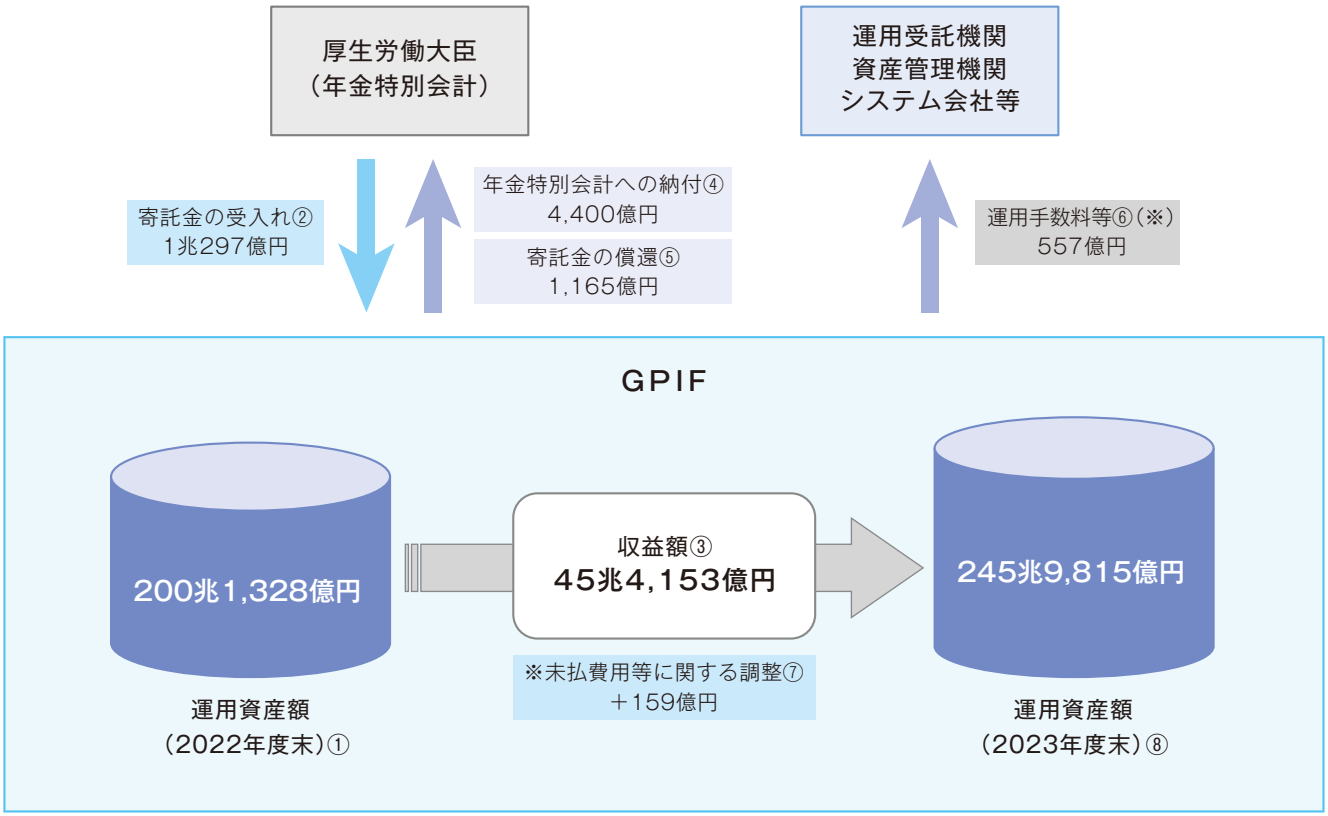
国庫納付 **4,400億円** を行いました。

その結果、市場運用を開始した2001年度以降の23年間の累積国庫納付額は、

18兆3,997億円 となりました。

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

②寄託金の増減等



2022年度末運用資産額① ＋ 寄託金の受入れ② ＋ 収益額③ － 年金特別会計への納付④ － 寄託金の償還⑤ － 運用手数料等⑥（※） ＋ 未払費用等に関する調整⑦ ＝ 2023年度末運用資産額⑧

200兆1,328億円 ＋ 1兆297億円 ＋ 45兆4,153億円 － 4,400億円 － 1,165億円 － 557億円 ＋ 159億円 ＝ 245兆9,815億円

（※）運用手数料 ＋ 業務経費や一般管理費等 ＝ 運用手数料等⑥

470億円 ＋ 86億円 ＝ 557億円

（注1）寄託金とは、厚生年金保険及び国民年金の保険料のうち年金給付に充てられなかったもので、厚生労働大臣から年金特別会計を通じてGPIFに運用を委託された資金です。GPIFは、2023年度に寄託金として1兆297億円を受け入れ、1,165億円を償還しました。また、GPIFは年金給付の原資として、運用収益の一部を年金特別会計に納付しています（国庫納付）。

（注2）「運用手数料等」は、運用手数料のほか業務経費や一般管理費等（86億円）を含んでいます。運用手数料等の費用については、発生した年度の費用として計上しており、同様に、収入についても発生した年度に計上しています。これらについては、計上した年度には運用資産額は必ずしも増減せず、支払いもしくは受取りが行われた年度に運用資産額が増減することになります。

（注3）四捨五入のため、各数値の合算は合計と必ずしも一致しません。

2 | 基本ポートフォリオの概要

[1] 基本ポートフォリオとは

長期的な運用においては、短期的な市場の動向に左右されて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分かっています。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ます。

GPIFでは、年金財政上必要な利回りを長期的に最低限のリスクで確保することを目標として、基本ポートフォリオを定め、これに基づいて運用を行っています。ただし、市場は常に変動するため、実際の運用においては、基本ポートフォリオをベースとしながらも合理的に無理のない範囲で機動的な運用を可能とする仕組みとして、基本ポートフォリオからの乖離許容幅を定めています。

基本ポートフォリオを定めるにあたっては、まず、投資対象となる資産区分を決める必要があります。資産区分は、リターンの源泉が異なっていること、リスク特性が異なっていること、資産間の相関が低いことなどの観点から資産を区分することが一般的です。

現在のGPIFの基本ポートフォリオにおける資産区分は国内債券、外国債券、国内株式及び外国株式の４つで構成されています。

資産区分を定めた後、各資産の期待リターンとリスクを用いて、運用目標とリスク制約を満たす基本ポートフォリオを定めることが一般的です。

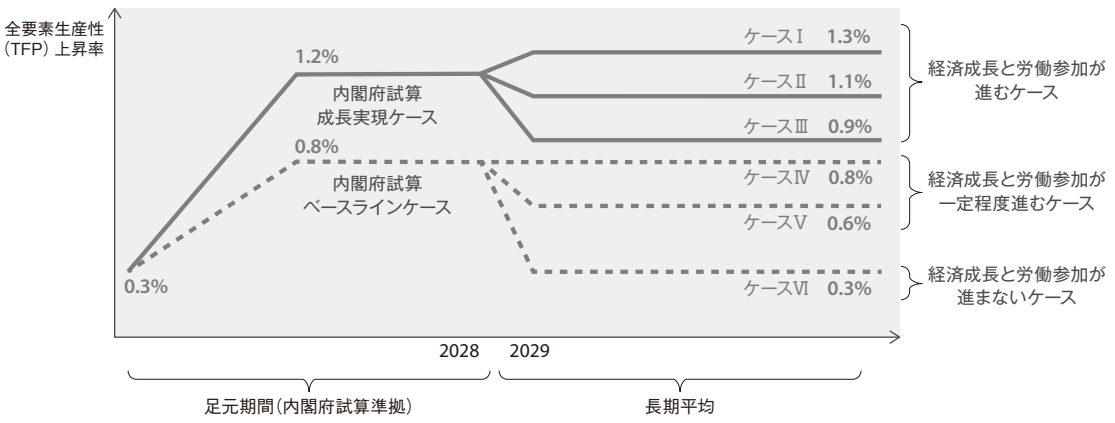
GPIFでは、資産区分を定めた後、資産の管理及び運用に関し一般に認められている専門的な知見に基づき各資産の期待リターンとリスクを推計し、運用目標とリスク制約である「年金財政上必要な運用利回りを長期的に最低限のリスクで達成」する基本ポートフォリオを定めています。

[2] 基本ポートフォリオ策定の背景

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

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

財政検証の経済前提



		将来の経済状況の仮定		経済前提				（参考）
		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%

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

［3］現在の基本ポートフォリオ（2020年4月適用）

GPIFでは、各資産を組み合わせた資産構成割合を「基本ポートフォリオ」として定め、これに基づき運用を行っています。

現在の基本ポートフォリオは、運用目標である実質的な運用利回り（年金積立金の運用利回りから名目賃金上昇率を差し引いたもの）1.7%を満たしつつ、リスクが最も小さいポートフォリオとして選定されたものであり、2020年4月より適用しています。乖離許容幅については、従来の4資産の幅に加えて、株式リスクの管理強化の観点から、債券全体・株式全体についても設定しています。

（注）現在の基本ポートフォリオ及び過去の基本ポートフォリオの詳細については、GPIFのホームページ（https://www.gpif.go.jp/gpif/portfolio.html）をご参照ください。

【現在の基本ポートフォリオ】

（2020年4月以降）

（単位：%）

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

（注1）オルタナティブ資産（インフラストラクチャー、プライベート・エクイティ、不動産その他経営委員会の議を経て決定するもの）は、リスク・リターン特性に応じて国内債券、国内株式、外国債券及び外国株式に区分し、資産全体の5%を上限としています。ただし、経済環境や市場環境の変化によって5%の上限遵守が困難となる場合には、経営委員会による審議・議決を経た上で、上振れを容認することとしています。
（注2）為替ヘッジ付き外国債券及び円建ての短期資産については国内債券に区分し、外貨建ての短期資産については外国債券に区分することとしています。
（注3）経済環境や市場環境の変化が激しい昨今の傾向を踏まえて、基本ポートフォリオの乖離許容幅の中で市場環境の適切な見通しを踏まえ、機動的な運用ができることとしています。ただし、その際の見通しは、合理的な根拠を持つものでなければならないこととされています。

【過去の基本ポートフォリオ】

（2006年4月～2013年6月）

（単位：%）

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

（2013年6月～2014年10月）

（単位：%）

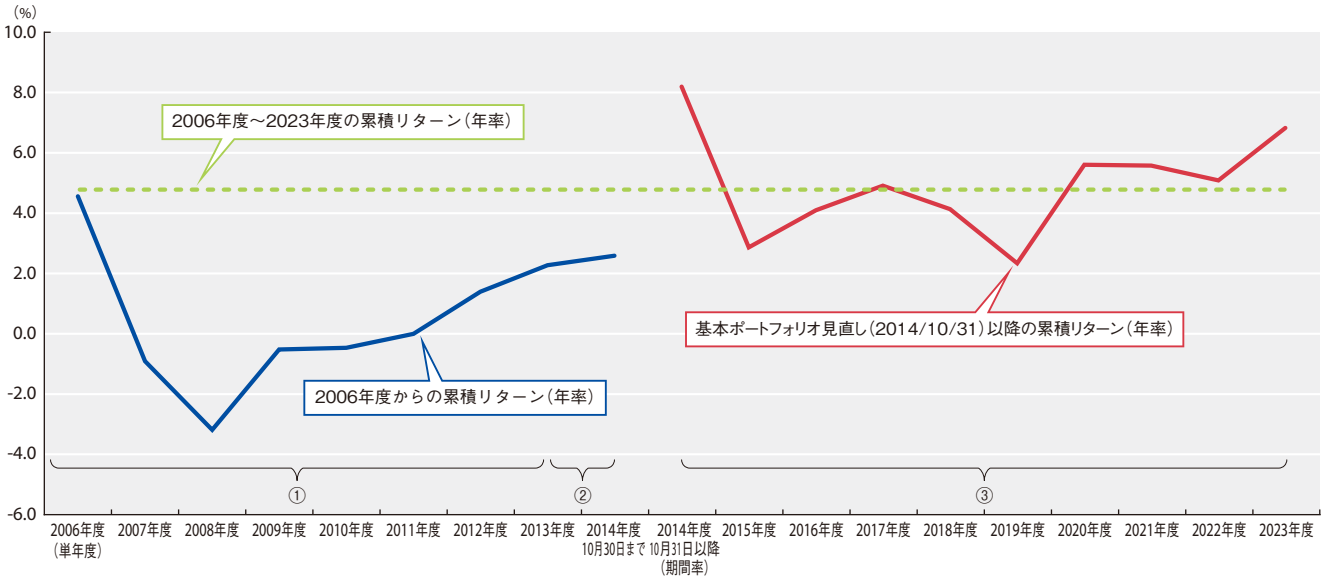
	国内債券	国内株式	外国債券	外国株式	短期資産
資産構成割合	60	12	11	12	5
乖離許容幅	±8	±6	±5	±5	―

（2014年10月～2020年3月）

（単位：%）

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

累積リターン（年率）の比較



（注1）2014年度は債券：株式の比率を50：50に変更する基本ポートフォリオの見直しがあり、連続性の観点から2006年度からの平均と2014年10月31日以降からの平均を分けて表示しています。
（注2）①～③の番号は、株式の割合が①20%の期間（2006年4月～2013年6月）、②24%の期間（2013年6月～2014年10月）、③50%の期間（2014年10月～）に対応しています。
（注3）単年度の収益率は30ページをご覧ください。

[4] 基本ポートフォリオ策定の詳細

①中期目標における整理

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

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

②基本ポートフォリオの策定方針

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

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

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）

（注）GPIFでは、基本ポートフォリオ策定に用いるベンチマークを政策ベンチマークと呼んでいます。基本ポートフォリオ策定時の政策ベンチマークは左記を用いました。なお、2021年10月からFTSE世界国債インデックスに中国国債が段階的に組み入れられていますが、GPIFでは、国際的な決済システムでの決済ができないこと等の理由から、当面中国国債への投資を見送ることとし、これに伴って現在は中国国債を除くインデックスを外国債券のベンチマークとしています。

③各資産の期待リターンと賃金上昇率の想定

国内債券の期待リターンについては、将来の長期金利推移シナリオを想定した債券運用のシミュレーションから算定される平均収益率に、市場時価総額に内在すると考えられる均衡収益率(注1)を組み合わせることによって推計しました。国内株式、外国債券、外国株式の期待リターンについては、いずれも短期金利にリスクプレミアムを加えたビルディングブロック法(注2)によるものに、市場時価総額に内在すると考えられる均衡収益率を組み合わせることによって推計しました。この計算の基礎となる短期金利の期待リターンは、金融市場におけるイールドカーブに基づき推計したものを使用しました。

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

(注1)均衡収益率とは、各資産のリスク・相関係数及びグローバル市場の時価総額を用いて、市場から想定されるリターンを逆算したものです。
(注2)ビルディングブロック法とは、各資産の期待リターンを短期金利の期待リターンとリスクプレミアム(リスクの対価とみなされる部分)に分解し、それぞれを推計した上で合算することによって、各資産の期待リターンを推計する方法です。なお、リスクプレミアムの推計にあたっては政策ベンチマーク等の過去データを用いました。

【各資産の期待リターンと賃金上昇率】

(単位:%)

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

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

④各資産の標準偏差と相関係数

各資産の標準偏差と相関係数については、バブル崩壊後の1994年から2018年の25年間における年次データを用いて推計を行いました。

【リスク(標準偏差)】

(単位:%)

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

【相関係数】

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

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

⑤基本ポートフォリオの選定

基本ポートフォリオは、以下の観点から選定しました。

ア. 4資産のリターン、リスク等に基づき、多数のポートフォリオについてリターン、リスク（標準偏差）、リターンが名目賃金上昇率を下回る確率（下方確率）、リターンが名目賃金上昇率を下回るときの平均的な不足率（条件付平均不足率）を推計。

イ. 推計結果に基づき、多数のポートフォリオの中から、運用目標（実質的な運用利回り：1.7%）を満たし、下方確率が全額国内債券運用の場合を下回り、かつ条件付平均不足率が最も小さいポートフォリオを選定。

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

【基本ポートフォリオの属性】

（単位：%）

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

（参考）全額国内債券ポートフォリオの属性

（単位：%）

−1.6	0.7	2.56	70.7	3.0	3.0

（注）「条件付平均不足率（経験分布）」は、株式等が想定よりも下振れ確率が大きい場合（いわゆる「テールリスク」）もあることを考慮し、正規分布に加えて、1994年から2018年の25年間の実現リターンから推計した経験分布を用いた試算も行いました。

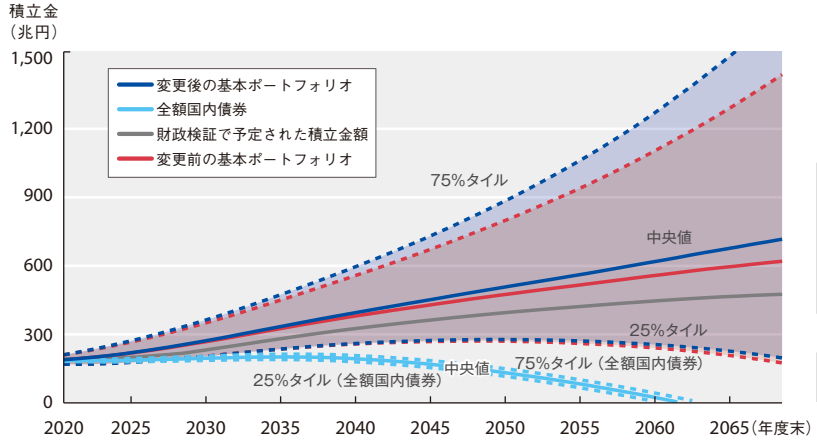
⑥基本ポートフォリオ策定時におけるリスク検証

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

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

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

予定積立金額との比較



予定積立金額を下回る確率（リスク）

（単位：%）

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

（参考）

（単位：%）

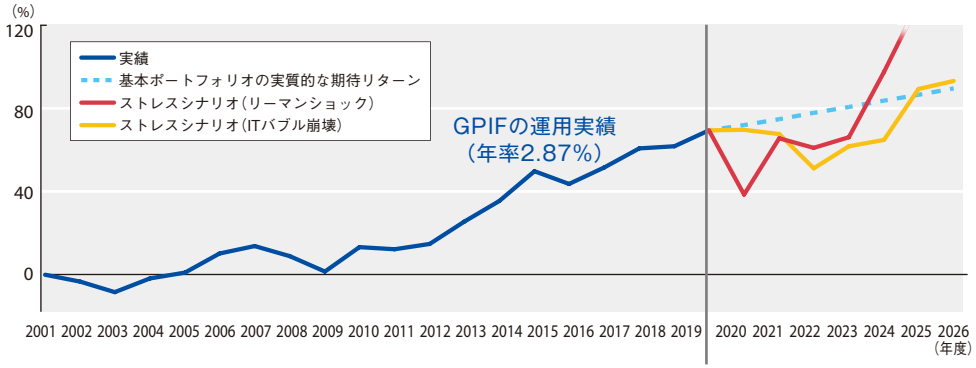
変更前	40.0	43.0

⑦基本ポートフォリオ策定時におけるストレステスト（2019年度実施）

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

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

実質的な運用利回りの実績値及び推計値（累積）



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

（注1）GPIFの運用実績（年率2.87%）は2018年度末時点の数値です。
（注2）2019年度の数値は2019年12月末時点の実績値を代用しています。
（注3）最新のストレステストの詳細については、47ページをご覧ください。

（コラム）モデルポートフォリオ

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

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

（単位：%）

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

[5] 基本ポートフォリオの検証

①中期計画における整理

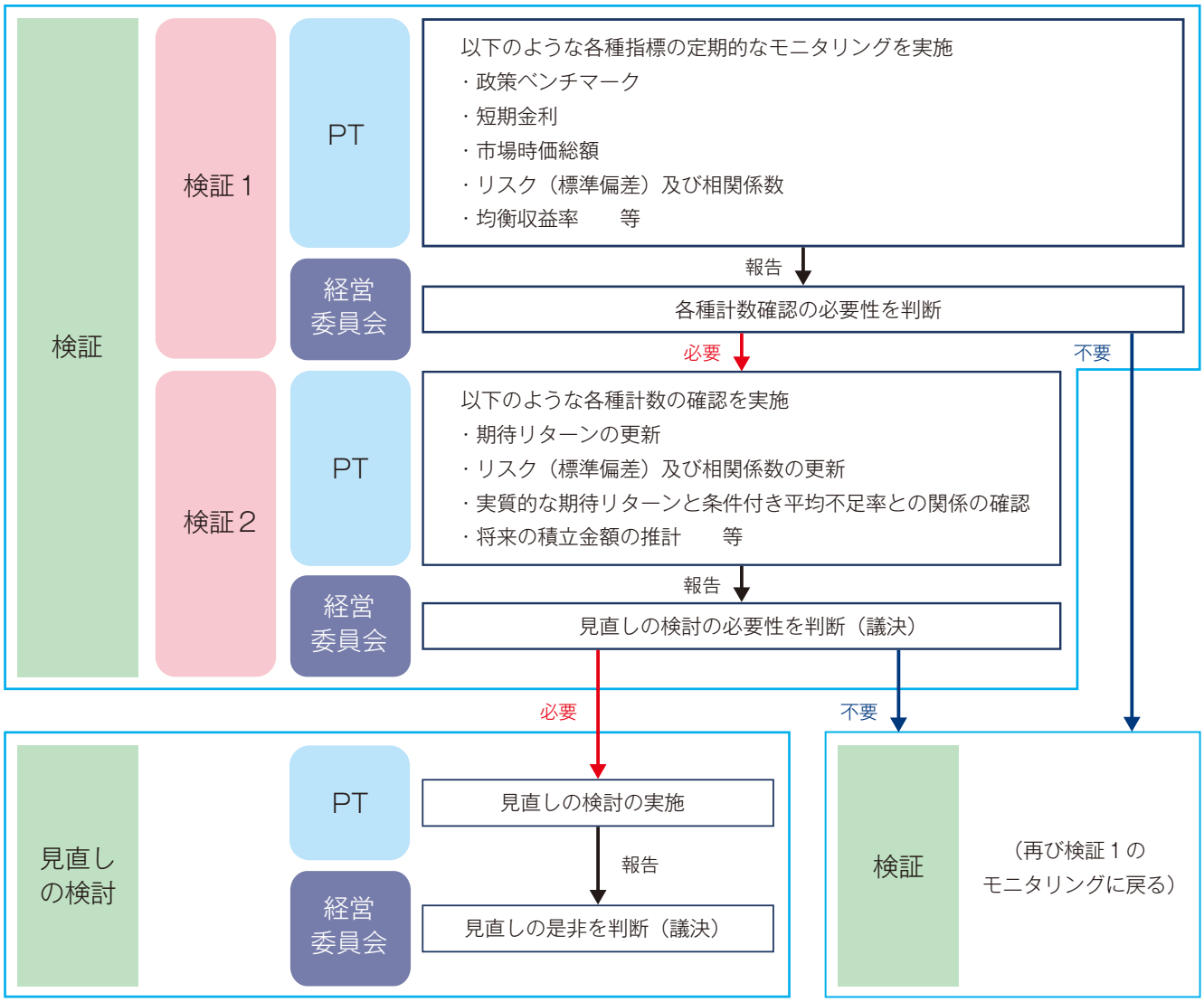
GPIFにおける基本ポートフォリオの検証については、第4期中期目標期間中に適時適切に実施するほか、策定時に想定した運用環境が大きく変化する可能性がある等経営委員会が必要と認めるときは、見直しの検討を行い、必要に応じて速やかに修正を実施することとしています。

②検証の体制

GPIFにおける基本ポートフォリオの検証を適時適切に行うため、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、基本ポートフォリオの検証等の実務を行っています。基本ポートフォリオ検証等PTは経営委員会の委員で構成され、金融･経済の分野に専門的知見のある委員を中心としたメンバーになっています。

③検証の方法

検証は次の検証1及び検証2の2段階で行っています。



※上図のPTは「基本ポートフォリオ検証等PT」です。

ア 検証1

- GPIFの基本ポートフォリオは長期的な観点から策定されており、25年間の政策ベンチマークや短期金利、策定時の直近の市場時価総額、これらから算出されるリスク（標準偏差）、相関係数、均衡収益率などに基づいて策定されています。基本ポートフォリオ検証等PTでは、こうした基本ポートフォリオの策定の基礎となった各種指標を定期的にモニタリングしています。
- 定期的なモニタリングの結果、各種指標に変化が見られ運用環境が策定時の想定から大きく変化している可能性があると見受けられる場合等には、基本ポートフォリオ検証等PTは経営委員会に報告します。

イ 検証2

- 定期的なモニタリング（検証1）において、各種指標に変化が見られ運用環境が策定時の想定から大きく変化している可能性があると見受けられる場合等の報告が基本ポートフォリオ検証等PTから行われた場合には、経営委員会は、期待リターンの更新、リスク（標準偏差）及び相関係数の更新、実質的な期待リターンと条件付き平均不足率との関係の確認、将来の積立金額の推計といった各種計数の確認による検証を行うかどうかを判断します。
- 判断の結果、期待リターンの更新等の検証を行うこととなった場合、基本ポートフォリオ検証等PTにおいて検証作業を行い、結果を経営委員会に報告します。
- 経営委員会は、基本ポートフォリオ検証等PTの報告に基づき、基本ポートフォリオの見直しの検討を行うかどうかを判断します。
- 経営委員会の判断に基づき、基本ポートフォリオ検証等PTは基本ポートフォリオの見直しの検討を行い、検討結果を経営委員会に報告します。
- 経営委員会は、基本ポートフォリオ検証等PTの検討結果を踏まえ、必要に応じて基本ポートフォリオを速やかに修正することとしています。
- なお、定期的なモニタリング（検証1）の結果、運用環境が策定時の想定から大きく変化している可能性があると見受けられる状態にならない場合であっても、少なくとも年に1度は、基本ポートフォリオ検証等PTはモニタリングの状況について経営委員会に報告します。経営委員会は、基本ポートフォリオ検証等PTの報告に基づき、期待リターンの更新等の各種計数の確認による検証を行う必要がないかどうかを判断します。

④ 2023年度における検証

2023年度においては、検証1を実施した結果、運用環境は策定時の想定から必ずしも大きく変化しているわけではない、との検証結果が得られたことから、期待リターンの更新等の検証2を行う必要はなく、基本ポートフォリオの見直しは必要ないものと判断しました。

3 運用リスク管理に関する基本的考え方等

[1] 基本的考え方

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

昨今の市場・経済環境は不安定かつ不確実性が高い状況でありますが、GPIFで重視しているリスクは、「市場の一時的な変動による短期的なリスク」のことではなく、「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」のことです。

長期的な運用においては、短期的な市場の動向により資産構成割合を変更するよりも、基本となる資産構成割合（基本ポートフォリオ）を決めて長期間維持していく方が、効率的で良い結果をもたらすことが分かっています。2020年度から新たな基本ポートフォリオに移行しましたが、長期の運用実績の大半は基本ポートフォリオによって決まるとされていることから見ても、基本ポートフォリオが運用リスク管理の根幹であると考えています。

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

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

＜運用リスク管理の「基本方針」＞

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

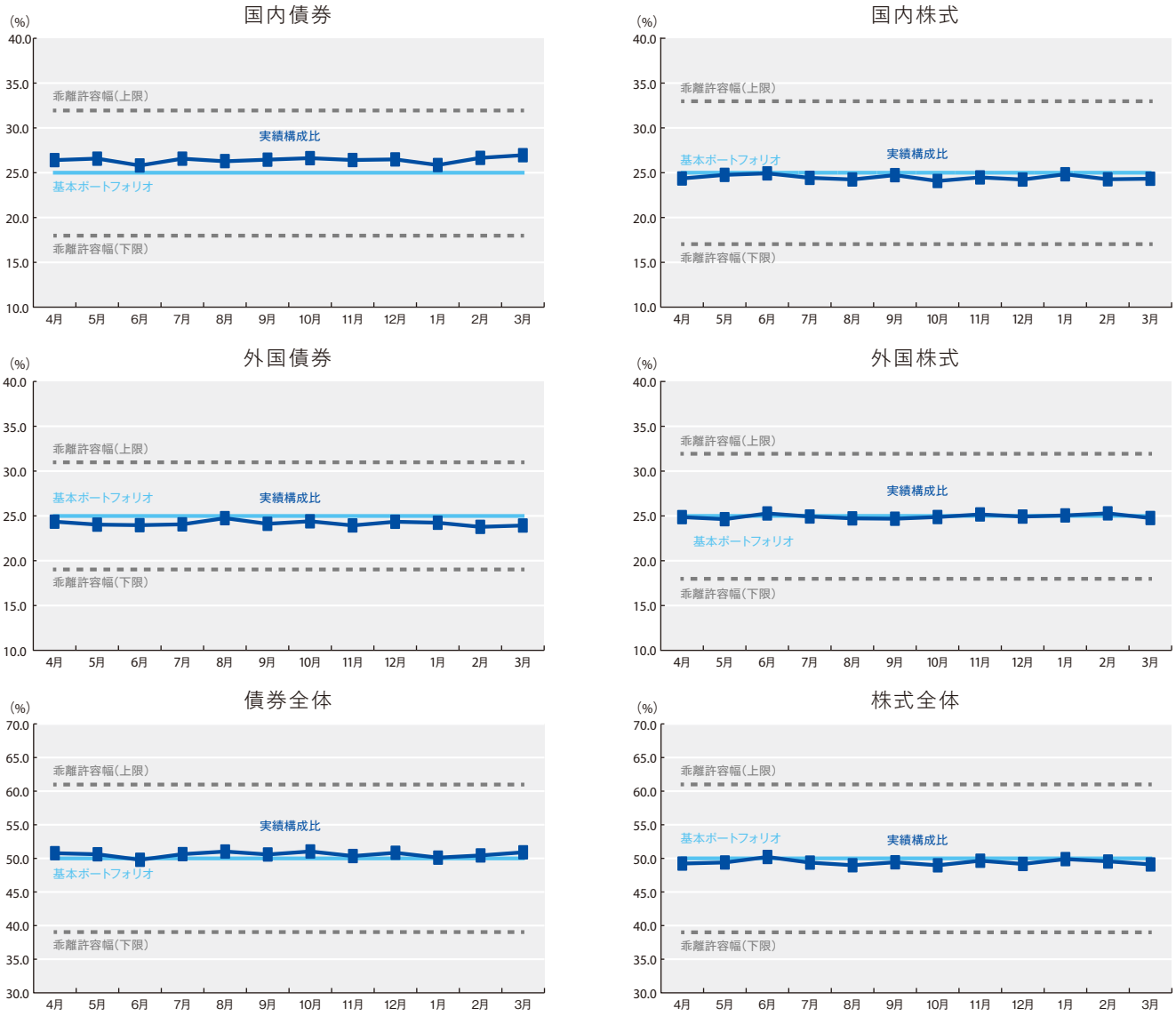
［運用リスクの種類］

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

[2] 基本ポートフォリオに基づくリスク管理

GPIFでは、基本ポートフォリオに基づき資産構成割合を適切に管理していくことが、運用リスク管理の中で最も重要であると考えています。市場は常に変動するものである以上、実際の運用は、基本ポートフォリオをベースとしながらも、合理的に無理のない範囲で機動的な運用を可能とする仕組みが不可欠です。このため、4資産（国内債券、外国債券、国内株式、外国株式）及び債券全体・株式全体ごとに乖離許容幅を定め、その範囲内で機動的な運用を行うとともに、乖離許容幅の管理遵守がスムーズに行われるようにする目的から、乖離許容幅内にアラームポイントを設定し、乖離許容幅やアラームポイント超過時の対応プロセスを明文化しています。また、オルタナティブ資産は資産全体の5%を上限としていますが、同資産についてもアラームポイントを設定し、超過時の対応プロセスを明文化しています。2023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ありませんでした。

【乖離許容幅の管理】



(注1) 資産構成割合は年金特別会計で管理する積立金を含めており、月中平均残高を用いて算出しています。
(注2) 約定日ベースで算出しています。また、株価指数先物取引の想定元本等を加味しています。
(注3) 第4期中期計画の乖離許容幅は、国内債券±7%、外国債券±6%、国内株式±8%、外国株式±7%です。また、債券全体±11%、株式全体±11%です。

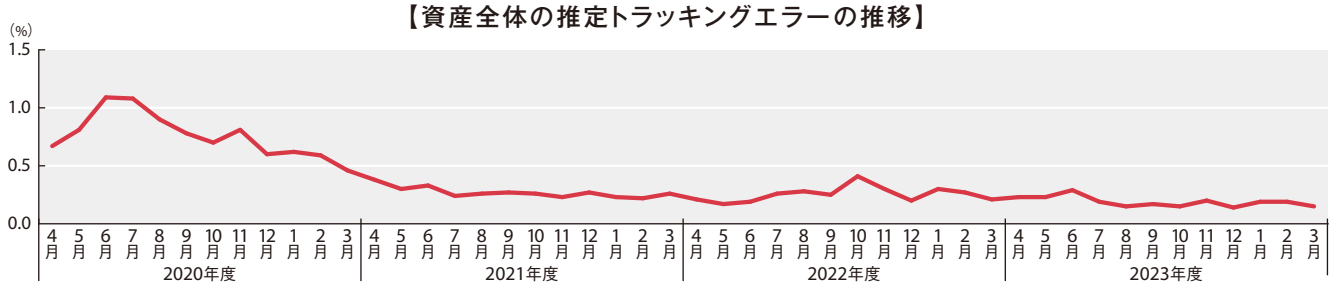
このような乖離許容幅やオルタナティブ投資のように上限を定めたリスク管理のほか、複眼的なリスク管理の観点から、資産全体の推定トラッキングエラー(注1)やVaRレシオも引き続きモニタリング指標にしています。

2023年度の資産全体の推定トラッキングエラーは、金融引締めの副作用による金融システムの脆弱性が意識される一方で、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14～29bp(1bpは0.01%を指します。)と低位で推移しています。

VaRレシオは、実績ポートフォリオのVaR(注2)を基本ポートフォリオのVaRで除した値であり、実際のポートフォリオのリスク量が基本ポートフォリオで運用していた場合のリスク量からどの程度乖離しているかをモニタリングするための指標です。2023年度は、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した。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、VaRレシオは1.00～1.02と低位で推移しました。

(注1)一定の確率で将来に取り得る収益の範囲について、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したものです。
(注2)VaR(バリュー・アット・リスク)とは、各資産を一定期間保有(保有期間)すると仮定した場合に、ある一定の確率の範囲内(信頼水準)で発生しうる最大損失率を表したものです。

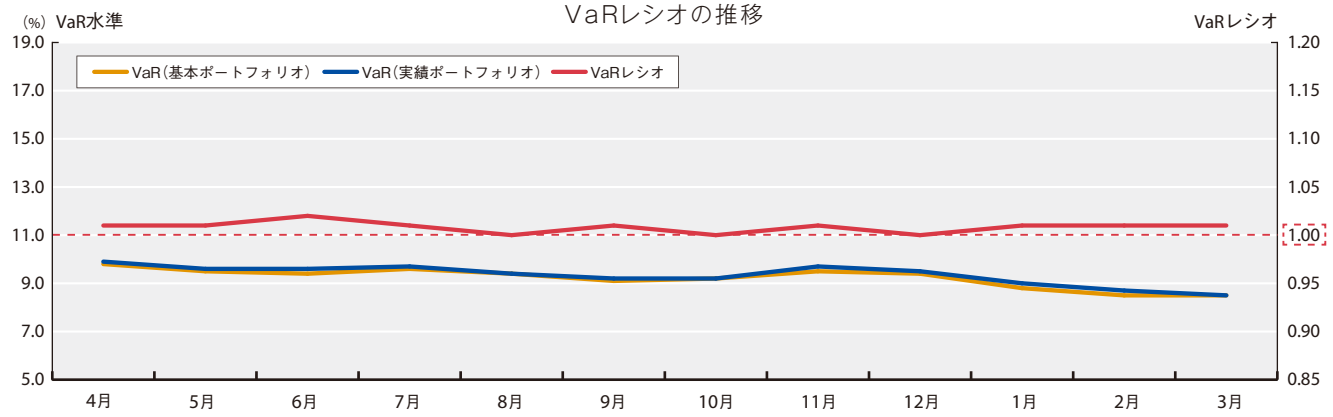
【資産全体の推定トラッキングエラーの推移】



(注1)各月の数値は月中平均で算出しています。
(注2)約定日ベースで算出しています。また、株価指数先物取引の想定元本等を加味しています。

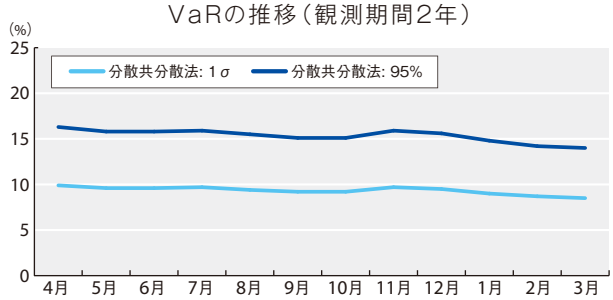
【VaRレシオ及びVaRの推移】

VaRレシオの推移

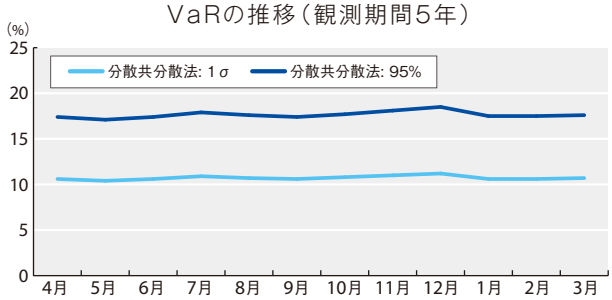


(注1)分散共分散法で、信頼水準は1σ、保有期間1年、観測期間は2年で算出しています。
(注2)各月の数値は月中平均で算出しています。
(注3)約定日ベースで算出しています。また、株価指数先物取引の想定元本等を加味しています。

VaRの推移(観測期間2年)



VaRの推移(観測期間5年)



(注1)分散共分散法で、信頼水準は1σと95%、保有期間1年、観測期間は2年と5年で算出しています。(いずれも実績ポートフォリオに基づき算出しています。)
(注2)各月の数値は月中平均で算出しています。
(注3)約定日ベースで算出しています。また、株価指数先物取引の想定元本等を加味しています。

[3] オルタナティブ資産のリスク管理

インフラストラクチャー、プライベート・エクイティ、不動産などを投資対象とするオルタナティブ資産は、伝統的な投資対象である上場株式、債券とは異なるリスク・リターン特性を有しており、これをポートフォリオに組み入れることにより、分散効果が期待できるとともに、超過リターン獲得に資すると考えられます。

こうしたことから、GPIFでは、2017年度よりオルタナティブ資産の運用の充実を図っていますが、それぞれの投資対象に固有の専門性が求められることから、リスク管理面においても、伝統的資産と共通する項目のほか、オルタナティブ投資で特に必要とされる項目もあります。

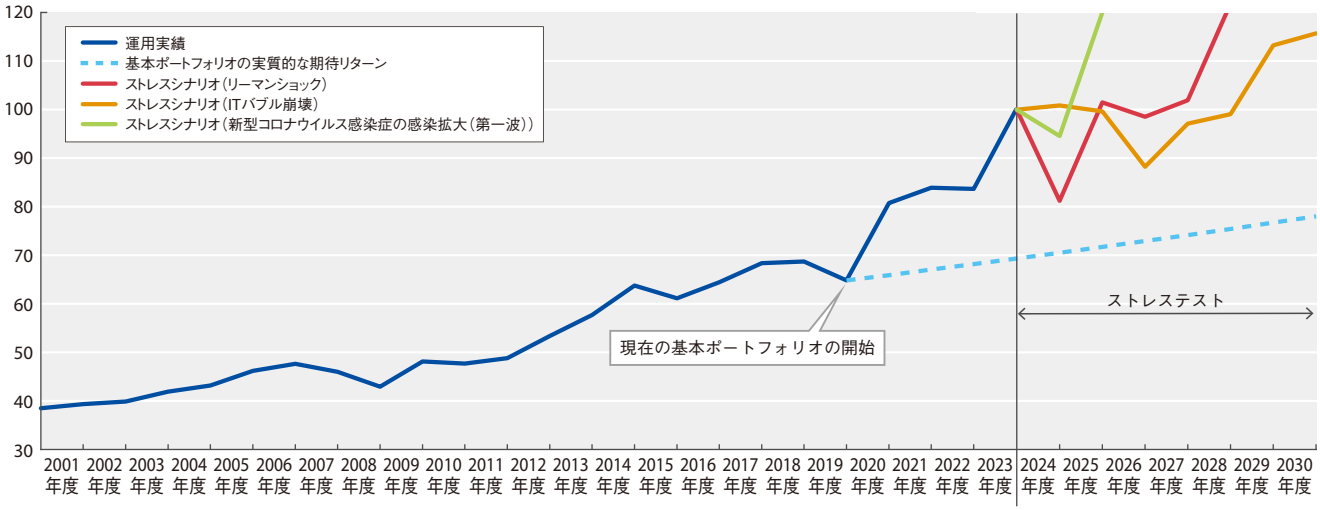
GPIFでは、必要な体制整備を行い、網羅的かつきめ細やかなリスク管理に向けた取組を進めています。取組の詳細は70ページをご覧ください。

[4] 長期的な観点からのリスク管理

①ストレステスト

ストレステストは、マーケットに大きな変動が発生した際に生じる収益や資本へのインパクトを計測し、必要に応じて適切な対策を講じるための手段を検討するための手法の一つです。

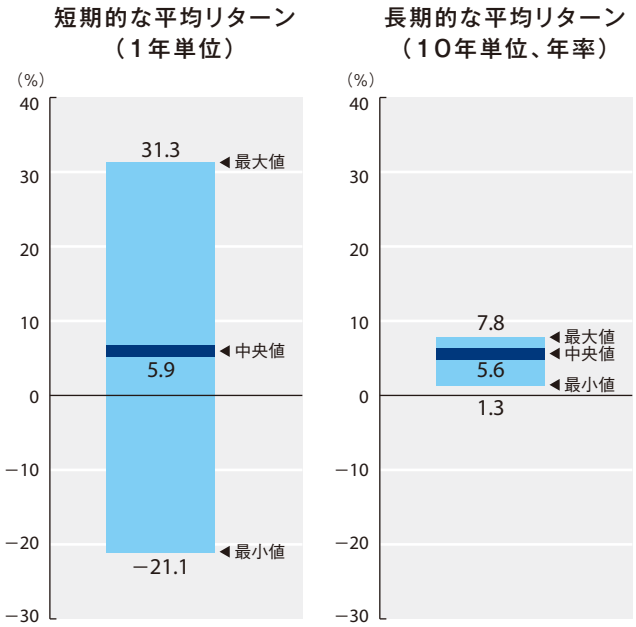
年金積立金の運用は、長期的な観点から安全かつ効率的に行うことが重要であり、中長期的にどのような影響が生じるかという点を分析しています。大幅な下落となったリーマンショックシナリオ、市場の回復が遅かったITバブル崩壊シナリオ、新型コロナウイルス感染症の感染拡大（第一波）による市場の下落シナリオのいずれのシナリオについても、市場運用開始からの実質的な運用利回りに一時的な影響はあるものの、その後は市場が回復し、期待される水準の運用利回りが確保される結果になりました。



（注1）図中の運用実績は2001年度以降の累積収益率を示しています（実質的な運用利回り）。
（注2）縦軸はストレステストの起点（2024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す。

②長期運用によるリスク低減の検証

過去のデータから見たポートフォリオのリターン分析として、過去34年間の市場の運用実績値を用いて、現在の基本ポートフォリオでの運用によるリターン分布を分析してみると、短期的には単年度で最大+30%強の収益、最大−20%強の損失が発生するとの結果となり、過去最大の収益である2023年度の収益額の逸失に相当する損失額が一時的に発生する可能性も示唆されます。ただし、こちらも長期的にみるとリターンは安定し、10年単位でみると過去34年間で一度もマイナスになっていません。基本ポートフォリオは長期で実質的な運用利回り1.7%を確保するよう作成されたものであり、市場の変動に過度にとらわれるべきではありませんが、足許で起こりうる様々なストレス状況も想定し、こうした短期的なリスクにも配慮して、長期にわたるGPIFの運用リスク管理に役立てています。



（注1）平均リターンは、各年度末で現在の基本ポートフォリオにリバランスしたことを想定して算出しています。
（注2）分析期間は1985年4月から2019年3月までの34年間です。

③長期的なリスク低減が期待されるESG投資

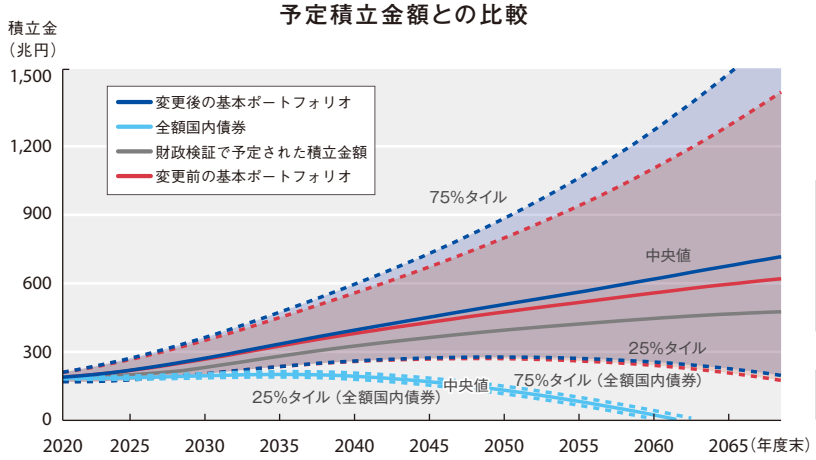
年金積立金の運用は、法律上、長期的な観点から安全かつ効率的に行うことが求められていることから、長期的な観点からのリスク管理がより大切になります。GPIFでは、環境・社会問題などが資本市場に与える負の影響を減らすことを通じ、運用資産全体の長期的なリターンを向上させるため、ESG（環境・社会・ガバナンス）を考慮した投資を行っています。気候変動リスクなどに象徴されるESGリスクは、運用期間が長期であればあるほど顕在化する可能性が高いと考えられることから、GPIFがESGを考慮した投資に取り組む意義は大きいと考えています。

④予定積立金額の確保

積立金が長期的に財政検証上の予定積立金額を下回るリスクをどうコントロールするかも重要な論点です。そのため、GPIFでは、2019年度に策定した現在の基本ポートフォリオの策定過程においても、乱数を用いた確率的な計算手法によるシミュレーションを行い、財政検証上の予定積立金額を下回るリスクを確認しており、運用目標を満たしつつ、下振れリスクの最小化を図った最も効率的なポートフォリオを選定しています。

（注）現在の基本ポートフォリオの詳細については、35ページから43ページをご覧ください。

予定積立金額との比較



予定積立金額を下回る確率（リスク）

（単位:%）

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

（参考）　（単位:%）

変更前	40.0	43.0

4 | 各資産の運用状況

[1] 国内債券

①国内債券市場

10年国債利回りは、日本銀行が金融政策の枠組みを見直し、マイナス金利政策を解除したこと等を受けて、上昇（債券価格は下落）しました。

このような背景から、10年国債利回りは2022年度末の0.35%から2023年度末は0.73%へと上昇（債券価格は下落）しました。

②超過収益率

2023年度の国内債券のベンチマーク(注1)に対する超過収益率は、+0.20%となりました。円金利要因や物価連動国債等がプラスに寄与しました。

（単位：%）

時間加重収益率 ①	ベンチマーク ②	超過収益率 ①−②	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

（注1）国内債券のベンチマークは、NOMURA-BPI「除くABS」です。
（注2）ベンチマーク要因とは、マネジャー・ベンチマークとベンチマーク（NOMURA-BPI「除くABS」）との収益率の差による要因です。
（注3）ファンド要因とは、個別ファンドとマネジャー・ベンチマークとの収益率の差による要因です。
（注4）その他要因とは、計算上の誤差等の要因です。
（注5）証券貸付運用に係る収益はその他要因に区分しています。
（注6）約定日ベースで算出しています。また、株価指数先物取引の想定元本等を加味しています。

③自家運用

GPIFは、委託運用のほか、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、以下のとおり自ら管理及び運用を行っています。

ア. 国内債券ファンド

年金資産の運用の効率化を図る観点から、2022年度よりBPI「除くABS」型ファンド（パッシブ運用）をインハウス国内債券ファンド（アクティブ運用）に変更しています。

インハウス国内債券ファンドは、ポートフォリオ全体を見渡しつつ、各種金利戦略の実施や社債等の配分比率の調整等を行っています。

	2023年度				
	時価総額	時間加重収益率（債券貸付運用含む）	ベンチマーク	債券貸付運用	
				運用資産（額面）	収益額
国内債券ファンド	67,262億円	−1.97%	−2.20%	30,000億円	14億円

イ. 国債ファンド

国債ファンドは、ポートフォリオ全体の円金利のデュレーション調整を行うことを目的とした運用を行っています。

	2023年度	
	時価総額	時間加重収益率
国債ファンド	133,020億円	−2.08%

ウ. 物価連動国債ファンド

物価連動国債ファンドは、インフレリスクの軽減を図ることを目的とし、元本が全国消費者物価指数（生鮮食品を除く。）に連動する国債による運用を行っています。

	2023年度	
	時価総額	時間加重収益率
物価連動国債ファンド	27,106億円	1.45%

エ. 短期資産ファンド

短期資産ファンドは、寄託金償還等に必要な流動性を確保することを目的としています。

	2023年度	
	時価総額	時間加重収益率
短期資産ファンド	6,795億円	−0.03%

[2] 外国債券

①外国債券市場

米国10年国債利回りは、米国連邦準備制度理事会（FRB）が利上げを継続したことから、上昇（債券価格は下落）しました。

ドイツ10年国債利回りも、米国での金利上昇に加え、欧州中央銀行（ECB）が利上げを継続したことから、上昇（債券価格は下落）しました。

このような背景から、米国10年国債利回りは2022年度末の3.47%から2023年度末は4.20%へ、ドイツ10年国債利回りは2022年度末の2.29%から2023年度末は2.30%へとともに上昇（債券価格は下落）しました。

②外国為替市場

ドル／円は、日米の長期金利差等を背景に円安･ドル高が進行し、2022年度末の133.09円から2023年度末は151.35円となりました。

ユーロ／円は、日欧の長期金利差等を背景に、2022年度末の144.60円から2023年度末は163.45円となりました。

③超過収益率

2023年度の外国債券のベンチマーク(注1)に対する超過収益率は、+0.51%となりました。外債クレジット要因等がプラスに寄与しました。

(単位:%)

時間加重収益率 ①	ベンチマーク ②	超過収益率 ①−②	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

(注1)外国債券のベンチマークは、FTSE世界国債インデックス(除く日本、中国、ヘッジなし・円ベース)です。
(注2)ベンチマーク要因とは、マネジャー・ベンチマークとベンチマーク(FTSE世界国債インデックス(除く日本、中国、ヘッジなし・円ベース))との収益率の差による要因です。
(注3)ファンド要因とは、個別ファンドとマネジャー・ベンチマークとの収益率の差による要因です。
(注4)その他要因とは、計算上の誤差等の要因です。
(注5)証券貸付運用に係る収益はその他要因に区分しています。
(注6)約定日ベースで算出しています。また、株価指数先物取引の想定元本等を加味しています。

④自家運用

GPIFは、委託運用のほか、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、以下のとおり自ら管理及び運用を行っています。

ア.外貨建て短期資産ファンド

外貨建て短期資産ファンドは、オルタナティブ資産への投資に必要な流動性を確保することを目的としています。

	2023年度	
	時価総額	時間加重収益率
外貨建て短期資産ファンド	1,146億円	19.76%

[3]国内株式

①国内株式市場

国内株式は、欧米株式市場の上昇に加え、円安による業績改善期待等を背景に、大幅に上昇しました。

このような背景から、東証株価指数(TOPIX)は2022年度末の2,003.50ポイントから2023年度末は2,768.62ポイントへと上昇しました。日経平均株価は2022年度末の28,041.48円から2023年度末は40,369.44円へと上昇しました。

②超過収益率

2023年度の国内株式のベンチマーク(注1)に対する超過収益率は、+0.07%となりました。ESGのパッシブ運用がプラスに寄与した一方、既存の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ました。

(単位:%)

時間加重収益率 ①	ベンチマーク ②	超過収益率 ①−②	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

(注1)国内株式のベンチマークは、TOPIX(配当込み)です。
(注2)ベンチマーク要因とは、マネジャー・ベンチマークとベンチマーク(TOPIX(配当込み))との収益率の差による要因です。
(注3)ファンド要因とは、個別ファンドとマネジャー・ベンチマークとの収益率の差による要因です。
(注4)その他要因とは、計算上の誤差等の要因です。
(注5)約定日ベースで算出しています。また、株価指数先物取引の想定元本等を加味しています。

③株主優待への対応

GPIFは、運用資産の管理を全て資産管理機関に委託しています。株主優待についても資産管理機関において管理されており、GPIFは資産管理機関に対して、株主優待については、できるだけ現金化し、収益の向上を図るよう指示しています。

具体的には、資産管理機関において、割引券等の換金可能なものは換金のうえ運用収益の一部とされています（2023年度実績約4.0億円）。また、食品･家庭用品等は東京都社会福祉協議会を通じて福祉施設などに寄付する等の対応を行い、社会に役立てられています。

[4]外国株式

①外国株式市場

FRBやECB等の利上げにもかかわらず景気が堅調であることに加え、インフレ率の低下で将来的に利下げに転じるとの期待等から、欧米の株式市場は上昇しました。

このような背景から、ダウ平均株価指数は2022年度末の33,274.15ポイントから2023年度末の39,807.37ポイントへ上昇し、ドイツDAX株価指数は2022年度末の15,628.84ポイントから2023年度末の18,492.49ポイントへと上昇しました。

②超過収益率

2023年度の外国株式のベンチマーク(注1)に対する超過収益率は、−0.57%となりました。新たに運用を開始したアクティブポートフォリオがプラスに寄与した一方、オルタナティブ資産がマイナスに寄与しました。

（単位：%）

時間加重収益率 ①	ベンチマーク ②	超過収益率 ①−②	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

（注1）外国株式のベンチマークは、MSCI ACWI（除く日本、円ベース、配当込み、管理運用法人の配当課税要因考慮前）です。
（注2）ベンチマーク要因とは、マネジャー･ベンチマークとベンチマーク（MSCI ACWI（除く日本、円ベース、配当込み、管理運用法人の配当課税要因考慮前））との収益率の差による要因です。
（注3）ファンド要因とは、個別ファンドとマネジャー･ベンチマークとの収益率の差による要因です。
（注4）その他要因とは、計算上の誤差等の要因です。
（注5）証券貸付運用に係る収益はその他要因に区分しています。
（注6）約定日ベースで算出しています。また、株価指数先物取引の想定元本等を加味しています。

[5] 2023年度までの運用（取組）

①株式アクティブファンドのポートフォリオの再構築について

株式アクティブ運用を委託する運用受託機関（ファンド）の選定においては、定性的な選定方法に加えて、新たに超過収益の再現性と安定性に着目した科学的なフレームワークを導入しています。具体的には、2021年度から国内·外国株式アクティブファンドのマネジャーストラクチャー再編に着手し、株式アクティブファンドのポートフォリオを再構築しました。

このフレームワークを利用した投資プロセスには、2つの特徴があります。1つ目は、特定のスタイル（割安株/成長株、大型株/小型株など）や市場ベータ（株式市場全体の動向）に依存しない、再現性のある優れたスキルをもつファンドを選定することです。2つ目は、ファンドマネジャーのスキルからもたらされる付加価値を獲得しつつ、株式アクティブファンドのポートフォリオ全体を安定化させるベータ·バランサーと呼ばれる補完ポートフォリオを活用することです（これは特定の指数に追随するパッシブ型の運用です）。

ア. アクティブファンドの選定手法とプロセス

アクティブファンドのポートフォリオを構築する際に重要なのは、どのファンドが採用後に優れたリスク·リターンを実現するかを見極めることです。過去に良い成績を残したファンドが、将来も良い成績を残し続けるとは限らないからです。

アクティブファンドの選定においては、超過収益の安定性及び再現性を重視しています。従来行われていたベンチマーク対比の超過収益分析では各種ファクターや市場変動の影響が大きく出るため、ファンドのスキル評価にはファンドマネジャーによる銘柄選択の効果（純粋なアルファ）だけでなく、各種市場ベータが多く含まれてしまうことが課題でした。

そこで、GPIFでは、各種市場ベータをできる限り排除したスタイル調整後のアルファを抽出する手法を導入し、定量的な分析手法によりファンドの超過収益の安定性·再現性を評価しています。ファンドが将来どれだけの価値をもたらす可能性があるかを高度な統計的手法を用いて推定するものです。

例えば、米国株式では、近年、時価総額の巨大な上位銘柄が株価指数の大きなウエイトを占めています。このため、中小型銘柄をターゲットにしたファンドに対して、これらの銘柄を含んだ通常のベンチマークを用いて評価すると、昨今の時価総額上位銘柄の高パフォーマンスの影響でファンドマネジャーのスキルが過小評価される可能性があります。実際には、ファンドが対象と考える投資ユニバース（銘柄群）に対しては十分な超過収益を獲得しているケースも多く、スタイル調整後のスキル評価ではその点を捕捉することができます。一方、ファンドが実質的に投資対象としていない時価総額上位銘柄については、別途ベータ·バランサー（パッシブファンド）で補完することで、ファンドマネジャーは得意な投資ユニバースで力を発揮できるようになります。

この手法は、ファンド選定の最終段階に限らず、ファンド群の初期スクリーニングにも活用しています。できるだけ多くのファンド群を網羅的に調査し、より優秀なファンドを選定するため、数百から数千にのぼるファンドの保有銘柄の分析を行い、絞り込んだファンドに対してより詳細な定量評価を行います。膨大な計算量となりますので、対応するITインフラの高度化にも取り組んでいます。

イ. ポートフォリオ構築

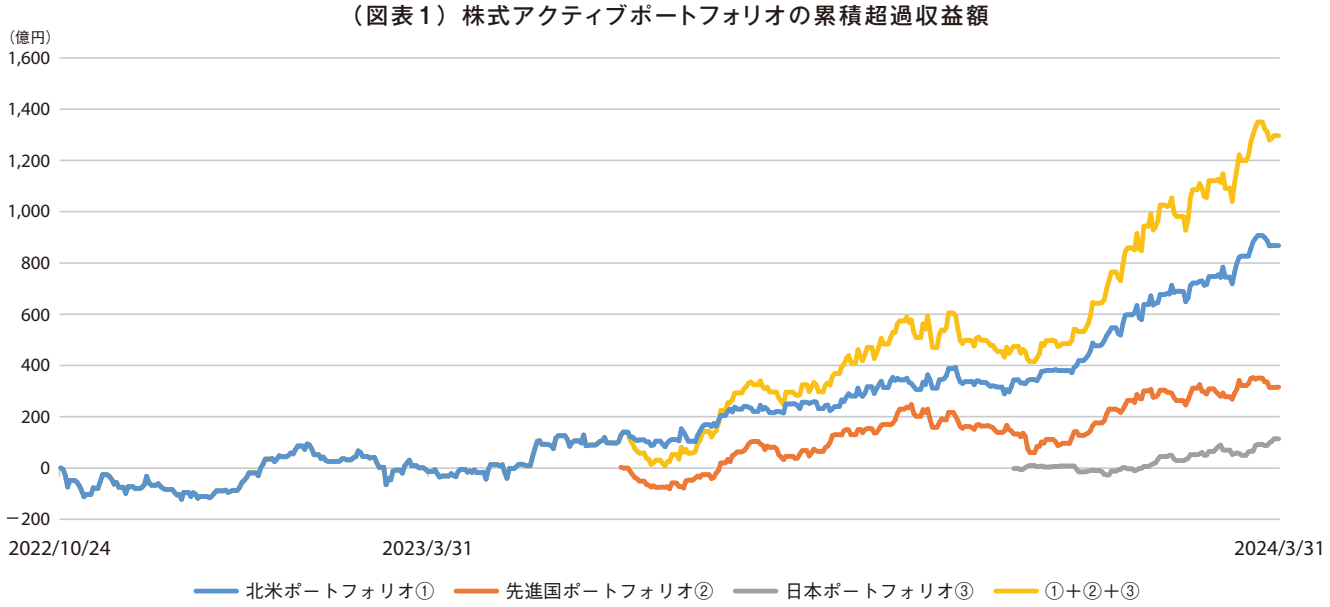
ファンド·オブ·ファンズ運用では、ファンド群全体の実エクスポージャーを管理することが一般的ですが、GPIFの株式アクティブポートフォリオの構築では各ファンドが対象としている投資ユニバースを軸にエクスポージャーの管理を行っています。

アクティブポートフォリオを構築する際は、選定したアクティブファンドの定性分析に加え、スキル評価と投資ユニバース及びベータ·バランサーのエクスポージャーを考慮した最適化計算を行います。これにより、ファンドの超過収益獲得能力を損なうことなく、各種ベータの影響を除去し、ポートフォリオの歪みを随時調整します。

また、できるだけ多くのファンドを採用するようにしています。多くのファンドを組み込むとパッシブ運用に近づくというジレンマはありますが、スタイル調整後のファンドのスキル評価とベータ·バランサーを活用したポートフォリオ構築の仕組みによって、このジレンマを一定程度回避できると期待しています。目指す姿は、多くのアクティブファンドを組み合わせて超過収益（アクティブリターン）の源泉を十分に分散しつつ、基本ポートフォリオを構成する政策ベンチマーク対比でのリスク量増加（アクティブリスク）を低位に留めることです。

以上の取組みにより、北米、先進国、日本の３地域において、2024年３月末までにアクティブファンドとベータ･バランサーを組み合わせて10兆円を超える株式アクティブ･バランサーポートフォリオを構築し、約1,300億円の超過収益額を獲得しました（図表1参照）。リスクも低位に管理され、各地域のトラッキングエラーは1%を下回る水準で推移しています（図表2参照）。まだ運用期間が短く、評価･選定方法などについて継続的な確認や検証が必要であり、リスク対比リターンの安定度を評価するのは尚早ですが、運用期間中におけるインフォメーション･レシオ（単位リスク量あたりの超過収益率）はポートフォリオ構築中の日本株式を除く北米及び先進国の二地域合算で1.93となっています。

（図表１）株式アクティブポートフォリオの累積超過収益額



（注1）超過収益額は「ポートフォリオの実際の時価ーポートフォリオの金額でベンチマークどおりに運用したと仮定した場合の時価」で算出しています。
（注2）各ポートフォリオのベンチマークは以下のとおりです。
①北米ポートフォリオ：MSCI 北米（円ベース、配当込み、管理運用法人の配当課税要因考慮後）
②先進国ポートフォリオ：MSCI KOKUSAI（円ベース、配当込み、管理運用法人の配当課税要因考慮後）
③日本ポートフォリオ：TOPIX（配当込み）

（図表2）【各ポートフォリオのリスク管理】

北米及び先進国ポートフォリオ（①及び②）			北米ポートフォリオ①			先進国ポートフォリオ②		
超過収益率	実績TE	実績IR	超過収益率	実績TE	実績IR	超過収益率	実績TE	実績IR
1.41%	0.73%	1.93	1.81%	0.78%	2.32	1.42%	0.69%	2.06

（注1）実績IRは、超過収益率（幾何平均、年率）／実績TE（年率）で算出しています。
（注2）アクティブファンド一覧、アクティブウェイト上位銘柄について、当法人ホームページの管理･運用状況（https://www.gpif.go.jp/operation/the-latest-results.html）に掲載していますので、ご参照ください。

管理･運用状況

ウ. 株式アクティブファンドの運用における対話

今後は株式アクティブファンドに関する分析を更に多面的に進めていく必要があると考えており、その一環として、株式アクティブファンドの運用者が投資先企業との間で行う対話や面談の実施状況についても実態把握を進めています。運用者の中には、公表情報のみで投資判断を行い、投資先企業との対話等を原則として行わないところもあります。対話や面談を行う場合も、その目的は、情報収集、投資先企業への経営改善等の意見表明、その両方など様々です。そのテーマも、企業業績、事業戦略、ESGと多岐にわたります。また、対話等の進め方についても、アナリストやポートフォリオマネジャーの裁量に委ねられている場合もあれば、運用者が組織的に対話の進捗状況を把握･管理している場合もあります。

GPIFでは、株式アクティブファンドの運用における対話等の位置づけは運用スタイルに応じて様々であることを踏まえつつ、超過収益獲得の観点から、対話等が運用プロセスの中でどう活用されているのかを客観的に調査、分析していきたいと考えています。

②債券ポートフォリオの高度化について

第４期中期目標期間では、ポートフォリオ全体のリスクをより精緻に管理して投資行動につなげることができるよう、国内債券、外国債券の双方で運用の高度化に取り組んできました。具体的には、GPIFのポートフォリオに含まれる通貨や金利関連の市場リスクを直接コントロールする工夫やリスク対比リターンの改善に向けた施策を行っています。

ア. 国内債券

国内債券においては、インハウス運用の位置付けを見直し、委託運用では難しいGPIFの債券ポートフォリオ全体を俯瞰したリスク管理を担うこととしています。また、為替ヘッジ付き外国債券の削減、アクティブファンド構成の変更により、リスク対比リターンの改善を実現しました。

(i) 基本ポートフォリオに沿った金利変動リスク管理

国内債券ポートフォリオでは、基本ポートフォリオを構成する政策ベンチマークよりもデュレーションの短い物価連動国債や円短期資産を保有していること等を背景にデュレーション管理の工夫が必要です。特に、2023年度はGPIF全体の運用資産額の増加に伴うリバランスにより国内債券への配分額が大幅に増加したことから、より難しいコントロールを求められる年度でした。このような状況に対し、委託運用と自家運用を合わせた法人全体の国内債券ポートフォリオについて、その金利変動リスクを能動的に管理するため、インハウス運用を活用して市場インパクトを抑えたきめ細かな取引を行うことにより、政策ベンチマーク対比の金利変動リスクを抑制しました。

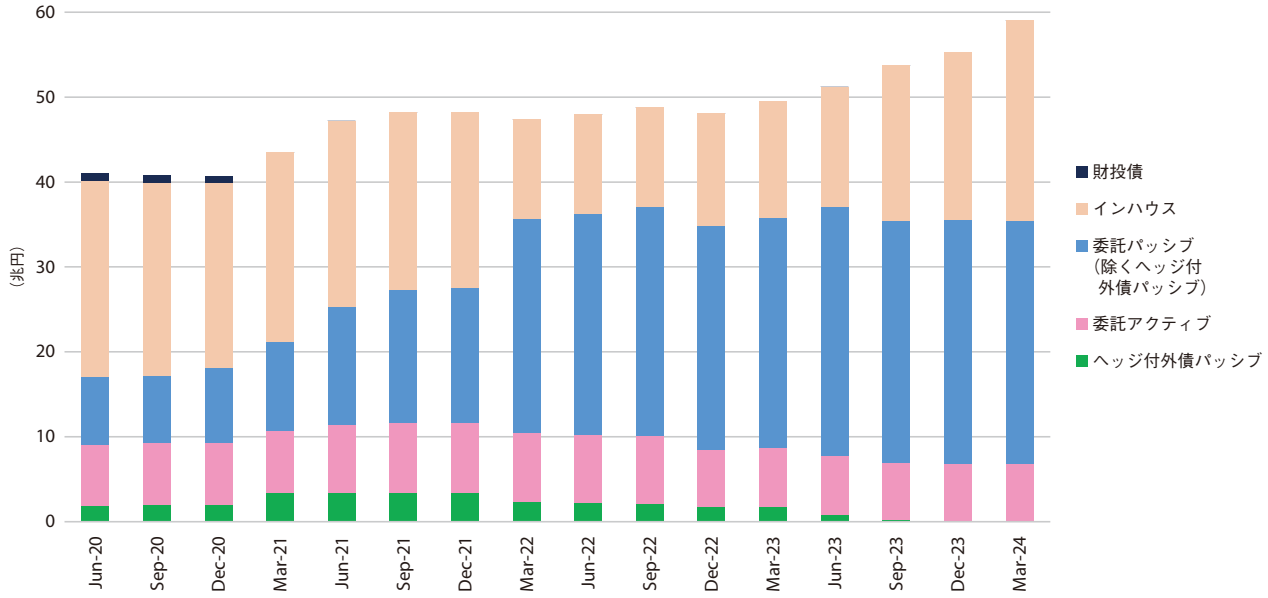
(ii) 為替ヘッジ付き外国債券の削減

GPIFでは為替ヘッジ付き外国債券を国内債券に分類して運用してきましたが、2023年度は為替ヘッジコストが上昇し、期待される利回りがマイナスとなったことから、投資を縮小しました。なお、GPIFでは為替ヘッジ付き外国債券をオルタナティブ資産の為替ヘッジ目的で活用しているため、一定程度の保有を継続しています。

(iii) アクティブファンド構成の変更

国内債券アクティブファンド全体のリスク対比リターン特性、及び各ファンドの運用上の制約に基づき、アクティブファンド構成の変更を実施し、アクティブファンド全体のリスク量をこれまでと概ね同水準に保ちつつ、リターンの改善を実現しました。

運用スタイル別の残高推移（国内債券）



（注）オルタナティブ資産の為替リスクのコントロールのための内部取引を含むため、“運用手法･運用受託機関別運用資産額等”とは異なります。

イ. 外国債券

国内債券と同様に、主要なリスクの量の精緻な管理やリスク対比リターン向上のための様々な取組みを行いました。具体的には、パッシブファンドのラインアップ強化や、総合型（幅広い地域・証券種別等に投資する形態）アクティブファンドの運用終了と特化型（地域・証券種別等を限定して投資する形態）の新規選定、パッシブのオフベンチマーク債の削減やポートフォリオ全体のクレジットエクスポージャーの削減を行いました。また、債券貸付運用の拡充等も行いました。

（i）パッシブファンドのラインアップ強化

ポートフォリオ全体のリスク管理をより精緻に行うため、地域別・年限別国債や米国物価連動国債、社債等、パッシブファンドのラインアップを強化しました。これらのパッシブファンドを通じたリスク管理の一例として、総合型アクティブファンドの運用終了時（下記（ii）参照）にその受け皿として活用することで緻密なリスク管理の下でのスムーズな回収を実現しました。

（ii）総合型アクティブファンドの運用終了

運用者の裁量で幅広い地域・証券種別等に投資するという特性により、ポートフォリオ全体のリスク量のコントロールを困難にする要因となっていたため、運用を終了しました。

（iii）パッシブファンドのオフベンチマーク債の削減

リスク管理強化を目的として、国債をベンチマークとするパッシブファンドにおいて2019年度より残高の10%を上限に設定したオフベンチマーク債（非国債）投資の削減を進めました。

（iv）クレジットエクスポージャーの削減

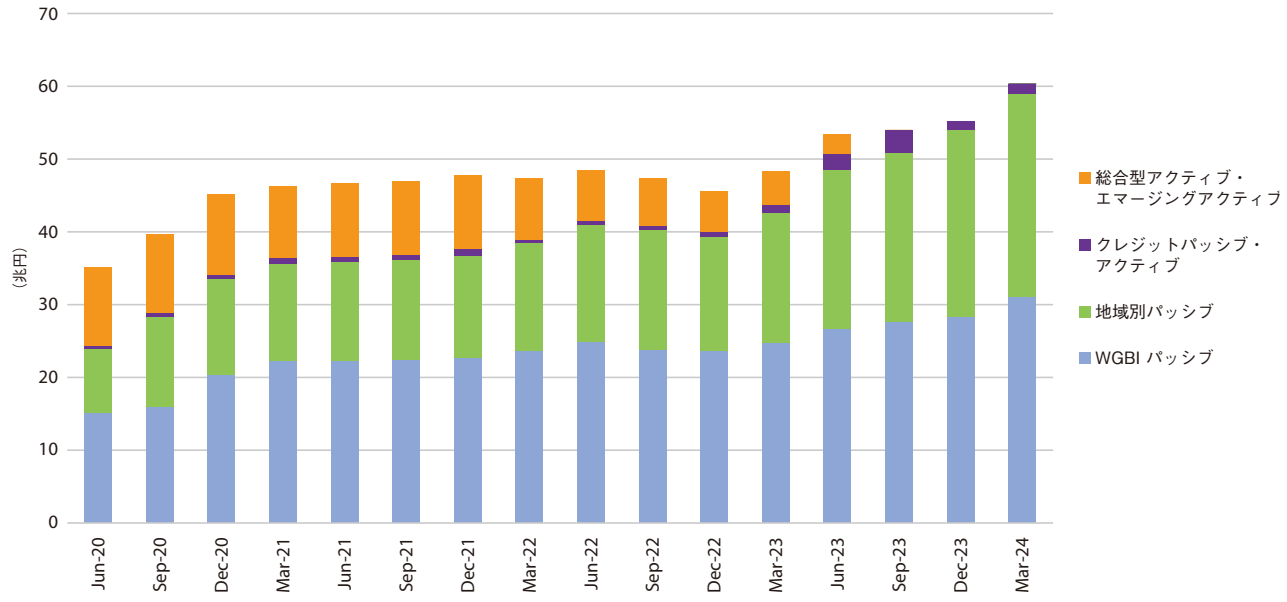
2023年度は世界の中央銀行が引き締め的な金融政策を続ける環境下で将来の不確実性が高まっていたことから、社債パッシブファンドの残高を縮小し、国債で構成される政策ベンチマークに近づける運用を進めました。

（v）アクティブファンド構成の変更等

アクティブ運用を強化するため、定量評価を活用しつつ、米国投資適格社債アクティブファンドの新規選定を実施しました（実際の運用は2024年度に開始予定）。選定にあたっては、ポートフォリオ全体のリスク管理の観点から、クレジットベータ（投資適格社債と国債の利回り差として市場で観察される水準）と超過収益実績の相関が低いファンド群のなかで、超過収益が期待できるファンドを選定しました。また複数のファンドを組み合わせることで、アクティブポートフォリオ全体として良好なリスク対比リターンを期待できる設計としました。

また、債券貸付運用においては、2021年度にリスク管理目的で受入担保と貸出期間の見直しを行いましたが、2023年度は貸出先や貸出期間等の状況を把握しつつ拡充し、リスク対比リターンを改善しました。

運用スタイル別の残高推移（外国債券）



（注）トランジション・マネジメントとオルタナティブ資産は含みません。
オルタナティブ資産の為替リスクのコントロールのための内部取引を含むため、“運用手法・運用受託機関別運用資産額等“とは異なります。
クレジットは米国投資適格社債、米国ハイイールド社債、ユーロ投資適格社債、ユーロハイイールド社債のアクティブファンドとパッシブファンドの合計です。

[6] その他の運用リスク管理

①信用リスク

[運用受託機関／資産管理機関]

ア. 内外債券の保有状況

○格付別保有状況

債券への投資は、BBB格以上の格付を得ている銘柄とすることとしています。ただし、運用手法の特性など合理的な理由があり、GPIFが事前に承認した場合には、BBB格以上の格付を得ていない債券への投資を行えることとしています。2023年度において、運用手法の特性によりBBB格以上の格付を得ていない債券への投資を行っています(注)。

(注)国内債券については、国債、地方債、特別の法律により法人の発行する債券(政府保証が付された債券に限る。)以外の種別の債券が対象です。外国債券については、全ての債券種別が対象となります。

[自家運用]

ア. 国内債券ファンド

○格付別保有状況

国内債券ファンドの債券への投資は、BBB格以上の格付を得ている銘柄とすることとしています。ただし、運用手法の特性など合理的な理由があるときはBBB格に満たない銘柄を取得又は保有することができます。

2023年度において、BBB格以上の格付を得ていない債券への投資はありませんでした(注)。

○債券貸付運用の取引先

国内債券ファンドの債券貸付運用の取引先は、格付機関2社以上からBBB格以上の格付を得ており、かつ、格付機関のいずれからもBB格以下の格付を得ていないこととしていますが、2023年度において、基準を満たさない取引先はありませんでした。

(注)国債、地方債、特別の法律により法人の発行する債券(政府保証が付された債券に限る。)以外の債券種別が対象です。

イ. 短期資産ファンド

○短期資産運用の取引先

短期資産運用の取引先は、格付機関2社以上からBBB格以上の格付を得ており、かつ、格付機関のいずれからもBB格以下の格付を得ていないこととしていますが、2023年度において、基準を満たさない取引先はありませんでした。

②内外株式の保有状況

○同一企業発行株式の保有状況

同一企業が発行する株式への投資は、運用受託機関ごとに当該企業の発行済み株式総数の5%以下とすることとしています。2023年度において、国内株式、外国株式ともに基準を超えるものはありませんでした。

5 | オルタナティブ資産の運用

[1] 概要

オルタナティブ資産とは、伝統的な投資対象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）」な投資対象資産の総称です。オルタナティブ資産には多種多様な資産が含まれますが、GPIFではインフラストラクチャー、プライベート・エクイティ、不動産をオルタナティブ資産の運用の対象としています。第4期中期計画（2020年度から2024年度）では、オルタナティブ資産はリスク・リターン特性に応じて国内債券、外国債券、国内株式及び外国株式に区分し、資産全体の5%を上限に運用を行うこととされています。

（注）オルタナティブ資産の区分についてはP71「ア. インフラストラクチャー・不動産の特性に応じたポートフォリオ管理」参照

①運用目的

オルタナティブ資産は、伝統的な投資対象である上場株式、債券とは異なるリスク・リターン特性を有しており、ポートフォリオに組み入れることにより超過リターン獲得及び年金財政の安定に寄与する効果が期待できます。また、多くの投資家が日々売買する上場株式等とは異なり、取引が成立するまでに時間を要する一方で、オルタナティブ資産は高い利回りをもたらすとされています。GPIFは長期の投資家であり、豊富な流動性資産を有していることから、あえて流動性の低いオルタナティブ資産をポートフォリオに組み入れることで、投資ポートフォリオの効率性を向上しつつ超過リターンを獲得することを目指しています。

海外の年金基金では、このような特性・効果をもつオルタナティブ資産の運用を行うことによる分散投資を推進しています。GPIFでは、オルタナティブ資産の運用を開始するに先立ち委託調査研究を通じて慎重な検討を重ねてきました。中でも2012年度に実施した委託調査研究では、同運用には流動性の犠牲に伴う投資プレミアムの獲得、分散投資による効率性の向上が期待できることが報告されました。

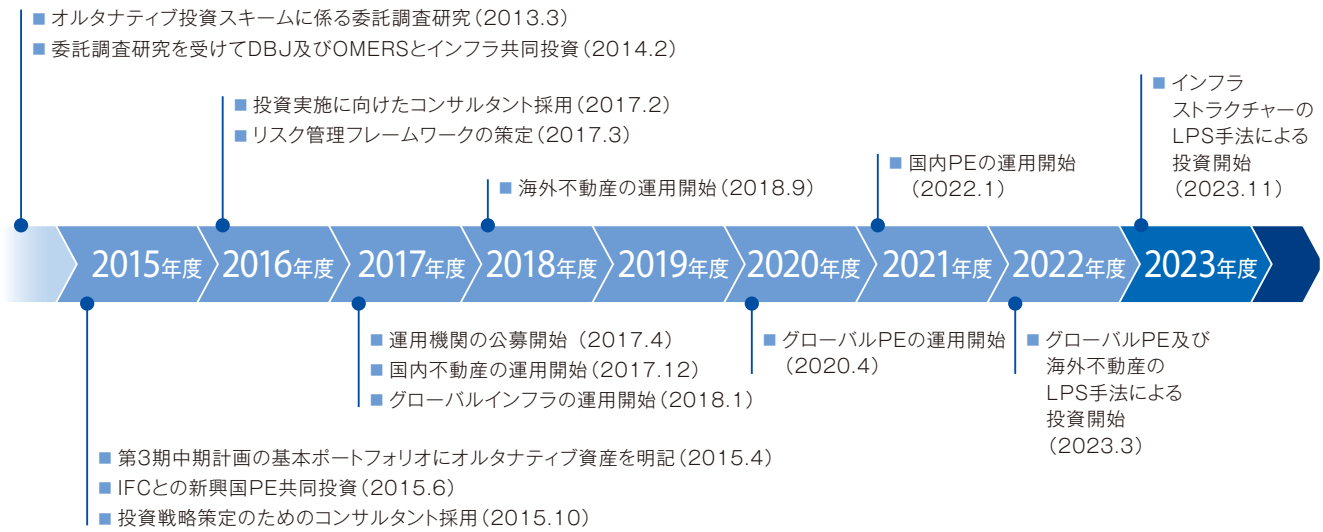
オルタナティブ資産

②これまでの投資実績

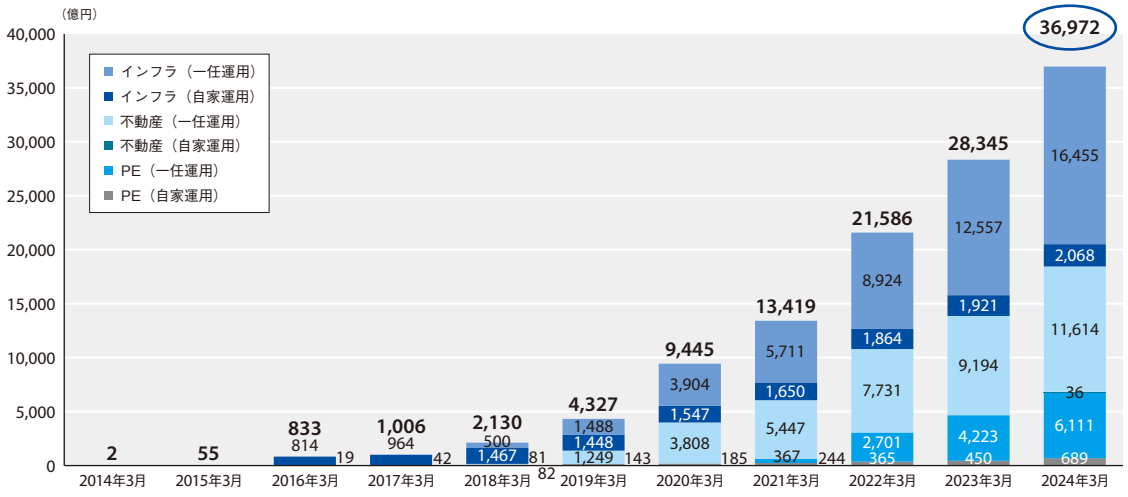
GPIFは、上述の研究成果を踏まえ、2013年度以降、機関投資家との共同投資形態によるオルタナティブ資産の運用に着手しました（インフラストラクチャー共同投資は2013年度より、プライベート・エクイティ共同投資は2015年度より実施）。2017年度からは、マネジャー・エントリー制度を活用したオルタナティブ資産の運用に係る公募を開始し、GPIF向け仕様のマルチ・マネジャー戦略※を実行する運用受託機関（マルチ・マネジャーを選定するファンド・オブ・ファンズマネジャー及びファンド・オブ・ファンズマネジャーの運用能力を評価するゲートキーパー）の選定を進めました。2022年度からは、投資事業有限責任組合/リミテッドパートナーシップ（LPS）への投資を開始し、オルタナティブ資産の運用の充実を図っています。

この間、専門人材を継続的に採用して専門部署（オルタナティブ投資室、2023年度からオルタナティブ投資部）を設置するとともに、コンサルタント等を活用した投資戦略の検討（2015年度以降）及びリスク管理フレームワークの策定などを通じて、オルタナティブ資産の運用体制を整備・強化してきました。オルタナティブ資産の運用は個別性が強く、また、流動性の低さからも投資評価時及び投資実行後のリスク管理は重要な課題であり、今後もリスク管理を含めた運用体制の強化に努めていきます。

※マルチ・マネジャー戦略とは、複数のファンドに分散投資する運用手法です。複数のファンドを組み入れるファンド、という意味でファンド・オブ・ファンズとも呼ばれます。GPIFは、各オルタナティブ資産の運用スタイルごとにマルチ・マネジャー戦略を実行する運用受託機関を選定し、個別の投資判断を全て運用受託機関に一任しています。



投資開始来のオルタナティブ投資の時価推移



（注）オルタナティブ資産の具体的な投資事例については、GPIFのホームページ（https://www.gpif.go.jp/investment/alternative/）をご参照ください。

GPIFでは、オルタナティブ資産の運用の開始以来、運用体制の整備を進めつつ、資産残高を着実に積み上げてきています。2024年3月末時点でのオルタナティブ資産の時価総額は、3兆6,972億円となりました。また、年金積立金全体に占める割合は1.46%となっています。

③ 2023年度の主な活動

ア. 投資事業有限責任組合／リミテッドパートナーシップ（LPS）への投資

2017年9月に、年金積立金の自家運用の対象となる有価証券として、投資事業有限責任組合／リミテッドパートナーシップ（LPS）を追加する旨の政令の改正が行われました。LPSを活用する効果として、投資対象との間の介在者を減らし、投資スキームをシンプルにすることで、投資先の情報をより速やかに把握することが可能となり、リスク管理の強化を図るとともに、投資一任業者に対する運用手数料の支払削減により実質的なリターンの向上を期待することができます。そのため、海外の年金基金等の機関投資家の間でも、オルタナティブ資産の運用の際の一般的手法として導入されています。

GPIFではこの政令の改正を受けて、2017年度より、LPS手法による投資を開始するための体制等について整備を行い、2022年度から投資を開始しました。2023年度にはインフラストラクチャーで3案件、プライベート・エクイティで2案件、不動産で1案件の投資に関する契約を締結しました。

イ. ゲートキーパー及びファンド・オブ・ファンズマネジャーの公募・選定

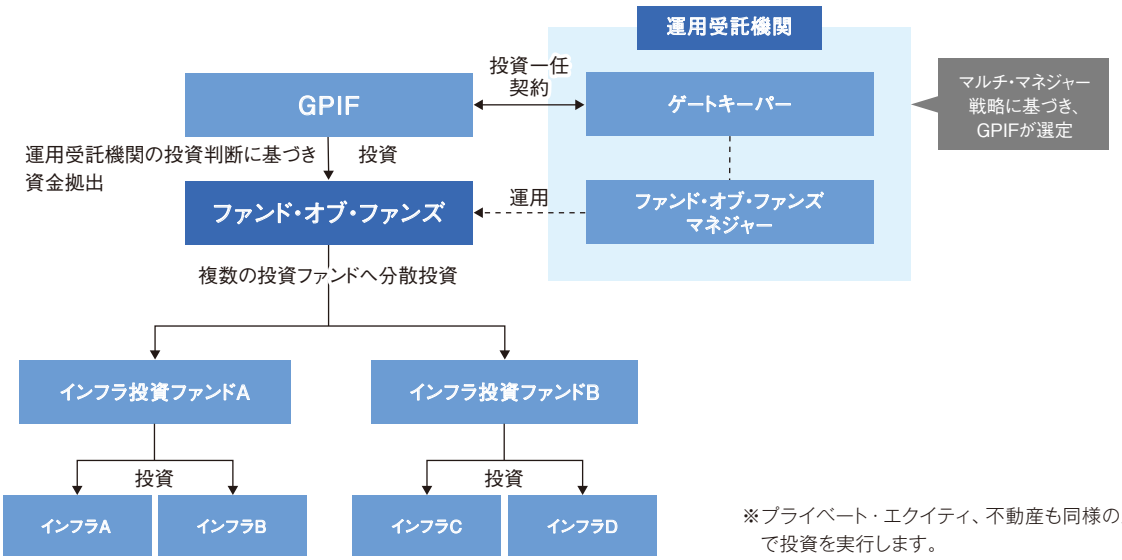
マネジャー・エントリー制度を活用したオルタナティブ資産の運用に係る公募を継続し、GPIF向け仕様のマルチ・マネジャー戦略を行う運用受託機関の選定を進めてきました。

2023年度に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社で運用を開始しています。

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

なお、運用機関の公募への応募要件として、これまで定量的な基準（年金運用資産残高1,000億円以上、応募運用商品の運用資産残高300億円以上及び運用実績5年以上等）を設けてきましたが、GPIFの体制強化によって運用機関の運用能力等をより詳細に分析・評価することが可能となったこと及びより多くの運用機関に応募いただく観点から、2023年12月20日付けで「運用機関としての十分な実績があること」へ変更しました。

〈（例）インフラストラクチャーの運用スキームのイメージ〉



※プライベート・エクイティ、不動産も同様のスキームで投資を実行します。

ファンド･オブ･ファンズの運用は投資一任契約方式により行っています。選定された運用受託機関はGPIF専用のファンド･オブ･ファンズを組成した上で、事前に策定された投資ガイドラインに記載されている運用目標、運用スタイル、一定の投資制限等に従いファンドへの投資を実行します。

その後は各ファンドが個別のオルタナティブ資産に投資を行いますが、投資機会の発掘から各種調査（デューデリジェンス）を経て投資が実行されるまでには一定の時間を要します。また、ポートフォリオの時間分散のためにも投資時期を複数年に分散させることが重要です。そのため、オルタナティブ資産への投資は時間をかけて行っています。

GPIFでは運用受託機関から定期的な運用状況の報告を受け、投資の進捗やリスクのモニタリングを行っています。加えて年次にて、運用受託機関に関する総合評価を行い、運用体制に変化がないことや、投資計画の進捗確認を行い、適切に管理しています。

ウ.オルタナティブ資産の運用リスク管理等の更なる推進

オルタナティブ資産の運用リスク管理について、2023年度は、以下のような更なる取組みを進めました。

（i）インフラストラクチャー･不動産の特性に応じたポートフォリオ管理

（ii）上場市場に対するオルタナティブ資産の超過収益計測方法の開発

（iii）運用の高度化に向けたオルタナティブ資産に係るデータベース構築の検討開始

（iv）内部統制としてのLPS選定プロセス等の明確化

各項目の詳細は71ページをご参照下さい。

エ.オルタナティブ資産の運用状況

〈2024年３月末時点の運用状況〉

	オルタナティブ資産全体	インフラストラクチャー	不動産	プライベート･エクイティ
コミットメント額（億円）（注2）	69,719	29,952	25,191	14,576
時価総額（億円）	36,972	18,523	11,649	6,800
投資開始来の内部収益率（IRR）（円建て）	11.37%	10.95%	9.82%	18.08%
うち国内資産（円建て）（注3）	6.81%	5.35%	7.27%	−5.26%
うち海外資産（米ドル建て）（注4）	4.17%	4.34%	2.14%	7.32%
うち海外資産（円建て）（注5）	11.98%	11.18%	10.93%	18.40%

（注1）ファンド･オブ･ファンズ、投資信託及びLPSごとに集計しています。
（注2）コミットメント額は、運用開始時に、各運用受託機関に対してGPIF が拠出する資金の上限額として契約した金額の合計です。
（注3）国内（主要運用通貨円建て）で運用し、かつ運用開始から1年以上経過している資産を集計しています。
（注4）海外（主要運用通貨米ドル建て）で運用し、かつ運用開始から1年以上経過している資産を集計しています。
（注5）上記米ドル建ての資産を円換算して算出しています。

（コラム）2023年度の時価総額の増減の要因分解

2023年3月末からの1年間に、オルタナティブ資産の時価総額は8,627億円増加しました。この増加額は、主に以下の5つの要因に分解することができます。

①新規投資向けの資金拠出（+5,414億円）：

ファンドは新規投資を行う際に投資家に対して投資資金の拠出依頼（キャピタルコール）を行います。投資家からファンドに資金が拠出されるため、オルタナティブ資産の時価が増加します。2023年度はオルタナティブ資産の3資産全てで投資が進捗しています。

②投資回収による分配金受領（−1,449億円）：

ファンドは投資先から投資資金を回収した際に投資家に対して回収した資産を分配するため、その分だけオルタナティブ資産の時価が減少します。2023年度は主にインフラストラクチャー分野で投資先から分配金を受領しています。

③報酬・費用等（−201億円）：

ファンド・オブ・ファンズや投資信託に賦課された報酬、取引費用等の経費です（2023年度のオルタナティブ資産の平均残高に対し0.60%相当）。

（注）投資しているファンド・オブ・ファンズ、投資信託及びLPSが支払った金額をGPIFにて集計しています。投資信託については概算値です。

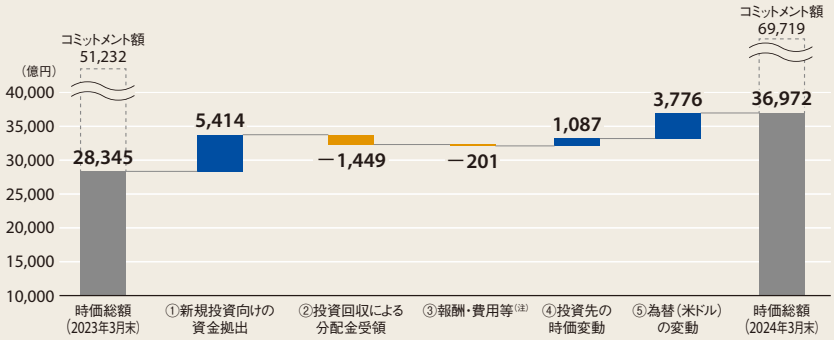
④投資先の時価変動（+1,087億円）：

ファンドによる投資実行後は、投資先の評価に基づく未実現損益や、投資先売却による実現損益に応じて、オルタナティブ資産の時価が増減します。2023年度は、主にインフラストラクチャー分野で時価が増加しています。

⑤為替（米ドル）の変動（+3,776億円）：

海外（主要運用通貨米ドル建て）で運用している場合において、米ドルと円の為替変動により円建ての時価が増減します。2023年度は、円安によって時価が増加しています。

オルタナティブ投資の時価変動要因（2023年4月～2024年3月）



（コラム）オルタナティブ資産の収益率計測方法

株式や債券等の上場資産の運用パフォーマンスは時間加重収益率で計測されることが多い一方、オルタナティブ資産の運用パフォーマンスは、運用開始来の内部収益率（IRR）で計測されることが一般的です。内部収益率（IRR）は金額加重収益率とも呼ばれており、投資家とファンドとの間のキャッシュフロー（資金拠出や分配金受領等）のタイミングや規模を勘案して収益率を算出します。

伝統的資産では投資家が投資資金の配分や回収時期を自ら定めることができるのに対して、オルタナティブ資産の運用ではファンドの運用機関が投資や資産売却のタイミングを決め、その都度投資家に対して投資資金の拠出を求め（キャピタルコール）、投資回収した資金の分配（ディストリビューション）を行うことができます。そのため、キャッシュフローのタイミングや規模の決定が運用機関の能力の一部であるという考え方のもとで、内部収益率（IRR）が利用されています。なお、業務概況書においてオルタナティブ資産を含むGPIF全体の運用実績は時間加重収益率で表示していますが、オルタナティブ資産の運用実績は内部収益率（IRR）でも表示しています。

[2] インフラストラクチャー

① 概要

インフラストラクチャー（インフラ）投資とは、電力発送電、再生可能エネルギー、交通（港湾･鉄道･道路他）、公益企業、通信などのインフラ事業への投資です。海外の年金基金では、長期にわたり安定したリターンが期待できることから、インフラ事業を対象とするファンド等への投資が有力な投資手法となっています。

GPIFでは、特に社会･経済活動に不可欠で、当局による規制環境が確立されていることや、長期契約に基づき、安定した利用料収入等が期待されるインフラ事業を主な組み入れ対象とするファンドを中心に投資を行っています。投資したファンドに組み入れられたインフラ事業は、一般的に長期にわたり運営されます。当該投資資金は、安定した利用料収入を源泉とする配当や、最終的には、他の投資家への売却などにより回収されます。

② GPIFの投資

ア. 運用方針

電力発送電、再生可能エネルギー、交通（港湾･鉄道･道路他）、公益企業、通信などのインフラ事業への分散投資を行うことにより、主には規制･長期収入を源泉とする安定的なリターンを確保し、投資ポートフォリオ全体のリターンの向上に貢献します。

イ. 投資対象とスキーム

主にインフラ事業のエクイティ（投資持分）等を投資対象とするファンドへの投資を行います。

（i）投資一任（ファンド・オブ・ファンズ形式）

2023年度は、下記運用受託機関において投資が進み、インフラ事業への分散投資ポートフォリオが構築されています。

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

GK：ゲートキーパー
FoFマネジャー：ファンド･オブ･ファンズ･マネジャー
（注）コア型とは、インフラ事業の中でも、特に社会･経済活動に不可欠で、当局による規制環境等が確立されており、長期契約に基づく安定した利用料収入等が期待されるものをいいます。

（ii）自家運用での投資

（LPSへの投資）

2023年度は、LPSに出資する手法でのインフラファンドへの投資に関する契約を新たに3件締結しました。

LPSの名称	投資期間（注）	運用開始年月
Brookfield Infrastructure Fund V-C, L.P.	12年	2023年11月
Brookfield Infrastructure Co-Invest (G), L.P.	12年	2024年3月
APG Infrastructure Asset Owner Fund II C.V.	15年	2024年3月

（注）LPSによって投資額が運用される期間です。延長される場合もあります。

（投資信託への投資）

2014年2月から、外貨建て投資信託受益証券を保有しています。

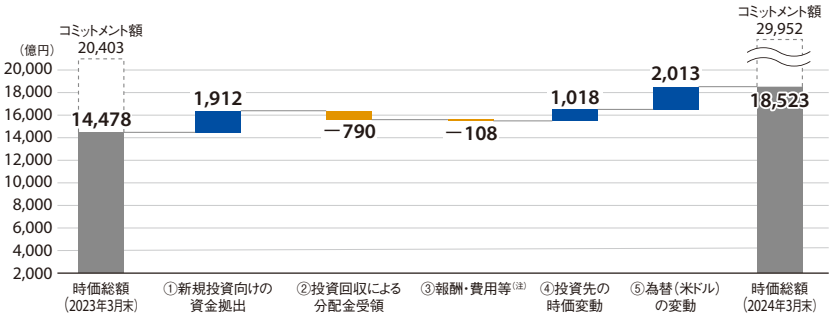
投資信託の名称	運用開始年月
Global Alternative Co-investment Fund I（注）	2014年2月

（注）カナダ・オンタリオ州公務員年金基金（OMERS）及び日本政策投資銀行（DBJ）との共同投資協定に基づき、先進国の稼働中のインフラ事業等を投資対象とする投資信託受益証券

ウ.運用状況

インフラ投資の2024年3月末時点の時価総額は1兆8,523億円となりました。2023年3月末対比では4,045億円増加しています。主に投資一任の運用機関を通じた新規投資の進捗及び為替の変動の影響により、インフラ資産全体では時価総額が増加しました。

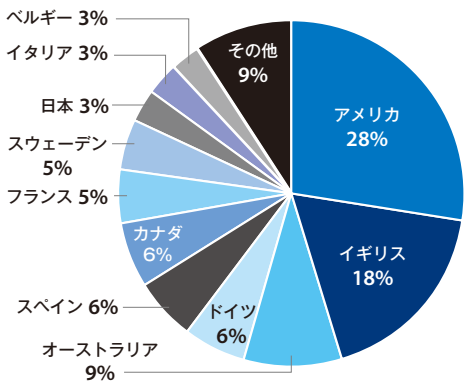
オルタナティブ資産（インフラストラクチャー）の時価変動要因（2023年4月～2024年3月）



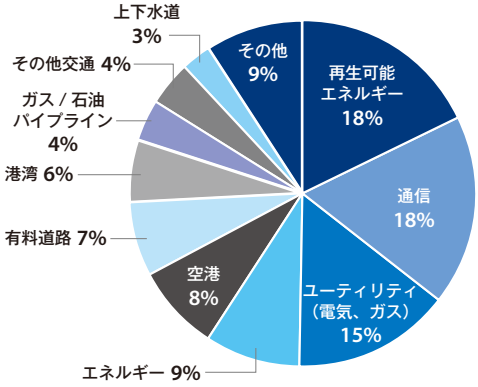
（注）投資しているファンド・オブ・ファンズ、投資信託及びLPSが支払った金額をGPIFにて集計しています。投資信託については概算値です。

ポートフォリオの構成は、国別では、アメリカの割合が最も多く、ポートフォリオ全体の28%を占め、続いてイギリス18%、オーストラリア9%等となっています。セクター別では、再生可能エネルギー18%、通信18%、ユーティリティ（電気／ガス）15%等に分散投資されています。運用を開始した2014年2月以来の海外インフラ投資全体の内部収益率（IRR、2024年3月末時点）は米ドル建てで+4.34%（円建てで+11.18%）、国内インフラ投資全体の内部収益率（IRR、2024年3月末時点）は円建てで+5.35%となっています。また、2023年度に外国籍投資信託及びファンド・オブ・ファンズ等より受領した配当金（元本返済分を除く。）は合計509億円です。

国別構成比



セクター別構成比



[3] プライベート・エクイティ

① 概要

主に非上場企業の株式（プライベート・エクイティ（PE））を投資対象とするファンド（PEファンド）への投資です。PEファンドは一般に、投資時期を分散しながら様々なステージにある投資対象企業を発掘し、投資を実行します。PEファンドには、バイアウト（投資実行後に投資先企業の経営改善やガバナンスの向上等を通じて企業価値を高めようとするもの）、グロースエクイティ（事業拡大期の企業に成長資金を供給するもの）、ベンチャーキャピタル（成長が見込まれる新興企業等を投資対象とするもの）、ターンアラウンド（経営不振企業の債務のリストラクチャリング等を行うもの）などがあり、これらに分散して投資します。

② GPIFの投資

ア．運用方針

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

イ．投資対象とスキーム

非上場企業の株式（プライベート・エクイティ（PE））等を投資対象とするファンドへの投資を行います。

（i）投資一任（ファンド・オブ・ファンズ形式）

2023年度は、下記の運用受託機関において、先進国を中心としたPEファンドへの分散投資が進捗しています。

運用受託機関名	運用スタイル	運用開始年月
GK：ニューバーガー・バーマン株式会社 FoFマネジャー：NB Alternatives Advisers LLC	グローバル・戦略分散型	2020年4月
GK：三菱UFJ信託銀行株式会社 FoFマネジャー：Hamilton Lane Advisors, L.L.C.	グローバル・戦略分散型	2021年1月
GK兼FoFマネジャー：三菱UFJ信託銀行株式会社 FoFマネジャーへの投資助言：エー・アイ・キャピタル株式会社	日本特化型	2022年1月

GK：ゲートキーパー
FoFマネジャー：ファンド・オブ・ファンズ・マネジャー

（ii）自家運用での投資

（LPSへの投資）
2023年度は、LPSに出資する手法でのPEファンドへの投資に関する契約を新たに2件締結しました。

LPSの名称	投資期間(注)	運用開始年月
TA XV-B, L.P.	10年	2023年3月
Hellman & Friedman Capital Partners XI (Parallel), L.P.	10年	2023年3月
CVC Capital Partners IX (A) L.P.	10年	2023年7月
EQT X (No.1) EUR SCSp	10年	2023年7月

（注）LPSによって投資額が運用される期間です。延長される場合もあります。

（投資信託への投資）
2015年6月から、外貨建て投資信託受益証券を保有しています。

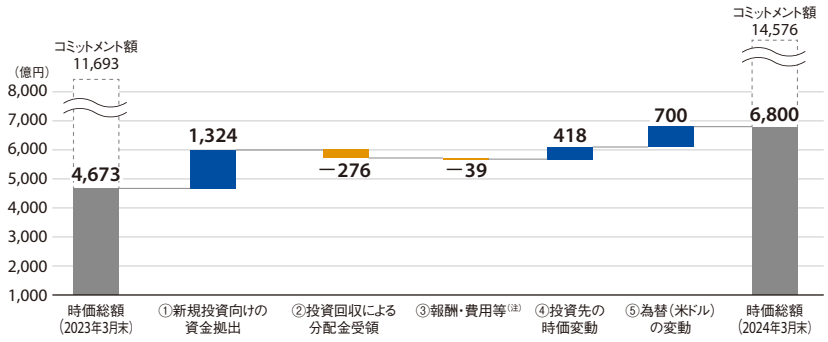
投資信託の名称	運用開始年月
Global Alternative Co-investment Fund II (注)	2015年6月

（注）国際金融公社（IFC）及び日本政策投資銀行（DBJ）との共同投資協定に基づき、新興国のPEに投資する投資信託受益証券

ウ.運用状況

PE投資の2024年3月末時点の時価総額は6,800億円となりました。2023年3月末対比では2,126億円増加しています。主に投資一任の運用機関を通じた新規投資に加え、投資先の時価上昇や為替の変動の影響により、PE資産全体では時価総額が増加しました。

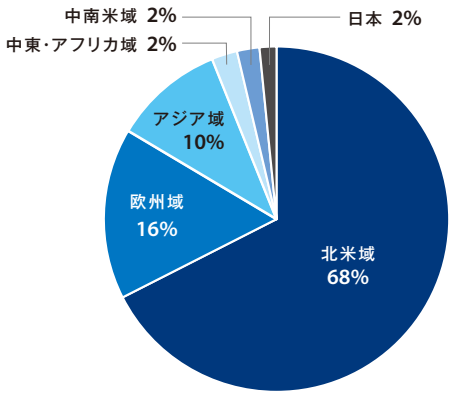
オルタナティブ資産（プライベート・エクイティ）の時価変動要因（2023年4月～2024年3月）



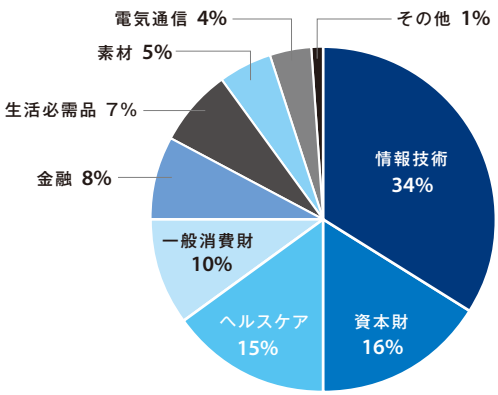
（注）投資しているファンド・オブ・ファンズ、投資信託及びLPSが支払った金額をGPIFにて集計しています。投資信託については概算値です。

ポートフォリオの構成は、地域別では、北米域の割合がポートフォリオ全体の68%と最も多く、次いで欧州域及びアジア域が多くなっています。セクター別では、情報技術の割合が34%と最も多くなっていますが、その他には資本財やヘルスケアなど幅広い業種に分散投資されています。自家運用での投資信託購入を開始した2015年6月以来の海外PE投資全体の内部収益率（IRR、2024年3月末時点）は米ドル建てで+7.32%（円建てで+18.40%）、国内PE投資全体の内部収益率（IRR、2024年3月末時点）は円建てで−5.26%となっています。

地域別構成比



セクター別構成比



（注）PEでは幅広い国に分散投資しているため、地域別で集計しています。

[4]不動産

①概要

GPIFが行う不動産投資では物流施設、オフィス、賃貸住宅、商業施設等の実物不動産に投資を行っている不動産ファンドを対象としています。

その中でも入居テナントからの継続的・安定的な賃料収入が期待される投資戦略（「コア型」）を主として採用しており、これは海外の年金基金でも有力な投資手法となっています。不動産マーケットにはサイクル（需給関係・金融情勢等による価格の変動周期）があること、また案件あたりの投資金額が比較的大きくなる傾向もあることから、投資のタイミング・対象種別等を分散させること（分散投資）が重要となります。

また、管理運営を適切に行える専門会社（アセットマネジャー、プロパティマネジャー等）も十分に活用し、その長期的資産価値を維持する体制も必要です。GPIFでは、以上のような不動産投資の特性を踏まえながら、慎重かつ計画的に投資を進めています。

②GPIFの投資

ア．運用方針

「コア型」の不動産資産を中心とした分散投資を、市場環境を踏まえ、タイムリーかつ効率的に行うことを通じて、投資ポートフォリオ全体のリターンの向上に貢献します。

イ．投資対象とスキーム

主に稼働中の不動産を裏付とするエクイティ（投資持分）等を投資対象とするファンドへの投資を行います。

（i）投資一任
（ファンド・オブ・ファンズ形式）

2023年度は、2017年度に選定した国内の運用受託機関に加えて、2018年度以降に新規採用した海外における不動産投資の運用受託機関において投資が進捗し、「コア型」中心のグローバルな分散投資ポートフォリオが構築されています。

運用受託機関名	運用スタイル	運用開始年月
GK兼FoFマネジャー：三菱UFJ信託銀行株式会社	ジャパン・コア型	2017年12月
GK：アセットマネジメントOne株式会社 FoFマネジャー：CBRE Investment Management Indirect Limited	グローバル・コア型 伝統的ファンド領域(注1)	2018年9月
GK：アセットマネジメントOne株式会社 FoFマネジャー：CBRE Investment Management Indirect Limited	グローバル・コア型 共同投資ファンド領域(注2)	2021年2月
GK：みずほ信託銀行株式会社 FoFマネジャー：LaSalle Investment Management, Inc.	グローバル・コア型 共同投資ファンド領域(注2)	2022年9月

GK：ゲートキーパー
FoFマネジャー：ファンド・オブ・ファンズ・マネジャー
（注1）合同運用されるコミングルファンド投資を中心とする運用です。
（注2）少数の投資家との共同投資を中心とする運用です。

（シングル・ファンド形式）

2023年度は、ビルド・トゥ・コア型投資をシングル・ファンド型投資一任契約で行う手法で国内不動産投資を開始しました。

運用受託機関名	運用スタイル	運用開始年月
東急不動産キャピタル・マネジメント株式会社	ジャパン・ビルド・トゥ・コア型	2023年4月

（注1）ビルド・トゥ・コア型とは、長期保有目的の不動産に稼働前からコミットする投資手法で、稼働後はコア型と同様に安定的なインカムの獲得を主な目的とします。
（注2）シングル・ファンド型投資一任契約は投資一任ですが、従来からのファンド・オブ・ファンズではなく、シングル・ファンドに投資を行うものです。優良案件への投資機会の拡大と高度なリスク管理が期待されます。

（ii）自家運用での投資
（LPSへの投資）

2023年度は、LPSに出資する手法での不動産ファンドへの投資に関する契約を新たに1件締結しました。

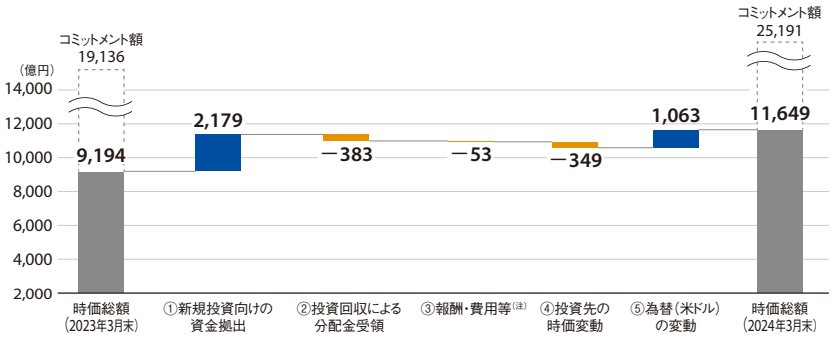
LPSの名称	投資期間(注)	運用開始年月
Blackstone Real Estate Partners X.F L.P.	10年	2023年3月
Brookfield Strategic Real Estate Partners V-A L.P.	10年	2023年9月

（注）LPSによって投資額が運用される期間です。延長される場合もあります。

ウ. 運用状況

不動産投資の2024年3月末時点の時価総額は1兆1,649億円となりました。2023年3月末対比では2,456億円増加しています。主に投資一任の運用機関を通じた新規投資の進捗及び為替の変動の影響により増加し、投資先の時価が減少したものの、不動産資産全体では時価総額が増加しました。

オルタナティブ資産（不動産）の時価変動要因（2023年４月～2024年３月）

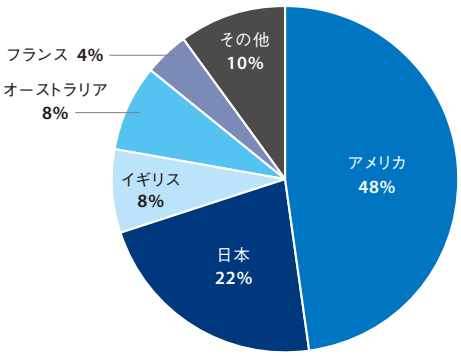


（注）投資している投資一任（ファンド・オブ・ファンズ形式、シングル・ファンド形式）及びLPSが支払った金額をGPIFにて集計しています。

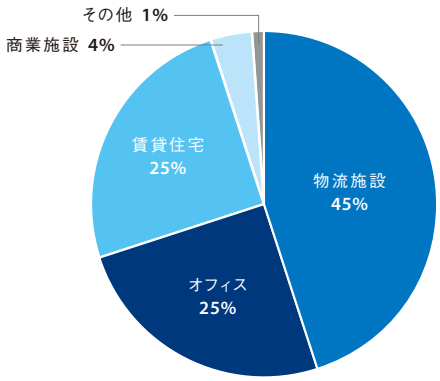
ポートフォリオの構成は、国別ではアメリカの割合が最も多く、ポートフォリオ全体の48%を占めており、日本22%、イギリス8%、オーストラリア8%などが続きます。セクター別構成比は、物流施設の割合が最も多く、ポートフォリオ全体の45%を占めており、オフィス25%、賃貸住宅25%、商業施設4%となっています。いずれも先進国のコア型不動産ファンドを中心に分散投資されています。

運用を開始した2017年12月以来の国内不動産投資の内部収益率（IRR、2024年3月末時点）は円建てで+7.27%、同じく2018年9月以来の海外不動産投資の内部収益率（IRR、2024年3月末時点）が米ドル建てで+2.14%（円建てで+10.93%）となっています。また、2023年度にファンド・オブ・ファンズより受領した配当金（元本返済分を除く。）は合計257億円です。今後も、外部コンサルタントも活用し、マーケット環境に留意しつつ不動産投資を進めていきます。

国別構成比



セクター別構成比



[5] オルタナティブ資産の運用リスク管理

①オルタナティブ資産の運用リスクに対する考え方

ア．オルタナティブ資産の時価算定

金融資産のパフォーマンス･リスク管理において時価の算定は重要です。伝統資産（上場株式･債券）の場合、時価は刻々と変化する市場価格を利用しますが、オルタナティブ資産は伝統資産と異なる複数の特性があるため（下記表①参照）、時価の算定も異なる方法を採ります。

表① オルタナティブ資産と伝統資産の資産特性の違い

オルタナティブ資産 鑑定価格に基づく売買	伝統資産（上場株式･債券） 市場価格に基づく売買
・流動性の低さ ⇒相対取引で売買機会が制限されており、売買が難しい	**・流動性の高さ** ⇒取引所･店頭市場での売買が比較的容易
・情報の非対称性 ⇒公開情報が少なく、投資家による企業･案件の評価が難しい。経済情勢によってはリスクが大幅増加	**・情報入手の容易さ** ⇒財務状況等の企業･案件の公開情報が多く、投資判断が比較的容易
・公開情報の制限 ⇒公開情報の開示が少なく、競合他社への戦略的情報の漏洩リスク小	
・価格設定の難しさ ⇒市場価格がなく、価格設定が難しい	**・市場評価に基づく価格設定** ⇒市場の需給関係や多くの投資家の期待を反映した価格形成
・市場価格変動の緩和 ⇒伝統資産の市場価格の影響を受けにくいため、平常時は急激な変動小	**・価格調整の速さ** ⇒市場の影響や情報が迅速に価格に反映され、調整が速い
・経営の柔軟性 ⇒投資家に対する報告義務が少なく、業務運営の変更が容易	

各国の会計基準（日本:企業会計原則、米国:US GAAP、欧州:IFRS）では、オルタナティブ資産は市場価格が存在しない「レベル３資産」に分類され、ファンドの運用者は内部モデルや第三者の評価モデルを利用して時価を算出します。時価の透明性と信頼性を確保するため、評価方法、主要な仮定、評価の不確実性に関しては、外部監査法人による定期的なレビューが行われます。このため、オルタナティブ資産の時価は、算出と検証に時間を要し、通常はファンド決算期終了から２～５カ月後に投資家に通知されます。

オルタナティブ投資のリスク管理は、この時価算定のプロセスを踏まえ、直近の状況について種々の前提を考慮し、適切に修正を行うことも検討する必要があります。

イ．ファンド選定で考慮すべき点

GPIFのオルタナティブ投資においては、数多くのファンドが存在する中で、確実に超過リターンを獲得している個別投資案件の選択と、これらを組み合わせたポートフォリオの構築により、超過リターン獲得の再現性が高いと考えられるファンドを選定しています。ファンド選定にあたって、ファンド運用者との対話は大切です。オルタナティブ投資では一般的に、売り手と買い手の間に存在する情報の非対称性が超過リターンの一因とされており、GPIFとしては、ファンド運用者との間で、売り手と買い手の関係ではなく、投資家として利益の一致する関係を構築することで、超過リターンが獲得できると考えています。

ウ．オルタナティブ資産のリターンの源泉

オルタナティブ投資のリターンの源泉は、収益の成長性･レバレッジ･資産価値評価指標の変動です。ファンド運用者は収益の成長性と安定性を追求し、売上増加やコスト削減を通じて資産価値を向上させます。また、レバレッジ（借入資金）を使って投資を拡大しリターンを増加させるには、リスク管理が不可欠です（P72コラム「オルタナティブ投資とレバレッジ」参照）。資産価値評価は経済環境などにより変わり、EV/EBITDA（企業価値･税控除前減価償却前倍率）、PER（一株当たり当期利益倍率）、Cap-Rate（収益還元率）等で評価されます。ファンドの超過リターンの源泉のうち、最も重要な源泉は、収益の成長性に対するファンド運用者の関与度と考えられます。

エ．オルタナティブ資産のリスク管理手法

オルタナティブ資産は情報開示が少ないうえ、伝統資産の市場の影響を受けにくいため、価格変動の頻度が少なく統計的な分析が難しいという特徴があります。このため、絶対リターンを目標とし、IRR（内部収益率）やTVPI(投資倍率)などでファンドを選定することが一般的です。従来、超過リターンの再現性は定性的な分析で評価されていましたが、評価が主観的になるという課題もありました。今後は、上場市場でのオルタナティブ資産の取引増加やIT技術の進歩により、非上場資産の定量的データ分析の重要性が増すと考えられます。これにより、従来の定性的分析に加え、客観的な定量データ分析が重要となり、伝統資産に対する超過リターン獲得の可能性も重視されると考えられます（P73コラム「Spread Based Direct Alpha について」参照）。

②2023年度の主な取組み

2023年度は、オルタナティブ資産の運用リスク管理について、更なる取組みを進めました。

ア．インフラストラクチャー･不動産の特性に応じたポートフォリオ管理

インフラストラクチャーと不動産は、債券としてのリスク特性と株式としてのリスク特性の両方を有していますが、その特性の強弱は経済情勢等に応じて変化するため、伝統資産と合わせた管理ではリスクを的確に把握できないという課題がありました。

このため、2023年度からは、インフラストラクチャーと不動産については、その資産特性を踏まえた内部管理方法として、伝統資産と別管理とする運営を開始しました。その際、基本ポートフォリオに即した管理運用を行う観点から、インフラストラクチャーと不動産の各ファンドは、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%で運用されるものとしています（この比率をプロキシ比率※と呼びます）。なお、プライベート･エクイティについては国内株式または外国株式100%として伝統資産と合わせて管理しています。

※プロキシ比率（Proxy Ratio）とは、ある特定の資産の動きがポートフォリオ内の他の資産の動きで代替される割合を示す比率のことです。インフラストラクチャーや不動産資産の動きがポートフォリオ内の国内債券、国内株式、外国債券、外国株式の動きで代替される割合を示します。

イ．上場市場に対するオルタナティブ資産の超過収益計測方法の開発（Spread Based Direct Alpha（SBDA）の開発）

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（SBDA）による超過収益率の算出を開始しました（P73コラム「Spread Based Direct Alpha について」参照）。

ウ．オルタナティブ資産に係るデータベース構築の検討開始

一般的にオルタナティブ資産の各ファンドの選定･評価は、これまで定性評価が中心であり、定量評価は限られた項目（内部収益率、投資倍率等）による同種ファンド間での比較が中心でした。GPIFでは、上場市場に対するオルタナティブ資産の超過収益獲得の確信度をこれまで以上に高めるためには、詳細な定量分析がより重要になると考えています。各ファンドの運用パフォーマンスデータ等の詳細な定量データを、定期的かつ効率的に取得･分析する目的で、新たにオルタナティブ資産のデータベース構築の検討を開始しました。

エ．内部統制としてのLPS選定プロセス等の明確化

オルタナティブ投資を目的としたLPS手法による投資については、業務方法書、業務方針等の改正を経て、2022年度から開始したところです。LPS手法による投資が更に増加する見込みであることに鑑み、内部統制の観点から、新たにLPS特有の留意点を踏まえた選定プロセス等のルールを明確化しました。

（コラム）オルタナティブ投資とレバレッジ

オルタナティブ投資において、レバレッジ（借入資金）の利用はリターンを高めるため一般的な手法ですが、その分リスクも増大することには留意が必要です。GPIFでは適切なリスク管理の観点から、オルタナティブ投資におけるレバレッジに関して以下の点を注視しています。

①各国中央銀行の金融政策と金融市場･実体経済への影響

2022年以降、インフレを背景に欧米の中央銀行が利上げを行ったことで、従来低金利の恩恵を受けていた企業･投資活動は変わりつつあります。金利の今後の動向は予測が難しいものの、金融市場や実体経済への影響は大きいと考えられます。

②ファンドレベルでの借入に関する考慮点

短期的な借入（期間３カ月未満）は、資産取得にかかるブリッジファイナンスやファンド経費の一時立替のために必要なものです。その一方で、一部のファンドでは、比較的期間の長い借入（期間１年間程度）を行ってキャピタルコールの時期を遅らせ、投資案件の内部収益率（IRR）を高めようとするケースが見られます。また、近年、ファンドの他投資案件（資産）を担保に借入を行う事例が増えており、この手法は将来のファンド全体のリスクを高める可能性があります。

③投資案件レベルでのプライベートクレジットファンドからの借入

従来は銀行からの借入が主流でしたが、最近はプライベートクレジットファンド（企業や商業用不動産等に対する融資を複数実行して得られる貸出利息を収益の源泉とするファンド）からの借入が増加しています。借入先の多様化や好条件での借入は、リターン向上に寄与しますが、借入条件の過度な緩和により、借入過多や案件運営における財務規律の緩みを招き、投資案件におけるリスクが増大する可能性もあります。特に近年、多くの投資家がプライベートクレジットファンドへの投資を増やしているため、同ファンド間の貸出案件獲得競争が上記のリスク増大を加速させるおそれもあります。

（コラム）Spread Based Direct Alpha について

オルタナティブ投資の運用パフォーマンスは主にIRR（内部収益率）やTVPI（投資倍率）といった絶対リターンの観点から評価されることが標準的ですが、GPIFの運用では、分散投資効果に加えて、上場指標から構成される政策ベンチマークに対する超過収益の獲得を目指しているため、オルタナティブ投資についても同様の観点が求められています。

上場指標に対する相対的な運用パフォーマンスを計測する方法については、「パブリック・マーケット・エクイバレント（PME）法」と呼ばれる様々なアプローチが提案されていますが、どの手法を用いるかは投資家によって異なります。

GPIFでは、これまでに提案されてきた様々なPME法を検証する中で、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）」を開発しました。既存ファンドのモニタリングや新規ファンドの選定等の定量評価においては、内部収益率や投資倍率といった絶対評価に加え、SBDAによる相対評価を通じた複眼的な管理・評価を行っています。

SBDAの計算手法の詳細については、GPIFのホームページで公表している「GPIFワーキングペーパー」ページにてご確認ください。

PEファンドの運用パフォーマンス計測法としてのスプレッドに基づくダイレクト・アルファ（SBDA）
https://www.gpif.go.jp/investment/research/working-paper.html

6 | スチュワードシップ責任

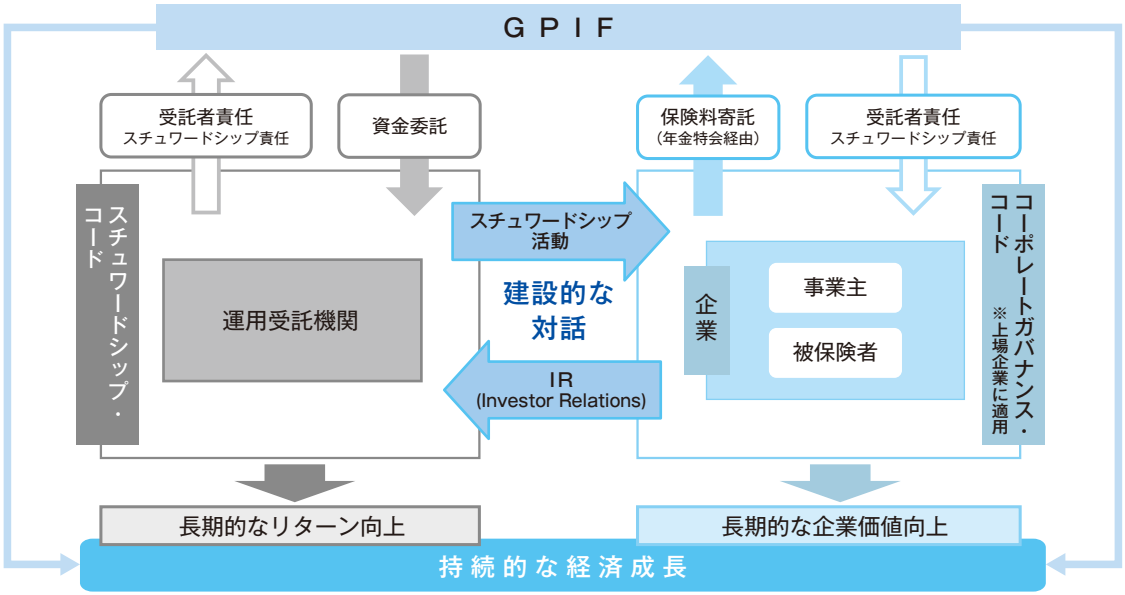
[1] スチュワードシップ活動の目的と意義

GPIFは「投資原則」と「行動規範」で、被保険者に対して、受託者としての責任を適切に果たし、長期的な投資収益の拡大を図ることを目的に、スチュワードシップ責任(注)を果たすための活動(以下「スチュワードシップ活動」といいます。)を推進することを定めています。また、2017年には、スチュワードシップ活動を進めるにあたり、ESGを考慮した取組を含めることを投資原則に明記しました。

GPIFは被保険者である国民の皆様に対してスチュワードシップ責任を負っており、GPIFが運用を委託している運用受託機関はGPIFに対してスチュワードシップ責任を負っている関係にあります。(下図)

GPIFがスチュワードシップ責任を適切に果たすためのキーワードとして、「ユニバーサル・オーナー」と「超長期投資家」があります。資金規模が大きく資本市場全体に幅広く分散して投資する「ユニバーサル・オーナー」であり、100年を視野に入れた年金制度の一端を担う「超長期投資家」であるGPIFが長期にわたって投資収益を獲得するためには、環境・社会問題など、社会・経済活動による負の影響を減らし、市場全体、さらにはその背後にある社会が持続的かつ安定的(サステナブル)に成長することが不可欠です。GPIF自身は一部の資産を除き、運用受託機関を通じて日々の売買や株式における議決権行使を行っています。そのため、GPIFは運用受託機関に対して、投資先企業・発行体との間で、非財務要素であるESGも考慮に入れた「建設的な対話」(エンゲージメント)の実施を促しています。これにより、「長期的な企業価値向上」が促進されることで、「経済全体の成長」と「長期的な投資収益の拡大」に繋がる好循環の構築を目指しており、今後ともスチュワードシップ責任を果たしていきます。

(注)スチュワードシップ責任とは、機関投資家が、投資先企業やその事業環境等に関する深い理解のほか、運用戦略に応じたサステナビリティ(ESG要素を含む中長期的な持続可能性)の考慮に基づく建設的な「目的を持った対話」(エンゲージメント)などを通じて、企業価値の向上や持続的成長を促すことにより、中長期的な投資リターンの拡大を図る責任のことです。



[2] スチュワードシップ活動の進化と基盤

GPIFはスチュワードシップ責任に関する活動を、2014年5月の日本版スチュワードシップ・コード受入れから本格的に開始しました。2015年3月には投資原則を制定し、株式投資においてスチュワードシップ責任を果たすような様々な活動を通じて被保険者のために長期的な投資収益の拡大を図ることを明確化しました。同年9

月にはESGへの取組強化の一環として、国連が提唱する責任投資原則（PRI）に署名しました。さらに、2017年10月には投資原則を改訂し、スチュワードシップ責任に関する活動について、全ての資産に拡大することを決定し、その具体的な活動としてESGを考慮した取組を明記しました。なお、投資原則は、「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」（積立金基本指針）の改正及び第4期中期計画を受けて、2020年4月にも再度改訂を行いました。

GPIFのスチュワードシップ活動は、投資原則、スチュワードシップ責任を果たすための方針に則り、運用受託機関への要請として、スチュワードシップ活動原則及び議決権行使原則を制定して行っています。

①スチュワードシップ責任を果たすための方針

2020年3月24日に、日本版スチュワードシップ・コードが再改訂（以下「再改訂版コード」といいます。）されました。再改訂では、スチュワードシップ責任の定義に運用戦略に応じたサステナビリティ（ESG要素を含む中長期的な持続可能性）の考慮が追加されたほか、対象資産も日本の上場株式に加え、他資産でも適用が可能となりました。GPIFは、再改訂版コードの趣旨に賛同を表明し、2020年6月に、「スチュワードシップ責任を果たすための方針」を一部改定しました。この改定での最大の変更点は、投資原則等に合わせ、その対象資産を株式から全資産に拡大したことです。また、再改訂版コードの各原則への対応では、ESGの考慮を明確化しました。GPIFは、スチュワードシップ・コードが求めるアセットオーナーとしての責任を全ての資産で果たしていきます。

②スチュワードシップ活動原則・議決権行使原則

GPIFは、2017年6月に、スチュワードシップ活動原則と議決権行使原則を制定しました。この二つの原則は、超長期のアセットオーナーの責任として、運用受託機関に対して、議決権行使を含む、スチュワードシップ活動に関して求める事項や原則を明確にしたものです。運用受託機関には両原則の遵守を求め、運用受託機関の個別事情に照らして実施することが適切でないと考えられる場合には実施しない理由の説明を求めています。GPIFは自らのスチュワードシップ責任を果たすため、運用受託機関における議決権行使を含むスチュワードシップ活動の取組状況について、適切にモニタリングし、運用受託機関と積極的に対話（エンゲージメント）を実施しています。スチュワードシップ活動原則は以下の5つの項目から成っています。

＜スチュワードシップ活動原則＞

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

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

GPIFでは、投資原則、スチュワードシップ責任を果たすための方針と上記のスチュワードシップ活動原則、議決権行使原則を基盤とし、年金積立金の運用にふさわしいスチュワードシップ責任の在り方を検討しながら、今後もスチュワードシップ活動に取り組んでいきます。

③国際的なイニシアティブ（活動）への参加

GPIFは、2015年9月にPRIに署名したのを皮切りに、以下のとおり、国際的なイニシアティブに参加しています。これらのイニシアティブへの参加を通じて、ESGに関する知見を高め、運用受託機関のスチュワードシップ活動の評価に活用しています。

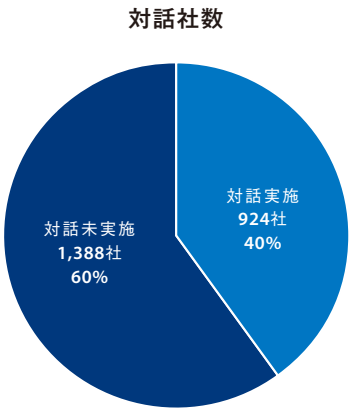
[3] スチュワードシップ責任を果たす取組の推進

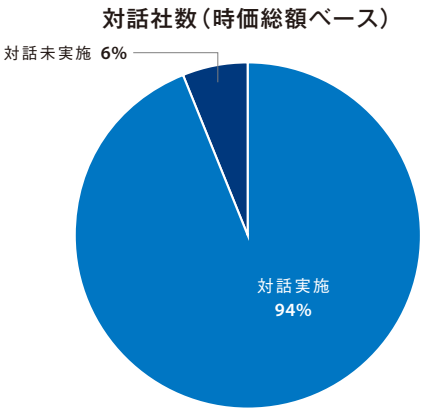
①運用受託機関を通じた取組

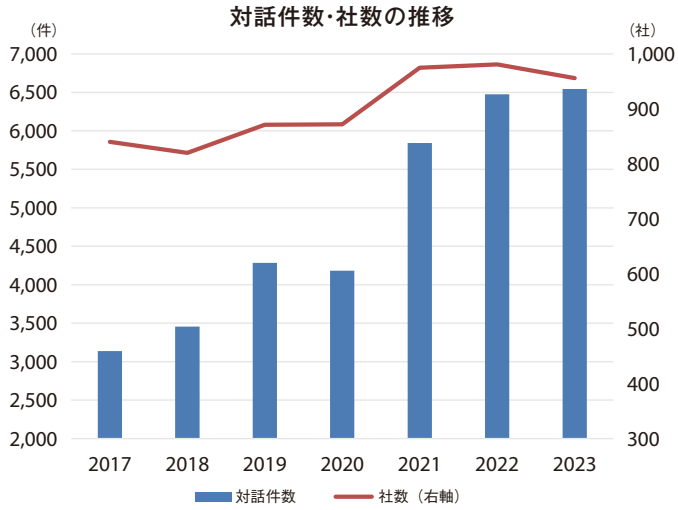
GPIFは、全ての資産の運用受託機関に対してスチュワードシップ活動を求め、その評価を行っています。2014年5月にスチュワードシップ・コードを受け入れた当初は株式のスチュワードシップ評価から開始しましたが、2017年度からはオルタナティブ投資、2022年度から債券投資においてもスチュワードシップ評価を行っています。以下では、スチュワードシップ活動の一環として株式運用受託機関によるエンゲージメントの状況をご紹介します。

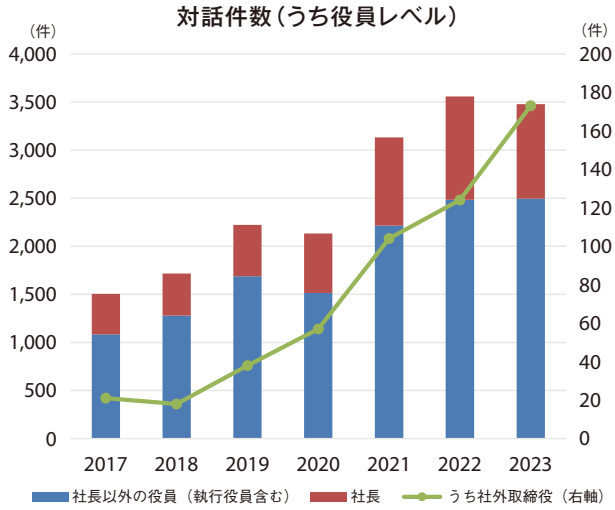
ア. 国内株式運用受託機関によるエンゲージメント状況

GPIFは運用受託機関と、投資先企業・発行体との間での、非財務要素であるESGも考慮に入れた「建設的な対話」（エンゲージメント）を重視しています。以下は、国内株式運用受託機関による日本株のエンゲージメント状況（2023年1月～12月）です。GPIFの国内株式運用受託機関によって実施された2023年1月～12月のエンゲージメントの対象社数は合計で924社に上ります。社数ベースでは、保有している企業数の40%とエンゲージメントを実施、時価総額ベースでは、94%に相当する企業とエンゲージメントを行っています。また、毎年1月～12月に実施されたエンゲージメントの件数の過去7年間の推移は下段のグラフに示したとおりであり、新型コロナウイルスの蔓延が初めて起きた2020年は一時的に件数が落ち込んでいますが、過去と比較してエンゲージメント件数が増えています。また、エンゲージメント件数のうち、全体における件数こそ少ないものの、ここ一年間では特に社外取締役との対話が増加しています。









イ. エンゲージメント強化型パッシブ運用

（i）採用状況

GPIFでは、スチュワードシップを重視したパッシブ運用モデルの一つとして「エンゲージメント強化型パッシブ」ファンドを採用しており、以下の4社に委託しています。エンゲージメントのテーマや対象となる企業も入れ替えながら、各社の特長を活かしたエンゲージメントが着実に進んでいます。

アセットマネジメントOne株式会社（2018年度開始）
フィデリティ投信株式会社（2018年度開始）
三井住友トラスト・アセットマネジメント株式会社（2021年度開始）
りそなアセットマネジメント株式会社（2021年度開始）

（ii）目的

GPIFの株式運用のうち約9割がパッシブ運用であり、上場企業に幅広く投資を行っています。よって、市場全体の長期的な成長がリターン向上には欠かせないことから、パッシブ運用については投資先企業の長期的な企業価値の向上や特に市場全体の持続的成長を促すためのエンゲージメント活動に取り組むことが重要と考えています。GPIF自身は企業に対する直接的なエンゲージメントを行っておらず、株式パッシブ運用受託機関に、これらの目的を踏まえて、エンゲージメント活動を継続的に実施してもらう必要があります。そこで、GPIFは特に、国内株式パッシブ運用受託機関がスチュワードシップ活動の持続性を高め、従来以上により高度に、深く、投資先企業とエンゲージメントを継続的に実施できる環境が必要と考え、スチュワードシップを重視したパッシブ運用モデルを導入しました。採用にあたっては、運用プロセスとスチュワードシップ活動の方針、それらを実施するための組織体制及び報酬水準を一体としたビジネスモデルを評価します。採用ファンドの報酬水準は、通常のパッシブ運用とは異なるため、エンゲージメント計画におけるKPIの達成状況、翌年度のマイルストーンの確認・評価を行い、その報酬水準での更新を年次で判断します。

再改訂版コードでも、スチュワードシップ活動の実施に伴う適正なコストは、投資に必要なコストであるという意

識を、機関投資家と顧客･受益者の双方において共有すべきであると指摘されています。また、パッシブ運用は投資先企業の株式売却の選択肢が限られる分、中長期的な企業価値の向上を促す必要性が高いことから、より積極的に中長期視点に立った対話に取り組むべきであるとされており、GPIFでは本ファンドの採用も通じてアセットオーナーとしての責任を果たしています。

②インベストメントチェーンの強化を目的とした諸活動

GPIFは、インベストメントチェーンを一層活性化させるべく、運用受託機関のスチュワードシップ活動に関する企業向けアンケートを実施しています。また、運用受託機関と企業の対話の促進に向けた取組として、GPIFの運用受託機関が選ぶ「優れた開示」の公表をしているほか、2023年は海外のアセットオーナーとの継続的な意見交換の場であるグローバル･アセットオーナーフォーラムを開催しました。

ア. 運用受託機関のスチュワードシップ活動に関する企業向けアンケートの実施

＜実施の目的＞

GPIFの国内株式運用は運用受託機関に委託しており、GPIFは運用受託機関に対してスチュワードシップ活動の充実を求めています。建設的な対話（エンゲージメント）を含む運用受託機関のスチュワードシップ活動が投資先企業からどのように受け止められているかを確認するため、GPIFは2015年度に初めて「機関投資家のスチュワードシップ活動に関する上場企業向けアンケート」（当初の調査対象は「JPX日経インデックス400」構成銘柄企業）を実施しました。運用受託機関のスチュワードシップ活動の対象となる上場企業に直接アンケートをすることにより、その有効性を点検し、アンケート集計結果の公表を通じてインベストメントチェーンの強化に繋げることが狙いです。2023年度は9回目の実施となり、GPIFの運用受託機関のスチュワードシップ活動に関する評価と「目的を持った建設的な対話」（エンゲージメント）の実態及び前回アンケート以降の1年間の変化の把握を目的として、TOPIX構成企業（2,154社※）を対象に実施しました。そのうち、33.3%にあたる717社から回答がありました。市場区分別では、プライム市場の企業からの回答が全体の93.0%を占め、スタンダード市場の企業からの回答率は7.0%でした。

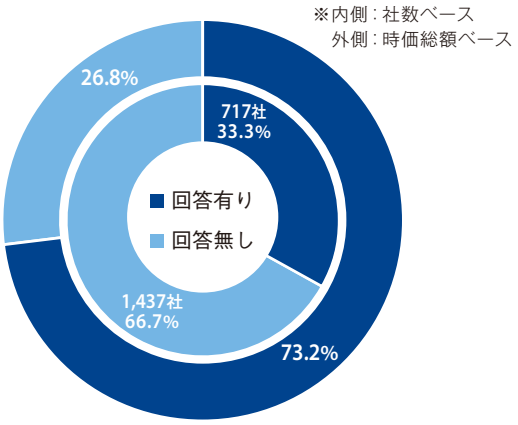
（※2023年12月18日時点）

＜アンケート結果の概要＞

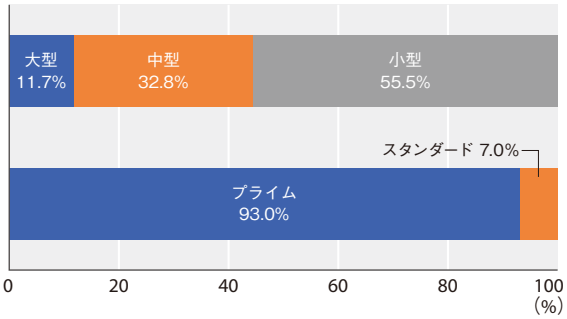
今回のアンケートでは、東京証券取引所の「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」の要請に関する質問を新たに追加しました。要請から１年近く経過していたこともあり、ほぼ全ての企業が当該要請について社内で議論しており、取締役会で既に議論している、または議論を予定している企業は約８割に上りました。また、協働エンゲージメントのテーマとしても、「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けて」が挙げられており、エンゲージメントの重要なテーマの一つになっていることが窺えます。一方、対応を検討するうえで、①社内での浸透、②資本コストの算定、③開示内容、④具体的な施策、⑤投資家とのギャップなどが、企業から主な課題として挙げられているほか、本テーマでの対話について投資家への期待も多く寄せられています。GPIFでは引き続き、運用受託機関に対して投資先企業の課題や投資家への期待を踏まえた対話を行うよう要請していきます。

また、GPIFへの期待としては、①中長期的な企業価値向上に向けた対話の促進、②インベストメントチェーンの高度化に向けたリーダーシップ･情報発信、③ESGの取組強化･改善等が多く見られました。結果の詳細については、GPIFのホームページ（https://www.gpif.go.jp/esg-stw/stewardship/）をご参照ください。

〈回答カバー率〉



〈規模別・市場区分別 回答社数に占める割合〉



イ. グローバル・アセットオーナーフォーラムの開催

2023年はコロナ禍による開催中止をはさみ、約4年半ぶりに、グローバル・アセットオーナーフォーラムを開催しました。PRIの年次総会が東京で開催された「Japan Weeks」の週に、一般社団法人日本経済団体連合会（以下、経団連）及びその会員企業とグローバル・アセットオーナーフォーラムメンバーとの懇談会を実施しました。懇談会では、コーポレート・ガバナンス、気候変動等のサステナビリティ課題や議決権行使について意見交換を行いました。また、上記の経団連とのミーティングとは別に、アセットオーナー間で情報開示等について意見交換を実施し、2024年1月11日に、メンバーから挙がった意見として、迅速な開示と英訳の公表をはじめとした日本企業への期待、ISSB基準の支持、東京証券取引所の資本コストに関する要請の支持等を公表しています。

[4] 運用受託機関の考える重大なESG課題

GPIFのスチュワードシップ活動原則では、運用受託機関に対して、重大なESG課題について積極的な対話を求めています。このため、毎年、株式及び債券運用受託機関に、自らが考える重大なESG課題を確認しています。2023年度の結果は以下のとおりでした。パッシブ、アクティブ問わず国内株式全機関が「情報開示」と「気候変動」を重大なESG課題として挙げています。一方、「情報開示」と「気候変動」以外は、パッシブ運用機関とアクティブ運用機関で重大と考える課題が異なっています。国内株式パッシブ運用機関は従来より、全社が「ダイバーシティ」、「サプライチェーン」、「人権と地域社会」などE（環境）やS（社会）を含んだ長期的な課題を重大なESG課題と認識しています。今回、新たに「生物多様性」がパッシブ運用機関全社から重大なESG課題として挙げられました。国内株式アクティブ運用機関全社が重大な課題として挙げた課題は昨年から変更ありませんでした。引き続き、「取締役会構成・評価」、「少数株主保護（政策保有等）」、「資本効率」といったG（ガバナンス）の課題をより重大なESG課題と認識しています。資本効率については、2023年3月に東証から「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応等に関するお願いについて」が公表されたこともあり、今後、企業との対話が進んでいくと考えられ、GPIFでもその状況を確認していく予定です。

（単位：%）

ESG課題		国内株 パッシブ	国内株 アクティブ	外国株 パッシブ	外国株 アクティブ	国内債券	外国債券
E（環境）	気候変動	100	100	100	92	93	78
	森林伐採	83	29	75	33	36	33
	水資源・水使用	83	43	75	42	43	44
	生物多様性	100	71	50	54	71	33
S（社会）	人権と地域社会	100	71	75	54	86	67
	健康と安全	67	57	75	33	43	44
	その他（社会）	67	43	75	46	50	33
G（ガバナンス）	取締役会構成・評価	83	100	75	54	71	33
	資本効率	83	100	50	17	29	22
	少数株主保護（政策保有等）	83	100	50	21	29	22
	コーポレートガバナンス	83	86	75	54	79	56
	その他（ガバナンス）	50	71	75	13	21	44
ESGのうち複数テーマ	サプライチェーン	100	71	75	33	64	56
	ダイバーシティ	100	86	100	46	79	44
	情報開示	100	100	100	58	93	44
	不祥事	100	86	50	8	57	11

（注1）2023年12月時点で、GPIFの株式運用受託機関及び債券運用受託機関に対して行った調査です。
（注2）上記リストの数値は各運用手法の運用受託機関数を分母に当該課題を選んだ機関数の比率です。
（注3）上記リストは各運用手法のいずれかにおいて、75%以上の運用受託機関が「重大なESG課題」として挙げた課題です。なお、国内株式については、アクティブとパッシブ両方を受託している運用受託機関の場合、GPIFの委託額の多いマンデートでカウントしています。

[5] 株主議決権行使

①議決権行使の考え方

厚生労働大臣が定めた「中期目標」においては、「企業経営等に与える影響を十分に考慮しつつ、株主議決権の行使等についての適切な対応を行う」こととされています。これを踏まえ、GPIFの「中期計画」においては、「企業経営等に直接影響を与えることを避ける趣旨から、株主議決権の行使は直接行わず、運用を委託した民間運用機関等の判断に委ねる。ただし、GPIFとしてのスチュワードシップ活動を一層推進する観点から、運用受託機関への委託に当たっては、長期的な投資収益の向上につながるESG（環境、社会、ガバナンス）の重要性を踏まえ、効果的なエンゲージメントを行う。その際、運用受託機関による議決権行使を含むスチュワードシップ活動が、専ら被保険者の長期的な投資収益の向上を目指すものであることを明確化する」こととしています。

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

②2023年度の株主議決権の行使状況

2023年4月から6月までの議決権行使状況についての報告を受け、ミーティングを実施しました。それらを踏まえ、「ガイドラインの整備状況」、「行使体制」、「行使状況」の点から評価を実施しました。その結果、株主議決権行使の取組は、概ね良好であることを確認しました。

国内株式運用受託機関の対応状況（2023年4月～2024年3月）

株主議決権を行使した運用受託機関数　　52ファンド
株主議決権を行使しなかった運用受託機関数　　0ファンド

（単位：議案数、割合）

議案		会社機関に関する議案					役員報酬等に関する議案				資本政策に関する議案（定款変更に関する議案を除く）			定款変更に関する議案	買収防衛策（ライツプラン）		その他議案	合計
		取締役の選任	うち社外取締役	監査役の選任	うち社外監査役	会計監査人の選任	役員報酬	役員賞与	退任役員の退職慰労金の贈呈	ストックオプションの付与	剰余金の配当	自己株式取得	合併・営業譲渡・譲受、会社分割等		事前警告型	信託型		
行使総件数		167,517	70,829	18,073	12,233	475	5,476	823	460	556	13,223	342	398	6,455	575	0	214	214,587
会社提案	計	166,689	70,270	18,036	12,197	475	5,275	823	460	556	12,970	18	398	3,795	575	0	179	210,249
		(100.0%)	(100.0%)	(100.0%)	(100.0%)	(100.0%)	(100.0%)	(100.0%)	(100.0%)	(100.0%)	(100.0%)	(100.0%)	(100.0%)	(100.0%)	(100.0%)	(0.0%)	(100.0%)	(100.0%)
	賛成	145,988	61,749	15,905	10,165	472	4,976	727	56	435	12,671	17	386	3,675	23	0	158	185,489
		(87.6%)	(87.9%)	(88.2%)	(83.3%)	(99.4%)	(94.3%)	(88.3%)	(12.2%)	(78.2%)	(97.7%)	(94.4%)	(97.0%)	(96.8%)	(4.0%)	(0.0%)	(88.3%)	(88.2%)
	反対	20,701	8,521	2,131	2,032	3	299	96	404	121	299	1	12	120	552	0	21	24,760
		(12.4%)	(12.1%)	(11.8%)	(16.7%)	(0.6%)	(5.7%)	(11.7%)	(87.8%)	(21.8%)	(2.3%)	(5.6%)	(3.0%)	(3.2%)	(96.0%)	(0.0%)	(11.7%)	(11.8%)
株主提案	計	828	559	37	36	0	201	0	0	0	253	324	0	2,660	0	0	35	4,338
		(100.0%)	(100.0%)	(100.0%)	(100.0%)	(0.0%)	(100.0%)	(0.0%)	(0.0%)	(0.0%)	(100.0%)	(100.0%)	(0.0%)	(100.0%)	(0.0%)	(0.0%)	(100.0%)	(100.0%)
	賛成	95	74	7	6	0	20	0	0	0	51	70	0	274	0	0	11	528
		(11.5%)	(13.2%)	(18.9%)	(16.7%)	(0.0%)	(10.0%)	(0.0%)	(0.0%)	(0.0%)	(20.2%)	(21.6%)	(0.0%)	(10.3%)	(0.0%)	(0.0%)	(31.4%)	(12.2%)
	反対	733	485	30	30	0	181	0	0	0	202	254	0	2,386	0	0	24	3,810
		(88.5%)	(86.8%)	(81.1%)	(83.3%)	(0.0%)	(90.0%)	(0.0%)	(0.0%)	(0.0%)	(79.8%)	(78.4%)	(0.0%)	(89.7%)	(0.0%)	(0.0%)	(68.6%)	(87.8%)

（注1）1議案中に複数の行使案件が存在する場合は、それぞれの行使件数を記載しています。　（注2）（　）内は各議案の計に対する割合です。
（注3）反対には、棄権1件を含みます。

外国株式運用受託機関の対応状況（2023年4月～2024年3月）

株主議決権を行使した運用受託機関数　　70ファンド
株主議決権を行使しなかった運用受託機関数　　0ファンド

（単位：議案数、割合）

議案		会社機関に関する議案			役員報酬等に関する議案				資本政策に関する議案（定款変更に関する議案を除く）			定款変更に関する議案	事前警告型買収防衛策	その他議案		合計
		取締役の選任	監査役の選任	会計監査人の選任	役員報酬	役員賞与	退任役員の退職慰労金の贈呈	ストックオプションの付与	剰余金の配当	自己株式取得	合併・営業譲渡・譲受、会社分割等			財務諸表・法定報告書の承認	その他の議案	
行使総件数		165,916	5,492	17,383	41,560	309	364	7,722	11,524	6,970	12,023	11,184	268	14,753	70,952	366,420
会社提案	計	164,608	4,836	17,318	41,305	298	210	7,636	11,510	6,970	12,019	10,411	260	14,729	60,234	352,344
		(100.0%)	(100.0%)	(100.0%)	(100.0%)	(100.0%)	(100.0%)	(100.0%)	(100.0%)	(100.0%)	(100.0%)	(100.0%)	(100.0%)	(100.0%)	(100.0%)	(100.0%)
	賛成	141,229	4,401	15,030	32,525	257	189	4,760	11,255	6,644	9,970	9,223	218	13,990	51,111	300,802
		(85.8%)	(91.0%)	(86.8%)	(78.7%)	(86.2%)	(90.0%)	(62.3%)	(97.8%)	(95.3%)	(83.0%)	(88.6%)	(83.8%)	(95.0%)	(84.9%)	(85.4%)
	反対	23,379	435	2,288	8,780	41	21	2,876	255	326	2,049	1,188	42	739	9,123	51,542
		(14.2%)	(9.0%)	(13.2%)	(21.3%)	(13.8%)	(10.0%)	(37.7%)	(2.2%)	(4.7%)	(17.0%)	(11.4%)	(16.2%)	(5.0%)	(15.1%)	(14.6%)
株主提案	計	1,308	656	65	255	11	154	86	14	0	4	773	8	24	10,718	14,076
		(100.0%)	(100.0%)	(100.0%)	(100.0%)	(100.0%)	(100.0%)	(100.0%)	(100.0%)	(0.0%)	(100.0%)	(100.0%)	(100.0%)	(100.0%)	(100.0%)	(100.0%)
	賛成	834	514	47	59	6	0	2	13	0	2	210	1	11	3,708	5,407
		(63.8%)	(78.4%)	(72.3%)	(23.1%)	(54.5%)	(0.0%)	(2.3%)	(92.9%)	(0.0%)	(50.0%)	(27.2%)	(12.5%)	(45.8%)	(34.6%)	(38.4%)
	反対	474	142	18	196	5	154	84	1	0	2	563	7	13	7,010	8,669
		(36.2%)	(21.6%)	(27.7%)	(76.9%)	(45.5%)	(100.0%)	(97.7%)	(7.1%)	(0.0%)	(50.0%)	(72.8%)	(87.5%)	(54.2%)	(65.4%)	(61.6%)

（注1）行使総件数は、不行使の件数を含みません。　（注2）1議案中に複数の行使案件が存在する場合は、それぞれの行使件数を記載しています。
（注3）（　）内は各議案の計に対する割合です。　（注4）反対には、棄権3,247件を含みます。

7 | ESG活動

[1]基本的考え方

ユニバーサル・オーナー

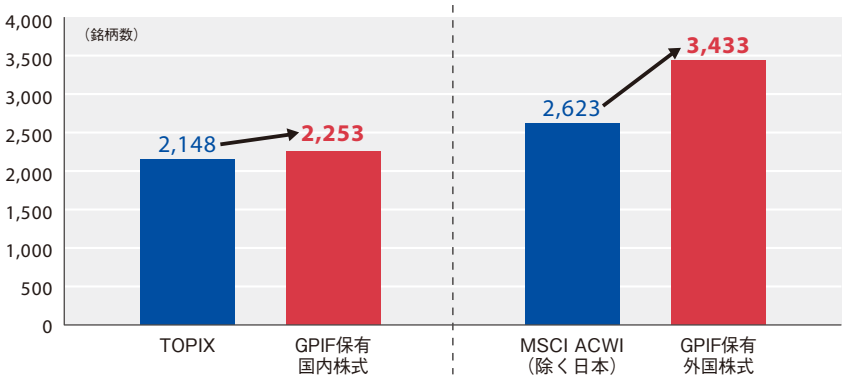
・GPIFは広範な資産を持つ資金規模の大きい投資家

超長期投資家

・GPIFは100年を視野に入れた年金制度の一端を担う

GPIFは、環境・社会問題などが資本市場に与える負の影響を減らすことを通じ、運用資産全体の長期的なリターンを向上させるため、ESG（環境・社会・ガバナンス）を考慮した投資を推進しています。ESGへの取組を積極化しているのは、GPIFが持つ「ユニバーサル・オーナー」と「超長期投資家」という特徴に理由があります。「ユニバーサル・オーナー」という言葉は、年金運用やESG投資などの世界で使われることがありますが、その意味するところは、資本市場を幅広くカバーする投資家ということです。GPIFは、国内上場企業の大多数、主要な海外企業の株式や債券を幅広く保有しており、典型的な「ユニバーサル・オーナー」といえます。

〈GPIFの株式保有銘柄数（2024年3月末）〉



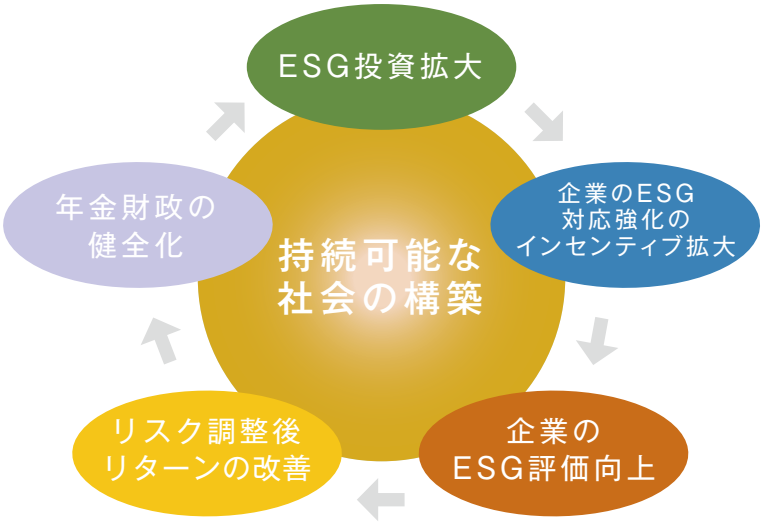
例えば、保有する一部の企業が一時的な収益拡大のために、環境や社会への大きな負荷を省みない事業活動を行った結果、その企業の株価が上昇したとしても、他の企業を含めた経済全般や社会がそれらの負の影響を受けるのであれば、「ユニバーサル・オーナー」のポートフォリオ全体としても大きなダメージとなります。言い換えると、資本市場や社会が持続可能であることは、「ユニバーサル・オーナー」のポートフォリオが持続可能であるための必要条件ということです。このような負の外部性を管理し、抑制するために積極的に活動するという「ユニバーサル・オーナーシップ」という考え方は、GPIFのESG投資の根幹にあるものです。また、ESGに関するリスクは、長期であればあるほど顕在化する可能性が高く、100年先を見据えた年金財政の一端を担う「超長期投資家」であるGPIFにとって、ESGを考慮することのメリットは大きいと考えています。つまり、環境・社会問題などが資本市場に与える負の影響を減らすことを通じ、運用資産全体の長期的なリターンの向上が期待されるESGに関する取組は、年金積立金の運用を「専ら被保険者の利益のために、長期的な観点から、安全かつ効率的に行う」という厚生年金保険法及び国民年金法の趣旨にかなうものであり、これからも積極的に推進していきます。

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

なお、GPIFは、厚生年金保険法に基づき告示される「積立金の管理及び運用が長期的な観点から安全かつ効率的に行われるようにするための基本的な指針」（積立金基本指針）に基づき積立金の運用を行うことが定められています。2020年2月に、積立金基本指針が改正され、「管理運用主体は、積立金の運用において、投資先及び市場全体の持続的成長が、運用資産の長期的な

投資収益の拡大に必要であるとの考え方を踏まえ、被保険者の利益のために長期的な収益を確保する観点から、財務的な要素に加えて、非財務的要素であるESG（環境、社会、ガバナンス）を考慮した投資を推進することについて、個別に検討した上で、必要な取組を行うこと」が定められ、ESGの考慮に関する具体的な記載が追加されました（2020年4月から適用）。

ESGで期待される好循環



ESG推進活動の評価については、①ESG投資の効果が発現するまでには長期間を要すること、②金融市場全体の持続可能性向上も志向していることから、特定期間にどれだけ投資収益が上がったのかという一般の投資評価とは異なる視点も必要となります。GPIFでは、このようなESGの取組を評価し、投資の効果を確認するとともに、透明性を確保する観点から、2018年度より「ESG活動報告」を毎年度刊行しています。なお、GPIFでは2018年度に「気候関連財務情報開示タスクフォース」（TCFD）の提言への賛同を表明し、翌年度の「ESG活動報告」からTCFDの提言に沿った情報開示も行っています。

2023年度には6回目の報告書となる「2022年度ESG活動報告」を刊行しました。同報告書では、ESG指数のパフォーマンスのような直接的な投資成果のみならず、ポートフォリオ及び日本企業のESG評価の推移などに関する定量分析などを紹介しています。

GPIFでは、毎年作成している「ESG活動報告」などで紹介する定期的な効果検証の取組みに加えて、2023年度から2024年度にかけて、より詳細な分析を行うため「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」を実施しています。当プロジェクトは、下図の4つのテーマについて分析を実施しており、そのうち、2023年度に実施した「エンゲージメントの効果検証」については、GPIFのHPで結果を公表しています。

「エンゲージメントの効果検証」

「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」

	プロジェクトテーマ	具体的な内容（例）
スチュワードシップ活動の効果測定	①エンゲージメントの効果検証	エンゲージメントがもたらすESG指標や企業価値向上への影響に関する因果関係解明
	②運用受託機関の議決権行使に関する検証	利害関係先とその他企業への議決権行使の違いの変化*
ESG投資の効果測定	①企業価値・投資収益向上に資するESG要素の研究	ESG要素と企業価値・投資収益向上に関する因果関係解明
	②ESG指数に基づく株式パッシブ運用の効果検証	ESG投資が企業行動に与えた影響の分析*

（注）*今後の検討により、具体的な分析内容については変更になる可能性がある。

[2]ESG指数に基づくパッシブ運用

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

さらに、2019年度には、様々なインデックスの情報収集を効率的に行い、運用の高度化につなげることを目的に、インデックスに関する情報を常時受け付ける仕組みである「インデックス･ポスティング」を開始しました。

2020年度には、ESG指数を選定する上での基本的な方針を定めた「ESG指数選定における実務指針」について、経営委員会で議決し、当該指針等に則り、MSCI ACWI ESGユニバーサル指数（除く日本、除く中国A株）及びMorningstar先進国（除く日本）ジェンダー･ダイバーシティ指数（GenDi）に基づく外国株式のパッシブ運用を開始しました。また2021年度には、国内株式のESG総合型であるFTSE Blossom Japan Sector Relative Indexに基づく国内株式のパッシブ運用を開始しました。

2022年度には、国内株式のテーマ型指数について審査を行った結果、Morningstar日本株式ジェンダー･ダイバーシティ･ティルト指数（除くREIT）を選定し、その指数に基づく国内株式のパッシブ運用を開始するとともに、ESG指数に基づくパッシブ運用内でリバランスを実施しました。

2023年度は、2022年度のMSCI日本株女性活躍指数（WIN）の見直しに続き採用済みのESG指数について改善に向けた取組みを進め、MSCIジャパンESGセレクト･リーダーズ指数の見直しを行いました。MSCI社とディスカッションを重ねた結果、同社から組み入れ基準の見直しに関する提案があり、GPIFでは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することを決定し、運用を開始しました。なお、ESG指数に基づく運用資産額は2023年度末時点で約17.8兆円となりました。

種別	指数名
総合型	MSCI日本株ESGセレクト･リーダーズ

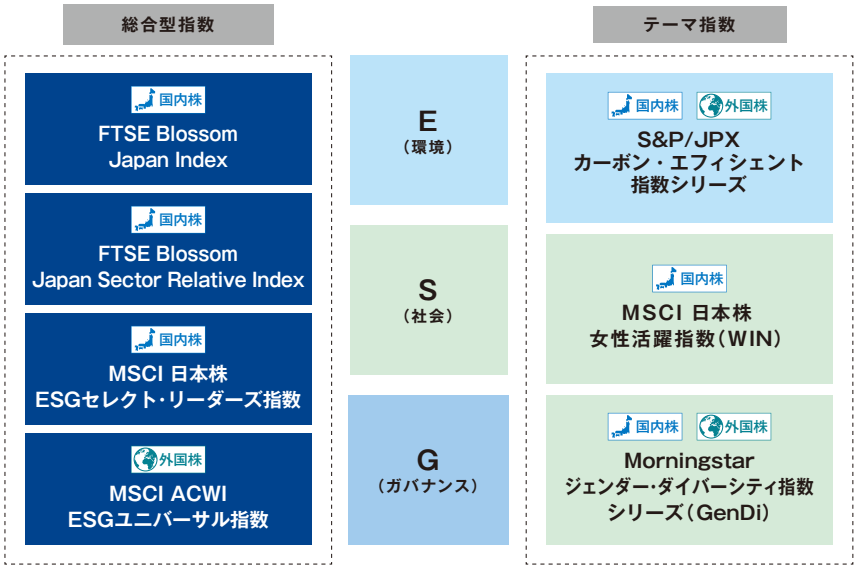
＜旧指数からの変化＞

- GPIFの政策ベンチマークであるTOPIXに含まれていないREITを除外
- 同業種内でESG評価が高い順に並べて時価総額50%を満たす銘柄まで組み入れていた銘柄選定基準を、業種内でESG評価が高い上位50%の銘柄に変更
- 上記2点から政策ベンチマークであるTOPIXに対するリスク（トラッキング･エラー）の低減が期待される

これらのESG指数が、様々な企業のESG対応が進むインセンティブとなり、長期的な企業価値の向上につながることを期待しています。

ESG指数選定における実務指針

採用ESG指数一覧



国内株式：ESG総合指数

	FTSE Blossom Japan Index	FTSE Blossom Japan Sector Relative Index	MSCI日本株 ESGセレクト・リーダーズ指数
指数のコンセプト・特徴	・世界でも有数の歴史を持つFTSE RussellのESG指数シリーズ。FTSE4Good Japan IndexのESG評価スキームを用いて評価。 ・ESG評価の絶対評価が高い銘柄をスクリーニングし、最後に業種ウェイトをIndustryレベルで中立化したESG総合型指数。	・FTSE Blossom Japan Indexと同じFTSE RussellのESG評価をベースに、一部のカーボンインテンシティ（売上高あたり温室効果ガス排出量）が高い企業については、企業の気候変動リスク・機会に対する経営姿勢も評価に反映。 ・業種内でESG評価が相対的に高い銘柄を組み入れ、最後に業種ウェイトで中立化。	・世界で1,000社以上が利用するMSCIのESGリサーチに基づいて構築し、様々なESGリスクを包括的に市場ポートフォリオに反映したESG総合型指数。 ・業種内でESG評価が相対的に高い銘柄を組み入れ。
指数構築	選別型（ベストインクラス）	選別型（ベストインクラス）	選別型（ベストインクラス）
指数組入候補（親指数）	FTSE JAPAN ALL CAP INDEX［1,434銘柄］	FTSE JAPAN ALL CAP INDEX［1,434銘柄］	MSCI 日本株 IMI［1,043銘柄］
指数構成銘柄数	311	632	516
運用資産額（億円）	15,223	14,417	29,721

国内株式：ESGテーマ指数（女性活躍／気候変動）

	MSCI日本株女性活躍指数（愛称「WIN」）	Morningstar日本株式ジェンダー・ダイバーシティ・ティルト指数（除くREIT）（愛称「GenDi J」）	S&P/JPX カーボン・エフィシェント指数
指数のコンセプト・特徴	・女性活躍推進法により開示される女性雇用に関するデータに基づき、多面的に性別多様性スコアを算出、各業種から同スコアの高い企業を選別して指数を構築。 ・当該分野で多面的な評価を行った初の指数。	・Equileapジェンダー・スコアカードによる企業のジェンダー間の平等に対する取組の評価等に基づき投資ウェイトを決定する国内株式指数。 ・評価は①リーダーシップ及び従業員の男女均衡度、②賃金の平等とワークライフ・バランス、③ジェンダー間の平等を推進するためのポリシー、④コミットメント・透明性・説明責任の4カテゴリーで実施。	・環境評価のパイオニア的存在であるTrucostによる炭素排出量データをもとに、S&Pダウ・ジョーンズ・インデックスが指数を構築。 ・同業種内で炭素効率性が高い（温室効果ガス排出量/売上高が低い）企業、温室効果ガス排出に関する情報開示を行っている企業の投資ウェイトを高めた指数。
指数構築	選別型（ベストインクラス）	ティルト型	ティルト型
指数組入候補（親指数）	MSCI JAPAN IMI TOP 700［697銘柄］	Morningstar日本株式指数（除くREIT）［963銘柄］	TOPIX［2,148銘柄］
指数構成銘柄数	369	963	1,845
運用資産額（億円）	9,403	7,364	23,117

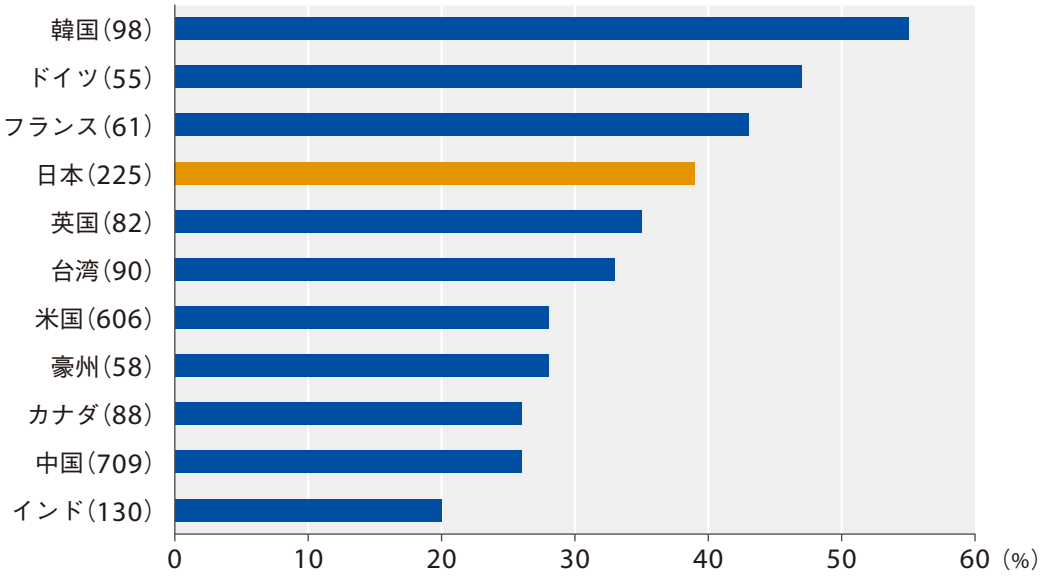
外国株式：ESG総合指数およびESGテーマ指数（女性活躍／気候変動）

	MSCI ACWI ESGユニバーサル指数（除く日本、除く中国A株）	Morningstar先進国（除く日本）ジェンダー・ダイバーシティ指数（愛称「GenDi」）	S&Pグローバル（除く日本）大中型株カーボン・エフィシェント指数
指数のコンセプト・特徴	・MSCIのESG旗艦指数の一つ。ESG格付けとESGトレンドをもとにしたウェイト調整を主眼として指数全体のESG評価を高めた総合型指数。 ・親指数と同様の投資機会及びリスクエクスポージャーを維持しつつESGインテグレーションを行うことを目指す大規模投資家向けに開発された指数。	・Equileapジェンダー・スコアカードによる企業のジェンダー間の平等に対する取組の評価等に基づき投資ウェイトを決定する外国株式指数。 ・評価は①リーダーシップ及び従業員の男女均衡度、②賃金の平等とワークライフ・バランス、③ジェンダー間の平等を推進するためのポリシー、④コミットメント・透明性・説明責任の4カテゴリーで実施。	・環境評価のパイオニア的存在であるTrucostによる炭素排出量データをもとに、S&Pダウ・ジョーンズ・インデックスが指数を構築。 ・同業種内で炭素効率性が高い（温室効果ガス排出量/売上高が低い）企業、温室効果ガス排出に関する情報開示を行っている企業の投資ウェイトを高めた指数。
指数構築	ティルト型	ティルト型	ティルト型
指数組入候補（親指数）	MSCI ACWI（除く日本・除く中国A株）［2,104銘柄］	Morningstar先進国（除く日本）大中型株指数［1,745銘柄］	S&P Global ex-Japan LargeMidCap［3,156銘柄］
指数構成銘柄数	2,053	1,725	2,183
運用資産額（億円）	23,463	6,849	48,769

（注）データは2024年3月末時点。2024年2月にMSCIジャパンESGセレクト・リーダーズ指数からMSCI日本株ESGセレクト・リーダーズ指数に変更。
（出所）FACTSET等によりGPIF作成

なお、GPIFでは、企業のESG課題に対する対応や情報開示を促進するためには、企業においてESG評価や指数構築手法に関する理解が深まることが重要だと考えており、指数会社に対して、ESG評価対象企業の拡大やESG評価及び指数構築の方法を広く公開すること等を通じて、企業と積極的に対話をすることを求めています。この取組が、今後の日本企業のESG対応や情報開示の改善につながることを期待しています。

〈ESG評価プロセスでデータ検証を行いMSCI社にフィードバックを提出した企業の割合〉



Reproduced by permission of MSCI ESG Research LLC ©2024. All rights reserved.

(注) 集計対象はMSCI ACWI構成銘柄です。上記グラフはMSCI ACWI構成銘柄数が50社以上の主要国のみ抜粋し、2023年にIssuer Communication Portal(ICP)上でデータ検証を提出した企業数と2023年12月末の構成銘柄数を使用して割合を算出しています。括弧内は構成銘柄数。

[3]債券投資におけるESGインテグレーション

GPIFは、世界銀行グループなどの国際開発金融機関や各国政策金融機関が発行するグリーンボンドなどへの投資機会を運用会社に提案するプラットフォームを構築し、債券投資におけるESGインテグレーションと超過収益獲得の機会を、運用を委託する運用会社に提供しています。2019年4月に世界銀行グループの国際復興開発銀行(IBRD)、国際金融公社(IFC)と始めたこの取組は、その後、欧州投資銀行(EIB)、アジア開発銀行(ADB)等の世界の主要な国際開発金融機関に拡大しました。また、2019年度から各国政策金融機関ともパートナーシップを締結し、2024年3月末時点で発行体となる国際開発金融機関10行、各国政策金融機関6行と投資プラットフォームを構築しています。これらのプラットフォーム等を通じたグリーンボンド、ソーシャルボンド、サステナビリティボンド等の投資実績は、2024年3月末時点で約1.6兆円となっています(国際資本市場協会(ICMA)の原則等に準拠した債券の投資実績をGPIFにて集計)。

またGPIFは、日本政府が発行するGX経済移行債「クライメート・トランジション利付国債」への投資も行っています。本債券は「脱炭素成長型経済構造への円滑な移行の推進に関する法律(GX推進法)」に基づき発行され、調達資金はパリ協定に整合する国際公約である2050年カーボンニュートラル及び2030年度の46%削減(2013年度対比)の実現に向けた事業に充当されます。GX経済移行債への投資にあたっては、GPIFは日本政府(経済産業省)、本債券に係わる外部評価機関であるDNVビジネス・アシュアランス・ジャパン株式会社、株式会社日本格付研究所(JCR)との対話を行い、クライメート・トランジション・ファイナンス・ハンドブックや、グリーンボンド原則等に基づきクライメート・トランジション・ボンドとしての国際的な基準との整合性などを確認しております。

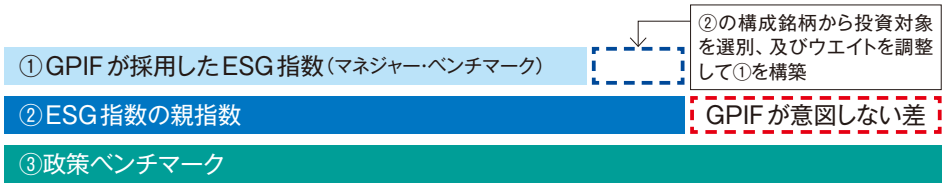
（コラム）ESG指数のパフォーマンスの見方について

2017年度にESG指数に基づくパッシブ運用を開始して以来、約7年が経過しました。GPIFが委託運用をしているESGパッシブファンドにおける、運用開始から2024年3月末までの対政策ベンチマーク（注1）での累積超過収益額は、国内株式及び外国株式で、それぞれ1,242億円、462億円となります（図表2，3のオレンジ線）。この超過収益額は政策ベンチマークと各ESGパッシブファンドのパフォーマンス差により算出されますが、ESGを考慮したことに伴う要因、及びそれ以外の要因に分解される点に留意が必要です。

下記の図表1で示すとおり、①（ESG指数）は、②（ESG指数の親指数）に組み入れられている銘柄の中から、ESG評価等に応じて対象銘柄を選別したり、ウエイト調整をしたりすることにより構築されています。このため、②と③（政策ベンチマーク）の間で構成銘柄等に差が生じていることも、①と③のパフォーマンス差の要因の一つとなっています。②と③の差は、ESGを考慮したことに伴うものではなく、GPIFが意図しないものであることから、これを除去し、「①と②の差」のみに着目（注2）し、運用開始から2024年3月末までの対親指数での累積超過収益額を計算すると、国内株式及び外国株式で、それぞれ643億円、306億円となります（図表2,3の青線）。ESG要素を考慮することが超過収益の獲得に寄与していると言えるものの、タイミングによってパフォーマンスの変動が激しいことが確認できます。

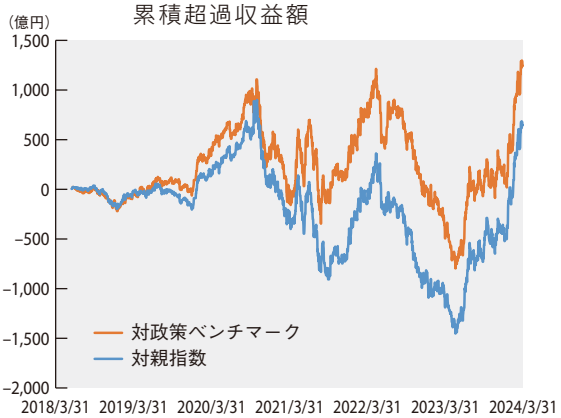
GPIFでは、ESG評価のリターンへの影響を継続的に検証する事によって、親指数対比での安定した超過収益を確保するために、今後も効果的なESG投資のリスク管理と投資手法の検討を進めて参ります。

図表1　ESG指数、ESG親指数、及び政策ベンチマークに関するイメージ

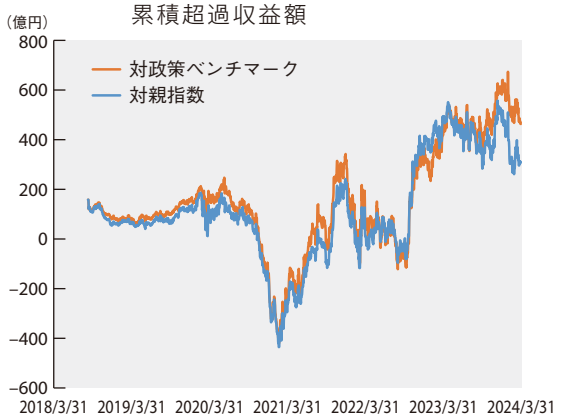


（注）②の構成銘柄の中には、一部、③の構成銘柄に含まれないものもありますが、説明の便宜上、②は③に包含されるものとして図示しています。

図表2　ESGパッシブファンド（国内株式）の累積超過収益額



図表3　ESGパッシブファンド（外国株式）の累積超過収益額



（注1）国内株式の政策ベンチマークは評価ベンチマークと同一である一方、第3期中期目標期間における外国株式の政策ベンチマークは、MSCI ACWI（除く日本、円ベース、配当込み、管理運用法人の配当課税要因考慮前）、評価ベンチマークは、MSCI ACWI（除く日本、円ベース、配当込み、管理運用法人の配当課税要因考慮後）と若干異なりますが、ここでは一括して政策ベンチマークと表記しています。

（注2）厳密には、ESGパッシブファンドのパフォーマンスとESG指数との差であるファンド要因も含まれます。

8 | その他主要な取組

[1] 運用受託機関等の公募及び管理

①マネジャー・エントリー制度による公募の実施

ア. マネジャー・エントリー制度における登録状況

GPIFでは様々な運用手法の情報収集を迅速に行い、より柔軟に運用機関の選定を行うことを目的として、マネジャー・エントリー制度を通じた運用機関の公募を行っています。2023年度末時点の伝統的4資産における登録状況は右記のとおりとなっています。

	エントリー	情報提供
国内債券	9	1
外国債券	327	24
国内株式	105	4
外国株式	470	69
上場REIT	18	3

イ. 応募（エントリー）資格の変更

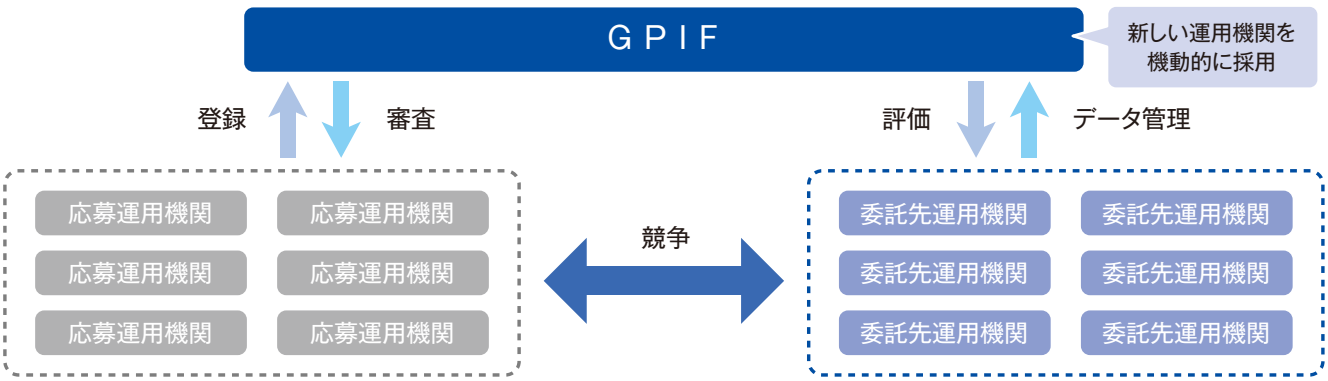
運用機関の公募への応募要件として、これまで定量的な基準（年金運用資産残高1,000億円以上、応募運用商品の運用資産残高300億円以上及び運用実績5年以上等）を設けてきましたが、GPIFの体制強化によって運用機関の運用能力等をより詳細に分析・評価することが可能となったこと及びより多くの運用機関に応募いただく観点から、2023年12月20日付けで「運用機関としての十分な実績があること」へと変更しました。

ウ. 伝統的4資産の運用機関の選定

運用資産全体の長期的なリターンを向上させることを目的に、2023年度は外国株式アクティブ14ファンド、国内株式アクティブ23ファンドを選定しました。

エ. オルタナティブ資産の運用機関の公募

分散投資による効率性の向上のため、2017年4月からオルタナティブ資産（インフラストラクチャー、プライベート・エクイティ、不動産）に係る運用機関の公募を行っています。2017年度に国内不動産分野1件、インフラストラクチャー分野3件で運用受託機関を選定したのに続き、2018年度に海外不動産分野1件、2019年度にグローバルPE分野1件、2020年度にグローバルPE分野及び海外不動産分野各1件、2021年度に国内PE分野1件、2022年度に海外不動産分野1件、2023年度に不動産分野1件の運用受託機関を選定し、それぞれ投資を開始しました。



②運用機関選定プロセス・審査基準

ア. より機動的に選定を実施するため、選定を開始する前に求めるプロダクトやマネジャーの特性・運用能力を明らかにし、第1次審査で書類審査を行った上で、第2次審査では応募書類の記載内容それぞれを審査することにより、第3次審査でより詳細な審査を実施する対象を絞り込むこととしています。また、評価の一貫性を高めるため、第3次審査では評価のみを決定し、その後、運用受託機関構成を勘案して採用先を決定するプロセスとしています。

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

運用機関の選定プロセス

マネジャー・エントリー制度による公募

↓

選定方針の決定
- 求めるプロダクトやマネジャーの特性・運用能力を投資委員会で決定

↓

第1次審査
- 応募した運用機関の提出書類に基づき、第2次審査対象の運用機関を選定
  （・関係法令上の認可等の公募要件
  ・運用実績等）

↓

第2次審査
- 運用機関の提出資料や外部データベースの情報を精査するほか、必要に応じてヒアリングを実施し、プロダクトやマネジャーの特性・運用能力が求めているものであるかを審査し、第3次審査の対象を選定

↓

第3次審査
- 現地ヒアリングを実施し、運用体制、運用能力等を評価。また、運用手数料の妥当性も評価し、総合評価点を確定

↓

採用先の決定
- 適正な運用サイズやリスク・スタイルの分散等の観点から運用受託機関構成を検討し、採用する運用機関を決定
- 選定結果を経営委員会に報告

評価基準

定量的な実績を勘案した定性評価
- 投資方針
- 運用プロセス（ESGインテグレーションを含む。）
- 組織・人材
- 内部統制
- スチュワードシップ責任に係る取組
- 事務処理体制
- 情報セキュリティ対策
- 情報提供等
- 運用手数料

③運用受託機関等の管理・評価

ア. 運用受託機関の管理・評価

運用受託機関の管理は、運用受託機関に対し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等を確認するとともに、必要に応じてミーティングを実施し、説明を受けるなどの方法により行いました。

加えて、年次で総合評価を行い、2023年度においては、評価が一定水準に満たない国内株式アクティブ2ファンド、国内債券アクティブ1ファンドに対して改善を求めるなど適切な対応を実施しました。

総合評価以外でも、管理運用上の理由により外国債券アクティブ7ファンド、国内株式パッシブ1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4ファンドを解約、契約上の事由により外国株式アクティブ1ファンドを解約しました。

また、運用受託機関のうちトランジション・マネジャーの管理は、トランジション実施時の取引に係る報告の提出を求め、取引コストや運用ガイドラインの遵守状況を確認するとともに、必要に応じてミーティングを実施し、説明を受ける等の方法により行うこととしています。

なお、アクティブ運用機関の報酬体系については、超過収益に応じた報酬率（＝実績連動報酬）としており、超過収益を獲得できない場合はパッシブ運用並みの運用報酬（＝基本報酬）となる仕組みを導入しています。

イ. 資産管理機関の管理・評価

資産管理機関の管理は、Web会議を含む定期ミーティング等において業務の進捗状況等について説明を受けるとともに、課題に応じて随時ミーティングを行う等の方法により行いました。また、これに加え、年に一度、資産管理に係る資料の提出を求め、組織・人材、業務体制、内部統制、資産管理システム、グローバルカストディ、情報セキュリティ対策などを把握し、資産管理機関の強みや課題を理解しながら、業務方針に基づく総合評価を行いました。

ウ. 資産管理の在り方の見直し

近年、GPIFの運用の多様化・高度化に伴って資産管理機関による対応も複雑化しています。GPIFでは、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、さらなる運用の多様化・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）の利用の最適化を進めています。

また、運用の多様化・高度化に伴うリスク管理を的確に行うとともに、運用受託機関との対話の実効性を高めるためには、これまで以上に取引データを迅速に収集し、リスク分析等に活用することが必要です。このため、資産管理機関から収集する会計用データとは別に、投資判断用データを収集する仕組みを構築しており、今後もデータ取得に関する業務の在り方についての検討を進めていきます。

（注）運用受託機関等の一覧については111ページから113ページをご覧ください。

[2] 証券貸付運用

外国株式レンディング（証券貸付運用）の再開の決定について

2014年に開始した外国株式レンディングについては、所有権が借り手に移転し、GPIFの保有に実質的な空白状態が生じることになるため、スチュワードシップ責任との整合性を欠くという懸念があることや、貸し出した株式の「最終的な借り手」や「用途」が確認できず、透明性が確保されていないという課題があることに鑑みて、2019年12月に停止しました。また、透明性の確保が図られ、課題が改善されると考えられる場合には、株式レンディングのスキームを改めて検討することとしました。

2022年度に「株式レンディングの停止による市場への影響に関する調査研究」を実施したところ、

- GPIFによる外国株式レンディングの停止について、株式市場及び株式レンディング市場に対する影響は観測されなかったこと
- 多くの海外年金基金において、株式レンディングを行って収益を確保しつつ、所有権を保有せずに議決権だけを行使する目的での株式借入（Empty Voting）の回避やエンゲージメントの効果を維持するための対策を

行うことで、株式レンディングとスチュワードシップ責任との両立を図っていること

- 市場における株式レンディングの利用用途については、空売りを含めて用途の類型が明らかになり、問題視されている用途（Empty Voting 等）については対応策が存在すること
- 最終的な借り手について完全に確認できる状況にはないが、株式レンディング取引におけるアセットオーナーからの要求として運用受託機関やレンディング・エージェントに対して情報共有体制の整備を求める動きが見られるほか、欧米の規制当局への取引報告義務が課されるなど、透明性の確保について進展が見られることが分かりました。

当該調査研究の結果及び経営委員会における審議を踏まえて、これまで停止していた外国株式レンディングを再開することとしました。詳しくはGPIFのホームページ（https://www.gpif.go.jp/topics/lending_202403.pdf）をご参照ください。

［3］調査研究の推進

① GPIF Finance Awards

GPIFは、運用手法の高度化や金融商品の多様化が進む中で、年金運用に関する学術研究態勢の強化を継続性を持って進める環境づくりが年金積立金の安全かつ効率的な運用のために必要と考えています。このような環境づくりの一環として、2016年度にGPIF Finance Awardsを創設し、年金運用の分野で優れた功績をあげた若手研究者を表彰するとともに、その功績や社会的意義を広く情報発信し、優秀な研究者の活動を振興しています。

2023年度においては、第6回GPIF Finance Awards受賞者の表彰を行いました。受賞者は、金融・ファイナンスの分野で著名な研究者で構成された選考委員会の審査を経て、下記のとおり決定しました。

受賞者：柳瀬　典由 氏　　慶應義塾大学 教授
略歴：一橋大学大学院卒。東京経済大学、米国サウスカロライナ大学、東京理科大学、東京経済大学TKUファイナンス研究所（研究員、客員研究員）を経て、2019年より現職
受賞理由：退職給付・企業年金制度が企業金融、企業行動にどのように関わっているかという、実務的にも日本では重要であるにもかかわらず、世界でもあまり取り組む研究者がいない特異な分野の研究を行っている。ユニークな業績を着実に上げており、今後の活躍が期待されるため。

受賞者：鈴木　健嗣 氏　　一橋大学 教授　（2024年3月まで。同年4月より学習院大学 教授）
略歴：一橋大学大学院卒。東京理科大学、神戸大学を経て、2019年より一橋大学。
受賞理由：日本に固有の株主優待と企業価値の関係に関わる分析や、CEOの選任に関する分析など、ファイナンスにおける重要なテーマに対して、学術的な側面だけでなく実務的な側面に対しても示唆に富んだ研究を行っている。顕著な業績を上げており、今後の活躍が期待されるため。

（選考委員）

ジョシュ·ラーナー	ハーバード·ビジネススクール教授
デビッド·チェンバース	ケンブリッジ大学ジャッジ·ビジネススクール教授
翁　　百合	（株）日本総合研究所理事長（金融審議会委員）
沖本　竜義	慶應大学経済学部教授
加藤　康之	京都先端科学大学国際学術研究院教授（経営委員）
福田　慎一	東京大学大学院経済学研究科教授
米澤　康博	早稲田大学名誉教授（元運用委員会委員長）

GPIFは、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GPIF Finance Awards for Studentsを開催しています。

GPIF Finance Awards for Studentsは、年金積立金の運用に関する分野およびその周辺分野に係る研究を行っている学生·学生グループに対して、自らの研究を発表し、相互に交流して理解を深める機会を提供するとともに、有用と認められる研究を行った者を表彰し、その内容を広く周知し、さらなる研究の深化を奨励するものです。

2023年度は5名の応募があり、提出資料及び研究発表会における報告を踏まえて審査を行いました。優秀研究賞3名、研究奨励賞2名を決定し、表彰しました。

（注）GPIF Finance Awards 及び GPIF Finance Awards for Students の詳細については、GPIFのホームページ（https://www.gpif.go.jp/investment/research/awards/）をご参照ください。

②調査研究

GPIFは、調査研究を行い、得られたノウハウを蓄積していくことが、将来にわたって年金積立金の管理及び運用を安全かつ効率的に行うために必要と考えています。

（注）調査研究の詳細については、GPIFのホームページ（https://www.gpif.go.jp/investment/research/）をご参照ください。

ア. 株式レンディングの市場への影響にかかる定量分析調査研究

2014年に開始した外国株式レンディングについては、所有権が借り手に移転し、GPIFの保有に実質的な空白状態が生じることになるため、スチュワードシップ責任との整合性を欠くという懸念があることや、貸し出した株式の「最終的な借り手」や「用途」が確認できず、透明性が確保されていないという課題があることに鑑みて、2019年12月に停止しました。また、透明性の確保が図られ、課題が改善されると考えられる場合には、株式レンディングのスキームを改めて検討することとしました。

このような背景に鑑み、2022年度に、株式レンディングの停止による市場への影響に係る定量的な分析及び株式レンディングとESG·スチュワードシップ責任との整合性等に係る定性的な分析について調査研究を実施しました。これまで停止していた外国株式レンディングを再開するにあたっては（90ページ参照）、この調査研究の結果も活用されました。

委託先：EYストラテジー·アンド·コンサルティング株式会社

イ. 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業務

GPIFでは、今後、厚生労働大臣が定める、2025年4月からの5年間を期間とする第5期中期目標を受けて、第5期中期計画を自ら定めることとなります。「専ら被保険者の利益のため、長期的な観点から、年金財政上必要な利回りを最低限のリスクで確保することを目標とする」GPIFにおいては、第5期中期計画の策定にあたって、長期的な観点から考えることが重要になります。そこで、GPIFが同中期計画を定めるにあたって、有識者等のGPIFに対する客観的な見方や期待等を把握して、GPIFが目指す方向性や取組を同中期計画に盛り込む際の参考とするために、2023年度より、必要な調査研究を行っています。具体的には、有識者等に対するアンケート調査やヒアリングの実施、GPIFについて言及された新聞記事等を収集し、テキスト解析を実施することとしています。

委託先：みずほリサーチ＆テクノロジーズ株式会社

ウ. インフラ資産の公正価値評価にかかる調査研究

GPIFは、オルタナティブ投資の一環で非上場インフラ資産に投資しています。インフラ資産はオルタナティブ資産の中でも市場の歴史が比較的浅く、公正価値評価の手法、リスク・リターン特性の把握等に関する知見が限られている状況ですが、当法人のポートフォリオ全体の運用について更なる高度化を図るためには、非上場インフラ資産についても、より高度なパフォーマンスおよびリスク分析が求められると考えています。本調査は、非上場インフラ資産に係るデータの体系的な収集・蓄積、リスク・リターン特性の定量的な分析等の検討を行うものであり、今後のオルタナティブ資産の運用における質の一層の向上を目的として、2023年度より取り組んでいます。

委託先：Scientific Infra and Private Assets Ltd.

9 | その他

[1] 有価証券報告書虚偽記載等に伴う訴訟

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

【外国】

被告	提訴日等	資産管理機関	訴額	状況
フォルクスワーゲンAG	2016年3月14日	日本マスタートラスト信託銀行 （集団訴訟に参加）	1億583万1,738ユーロ	訴訟係属中（ドイツ）
フォルクスワーゲンAG	2016年9月19日	ステート・ストリート信託銀行 （集団訴訟に参加）	—	訴訟係属中（ドイツ）
Porsche Automobil Holding SE	2016年9月19日	日本マスタートラスト信託銀行 （集団訴訟に参加）	1,080万509ユーロ	訴訟係属中（ドイツ）
Deutsche Bank AG	2017年12月15日	日本マスタートラスト信託銀行 （集団訴訟に参加）	532万8,603ユーロ	訴訟係属中（ドイツ）
Danske Bank A/S	2019年10月16日	日本マスタートラスト信託銀行 （集団訴訟に参加）	—	訴訟係属中 （デンマーク）
Daimler AG	2021年12月22日	日本マスタートラスト信託銀行 （集団訴訟に参加）	2億3,898万5,530ユーロ	訴訟係属中（ドイツ）
Bayer AG	2021年12月30日	日本マスタートラスト信託銀行 （集団訴訟に参加）	7,005万663.27ユーロ	訴訟係属中（ドイツ）
Vale S.A.	2022年1月21日	日本マスタートラスト信託銀行 （仲裁手続に参加）	—	仲裁手続中 （ブラジル）
Glencore plc	2022年9月28日	日本マスタートラスト信託銀行 （集団訴訟に参加）	2億7,379万6,132.65 イギリスポンド	訴訟係属中 （イギリス）
Instituto de Resseguros do Brasil	2023年2月2日	日本マスタートラスト信託銀行 （集団訴訟に参加）	—	仲裁手続中 （ブラジル）
Petrobras Brasileiro S.A.	2023年2月28日	ステート・ストリート信託銀行 （集団的和解手続に参加）	—	集団的和解 手続中（オランダ）
Petrobras Brasileiro S.A. およびその関係者	2023年3月22日	日本マスタートラスト信託銀行 （集団的和解手続に参加）	—	集団的和解 手続中（オランダ）
Telefonaktiebolaget LM Ericsson	2023年8月4日	日本マスタートラスト信託銀行 （集団訴訟に参加）	1億3,368万2,136.67 スウェーデン・クローナ	訴訟係属中 （スウェーデン）
Ernst & Young GmbH	2023年9月17日	日本マスタートラスト信託銀行 （集団訴訟に参加）	9,506万295.14ユーロ	訴訟係属中（ドイツ）
Wirecard AG	2023年12月21日	日本マスタートラスト信託銀行 （倒産手続に参加）	9,506万295.14ユーロ	倒産手続中（ドイツ）

第２部　GPIFの役割と組織運営

1 ｜公的年金制度におけるGPIFの役割

[1]GPIFの位置付け

①年金財政制度とGPIF

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

一般に、賦課方式の年金制度においては、支払準備金のようなものは別として、多額の積立金を保有する必要はありません。しかし、人口や経済変動に適切に対応するとともに、現在よりも更に少子高齢化が進むことが想定されている将来に備えるため、日本の公的年金制度においては、賦課方式を採用しながらも積立金を保有しています。そして、保険料のうち年金給付に充てられなかったものを年金積立金として運用し、年金財政の安定化に活用することとされています。

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

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

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

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

②年金財政における積立金の役割

積立金は年金財政の安定化に活用することとされていますが、①にあるとおり、現在の仕組みでは、年金財政を概ね100年間で均衡させるため、当初は年金給付の一部に積立金の運用収入を充て、一定期間後からは運用収入に加えて、積立金を少しずつ取り崩し、最終的には概ね100年後に年金給付の1年分程度の積立金が残るよう、積立金を活用していく財政計画が定められています。年金給付の財源（財政検証で前提としている概ね100年間の平均）は、その年の保険料収入と国庫負担で9割程度が賄われており、積立金から得られる財源（寄託金償還又は国庫納付）は1割程度です。また、ただちに積立金を取り崩す必要は生じません。さらに、年金給付に必要な積立金は十分に保有しており、積立金の運用に伴う短期的な市場変動は年金給付に影響を与えません。つまり、ある特定年度に評価益又は評価損が発生したとしても、それが翌年度の年金給付額に反映されることはありません。

[2]積立金の運用に関する法令上の要請と中期目標･中期計画の主な内容

①年金積立金の管理及び運用の基本的な方針

厚年法では、年金積立金の運用は、年金積立金が被保険者から徴収された保険料の一部であり、かつ、将来の年金給付の貴重な財源となるものであることに特に留意し、専ら被保険者の利益のために、長期的な観点から安全かつ効率的に行うことにより、将来にわたって年金事業の運営の安定に資することを目的として行うとされています。また、GPIF法では、年金積立金の運用が市場その他の民間活動に与える影響に留意しつつ行うこと等とされており、中期目標では、株式運用において個別銘柄の選択を行わない旨が規定されています。

○厚生年金保険法第79条の2（同旨国民年金法第75条）

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

○年金積立金管理運用独立行政法人法第20条第2項

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

これらを受け、2020年度から2024年度までの5年間を計画期間とする第4期中期計画では、分散投資を基本として、長期的な観点からの資産構成割合（基本ポートフォリオ）を策定することを定めています。基本ポートフォリオの策定に当たっては、管理運用主体（GPIF、国家公務員共済組合連合会、地方公務員共済組合連合会及び日本私立学校振興･共済事業団）が共同して定めるモデルポートフォリオを参酌することとしています。

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

②運用の目標、リスク管理、透明性の確保等

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

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

第4期中期目標では、原則としてパッシブ運用とアクティブ運用を併用すること、ただし、アクティブ運用については過去の運用実績も勘案し、超過収益が獲得できるとの期待を裏付ける十分な根拠を得ることを前提に行うこと、投資先及び市場全体の持続的成長が、運用資産の長期的な投資収益の拡大に必要であるとの考え方を踏まえ、被保険者の利益のために長期的な収益確保を図る目的で行われるものである等といった年金積立金の管理及び運用の基本的な方針に留意しつつ、非財務的要素であるESG（環境、社会、ガバナンス）を考慮した投資を推進することなどが定められています。

また、新たな運用手法及び運用対象の導入等に関する重要事項は、経営委員会で審議のうえ、議決することとされています。経営委員会における討議の内容については、その概要を経営委員会で承認を得た後に速やかに公表することにより、GPIFの組織運営の透明性の確保が図られています。

③年金積立金の管理及び運用に関し遵守すべき事項

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

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

さらに、企業経営等に与える影響を十分に考慮しつつ、株主議決権の行使等について適切な対応を行うこと、株式運用において個別銘柄の選択は行わないことなどが定められています。

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

④管理及び運用能力の向上、業務運営の効率化等

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

また、リスク管理について、フォワード･ルッキングなリスク分析とともに長期のリスク分析を行うなど、その高度化を図ること、各種運用リスクの管理状況について、経営委員会は適切にモニタリングを行うこととされています。

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

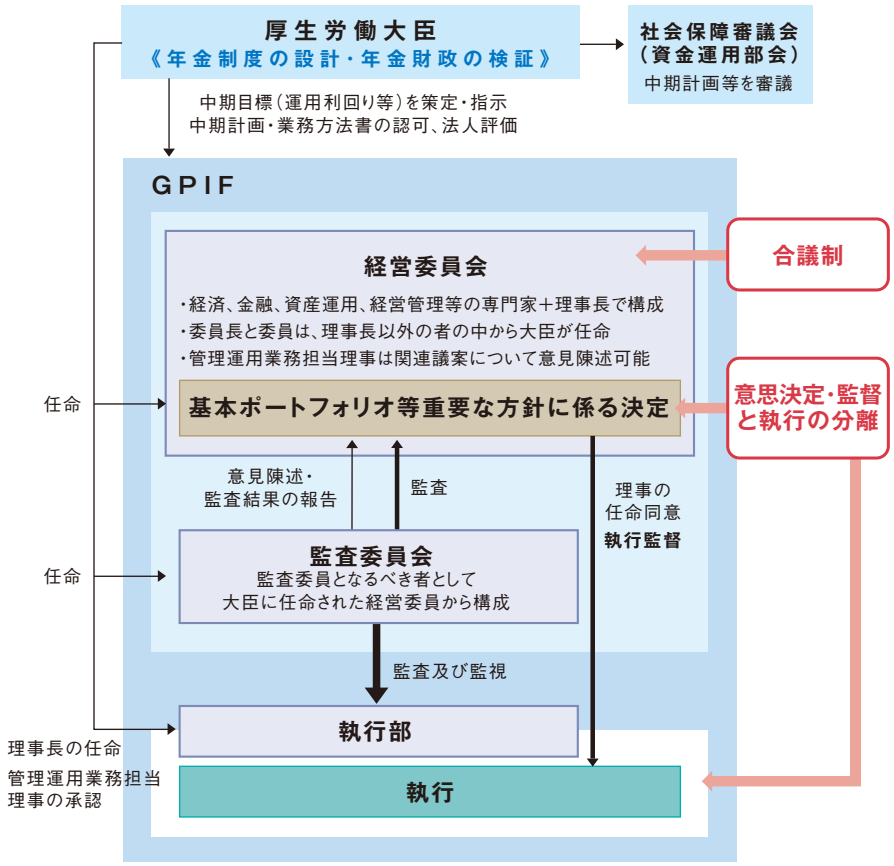
2 組織・内部統制体制

[1] 基本的なガバナンスの仕組み

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

経営委員会は、経済、金融、資産運用、経営管理その他のGPIFの業務に関連する学識経験又は実務経験を有する専門家9名と理事長の合計10名によって構成されています。経営委員会は、GPIFの運営に係る重要事項の決定を行います。その中には、基本ポートフォリオ・中期計画の作成のほか、年度計画の作成、業務概況書の作成、組織・定員や管理運用業務に関する重要事項の決定（運用リスク管理や内部統制の基本方針の策定、組織規程の制定等）、理事の任命に際しての同意などが含まれます。

ガバナンス体制が、理事長の独任性から現在の形に変化してから6年半が経過しました。ガバナンスの語源はギリシャ語の「舵取り」に由来します。その実践に当たっては、外形的な形式の整備にとどまることなく、実質的な改革を推進し、国民の皆様から一層信頼される組織体制の確立を目指すべく、的確な「舵取り」を行っていくことが求められています。



[2] 経営委員会

経営委員会は、経済、金融、資産運用、経営管理等、様々な分野の専門家が、GPIFの投資や業務運営に係る幅広い課題について、多面的な検討を行い、タイムリーで的確な意思決定をするように心がけています。2023年度においては、合計14回開催しましたが、その概要は、下表のとおりです。

2023年度の経営委員会では、基本ポートフォリオの検証や株式レンディングなどについて議決しました。また、資産配分比率や運用リスク管理の状況について理事長等から報告を受け、活発な議論を行いました。なお、経営委員会の議論の内容は、一定期間を経た後に議事概要としてGPIFのホームページに掲載されます。

経営委員会の開催状況

（2023年度）

	開催日	主な議題（議決・審議事項のみ記載）
第80回	2023年 4月20日	—
第81回	5月19日	（議決）2022年度における基本ポートフォリオの検証について
第82回	6月13日	（審議）①2022年度業務概況書（案）、②令和4年度業務実績評価について（案）、③令和4事業年度財務諸表並びに事業報告書及び決算報告書の作成、利益及び損失の処理その他会計に関する重要事項について（案）
第83回	6月29日	（議決）①2022年度業務概況書（案）、②保有全銘柄開示（2022年度末時点）、③令和4年度業務実績評価について（案）、④令和4事業年度財務諸表並びに事業報告書及び決算報告書の作成、利益及び損失の処理その他会計に関する重要事項について（案）
第84回	7月28日	（議決）10階事務室の拡張について
第85回	9月14日	—
第86回	10月24日	—
第87回	11月30日	（議決）役員給与規程及び職員給与規程の改正について
第88回	12月14日	（審議）株式レンディングについて
第89回	2024年 1月23日	（審議）①株式レンディングについて（2）、②次期リスク・リターン分析ツールについて
第90回	2月8日	—
第91回	3月7日	（議決・審議）①株式レンディングについて（3）、②令和6年度計画（案）について
第92回	3月25日	—
第93回	3月26日	（議決）①管理運用業務担当理事及び理事（管理運用業務担当を除く。）の任命に関する同意について、②経営委員会規程の改正について

[3] 監査委員会

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

監査委員会は、2023年度においては、合計14回開催しました。監査委員会は、主として中期目標の達成状況、経営委員会及び経営委員の職務の執行状況、理事長以下の役職員の職務の執行状況、内部統制システムの状況、会計の状況の５つの観点から監査を実施しました。

また、監査委員会は、経営委員会から委託を受けた監視の一環として、執行部が主催する各種委員会（投資委員会、運用リスク管理委員会、経営企画会議、契約審査会等）に随時陪席するほか、各部室担当者及び理事長･理事への面談、随時の調査等を行ってGPIFの業務の実態、適正性を把握、分析し、これらの活動を通じて得られた情報は適宜経営委員会にも報告して共有するとともに、内部統制の一層の強化に向けて、経営委員会や理事長に対し、組織運営上の課題等に関する意見提出も行っています。

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

[4] 執行体制

①組織等

GPIFの役職員は、2024年４月１日時点で、役員は経営委員長、経営委員８名（うち兼監査委員３名）、理事長、理事２名（総務･企画等担当、管理運用業務担当兼CIO）の12名、職員は167名（うち女性職員34名（臨時職員を除く。））となっています。

GPIFでは、運用の多様化やリスク管理の向上などのため、高度で専門的な人材の確保･育成に努めています。証券アナリスト、弁護士、MBA、不動産鑑定士等の様々な分野の資格を有する専門人材の採用を進めてきました。

GPIFは約246兆円という巨額の資産を運用しており、今後も資産の額は漸増する見込みです。また、運用環境は絶えず変化しており、データサイエンスや金融工学等の進展により資産運用の手法等も深化を続けています。このような中、GPIFが長期的かつ安定的に運用を続けていくには、更なる運用の多様化･高度化が必要と考えており、それを支えるため、専門人材のより一層の採用を進めています。同時に、運用業務に精通し、情報システムに関する技術的な知識･経験を有する人材をシニアITアドバイザーとして委嘱し、情報処理プラットフォームの構築等に向けた検討を進めています。

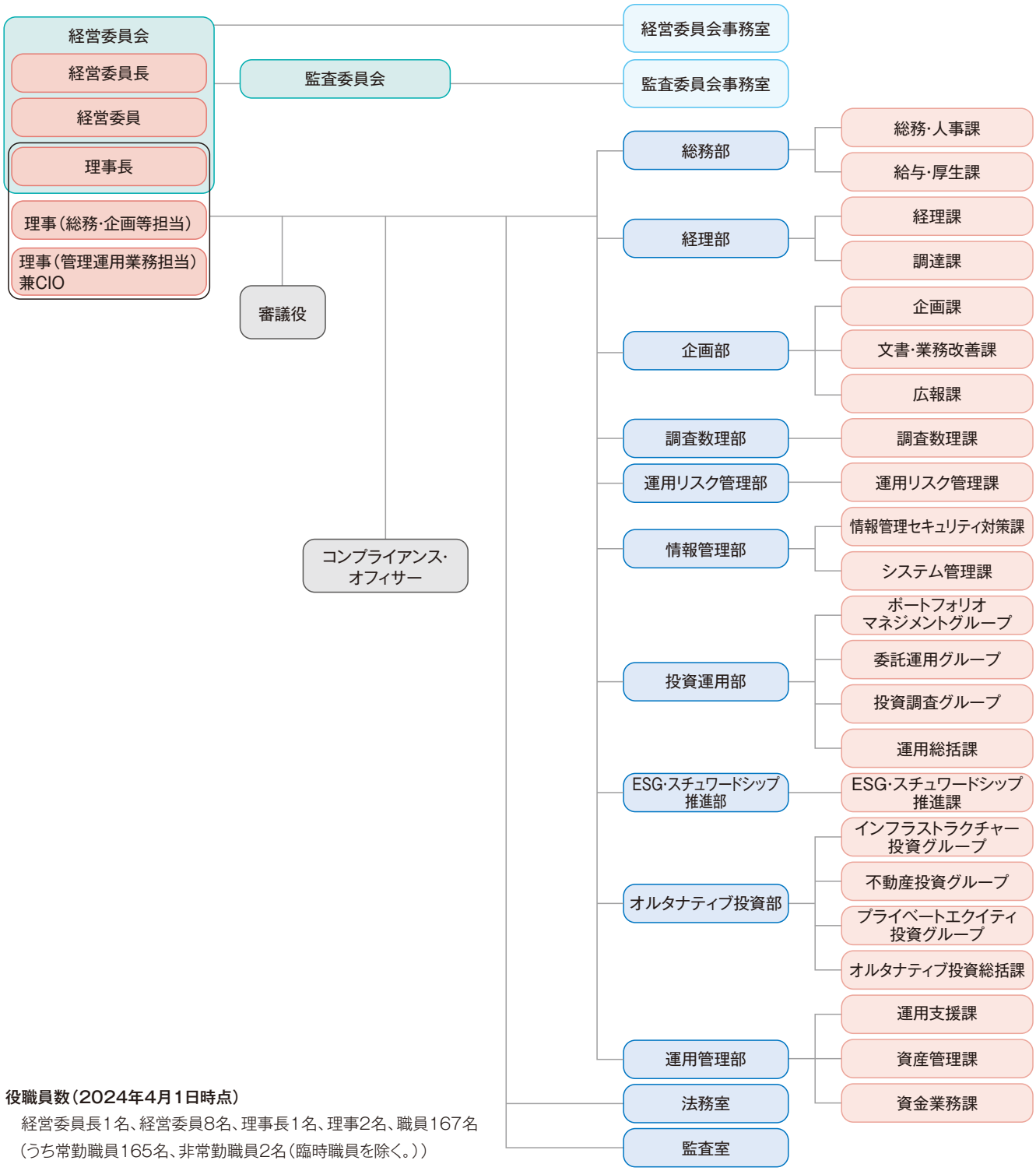
また、GPIFでは多様な人材がやりがいを持って働けるよう、勤務環境の整備を進めています。育児休業の積極的な取得を推進するとともに、早出遅出勤務制度及び在宅勤務制度の柔軟な活用など、育児･介護中の人材にもより働きやすい環境整備に努めています。

組織は、経営委員会事務室、監査委員会事務室、総務部（総務･人事課、給与･厚生課）、経理部（経理課、調達課）、企画部（企画課、文書･業務改善課、広報課）、調査数理部（調査数理課）、運用リスク管理部（運用リスク管理課）、情報管理部（情報管理セキュリティ対策課、システム管理課）、投資運用部（ポートフォリオマネジメントグループ、委託運用グループ、投資調査グループ、運用総括課）、ESG･スチュワードシップ推進部（ESG･スチュワードシップ推進課）、オルタナティブ投資部（インフラストラクチャー投資グループ、不動産投資グループ、プライベートエクイティ投資グループ、オルタナティブ投資総括課）、運用管理部（運用支援課、資産管理課、資金業務課）のほか、理事長直属の法務室、監査室が設けられています。

証券アナリスト　62名	MBAなど　18名
弁護士　5名	公認会計士　2名
税理士　1名	不動産鑑定士　1名
Ph.D. など　5名	

※2024年4月1日時点、人数は重複あり

組織図［2024年4月1日時点］



役職員数（2024年4月1日時点）

経営委員長1名、経営委員8名、理事長1名、理事2名、職員167名
（うち常勤職員165名、非常勤職員2名（臨時職員を除く。））

②内部統制体制

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

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

第4期中期計画に掲げられている法務体制・機能の拡充・強化については、2021年3月1日付で法務室を設置し、個別性の高い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を図っています。

損失の危険の管理に関する規程その他の体制では、年金積立金の管理及び運用に伴う各種リスク(運用リスク)の管理を適切に行うため運用リスク管理委員会を設置し、また、GPIFの業務実施の障害となるリスク(業務リスク等(レピュテーションリスクを含む。))の識別、分析及び評価並びに当該リスクへの対応等を行うため内部統制委員会を設置し、リスク要因の継続的把握とリスクの予防、並びにリスクが顕在化した場合の損失を極小化するために必要な施策を立案、推進することにより、リスク管理を行っています。

業務リスク等については、2019年7月の経営委員会による業務リスク等管理規程の制定を含め、新たな業務リスク等管理に基づく諸規定を策定しました。この新たな業務リスク等管理プロセスに基づき、潜在的なリスクの識別、分析及び評価を毎年1回実施しています。また、顕在化したリスクについては、各部室等が可及的速やかに当該リスクへの適切な対応を図るとともに、発生の都度、業務リスク等の総括管理部署及び監査室に報告することとしています。これら役職員による業務リスク等管理に係る業務執行状況については、毎年1回経営委員会に報告しています。なお、重大な業務リスク等が発生した場合は、速やかに経営委員会に報告しています。

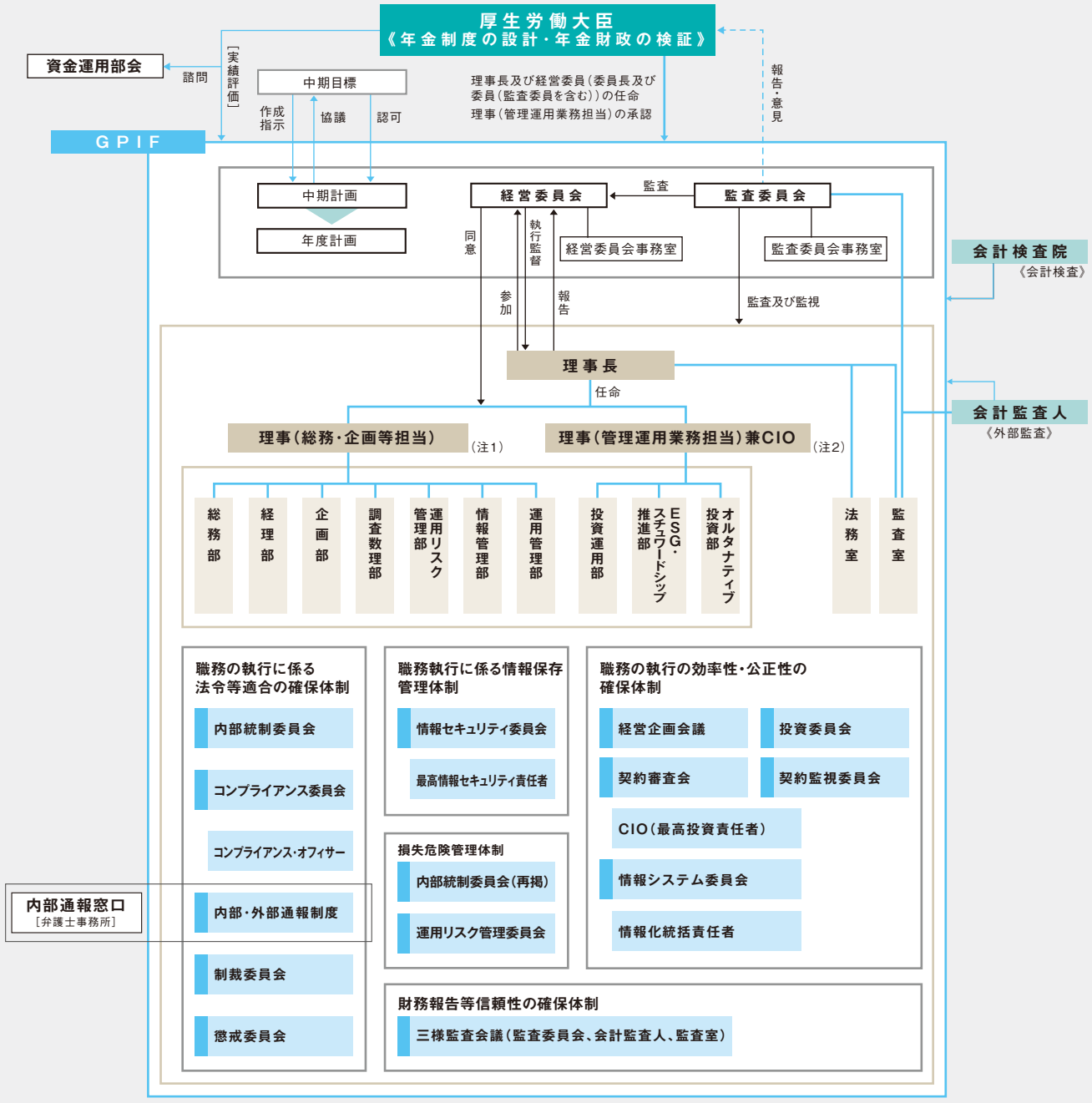
職務執行の効率性・公正性を確保するための体制としては、管理運用業務の執行に係る重要事項(運用受託機関、資産管理機関、自家運用に係る取引先、短期借入に係る取引先等との契約の公正性の確保に関する事項を含む。)に関する意思決定を行うにあたっての事前の審議及び議決を行うため、CIO(最高投資責任者)の統括の下、投資委員会を設置しています。

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

(注1)内部統制の基本方針については、GPIFのホームページ(https://www.gpif.go.jp/about/philosophy)をご参照ください。

(注2)GPIFの財務諸表については、GPIF法の規定により、監査委員会及び会計監査人の監査を受けた後に、経営委員会で議決を行うとともに、独立行政法人通則法の規定により、厚生労働大臣の承認を受けた後に公表しています。財務諸表の内容については、GPIFのホームページ(https://www.gpif.go.jp/info/finance)をご参照ください。

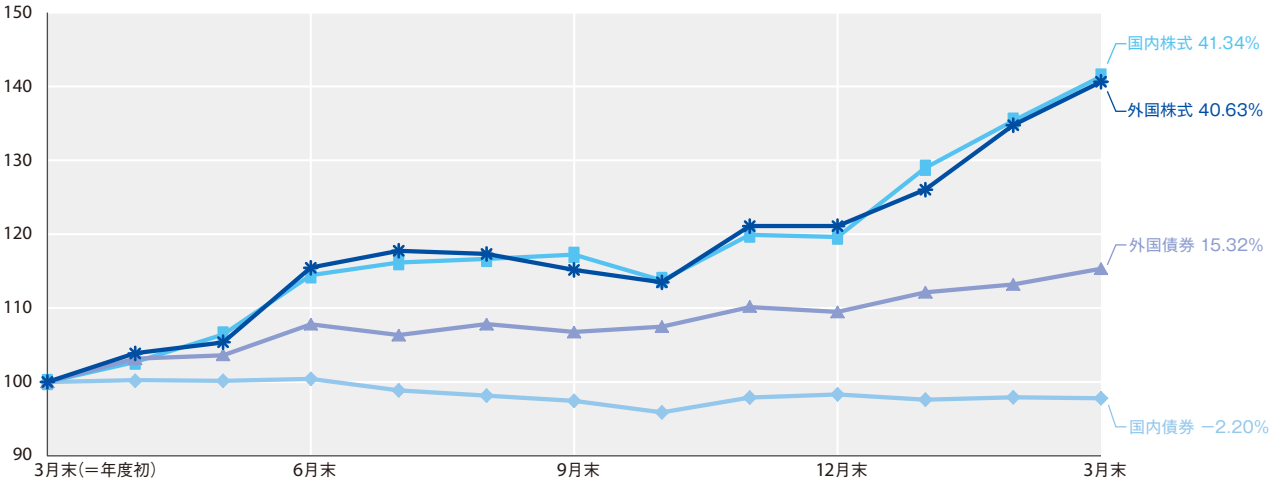
内部統制等の概念図



（注1）理事（総務・企画等担当）は、総務部、経理部、企画部、調査数理部、運用リスク管理部、情報管理部、運用管理部の事務に関する事項を所掌
（注2）理事（管理運用業務担当）兼CIOは、投資運用部、ESG・スチュワードシップ推進部、オルタナティブ投資部の事務に関する事項を所掌

第３部　資料編

１｜ベンチマークインデックスの推移（2023年度）



※ 2023年3月末（年度初）を100としたベンチマークインデックスの推移

○ベンチマーク収益率（2023年４月～ 2024年３月）

（単位：%）

国内債券　NOMURA-BPI「除くABS」	−2.20
外国債券　FTSE世界国債インデックス（除く日本、中国、円ベース）	15.32
国内株式　TOPIX（配当込み）	41.34
外国株式　MSCI ACWI（除く日本、円ベース）(注1)	40.63

○参考指標

			2023年3月末	2024年3月末
国内債券	10年国債利回り	(%)	0.35	0.73
外国債券	米国10年国債利回り	(%)	3.47	4.20
	ドイツ10年国債利回り	(%)	2.29	2.30
国内株式	TOPIX配当なし	(ポイント)	2,003.50	2,768.62
	日経平均株価	(円)	28,041.48	40,369.44
外国株式	NYダウ	(ドル)	33,274.15	39,807.37
	ドイツDAX	(ポイント)	15,628.84	18,492.49
	上海総合指数	(ポイント)	3,272.86	3,041.17
外国為替 (注2)	ドル／円	(円)	133.09	151.35
	ユーロ／円	(円)	144.60	163.45

（注１）MSCI ACWIは、「除く日本、配当込み、管理運用法人の配当課税要因考慮前」で算出したものです。
（注２）外国為替レートはWM/Refinitiveロンドン16時仲値（対米ドル）を採用しています。

2 | 運用実績等の推移

2 運用実績等の推移（106ページから109ページ）及び**3 運用手法・運用受託機関別運用資産額等**（110ページから121ページ）の表については、2001年度以降のデータをGPIFのホームページ（https://www.gpif.go.jp/operation/the-latest-results.html）にてExcelファイルの形式で掲載していますのでご参照ください。

[1] 収益率

（単位：%）

	2014年度	2015年度	2016年度	2017年度	2018年度	2019年度	2020年度	2021年度	2022年度	2023年度	直近10年間（2014～2023年度）	独法設立後（2006～2023年度）	市場運用開始後（2001～2023年度）
資産全体	12.27	−3.81	5.86	6.90	1.52	−5.20	25.15	5.42	1.50	22.67	6.81	4.81	4.36

（単位：%）

	2014年度	2015年度	2016年度	2017年度	2018年度	2019年度	2020年度	2021年度	2022年度	2023年度	直近10年間（2014～2023年度）	独法設立後（2006～2023年度）	市場運用開始後（2001～2023年度）
時間加重収益率	12.93	−3.88	5.93	6.99	1.54	−5.26	25.15	5.42	1.50	22.67	6.87	4.82	4.58
国内債券	2.76	4.07	−0.85	0.80	1.43	−0.36	−0.68	−0.99	−1.74	−2.00	0.23	1.12	1.04
外国債券	12.70	−3.32	−3.22	3.71	2.70	3.55	7.06	2.29	−0.12	15.83	3.95	4.00	4.86
国内株式	30.48	−10.80	14.89	15.66	−5.09	−9.71	41.55	2.12	5.54	41.41	11.08	4.74	5.28
外国株式	22.27	−9.63	14.20	10.15	8.12	−13.08	59.42	18.48	1.84	40.06	13.41	9.32	8.40

（注1）収益率は運用手数料等控除前です。
（注2）直近10年間、独法設立後及び市場運用開始後の収益率は、各年度の収益率を用いて幾何平均により算出しています（年率換算値）。
（注3）2020年度の資産全体及び国内債券は財投債を含みます。なお、財投債は2021年1月末に会計区分を満期保有目的債券から売買目的有価証券に変更しましたが、収益率の計算においては、財投債を2020年4月から他の資産と同様に時価評価により算出しています。
（注4）2001年度から2019年度の資産全体の収益率は、市場運用を行っている資産（以下「市場運用分」といいます。）の修正総合収益率と財投債の収益率をそれぞれの投下元本平均残高等で加重平均して算出しています。
（注5）2020年度以降の資産全体の収益率は、時間加重収益率です。
（注6）2020年度以降の国内債券は円建ての短期資産を含みます。また、2020年度以降の外国債券は外貨建ての短期資産を含みます。
（注7）為替ヘッジ付き外国債券は2019年度までは外国債券に区分し、2020年度以降は国内債券に区分しています。
（注8）修正総合収益率及び時間加重収益率の計算式等の詳細は、GPIFのホームページ（https://www.gpif.go.jp/gpif/words/index.html）にて用語集を掲載していますのでご参照ください。
（注9）2023年度は、約定日ベースで算出しています。また、株価指数先物取引の想定元本等を加味しています。

≪参考≫

修正総合収益率

（単位：%）

	2014年度	2015年度	2016年度	2017年度	2018年度	2019年度	2020年度	2021年度	2022年度	2023年度	直近10年間（2014～2023年度）	独法設立後（2006～2023年度）	市場運用開始後（2001～2023年度）
資産全体	12.27	−3.81	5.86	6.90	1.52	−5.20	25.19	5.40	1.50	22.09	6.76	4.79	4.34
市場運用分	12.88	−3.98	5.94	6.94	1.51	−5.24	25.31	5.40	1.50	22.09			

財投債（満期保有目的債券）

（単位：%）

	2014年度	2015年度	2016年度	2017年度	2018年度	2019年度	2020年度	2021年度	2022年度	2023年度
収益率	1.63	1.75	1.77	1.82	1.93	1.93	1.41	—	—	—

（注1）収益率は運用手数料等控除前です。
（注2）直近10年間、独法設立後及び市場運用開始後の収益率は、各年度の収益率を用いて幾何平均により算出しています（年率換算値）。
（注3）財投債は償却原価法による評価により算出しています。2020年度の財投債の収益率は会計区分を満期保有目的債券としていた2020年4月から2021年1月末までの期間の収益率です。なお、財投債による運用は、2020年度中に終了しました。
（注4）資産全体の収益率は、市場運用分の修正総合収益率と財投債の収益率をそれぞれの投下元本平均残高等で加重平均して算出しています。なお、2020年度の財投債の収益率は会計区分を満期保有目的債券としていた2020年4月から2021年1月末までの期間の収益率を用いています。
（注5）市場運用分の収益率は修正総合収益率です。
（注6）修正総合収益率の計算式等の詳細は、GPIFのホームページ（https://www.gpif.go.jp/gpif/words/index.html）にて用語集を掲載していますのでご参照ください。
（注7）2023年度は、約定日ベースで算出しています。また、株価指数先物取引の想定元本等を加味しています。

[2] 収益額

（単位：億円）

	2014年度	2015年度	2016年度	2017年度	2018年度	2019年度	2020年度	2021年度	2022年度	2023年度	直近10年間（2014～2023年度）	独法設立後累積（2006～2023年度）	市場運用開始後累積（2001～2023年度）
収益額	152,922	−53,098	79,363	100,810	23,795	−82,831	377,986	100,925	29,536	454,153	1,183,561	1,403,719	1,537,976

≪参考≫

（市場運用分）

（単位：億円）

	2014年度	2015年度	2016年度	2017年度	2018年度	2019年度	2020年度	2021年度	2022年度	2023年度	直近10年間（2014～2023年度）	独法設立後累積（2006～2023年度）	市場運用開始後累積（2001～2023年度）
総合収益額	151,824	−53,846	78,899	100,578	23,623	−83,003	377,881	100,925	29,536	454,153	1,180,570	1,380,092	1,505,514
国内債券	15,957	20,094	−3,958	3,622	5,959	−1,221	−2,503	−4,960	−8,517	−11,421	13,052	113,988	119,888
外国債券	18,884	−6,600	−5,962	6,740	6,975	10,154	26,738	10,724	−562	78,694	145,784	181,751	195,137
国内株式	69,105	−34,895	45,546	55,076	−20,732	−37,015	146,989	10,871	27,288	193,928	456,160	440,204	515,002
外国株式	47,863	−32,451	43,273	35,140	31,411	−54,887	206,658	84,290	11,327	192,952	565,575	644,032	675,629
短期資産	15	7	0	−0	11	−34	—	—	—	—	−1	118	76

（財投債（満期保有目的債券））

（単位：億円）

	2014年度	2015年度	2016年度	2017年度	2018年度	2019年度	2020年度	2021年度	2022年度	2023年度	直近10年間（2014～2023年度）	独法設立後累積（2006～2023年度）	市場運用開始後累積（2001～2023年度）
収益額	1,098	748	464	232	172	172	105	—	—	—	2,991	23,627	32,463

（注1）収益額は運用手数料等控除前です。

（注2）四捨五入のため、各数値の合算は合計と必ずしも一致しません。

（注3）財投債は満期保有目的債券であった2021年1月末までは独立行政法人会計基準に従い、取得価格（引受価格と券面額との間に差がある場合には、償却原価法により算出した価格）による評価を行い、売買目的有価証券に変更した2021年2月から売却までの間は時価による評価を行うことにより収益額を算出しています。なお、売買目的有価証券に変更した後の収益額は国内債券に含みます。

（注4）財投債による運用は、2020年度中に終了しました。

（注5）2020年度以降の国内債券は円建ての短期資産を含みます。また、2020年度以降の外国債券は外貨建ての短期資産を含みます。

（注6）為替ヘッジ付き外国債券は2019年度までは外国債券に区分し、2020年度以降は国内債券に区分しています。

（注7）総合収益額は、実現収益額に加えて資産の時価評価による評価損益を加味することにより、時価に基づく収益把握を行ったものです。計算式等の詳細はGPIFのホームページ（https://www.gpif.go.jp/gpif/words/index.html）にて用語集を掲載していますのでご参照ください。

（注8）2023年度は、約定日ベースで算出しています。また、株価指数先物取引の想定元本等を加味しています。

[3] 損益額

（単位：億円）

	2014年度	2015年度	2016年度	2017年度	2018年度	2019年度	2020年度	2021年度	2022年度	2023年度	独法設立後累積（2006～2023年度）	市場運用開始後累積（2001～2023年度）
収益額（A）	152,929	−53,097	79,356	100,810	23,795	−82,831	377,986	100,925	29,536	454,153	1,403,719	1,537,976
運用手数料等（B）	310	405	430	520	336	370	660	431	378	557	6,684	7,871
財政融資資金に対する借入利息等（C）	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	2,988	26,214
運用上の損益（D＝A－B－C）	152,619	−53,502	78,925	100,290	23,459	−83,201	377,326	100,493	29,158	453,596	1,394,286	1,504,130

（単位：億円）

		2013年度末	2014年度末	2015年度末	2016年度末	2017年度末	2018年度末	2019年度末	2020年度末	2021年度末	2022年度末	2023年度末
運用上の累積損益（E＝前年度E＋D）		308,075	460,694	407,192	486,118	586,408	609,867	526,665	903,991	1,004,484	1,033,642	1,487,238
（内訳）	寄託金の運用に係る運用上の累積損益（2001年度～）	337,849	490,468	436,967	515,892	616,182	639,641	556,439	933,765	1,034,259	1,063,416	1,517,012
	承継資産の運用に係る運用上の累積利差損益（1986年度～）	−29,774	−29,774	−29,774	−29,774	−29,774	−29,774	−29,774	−29,774	−29,774	−29,774	−29,774

（注1）四捨五入のため、各数値の合算は合計と必ずしも一致しません。

（注2）「運用上の累積損益」は、年金福祉事業団（以下「旧事業団」といいます。）において資金運用事業を開始した1986年度以降の累積損益（年金特別会計への納付金の累積額を含みます。）です。

（注3）「運用手数料等」は、運用手数料のほか業務経費や一般管理費等を含んでいます。

（注4）2013年度から2015年度の「収益額」は、会計上の数値（外貨建て投資信託受益証券ファンドについては、当該ファンドで管理する受益証券をその他有価証券として区分し、取得原価による評価を行っています。）を基に算出しています。

（注5）2016年度の「収益額」は、会計上の数値（外貨建て投資信託受益証券ファンドについては、保有目的区分を売買目的有価証券に変更し、評価を行っています。）を基に算出しています。

（注6）独法設立後累積及び市場運用開始後累積の「運用上の損益」は、2006年度の未収金236億円及び損益額（3億円の増加）を加味しています。

[4] 年金特別会計への納付額

（単位：億円）

	2014年度	2015年度	2016年度	2017年度	2018年度	2019年度	2020年度	2021年度	2022年度	2023年度	独法設立後累積（2006～2023年度）	市場運用開始後累積（2001～2023年度）
年金特別会計への納付額	32,710	2,750	2,907	9,096	7,300	7,721	15,818	7,500	3,800	4,400	175,874	183,997 (184,129)

（注）市場運用開始後累積の（ ）の額18兆4,129億円は、旧事業団の資金運用事業における1992年度の年金特別会計への納付金133億円を含めた額です。

[5] 管理運用委託手数料

	2014年度	2015年度	2016年度	2017年度	2018年度	2019年度	2020年度	2021年度	2022年度	2023年度
管理運用委託手数料額（億円）	291	383	400	487	295	319	611	352	302	470
平均残高（兆円）	131.9	139.0	137.3	155.7	158.9	161.4	170.2	193.1	196.3	223.1
管理運用委託手数料率（%）	0.02	0.03	0.03	0.03	0.02	0.02	0.04	0.02	0.02	0.02

（注1）平均残高は、月末時価平均残高を用いており、自家運用を含みます。なお、2020年度まで保有していた自家運用の財投債ファンドについては、償却原価法による簿価の月末平均残高を用いています。

（注2）資産管理機関に対する手数料額には、カストディ費用・弁護士費用等、信託財産から引き落とされる費用を含みません。

（注3）管理運用委託手数料額は指数利用料額を含みます。

[6] 運用資産額・資産構成割合

	2014年度末（2015年3月末）		2015年度末（2016年3月末）		2016年度末（2017年3月末）		2017年度末（2018年3月末）		2018年度末（2019年3月末）		2019年度末（2020年3月末）	
	運用資産額（億円）	構成比（%）	運用資産額（億円）	構成比（%）	運用資産額（億円）	構成比（%）	運用資産額（億円）	構成比（%）	運用資産額（億円）	構成比（%）	運用資産額（億円）	構成比（%）
国内債券	567,037	41.25	528,010	39.19	478,707	33.04	445,178	28.47	431,627	27.11	371,259	24.65
市場運用	516,915	37.60	493,588	36.63	462,236	31.90	436,214	27.89	422,664	26.55	362,297	24.05
財投債 簿価	50,122	3.65	34,422	2.55	16,472	1.14	8,964	0.57	8,963	0.56	8,962	0.59
財投債 時価	(52,114)	—	(35,980)	—	(17,485)	—	(9,727)	—	(9,576)	—	(9,371)	—
外国債券	181,815	13.23	189,388	14.05	196,817	13.58	239,109	15.29	278,187	17.47	364,087	24.17
国内株式	316,704	23.04	305,809	22.69	351,784	24.28	406,995	26.03	386,556	24.28	355,630	23.61
外国株式	300,772	21.88	310,714	23.06	349,262	24.10	386,629	24.72	418,975	26.32	371,639	24.67
短期資産	8,441	0.61	13,554	1.01	72,463	5.00	85,920	5.49	76,808	4.82	43,716	2.90
合計	1,374,769	100.00	1,347,475	100.00	1,449,034	100.00	1,563,832	100.00	1,592,154	100.00	1,506,332	100.00

	2020年度末（2021年3月末）		2021年度末（2022年3月末）		2022年度末（2023年3月末）		2023年度末（2024年3月末）	
	運用資産額（億円）	構成比（%）	運用資産額（億円）	構成比（%）	運用資産額（億円）	構成比（%）	運用資産額（億円）	構成比（%）
国内債券	438,229	23.54	476,306	24.23	496,902	24.83	611,573	24.86
外国債券	472,943	25.40	486,784	24.76	501,225	25.04	603,721	24.54
国内株式	472,273	25.37	495,137	25.19	503,337	25.15	615,532	25.02
外国株式	478,180	25.69	507,700	25.82	499,865	24.98	628,989	25.57
合計	1,861,624	100.00	1,965,926	100.00	2,001,328	100.00	2,459,815	100.00

（注）2023年度末は、約定日ベースで算出しています。また、株価指数先物取引の想定元本等を加味しています。

[7] 各資産の超過収益率の状況（直近10年間）

国内債券

（単位：%）

		2014年度	2015年度	2016年度	2017年度	2018年度	2019年度	2020年度	2021年度	2022年度	2023年度	直近10年間（年率）
時間加重収益率		2.76	4.07	−0.85	0.80	1.43	−0.36	−0.68	−0.99	−1.74	−2.00	0.23
ベンチマーク収益率		2.80	4.30	−0.90	0.74	1.38	−0.49	−0.70	−1.22	−1.65	−2.20	0.19
超過収益率		−0.04	−0.23	+0.05	+0.06	+0.05	+0.13	+0.02	+0.23	−0.09	+0.20	+0.04
パッシブ運用	時間加重収益率	2.71	4.07	−0.87	0.65	1.54	−0.23	−1.04	−1.37	−2.12	−2.60	0.05
	ベンチマーク収益率	2.77	4.05	−0.89	0.63	1.51	−0.30	−0.70	−1.22	−1.65	−2.20	0.18
	超過収益率	−0.06	+0.02	+0.02	+0.02	+0.03	+0.07	−0.34	−0.15	−0.46	−0.40	−0.13
	パッシブ比率	88.04	83.90	80.65	77.95	75.91	74.24	66.52	76.30	58.52	53.43	—
アクティブ運用	時間加重収益率	3.10	4.06	−0.76	1.34	1.09	−0.69	0.08	0.29	−0.85	−1.28	0.62
	ベンチマーク収益率	2.98	5.55	−0.93	1.14	0.98	−1.01	−0.70	−1.22	−1.65	−2.20	0.27
	超過収益率	+0.11	−1.49	+0.18	+0.20	+0.11	+0.31	+0.78	+1.51	+0.80	+0.92	+0.35
	アクティブ比率	11.96	16.10	19.35	22.05	24.09	25.76	33.48	23.70	41.48	46.57	—

外国債券

（単位：%）

		2014年度	2015年度	2016年度	2017年度	2018年度	2019年度	2020年度	2021年度	2022年度	2023年度	直近10年間（年率）
時間加重収益率		12.70	−3.32	−3.22	3.71	2.70	3.55	7.06	2.29	−0.12	15.83	3.95
ベンチマーク収益率		12.67	−2.74	−5.41	4.23	2.46	4.37	5.43	1.88	−0.56	15.32	3.59
超過収益率		+0.03	−0.58	+2.19	−0.52	+0.24	−0.82	+1.63	+0.41	+0.44	+0.51	+0.36
パッシブ運用	時間加重収益率	12.20	−2.70	−5.37	4.47	2.31	5.82	4.23	1.75	−0.63	15.67	3.60
	ベンチマーク収益率	12.28	−2.74	−5.41	4.23	2.46	4.37	5.43	1.88	−0.56	15.32	3.56
	超過収益率	−0.09	+0.04	+0.05	+0.24	−0.16	+1.45	−1.20	−0.13	−0.06	+0.35	+0.05
	パッシブ比率	70.44	66.35	63.43	61.65	64.37	69.66	71.31	76.75	83.73	95.48	—
アクティブ運用	時間加重収益率	13.89	−3.66	0.50	2.55	3.35	−2.50	14.18	4.14	1.88	14.74	4.71
	ベンチマーク収益率	13.58	−2.80	−5.41	4.23	2.46	4.37	5.43	1.88	−0.56	15.32	3.67
	超過収益率	+0.32	−0.86	+5.91	−1.68	+0.89	−6.87	+8.75	+2.26	+2.44	−0.59	+1.04
	アクティブ比率	29.56	33.65	36.57	38.35	35.63	30.34	28.69	23.25	16.27	4.52	—

国内株式

（単位：%）

		2014年度	2015年度	2016年度	2017年度	2018年度	2019年度	2020年度	2021年度	2022年度	2023年度	直近10年間（年率）
時間加重収益率		30.48	−10.80	14.89	15.66	−5.09	−9.71	41.55	2.12	5.54	41.41	11.08
ベンチマーク収益率		30.69	−10.82	14.69	15.87	−5.04	−9.50	42.13	1.99	5.81	41.34	11.18
超過収益率		−0.21	+0.02	+0.20	−0.21	−0.05	−0.20	−0.59	+0.13	−0.27	+0.07	−0.10
パッシブ運用	時間加重収益率	30.61	−10.95	14.65	15.44	−4.91	−9.51	41.20	2.26	5.48	41.74	11.08
	ベンチマーク収益率	30.69	−10.82	14.69	15.87	−5.04	−9.50	42.13	1.99	5.81	41.34	11.18
	超過収益率	−0.08	−0.13	−0.04	−0.43	+0.13	−0.01	−0.93	+0.27	−0.34	+0.40	−0.10
	パッシブ比率	87.50	83.03	90.70	90.48	90.57	90.65	92.20	93.31	93.33	95.18	—
アクティブ運用	時間加重収益率	29.56	−9.90	17.30	17.91	−6.65	−11.58	45.13	0.06	6.71	36.49	10.92
	ベンチマーク収益率	30.69	−10.82	14.69	15.87	−5.04	−9.50	42.13	1.99	5.81	41.34	11.18
	超過収益率	−1.13	+0.92	+2.61	+2.04	−1.62	−2.08	+3.00	−1.92	+0.89	−4.85	−0.26
	アクティブ比率	12.50	16.97	9.30	9.52	9.43	9.35	7.80	6.69	6.67	4.82	—

外国株式

（単位：%）

		2014年度	2015年度	2016年度	2017年度	2018年度	2019年度	2020年度	2021年度	2022年度	2023年度	直近10年間（年率）
時間加重収益率		22.27	−9.63	14.20	10.15	8.12	−13.08	59.42	18.48	1.84	40.06	13.41
ベンチマーク収益率		22.31	−9.66	14.61	9.70	8.21	−13.40	60.21	19.38	1.88	40.63	13.56
超過収益率		−0.04	+0.03	−0.41	+0.46	−0.09	+0.32	−0.79	−0.90	−0.05	−0.57	−0.15
パッシブ運用	時間加重収益率	22.22	−9.67	14.63	9.73	8.12	−13.38	59.68	19.31	1.93	40.37	13.49
	ベンチマーク収益率	22.22	−9.71	14.64	9.70	8.21	−13.40	60.21	19.38	1.88	40.63	13.55
	超過収益率	−0.00	+0.04	−0.01	+0.04	−0.09	+0.02	−0.53	−0.07	+0.05	−0.26	−0.06
	パッシブ比率	88.85	85.98	85.79	86.50	88.16	90.36	89.00	87.75	92.21	88.33	—
アクティブ運用	時間加重収益率	22.59	−9.17	11.98	12.85	9.06	−10.23	57.69	12.93	0.31	37.15	12.93
	ベンチマーク収益率	23.03	−9.26	14.47	9.70	8.21	−13.40	60.21	19.38	1.88	40.63	13.67
	超過収益率	−0.44	+0.09	−2.49	+3.16	+0.85	+3.17	−2.52	−6.45	−1.57	−3.48	−0.73
	アクティブ比率	11.15	14.02	14.21	13.50	11.84	9.64	11.00	12.25	7.79	11.67	—

（注1）各資産のパッシブ、アクティブ比率は、各年度における四半期末の平均値です。
（注2）2019年度までは短期資産及び財投債を含みません。
（注3）2020年度以降の国内債券（全体）及び国内債券（アクティブ運用）は円建ての短期資産を含みます。また、2020年度以降の外国債券（全体）及び外国債券（アクティブ運用）は外貨建ての短期資産を含みます。
（注4）2020年度の国内債券は財投債を含みます。なお、財投債による運用は、2020年度中に終了しました。
（注5）為替ヘッジ付き外国債券は2019年度までは外国債券に区分し、2020年度以降は国内債券に区分しています。
（注6）2023年度は、約定日ベースで算出しています。また、株価指数先物取引の想定元本等を加味しています。

3 | 運用手法・運用受託機関別運用資産額等

[1] 運用手法別・資産別運用資産額（2023年度末時価総額）

	時価総額	構成割合（%）
運用資産合計	245兆9,815億円	100.00
パッシブ運用	202兆4,714億円	82.31
アクティブ運用	42兆1,160億円	17.12
その他	1兆3,941億円	0.57

		時価総額	構成割合（%）
運用資産合計		245兆9,815億円	100.00
国内債券	計	61兆1,573億円	24.86
	パッシブ運用	29兆9,154億円	12.16
	アクティブ運用	29兆9,624億円	12.18
	その他	1兆2,795億円	0.52
外国債券	計	60兆3,721億円	24.54
	パッシブ運用	58兆4,362億円	23.76
	アクティブ運用	1兆8,213億円	0.74
	その他	1,146億円	0.05
国内株式	計	61兆5,532億円	25.02
	パッシブ運用	58兆7,889億円	23.90
	アクティブ運用	2兆7,643億円	1.12
外国株式	計	62兆8,989億円	25.57
	パッシブ運用	55兆3,308億円	22.49
	アクティブ運用	7兆5,680億円	3.08

（注1）四捨五入のため、各数値の合算は合計の値と必ずしも一致しません。
（注2）国内債券（その他）は円建ての短期資産の時価総額です。また、外国債券（その他）は外貨建ての短期資産の時価総額です。
（注3）約定日ベースで算出しています。また、株価指数先物取引の想定元本等を加味しています。

[2] パッシブ運用及びアクティブ運用の割合の推移

（単位：%）

		2014年度末	2015年度末	2016年度末	2017年度末	2018年度末	2019年度末	2020年度末	2021年度末	2022年度末	2023年度末
国内債券	パッシブ	86.10	82.50	79.38	77.03	75.54	71.45	72.93	76.60	58.12	48.92
	アクティブ	13.90	17.50	20.62	22.97	24.46	28.55	27.07	23.40	41.88	51.08
外国債券	パッシブ	69.85	64.94	60.89	61.98	66.24	73.81	76.12	79.22	86.28	96.79
	アクティブ	30.15	35.06	39.11	38.02	33.76	26.19	23.88	20.78	13.72	3.21
国内株式	パッシブ	86.71	81.52	90.62	90.44	90.58	90.93	92.97	93.65	93.06	95.51
	アクティブ	13.29	18.48	9.38	9.56	9.42	9.07	7.03	6.35	6.94	4.49
外国株式	パッシブ	88.05	84.15	86.45	86.32	90.50	90.17	87.99	90.82	93.57	87.97
	アクティブ	11.95	15.85	13.55	13.68	9.50	9.83	12.01	9.18	6.43	12.03
合　計	パッシブ	83.91	79.28	77.31	76.28	77.87	79.21	82.69	85.21	82.82	82.31
	アクティブ	16.09	20.72	22.69	23.72	22.13	20.79	17.31	14.79	17.18	17.69

（注1）2019年度末までは短期資産及び財投債を含みません。なお、2020年度末以降は財投債の残高はありません。
（注2）2020年度末以降の国内債券（アクティブ）及び合計（アクティブ）は、円建ての短期資産を含みます。また、2020年度末以降の外国債券（アクティブ）及び合計（アクティブ）は、外貨建ての短期資産を含みます。
（注3）為替ヘッジ付き外国債券は2019年度末までは外国債券（パッシブ）に区分し、2020年度末以降は国内債券（パッシブ）に区分しています。
（注4）2023年度末は、約定日ベースで算出しています。また、株価指数先物取引の想定元本等を加味しています。

[3] 運用受託機関等別運用資産額（2023年度末時価総額）

（単位：億円）

運用手法	運用受託機関名（再委託先等名）	資産管理機関	マネジャー・ベンチマーク	時価総額
国内債券パッシブ運用	アセットマネジメントOne（1）（旧みずほ信託）〈法人番号 9010001021473〉	MTBJ	BPI	10,917
	アセットマネジメントOne（2）	MTBJ	BPI−国	62,905
	ブラックロック・ジャパン（1）〈法人番号 9010001125976〉	MTBJ	USGOV−H	7,943
	三井住友トラスト・アセットマネジメント（1）〈法人番号 8010001114914〉	MTBJ	BPI	12,224
	三井住友トラスト・アセットマネジメント（2）	MTBJ	BPI−国	62,218
	三菱UFJ信託銀行（1）〈法人番号 6010001008770〉	MTBJ	BPI	6,113
	三菱UFJ信託銀行（2）	MTBJ	BPI−国	66,338
	りそなアセットマネジメント（1）〈法人番号 5010601048309〉	MTBJ	BPI	6,108
	りそなアセットマネジメント（2）	MTBJ	BPI−国	58,835
	りそなアセットマネジメント（3）	MTBJ	USGOV−H	5,554
国内債券アクティブ運用	アセットマネジメントOne（3）（旧みずほ信託）〈法人番号 9010001021473〉	MTBJ	BPI	5,768
	アムンディ・ジャパン（1）〈法人番号 9010001062807〉	MTBJ	BPI	5,325
	東京海上アセットマネジメント（1）〈法人番号 3010001034076〉	MTBJ	BPI	2,607
	日興アセットマネジメント（1）〈法人番号 8010401072159〉	MTBJ	BPI	4,340
	ニッセイアセットマネジメント（1）〈法人番号 9010001025953〉	MTBJ	BPI	6,901
	野村アセットマネジメント（1）〈法人番号 7010001054021〉	MTBJ	BPI	4,846
	PGIMジャパン（1）〈法人番号 7010001098893〉	MTBJ	BPI	9,051
	ピムコジャパンリミテッド（1）（パシフィック・インベストメント・マネジメント・カンパニー・エルエルシー等）〈法人番号 4700150005220〉	MTBJ	BPI	9,017
	マニュライフ・インベストメント・マネジメント（1）〈法人番号 1010001106942〉	MTBJ	BPI	4,126
	三井住友DSアセットマネジメント（1）〈法人番号 4010401049128〉	MTBJ	BPI	5,323
	三井住友トラスト・アセットマネジメント（3）〈法人番号 8010001114914〉	MTBJ	BPI	2,690
	三菱UFJアセットマネジメント〈法人番号 9010001034450〉	MTBJ	BPI	2,664
	三菱UFJ信託銀行（3）〈法人番号 6010001008770〉	MTBJ	BPI	4,995
	自家運用（1）	MTBJ	BPI	67,262
	自家運用（2）	MTBJ	−	133,020
	自家運用（3）	MTBJ	−	27,106
国内債券その他	自家運用（4）	MTBJ	−	6,795
外国債券パッシブ運用	アセットマネジメントOne（4）（旧みずほ信託）〈法人番号 9010001021473〉	MTBJ	WGBI−EXC	43,362
	ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズ（1）（ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズ・リミテッド）〈法人番号 2010401034817〉	MTBJ	WGBI−EXC	61,889
	ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズ（2）（ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズ・トラスト・カンパニー等）	MTBJ	USIG	3,143
	ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズ（3）（ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズ・リミテッド等）	MTBJ	EUROIG	1,197
	野村アセットマネジメント（2）〈法人番号 7010001054021〉	MTBJ	WGBI−EXC	38,637
	ブラックロック・ジャパン（4）〈法人番号 9010001125976〉	MTBJ	WGBI−EXC	61,425
	ブラックロック・ジャパン（5）	MTBJ	WGBI−0−EXC	23,731
	ブラックロック・ジャパン（6）	MTBJ	USGOV	61,978
	ブラックロック・ジャパン（7）	MTBJ	USGOV 1−3Y	1,274
	ブラックロック・ジャパン（8）	MTBJ	USGOV 10+Y	1,903
	ブラックロック・ジャパン（9）	MTBJ	EGBI	49,468
	ブラックロック・ジャパン（10）	MTBJ	EGBI 1−3Y	1,829
	ブラックロック・ジャパン（11）	MTBJ	EGBI 10+Y	1,513
	ブラックロック・ジャパン（12）（ブラックロック・ファイナンシャル・マネジメント・インク等）	MTBJ	USIG	2,578
	ブラックロック・ジャパン（13）（ブラックロック・ファイナンシャル・マネジメント・インク等）	MTBJ	EUROIG	2,249
	ブラックロック・ジャパン（14）（ブラックロック・ファイナンシャル・マネジメント・インク等）	MTBJ	USHY2%	11
	ブラックロック・ジャパン（15）（ブラックロック・ファイナンシャル・マネジメント・インク等）	MTBJ	EUROHY 2%	3
	三井住友トラスト・アセットマネジメント（4）〈法人番号 8010001114914〉	MTBJ	WGBI−EXC	50,392
	りそなアセットマネジメント（5）〈法人番号 5010601048309〉	MTBJ	WGBI−EXC	54,320
	りそなアセットマネジメント（6）	MTBJ	WGBI−0−EXC	16,924
	りそなアセットマネジメント（7）	MTBJ	USGOV	54,037
	りそなアセットマネジメント（8）	MTBJ	USGOV 1−3Y	4,849
	りそなアセットマネジメント（9）	MTBJ	USGOV 10+Y	1,969
	りそなアセットマネジメント（10）	MTBJ	EGBI	41,858
	りそなアセットマネジメント（11）	MTBJ	EGBI 1−3Y	1,513
	りそなアセットマネジメント（12）	MTBJ	EGBI 10+Y	2,303

（単位：億円）

運用手法	運用受託機関名（再委託先等名）	資産管理機関	マネジャー・ベンチマーク	時価総額
外国債券アクティブ運用	ティー・ロウ・プライス・ジャパン（1）（ティー・ロウ・プライス・インターナショナル・リミテッド）〈法人番号 2010001185795〉	MTBJ	EUROHY 2%	788
	バインブリッジ・インベストメンツ（バインブリッジ・インベストメンツ・エルエルシー）〈法人番号 8010001011855〉	MTBJ	USHY2%	850
	フランクリン・テンプルトン・ジャパン（1）（フランクリン・グローバル・インベストメント・マネジメント・エルエルシー）〈法人番号 5010001048652〉	SSTB	G−AGG−EXC	10
	ベアリングス・ジャパン（ベアリングス・エルエルシー等）〈法人番号 3010001028755〉	MTBJ	USHY2%	864
	モルガン・スタンレー・インベストメント・マネジメント（1）（モルガン・スタンレー・インベストメント・マネジメント・インク等）〈法人番号 9011001026405〉	SSTB	G−AGG−EXC	6
	モルガン・スタンレー・インベストメント・マネジメント（2）（モルガン・スタンレー・インベストメント・マネジメント・インク）	MTBJ	USHY2%	828
	UBSアセット・マネジメント（1）（UBSアセット・マネジメント（UK）リミテッド）〈法人番号 4010001031576〉	MTBJ	EUROHY 2%	1,269
外国債券その他	自家運用（5）	SSTB	−	1,146
国内株式パッシブ運用	アセットマネジメントOne（5）（旧DIAM）〈法人番号 9010001021473〉	MTBJ	TOPIX	85,871
	アセットマネジメントOne（6）（旧みずほ信託）	MTBJ	RN−P	30,633
	アセットマネジメントOne（7）	MTBJ	FTSE−BL	15,223
	野村アセットマネジメント（4）〈法人番号 7010001054021〉	MTBJ	RAFI	1,799
	フィデリティ投信（1）（ジオード・キャピタル・マネジメント・エルエルシー）〈法人番号 1010401025734〉	MTBJ	TOPIX	3,461
	ブラックロック・ジャパン（16）〈法人番号 9010001125976〉	MTBJ	TOPIX	107,134
	ブラックロック・ジャパン（17）	MTBJ	FTSE−BLSR	14,417
	三井住友トラスト・アセットマネジメント（5）〈法人番号 8010001114914〉	MTBJ	TOPIX	83,886
	三井住友トラスト・アセットマネジメント（6）	MTBJ	SP−C	23,117
	三菱UFJ信託銀行（4）〈法人番号 6010001008770〉	MTBJ	TOPIX	63,996
	三菱UFJ信託銀行（5）	MTBJ	MSCI−N−ESG	29,721
	三菱UFJ信託銀行（6）	MTBJ	MSCI−WIN	9,403
	りそなアセットマネジメント（13）〈法人番号 5010601048309〉	MTBJ	TOPIX	107,527
	りそなアセットマネジメント（14）	MTBJ	TOPIX−30G	2,104
	りそなアセットマネジメント（15）	MTBJ	TOPIX−30V	2,060
	りそなアセットマネジメント（16）	MTBJ	TOPIX−70G	1,015
	りそなアセットマネジメント（17）	MTBJ	TOPIX−70V	1,228
	りそなアセットマネジメント（18）	MTBJ	TOPIX−400G	467
	りそなアセットマネジメント（19）	MTBJ	TOPIX−400V	961
	りそなアセットマネジメント（20）	MTBJ	M0−GD−J	7,364
国内株式アクティブ運用	アセットマネジメントOne（8）〈法人番号 9010001021473〉	MTBJ	TOPIX	1,831
	アセットマネジメントOne（9）	MTBJ	TOPIX	527
	アセットマネジメントOne（10）	MTBJ	TOPIX	230
	アセットマネジメントOne（11）	MTBJ	TOPIX	620
	アセットマネジメントOne（12）（旧みずほ投信）	MTBJ	RN−SG	400
	インベスコ・アセット・マネジメント（1）〈法人番号 7010401061146〉	MTBJ	TOPIX	1,274
	インベスコ・アセット・マネジメント（2）	MTBJ	TOPIX	471
	ウエリントン・マネージメント・ジャパン・ピーティーイー・リミテッド（1）（ウエリントン・マネージメント・カンパニー・エルエルピー）〈法人番号 7700150000136〉	MTBJ	TOPIX	230
	キャピタル・インターナショナル（キャピタル・インターナショナル・インク等）〈法人番号 8010001014858〉	MTBJ	TOPIX	1,209
	ゴールドマン・サックス・アセット・マネジメント（ゴールドマン・サックス・アセット・マネジメント（シンガポール）ピーティーイー・リミテッド）〈法人番号 8010401009945〉	MTBJ	TOPIX	396
	JPモルガン・アセット・マネジメント（1）〈法人番号 6010001098507〉	MTBJ	TOPIX	231
	JPモルガン・アセット・マネジメント（2）	MTBJ	MSCI−J	1,449
	シュローダー・インベストメント・マネジメント〈法人番号 6010001077097〉	MTBJ	TOPIX	1,328
	SOMPOアセットマネジメント（1）（GLG Partners LP）〈法人番号 7010001031160〉	MTBJ	TOPIX	397
	東京海上アセットマネジメント（2）〈法人番号 3010001034076〉	MTBJ	TOPIX	237
	日興アセットマネジメント（2）〈法人番号 8010401072159〉	MTBJ	TOPIX	338
	日興アセットマネジメント（3）	MTBJ	TOPIX	307
	野村アセットマネジメント（5）〈法人番号 7010001054021〉	MTBJ	TOPIX	922
	野村アセットマネジメント（6）	MTBJ	RN−S	188
	野村アセットマネジメント（7）（Columbia Management Investment Advisers, LLC）	MTBJ	MSCI−J	235
	ピクテ・ジャパン（Pictet Asset Management Ltd.）〈法人番号 4010001027269〉	MTBJ	MSCI−J	230

（単位：億円）

運用手法	運用受託機関名（再委託先等名）	資産管理機関	マネジャー・ベンチマーク	時価総額
国内株式アクティブ運用	フィデリティ投信（2）〈法人番号 1010401025734〉	MTBJ	RN−TG	1,794
	ブラックロック・ジャパン（18）（ブラックロック・インスティテューショナル・トラスト・カンパニー等）〈法人番号 9010001125976〉	MTBJ	TOPIX	1,873
	マニュライフ・インベストメント・マネジメント（2）（マニュライフ・インベストメント・マネジメント（Europe）リミテッド）〈法人番号 1010001106942〉	MTBJ	TOPIX	828
	三井住友DSアセットマネジメント（2）〈法人番号 4010401049128〉	MTBJ	TOPIX	416
	三井住友DSアセットマネジメント（3）	MTBJ	TOPIX	380
	三井住友DSアセットマネジメント（4）	MTBJ	TOPIX	241
	三井住友DSアセットマネジメント（5）	MTBJ	TOPIX	873
	三井住友DSアセットマネジメント（6）	MTBJ	RN−V	1,903
	三井住友トラスト・アセットマネジメント（7）〈法人番号 8010001114914〉	MTBJ	TOPIX	391
	三菱UFJ信託銀行（7）〈法人番号 6010001008770〉	MTBJ	TOPIX	1,856
	ラザード・ジャパン・アセット・マネージメント（1）〈法人番号 8010401058901〉	MTBJ	TOPIX	1,720
	ラッセル・インベストメント（1）（ラッセル・インベストメント・インプリメンテーション・サービシーズ・エル・エル・シー）〈法人番号 6010401037394〉	MTBJ	TOPIX	451
	ラッセル・インベストメント（2）（M&Gインベストメント・マネジメント・リミテッド）	MTBJ	MSCI−J	1,207
外国株式パッシブ運用	ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズ（4）〈法人番号 2010401034817〉	MTBJ	MSCI−A−EXC	60,575
	ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズ（5）	MTBJ	MSCI−N	14,309
	ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズ（6）	MTBJ	MSCI−EU	2,675
	ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズ（7）	MTBJ	MSCI−P	563
	ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズ（8）	MTBJ	MSCI−EXC	9,112
	ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズ（9）	MTBJ	SP−GC	48,769
	ブラックロック・ジャパン（19）〈法人番号 9010001125976〉	MTBJ	MSCI−A−EXC	103,122
	ブラックロック・ジャパン（20）	MTBJ	MSCI−K	25,175
	ブラックロック・ジャパン（21）	MTBJ	MSCI−N	5,927
	ブラックロック・ジャパン（22）	MTBJ	MSCI−US100	12,169
	ブラックロック・ジャパン（23）	MTBJ	MSCI−USLG	1,405
	ブラックロック・ジャパン（24）	MTBJ	MSCI−USLV	889
	ブラックロック・ジャパン（25）	MTBJ	MSCI−CA	753
	ブラックロック・ジャパン（26）	MTBJ	MSCI−EU	2,740
	ブラックロック・ジャパン（27）	MTBJ	MSCI−EXC	2,494
	三井住友トラスト・アセットマネジメント（8）〈法人番号 8010001114914〉	MTBJ	MSCI−K	81,607
	三井住友トラスト・アセットマネジメント（9）	MTBJ	MSCI−EXC	13,759
	リーガル・アンド・ジェネラル・インベストメント・マネジメント・ジャパン（1）（リーガル・アンド・ジェネラル・インベストメント・マネジメント・リミテッド）〈法人番号 5010001181453〉	MTBJ	MSCI−A−EXC	100,253
	リーガル・アンド・ジェネラル・インベストメント・マネジメント・ジャパン（2）（リーガル・アンド・ジェネラル・インベストメント・マネジメント・リミテッド）	MTBJ	MSCI−N	9,405
	リーガル・アンド・ジェネラル・インベストメント・マネジメント・ジャパン（3）（リーガル・アンド・ジェネラル・インベストメント・マネジメント・リミテッド）	MTBJ	MSCI−US30	4,031
	リーガル・アンド・ジェネラル・インベストメント・マネジメント・ジャパン（4）（リーガル・アンド・ジェネラル・インベストメント・マネジメント・リミテッド）	MTBJ	MSCI−US100	1,124
	リーガル・アンド・ジェネラル・インベストメント・マネジメント・ジャパン（5）（リーガル・アンド・ジェネラル・インベストメント・マネジメント・リミテッド）	MTBJ	MSCI−USLG	1,303
	リーガル・アンド・ジェネラル・インベストメント・マネジメント・ジャパン（6）（リーガル・アンド・ジェネラル・インベストメント・マネジメント・リミテッド）	MTBJ	MSCI−USLV	3,713
	リーガル・アンド・ジェネラル・インベストメント・マネジメント・ジャパン（7）（リーガル・アンド・ジェネラル・インベストメント・マネジメント・リミテッド）	MTBJ	MSCI−CA	418
	リーガル・アンド・ジェネラル・インベストメント・マネジメント・ジャパン（8）（リーガル・アンド・ジェネラル・インベストメント・マネジメント・リミテッド）	MTBJ	MSCI−EU	9,023
	リーガル・アンド・ジェネラル・インベストメント・マネジメント・ジャパン（9）（リーガル・アンド・ジェネラル・インベストメント・マネジメント・リミテッド）	MTBJ	MSCI−P	1,903
	リーガル・アンド・ジェネラル・インベストメント・マネジメント・ジャパン（10）（リーガル・アンド・ジェネラル・インベストメント・マネジメント・リミテッド）	MTBJ	MSCI−EASEALG	1,079
	リーガル・アンド・ジェネラル・インベストメント・マネジメント・ジャパン（11）（リーガル・アンド・ジェネラル・インベストメント・マネジメント・リミテッド）	MTBJ	MSCI−EASEALV	1,490
	リーガル・アンド・ジェネラル・インベストメント・マネジメント・ジャパン（12）（リーガル・アンド・ジェネラル・インベストメント・マネジメント・リミテッド）	MTBJ	MSCI−EXC	5,712
	リーガル・アンド・ジェネラル・インベストメント・マネジメント・ジャパン（13）（リーガル・アンド・ジェネラル・インベストメント・マネジメント・リミテッド）	MTBJ	MSCI−A−ESG	23,463
	リーガル・アンド・ジェネラル・インベストメント・マネジメント・ジャパン（14）（リーガル・アンド・ジェネラル・インベストメント・マネジメント・リミテッド）	MTBJ	MO−GD	6,849
外国株式アクティブ運用	アセットマネジメントOne（13）（旧みずほ投信）（オールスプリング・グローバル・インベストメンツ・エルエルシー）〈法人番号 9010001021473〉	MTBJ	MSCI−E	3
	アムンディ・ジャパン（2）（Amundi Asset Management US, Inc）〈法人番号 9010001062807〉	MTBJ	SP−500	3,083
	ウエリントン・マネージメント・ジャパン・ピーティーイー・リミテッド（2）（ウエリントン・マネージメント・カンパニー・エルエルピー）〈法人番号 7700150000136〉	MTBJ	SP−500	1,337
	JPモルガン・アセット・マネジメント（3）（JPMorgan Asset Management（UK）Limited）〈法人番号 6010001098507〉	MTBJ	MSCI−K	1,909
	JPモルガン・アセット・マネジメント（4）（J.P. Morgan Investment Management Inc.）	MTBJ	SP−500	470
	JPモルガン・アセット・マネジメント（5）（J.P. Morgan Investment Management Inc.）	MTBJ	FR−3000G	1,804
	SOMPOアセットマネジメント（2）（Numeric Investors LLC）〈法人番号 7010001031160〉	MTBJ	MSCI−K	412
	SOMPOアセットマネジメント（3）（Montrusco Bolton Investments Inc.）	MTBJ	MSCI−K	2,643
	ティー・ロウ・プライス・ジャパン（2）（ティー・ロウ・プライス・アソシエイツ・インク）〈法人番号 2010001185795〉	MTBJ	SP−500	4,301
	ティー・ロウ・プライス・ジャパン（3）（ティー・ロウ・プライス・アソシエイツ・インク）	MTBJ	FR−3000	1,601

（単位：億円）

運用手法	運用受託機関名（再委託先等名）	資産管理機関	マネジャー・ベンチマーク	時価総額
外国株式アクティブ運用	東京海上アセットマネジメント（3）（Epoch Investment Partners, Inc.）〈法人番号 3010001034076〉	MTBJ	MSCI−K	412
	東京海上アセットマネジメント（4）（Applied Finance Capital Management, LLC）	MTBJ	FR−1000V	1,319
	東京海上アセットマネジメント（5）（Jacobs Levy Equity Management, Inc.）	MTBJ	FR−T200	3,116
	東京海上アセットマネジメント（6）（Columbia Management Investment Advisors, LLC）	MTBJ	FR−MV	1,204
	日興アセットマネジメント（4）（オズモシス・インベストメント・マネジメント UK）〈法人番号 8010401072159〉	MTBJ	MSCI−K	3,879
	ニッセイアセットマネジメント（2）（ジュピター・アセット・マネジメント・リミテッド）〈法人番号 9010001025953〉	MTBJ	MSCI−K−IMI	3,695
	ニッセイアセットマネジメント（3）（ザ・パトナム・アドバイザリー・カンパニー・エルエルシー）	MTBJ	FR−1000V	2,112
	ニューバーガー・バーマン（1）（Neuberger Berman Investment Advisers LLC）〈法人番号 6010001126515〉	MTBJ	FR−1000G	865
	野村アセットマネジメント（8）〈法人番号 7010001054021〉	MTBJ	MSCI−K	1,313
	野村アセットマネジメント（9）	MTBJ	MSCI−K	1,117
	野村アセットマネジメント（10）（Hotchkis and Wiley Capital Management, LLC）	MTBJ	MSCI−K	418
	野村アセットマネジメント（11）（Royal London Asset Management Limited）	MTBJ	MSCI−K	3,376
	野村アセットマネジメント（12）（CIBC Asset Management Inc.）	MTBJ	MSCI−CA	1,098
	BNPパリバ・アセットマネジメント（1）（BNPパリバ・アセットマネジメント・ヨーロッパ）〈法人番号 3010001068479〉	MTBJ	MSCI−K	1,568
	BNPパリバ・アセットマネジメント（2）（IMPAXアセットマネジメント・エルエルシー）	MTBJ	SP−500	1,402
	フィデリティ投信（3）（フィデリティ・インスティテューショナル・アセット・マネジメント（FIAM））〈法人番号 1010401025734〉	MTBJ	MSCI−K−IMI	675
	フィデリティ投信（4）（フィデリティ・インスティテューショナル・アセット・マネジメント（FIAM））	MTBJ	FR−1000G	348
	ブラックロック・ジャパン（28）（ブラックロック・インスティテューショナル・トラスト・カンパニー等）〈法人番号 9010001125976〉	MTBJ	MSCI−K	3,993
	ブラックロック・ジャパン（29）（ブラックロック・インスティテューショナル・トラスト・カンパニー・エヌ・エイ等）	MTBJ	FR−1000	2,277
	ブラックロック・ジャパン（30）（ブラックロック・ファイナンシャル・マネジメント・インク）	MTBJ	FR−1000V	253
	フランクリン・テンプルトン・ジャパン（2）（フランディ（ワイン）グローバル・インベストメント・マネジメント・エルエルシー）〈法人番号 5010001048652〉	MTBJ	FR−1000V	1,642
	マニュライフ・インベストメント・マネジメント（3）（マニュライフ・インベストメント・マネジメント（US）エルエルシー）〈法人番号 1010001106942〉	MTBJ	FR−3000	465
	三井住友DSアセットマネジメント（7）（エドモンドゥ・ロスチャイルド・アセット・マネジメント（フランス））〈法人番号 4010401049128〉	MTBJ	MSCI−K−IMI	1,211
	三菱UFJ信託銀行（8）（ベイリー・ギフォード・オーバーシーズ・リミテッド）〈法人番号 6010001008770〉	MTBJ	MSCI−AG−EXC	9
オルタナティブインフラストラクチャー	DBJアセットマネジメント（1）〈法人番号 1010001104938〉	SSTB	−	646
	DBJアセットマネジメント（2）	SSTB	−	818
	DBJアセットマネジメント（3）	SSTB	−	1
	ゲートキーパー：野村アセットマネジメント（13）ファンド・オブ・ファンズ・マネジャー：Pantheon〈法人番号 7010001054021〉	SSTB	−	4,061
	ゲートキーパー：野村アセットマネジメント（14）ファンド・オブ・ファンズ・マネジャー：Pantheon	SSTB	−	1,685
	ゲートキーパー：三井住友DSアセットマネジメント（8）ファンド・オブ・ファンズ・マネジャー：StepStone Infrastructure & Real Assets〈法人番号 4010401049128〉	SSTB	−	6,141
	ゲートキーパー：三井住友DSアセットマネジメント（9）ファンド・オブ・ファンズ・マネジャー：StepStone Infrastructure & Real Assets	SSTB	−	3,103
	自家運用（6）（投資信託の運用者：ニッセイアセットマネジメント）	SSTB	−	1,911
	自家運用（9）	SSTB	−	157
オルタナティブプライベート・エクイティ	ゲートキーパー：ニューバーガー・バーマン（2）ファンド・オブ・ファンズ・マネジャー：NB Alternative Advisors LLC〈法人番号 6010001126515〉	SSTB	−	3,308
	ゲートキーパー：三菱UFJ信託銀行（9）ファンド・オブ・ファンズ・マネジャー：Hamilton Lane Advisors, L.L.C.〈法人番号 6010001008770〉	SSTB	−	2,720
	三菱UFJ信託銀行（10）投資助言：エー・アイ・キャピタル	SSTB	−	83
	自家運用（10）（投資信託の運用者：ニッセイアセットマネジメント）	SSTB	−	570
	自家運用（12）	SSTB	−	119
オルタナティブ不動産	ゲートキーパー：アセットマネジメントOne（14）ファンド・オブ・ファンズ・マネジャー：CBRE Investment Management Indirect Limited〈法人番号 9010001021473〉	SSTB	−	7,433
	ゲートキーパー：アセットマネジメントOne（15）ファンド・オブ・ファンズ・マネジャー：CBRE Investment Management Indirect Limited	SSTB	−	868
	東急不動産キャピタル・マネジメント〈法人番号 2011001051137〉	SSTB	−	60
	ゲートキーパー：みずほ信託銀行ファンド・オブ・ファンズ・マネジャー：LaSalle Investment Management, Inc.〈法人番号 9010001034962〉	SSTB	−	957
	三菱UFJ信託銀行（11）〈法人番号 6010001008770〉	SSTB	−	2,296
	自家運用（15）	SSTB	−	36
合計	39社200ファンド			2,457,585

（単位：億円）

運用手法	資産管理機関等名		時価総額
資産管理	ステート・ストリート信託銀行 〈法人番号 9010401014952〉	SSTB	38,134
	日本マスタートラスト信託銀行 〈法人番号 2010401041086〉	MTBJ	2,421,618
合計			2,459,752

（単位：億円）

	ファンド名	資産管理機関	時価総額
株価指数先物	国内株価指数先物ファンド	MTBJ	1,660
	外国株価指数先物ファンド	MTBJ	507
合計			2,167

（注1）合計欄の39社には自家運用は含みませんが、200ファンドには自家運用の10ファンドを含みます。

（注2）運用受託機関（39社200ファンド）の時価総額合計欄は、解約したファンド（法定信託口座）に係る配当についての未収金等を含みません。

（注3）資産管理機関の時価総額欄は、解約したファンド（法定信託口座）に係る配当についての未収金等（外国株式等：62億円）を含みません。

（注4）株価指数先物取引による収益額は、対応するファンドの逸失損益と打ち消し合うものであり、あくまで参考数値という扱いですが、2023年度の収益額は国内株価指数先物ファンドで69億円、外国株価指数先物ファンドで−6億円となりました。

（注5）マネジャー・ベンチマークは以下のとおりであり、これらのベンチマークの出所は右欄に掲げる各社です。

	マネジャー・ベンチマーク		出所
国内債券	BPI	NOMURA−BPI「除くABS」	㈱野村総合研究所
	BPI−国	NOMURA−BPI 国債	㈱野村総合研究所
	USGOV−H	FTSE 米国国債インデックス（円ヘッジ・円ベース）	FTSE Fixed Income LLC
外国債券	WGBI−EXC	FTSE 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）	FTSE Fixed Income LLC
	WGBI−0−EXC	FTSE 世界国債インデックス（除く日本、米国、EMU、中国、ヘッジなし・円ベース）	FTSE Fixed Income LLC
	USGOV	FTSE 米国国債インデックス（ヘッジなし・円ベース）	FTSE Fixed Income LLC
	USGOV 1−3Y	FTSE 米国国債インデックス1～3年（ヘッジなし・円ベース）	FTSE Fixed Income LLC
	USGOV 10+Y	FTSE 米国債10年超インデックス（ヘッジなし・円ベース）	FTSE Fixed Income LLC
	EGBI	FTSE EMU国債インデックス（ヘッジなし・円ベース）	FTSE Fixed Income LLC
	EGBI 1−3Y	FTSE EMU国債インデックス1～3年（ヘッジなし・円ベース）	FTSE Fixed Income LLC
	EGBI 10+Y	FTSE EMU国債10年超インデックス（ヘッジなし・円ベース）	FTSE Fixed Income LLC
	G−AGG−EXC	ブルームバーグ・グローバル総合インデックス（除く日本円、中国元、ヘッジなし・円ベース）	Bloomberg Index Services Limited
	USIG	ブルームバーグ米国社債インデックス（ヘッジなし・円ベース）	Bloomberg Index Services Limited
	EUROIG	ブルームバーグ・ユーロ社債インデックス（ヘッジなし・円ベース）	Bloomberg Index Services Limited
	USHY2%	ブルームバーグ米国ハイイールド社債 2% 発行体キャップ・インデックス（ヘッジなし・円ベース）	Bloomberg Index Services Limited
	EUROHY2%	ブルームバーグ・ユーロ・ハイイールド社債 2% 発行体キャップ・インデックス（ヘッジなし・円ベース）	Bloomberg Index Services Limited
国内株式	TOPIX	TOPIX（配当込み）	㈱JPX総研
	TOPIX−30G	TOPIX Core 30 Growth（配当込み）	㈱JPX総研
	TOPIX−30V	TOPIX Core 30 Value（配当込み）	㈱JPX総研
	TOPIX−70G	TOPIX Large 70 Growth（配当込み）	㈱JPX総研
	TOPIX−70V	TOPIX Large 70 Value（配当込み）	㈱JPX総研
	TOPIX−400G	TOPIX Mid 400 Growth（配当込み）	㈱JPX総研
	TOPIX−400V	TOPIX Mid 400 Value（配当込み）	㈱JPX総研

	マネジャー・ベンチマーク		出所
国内株式	RN−P	RUSSELL／NOMURA Prime（配当含む）	㈱野村総合研究所
	RN−TG	RUSSELL／NOMURA Total Market Growthインデックス（配当含む）	㈱野村総合研究所
	RN−V	RUSSELL／NOMURA Large Cap Value インデックス（配当含む）	㈱野村総合研究所
	RN−S	RUSSELL／NOMURA Small Cap インデックス（配当含む）	㈱野村総合研究所
	RN−SG	RUSSELL／NOMURA Small Cap Growth インデックス（配当含む）	㈱野村総合研究所
	MSCI−N−ESG	MSCI 日本株 ESG セレクト・リーダーズ指数	MSCI G.K.
	MSCI−WIN	MSCI 日本株女性活躍指数（WIN）	MSCI G.K.
	MSCI−J	MSCI Japan（配当込み）	MSCI G.K.
	FTSE−BL	FTSE Blossom Japan Index	FTSE International Limited
	FTSE−BLSR	FTSE Blossom Japan Sector Relative Index	FTSE International Limited
	MO−GD−J	Morningstar 日本株式ジェンダー・ダイバーシティ・ティルト指数（除くREIT）	Morningstar Japan, Inc.
	SP−C	S&P／JPX カーボン・エフィシェント指数	S&P Opco, LLC
	RAFI	野村RAFI基準インデックス	野村アセットマネジメント㈱
外国株式	MSCI−A−EXC	MSCI ACWI（除く日本、除く中国A株、円ベース、配当込み、管理運用法人の配当課税要因考慮後）	MSCI G.K.
	MSCI−AG−EXC	MSCI ACWI グロース（除く日本、除く中国A株、円ベース、配当込み、管理運用法人の配当課税要因考慮後）	MSCI G.K.
	MSCI−K	MSCI KOKUSAI（円ベース、配当込み、管理運用法人の配当課税要因考慮後）	MSCI G.K.
	MSCI−K−IMI	MSCI KOKUSAI IMI（円ベース、配当込み、管理運用法人の配当課税要因考慮後）	MSCI G.K.
	MSCI−N	MSCI 北米（円ベース、配当込み、管理運用法人の配当課税要因考慮後）	MSCI G.K.
	MSCI−US30	MSCI USA30（円ベース、配当込み、管理運用法人の配当課税要因考慮後）	MSCI G.K.
	MSCI−US100	MSCI USA100（円ベース、配当込み、管理運用法人の配当課税要因考慮後）	MSCI G.K.
	MSCI−USLG	MSCI USA Large Cap Growth（円ベース、配当込み、管理運用法人の配当課税要因考慮後）	MSCI G.K.
	MSCI−USLV	MSCI USA Large Cap Value（円ベース、配当込み、管理運用法人の配当課税要因考慮後）	MSCI G.K.
	MSCI−CA	MSCI Canada（円ベース、配当込み、管理運用法人の配当課税要因考慮後）	MSCI G.K.
	MSCI−EU	MSCI 欧州・中東（円ベース、配当込み、管理運用法人の配当課税要因考慮後）	MSCI G.K.
	MSCI−P	MSCI 太平洋除く日本（円ベース、配当込み、管理運用法人の配当課税要因考慮後）	MSCI G.K.
	MSCI−EA SEALG	MSCI EASEA Large Cap Growth（円ベース、配当込み、管理運用法人の配当課税要因考慮後）	MSCI G.K.
	MSCI−EASEALV	MSCI EASEA Large Cap Value（円ベース、配当込み、管理運用法人の配当課税要因考慮後）	MSCI G.K.
	MSCI−E	MSCI EMERGING MARKETS（円ベース、配当込み、税引き後）	MSCI G.K.
	MSCI−EXC	MSCI EMERGING MARKETS（除く中国A株、円ベース、配当込み、税引き後）	MSCI G.K.
	MSCI−A−ESG	MSCI ACWI ESGユニバーサル指数（除く日本、除く中国A株、円ベース、配当込み、管理運用法人の配当課税要因考慮後）	MSCI G.K.
	MO−GD	Morningstar先進国（除く日本）ジェンダー・ダイバーシティ指数（円ベース、配当込み、税引き前）	Morningstar Japan, Inc.
	SP−GC	S&P グローバル（除く日本）大中型株 カーボン・エフィシェント指数（円ベース）	S&P Opco, LLC
	SP−500	S&P500（円ベース、配当込み）	S&P Opco, LLC
	FR−1000	RUSSELL 1000インデックス（円ベース、配当込み）	FRANK RUSSELL COMPANY
	FR−1000G	RUSSELL 1000グロース・インデックス（円ベース、配当込み）	FRANK RUSSELL COMPANY
	FR−1000V	RUSSELL 1000バリュー・インデックス（円ベース、配当込み）	FRANK RUSSELL COMPANY
	FR−3000	RUSSELL 3000インデックス（円ベース、配当込み）	FRANK RUSSELL COMPANY
	FR−3000G	RUSSELL 3000グロース・インデックス（円ベース、配当込み）	FRANK RUSSELL COMPANY
	FR−T200	RUSSELL トップ200インデックス（円ベース、配当込み）	FRANK RUSSELL COMPANY
	FR−MV	RUSSELL ミッドキャップ・バリュー・インデックス（円ベース、配当込み）	FRANK RUSSELL COMPANY

[4] 運用受託機関等別実績収益率

ア. 運用実績（直近５年）（2019年４月～2024年３月）

運用手法	運用受託機関名	時間加重収益率 (A)	ベンチマーク収益率 (B)	超過収益率 (C)＝(A)－(B)	実績トラッキングエラー (D)	インフォメーション・レシオ (C)／(D)
国内債券 パッシブ運用	アセットマネジメントOne(1)（旧みずほ信託）〈法人番号 9010001021473〉	－1.18%	－1.19%	＋0.01%	0.05%	－
	ブラックロック・ジャパン(1)〈法人番号 9010001125976〉	－3.93%	－2.89%	－1.04%	2.35%	－
	ブラックロック・ジャパン(2)	－3.28%	－3.13%	－0.15%	0.61%	－
	三井住友トラスト・アセットマネジメント(1)〈法人番号 8010001114914〉	－1.18%	－1.19%	＋0.01%	0.04%	－
	三井住友トラスト・アセットマネジメント(2)	－1.31%	－1.31%	＋0.00%	0.04%	－
	三菱UFJ信託銀行(2)〈法人番号 6010001008770〉	－1.29%	－1.31%	＋0.02%	0.06%	－
	りそなアセットマネジメント(3)〈法人番号 5010601048309〉	－5.19%	－2.89%	－2.31%	4.71%	－
	りそなアセットマネジメント(4)	－3.06%	－3.11%	＋0.04%	0.42%	－
国内債券 アクティブ運用	アセットマネジメントOne(3)（旧みずほ信託）〈法人番号 9010001021473〉	－0.87%	－1.19%	＋0.33%	0.30%	1.09
	東京海上アセットマネジメント(1)〈法人番号 3010001034076〉	－1.06%	－1.18%	＋0.12%	0.20%	0.59
	PGIMジャパン(1)〈法人番号 7010001098893〉	－0.73%	－1.19%	＋0.46%	0.22%	2.12
	ピムコジャパンリミテッド(1)〈法人番号 4700150005220〉	－0.65%	－1.21%	＋0.56%	0.25%	2.21
	マニュライフ・インベストメント・マネジメント(1)〈法人番号 1010001106942〉	－0.48%	－1.21%	＋0.73%	0.66%	1.10
	三井住友トラスト・アセットマネジメント(3)〈法人番号 8010001114914〉	－1.09%	－1.21%	＋0.11%	0.19%	0.59
	三菱UFJアセットマネジメント〈法人番号 9010001034450〉	－1.03%	－1.14%	＋0.12%	0.31%	0.37
	三菱UFJ信託銀行(3)〈法人番号 6010001008770〉	－0.76%	－1.11%	＋0.35%	0.22%	1.56
	自家運用(3)	1.28%	－	－	－	－
外国債券 パッシブ運用	アセットマネジメントOne(4)（旧みずほ信託）〈法人番号 9010001021473〉	5.06%	5.01%	＋0.05%	0.20%	－
	ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズ(1)〈法人番号 2010401034817〉	5.17%	5.15%	＋0.01%	0.21%	－
	野村アセットマネジメント(2)〈法人番号 7010001054021〉	5.25%	5.16%	＋0.08%	0.24%	－
	ブラックロック・ジャパン(4)〈法人番号 9010001125976〉	5.24%	5.19%	＋0.06%	0.24%	－
	ブラックロック・ジャパン(5)	3.33%	3.93%	－0.60%	1.17%	－
	ブラックロック・ジャパン(6)	6.38%	6.37%	＋0.02%	0.23%	－
	ブラックロック・ジャパン(7)	3.26%	3.12%	＋0.15%	0.26%	－
	ブラックロック・ジャパン(9)	3.85%	3.78%	＋0.07%	0.49%	－
	三井住友トラスト・アセットマネジメント(4)〈法人番号 8010001114914〉	5.17%	5.15%	＋0.02%	0.22%	－
	りそなアセットマネジメント(5)〈法人番号 5010601048309〉	5.15%	5.15%	－0.01%	0.20%	－
	りそなアセットマネジメント(6)	3.95%	3.93%	＋0.02%	0.45%	－
	りそなアセットマネジメント(7)	6.39%	6.37%	＋0.02%	0.23%	－
	りそなアセットマネジメント(8)	2.02%	2.03%	＋0.00%	0.07%	－
	りそなアセットマネジメント(10)	3.81%	3.78%	＋0.03%	0.39%	－
外国債券 アクティブ運用	フランクリン・テンプルトン・ジャパン(1)〈法人番号 5010001048652〉	5.82%	4.18%	＋1.63%	5.00%	0.33
	モルガン・スタンレー・インベストメント・マネジメント(1)〈法人番号 9011001026405〉	4.46%	4.00%	＋0.46%	2.10%	0.22
	UBSアセット・マネジメント(1)〈法人番号 4010001031576〉	9.58%	8.22%	＋1.36%	1.03%	1.32
国内株式 パッシブ運用	アセットマネジメントOne(5)（旧DIAM）〈法人番号 9010001021473〉	14.49%	14.43%	＋0.06%	0.06%	－
	アセットマネジメントOne(6)（旧みずほ信託）	14.62%	14.60%	＋0.03%	0.04%	－
	アセットマネジメントOne(7)	16.73%	17.04%	－0.32%	0.43%	－
	野村アセットマネジメント(4)〈法人番号 7010001054021〉	16.23%	16.23%	＋0.00%	0.14%	－
	フィデリティ投信(1)〈法人番号 1010401025734〉	14.43%	14.43%	＋0.01%	0.04%	－
	ブラックロック・ジャパン(16)〈法人番号 9010001125976〉	14.40%	14.43%	－0.03%	0.07%	－
	ブラックロック・ジャパン(17)	16.49%	16.57%	－0.07%	0.08%	－
	三井住友トラスト・アセットマネジメント(5)〈法人番号 8010001114914〉	14.31%	14.43%	－0.12%	0.17%	－
	三井住友トラスト・アセットマネジメント(6)	14.28%	14.37%	－0.09%	0.15%	－
	三菱UFJ信託銀行(4)〈法人番号 6010001008770〉	14.33%	14.43%	－0.10%	0.17%	－
	三菱UFJ信託銀行(5)	15.51%	15.68%	－0.17%	0.21%	－
	三菱UFJ信託銀行(6)	13.70%	13.87%	－0.17%	0.17%	－
	りそなアセットマネジメント(13)〈法人番号 5010601048309〉	14.35%	14.43%	－0.08%	0.09%	－
国内株式 アクティブ運用	アセットマネジメントOne(12)（旧みずほ投信）〈法人番号 9010001021473〉	5.19%	6.20%	－1.01%	10.12%	－0.10
	インベスコ・アセット・マネジメント(1)〈法人番号 7010401061146〉	11.23%	14.43%	－3.20%	4.72%	－0.68
	キャピタル・インターナショナル〈法人番号 8010001014858〉	14.82%	14.43%	＋0.39%	5.79%	0.07
	シュローダー・インベストメント・マネジメント〈法人番号 6010001077097〉	12.26%	14.43%	－2.17%	2.89%	－0.75
	野村アセットマネジメント(6)〈法人番号 7010001054021〉	7.10%	10.48%	－3.38%	5.78%	－0.58
	フィデリティ投信(2)〈法人番号 1010401025734〉	13.98%	11.39%	＋2.59%	5.40%	0.48
	三井住友DSアセットマネジメント(6)〈法人番号 4010401049128〉	19.17%	17.60%	＋1.57%	2.39%	0.66
	ラッセル・インベストメント(1)〈法人番号 6010401037394〉	10.81%	14.43%	－3.61%	3.84%	－0.94
外国株式 パッシブ運用	ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズ(4)〈法人番号 2010401034817〉	18.69%	18.84%	－0.15%	0.20%	－
	ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズ(5)	21.77%	22.15%	－0.38%	0.44%	－
	ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズ(6)	15.20%	15.36%	－0.17%	0.30%	－
	ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズ(7)	9.74%	9.68%	＋0.06%	0.39%	－
	ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズ(8)	8.87%	8.95%	－0.08%	0.67%	－
	ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズ(9)	18.91%	19.02%	－0.11%	0.05%	－
	ブラックロック・ジャパン(19)〈法人番号 9010001125976〉	18.80%	18.84%	－0.04%	0.15%	－
	リーガル・アンド・ジェネラル・インベストメント・マネジメント・ジャパン(1)〈法人番号 5010001181453〉	18.93%	18.84%	＋0.09%	0.16%	－
外国株式 アクティブ運用	アセットマネジメントOne(13)（旧みずほ投信）〈法人番号 9010001021473〉	5.92%	4.94%	＋0.98%	3.89%	0.25
	三菱UFJ信託銀行(8)〈法人番号 6010001008770〉	9.87%	10.79%	－0.92%	6.81%	－0.13

イ. 運用実績（直近３年）（2021年４月～2024年３月）

運用手法	運用受託機関名	時間加重収益率 (A)	ベンチマーク収益率 (B)	超過収益率 (C)＝(A)－(B)	実績トラッキングエラー (D)	インフォメーション・レシオ (C)／(D)
国内債券パッシブ運用	アセットマネジメントOne(1)〈旧みずほ信託〉〈法人番号 9010001021473〉	－1.67%	－1.69%	＋0.02%	0.04%	－
	アライアンス・バーンスタイン〈法人番号 7010001010313〉	－5.60%	－7.58%	＋1.98%	1.56%	－
	ブラックロック・ジャパン(1)〈法人番号 9010001125976〉	－6.00%	－6.14%	＋0.15%	0.37%	－
	ブラックロック・ジャパン(2)	－7.62%	－7.40%	－0.22%	0.73%	－
	ブラックロック・ジャパン(3)	－5.89%	－7.72%	＋1.83%	1.54%	－
	三井住友トラスト・アセットマネジメント(1)〈法人番号 8010001114914〉	－1.67%	－1.69%	＋0.02%	0.04%	－
	三井住友トラスト・アセットマネジメント(2)	－1.82%	－1.83%	＋0.01%	0.04%	－
	三菱UFJ信託銀行(2)〈法人番号 6010001008770〉	－1.80%	－1.83%	＋0.03%	0.07%	－
	りそなアセットマネジメント(3)〈法人番号 5010601048309〉	－6.09%	－6.14%	＋0.05%	0.26%	－
	りそなアセットマネジメント(4)	－7.60%	－7.63%	＋0.03%	0.45%	－
国内債券アクティブ運用	アセットマネジメントOne(3)〈旧みずほ信託〉〈法人番号 9010001021473〉	－1.42%	－1.69%	＋0.27%	0.33%	0.83
	東京海上アセットマネジメント(1)〈法人番号 3010001034076〉	－1.61%	－1.67%	＋0.06%	0.23%	0.27
	PGIMジャパン(1)〈法人番号 7010001098893〉	－1.20%	－1.69%	＋0.48%	0.18%	2.67
	ピムコジャパンリミテッド(1)〈法人番号 4700150005220〉	－0.91%	－1.71%	＋0.80%	0.26%	3.07
	マニュライフ・インベストメント・マネジメント(1)〈法人番号 1010001106942〉	－1.25%	－1.71%	＋0.47%	0.53%	0.88
	三井住友トラスト・アセットマネジメント(3)〈法人番号 8010001114914〉	－1.73%	－1.71%	－0.02%	0.18%	－0.12
	三菱UFJアセットマネジメント〈法人番号 9010001034450〉	－1.54%	－1.61%	＋0.07%	0.24%	0.28
	三菱UFJ信託銀行(3)〈法人番号 6010001008770〉	－1.24%	－1.55%	＋0.31%	0.22%	1.44
	自家運用(3)	2.92%	－	－	－	－
外国債券パッシブ運用	アセットマネジメントOne(4)〈旧みずほ信託〉〈法人番号 9010001021473〉	5.39%	5.32%	＋0.06%	0.17%	－
	ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズ(1)〈法人番号 2010401034817〉	5.33%	5.32%	＋0.01%	0.17%	－
	野村アセットマネジメント(2)〈法人番号 7010001054021〉	5.43%	5.32%	＋0.10%	0.23%	－
	ブラックロック・ジャパン(4)〈法人番号 9010001125976〉	5.38%	5.32%	＋0.06%	0.23%	－
	ブラックロック・ジャパン(5)	3.64%	3.61%	＋0.04%	0.46%	－
	ブラックロック・ジャパン(6)	8.11%	8.06%	＋0.05%	0.22%	－
	ブラックロック・ジャパン(7)	4.71%	4.46%	＋0.24%	0.32%	－
	ブラックロック・ジャパン(9)	2.59%	2.57%	＋0.02%	0.49%	－
	ブラックロック・ジャパン(14)	10.02%	9.69%	＋0.33%	0.66%	－
	ブラックロック・ジャパン(15)	5.90%	5.58%	＋0.32%	0.64%	－
	三井住友トラスト・アセットマネジメント(4)〈法人番号 8010001114914〉	5.31%	5.32%	－0.01%	0.18%	－
	りそなアセットマネジメント(5)〈法人番号 5010601048309〉	5.35%	5.32%	＋0.02%	0.17%	－
	りそなアセットマネジメント(6)	3.61%	3.61%	＋0.00%	0.16%	－
	りそなアセットマネジメント(7)	8.10%	8.06%	＋0.03%	0.22%	－
	りそなアセットマネジメント(8)	2.62%	2.62%	－0.01%	0.04%	－
	りそなアセットマネジメント(10)	2.62%	2.57%	＋0.05%	0.40%	－
外国債券アクティブ運用	ティー・ロウ・プライス・ジャパン(1)〈法人番号 2010001185795〉	9.41%	9.24%	＋0.18%	1.95%	0.09
	バインブリッジ・インベストメンツ〈法人番号 8010001011855〉	13.99%	13.48%	＋0.51%	0.84%	0.60
	フランクリン・テンプルトン・ジャパン(1)〈法人番号 5010001048652〉	4.77%	3.65%	＋1.11%	3.44%	0.32
	ベアリングス・ジャパン〈法人番号 3010001028755〉	14.00%	13.48%	＋0.52%	0.97%	0.53
	モルガン・スタンレー・インベストメント・マネジメント(1)〈法人番号 9011001026405〉	3.71%	3.66%	＋0.05%	0.55%	0.09
	モルガン・スタンレー・インベストメント・マネジメント(2)	13.92%	13.48%	＋0.44%	1.31%	0.34
	UBSアセット・マネジメント(1)〈法人番号 4010001031576〉	10.97%	9.24%	＋1.73%	1.04%	1.67
国内株式パッシブ運用	アセットマネジメントOne(5)〈旧DIAM〉〈法人番号 9010001021473〉	15.16%	15.11%	＋0.05%	0.06%	－
	アセットマネジメントOne(6)〈旧みずほ信託〉	14.97%	14.95%	＋0.02%	0.02%	－
	アセットマネジメントOne(7)	17.87%	17.93%	－0.06%	0.08%	－
	野村アセットマネジメント(3)〈法人番号 7010001054021〉	0.40%	0.74%	－0.34%	0.37%	－
	野村アセットマネジメント(4)	19.53%	19.58%	－0.05%	0.17%	－
	フィデリティ投信(1)〈法人番号 1010401025734〉	15.11%	15.11%	－0.00%	0.03%	－
	ブラックロック・ジャパン(16)〈法人番号 9010001125976〉	15.07%	15.11%	－0.05%	0.08%	－
	ブラックロック・ジャパン(17)	17.02%	17.14%	－0.11%	0.10%	－
	三井住友トラスト・アセットマネジメント(5)〈法人番号 8010001114914〉	15.13%	15.11%	＋0.02%	0.04%	－
	三井住友トラスト・アセットマネジメント(6)	14.94%	14.94%	－0.00%	0.06%	－
	三菱UFJ信託銀行(4)〈法人番号 6010001008770〉	14.97%	15.11%	－0.14%	0.21%	－
	三菱UFJ信託銀行(5)	15.51%	15.57%	－0.06%	0.06%	－
	三菱UFJ信託銀行(6)	13.47%	13.51%	－0.04%	0.06%	－
	りそなアセットマネジメント(13)〈法人番号 5010601048309〉	15.05%	15.11%	－0.06%	0.06%	－
国内株式アクティブ運用	アセットマネジメントOne(8)〈法人番号 9010001021473〉	20.92%	15.11%	＋5.80%	3.33%	1.74
	アセットマネジメントOne(12)〈旧みずほ投信〉	－3.37%	2.90%	－6.27%	10.41%	－0.60
	インベスコ・アセット・マネジメント(1)〈法人番号 7010401061146〉	9.38%	15.11%	－5.73%	4.47%	－1.28
	インベスコ・アセット・マネジメント(2)	11.59%	15.11%	－3.52%	3.02%	－1.17
	キャピタル・インターナショナル〈法人番号 8010001014858〉	11.79%	15.11%	－3.32%	5.00%	－0.66
	シュローダー・インベストメント・マネジメント〈法人番号 6010001077097〉	11.26%	15.11%	－3.85%	2.82%	－1.36
	野村アセットマネジメント(6)〈法人番号 7010001054021〉	3.34%	11.11%	－7.78%	5.65%	－1.38
	フィデリティ投信(2)〈法人番号 1010401025734〉	9.13%	10.06%	－0.93%	4.79%	－0.19
	三井住友DSアセットマネジメント(6)〈法人番号 4010401049128〉	25.59%	23.99%	＋1.59%	2.36%	0.68
	ラザード・ジャパン・アセット・マネージメント(1)〈法人番号 8010401058901〉	21.92%	15.16%	＋6.76%	4.53%	1.49
	ラッセル・インベストメント(1)〈法人番号 6010401037394〉	8.92%	15.11%	－6.20%	3.65%	－1.70
外国株式パッシブ運用	ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズ(4)〈法人番号 2010401034817〉	19.40%	19.61%	－0.20%	0.26%	－
	ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズ(5)	22.86%	22.85%	＋0.01%	0.36%	－
	ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズ(6)	18.17%	18.37%	－0.20%	0.37%	－
	ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズ(7)	10.66%	10.54%	＋0.12%	0.49%	－
	ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズ(8)	5.99%	5.82%	＋0.17%	0.60%	－
	ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズ(9)	19.98%	20.08%	－0.09%	0.05%	－
	ブラックロック・ジャパン(19)〈法人番号 9010001125976〉	19.57%	19.61%	－0.04%	0.17%	－
	リーガル・アンド・ジェネラル・インベストメント・マネジメント・ジャパン(1)〈法人番号 5010001181453〉	19.73%	19.61%	＋0.12%	0.14%	－
	リーガル・アンド・ジェネラル・インベストメント・マネジメント・ジャパン(2)	20.92%	20.99%	－0.07%	0.10%	－
	リーガル・アンド・ジェネラル・インベストメント・マネジメント・ジャパン(8)	16.86%	16.79%	＋0.07%	0.14%	－
	リーガル・アンド・ジェネラル・インベストメント・マネジメント・ジャパン(9)	9.06%	8.98%	＋0.08%	0.14%	－
	リーガル・アンド・ジェネラル・インベストメント・マネジメント・ジャパン(12)	4.89%	4.82%	＋0.07%	0.21%	－
	リーガル・アンド・ジェネラル・インベストメント・マネジメント・ジャパン(13)	20.17%	20.16%	＋0.01%	0.05%	－
	リーガル・アンド・ジェネラル・インベストメント・マネジメント・ジャパン(14)	20.71%	20.86%	－0.15%	0.07%	－
外国株式アクティブ運用	アセットマネジメントOne(13)〈旧みずほ投信〉〈法人番号 9010001021473〉	－3.01%	－0.74%	－2.27%	3.71%	－0.61
	三菱UFJ信託銀行(8)〈法人番号 6010001008770〉	－0.71%	6.15%	－6.86%	6.81%	－1.01

ウ. 運用実績（直近１年）（2023年４月～2024年３月）

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

運用手法	運用受託機関名	時間加重収益率（A）	ベンチマーク収益率（B）	超過収益率（C）＝（A）－（B）	備考
国内債券パッシブ運用	アセットマネジメントOne（1）（旧みずほ信託）〈法人番号 9010001021473〉	－2.20%	－2.20%	＋0.01%	
	アセットマネジメントOne（2）	－2.43%	－2.47%	＋0.03%	
	アライアンス・バーンスタイン〈法人番号 7010001010313〉	－6.60%	－8.18%	＋1.59%	
	ブラックロック・ジャパン（1）〈法人番号 9010001125976〉	－5.97%	－5.96%	－0.01%	
	ブラックロック・ジャパン（2）	－2.62%	－2.73%	＋0.11%	
	ブラックロック・ジャパン（3）	－7.26%	－8.60%	＋1.35%	
	三井住友トラスト・アセットマネジメント（1）〈法人番号 8010001114914〉	－2.18%	－2.20%	＋0.02%	
	三井住友トラスト・アセットマネジメント（2）	－2.43%	－2.47%	＋0.03%	
	三菱UFJ信託銀行（1）〈法人番号 6010001008770〉	－2.15%	－2.20%	＋0.05%	
	三菱UFJ信託銀行（2）	－2.41%	－2.47%	＋0.05%	
	りそなアセットマネジメント（1）〈法人番号 5010601048309〉	－2.19%	－2.20%	＋0.01%	
	りそなアセットマネジメント（2）	－2.45%	－2.47%	＋0.02%	
	りそなアセットマネジメント（3）	－5.95%	－5.96%	＋0.01%	
	りそなアセットマネジメント（4）	－3.44%	－3.43%	－0.01%	
国内債券アクティブ運用	アセットマネジメントOne（3）（旧みずほ信託）〈法人番号 9010001021473〉	－2.03%	－2.20%	＋0.17%	
	アムンディ・ジャパン（1）〈法人番号 9010001062807〉	－1.85%	－2.20%	＋0.35%	
	東京海上アセットマネジメント（1）〈法人番号 3010001034076〉	－1.67%	－2.20%	＋0.53%	
	日興アセットマネジメント（1）〈法人番号 8010401072159〉	－1.69%	－2.20%	＋0.51%	
	ニッセイアセットマネジメント（1）〈法人番号 9010001025953〉	－1.79%	－2.20%	＋0.41%	
	野村アセットマネジメント（1）〈法人番号 7010001054021〉	－1.38%	－2.20%	＋0.82%	
	PGIMジャパン（1）〈法人番号 7010001098893〉	－1.43%	－2.20%	＋0.77%	
	ピムコジャパンリミテッド（1）〈法人番号 4700150005220〉	－1.34%	－2.20%	＋0.86%	
	マニュライフ・インベストメント・マネジメント（1）〈法人番号 1010001106942〉	－1.37%	－2.20%	＋0.84%	
	三井住友DSアセットマネジメント（1）〈法人番号 4010401049128〉	－1.71%	－2.20%	＋0.49%	
	三井住友トラスト・アセットマネジメント（3）〈法人番号 8010001114914〉	－2.06%	－2.20%	＋0.14%	
	三菱UFJアセットマネジメント〈法人番号 9010001034450〉	－2.35%	－2.20%	－0.15%	
	三菱UFJ信託銀行（3）〈法人番号 6010001008770〉	－1.76%	－2.20%	＋0.45%	
	自家運用（1）	－1.99%	－2.20%	＋0.21%	
	自家運用（2）	－2.08%	－	－	○
	自家運用（3）	1.45%	－	－	
外国債券パッシブ運用	アセットマネジメントOne（4）（旧みずほ信託）〈法人番号 9010001021473〉	15.42%	15.32%	＋0.09%	
	ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズ（1）〈法人番号 2010401034817〉	15.39%	15.32%	＋0.06%	
	ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズ（2）	18.14%	18.75%	－0.61%	
	ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズ（3）	20.08%	20.75%	－0.67%	
	野村アセットマネジメント（2）〈法人番号 7010001054021〉	15.59%	15.32%	＋0.26%	
	ブラックロック・ジャパン（4）〈法人番号 9010001125976〉	15.58%	15.32%	＋0.26%	
	ブラックロック・ジャパン（5）	16.29%	16.11%	＋0.18%	
	ブラックロック・ジャパン（6）	13.84%	13.73%	＋0.11%	
	ブラックロック・ジャパン（7）	17.29%	17.10%	＋0.19%	
	ブラックロック・ジャパン（8）	－2.73%	6.24%	－8.98%	○
	ブラックロック・ジャパン（9）	17.56%	17.41%	＋0.15%	
	ブラックロック・ジャパン（10）	16.41%	15.97%	＋0.44%	
	ブラックロック・ジャパン（11）	14.82%	14.58%	＋0.24%	○
	ブラックロック・ジャパン（12）	18.28%	18.75%	－0.47%	
	ブラックロック・ジャパン（13）	20.71%	20.75%	－0.04%	
	ブラックロック・ジャパン（14）	14.10%	14.13%	－0.03%	
	ブラックロック・ジャパン（15）	13.72%	13.15%	＋0.57%	
	三井住友トラスト・アセットマネジメント（4）〈法人番号 8010001114914〉	15.43%	15.32%	＋0.11%	
	りそなアセットマネジメント（5）〈法人番号 5010601048309〉	15.41%	15.32%	＋0.08%	
	りそなアセットマネジメント（6）	16.05%	16.11%	－0.06%	
	りそなアセットマネジメント（7）	13.72%	13.73%	＋0.00%	
	りそなアセットマネジメント（8）	17.07%	17.10%	－0.03%	
	りそなアセットマネジメント（9）	13.40%	11.00%	＋2.41%	○
	りそなアセットマネジメント（10）	17.52%	17.41%	＋0.11%	
	りそなアセットマネジメント（11）	16.60%	15.97%	＋0.62%	
	りそなアセットマネジメント（12）	6.02%	7.94%	－1.92%	○
外国債券アクティブ運用	ティー・ロウ・プライス・ジャパン（1）〈法人番号 2010001185795〉	27.25%	25.32%	＋1.93%	
	バインブリッジ・インベストメンツ〈法人番号 8010001011855〉	27.01%	26.40%	＋0.61%	
	フランクリン・テンプルトン・ジャパン（1）〈法人番号 5010001048652〉	6.28%	8.30%	－2.02%	
	ベアリングス・ジャパン〈法人番号 3010001028755〉	26.62%	26.40%	＋0.23%	
	モルガン・スタンレー・インベストメント・マネジメント（1）〈法人番号 9011001026405〉	7.94%	8.30%	－0.36%	
	モルガン・スタンレー・インベストメント・マネジメント（2）	27.63%	26.40%	＋1.24%	
	UBSアセット・マネジメント（1）〈法人番号 4010001031576〉	27.09%	25.32%	＋1.78%	
国内株式パッシブ運用	アセットマネジメントOne（5）（旧DIAM）〈法人番号 9010001021473〉	41.40%	41.34%	＋0.06%	
	アセットマネジメントOne（6）（旧みずほ信託）	41.25%	41.24%	＋0.00%	
	アセットマネジメントOne（7）	47.72%	47.82%	－0.09%	
	野村アセットマネジメント（3）〈法人番号 7010001054021〉	6.38%	7.05%	－0.67%	
	野村アセットマネジメント（4）	48.97%	49.09%	－0.12%	
	フィデリティ投信（1）〈法人番号 1010401025734〉	41.35%	41.34%	＋0.01%	
	ブラックロック・ジャパン（16）〈法人番号 9010001125976〉	41.22%	41.34%	－0.12%	
	ブラックロック・ジャパン（17）	43.94%	43.99%	－0.05%	
	三井住友トラスト・アセットマネジメント（5）〈法人番号 8010001114914〉	41.41%	41.34%	＋0.07%	
	三井住友トラスト・アセットマネジメント（6）	41.91%	41.92%	－0.00%	
	三菱UFJ信託銀行（4）〈法人番号 6010001008770〉	40.87%	41.34%	－0.47%	
	三菱UFJ信託銀行（5）	44.75%	44.88%	－0.14%	
	三菱UFJ信託銀行（6）	44.84%	44.91%	－0.07%	
	りそなアセットマネジメント（13）〈法人番号 5010601048309〉	41.16%	41.34%	－0.18%	
	りそなアセットマネジメント（14）	21.56%	21.59%	－0.04%	○
	りそなアセットマネジメント（15）	26.47%	26.54%	－0.06%	○
	りそなアセットマネジメント（16）	16.72%	16.75%	－0.03%	○
	りそなアセットマネジメント（17）	19.86%	19.90%	－0.04%	○
	りそなアセットマネジメント（18）	9.18%	9.16%	＋0.03%	○
	りそなアセットマネジメント（19）	15.66%	15.66%	－0.00%	○
	りそなアセットマネジメント（20）	42.60%	42.64%	－0.04%	

運用手法	運用受託機関名	時間加重収益率（A）	ベンチマーク収益率（B）	超過収益率（C）＝（A）－（B）	備考
国内株式アクティブ運用	アセットマネジメントOne（8）〈法人番号 9010001021473〉	52.32%	41.34%	＋10.98%	
	アセットマネジメントOne（9）	17.50%	18.62%	－1.12%	○
	アセットマネジメントOne（10）	14.74%	18.62%	－3.88%	○
	アセットマネジメントOne（11）	22.08%	18.62%	＋3.45%	○
	アセットマネジメントOne（12）（旧みずほ投信）	－1.71%	15.65%	－17.36%	
	インベスコ・アセット・マネジメント（1）〈法人番号 7010401061146〉	23.72%	41.34%	－17.62%	
	インベスコ・アセット・マネジメント（2）	34.94%	41.34%	－6.40%	
	ウエリントン・マネージメント・ジャパン・ピーティーイー・リミテッド（1）〈法人番号 7700150000136〉	16.52%	18.62%	－2.10%	○
	キャピタル・インターナショナル〈法人番号 8010001014858〉	30.29%	41.34%	－11.05%	
	ゴールドマン・サックス・アセット・マネジメント〈法人番号 8010401009945〉	18.81%	18.62%	＋0.18%	○
	JPモルガン・アセット・マネジメント（1）〈法人番号 6010001098507〉	17.38%	18.62%	－1.25%	○
	JPモルガン・アセット・マネジメント（2）	20.23%	19.70%	＋0.53%	○
	シュローダー・インベストメント・マネジメント〈法人番号 6010001077097〉	28.69%	41.34%	－12.65%	
	SOMPOアセットマネジメント（1）〈法人番号 7010001031160〉	20.68%	18.62%	＋2.05%	○
	東京海上アセットマネジメント（2）〈法人番号 3010001034076〉	20.46%	18.62%	＋1.84%	○
	日興アセットマネジメント（2）〈法人番号 8010401072159〉	6.32%	18.62%	－12.30%	○
	日興アセットマネジメント（3）	21.93%	18.62%	＋3.31%	○
	野村アセットマネジメント（5）〈法人番号 7010001054021〉	15.53%	18.62%	－3.10%	○
	野村アセットマネジメント（6）	12.48%	30.79%	－18.31%	
	野村アセットマネジメント（7）	19.63%	19.70%	－0.07%	○
	ピクテ・ジャパン〈法人番号 4010001027269〉	17.34%	19.70%	－2.36%	○
	フィデリティ投信（2）〈法人番号 1010401025734〉	28.54%	28.82%	－0.28%	
	ブラックロック・ジャパン（18）〈法人番号 9010001125976〉	18.78%	18.62%	＋0.15%	○
	マニュライフ・インベストメント・マネジメント（2）〈法人番号 1010001106942〉	20.04%	18.62%	＋1.42%	○
	三井住友DSアセットマネジメント（2）〈法人番号 4010401049128〉	24.16%	18.62%	＋5.53%	○
	三井住友DSアセットマネジメント（3）	13.99%	18.62%	－4.63%	○
	三井住友DSアセットマネジメント（4）	21.15%	18.62%	＋2.53%	○
	三井住友DSアセットマネジメント（5）	21.90%	18.62%	＋3.28%	○
	三井住友DSアセットマネジメント（6）	63.26%	58.14%	＋5.13%	
	三井住友トラスト・アセットマネジメント（7）〈法人番号 8010001114914〉	19.00%	18.62%	＋0.38%	○
	三菱UFJ信託銀行（7）〈法人番号 6010001008770〉	18.08%	18.62%	－0.54%	○
	ラザード・ジャパン・アセット・マネージメント（1）〈法人番号 8010401058901〉	51.39%	41.34%	＋10.05%	
	ラッセル・インベストメント（1）〈法人番号 6010401037394〉	30.58%	41.34%	－10.76%	
	ラッセル・インベストメント（2）	23.36%	19.70%	＋3.66%	○
外国株式パッシブ運用	ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズ（4）〈法人番号 2010401034817〉	40.48%	40.79%	－0.31%	
	ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズ（5）	47.40%	47.35%	＋0.05%	
	ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズ（6）	30.33%	30.44%	－0.11%	
	ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズ（7）	17.48%	16.50%	＋0.97%	
	ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズ（8）	25.09%	24.61%	＋0.48%	
	ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズ（9）	40.27%	40.40%	－0.13%	
	ブラックロック・ジャパン（19）〈法人番号 9010001125976〉	40.72%	40.79%	－0.07%	
	ブラックロック・ジャパン（20）	42.83%	42.84%	－0.01%	
	ブラックロック・ジャパン（21）	48.89%	47.35%	＋1.54%	
	ブラックロック・ジャパン（22）	52.93%	52.97%	－0.04%	
	ブラックロック・ジャパン（23）	60.68%	60.62%	＋0.06%	
	ブラックロック・ジャパン（24）	36.68%	36.71%	－0.03%	
	ブラックロック・ジャパン（25）	31.25%	31.29%	－0.04%	
	ブラックロック・ジャパン（26）	30.89%	30.44%	＋0.45%	
	ブラックロック・ジャパン（27）	16.40%	16.88%	－0.49%	○
	三井住友トラスト・アセットマネジメント（8）〈法人番号 8010001114914〉	27.10%	27.08%	＋0.02%	○
	三井住友トラスト・アセットマネジメント（9）	13.59%	13.55%	＋0.04%	○
	リーガル・アンド・ジェネラル・インベストメント・マネジメント・ジャパン（1）〈法人番号 5010001181453〉	40.88%	40.79%	＋0.09%	
	リーガル・アンド・ジェネラル・インベストメント・マネジメント・ジャパン（2）	47.39%	47.35%	＋0.04%	
	リーガル・アンド・ジェネラル・インベストメント・マネジメント・ジャパン（3）	30.85%	30.70%	＋0.14%	○
	リーガル・アンド・ジェネラル・インベストメント・マネジメント・ジャパン（4）	29.53%	29.75%	－0.22%	○
	リーガル・アンド・ジェネラル・インベストメント・マネジメント・ジャパン（5）	33.97%	32.11%	＋1.86%	○
	リーガル・アンド・ジェネラル・インベストメント・マネジメント・ジャパン（6）	25.38%	25.69%	－0.32%	○
	リーガル・アンド・ジェネラル・インベストメント・マネジメント・ジャパン（7）	20.63%	20.96%	－0.33%	○
	リーガル・アンド・ジェネラル・インベストメント・マネジメント・ジャパン（8）	30.46%	30.44%	＋0.02%	
	リーガル・アンド・ジェネラル・インベストメント・マネジメント・ジャパン（9）	16.79%	16.50%	＋0.29%	
	リーガル・アンド・ジェネラル・インベストメント・マネジメント・ジャパン（10）	17.27%	17.62%	－0.36%	○
	リーガル・アンド・ジェネラル・インベストメント・マネジメント・ジャパン（11）	17.99%	18.40%	－0.41%	○
	リーガル・アンド・ジェネラル・インベストメント・マネジメント・ジャパン（12）	24.72%	24.61%	＋0.11%	
	リーガル・アンド・ジェネラル・インベストメント・マネジメント・ジャパン（13）	41.78%	41.74%	＋0.03%	
	リーガル・アンド・ジェネラル・インベストメント・マネジメント・ジャパン（14）	40.24%	40.39%	－0.15%	
外国株式アクティブ運用	アセットマネジメントOne（13）（旧みずほ投信）〈法人番号 9010001021473〉	4.07%	5.83%	－1.76%	
	アムンディ・ジャパン（2）〈法人番号 9010001062807〉	56.72%	47.70%	＋9.02%	
	ウエリントン・マネージメント・ジャパン・ピーティーイー・リミテッド（2）〈法人番号 7700150000136〉	50.52%	47.70%	＋2.83%	
	JPモルガン・アセット・マネジメント（3）〈法人番号 6010001098507〉	30.97%	26.23%	＋4.73%	○
	JPモルガン・アセット・マネジメント（4）	57.13%	47.70%	＋9.43%	
	JPモルガン・アセット・マネジメント（5）	62.88%	56.88%	＋6.00%	
	SOMPOアセットマネジメント（2）〈法人番号 7010001031160〉	31.63%	26.23%	＋5.40%	○
	SOMPOアセットマネジメント（3）	27.64%	26.23%	＋1.40%	○
	ティー・ロウ・プライス・ジャパン（2）〈法人番号 2010001185795〉	52.75%	47.70%	＋5.05%	
	ティー・ロウ・プライス・ジャパン（3）	57.67%	47.03%	＋10.64%	
	東京海上アセットマネジメント（3）〈法人番号 3010001034076〉	32.69%	26.23%	＋6.46%	○
	東京海上アセットマネジメント（4）	44.58%	36.76%	＋7.82%	
	東京海上アセットマネジメント（5）	50.21%	50.60%	－0.39%	
	東京海上アセットマネジメント（6）	37.34%	36.91%	＋0.43%	
	日興アセットマネジメント（4）〈法人番号 8010401072159〉	24.59%	26.23%	－1.64%	○
	ニッセイアセットマネジメント（2）〈法人番号 9010001025953〉	30.02%	25.76%	＋4.26%	○
	ニッセイアセットマネジメント（3）	49.30%	36.76%	＋12.54%	
	ニューバーガー・バーマン（1）〈法人番号 6010001126515〉	61.52%	58.06%	＋3.46%	
	野村アセットマネジメント（8）〈法人番号 7010001054021〉	25.84%	26.23%	－0.39%	○
	野村アセットマネジメント（9）	19.54%	26.23%	－6.69%	○
	野村アセットマネジメント（10）	35.45%	26.23%	＋9.21%	○
	野村アセットマネジメント（11）	29.78%	26.23%	＋3.54%	○
	野村アセットマネジメント（12）	30.47%	31.29%	－0.81%	
	BNPパリバ・アセットマネジメント（1）〈法人番号 3010001068479〉	25.73%	26.23%	－0.50%	○
	BNPパリバ・アセットマネジメント（2）	42.57%	47.70%	－5.13%	

運用手法	運用受託機関名	時間加重収益率（A）	ベンチマーク収益率（B）	超過収益率（C）＝（A）－（B）	備考
外国株式アクティブ運用	フィデリティ投信（3）〈法人番号 1010401025734〉	31.17%	25.76%	＋5.41%	○
	フィデリティ投信（4）	74.34%	58.06%	＋16.28%	
	ブラックロック・ジャパン（28）〈法人番号 9010001125976〉	27.38%	26.23%	＋1.15%	○
	ブラックロック・ジャパン（29）	49.38%	47.68%	＋1.70%	
	ブラックロック・ジャパン（30）	32.14%	36.76%	－4.63%	
	フランクリン・テンプルトン・ジャパン（2）〈法人番号 5010001048652〉	37.97%	36.76%	＋1.20%	
	マニュライフ・インベストメント・マネジメント（3）〈法人番号 1010001106942〉	49.78%	47.03%	＋2.76%	
	三井住友DSアセットマネジメント（7）〈法人番号 4010401049128〉	29.83%	25.76%	＋4.07%	○

エ. 運用実績（オルタナティブ資産）

資産	運用手法	運用受託機関名	内部収益率（主要運用通貨建て）	内部収益率（円建て）	主要運用通貨	運用開始	備考
インフラストラクチャー	国内インフラ特化型	DBJアセットマネジメント（1）〈法人番号 1010001104938〉	5.35%	5.35%	日本円	2018年3月	
	海外インフラ特化型	DBJアセットマネジメント（2）	0.60%	9.17%	米ドル	2018年4月	
	国内インフラ特化型	DBJアセットマネジメント（3）	－	－	日本円	2023年7月	○
	グローバル・コア型	野村アセットマネジメント（8）〈法人番号 7010001054021〉	6.34%	15.15%	米ドル	2018年2月	
	グローバル・コア型	野村アセットマネジメント（14）	3.46%	14.32%	米ドル	2021年12月	
	グローバル・コア型	三井住友DSアセットマネジメント（8）〈法人番号 4010401049128〉	4.09%	11.85%	米ドル	2018年1月	
	グローバル・コア型	三井住友DSアセットマネジメント（9）	7.67%	18.42%	米ドル	2021年9月	
	グローバル・コア型	自家運用（6）	3.01%	6.24%	米ドル	2014年2月	
	グローバル・インフラ	自家運用（7）	－	－	ユーロ	2024年3月	○
	グローバル・インフラ	自家運用（8）	－	－	米ドル	2024年3月	○
	グローバル・インフラ	自家運用（9）	－	－	米ドル	2023年11月	○
プライベート・エクイティ	グローバル・戦略分散型	ニューバーガー・バーマン（2）〈法人番号 6010001126515〉	7.15%	19.55%	米ドル	2020年4月	
	グローバル・戦略分散型	三菱UFJ信託銀行（9）〈法人番号 6010001008770〉	7.70%	20.12%	米ドル	2021年1月	
	日本特化型	三菱UFJ信託銀行（10）	－5.26%	－5.26%	日本円	2022年1月	
	新興国・分散型	自家運用（10）	7.13%	13.57%	米ドル	2015年6月	
	グローバル・バイアウト	自家運用（11）	－	－	ユーロ	2023年7月	○
	グローバル・バイアウト	自家運用（12）	－	－	ユーロ	2023年7月	○
	グローバル・バイアウト	自家運用（13）	－	－	米ドル	2023年3月	○
	グローバル・バイアウト	自家運用（14）	－	－	米ドル	2023年3月	○
不動産	グローバル・コア型 伝統的ファンド領域	アセットマネジメントOne（15）〈法人番号 9010001021473〉	2.30%	10.99%	米ドル	2018年9月	
	グローバル・コア型 共同投資ファンド領域	アセットマネジメントOne（16）	－1.25%	9.80%	米ドル	2021年2月	
	ジャパン・ビルド・トゥ・コア型	東急不動産キャピタル・マネジメント〈法人番号 2011001051137〉	－	－	日本円	2023年4月	○
	グローバル・コア型 共同投資ファンド領域	みずほ信託銀行〈法人番号 9010001034962〉	－0.58%	10.29%	米ドル	2022年9月	
	ジャパン・コア型	三菱UFJ信託銀行（11）〈法人番号 6010001008770〉	7.27%	7.27%	日本円	2017年12月	
	グローバル・オポチュニスティック	自家運用（15）	－13.49%	－4.45%	米ドル	2023年3月	
	グローバル・オポチュニスティック	自家運用（16）	－	－	米ドル	2023年9月	○

（注1）運用受託機関の記載順序は、50音順です。
（注2）複数の運用を受託している運用受託機関は、名称に数字を付記しています。
（注3）時間加重収益率及びベンチマーク収益率は、資産移管に係る売買停止期間等による影響を除いたものを、年率換算したものです。
（注4）数値は小数点以下第3位四捨五入で表記しているため、超過収益率及びインフォメーション・レシオは、表中の数値を用いた計算結果とは必ずしも一致しません。
（注5）時間加重収益率は、証券貸付運用による収益を含みません。
（注6）内部収益率（IRR）は、投資期間における投資対象ファンドのキャッシュフローの規模やタイミングの影響を考慮して求めた収益率です。内部収益率の計算期間は、運用開始から当年度末までです。
（注7）オルタナティブ資産の実際の投資は、主要運用通貨建てで行われています。内部収益率（円建て）は、主要運用通貨建てのキャッシュフローを、キャッシュフロー発生時点の為替レートで円に換算して計算したもので、投資期間を通じた為替の影響を受けています。
（注8）備考欄の「○」印は、運用期間が1年未満となる運用受託機関を表しています。1年未満となる運用受託機関の各収益率は、期間率です。ただし、オルタナティブ資産は、運用開始から1年以上が経過し、かつ投資先への投資実行済みの投資対象について収益率を記載しています。

[5] 運用受託機関及び資産管理機関への支払手数料（3年累計）

（単位：円）

運用手法	運用受託機関名	資産管理機関	手数料額	備考
国内債券パッシブ運用	アセットマネジメントOne（1）（旧みずほ信託）〈法人番号 9010001021473〉	MTBJ	139,633,121	
	アライアンス・バーンスタイン〈法人番号 7010001010313〉	MTBJ	260,832,400	
	ブラックロック・ジャパン（1）〈法人番号 9010001125976〉	MTBJ	49,993,960	
	ブラックロック・ジャパン（2）	MTBJ	6,444,417	
	ブラックロック・ジャパン（3）	MTBJ	129,710,700	
	三井住友トラスト・アセットマネジメント（1）〈法人番号 8010001114914〉	MTBJ	262,381,944	
	三井住友トラスト・アセットマネジメント（2）	MTBJ	47,252,902	
	三菱UFJ信託銀行（2）〈法人番号 6010001008770〉	MTBJ	66,560,025	
	りそなアセットマネジメント（3）〈法人番号 5010601048309〉	MTBJ	57,621,058	
	りそなアセットマネジメント（4）	MTBJ	13,581,046	
国内債券アクティブ運用	アセットマネジメントOne（3）（旧みずほ信託）〈法人番号 9010001021473〉	MTBJ	956,253,223	
	アムンディ・ジャパン（1）〈法人番号 9010001062807〉	MTBJ	267,602,929	
	東京海上アセットマネジメント（1）〈法人番号 3010001034076〉	MTBJ	318,799,269	
	日興アセットマネジメント（1）〈法人番号 8010401072159〉	MTBJ	154,441,459	
	ニッセイアセットマネジメント（1）〈法人番号 9010001025953〉	MTBJ	394,596,025	
	野村アセットマネジメント（1）〈法人番号 7010001054021〉	MTBJ	281,995,918	
	PGIMジャパン（1）〈法人番号 7010001098893〉	MTBJ	991,892,940	
	ピムコジャパンリミテッド（1）〈法人番号 4700150005220〉	MTBJ	1,681,156,215	
	マニュライフ・インベストメント・マネジメント（1）〈法人番号 1010001106942〉	MTBJ	988,590,028	
	三井住友DSアセットマネジメント（1）〈法人番号 4010401049128〉	MTBJ	245,317,635	
	三井住友トラスト・アセットマネジメント（3）〈法人番号 8010001114914〉	MTBJ	409,977,711	
	三菱UFJアセットマネジメント〈法人番号 9010001034450〉	MTBJ	355,390,710	
	三菱UFJ信託銀行（3）〈法人番号 6010001008770〉	MTBJ	930,762,448	
外国債券パッシブ運用	アセットマネジメントOne（4）（旧みずほ信託）〈法人番号 9010001021473〉	MTBJ	143,924,985	
	ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズ（1）〈法人番号 2010401034817〉	MTBJ	200,554,401	
	野村アセットマネジメント（2）〈法人番号 7010001054021〉	MTBJ	67,133,442	
	ブラックロック・ジャパン（4）〈法人番号 9010001125976〉	MTBJ	357,514,648	
	ブラックロック・ジャパン（5）	MTBJ	110,994,547	
	ブラックロック・ジャパン（6）	MTBJ	264,984,742	
	ブラックロック・ジャパン（7）	MTBJ	4,101,819	
	ブラックロック・ジャパン（9）	MTBJ	256,943,093	
	ブラックロック・ジャパン（12）	MTBJ	180,341,239	
	ブラックロック・ジャパン（13）	MTBJ	142,876,232	
	ブラックロック・ジャパン（14）	MTBJ	198,666,461	
	ブラックロック・ジャパン（15）	MTBJ	84,969,433	
	三井住友トラスト・アセットマネジメント（4）〈法人番号 8010001114914〉	MTBJ	33,511,353	
	りそなアセットマネジメント（5）〈法人番号 5010601048309〉	MTBJ	56,621,774	

（単位：円）

運用手法	運用受託機関名	資産管理機関	手数料額	備考
外国債券パッシブ運用	りそなアセットマネジメント（6）	MTBJ	23,173,991	
	りそなアセットマネジメント（7）	MTBJ	82,015,920	
	りそなアセットマネジメント（8）	MTBJ	4,159,409	
	りそなアセットマネジメント（10）	MTBJ	72,729,893	
外国債券アクティブ運用	アセットマネジメントOne（16）（旧みずほ投信）〈法人番号 9010001021473〉	SSTB	2,724,630,636	○
	アッシュモアジャパン〈法人番号 6010001133395〉	SSTB	389,277,979	○
	SOMPOアセットマネジメント（4）〈法人番号 7010001031160〉	SSTB	6,125,020,459	○
	ティー・ロウ・プライス・ジャパン（1）〈法人番号 2010001185795〉	MTBJ	299,029,205	
	バインブリッジ・インベストメンツ〈法人番号 8010001011855〉	MTBJ	255,630,857	
	BNYメロン・インベストメント・マネジメント・ジャパン（1）〈法人番号 8010001040648〉	SSTB	4,039,672,558	○
	PGIMジャパン（2）〈法人番号 7010001098893〉	SSTB	689,482,324	○
	ピムコジャパンリミテッド（2）〈法人番号 4700150005220〉	SSTB	3,844,107,456	○
	フィデリティ投信（5）〈法人番号 1010401025734〉	SSTB	12,733,585,008	○
	フランクリン・テンプルトン・ジャパン（1）〈法人番号 5010001048652〉	SSTB	2,479,765,765	
	ベアリングス・ジャパン〈法人番号 3010001028755〉	MTBJ	237,453,492	
	モルガン・スタンレー・インベストメント・マネジメント（1）〈法人番号 9011001026405〉	SSTB	2,832,770,410	
	モルガン・スタンレー・インベストメント・マネジメント（2）	MTBJ	276,550,663	
	UBSアセット・マネジメント（1）〈法人番号 4010001031576〉	MTBJ	917,822,891	
国内株式パッシブ運用	アセットマネジメントOne（5）（旧DIAM）〈法人番号 9010001021473〉	MTBJ	569,619,145	
	アセットマネジメントOne（6）（旧みずほ信託）	MTBJ	37,001,208	
	アセットマネジメントOne（7）	MTBJ	82,232,372	
	野村アセットマネジメント（3）〈法人番号 7010001054021〉	MTBJ	209,012,775	
	野村アセットマネジメント（4）	MTBJ	228,242,622	
	フィデリティ投信（1）〈法人番号 1010401025734〉	MTBJ	282,912,960	
	ブラックロック・ジャパン（16）〈法人番号 9010001125976〉	MTBJ	71,490,726	
	ブラックロック・ジャパン（17）	MTBJ	61,471,366	
	三井住友トラスト・アセットマネジメント（5）〈法人番号 8010001114914〉	MTBJ	365,158,580	
	三井住友トラスト・アセットマネジメント（6）	MTBJ	187,944,160	
	三菱UFJ信託銀行（4）〈法人番号 6010001008770〉	MTBJ	145,064,986	
	三菱UFJ信託銀行（5）	MTBJ	77,283,302	
	三菱UFJ信託銀行（6）	MTBJ	53,700,314	
	りそなアセットマネジメント（13）〈法人番号 5010601048309〉	MTBJ	317,849,404	
国内株式アクティブ運用	アセットマネジメントOne（8）〈法人番号 9010001021473〉	MTBJ	1,492,203,918	
	アセットマネジメントOne（12）（旧みずほ投信）	MTBJ	422,378,947	
	インベスコ・アセット・マネジメント（1）〈法人番号 7010401061146〉	MTBJ	506,212,993	
	インベスコ・アセット・マネジメント（2）	MTBJ	110,653,802	
	キャピタル・インターナショナル〈法人番号 8010001014858〉	MTBJ	2,888,300,293	
	シュローダー・インベストメント・マネジメント〈法人番号 6010001077097〉	MTBJ	408,500,541	

（単位：円）

運用手法	運用受託機関名	資産管理機関	手数料額	備考
国内株式アクティブ運用	野村アセットマネジメント(6) 〈法人番号 7010001054021〉	MTBJ	150,635,405	
	フィデリティ投信(2) 〈法人番号 1010401025734〉	MTBJ	1,264,142,977	
	三井住友DSアセットマネジメント(6) 〈法人番号 4010401049128〉	MTBJ	601,579,382	
	ラザード・ジャパン・アセット・マネージメント(1) 〈法人番号 8010401058901〉	MTBJ	2,329,340,826	
	ラッセル・インベストメント(1) 〈法人番号 6010401037394〉	MTBJ	2,490,309,770	
外国株式パッシブ運用	ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズ(4) 〈法人番号 2010401034817〉	MTBJ	300,075,658	
	ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズ(5)	MTBJ	106,526,564	
	ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズ(6)	MTBJ	23,018,748	
	ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズ(7)	MTBJ	5,741,567	
	ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズ(8)	MTBJ	66,818,170	
	ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズ(9)	MTBJ	679,956,869	
	ブラックロック・ジャパン(19) 〈法人番号 9010001125976〉	MTBJ	623,922,874	
	三井住友トラスト・アセットマネジメント(10) 〈法人番号 8010001114914〉	MTBJ	242,378,030	○
	リーガル・アンド・ジェネラル・インベストメント・マネジメント・ジャパン(1) 〈法人番号 5010001181453〉	MTBJ	710,566,070	
	リーガル・アンド・ジェネラル・インベストメント・マネジメント・ジャパン(2)	MTBJ	130,161,776	
	リーガル・アンド・ジェネラル・インベストメント・マネジメント・ジャパン(8)	MTBJ	60,014,430	
	リーガル・アンド・ジェネラル・インベストメント・マネジメント・ジャパン(9)	MTBJ	15,878,510	
	リーガル・アンド・ジェネラル・インベストメント・マネジメント・ジャパン(12)	MTBJ	34,180,224	
	リーガル・アンド・ジェネラル・インベストメント・マネジメント・ジャパン(13)	MTBJ	157,887,816	
	リーガル・アンド・ジェネラル・インベストメント・マネジメント・ジャパン(14)	MTBJ	190,311,964	

（単位：円）

運用手法	運用受託機関名	資産管理機関	手数料額	備考
外国株式アクティブ運用	アセットマネジメントOne(13)（旧みずほ投信） 〈法人番号 9010001021473〉	MTBJ	225,254,489	
	日興アセットマネジメント(5) 〈法人番号 8010401072159〉	MTBJ	639,701,299	○
	BNYメロン・インベストメント・マネジメント・ジャパン(2) 〈法人番号 8010001040648〉	MTBJ	385,956,065	○
	三菱UFJ信託銀行(8) 〈法人番号 6010001008770〉	MTBJ	1,162,337,691	
	UBSアセット・マネジメント(2) 〈法人番号 4010001031576〉	MTBJ	593,258,940	○
	ラザード・ジャパン・アセット・マネージメント(2) 〈法人番号 8010401058901〉	MTBJ	133,596,498	○
オルタナティブインフラストラクチャー	DBJアセットマネジメント(2) 〈法人番号 1010001104938〉	SSTB	15,677,255	
	野村アセットマネジメント(13) 〈法人番号 7010001054021〉	SSTB	650,486,375	
	野村アセットマネジメント(14)	SSTB	216,467,928	
	三井住友DSアセットマネジメント(8) 〈法人番号 4010401049128〉	SSTB	684,661,834	
	三井住友DSアセットマネジメント(9)	SSTB	266,555,990	
オルタナティブプライベート・エクイティ	ニューバーガー・バーマン(2) 〈法人番号 6010001126515〉	SSTB	115,336,527	
	三菱UFJ信託銀行(9) 〈法人番号 6010001008770〉	SSTB	559,130,665	
	三菱UFJ信託銀行(10)	SSTB	2,441,095	
オルタナティブ不動産	アセットマネジメントOne(14) 〈法人番号 9010001021473〉	SSTB	840,085,629	
	アセットマネジメントOne(15)	SSTB	173,459,171	
	三菱UFJ信託銀行(11) 〈法人番号 6010001008770〉	SSTB	832,866,256	

（単位：円）

運用手法	資産管理機関等名		手数料額
資産管理	ステート・ストリート信託銀行 〈法人番号 9010401014952〉	SSTB	8,353,415,659
	日本マスタートラスト信託銀行 〈法人番号 2010401041086〉	MTBJ	22,855,231,305
トランジション・マネジメント	ブラックロック・ジャパン(31)（外国債券） 〈法人番号 9010001125976〉	MTBJ	345,237
	ラッセル・インベストメント(3)（国内株式） 〈法人番号 6010401037394〉	MTBJ	55,000

（注1）運用受託機関の記載順序は、50音順です。
（注2）複数の運用を受託している運用受託機関は、名称に数字を付記しています。
（注3）手数料額には消費税が含まれています。
（注4）備考欄の「○」印は、2023年度に解約し2021年4月からの運用実績が3年に満たないファンドを表しています。なお、契約後3事業年度が経過していないファンド・契約後3事業年度が経過しているものの直近3事業年度の支払手数料がないファンドは掲載していません。
（注5）資産管理の手数料額には、カストディ費用・弁護士費用等、信託財産から引き落とされる費用を含んでいます。
（注6）ステート・ストリート信託銀行のうち、オルタナティブ資産に関する手数料額は729,969,690円です。

証券貸付運用に係る収益及び手数料（3年累計）

（単位：円）

資産	収益額	手数料額
国内債券	5,097,074,730	465,819,154
外国債券	54,171,235,339	11,746,256,256
外国株式	753,778	154,365

（注1）収益額は、品貸料から手数料額を控除したファンド収益です。
（注2）手数料額は、管理手数料及び貸付代理人手数料です。
（注3）国内債券のうち、自家運用ファンドに係る収益額は2,685,883,309円、手数料額は253,634,311円です。

指数利用料（3年累計）

（単位：円）

	指数会社	利用料額
指数利用	FTSE International Limited *	58,419,959
	MSCI 〈法人番号 5010001120989〉	1,276,266,974
	モーニングスター・ジャパン 〈法人番号 1010401177550〉	71,509,536

（注1）指数利用料とは、運用受託機関に指数を利用させるため、GPIFが指数会社と直接契約し支払っているものです。利用料額には消費税が含まれていますが、社名に*が付いた指数会社の利用料には消費税は含まれません。
（注2）契約後3事業年度経過していない指数会社、契約後3事業年度が経過しているものの直近3事業年度の支払利用料がない指数会社は掲載していません。

[6] 資産別、パッシブ・アクティブ別ファンド数（委託運用分）の推移

		2014年度			2015年度			2016年度			2017年度			2018年度			2019年度			2020年度			2021年度			2022年度			2023年度		
		解約等	新規採用	年度末	解約等	新規採用	年度末	解約等	新規採用	年度末	解約等	新規採用	年度末	解約等	新規採用	年度末	解約等	新規採用	年度末	解約等	新規採用	年度末	解約等	新規採用	年度末	解約等	新規採用	年度末	解約等	新規採用	年度末
国内債券	パッシブ	0	0	6	−1	0	5	0	0	5	0	0	5	0	0	5	0	0	5	0	0	5	0	0	5	−1	4	8	0	0	8
	アクティブ	0	0	9	0	0	9	0	0	9	0	0	9	0	0	9	0	0	9	0	0	9	0	5	14	−1	0	13	0	0	13
外国債券	パッシブ	0	0	6	−2	2	6	0	5	11	0	9	20	−6	9	23	−3	2	22	0	2	24	0	2	26	0	8	34	0	1	35
	アクティブ	0	0	7	−2	16	21	0	0	21	−1	0	20	−2	0	18	−1	4	21	0	0	21	−4	0	17	−3	0	14	−7	0	7
国内株式	パッシブ	0	0	10	0	0	10	−1	2	11	0	4	15	0	3	18	−1	0	17	−4	2	15	0	0	15	0	1	16	−1	8	23
	アクティブ	0	3	17	0	0	17	−3	0	14	0	0	14	0	0	14	0	0	14	−3	5	16	−4	0	12	0	0	12	−1	23	34
外国株式	パッシブ	0	0	6	0	0	6	0	0	6	0	4	10	−2	2	10	−1	0	9	0	3	12	0	3	15	0	12	27	−1	12	38
	アクティブ	−1	1	15	−1	0	14	−2	0	12	−1	0	11	−3	0	8	0	0	8	−1	0	7	0	0	7	−1	19	25	−5	14	34
オルタナティブ											0	4	4	0	1	5	0	1	6	0	2	8	0	3	11	0	1	12	0	3	15
計		−1	4	76	−6	18	88	−6	7	89	−2	21	108	−13	15	110	−6	7	111	−8	14	117	−8	13	122	−6	45	161	−15	61	207

（注１）外国債券パッシブのファンド数は、為替ヘッジ付き外国債券ファンドの６ファンドを含みます。
（注２）解約等及び新規採用は、運用受託機関構成の見直し、総合評価結果、及び既存パッシブマネジャーへのファンドの追加等によるものです。
（注３）上記ファンドのほか、資産移管を円滑に執行するためのトランジション・マネジメントファンド等が8ファンドあります。

4 保有全銘柄

この一覧は、2024年3月末（2023年度末）時点で運用受託機関への投資一任契約により間接的に保有しているもの及び自家運用で保有しているものを、銘柄ごとに集約したものの上位10銘柄です。

GPIFの個別企業に対する評価を表しているものではありません。11位以下も含む保有全銘柄はGPIFのホームページ（https://www.gpif.go.jp/operation/the-latest-results.html）をご参照ください。

2024年3月末の時価総額に含まれるロシア関連資産については、ロシア国外の投資家に対する取引制限、決済や為替取引が困難な状況、取引状況に関する十分な情報の入手が困難であることなどの状況から、基本的にゼロ評価とされています。
ホームページで公表している保有全銘柄のデータでは該当銘柄に印（※）を付けています。

○国内債券保有銘柄（時価総額順）

No.	銘柄名	時価総額（億円）
1	利付国債373回	18,350
2	利付国債371回	17,063
3	物価連動利付国債10年20回	11,143
4	利付国債372回	10,740
5	中期国債・5年166回	9,225
6	国債20年186回	8,086
7	国債20年185回	7,954
8	中期国債・5年161回	7,699
9	国債30年80回	7,355
10	中期国債・5年159回	7,147
計	4,802銘柄	565,229

○国内株式保有銘柄（時価総額順）

No.	銘柄名	株数	時価総額（億円）
1	トヨタ自動車	848,638,700	32,453
2	三菱UFJフィナンシャル・グループ	972,554,000	15,343
3	ソニーグループ	110,999,700	14,463
4	東京エレクトロン	34,806,600	13,849
5	三菱商事	319,310,646	11,247
6	日立製作所	77,637,200	10,854
7	キーエンス	14,901,800	10,385
8	三井住友フィナンシャルグループ	112,202,600	10,148
9	信越化学工業	142,005,800	9,421
10	三井物産	120,298,300	8,651
計	2,253銘柄		610,690

○外国債券保有銘柄（時価総額順）

No.	銘柄名	時価総額（億円）
1	US TREASURY N/B 3.875% 08/15/2033	2,857
2	US TREASURY N/B 3.375% 05/15/2033	2,692
3	US TREASURY N/B 0.625% 08/15/2030	2,672
4	US TREASURY N/B 3.5% 02/15/2033	2,650
5	US TREASURY N/B 4.125% 11/15/2032	2,591
6	US TREASURY N/B 4.5% 11/15/2033	2,533
7	US TREASURY N/B 1.875% 02/15/2032	2,510
8	US TREASURY N/B 2.875% 05/15/2032	2,462
9	US TREASURY N/B 1.25% 08/15/2031	2,443
10	US TREASURY N/B 2.875% 08/15/2028	2,438
計	11,690銘柄	599,528

○外国株式保有銘柄（時価総額順）

No.	銘柄名	株数	時価総額（億円）
1	MICROSOFT CORP	41,887,579	26,671
2	APPLE INC	85,918,049	22,298
3	NVIDIA CORP	14,954,368	20,450
4	AMAZON.COM INC	54,643,480	14,917
5	META PLATFORMS INC-CLASS A	12,807,905	9,413
6	ALPHABET INC-CL A	35,013,348	7,998
7	ALPHABET INC-CL C	29,021,895	6,688
8	ELI LILLY & CO	4,696,963	5,530
9	TAIWAN SEMICONDUCTOR MANUFACTURING CO LTD	141,093,373	5,219
10	BROADCOM INC	2,535,881	5,107
計	3,433銘柄		605,747

○オルタナティブ資産保有銘柄（分野別：時価総額順）

No.	分野	銘柄名	時価総額（億円）
1	インフラストラクチャー	STEPSTONE G INFRASTRUCTURE OPPORTUNITIES, L.P.	6,141
2	インフラストラクチャー	PANTHEON G INFRASTRUCTURE OPPORTUNITIES LP	4,061
3	インフラストラクチャー	TORANOMON INFRASTRUCTURE 1, L.P.	3,103
4	インフラストラクチャー	GLOBAL ALTERNATIVE CO-INVESTMENT FUND I	1,911
5	インフラストラクチャー	TORANOMON INFRASTRUCTURE 2 LP	1,685
6	インフラストラクチャー	DG INFRASTRUCTURE OPPORTUNITIES L.P.	818
7	インフラストラクチャー	DGインフラストラクチャー投資事業有限責任組合	646
8	インフラストラクチャー	Brookfield Infrastructure Fund V-C, L.P.	157
9	インフラストラクチャー	トラノモン・インフラストラクチャー・3号投資事業有限責任組合	1

1	プライベート・エクイティ	TORANOMON PRIVATE EQUITY 1 AIV, L.P.	3,308
2	プライベート・エクイティ	TORANOMON PRIVATE EQUITY 2 AIV, L.P.	2,720
3	プライベート・エクイティ	GLOBAL ALTERNATIVE CO-INVESTMENT FUND II	570
4	プライベート・エクイティ	EQT X（No.1）EUR SCSp	119
5	プライベート・エクイティ	トラノモン・プライベート・エクイティ・3号投資事業有限責任組合	83

No.	分野	銘柄名	時価総額(億円)
1	不動産	CBRE G REAL ESTATE INVESTMENTS, LP	7,432
2	不動産	MUTB･G･不動産ファンド	2,296
3	不動産	TORANOMON REAL ESTATE 2, LP	957
4	不動産	TORANOMON REAL ESTATE 1, LP	867
5	不動産	トラノモン･リアル･エステート･3号投資事業有限責任組合	60
6	不動産	BLACKSTONE REAL ESTATE PARTNERS X.F L.P.	36

(注1)銘柄名は、2024年3月末時点のものを用いています。
(注2)信託口座内の余剰資金のうち米ドルについては、原則としてMMF(マネー･マーケット･ファンド)の購入に充当しています。2023年度末時点のMMFの残高は1,682億円です。

5 | その他

[1] 各勘定の損益

GPIF法では、寄託金について、運用の効率化の観点から、総合勘定において合同して運用することとし、各年度に発生した総合勘定の損益額については、寄託金の元本に応じて、厚生年金勘定及び国民年金勘定に按分することとされています。

2023年度総合勘定の各勘定への損益額の按分

（単位：億円）

総合勘定			
① 収益額（運用手数料等控除前）	454,153	② 運用手数料等	557
③ 総合勘定の損益額（①−②）	453,596		
総合勘定の各勘定への損益額の按分			
厚生年金勘定	431,029	国民年金勘定	22,567

各勘定の累積損益

（単位：億円）

	年金特別会計		
	厚生年金勘定	国民年金勘定	厚生年金勘定＋国民年金勘定
④ 2022年度末の累積損益	828,139	25,774	853,913
⑤ 2022年度までの納付金の累計額	144,821	34,908	179,729
⑥ 2023年度の各勘定への按分額	431,029	22,567	453,596
⑦ 2023年度末の運用上の累積損益（④＋⑤＋⑥）	1,403,990	83,248	1,487,238
⑧ 2023年度までの納付金の累計額	144,821	39,308	184,129
⑨ 2023年度末の累積損益（⑦−⑧）	1,259,168	43,940	1,303,109

年金特別会計への納付金の内訳

（単位：億円）

	年金特別会計		
	厚生年金勘定	国民年金勘定	厚生年金勘定＋国民年金勘定
1992年度	126	7	133
2005年度	7,522	600	8,122
2006年度	18,253	1,358	19,611
2007年度	12,238	779	13,017
2008年度	16,858	1,078	17,936
2010年度	2,503	—	2,503
2011年度	1,386	12	1,398
2012年度	5,949	342	6,291
2013年度	19,385	1,731	21,116
2014年度	30,001	2,709	32,710

（単位：億円）

	年金特別会計		
	厚生年金勘定	国民年金勘定	厚生年金勘定＋国民年金勘定
2015年度	—	2,750	2,750
2016年度	—	2,907	2,907
2017年度	5,800	3,296	9,096
2018年度	4,000	3,300	7,300
2019年度	4,300	3,421	7,721
2020年度	14,000	1,818	15,818
2021年度	2,500	5,000	7,500
2022年度	—	3,800	3,800
2023年度	—	4,400	4,400

（注1）各勘定の累積損益は、前年度末における累積損益に、当年度の損益の按分額を加えたものです。また、年金特別会計への納付金を考慮しない累積損益を「運用上の累積損益」といいます。
（注2）1992年度の年金特別会計への納付金については、承継資金運用勘定の1992年度納付金133億円を、納付実績（旧厚生年金保険特別会計年金勘定に126億円、旧国民年金特別会計国民年金勘定に7億円を納付）に基づき、厚生年金勘定に126億円、国民年金勘定に7億円をそれぞれ加えています。
（注3）四捨五入のため、各数値の合算は合計と必ずしも一致しません。

[2] 承継資金運用勘定の廃止

①年金積立金運用の仕組み

ア. 2000年度まで

年金積立金は、2000年度までは、法律によりその全額を旧大蔵省資金運用部（現財務省財政融資資金、以下「旧資金運用部」といいます。）に預託することが義務付けられていました。一方、1986年度から2000年度までの間、旧事業団は、旧資金運用部から長期借入金を借り入れて資金運用事業を行っていました。

イ. 2001年度以降

2001年4月に財政投融資制度改革が行われ、預託義務は廃止され、厚生労働大臣による年金積立金の市場運用が実施されることとなりました。これに伴い、旧資金運用部に預託されていた積立金は順次償還されることとなり、償還された積立金は一部を除いて厚生労働大臣から旧基金（2006年度以降はGPIF）に寄託されることとなりました。

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

②承継資金運用勘定の仕組み

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

運用については、法律により、寄託金（厚生年金勘定及び国民年金勘定）及び承継資産（旧事業団が旧資金運用部から資金を借り入れて運用を行っていた資産）を、総合勘定において合同して運用することとされたことから、承継資金固有のポートフォリオは設けずに、寄託金と同一の基本ポートフォリオに基づき一体的に管理運用を行ってきました。

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

③承継資金運用勘定の廃止

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

また、2010年度で借入金の償還が終了したことから、GPIF法の規定に基づき、承継資金運用勘定は2011年4月1日に廃止し、この累積利差損益については、同日に総合勘定に帰属させ、さらに同法施行令の規定に基づき厚生労働大臣の定めるところにより、厚生年金勘定に－2兆7,908億円、国民年金勘定に－1,999億円を按分しました。

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

[3] 財投債による運用の終了

GPIFでは、2001年度から2007年度までに厚生労働大臣の指示に従って財政融資資金特別会計から財投債を直接引き受けました。引き受けた財投債は全て満期保有目的債券として区分し、財投債ファンドで管理・運用を行っていました。

しかし、2020年度において、寄託金償還及び国庫納付に充当するため、経済合理性の観点等から、2021年1月末に財投債の会計区分を満期保有目的債券から売買目的有価証券に変更し、財投債を全て売却しました。

[4]役員の経歴

上から、役職、氏名、任期、経歴の順に記載しています（2024年４月１日時点）。

経営委員長
山口　廣秀（やまぐち　ひろひで）
自　2021年4月1日　至　2026年3月31日

1974年４月：日本銀行 入行
1983年２月：　同　ロンドン事務所駐在（～1985年8月）
1995年５月：　同　営業局 金融課長
1996年５月：　同　高松支店長
1998年５月：　同　経営企画室参事
2001年６月　：ニューヨーク大学 日米経営経済研究センター客員学術研究員（～2002年7月）
2004年7月　：日本銀行 企画局長
2006年2月　：　同　理事
2008年10月：　同　副総裁（～2013年3月）
2013年7月　：日興リサーチセンター（株）理事長（現任）

経営委員
新井　富雄（あらい　とみお）（2017年10月1日就任）
自　2020年４月１日（再任）　至　2025年３月31日

1973年４月：（株）野村総合研究所入社
2004年３月：東京大学大学院経済学研究科教授
2014年６月：　同　名誉教授（現任）
2021年４月：東京都立大学大学院経営学研究科特任教授（現任）

経営委員兼監査委員
板場　建（いたば　けん）
自　2022年９月１日　至　2026年度の財務諸表承認日

1989年４月　：日本生命保険（相）資金債券部
1995年９月　：ニッセイアセットマネジメント（株）投信運用部
2001年１月　：マーサージャパン（株）資産運用コンサルティング部門 プリンシパル
2006年７月　：アライアンス･バーンスタイン（株）ブレンド戦略運用部 部長
2009年10月：アクサ生命保険（株）インベストメント部門 部長
2015年５月　：　同　リスク管理部門 執行役員 チーフ･リスク･オフィサー
2022年８月　：　同　退社

経営委員
久保田　政一（くぼた　まさかず）
自　2024年３月１日　至　2027年３月31日

1976年4月：社団法人経済団体連合会　事務局入局（国際経済部）
1989年4月：在米国日本大使館専門調査員（外務省出向）
2000年4月：社団法人経済団体連合会　国際経済本部長
2003年6月：　同　総務本部長兼会館事業本部長
2004年6月：　同　経済本部長
2006年5月：　同　常務理事
2009年5月：　同　専務理事
2012年3月：一般社団法人日本経済団体連合会　専務理事
2014年6月：　同　事務総長
2021年6月：　同　副会長･事務総長（現任）

経営委員

逢見 直人（おうみ なおと）

自　2022年4月1日　至　2027年3月31日

1976年4月　：ゼンセン同盟書記局入局
2005年10月：日本労働組合総連合会副事務局長
2012年11月：UAゼンセン会長
2012年12月：日本労働組合総連合会副会長
2015年10月：　同　事務局長
2017年10月：　同　会長代行
2021年10月：　同　顧問（現任）

経営委員兼監査委員

尾﨑 道明（おざき みちあき）

自　2021年7月1日　至　2025年度の財務諸表承認日

1978年4月：検事任官
1999年9月：法務省刑事局国際課長
2001年4月：法務総合研究所国際協力部長
2005年1月：外務大臣官房監察査察官
2006年4月：甲府地方検察庁検事正
2008年6月：法務省矯正局長
2010年12月：公安調査庁長官
2014年1月　：高松高等検察庁検事長
2014年7月　：大阪高等検察庁検事長
2015年12月：退官
2016年2月　：弁護士登録
2016年5月　：弁護士法人 瓜生・糸賀法律事務所特別顧問（現任）

経営委員

加藤 康之（かとう やすゆき）（2017年10月1日就任）

自　2021年4月1日（再任）　至　2026年3月31日

1980年4月：（株）野村総合研究所入社
1997年4月：野村證券（株）入社
2011年4月：京都大学大学院教授
2015年5月：　同　特定教授
2018年4月：首都大学東京大学院（現東京都立大学大学院）特任教授（現任）
2019年4月：京都大学大学院客員教授（現任）
2021年4月：京都先端科学大学総合研究所教授
2021年5月：京都先端科学大学国際学術研究院教授（現任）

経営委員兼監査委員

小宮山 榮（こみやま さかえ）（2017年10月1日就任）

自　2020年4月1日（再任）　至　2024年度の財務諸表承認日

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

経営委員

根本　直子（2017年10月1日就任）

自　2020年４月１日（再任）　至　2025年３月31日

1983年４月：日本銀行入行
1991年４月：　同　退行
1994年９月：スタンダード＆プアーズ・レーティング・ジャパン（株）入社
2005年４月：　同　マネジング・ディレクター
2016年３月：　同　退社
2016年４月：アジア開発銀行研究所エコノミスト
2019年４月：早稲田大学大学院経営管理研究科教授（現任）
2021年５月：アジア開発銀行研究所 退所

理事長

宮園　雅敬

自　2020年４月１日　至　2025年３月31日

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

理事（総務・企画等担当）

泉　潤一

自　2024年4月1日　至　2025年3月31日

1991年４月：厚生省入省
その後、社会局、大臣官房、児童家庭局、年金局、医政局、
社会保険庁での勤務や、経済協力開発機構、大阪府への出向等を経て
2009年４月　：厚生労働省社会・援護局福祉基盤課福祉人材確保対策官
2011年７月　：財務省主計局主計企画官、主計局法規課公会計室長
2013年７月　：厚生労働省健康局疾病対策課臓器移植対策室長
2013年10月：厚生労働省健康局疾病対策課移植医療対策推進室長
2014年７月　：文部科学省スポーツ・青少年局スポーツ・青少年課長
2015年10月：文部科学省生涯学習政策局青少年教育課長
2016年６月　：厚生労働省保険局高齢者医療課長
2018年７月　：厚生労働省社会・援護局援護企画課長
2020年８月　：企業年金基金連合会審議役
2022年６月　：年金積立金管理運用独立行政法人審議役
2023年７月　：厚生労働省大臣官房審議官（社会、援護、地域共生・
自殺対策、人道調査、福祉連携、年金担当）

理事（管理運用業務担当）兼CIO

植田　栄治（2020年４月１日就任）

自　2024年4月1日（再任）　至　2025年3月31日

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

投 資 原 則

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

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

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

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

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

行 動 規 範

【1】社会的な使命

◆ 私たちは、厚生年金と国民年金の給付の財源となる年金積立金をお預かりして管理・運用を行い、その収益を国に納めることにより、年金事業の運営の安定に貢献することを使命とします。

【2】受託者としての責任

◆ 私たちは、年金積立金が将来の年金給付の貴重な財源となることを認識し、専ら被保険者の利益のために、慎重な専門家（プルーデント・エキスパート）としての注意を払い、受託者としての責任を果たすことを誓います。なお、経営委員会の委員長及び委員は、かかる責任を果たすにあたり、所属する機関の利益を考慮しません。

【3】法令等の遵守と高い職業倫理の保持

◆ 私たちは、法令等と社会規範を遵守するとともに、年金積立金の管理・運用に携わる社会的な責任を自覚し、国民の疑惑や不信を招くことの無いよう、高い職業倫理を保持して行動します。

【4】秘密保持義務の遵守と保有財産の保護

◆ 私たちは、非公表の投資方針や投資行動など業務上知り得た秘密を厳しく管理し、私的利用や不正流用をしません。

◆ 私たちは、GPIFが保有する有形・無形の財産（例えば、文書、情報、システム、ノウハウなど）を、GPIFのため有効に利用するとともに、適切に保護・管理します。

【5】自己又は第三者の利益追求の禁止

◆ 私たちは、GPIFにおけるその職務や地位を自己（親族を含む）又は第三者の利益のために利用しません。

◆ 私たちは、GPIFに不利益を及ぼすような利得行為を行いません。

【6】公正な取引

◆ 私たちは、国内外における公正な取引慣行を尊重し、すべての取引関係者に対して公正に接します。

◆ 私たちは、反社会的な勢力又は団体との一切の取引を行いません。

【7】適切な情報開示

◆ 私たちは、国民の皆様に対する情報公開、広報活動の充実を図ります。

◆ 私たちは、法令等で開示が義務付けられた財務諸表等や業務概況書の信頼性と適正性を確保します。

◆ 私たちは、勤務時間内外ともに、自己の対外的な活動（出版、講演、取材対応、ソーシャルメディアの利用等）がGPIFの信用に影響を与えることを常に認識して行動します。

【8】個人の働きと組織の発展

◆ 私たちは、自己研鑽と専門性の向上に努め、コミュニケーションとチームワークを大切にし、一人ひとりが個性と能力を発揮して、GPIFの使命達成のために努力します。

◆ 私たちは、良好な職場環境を維持するために、一人ひとりの個性、能力、価値観、健康、プライバシー等を尊重するとともに、一切の差別行為及びハラスメント行為を行いません。

【9】違法行為、不正行為の報告

◆ 私たちは、役職員等について法令等の違反行為や不正行為（これらが生じるおそれのある場合を含みます。）を発見したときは、内部通報制度の利用も含め、GPIFに対して迅速に報告します。

◆ 私たちは、上記の報告があったときは、内部規程に基づき、必要な調査を実施し、その是正や再発防止のための措置を講じます。

For All Generations

FSC
www.fsc.org
ミックス
紙 | 責任ある森林管理を支えています
FSC® C013080