



GPIFの現状の取組及び課題について

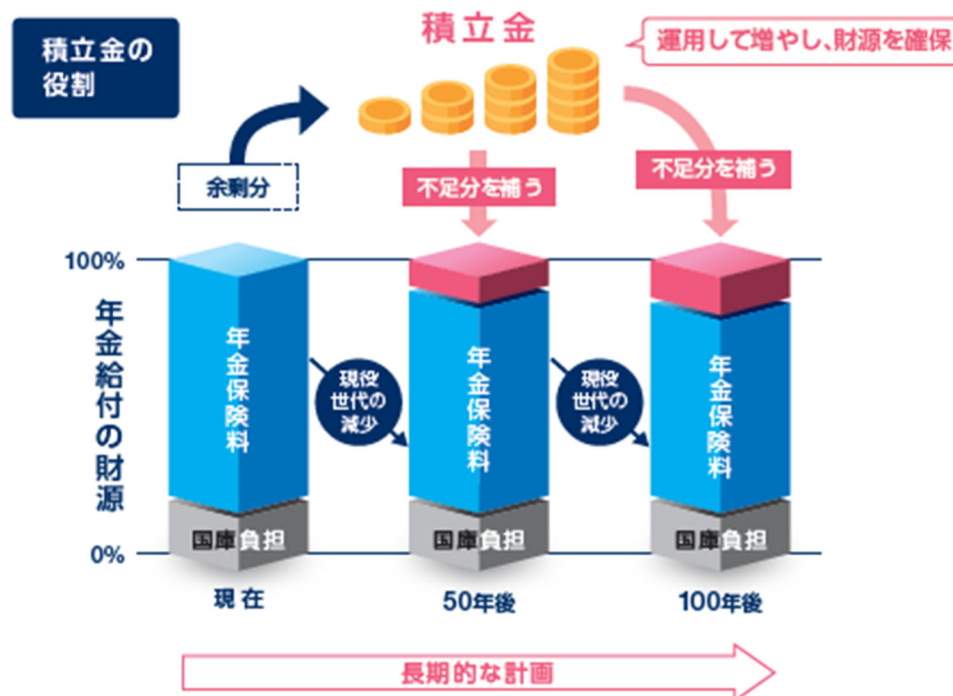
公的年金制度におけるGPIFの役割

GPIFの役割と運用目標

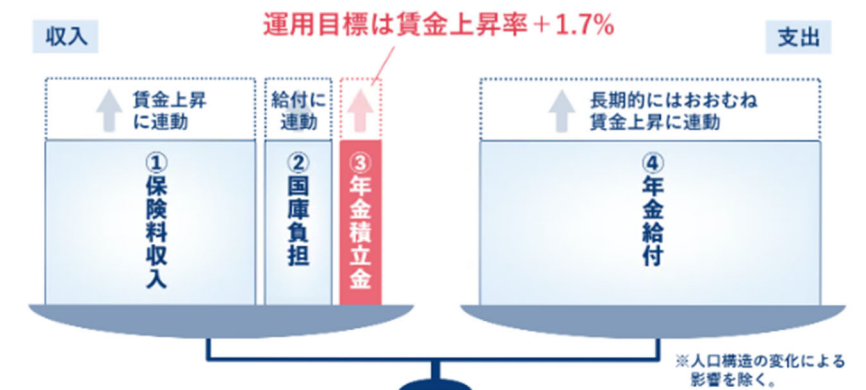
- 年金積立金は、年金保険料のうち、給付等に当てられなかった分を積み立てたもの。GPIFはこの管理運用を専門に行う法人。
- 公的年金の財政計画においては、今後100年間の年金給付財源のうち、年金積立金は平均で全体の1割程度を担う。
- 中期目標で厚生労働大臣から与えられた運用目標は以下のとおり。

長期： 実質的な運用利回り（年金積立金の運用利回り－名目賃金上昇率）1.7%を最低限のリスクで確保すること

中期： 複合ベンチマーク収益率（基本ポートフォリオの市場収益率）を確保すること



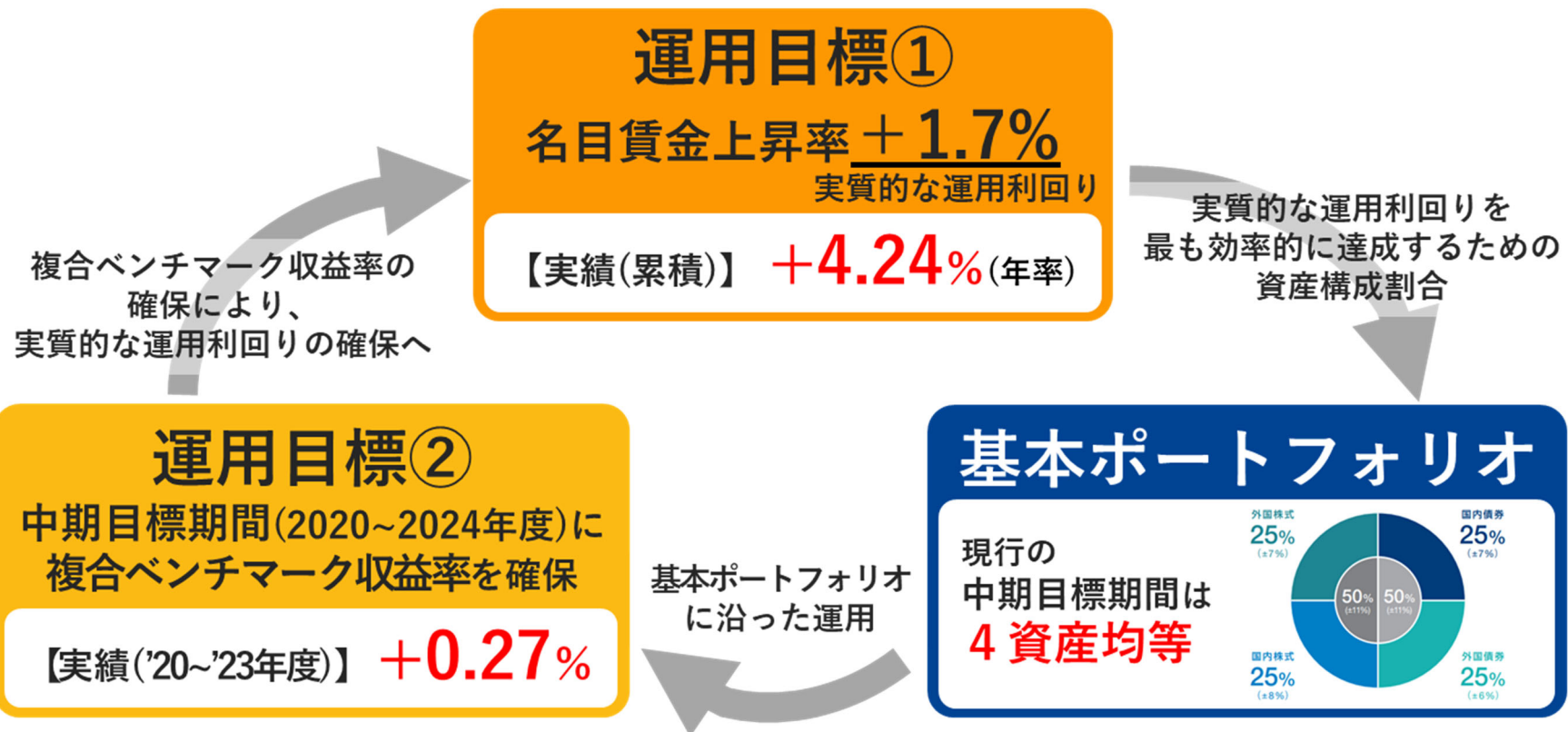
● 公的年金の収支バランス



- ① 保険料収入 … 賃金上昇に応じて増加
- ② 国庫負担 … 給付の増加（≒賃金上昇）に応じて増加
- ③ 年金積立金 … 運用収入に応じて増加（長期的な運用目標は賃金上昇率+1.7%）
- ④ 年金給付 … 新規裁定年金の賃金スライドにより、おおむね賃金上昇に応じて増加
→ 既裁定年金は物価スライドであるが、年金給付の長期的な動向は賃金上昇に応じて増加する。

基本ポートフォリオに沿った運用による運用目標の達成

- GPIFは、基本ポートフォリオ（長期的な運用目標を達成するための資産構成割合）を策定し、これに沿った運用を行っている。
具体的には長期分散投資によって、リスクを抑えつつ、世界経済の成長の果実を収益として安定的に取り込むことを目指している。
- 2020年度から5年間の中期目標期間では、基本ポートフォリオの市場収益率（複合ベンチマーク収益率）の確保が定められており、複合ベンチマーク収益率を確保することにより、実質的な運用利回りを長期的に確保する仕組みを構築している。

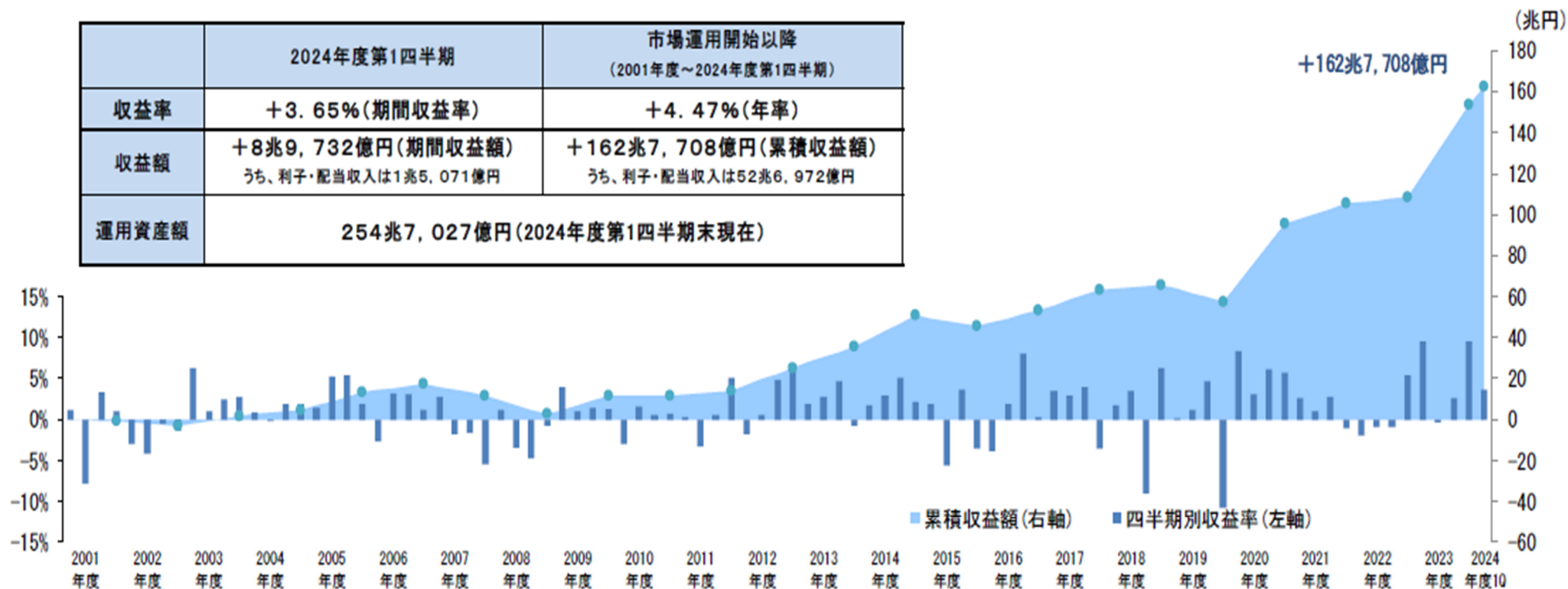


第四期目標期間における主な取組と 今後の課題

基本ポートフォリオに即した管理運用（収益及び運用資産額）

市場運用開始後の四半期収益率と累積収益額（2001年度～2024年度第1四半期）

	2024年度第1四半期	市場運用開始以降 (2001年度～2024年度第1四半期)
収益率	+3.65%(期間収益率)	+4.47%(年率)
収益額	+8兆9,732億円(期間収益額) うち、利子・配当収入は1兆5,071億円	+162兆7,708億円(累積収益額) うち、利子・配当収入は52兆6,972億円
運用資産額	254兆7,027億円(2024年度第1四半期末現在)	



【収益率（額）の推移】

(単位：億円)

	2020	2021	2022	2023
収益率 (年率)	25.15%	5.42%	1.50%	22.67%
収益額	377,986	100,925	29,536	454,153

【運用資産額の推移】

(単位：億円)

	2020	2021	2022	2023
運用資産額	1,861,624	1,965,926	2,001,328	2,459,815

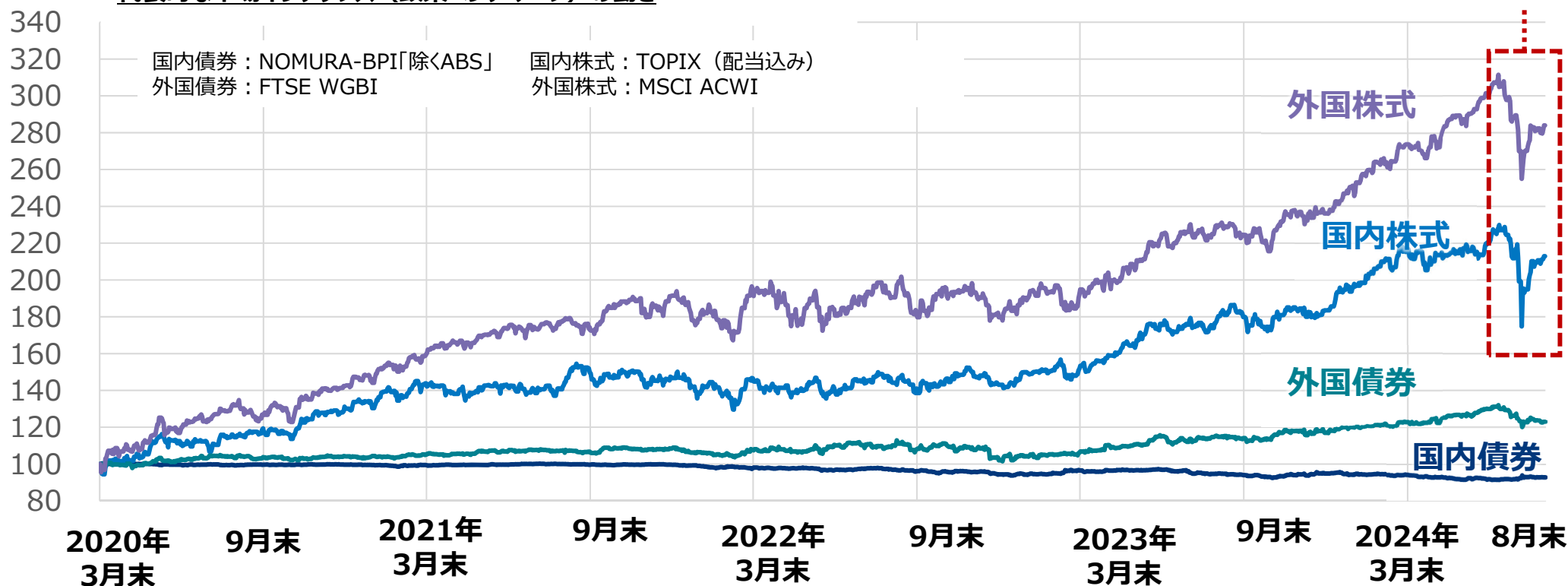
※年金特別会計で管理する額は含まず。

基本ポートフォリオに沿った運用を行うため適切な資産配分

- 基本ポートフォリオに沿った管理運用を実施する上では、市場変動に応じて、資産配分のリバランスを実行する必要がある。
- 例えば、特定の資産価格が高騰し、基本ポートフォリオに定める資産構成比率を超える場合には、当該資産を売却して、別の資産を購入する必要がある（リバランス）。その際、市場へのインパクトを回避することが求められている。
- 今後、2024年8月のような市場変動が拡大する局面があると想定される中で、巨額の資産を基本ポートフォリオに沿って運用するため、管理運用体制を強化することが必須となっている。

代表的な市場インデックス（政策ベンチマーク）の動き

2024年8月の株価急落局面



基本ポートフォリオに即した管理運用（超過収益、実質的な運用利回り）

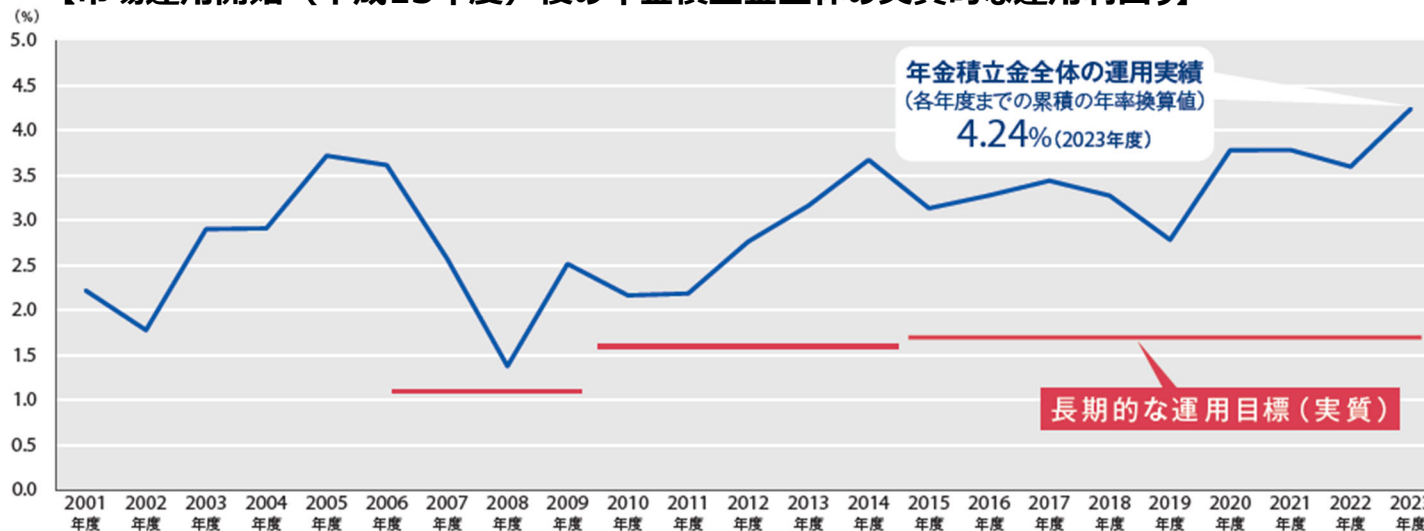
【4年間の超過収益率】

（単位：％）

	超過収益率				
	2020年度	2021年度	2022年度	2023年度	通期見込
全体	+0.32	-0.06	-0.06	+0.04	+0.05
国内債券	+0.02	+0.23	-0.09	+0.20	+0.09
外国債券	+1.63	+0.41	+0.44	+0.51	+0.75
国内株式	-0.59	+0.13	-0.27	+0.07	-0.15
外国株式	-0.79	-0.90	-0.05	-0.57	-0.55

- ✓ 見込評価期間（2020年度～2023年度）において、資産全体でプラスの超過収益率（複合ベンチマーク収益率を上回る収益率）を確保
- ✓ 各資産ごとの収益率については、4資産中2資産について、プラスの超過収益率（各資産クラスの政策ベンチマークを上回る収益率）を確保

【市場運用開始（平成13年度）後の年金積立金全体の実質的な運用利回り】



実績4.24%

- ✓ 長期目標を上回る収益を獲得
⇒ 年金財政にプラス

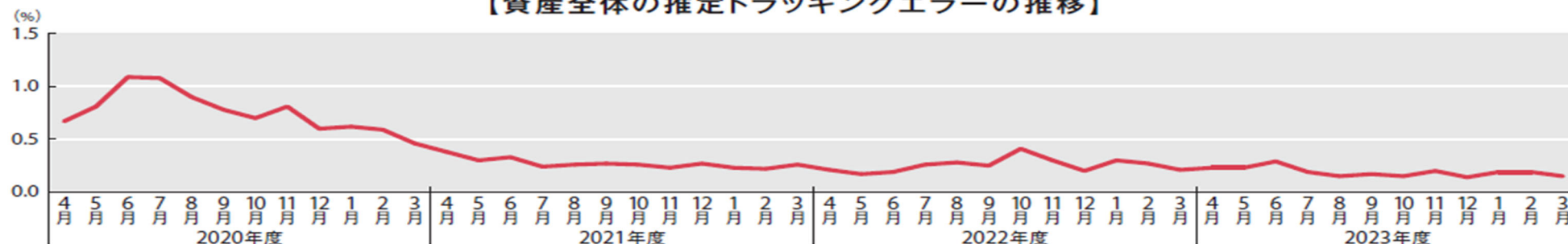
実質的な運用利回り目標（1.7%）
＝名目運用利回り－名目賃金上昇率

※公的年金の年金給付費は、長期的に見ると概ね名目賃金上昇率に連動して増加するため、運用収益のうち、名目賃金上昇率を上回る分（＝実質的な運用利回り）が年金財政にプラスに寄与する仕組みとなっている。

基本ポートフォリオに即した管理運用（精緻なリスク管理）

- 市場変動を反映した投資時価や資産構成割合を迅速に把握できるシステムを開発した上で、様々なツールを用いた分析により投資判断を迅速に行い、株価指数先物も活用した機動的なリバランス等の執行を通じ、基本ポートフォリオから乖離するリスクを適切に管理。
- 資産配分要因リスクの軽減等もあり、トラッキングエラー（基本ポートフォリオからの乖離を示す指標：0に近いほど基本ポートフォリオに近い運用であることを示す）等の大幅な低減を実現し、基本ポートフォリオのリスク・リターンを再現。

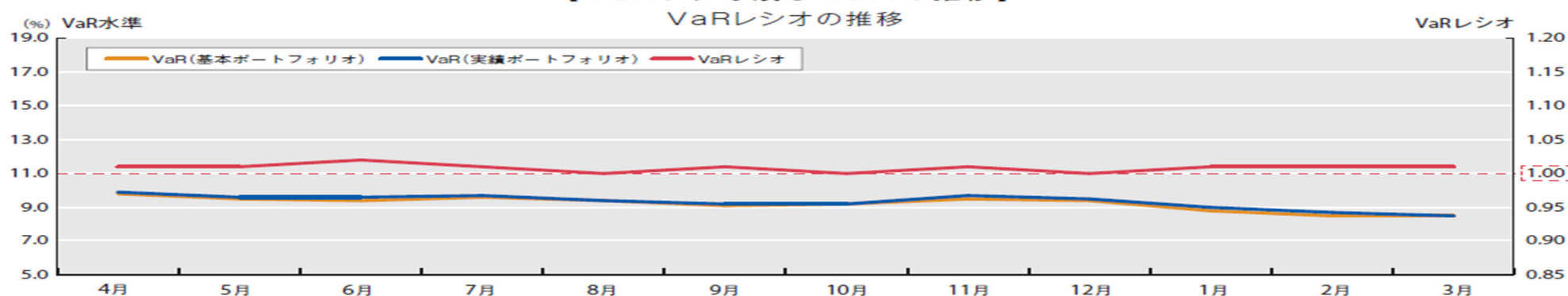
【資産全体の推定トラッキングエラーの推移】



(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】



(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。

基本ポートフォリオに即した管理運用（現状と課題）

これまでの取組状況

- 今期の新たな運用目標（複合ベンチマーク収益率の確保）を踏まえ、経営委員会によるガバナンスの下、市場への影響に十分留意しながら年金積立金の管理及び運用業務を継続的に改善。
- 幅広い分析、迅速な投資判断、機動的な執行という運用サイクルが定着し市場急変時にも的確に対応。
- 市場変動（ボラティリティ）が大きな時期が続く環境で、機動的かつ精緻なリバランスのため、年間取引量が増大する中でも、円滑なオペレーションを実現。
- 2020年から2023年の4年間で、超過収益を確保。

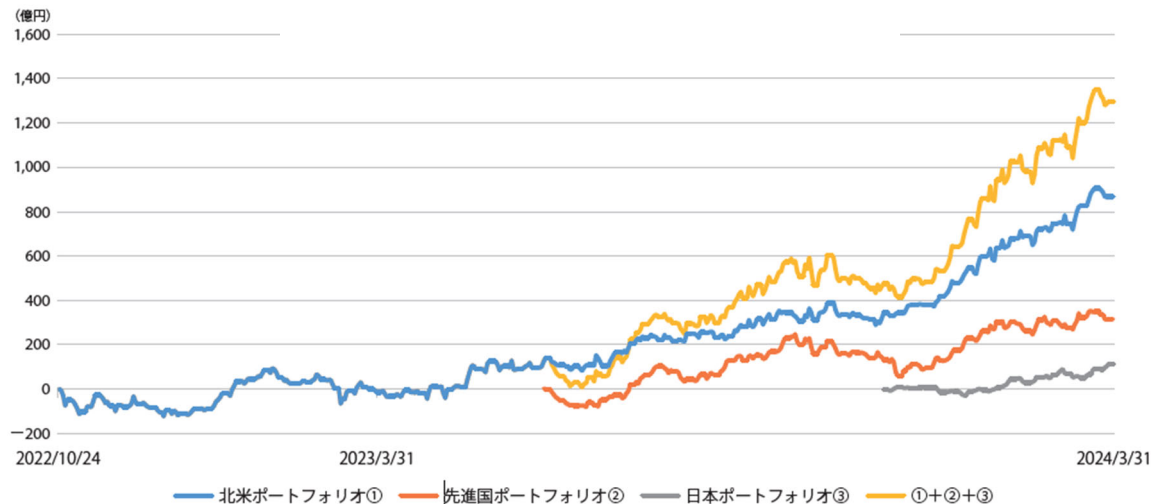
課題

- 運用目標を踏まえた、次期基本ポートフォリオの策定が必要。
- 今後とも市場変動については拡大する局面があることが想定される。このような中で、運用資産規模の拡大に伴う流動性制約の下で、市場インパクトを回避しつつ適時適切なリバランスを行い、基本ポートフォリオに沿った運用を実施するため、投資判断・執行体制等の更なる高度化が必要。
- かかる高度化に際しては、人材確保・システム面の拡充が重要となるほか、国内時間以外のリスク管理体制（基本ポートフォリオに即した管理運用状況の把握・これを踏まえた適切な執行管理体制等）についても検討が必要。
- 超過収益の獲得に向けた取組みに関するリスク管理のフレームワークについて検討が必要。

運用の高度化・多様化（定量的な分析を活用したアクティブファンドの選定）

- 銘柄選択能力が高いアクティブ運用機関を選定するため、データサイエンスを活用した分析を実施。
- 北米、先進国、日本の3 地域において、2024年3月末までに計56ファンド、約10兆円の株式アクティブポートフォリオを構築
- 約1,300億円の超過収益額を獲得する一方、リスクは低位に管理される。
- 同様の手法を債券アクティブファンドにも適用し、更なる運用の高度化に取り組む。（2024年度運用開始）

【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－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)

【各ポートフォリオのリスク管理】

	超過収益率	実績 T E	実績 I R
北米	+1.81%	0.78%	2.32
先進国	+1.42%	0.69%	2.06
北米+先進国	+1.41%	0.73%	1.93

- ※ 日本ポートフォリオについては、ポートフォリオへの資金配分が完了していないため、北米及び先進国のリスク評価を実施
- ※ 各数値は、運用開始（北米：2022年10月、先進国：2023年6月、北米+先進国：2022年10月）から2023年度末までの実績を年率で算出したもの
- ※ IR=インフォメーションレシオ（運用ポートフォリオのベンチマークに対する超過収益率を、超過収益率の標準偏差（トラッキングエラー）で割った比率。運用ポートフォリオがベンチマークを安定的に上回るほど、高い数値になるので、アクティブ運用能力の高さを示す数値と考えられている）

運用の高度化・多様化（オルタナティブ投資の推進）

- 2020年度に法務機能の強化のために設置した法務室と連携し、契約書類のレビューなどの法的支援を受けながら、専門性を有する外部弁護士の知見も活用し、適時適切にオルタナティブ投資の契約を締結。
- 2022年度にLPS投資を開始。2023年度末までにインフラストラクチャー分野3件、不動産分野2件、プライベート・エクイティ分野4件の契約を締結。LPSの留意点を踏まえた選定プロセス等を明確化し、LPSの選定及び年間の運用状況・活動状況の総合評価・モニタリングを継続。

【法務体制の強化】

■ 法務室の設置（令和2年度）

第4期中期計画で法務機能の拡充・強化を掲げた事項に対応

専門職員（弁護士）を配置するとともに、外部専門家も活用し、契約締結件数の増加につなげる

【担当業務】

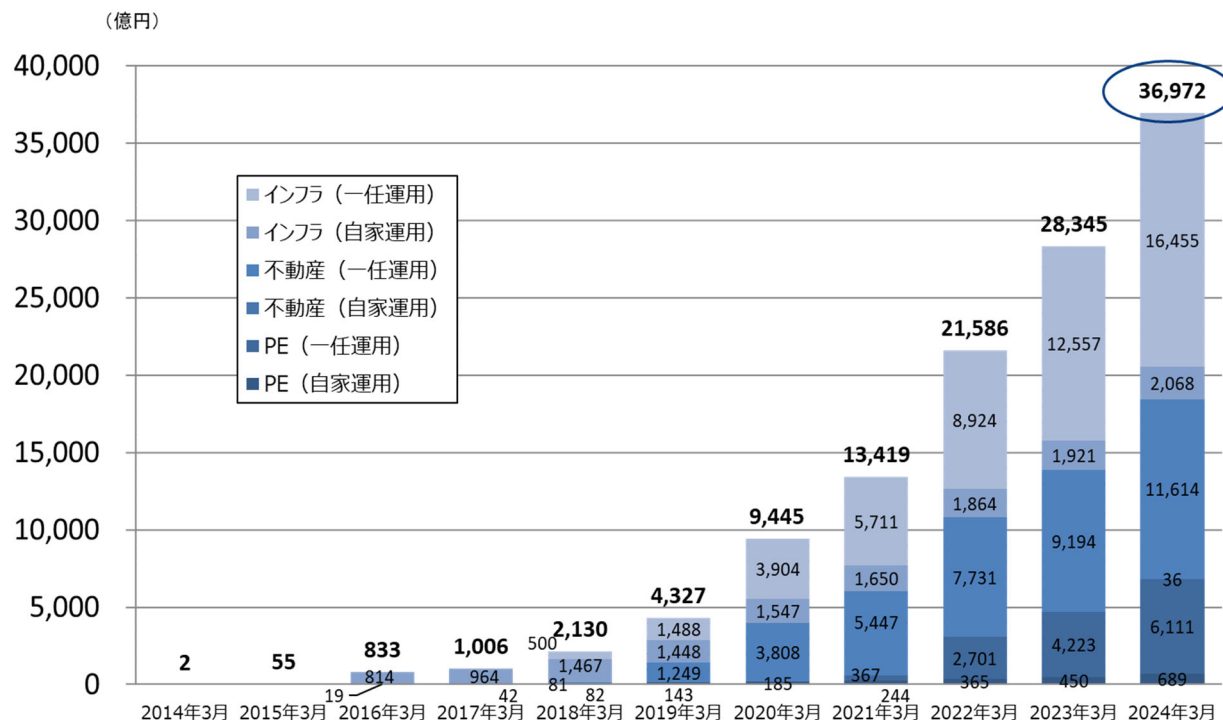
- ① 運用の多様化・高度化に対応した法務の管理
- ② コンプライアンス関係

【コミットしたファンド数の推移(累計)】

(単位：ファンド)

2019	2020	2021	2022	2023
8	10	13	17	26

【投資開始来のオルタナティブ資産の時価推移】



運用の高度化・多様化（現状と課題）

これまでの取組状況

- 法人ポートフォリオ全体のリスク把握・分析や、インデックスに関する情報収集・分析などをもとに、長期的なリターン向上のため、多様なパッシブファンドの設定、既存ファンドの総点検、マネジャーベンチマークの見直し等を実施。
- 上記の取組により、基本ポートフォリオに即した安定的なポートフォリオを構築した上で、超過収益を獲得できるとの期待を裏付ける十分な根拠が得られるアクティブ運用にも取り組み超過収益を獲得。
- 金融工学に基づく定量的な分析に基づき、株式アクティブファンドを選定。同時にスタイルリスク等の調整を目的とするパッシブファンドも設定し、2022年度の投資開始以来約1,300億円の超過収益を獲得。
- オルタナティブ投資について、運用受託機関（投資一任方式）の選定を進めたほか、超過収益の源泉を拡充すべくLPS投資を開始。オルタナティブ投資における契約締結済のファンド数は26まで増加。（今期+18）
- オルタナ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可能な計測法を開発し、超過収益率の算出を開始。

課題

- 安定的に超過収益を獲得していくため、定量的なリスク・リターン分析を踏まえたアクティブファンド選定等を着実に推進していくことが必要。
- オルタナティブ投資については、超過収益源の多様化に向け、定量的な分析手法の確立に向けた検証を進めつつ、適切なリスク管理体制を整備しながら、更なる投資対象の掘り起こしを進めていくことも検討。

ESGを考慮した投資・スチュワードシップ活動

■ 機関投資家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概要

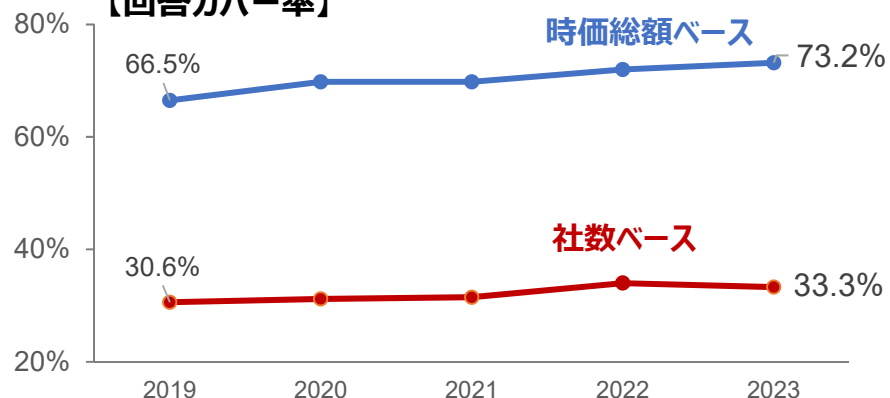
【目的】

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）の実態把握。

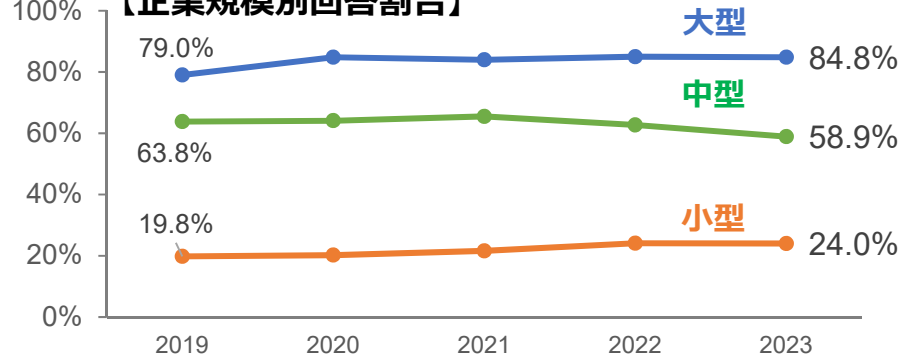
【対象など（2023年度調査（第9回））】

- ・ TOPIX構成企業 2,154社（2023年12月18日時点）
- ・ アンケート回答社数 717社（前回735社）

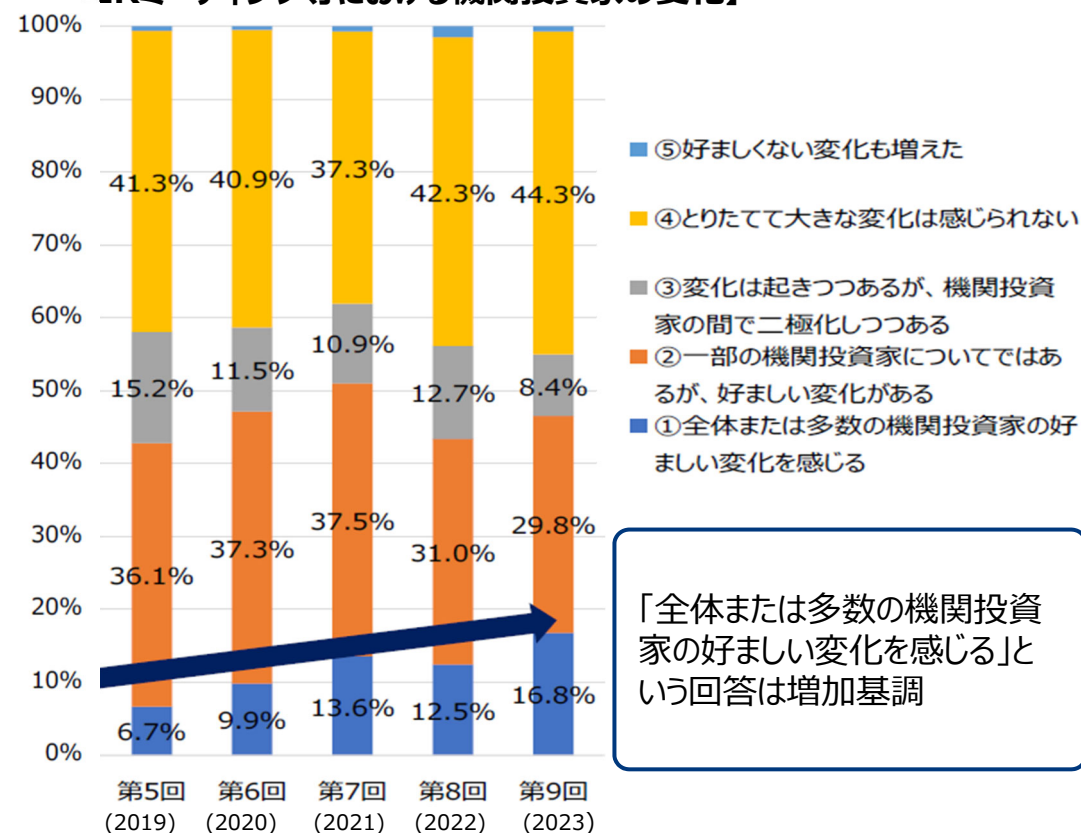
【回答カバー率】



【企業規模別回答割合】



【IRミーティング等における機関投資家の変化】



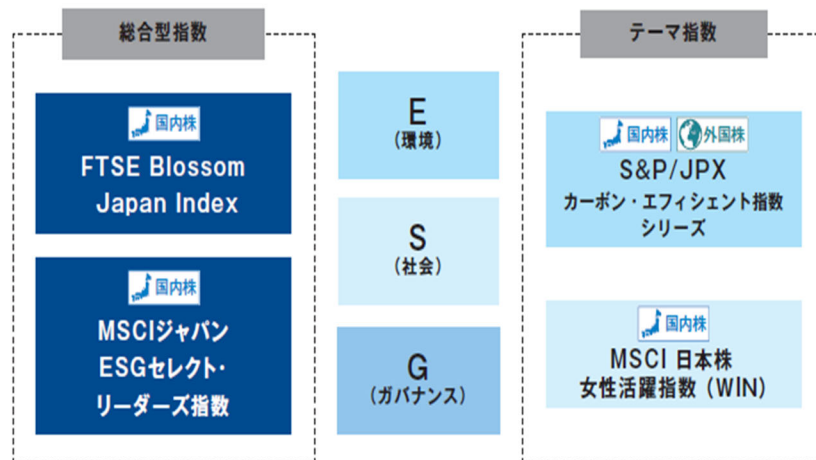
「全体または多数の機関投資家の好ましい変化を感じる」という回答は増加基調

ESGを考慮した投資・スチュワードシップ活動

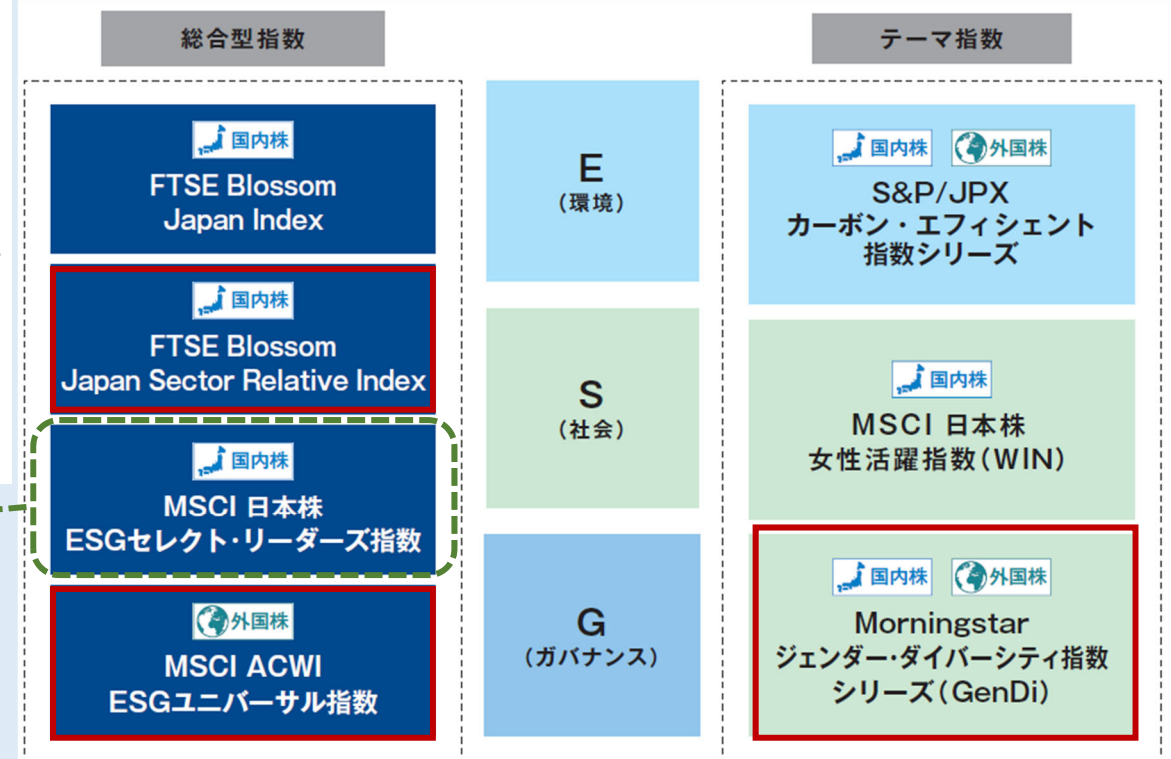
■ ESGを考慮した投資

- 環境・社会問題などの負の影響を減らし、運用資産全体の長期的なリターンを向上させるため、ESGを考慮した投資を推進
- 国内株式、外国株式で指数の採用を進め、採用指数（ファンド数）は9指数まで増加。（今期+4）
- 2023年度には、一部の指数の見直しにも取り組み、政策ベンチマークに対するトラッキングエラーを抑制。

2019年度末の採用指数（5指数）



2023年度末の採用指数（9指数）



【2023年度に行ったESG指数の見直し】

- ✓ 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っ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

■ スチュワードシップ活動及びESG投資の効果測定

● スチュワードシップ活動・ESG投資の効果測定にあたり、外部機関との協働研究を実施。（2023・2024年度）

1. 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ついての因果関係解明）
- 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）

2. ESG投資の効果測定

- ① ESG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）
- ② 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）

1.① エンゲージメントの効果検証プロジェクト報告書（令和6年5月）

【目的】

GPIFの運用委託先のエンゲージメントが、対話先企業にどのような行動変容をもたらし、ESGパフォーマンスや企業価値の向上をもたらしたのかについて、統計的因果推論の手法を活用し、実証することを主目的にプロジェクトを実施。

【分析結果（概要）】

- ✓ 因果分析の結果、「気候変動」「取締役構成・評価」をテーマにした対話では、PBRなどの企業価値評価指標と、脱炭素目標の設定や独立社外取締役人数などの非財務のKPIが共にエンゲージメント非対象企業（対照群）と比べて改善していることを確認。
- ✓ 企業規模別では、小規模企業への対話において、KPIの相対的な改善が比較的多くみられた。一方、エンゲージメントにより、KPIが悪化するケースは、ほぼ見られなかった。
- ✓ GPIFの運用委託先と投資先企業との対話は、投資先の企業価値向上に加えて、脱炭素への取組みやダイバーシティ向上など持続可能性向上にも貢献している可能性が高いことが示された。

ESGを考慮した投資・スチュワードシップ活動（現状と課題）

これまでの取組状況

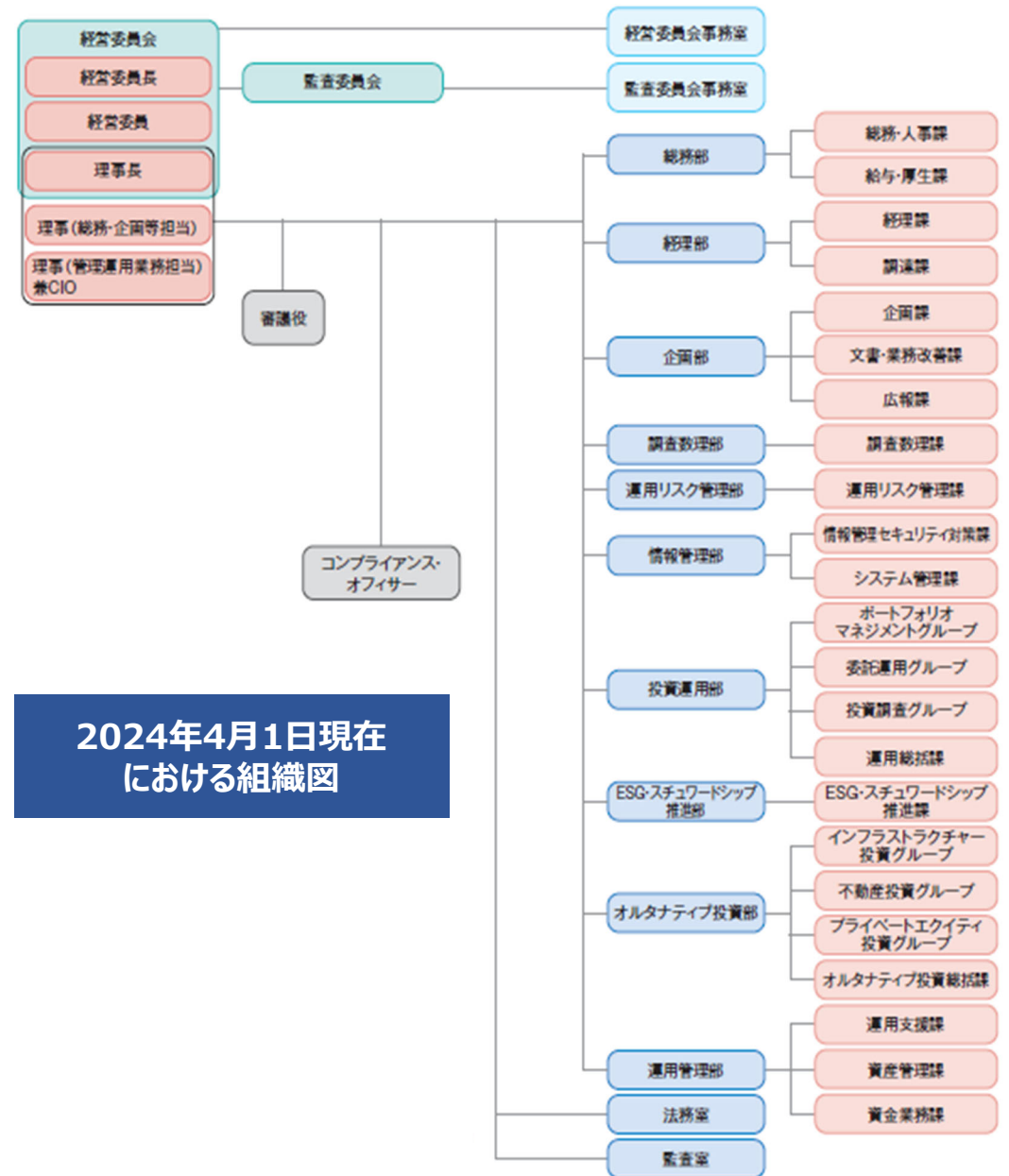
- 運用受託機関との間でのエンゲージメントの拡充、債券の運用受託機関を対象とするスチュワードシップ評価の開始等、コロナ禍で対外活動が制約される中でも、積極的なスチュワードシップ活動を展開し、エンゲージメント強化型パッシブファンドも追加で採用。
- インデックス・ポスティングを活用してESG指数の採用を進め、国内外で9指数（ファンド）にまで拡大。（今期＋4）
- GPIFポートフォリオの気候変動リスク・機会分析をはじめ、先進的な取組みを数多く実施・発信したほか、現在もスチュワードシップ活動・ESG投資の効果測定を実施中。

課題

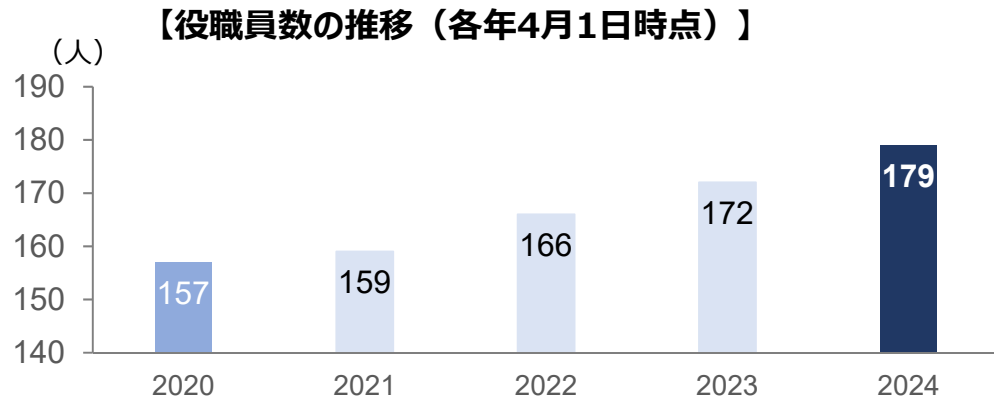
- ESGを考慮した投資においては、市場の底上げ効果等の定量的な効果検証を進めていくことが必要。
- 「新しい資本主義のグランドデザイン及び実行計画」において、「投資に当たり、中長期的な投資収益の向上につながる」との観点から、インパクトを含む非財務的要素を考慮することは、ESGの考慮と同様、「他事考慮」に当たらない」とされたこと等を踏まえ、GPIFとして被保険者の利益確保のために、インパクトを考慮した投資をどのように進めることができるのか検討が必要。
- スチュワードシップ責任を果たすための活動についても、引き続き推進していくことが必要。

業務運営体制

年度	組織改正の概要
2020	【法務機能の強化】 理事長直属の組織として法務室を新設
2022	【運用の多様化・高度化に資する組織改編】 - 投資戦略部、市場運用部及びインハウス運用室を統合し、投資運用部を設置 - ESG・スチュワードシップ推進部等を新設 - シニアITアドバイザーの新設
2023	【企画部門の機能強化】 企画部について、文書の適正化や業務改善を総括管理する課及び広報業務を総括する課の2課を新設し、企画課と併せて3課体制に拡充



2024年4月1日現在
における組織図



※ 役職員数には経営委員（9名）、理事長（1名）及び理事（2名）を含む
 ※ 職員定数は192名

業務運営体制（現状と課題）

これまでの取組状況

- 法務室の新設、理事長の求めに応じシステム等の専門家としての見地から助言等を行う「シニア I T アドバイザー（非常勤）」の新設、企画部の機能強化を目的とした 3 課体制への移行などを進めた。
- 高度で専門的な能力が必要となる業務を明確にするとともに、客観的な視点における外部コンサルタントの評価（アセスメント）を加味した審査により当該業務に必要な専門的人材の採用を行った。
- 運用の高度化・多様化に対応し、業務監査や執行部が主催する重要な会議・委員会への監査委員の陪席等を通じ、業務プロセスの適正性並びにリスクの評価・管理の状況及び内部規定との関連性等、内部統制の取組状況を確認した。
- 業務における I T の活用に取り組み、業務運営の効率化を図った。次期中期計画に向けた基幹システムの要件定義に着手。また、投資判断等のためのデータ及びそれらの記録等についても適切に保管・管理を行うことを中心としたデータ管理基盤の整備と、併せてデータ活用可能な環境の整備に着手した。

課題

- 業務の高度化・複雑化に対応した業務運営体制をいかに構築していくか、引き続き検討が必要。
- 業務執行プロセスの公正性及び透明性を確保するための、内部統制体制の強化が必要。
- 高度化・複雑化した業務に対応し得る基盤システムについて、構築・運用を着実に進めることが必要。
- 業務運営を支える各種高度人材の確保・育成・定着について、これまでの取組の検証を踏まえ、更に促進していくことが必要。

アセットオーナー・プリンシプル受入れと取組方針の策定

- 2024年8月28日に「アセットオーナーの運用・ガバナンス・リスク管理に係る共通の原則（アセットオーナー・プリンシプル）」（以下「プリンシプル」という。）が策定。
- 「新しい資本主義のグランドデザイン及び実行計画2024年改訂版」（2024年6月21日閣議決定）においては、GPIFを含む主要な公的アセットオーナーに対して、プリンシプルの受入れに加え、取組方針の策定・公表が求められた。
- GPIFは同年9月18日、プリンシプルの趣旨に賛同して受け入れ、取組方針を策定し、公表。

主な取組方針

- ✓ 運用目的及び運用目標を達成するため、運用方針を定め、これに沿って行動すること。
- ✓ 高度かつ専門的な知見を取り入れるため、外部の運用受託機関等を活用しつつ、必要な体制整備等を行うこと。
- ✓ 専ら被保険者の利益に資する観点から適切な運用方法及び運用受託機関の選定等を行い、分散投資を基本とした運用のリスク管理を行うこと。
- ✓ 年金積立金の管理及び運用実績の状況等について情報発信を行うこと。
- ✓ 被保険者の利益のために長期的な投資収益を確保する観点から、スチュワードシップ責任を果たす取組等を行うこと。

次期中期計画策定における主要課題（まとめ・再掲）

基本ポートフォリオに即した管理運用

- 運用目標を踏まえ、次期基本ポートフォリオを策定
- 運用資産規模の拡大に伴い、市場インパクトを回避しつつ適時適切なリバランスを行うため、投資判断・執行体制等を更に高度化
- リバランス手法の高度化に際しては、人材確保・システム面の拡充が重要となるほか、国内時間以外のリスク管理体制についても検討
- 超過収益の獲得に向けた取組みに関するリスク管理のフレームワークについて検討

運用の高度化・多様化

- 定量的なリスク・リターン分析を踏まえたアクティブファンド選定等を着実に推進
- オルタナティブ投資については、超過収益源の多様化に向け、定量的な分析手法の確立に向けた検証を進めつつ、適切なリスク管理体制を整備しながら、更なる投資対象の掘り起こしを進めていくことも検討

ESGを考慮した投資・スチュワードシップ活動

- ESGを考慮した投資について、市場の底上げ効果等の定量的な効果検証を着実に推進
- GPIFとして被保険者の利益確保のために、インパクトを考慮した投資をどのように進めることができるのか検討
- スチュワードシップ責任を果たすための活動についても、引き続き推進

業務運営体制

- 業務の高度化・複雑化に対応した業務運営体制をいかに構築していくか、引き続き検討
- 業務執行プロセスの公正性及び透明性を確保するための、内部統制体制の強化
- 高度化・複雑化した業務に対応し得る基盤システムについて、構築・運用を着実に推進
- 業務運営を支える各種高度人材の確保・育成・定着について、更なる取組の促進