

社会保障審議会資金運用部会における議論の整理（案）に関する参考資料

G P I F における運用の制度上の枠組みと基本的な考え方

制度上の枠組み

- ①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。
(厚生年金保険法第79条の2及び国民年金法第75条)
➡これにより、「専ら被保険者の利益のため」という目的を離れて他の政策目的や施策実現のために年金積立金の運用を行うこと（他事考慮）はできない仕組みとなっている。
- ②外部運用機関への委託運用においては、投資判断の全部を一任する投資一任契約の締結により行う。
(年金積立金管理運用独立行政法人法（平成16年法律第105号。以下「法」という。）第21条等)
➡これにより、法人が金融市場や企業経営に直接の影響を与えないよう、株式運用に当たっては、特定の企業を投資対象とする等の個別の銘柄選択や指示をすることはできない仕組みとなっている。
- ③法人の中期計画は、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、安全かつ確実を基本とし、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等の目的に適合するものでなければならない。
(法第20条第2項)

第4期中期目標（令和2年4月から5年間）における運用の基本的な考え方

- ①法人は長期運用機関であることから、株式市場や為替市場を含む市場の一時的な変動に過度にとらわれることなく、資産の長期保有により、資産や地域等の分散投資の推進とあいまって、利子や配当収入を含め、長期的かつ安定的に経済全体の成長の果実を獲得していくこと。
- ②公的性格を有する法人の特殊性に鑑みると、公的運用機関としての投資行動が市場の価格形成や民間の投資行動等を歪めることがないように十分留意すること。
- ③法人は世界最大級の機関投資家であり、法人の投資行動が市場に与える影響が大きいことに十分留意すること。

- 運用目標等

ひと、くらし、みらいのために

年金積立金の運用目的

- 年金積立金は、厚生年金保険法等に基づき、将来にわたって、年金保険事業の運営の安定に資することを目的として、専ら被保険者の利益のために、長期的な観点から、安全かつ効率的に運用することとされている。
- 公的年金の給付水準は、長期的に見ると名目賃金上昇率に連動するため、年金積立金の運用では、その運用利回りが名目賃金上昇率をどれだけ上回ることができるかが重要である。
- このため、年金積立金の運用は、財政検証の諸前提を踏まえ、必要となる「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）」を最低限のリスクで確保することを目的として行うこととされている。

- **厚生年金保険法（昭和29年法律第115号）（抄）** ※ 国民年金法にも同趣旨の規定が存在。
（運用の目的）

第79条の2（略）積立金の運用は、積立金が厚生年金保険の被保険者から徴収された保険料の一部であり、かつ、将来の保険給付の貴重な財源となるものであることに特に留意し、専ら厚生年金保険の被保険者の利益のために、長期的な観点から、安全かつ効率的に行うことにより、将来にわたって、厚生年金保険事業の運営の安定に資することを目的として行うものとする。

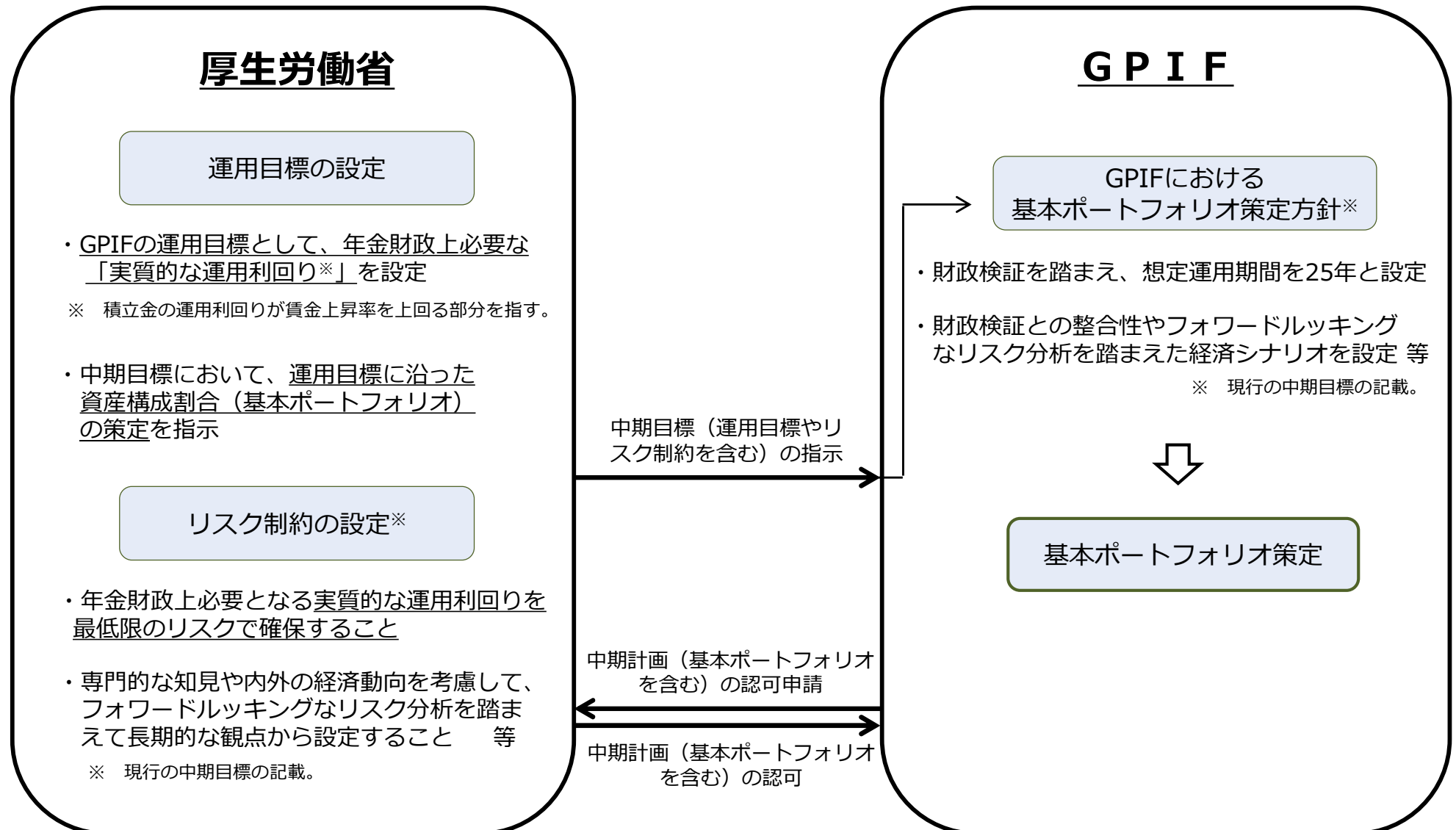
- **積立金の管理及び運用が長期的な観点から安全かつ効率的に行われるようにするための基本的な指針（平成26年総務省・財務省・文部科学省・厚生労働省告示第1号）（抄）**

第1 積立金の管理及び運用に関する基本的な方針

1 （略）

2 積立金の運用は、厚生年金保険事業の財政上の諸前提（法第二条の四第一項に規定する財政の現況及び見通し（以下「財政の現況及び見通し」という。）を作成する際に用いられる厚生年金保険事業の財政上の諸前提をいう。以下同じ。）を踏まえ、保険給付等に必要な流動性を確保しつつ、必要となる積立金の実質的な運用利回り（積立金の運用利回りから名目賃金上昇率を差し引いたものをいう。以下同じ。）を、最低限のリスクで確保することを目的として行うこと。

運用目標と基本ポートフォリオの関係



現行の中期目標における実質的な運用利回りの目標

- GPIFの現行の中期目標においては、2019年財政検証における経済前提において設定された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、「実質的な運用利回り 1.7%」を長期的に確保すべき運用目標として設定。

【2019年財政検証：2029年度以降の長期の前提】

		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%

年金積立金管理運用独立行政法人 中期目標（抄）（令和2年4月～令和7年3月）

第3 国民に対して提供するサービスその他の業務の質の向上に関する事項

3. 基本的な運用手法及び運用目標

（1）長期的な観点からの資産構成割合に基づく運用

年金積立金の運用は、厚生年金保険法第2条の4第1項及び国民年金法第4条の3第1項に規定する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を目標とし、この運用利回りを確保するよう、年金積立金の管理及び運用における長期的な観点からの資産構成割合（以下「基本ポートフォリオ」という。）を定め、これに基づき管理を行うこと。

その際、市場の価格形成や民間の投資行動等を歪めないよう配慮すること。

令和 6 年財政検証の経済前提について（検討結果の報告）

令和 6 年 4 月 12 日 社会保障審議会年金部会 年金財政における経済前提に関する専門委員会

5. 長期の実質賃金上昇率及び実質運用利回りの設定

(3) 長期の運用利回りの設定については、全てのケースにおいて GPIF の運用実績を活用し設定する。ただし、過去の実績を活用するに当たっては、単に過去の実績をそのまま利用するのではなく、フォワードルッキングな視点も導入し、GPIFの運用実績を基礎に、経済モデルから推計される利潤率倍率を乗じて推計する。

$$\text{将来の実質運用利回り（対物価）} = \text{GPIF 実質運用利回りの実績（対物価）} \times \text{将来の利潤率の推計値} / \text{利潤率の実績}$$

この結果、賃金上昇率を上回る実質的な運用利回り（スプレッド）については、上式により設定された実質運用利回りから（1）により設定された実質賃金上昇率を控除することにより計算されることとなる。

なお、令和元年財政検証においては、最も低い経済成長を仮定するケースⅥにおいては、イールドカーブを用いた方法を 採用していたが、GPIF のポートフォリオにおいて、金利と関係の深い国内債券の割合は低下し 25%となっていることに加え、イールドカーブから求められたフォワードレートの動きは不安定であり、ある特定の時点のイールドカーブを用いて長期の運用利回りの設定することは適当ではないため、全てのケースにおいて、GPIFの運用実績を活用する方法を用いることとした。

【2024 年財政検証：2034 年度以降の長期の経済前提】

		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		実質経済成長率	人口 1 人当たり実質経済成長率
						実質 <対物価>	スプレッド <対賃金>		
高成長実現 ケース	中長期試算 成長実現 ケースに接続	成長実現・ 労働参加 進展シナリオ	1.4%	2.0%	2.0%	3.4%	1.4%	1.6%	2.3%
成長型経済 移行・継続 ケース	中長期試算 参考ケース に接続		1.1%	2.0%	1.5%	3.2%	1.7%	1.1%	1.8%
過去30年 投影ケース	中長期試算 ベースライン ケースに接続	成長率ベースラ イン・労働参加 漸進シナリオ	0.5%	0.8%	0.5%	2.2%	1.7%	▲0.1%	0.7%
1 人当たり ゼロ成長 ケース		一人当たりゼロ 成長・労働参加 現状シナリオ	0.2%	0.4%	0.1%	1.4%	1.3%	▲0.7%	0.1%

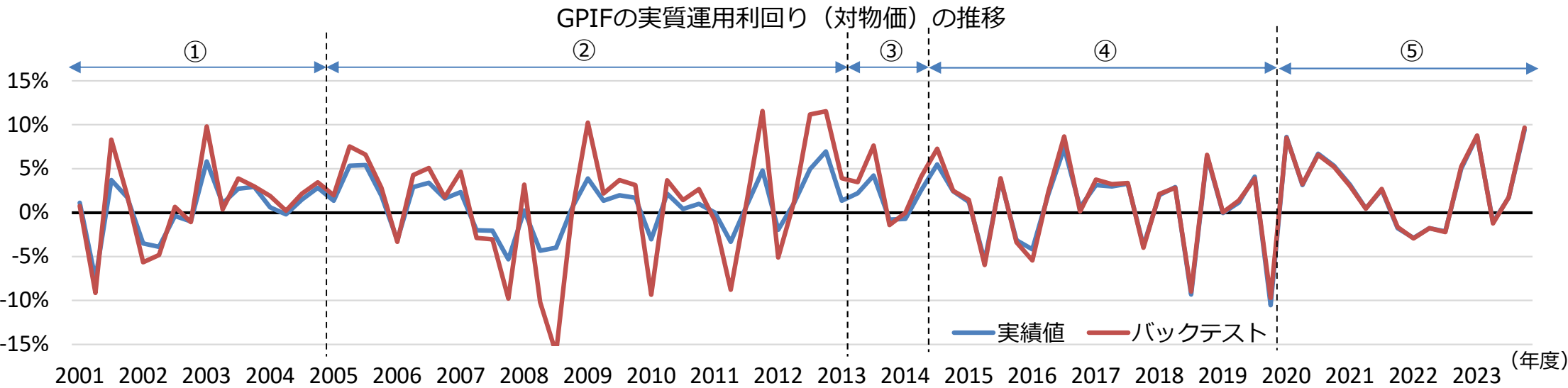
GPIFの実質運用利回り(対物価)のバックテスト

第21回社会保障審議会 年金部会
令和6年11月25日

○ GPIFの実質運用利回り(対物価)の10年移動平均の分布の上位80%タイル(※1)は、バックテストの方が実績よりも+0.2%高い。 ※1 令和6年財政検証の過去30年投影ケースにおける実質運用利回り(対物価)の仮定。

(参考) 仮に運用利回りが+0.2%改善すると、マクロ経済スライドの給付調整は更に3年程度早く終了すると見込まれる(※2)。

※2 過去30年投影ケースで基礎年金の給付調整の早期終了を前提とした場合。



【基本ポートフォリオの推移】

	①	②	③	④	⑤
国内債券	68%	67%	60%	35%	25%
外国債券	7%	8%	11%	15%	25%
国内株式	12%	11%	12%	25%	25%
外国株式	8%	9%	12%	25%	25%
短期資産	5%	5%	5%	—	—

①2001年4月～2005年3月 ②2005年4月～2013年6月
③2013年6月～2014年9月 ④2014年10月～2020年3月 ⑤2020年4月～

【GPIFの運用利回り】
(10年移動平均)

GPIF実質運用利回り (上位80%タイル値)	
実績値	2.6%
バックテスト	2.8%

【令和6年財政検証の前提となるスプレッド】
(過去30年投影ケース)

2.6% × 0.88 = **2.2%**

GPIFの実績 利潤率倍率 将来の
上位80%タイル値 実質運用利回り(対物価)

実質賃金上昇率
(0.5%) 控除

1.7%
スプレッド

(注1) 運用利回りは、2007年度までは市場運用分、2008年度以降は資産全体に係る四半期の収益率(運用手数料控除前)。

(注2) 10年移動平均は、年率換算したものを幾何平均により算出している。

(注3) 直近のデータの分布及びパーセンタイル値は、2012年度以降の手数料の最大値が0.04%(2020年度)であることに鑑み、手数料として0.04%を控除した値としている。

(注4) 実績については、業務概況書(GPIF)及び「消費者物価指数」(総務省)における四半期平均の前期比を基に作成。また、バックテストは、各資産のベンチマーク収益率に基づき作成。

(注5) 利潤率倍率は、マクロ経済モデルから推計される将来の利潤率に対するGPIFの運用実績期間の利潤率の実績の比率であり、スプレッドは実質運用利回り(対物価)から実質賃金上昇率(過去30年投影ケースでは0.5%)を控除したもの。

- 本バックテストに用いた名目運用利回りに関するデータは、厚生労働省年金局の委託により、野村フィデューシャリー・リサーチ&コンサルティング株式会社が作成。
- GPIFの現行基本ポートフォリオによる運用利回りのバックテストにおいては、
 - ① ポートフォリオについては、GPIFの現行の基本ポートフォリオである
国内債券：外国債券：国内株式：外国株式 = 25%：25%：25%：25%
とし、
 - ② ベンチマーク収益率については、GPIFの現行の政策ベンチマークである
 - ・ 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、中国、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）を使用した。
- 名目運用利回りは、各月の収益率を
（各資産のベンチマーク収益率（各月） × 各資産の現行基本ポートフォリオの構成比）の和
により算出し、これを四半期分累積することにより算出している。
実質運用利回りは、総務省の「消費者物価指数」による四半期平均の物価上昇率により
実質化している。

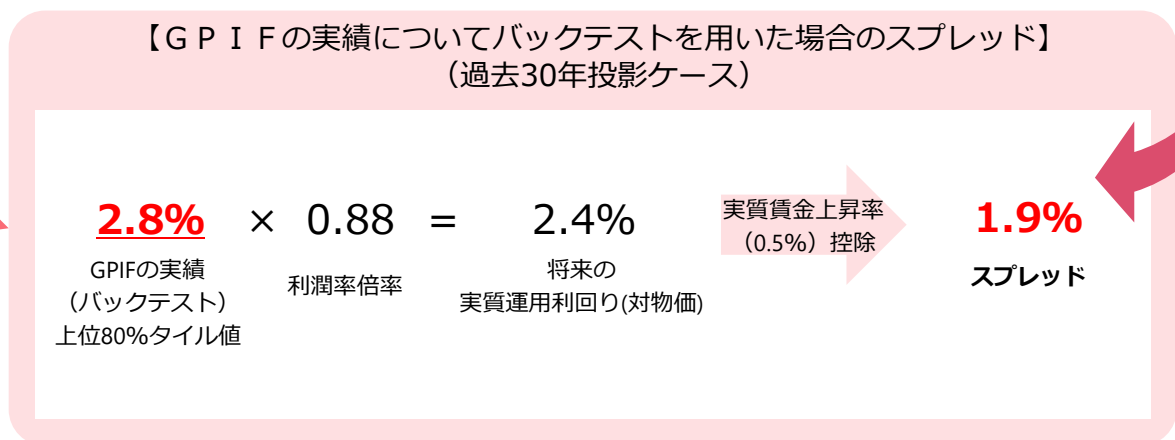
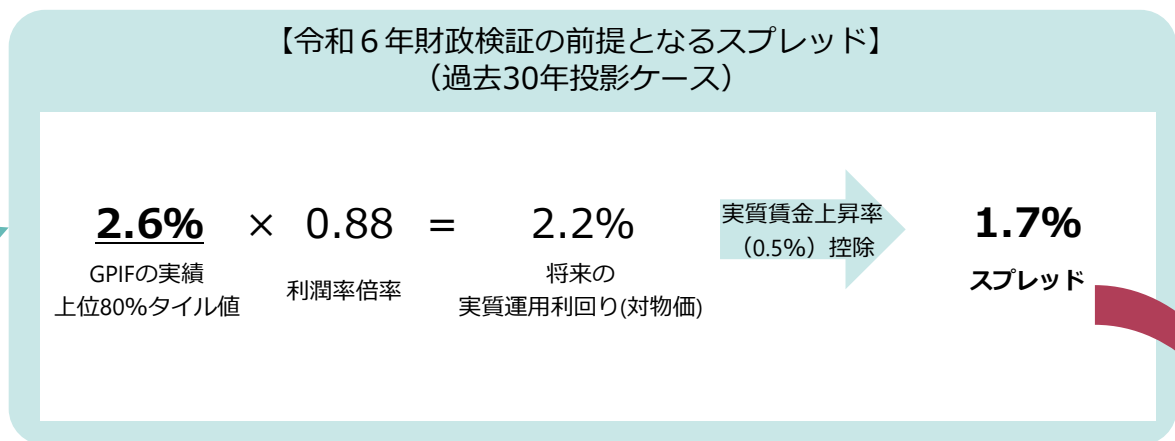
（※）バックテストの結果は、運用開始時から現行の基本ポートフォリオで運用していたと想定した場合の運用利回りであり、現行の基本ポートフォリオよりリスクを高める想定をした場合の運用利回りではない。

GPIFの実質運用利回り（対物価）のバックテストを踏まえたスプレッド

- 財政検証の過去30年投影ケースで用いている実質運用利回り（対物価）の設定（上位80%タイル）について、実績値（2.6%）からバックテストを用いた場合の値（2.8%）に変更した場合、スプレッドも+0.2%上昇し、1.9%となる。

【GPIFの運用利回り】 （10年移動平均）

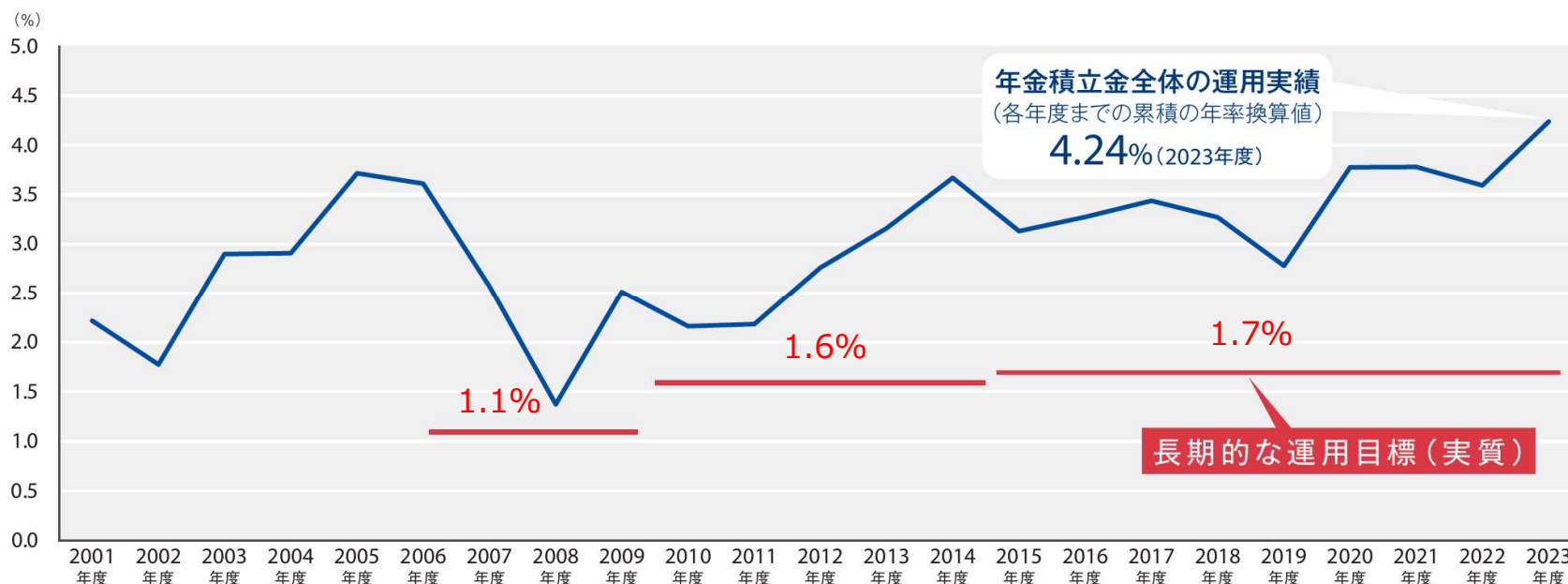
GPIF実質運用利回り （上位80%タイル値）	
実績値	2.6%
バックテスト	2.8%



長期的な運用目標と運用実績

年金積立金全体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**」は、市場運用を開始した**2001年度以降の23年間の平均（年率）で+4.24%**となり、**長期的な運用目標を上回っている**。

※ G P I Fの運用目標は、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+1.7%を最低限のリスクで確保することとされており、単年度ごと、あるいは一定の期間（中期計画の5年間など）で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。



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 $\{(1 + \text{名目運用利回り} / 100) / (1 + \text{名目賃金上昇率} / 100)\} \times 100 - 100$ で算出している。

(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る。

(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%

(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る（年率換算値）。

基本ポートフォリオのリスク制約

- 基本ポートフォリオについては、目標となるリターンとリスク制約を踏まえて策定される。
- 中期目標においては、目標となるリターンとして「実質的な運用利回り」を設定した上で、年金積立金の特性やその運用目的等を踏まえ、この運用目標を確保するための基本ポートフォリオを策定するに当たってのリスク制約を示している。

年金積立金管理運用独立行政法人 中期目標（抄）（令和2年4月～令和7年3月）

第3 国民に対して提供するサービスその他の業務の質の向上に関する事項

3. 基本的な運用手法及び運用目標

（1）長期的な観点からの資産構成割合に基づく運用

年金積立金の運用は、厚生年金保険法第2条の4第1項及び国民年金法第4条の3第1項に規定する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を目標とし、この運用利回りを確保するよう、年金積立金の管理及び運用における長期的な観点からの資産構成割合（以下「基本ポートフォリオ」という。）を定め、これに基づき管理を行うこと。

その際、市場の価格形成や民間の投資行動等を歪めないよう配慮すること。

（4）基本ポートフォリオの策定及び見直し

経営委員会は、基本ポートフォリオを、モデルポートフォリオを参酌して、運用の目標に沿った資産構成とし、資産の管理及び運用に関し一般に認められている専門的な知見並びに内外の経済動向を考慮して、フォワード・ルッキングなリスク分析を踏まえて長期的な観点から策定すること。

その際、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。また、予定された積立金額を下回る可能性の大きさを適切に評価するとともに、より踏み込んだ複数のシナリオで実施する等、リスクシナリオ等による検証を行うこと。

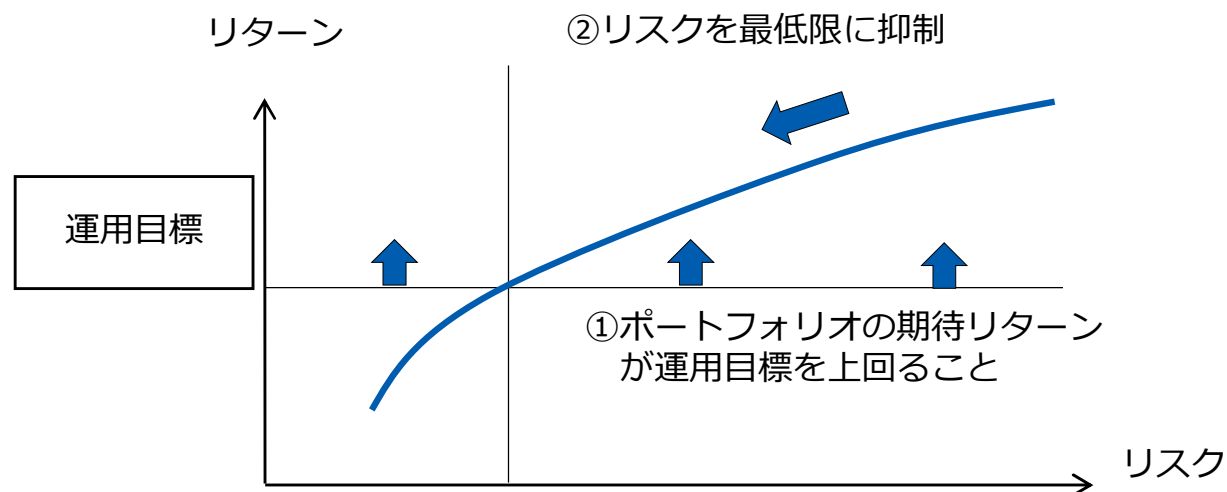
市場動向を踏まえた適切なリスク管理等を行い、基本ポートフォリオの策定時に想定した運用環境が現実から乖離している等、必要があると認めるときは、中期目標期間中であっても、必要に応じて基本ポートフォリオの見直しの検討を行うこと。なお、市場への影響等に鑑み必要があると認めるときは、ポートフォリオを見直し後の基本ポートフォリオに円滑に移行させるため、移行ポートフォリオ（基本ポートフォリオを実現するまでの経過的な資産の構成をいう。）を策定すること。

基本ポートフォリオのリスク制約①

<現行の中期目標の考え方>

- 年金積立金の運用は、厚生年金保険法等に基づき、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を踏まえ、年金事業の運営の安定化に資することを目的として、専ら被保険者の利益のため、長期的な観点から、安全かつ効率的に行うこととされている。
- これを踏まえ、現行の中期目標においては、財政検証を踏まえ、実質的な運用利回り（名目運用利回り－名目賃金上昇率）を最低限のリスクで確保することを目標とし、基本ポートフォリオを策定するよう求めている。

【基本ポートフォリオのリスク・リターンのイメージ】



基本ポートフォリオのリスク制約②

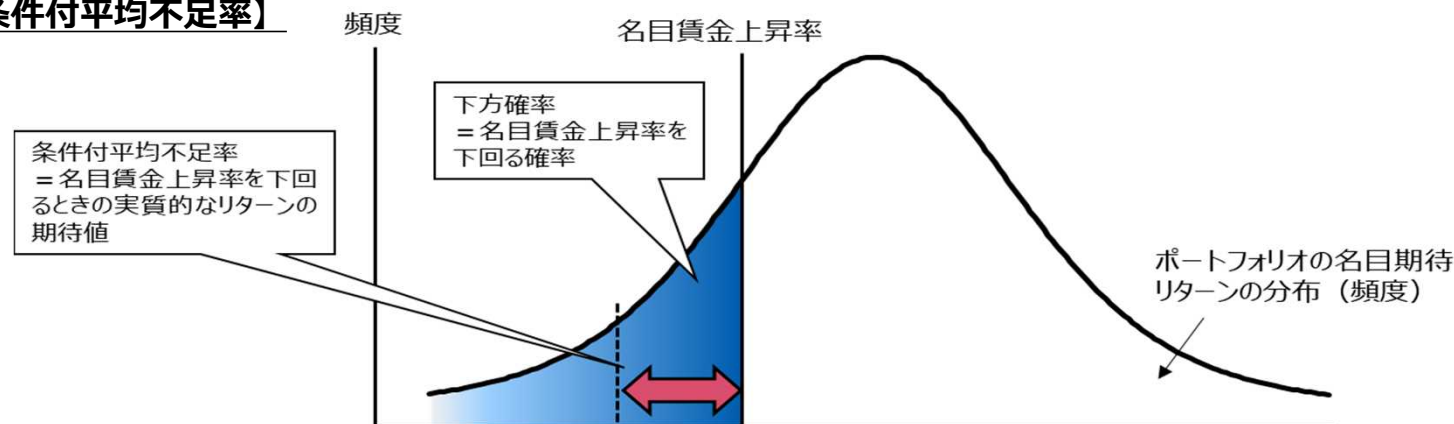
＜現行の中期目標の考え方＞

○リスクには様々なものがあり、適切なリスク管理が求められるが、年金事業の運営の安定化の観点からは、「市場の一時的な変動による短期的なリスク」以上に、「年金財政上必要とされる長期的な収益が得られず、財政検証の積立金額から下振れるリスク」をできるだけ抑制することが重要。

○こうした観点から、現行の基本ポートフォリオの策定においては、

- ・ 「名目賃金上昇率から下振れするリスク（下方確率）が全額国内債券の場合を超えないこと」をリスク制約として中期目標で示すとともに、
- ・ 「運用目標を最低限のリスクで確保する」ポートフォリオの最適化に際して、GPIFにおいて、賃金上昇率を下回った場合の平均的な不足額（条件付平均不足率）をリスク尺度として採用している

【下方確率と条件付平均不足率】



【基本ポートフォリオの属性】

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※
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

-1.6%	0.7%	2.56%	70.7%	3.0%	3.0%
-------	------	-------	-------	------	------

※ 「条件付平均不足率」は、正規分布に替えて、過去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実施。

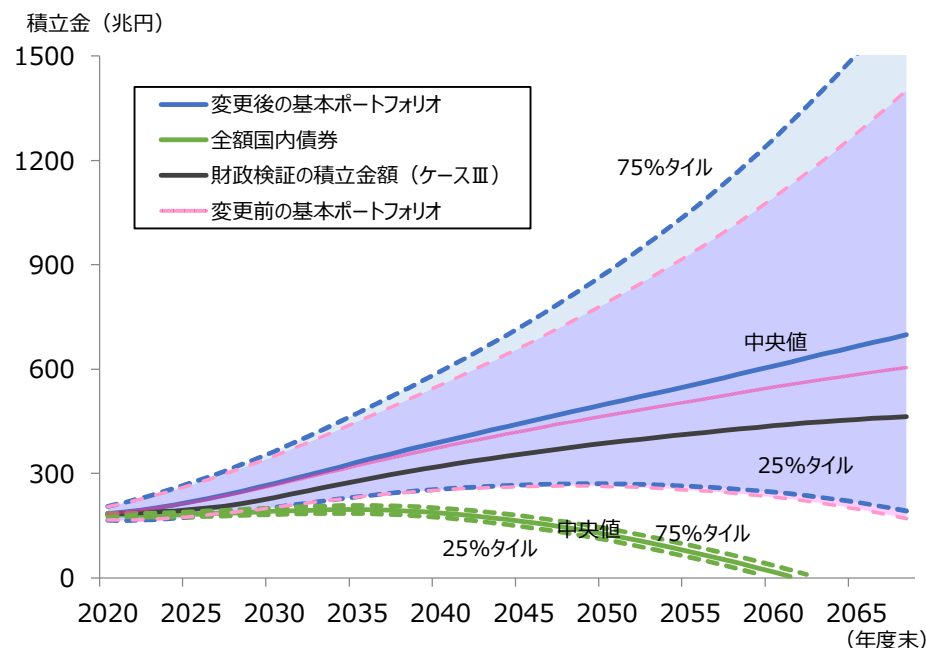
基本ポートフォリオのリスク制約③

＜現行の中期目標の考え方＞

○現行中期目標においては、「年金財政上必要とされる長期的な収益が得られず、財政検証の積立金額から下振れるリスク」をできるだけ抑制する観点から、以下のとおり基本ポートフォリオの下振れリスクの評価・検証を行うことを求めている

- ・株式等は想定よりも下振れ確率が高い場合があることも十分に考慮すること（テールリスク・経験分布によるリスク評価）
- ・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こと（予定積立金額を下回る確率）
- ・より踏み込んだ複数のシナリオで実施する等、リスクシナリオ等による検証を行うこと（ストレステスト）

【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）】

	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)

変更前	40.0%	43.0%
-----	-------	-------

(出典) 2020年3月 GPIF基本ポートフォリオ公表資料

ベンチマーク収益率の確保

- 中期目標においては、長期的に確保すべき実質的な運用利回りとは別に、中期目標期間中におけるGPIFの運用を評価する観点から、ベンチマーク収益率（市場平均収益率）の確保についても目標として定めている。
- ポートフォリオ管理の観点からは、ベンチマーク収益率による評価において、複合ベンチマーク等によって資産全体の運用利回りに対する評価を行うことにより、基本ポートフォリオ対比での資産配分要因の評価も行うことが重要であることから、現行の中期目標においては、各資産毎に加えて、新たに資産全体でのベンチマーク収益率の確保を目標として設定し、複合ベンチマーク収益率（※）によって運用資産全体の運用成果に対する評価を行うこととした。
 - (※) 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であり、各資産のベンチマーク収益率（月次ベース）を基本ポートフォリオの割合で加重平均した「複合ベンチマーク収益率（月次ベース）」をもとに年間収益率を算出したもの。
- 具体的には、現行の中期目標においては、
 - ・ 各年度の努力目標として、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）を確保するよう努めることを求めるとともに、
 - ・ 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）を確保することを求めている。

年金積立金管理運用独立行政法人 中期目標（抄）（令和2年4月～令和7年3月）

第3 国民に対して提供するサービスその他の業務の質の向上に関する事項

3. 基本的な運用手法及び運用目標

（2）ベンチマーク収益率の確保

各年度において、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）を確保するよう努めるとともに、中期目標期間において、各々のベンチマーク収益率を確保すること。

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

ベンチマーク収益率（市場平均収益率）の確保に向けた取組状況

これまでの取組状況

- GPIFにおいては、複合ベンチマーク収益率の確保のため、以下のような取組により、基本ポートフォリオに沿った機動的・効率的なリバランスの検討・実施等を可能とするためのリスク管理体制の高度化を推進。
 - ・ パフォーマンス・リスク管理指標を日次で把握し、週次で投資行動のPDCAサイクルを回す体制を定着
 - ・ インハウスでの株価指数先物取引の開始による価格変動リスクの抑制
 - ・ 資産特性を踏まえ、「インフラ+不動産」と「伝統資産+PE」の区分管理によるリスク管理の高度化
- こうした取組等の結果、GPIFは、市場の変動が大きかった第4期中期目標期間中においても、これまで、運用リスクを低水準に抑制しつつ、複合ベンチマーク収益率を確保している。

【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 (年率)
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

- ✓ 現中期目標の見込評価期間（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

- オルタナティブ投資

ひと、くらし、みらいのために

GPIFにおけるオルタナティブ投資の考え方

- オルタナティブ資産は、上場株式・債券等の伝統的資産とは異なるリスク・リターン特性を有しているほか、伝統的資産よりも流動性が低く、その分高い利回りが期待できることを踏まえ、GPIFにおいては、運用の効率性を向上しつつ超過収益を獲得する観点から、適切にリスク管理等を行うための体制整備を図りつつ、オルタナティブ資産への投資を進めている。
- 現行のGPIFの中期計画においては、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投資の対象として、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、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る。

年金積立金管理運用独立行政法人 中期目標（抄）（令和2年4月～令和7年3月）

第3 国民に対して提供するサービスその他の業務の質の向上に関する事項

4. 運用の多様化・高度化

（中略）

オルタナティブ投資については、伝統的資産との投資手法の違いや、市場性や収益性、個別性、取引コストや情報開示の状況等の固有のリスク等があることを踏まえ、ミドル機能及びバック機能の充実を始めとした体制整備を図りつつ、各資産の確かな収益力の向上や流通市場の整備等、市場環境の整備等のオルタナティブ資産固有の考慮要素について十分に検討した上で取組を進めること。また、リスク管理及び収益確保の観点からの検証を継続的に行い、検証結果についても十分に検討した上で取組を進めること。

年金積立金管理運用独立行政法人 中期計画（抄）（令和2年4月～令和7年3月）

第1 国民に対して提供するサービスその他の業務の質の向上に関する目標を達成するためとるべき措置

3. 基本的な運用手法及び運用目標

（6）基本ポートフォリオ

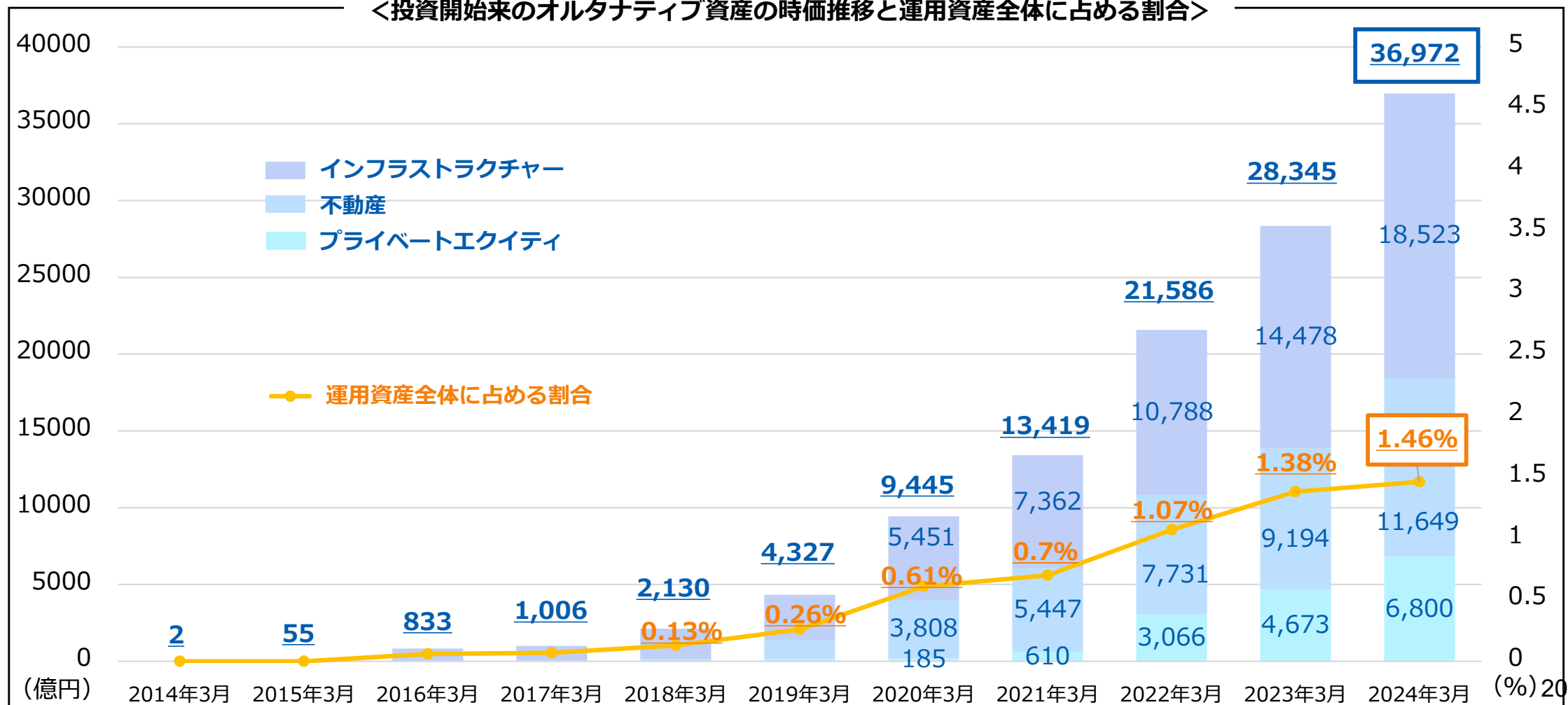
③ オルタナティブ資産運用の在り方

オルタナティブ資産（インフラストラクチャー、プライベートエクイティ、不動産その他経営委員会の議を経て決定するもの）は、リスク・リターン特性に応じて国内債券、国内株式、外国債券及び外国株式に区分し、資産全体の5%を上限とする。ただし、経済環境や市場環境の変化によって5%の上限遵守が困難となる場合には、経営委員会による審議・議決を経た上で、上振れを容認する。

GPIFにおけるオルタナティブ資産の運用資産残高と割合の推移

- GPIFにおいては、オルタナティブ資産の運用の開始以来、運用資産残高を着実に積み上げ、2024年3月末時点で投資額は3.7兆円（運用資産全体（246.0兆円）に占める割合は1.46%）となっている。
- 一方で、オルタナティブ資産については、伝統的資産と比べて市場規模が小さいことに加え、投資手法が限定されているという制約の下で、GPIFにおいて良質な投資機会の発掘を適切に行うためには時間を要することなどから、運用資産全体の規模が大幅に増加している中で、オルタナティブ資産が運用資産全体に占める割合は1%台で推移している。

＜投資開始来のオルタナティブ資産の時価推移と運用資産全体に占める割合＞



G P I F におけるオルタナティブ投資を推進するための体制整備の取組

● 専門部署の設置

- ・ 2015年1月にオルタナティブ投資を担当する専門の部署として「オルタナティブ投資課」を設置。その後、専門性とマネジメント機能の強化等を図る観点から、2016年3月にオルタナティブ投資室、2023年4月にオルタナティブ投資部に格上げ。
- ・ オルタナティブ投資の専門人材の採用を推進。（2024年4月1日現在、オルタナティブ投資部20名）

● リスク管理体制の強化

- ・ オルタナティブ投資の本格化に伴い、オルタナティブ投資部のフロント（投資担当）・ミドル（リスク管理担当）、運用リスク管理部による重層的なリスク管理体制を構築し、オルタナティブ資産のリスク管理を強化。
- ・ 2023年度からオルタナティブ資産の運用リスク管理について以下のような取組を実施。
 - インフラストラクチャーと不動産について、その資産特性を踏まえ、伝統資産と別でリスク管理する運用を開始。
 - 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可能な計測法を開発し、超過収益率の算出を開始。

● 法務体制の強化

- ・ 2021年3月に法務体制・機能の拡充・強化のために法務室を設置。法務室において、専門職員を配置するとともに、外部の専門家も活用し、契約書類のレビューなど、個別性の高いオルタナティブ投資に対する法的支援を実施。

GPIFにおけるオルタナティブ投資の投資手法①

投資信託

- 投資信託受益証券を取得する投資手法。
- GPIFは、機関投資家との共同投資協定に基づき、オルタナティブ資産を投資対象とする投資信託受益証券を取得。
- 投資信託の運用者が個別の投資案件に関する投資判断を実行。

<運用実績>

採用ファンド数（2024年3月末日時点）：2ファンド

運用資産残高（2024年3月末日時点）：2,481億円

投資一任（ファンドオブファンズ投資等）

- GPIF 向け仕様のマルチ・マネジャー戦略（複数のファンドに分散投資する戦略）を主に活用した投資手法。
- 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。
- 運用受託機関が、複数の投資ファンドへの投資判断を実行。

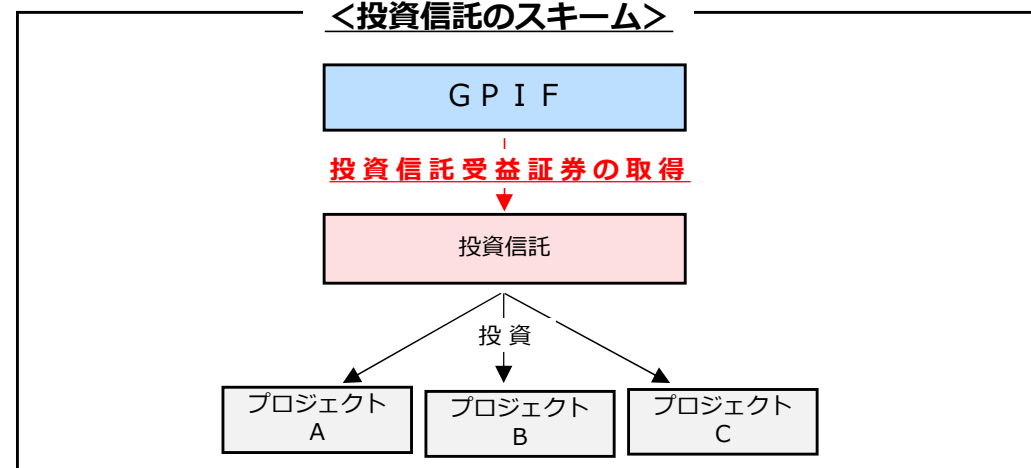
<運用実績>

採用ファンド数（2024年3月末日時点）：15ファンド（※）

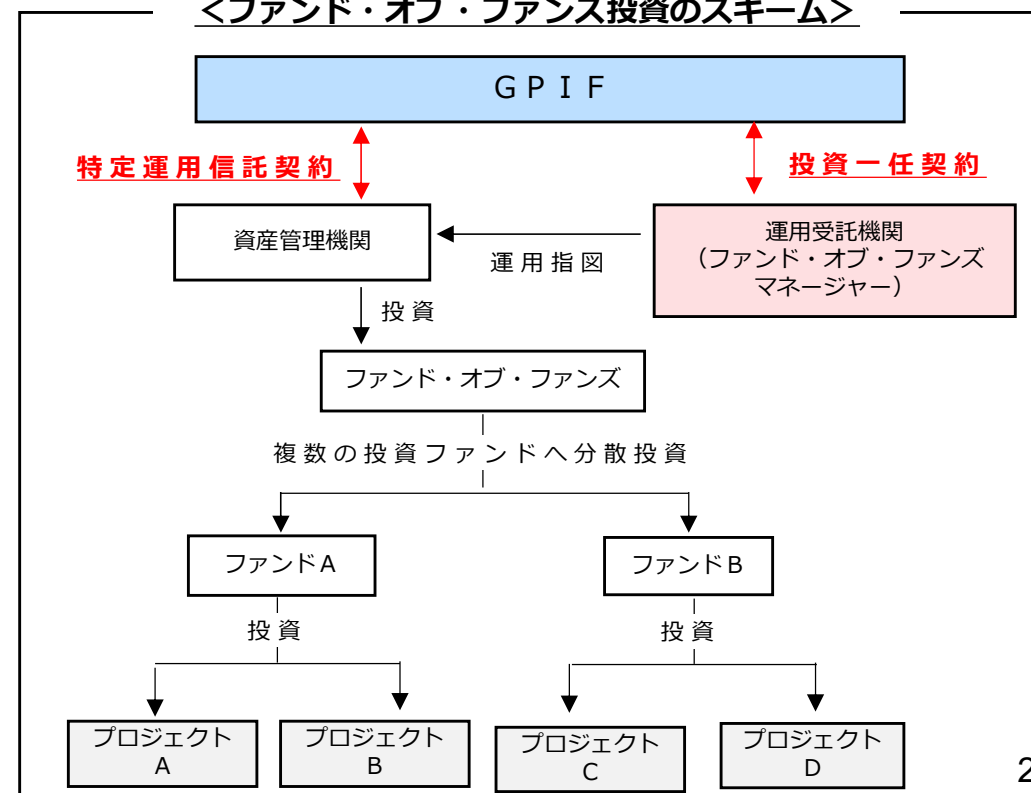
運用資産残高（2024年3月末日時点）：3兆4,180億円

※投資一任契約で行うシングル・ファンド形式1件を含む

<投資信託のスキーム>



<ファンド・オブ・ファンズ投資のスキーム>



GPIFにおけるオルタナティブ投資の投資手法②

投資事業有限責任組合（LPS）

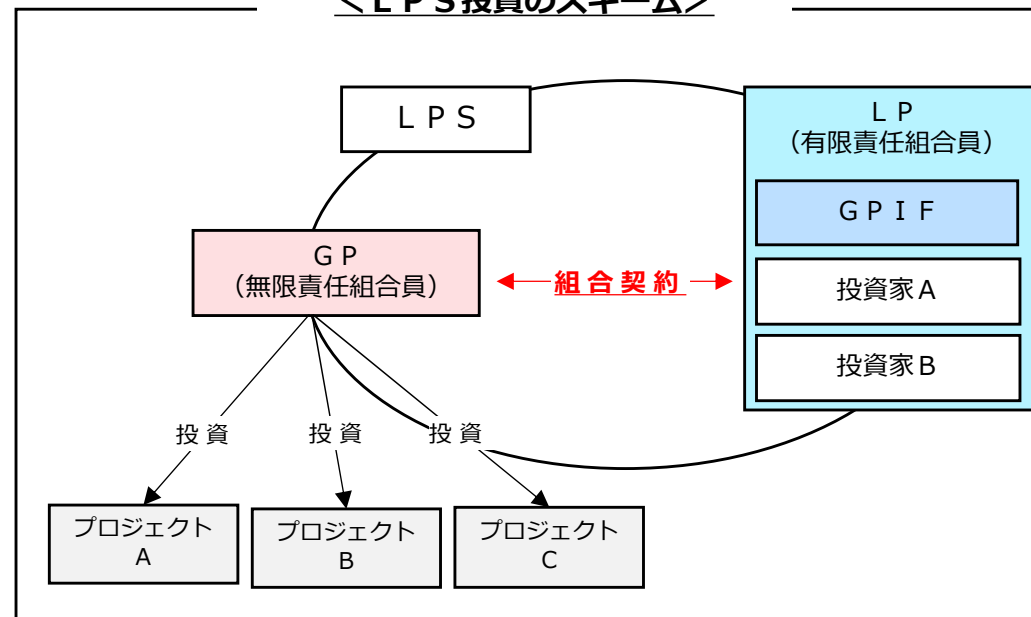
- 投資事業有限責任組合（業務を執行する無限責任組合員（General Partner (GP)）と有限責任組合員(Limited Partner (LP))が出資を行い、その出資金を基にして共同で投資を営む組合）を通じた投資手法。
- GPIFは、年金部会・資金運用部会での議論を経て設定された下記の要件の下、各オルタナティブ資産への投資事業を行うLPSにLPとして出資。
- GPが個別の投資案件に関する投資判断を実行。

＜運用実績＞

採用ファンド数（2024年3月末日時点）：9ファンド

運用資産残高（2024年3月末日時点）：311億円

＜LPS投資のスキーム＞



GPIFがLPSを通じたオルタナティブ投資を行う場合の要件

要件① 特定案件への投資の回避

- 利用可能なLPSから運用対象の銘柄を特定して契約するものを除く
- LPSの投資先が特定銘柄に集中しないこと

要件③ 不動産投資の取扱い

- GPIFの参加するLPSが不動産を直接保有しない

要件② レピュテーションリスクの回避

- LPSによる個別の投資案件について、原則、GPIFの投資分が50%超とならない契約に限る

要件④ 適正手続き、透明性の確保

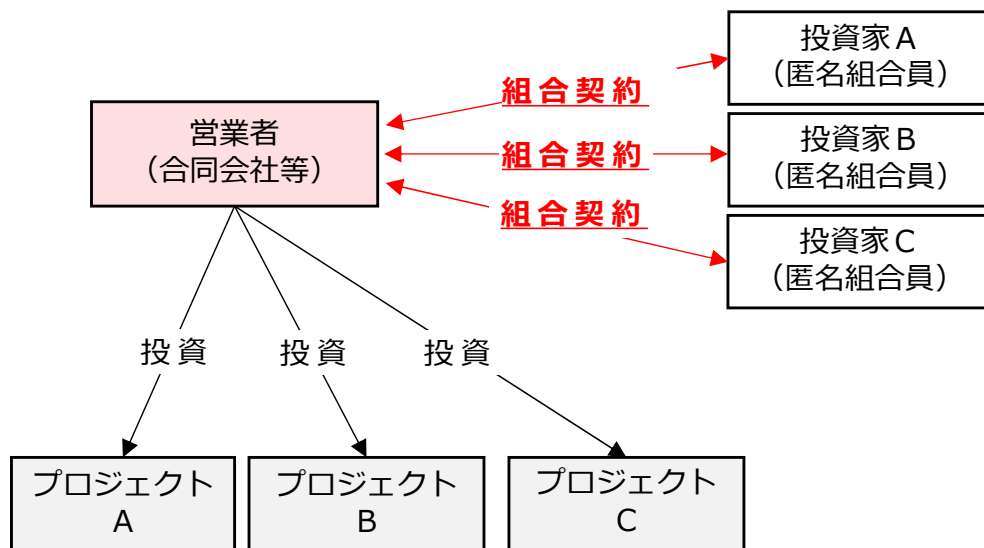
- 経営委員会への事前及び事後の報告を行う（一定規模以下の場合は事後の報告のみでも可）。
- LPSを組成した場合は、投資対象分野など必要な情報を開示

国内の不動産投資等において一般的に使われている投資手法 ＜匿名組合（TK）を通じたオルタナティブ投資＞

匿名組合

- 匿名組合契約は、当事者の一方が相手方の営業のために出資をし、その営業から生ずる利益を分配することを内容とする契約であり、資金を提供する出資者（匿名組合員）と事業を行う事業者（営業者）の2者間のみで成立する。
- 匿名組合員は、営業者の業務を執行し、又は営業者を代表することはできない。
 - **匿名組合員は、LPSのLP（有限責任組合員）と同様に、個別の投資案件の選択等の投資判断は行わず、議決権行使等を通じた投資先の経営への関与も行わない。**
- 匿名組合員は、営業者の行為について、第三者に対して権利及び義務を有しない。
 - **匿名組合員は、LPSのLPと同様に、出資した額以上の責任を負わない（有限責任）。**
- 国内の不動産投資等の市場では、証券化ビークルとして合同会社を用い、資金調達方法として投資家からの匿名組合出資を用いる「GK-TKスキーム」が典型的な投資スキームとして広く用いられている。

＜匿名組合を用いた投資スキーム＞



＜法制上の規制についてのLPSと匿名組合の比較＞

	LPS	匿名組合（TK）
実施可能な事業	投資事業	制限なし
登記	登記義務あり	登記義務なし
業務の執行権限	無限責任組合員が業務の執行を行う	営業者が業務の執行を行う
組合員の責任	無限責任組合員は無限責任 有限責任組合員は有限責任	営業者は無限責任 匿名組合員は有限責任
業務執行に関する監視	財務諸表等の閲覧請求権 組合の業務及び財産状況に関する検査権	貸借対照表の閲覧請求権 営業者の業務及び財産状況に関する検査権
外部監査	財務諸表等の外部監査の義務	財務諸表等の外部監査の義務はなし

- **スチュワードシップ責任を果たすための活動及び E S G やインパクトを考慮した投資**

GPIFのステewardシップ活動及びESGを考慮した投資の基本的な考え方

- GPIFは、
 - ・ 資金規模が大きく世界の資本市場全体に幅広く分散して運用する「ユニバーサル・オーナー」
 - ・ 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」という特性を持っており、こうした特性を持つGPIFが長期にわたって安定した収益を獲得するためには、投資先の個々の企業の価値が持続的に高まり、ひいては資本市場全体が持続的・安定的に成長することが重要。
- このため、GPIFは、年金積立金運用の制度上の枠組みと基本的な考え方の下、投資先及び市場全体の持続的成長を通じて、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、ステeward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る。

年金積立金管理運用独立行政法人 中期目標（抄）（令和2年4月～令和7年3月）

第3 国民に対して提供するサービスその他の業務の質の向上に関する事項

7. ステewardシップ責任を果たすための活動及びESGを考慮した投資

（1）ステewardシップ責任を果たすための活動

年金積立金の運用の目的の下で、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、市場等への影響に留意しつつ、ステewardシップ責任を果たすための活動を一層推進すること。

その際、「責任ある機関投資家」の諸原則「日本版ステewardシップ・コード」（平成26年2月26日日本版ステewardシップ・コードに関する有識者検討会取りまとめ）を踏まえ、ステewardシップ責任（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に基づく建設的なエンゲージメント等を通じて、当該企業の企業価値の向上や持続的成長を促すことにより、顧客・受益者の中長期的な投資収益の拡大を図る責任をいう。）を果たす上での基本的な方針に沿った対応を行うこと。

（2）ESGを考慮した投資

年金積立金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、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。

その際、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第3 1（1）の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、取組を進めること。併せて、ESG投資が法人の運用に求められる基本的な考え方にとって行われているかについて継続的に検証すること。

G P I F におけるスチュワードシップ活動の主な取組

● スチュワードシップ活動の深化

- ・ 2014年の日本版スチュワードシップ・コードの受入れ以降、スチュワードシップ責任を果たすための活動を推進。
- ・ 2017年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、議決権行使を含む、スチュワードシップ活動に関して運用受託機関に求める事項や原則を明確化。運用受託機関に対し両原則の遵守を要請するとともに、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モニタリングや運用受託機関との積極的な対話を実施。
- ・ 2020年にスチュワードシップ活動原則と議決権行使原則を初めて改定し、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等を新たに運用受託機関に対し要請。

● エンゲージメント強化型パッシブ運用

- ・ 運用受託機関によるスチュワードシップ活動の持続性の向上や高度化・深化を目的として、スチュワードシップを重視したパッシブ運用モデル（「エンゲージメント強化型パッシブ」）を採用（通常のパッシブ運用とは異なる報酬体系）。

● インベストメントチェーンの強化を目的とした取組

- ・ 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、スチュワードシップ活動の有効性等を検証。
- ・ 海外の公的年金等との意見交換の場としての「グローバル・アセットオーナーフォーラム」や経済団体等との意見交換の場としての「アセットオーナーラウンドテーブル」の開催などを通じて、サステナビリティ課題や議決権行使等についてインベストメントチェーンを構成する様々な主体と継続的に対話を実施。

GPIFにおけるESGを考慮した投資の主な取組

● 運用プロセス全体を通じたESGを考慮した投資の推進（ESGインテグレーションの推進）

- ・ 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む「ESGインテグレーション」を求める国連・責任投資原則（PRI）に2015年9月に署名し、全資産クラスの投資プロセス全体を通じて、ESGを考慮した取組を推進。
- ・ 運用受託機関に対し、スチュワードシップ活動原則等において、投資におけるESG要素の考慮、ESG課題についての投資先企業との積極的なエンゲージメント等を求めるとともに、運用受託機関の評価に当たってもESGインテグレーションを重視。

● ESG指数に基づく株式運用

- ・ ESGリスクの低減を通じた長期的なリスク・リターンの改善等を目的として、2017年度からESG指数（※）に基づく株式運用を実施。2023年度末時点で、9つのESG指数を採用し、これらの指数に基づく運用資産額は合計で約17.8兆円。
※ 企業が公開する非財務情報などをもとに、指数会社が企業のESGへの取組を評価して組み入れ銘柄を決める指数。
- ・ GPIFの運用において、指数会社やESG評価会社は運用の成否を決める重要な役割を担っていることから、長期的な運用パフォーマンス向上のために、ESG指数の改善等について指数会社やESG評価会社との対話を積極的に実施。

● 債券投資におけるESGインテグレーション

- ・ 債券投資において、国際開発金融機関や各国政策金融機関とパートナーシップを締結し、グリーンボンド等のESG債への投資機会を広げる取組を実施。ESG債への投資実績は、2024年3月末時点で約1.6兆円。

● ESG活動報告の公表

- ・ ESGを考慮した投資についてPDCAサイクルを適切に回す観点から、ESGに関する取組が企業のESG対応の強化やリスク・リターンの改善等の効果につながっているのかを検証・評価するため、2018年以降毎年度「ESG活動報告」を作成・公表。
- ・ 「ESG活動報告」を通じて、ESGを考慮した投資の意義やESGに関する先進的な取組（ポートフォリオの気候変動リスク・機会の評価・分析等）等についての情報発信も実施。

GPIFにおけるスチュワードシップ活動及びESGを考慮した投資の効果測定

- スチュワードシップ活動やESGを考慮した投資の開始から期間が経過し、データも蓄積されていることを踏まえ、GPIFにおいて、外部機関と協働してスチュワードシップ活動やESGを考慮した投資の効果測定を実施。（2023・2024年度）

	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	エンゲージメントの効果検証【公表済】	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
	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	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
	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

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）の概要

【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、脱炭素への取り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。

Ⅶ. 資産運用立国の推進

2. アセットオーナーシップの改革

（2）主要な公的アセットオーナーにおける取組

GPIF（年金積立金管理運用独立行政法人）や共済組合連合会等の主要な公的アセットオーナーについては、受益者に対する責任と市場等の発展について求められる役割を果たすため、アセットオーナー・プリンシプルの受入れに加え、運用対象資産の多様化の推進、スチュワードシップ活動への取組、運用担当責任者（CIO）の設置を含めた専門人材の登用・育成等を盛り込んだ取組方針の策定・公表や、定期的な進捗状況の公表を求める。

また、年金等受給者が、一定の許容リスクの中でより多くの運用の果実が享受できるよう、専門的運用体制の高度化、並びに、経済、市場の動向や運用実績を踏まえた基本ポートフォリオ、オルタナティブ投資割合及びこの前提となる運用目標の検討を行う。

加えて、サステナビリティ投資は、持続可能な社会の実現とともに中長期的な投資収益の向上を図るものであり、GPIF・共済組合連合会等が、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。GPIF・共済組合連合会等において、こうした整理を踏まえた取組を行うことについて検討する。

また、代表的な公的年金基金による責任投資原則（Principles for Responsible Investment）への署名を本年中に完了し、サステナビリティ投資の取組強化や、その流れの市場全体への波及を目指す。

インパクト投資等に関する検討会報告書（抄）＜2023年6月30日 金融庁＞

1. はじめに

（1）社会・環境面での改善効果の実現を図る企業等への投資の意義

社会・環境課題の重要性が高まる中で、課題の改善効果（インパクト）の実現が、将来の事業上の価値向上とも不可分であるとの認識に立って、新たな技術の導入やビジネスモデルの変革を進め、事業の創造に取り組む企業が増加している。

新たな技術等については、多種多様な課題解決に必要不可欠であるほか、一度実装されれば、課題解決を目指す企業等に訴求し、急速な市場拡大・成長につながる可能性がある。

しかし、社会・環境面での改善効果をもつ事業は、収益化までの過程や時間軸が様々であり、収益の見通し等について関係者の理解を得ることは必ずしも容易でない。例えば、課題解決に貢献する革新的な技術を開発し事業を立ち上げる場合、事業の初期段階で、支援・出資者等から、技術や製品の将来性についての的確な評価を得ることが重要となるが、新たな技術の実装やビジネスモデルの変革には不確実性が伴う。また、例えば、創業に取り組む企業の場合、開発した新薬が収益化するまでには、基礎研究、臨床研究、治験、当局承認、実用化等の長期のプロセスを経る必要があり、更に新薬への認知等にも時間を要する。社会的効果と成長可能性に資する高い技術があっても収益化には相応の時間が必要、といったことも多い。（中略）

多様な投資家・金融機関が、社会・環境面での改善効果と事業の成長を図る創業企業等に対し、事業の特性や成長ステージに合わせ資金面を含む必要な支援を行うことは、企業が成長し、経済の持続性を高めるため、重要な意義があると考えられる。

（2）一般的なESG投資の手法

社会・環境課題を投資行動と結びつける投資戦略や手法は幅広い。（中略）

「ESGインテグレーション」や「ネガティブスクリーニング」は、様々な創意工夫により実践が図られ、現在では本邦を含む各国のアセットオーナー、アセットマネージャーで幅広く実践されてきているなど、ESG投資の広がり貢献してきたと考えられる。

長期にわたる企業経営では、規制の遵守、労働や人権への配慮、環境への積極的な取組、多様性への配慮など、様々なESG要素は事業上の基盤であり、場合によってはリスクとして顕在化する可能性がある。ESG投資を通じて企業のESGの取組状況を総合的に評価することは、リスク対応を含めた企業と投資家・金融機関の対話を促し、事業の持続可能性を向上させる面で重要な意義があると考えられる。

インパクト投資等に関する検討会報告書（抄）＜2023年6月30日 金融庁＞

（3）インパクト投資の意義

社会・環境面に配慮した企業(群)を投資対象として取捨選択し、エンゲージメントを行って改善を促す一般的なESG投資手法の広がりに伴って、より個別・明確に、個々の企業・事業に対する投資を通じた改善効果を把握・勘案し、投資を行うことへのニーズも高まっている。

「ESG インテグレーション」で代表的なESG評価等に基づく投資においては、企業のESGの取組等を勘案するESG評価等を財務分析に組み込み、これに応じ投資先や割合等を選定することが一般的となっている。「スクリーニング」については、企業の業種、事業内容、ガバナンス等に着目して特に課題のある先に投資を行わない「ネガティブスクリーニング」、ESG評価の高い企業群を選定する「ポジティブスクリーニング」のいずれも、企業のESGの取組を総合的に評価し、又は投資対象（群）を選定するものであり、個々の企業に対する個別の投資を通じた効果まで必ずしも勘案するものではない。（中略）

脱炭素社会への移行、生物多様性の保全、海洋プラスチックごみへの対応、ダイバーシティの拡充、少子高齢化など、社会・環境課題が多様化する中で、それぞれの課題に具体的に着目し、従来のESG投資の手法で必ずしも十分捉えられない企業・事業の成長可能性等を理解・評価する投資手法の重要性が高まっている。

「インパクト投資」は、通常の投資と同様に一定の「収益」を生み出すことを前提としつつ、個別の投資を通じて実現を図る具体的な社会・環境面での「効果」と、これを実現する戦略等を主体的に特定・コミットする点に特徴がある。

投資を通じて実現を図る「効果」や「収益」を特定することで、投資家・金融機関と企業双方での説明責任（アカウンタビリティ）を明確化するほか、これを通じ、「効果」や「収益」の実現に向けた具体的な技術・方策等への目利き力が向上する、エンゲージメントの重点が明らかになり対話の実効性を高めるといった効用が考えられる。

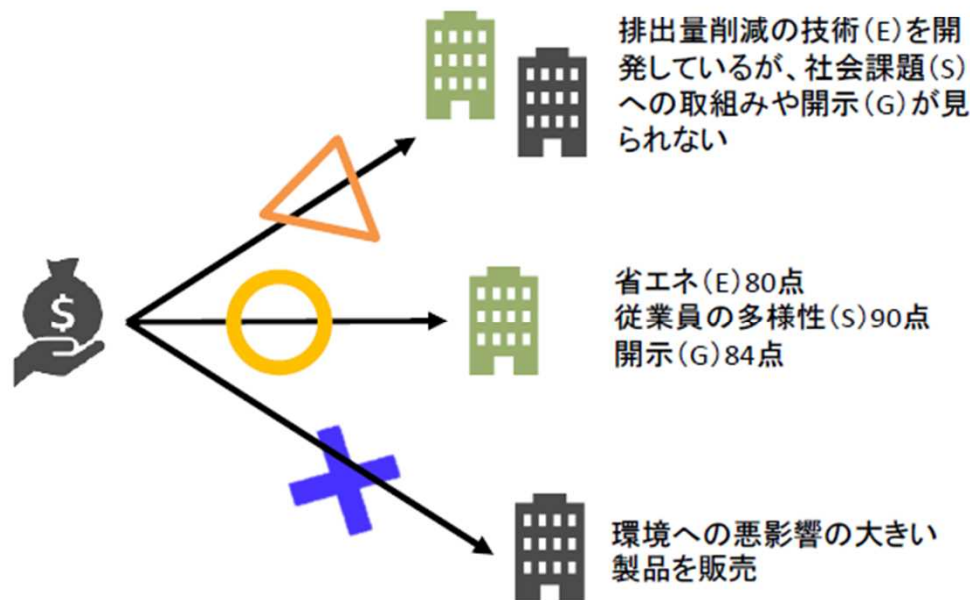
足許の環境・社会・ガバナンスの取組に止まらない、将来の社会・環境的効果の実現の確実性（注14）を評価することは、規模や成長段階等を問わず、今後の市場創造に取り組む創業企業・大企業・地域企業やその事業・取組（以下、「創業企業等」）の推進と親和性が高いのではないかと考えられる。特に、創業企業へのインパクト投資には、投資を通じて、事業の「社会・環境的効果」と「成長可能性」を評価し、課題解決と事業の革新を促すことが期待される。

（注14）投資が社会・環境的効果を実現する戦略・因果関係を特定し、効果実現の確からしさを検証することとなる。一般に、こうした戦略・因果関係は、内外の実務家の間で「ロジックモデル」や「Theory of Change(変革の理論)」等と呼ばれ、投資がどのような過程を通じ社会・環境的効果を生み出すか、変化を実現する仕組みを具体的に説明することが重要とされている。

- ❑ 脱炭素や少子高齢化等の社会・環境課題の重要性が高まる中で、課題解決に資する技術開発や事業革新に取り組む企業の支援は喫緊の課題となっている。
- ❑ 社会・環境課題への対応は、従来、事業の成長性・収益性と「トレードオフ」の関係にあると理解されることが多かったが、近年、**両者は相互に補完・強化し、両立する好循環を創出し得る**との理解に立って、**課題解決と事業成長に資する技術・事業の変革等**に取り組む多様な企業が見られる。
- ❑ 「一定の「投資収益」確保を図りつつ、「社会・環境的効果（インパクト）」の実現を企図する」インパクト投資は、「投資先と投資効果を個別に特定・コミット」する点が特徴であり、**好循環を実現させる事業上の変革等を促す**観点から、国際的にも推進の重要性が指摘されている。

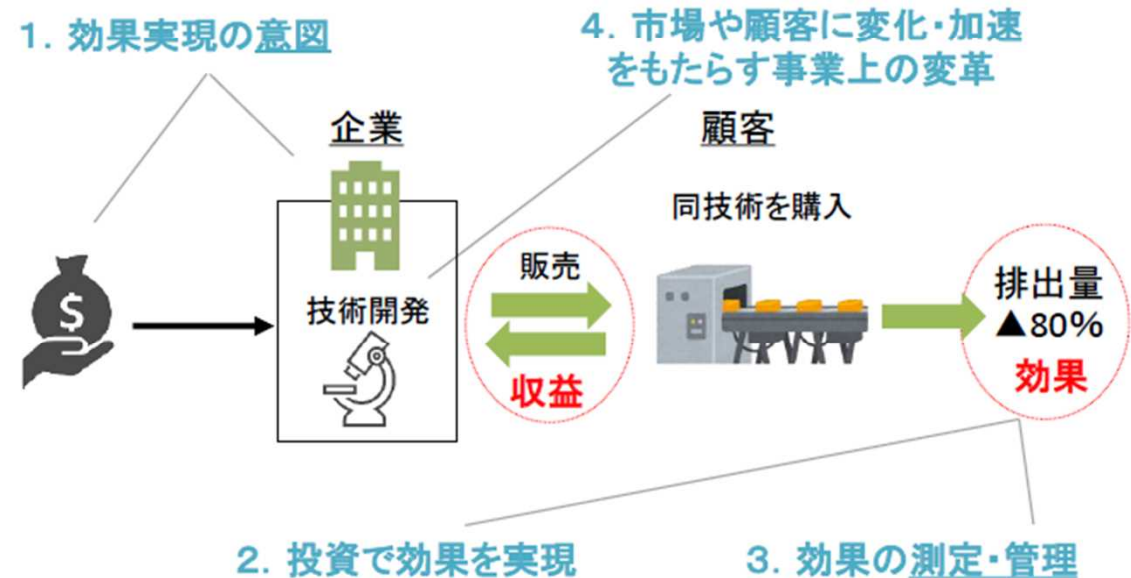
一般的なESG投資

企業のESGの取組みを総合的に評価し投資比率等を決定、又は**特定業種等を投資先から除外**



インパクト投資

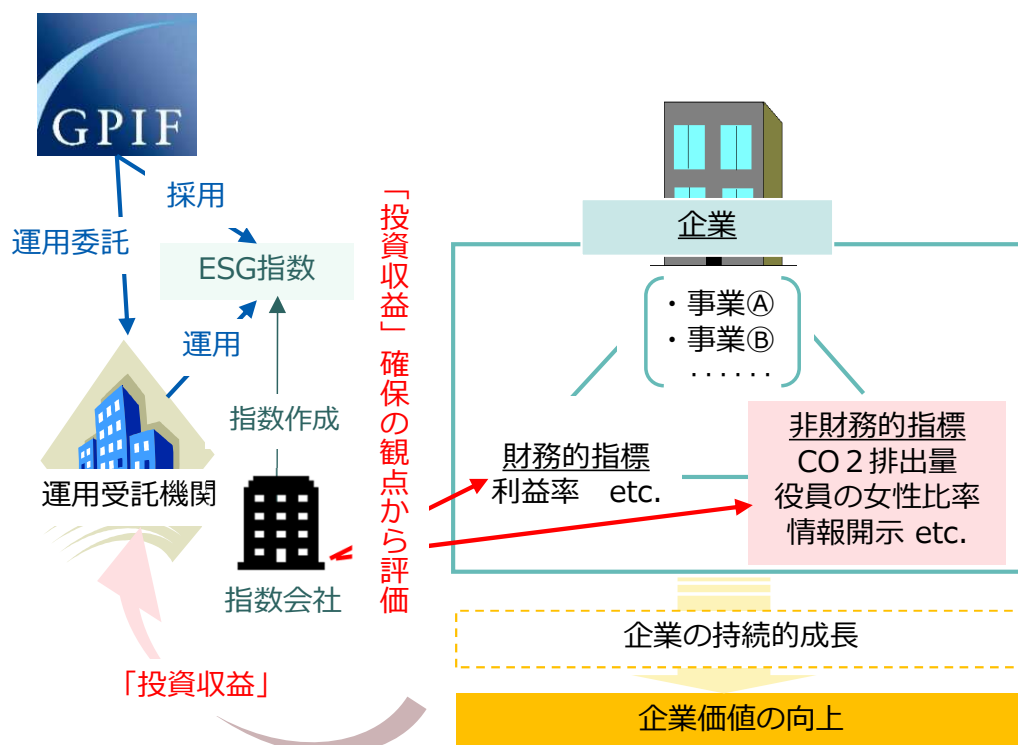
投資により実現を図る具体的効果を特定・コミットし、これを実現する**技術革新等を進める企業に投資**



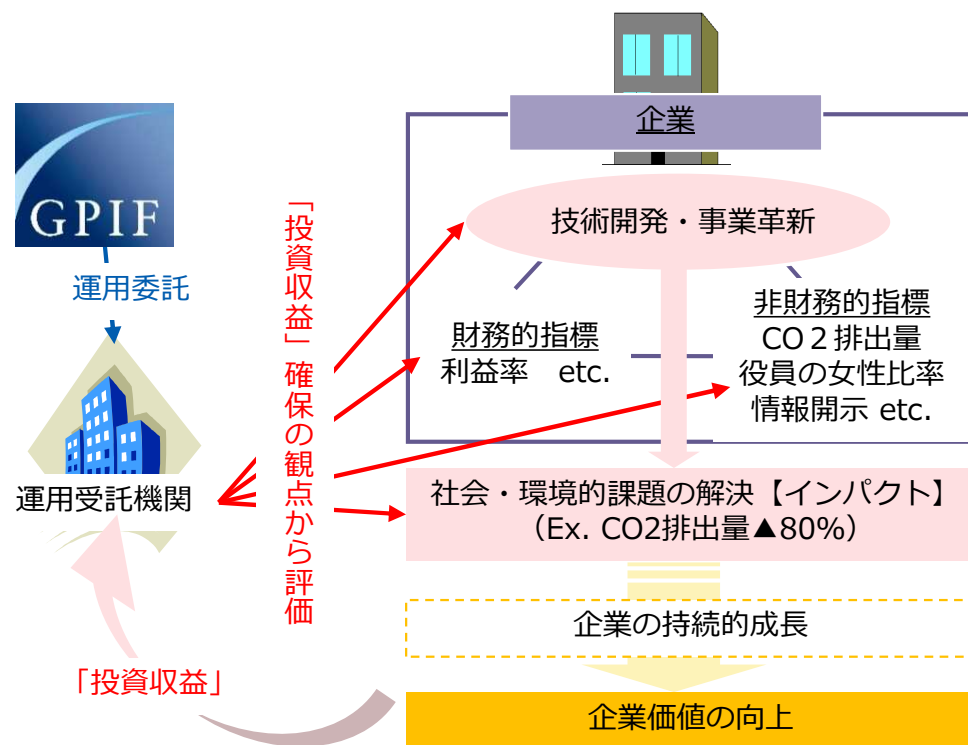
GPIFにおけるインパクトを考慮した投資のイメージ

- GPIFにおけるESGやインパクトを含む非財務的要素を考慮した投資については、直接の目的は被保険者の利益のために投資収益を確保することであり、社会・環境的課題の解決等を直接の目的とするものではない。（結果として社会・環境的課題の解決等にもつながることは考えられる。）
- 企業への株式投資に当たっては、運用受託機関への投資一任契約により行うため、GPIFが特定の企業を投資対象とする等の個別の銘柄選択や指示をすることはしない。投資に当たっての個別の企業の事業内容等によるインパクト等の評価については運用受託機関が行う。

ESGを考慮した投資（ESG指数に基づく株式運用）



インパクトを考慮した投資



- **業務運営体制等**

高度で専門的な人材の確保、育成、定着等

- 運用する資産規模が増大し、また、市場・運用環境が複雑化・高度化する中で、GPIFが長期的かつ安定的に運用を続けていくためには、更なる運用の高度化・多様化や運用リスク管理の高度化等に対応するための高度で専門的な人材の確保、育成、定着等に取り組む必要がある。
- このため、GPIFにおいては、適正な報酬水準の設定や研修の充実等、高度で専門的な人材を戦略的に確保・育成するための取組を進めるとともに、多様な人材が活躍できる勤務環境の整備に取り組んでいる。

年金積立金管理運用独立行政法人 中期目標（抄）（令和2年4月～令和7年3月）

第6 その他業務運営に関する重要事項

1. 高度で専門的な人材の確保、育成、定着等

法人の行う年金積立金の運用は、外部運用機関への委託運用が中心であることや、効率的な業務運営体制を確立していく観点に特に留意しつつ、運用の多様化・高度化に伴う高度専門人材の確保・育成・定着を図る観点から、以下の取組を進めること。

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により、高度で専門的な人材を確保するとともに、人材の適時適切な配置及び定着を図ること。

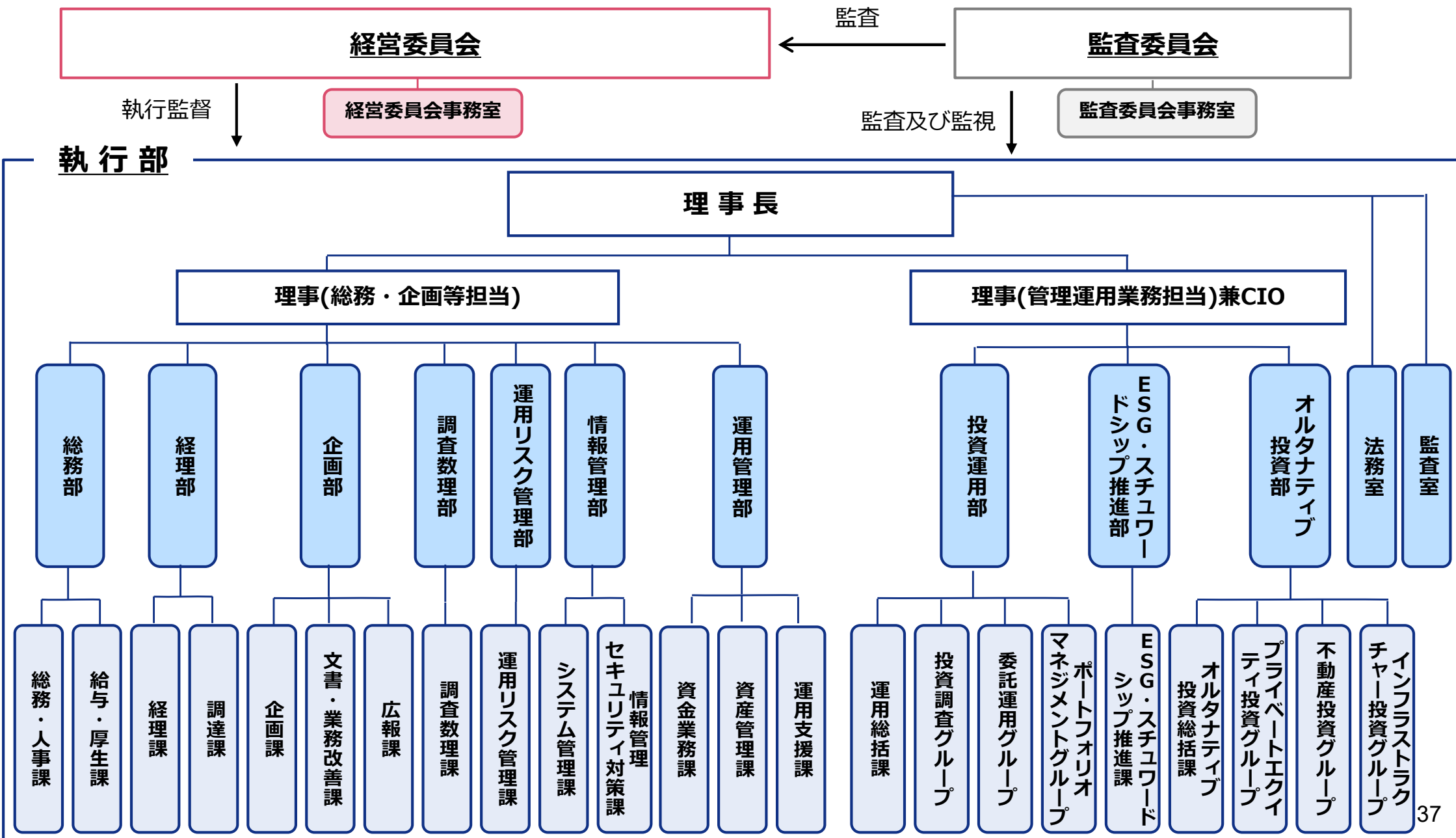
高度で専門的な人材を活用した研修等を実施することにより、法人の職員の業務遂行能力の向上を目指すこと。

運用の多様化・高度化、運用リスク管理の高度化等に対応する人材を戦略的に確保・育成するため、人材確保・育成方針を策定すること。

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

GPIFの組織図

※2024年4月1日時点



G P I Fの職員数の推移

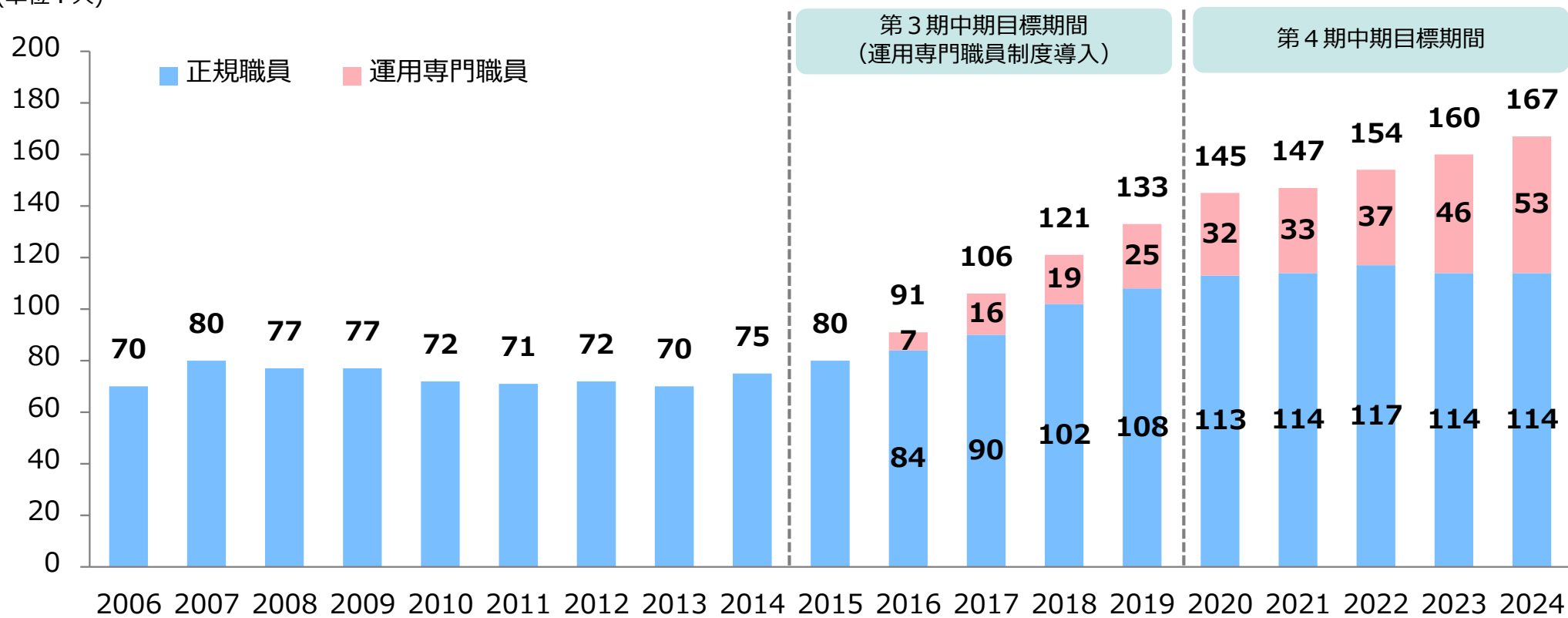
- G P I Fの職員数については、運用専門職員制度の導入以降、運用専門職員を中心に採用を進め、2024年4月1日時点で167名となっている。
- 2020年度からの第4期中期目標期間においては、運用専門職員の数が増加している一方で、正規職員の数には横ばいで推移している。

※ 運用専門職員：高度で専門的な運用業務に従事する任期を限った職員

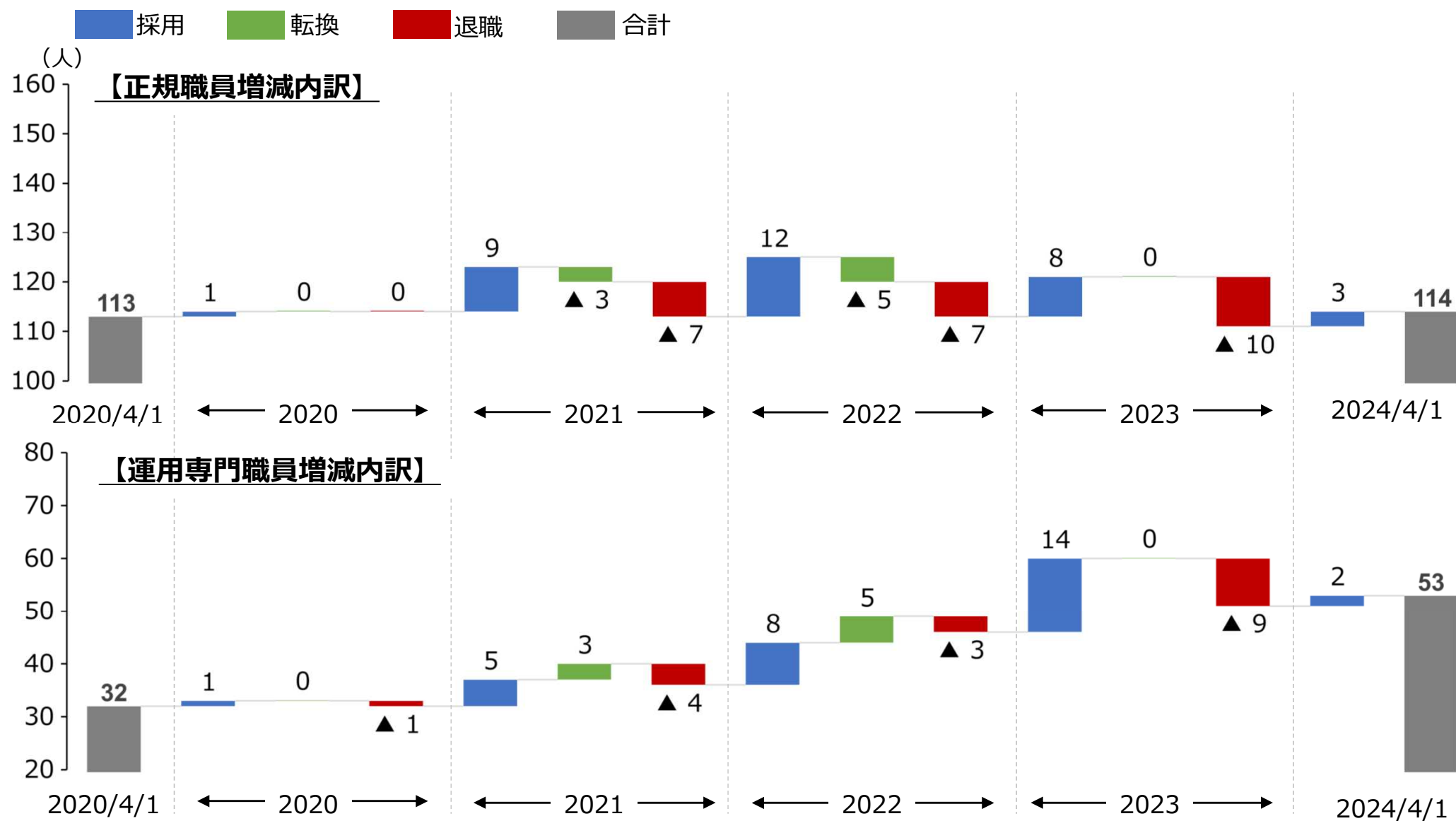
※ 正規職員：運用専門職員以外の職員

【職員数の推移（各年4月1日時点）】

(単位：人)



現行の中期目標期間におけるGPIFの職員数の増減



※ 1. 「転換」は、正規職員から運用専門職員への転換を指す。

※ 2. 2024年4月1日の正規職員及び運用専門職員の職員数は、それぞれ2024年4月1日採用の3名及び2名を含め、114名及び53名。

※ 3. 退職には、正規職員の定年退職・継続雇用の期間満了退職（2021年度3名、2022年度3名、2023年度2名）及びGPIFへの出向終了（2023年度1名）並びに運用専門職員の雇用期間満了（2020年度1名、2021年度1名、2022年度2名、2023年度5名）を含む。

高度で専門的な人材の確保、育成、定着等のための取組

●高度専門人材の戦略的な確保・育成

- ・ 2014年度に運用専門職員制度を導入し、民間資金運用業界の実態を踏まえて適正な報酬水準を設定。2023年度からは、①民間資産運用業界の報酬水準の上昇に対応した運用専門職員の報酬水準のレンジ上限を引き上げるとともに、②金融工学やデータマネジメント等に関する専門的な知識を有する人材を効果的に確保する観点から、新卒・若手向けの報酬制度を新設。（2024年4月に新卒の運用専門職員を初めて採用。）
- ・ 職員の資質の向上を図る観点から、資産運用等の分野の専門的・実務的な研修を実施するとともに、当該分野等の資格取得を積極的に支援。

●多様な人材が活躍できる勤務環境の整備

- ・ 育児休業の積極的な取得を推進するとともに、早出遅出勤務や在宅勤務等の柔軟な働き方に対応した勤務制度を整備するなど、育児・介護中の職員も含めた多様な人材が働きやすい勤務環境の整備を推進。
- ・ 女性職員を対象としたキャリア研修の開催等、女性の活躍を推進するための取組を実施。

●GPIFの業務に関する情報発信・広報

- ・ GPIFのHPに特設サイト「GPIFのお仕事紹介」を設け、様々な部署で働く職員紹介等のコンテンツを掲載するなど、GPIFの業務の内容や意義、魅力等について情報発信を実施。

GPIFの職員の報酬水準

○ 独立行政法人の職員の報酬・給与については、各法人の判断で事務・事業の特性に応じた柔軟な報酬・給与制度の導入が可能となっており、GPIFの職員給与については、専門のコンサルタント会社を活用し、以下のとおり民間資産運用業界の実態を踏まえた「市場水準」（※1）を基に報酬水準を設定。

➤ 運用専門職員 ⇒ 高度で専門的な人材を確保する観点から【日系中央値～外資中央値】の実態を踏まえて設定。

➤ 正規職員 ⇒ 運用専門職員に準ずる優秀な人材の採用を確保する観点から【日系最頻値】の実態を踏まえて設定。

※1 民間資産運用業界の市場水準は、民間調査会社（上述のコンサルタント会社）のデータ（令和4年度分）に基づくもの。

○ その結果、2023年度のGPIFの職員の報酬水準の実績は、国家公務員の水準を上回るものの（※2）、「市場水準」との比較においては下表のとおりとなっている。

※2 対国家公務員指数：（年齢勘案）152.2、（年齢・地域勘案）134.6、（年齢・学歴勘案）147.5、（年齢・地域・学歴勘案）130.7

役職	職員全体の報酬水準	運用専門職員の報酬水準	正規職員の報酬水準	(参考) 民間資産運用業界		
				日系最頻値 (推計)	日系中央値	外資中央値
部長級	1,617	2,036	1,337	1,710	1,940	5,380
課長級	1,245	1,569	1,084	1,350	1,500	2,710
課長代理級	805	—	805	820	950	1,510
主事級	606	—	606	710	810	1,330
課員級	—	—	—	480	530	930

(単位万円)

GPIFにおける女性の活躍の推進に関する取組状況

- ダイバーシティ推進の重要な要素である女性活躍については、女性の職業生活における活躍の推進に関する法律（平成 27 年法律第 64 号）に基づき、企業は自社の女性の活躍に関する状況把握・課題分析等を行う必要がある。
- GPIFにおける従業員・管理職に占める女性比率はいずれも平均値を下回るなど、女性の活躍の推進については引き続き課題となっている。

<GPIFにおける女性の活躍に関する状況>

	G P I F	(参考) 産業計	(参考) 金融業、保険業
従業員に占める女性比率	25.3%*	26.3%***	50.5%***
管理職における女性比率	9.0%**	19.7%***	23.9%***

* 2024年4月1日時点。正規職員、運用専門職員、継続雇用職員、出向職員、臨時職員、派遣職員を含み、役員、非常勤職員は含まない。

** 2024年4月1日時点。正規職員、運用専門職員、継続雇用職員、出向職員を含む。

*** 令和5年5月31日付雇均発 0531 第1号「女性の職業生活における活躍の推進に関する法律に基づく認定制度に係る基準における「平均値」について」より。

	G P I F	(参考) 一般労働者
男女の賃金の差異（※） （単純平均）	68.0%*	74.8%**

* 2023年度実績。役員、期中入退職者、継続雇用職員、出向職員、出向受入職員、臨時職員、派遣職員、退職者は除く。算出に使用した年間支給総額は、基本給、超過労働に対する報酬、賞与等を含み、通勤手当は除く。

** 厚生労働省「令和6年6月21日 雇用の分野における女性活躍推進に関する検討会（第9回）」参考資料3（厚生労働省「賃金構造基本統計調査」を用いて厚生労働省雇用環境・均等局作成）より。

（※）GPIFによる男女の賃金差異の要因分析においては、相対的に若年層の女性職員が多いことに加え、男女間の学歴の差等が賃金差異を生んでいる主要因としている。

業務のデジタル化の推進

- GPIFにおいては、運用やリスク管理の高度化を支える基盤として情報システムの整備を進めるなど、業務における I T の活用に取り組んでいる。
- 情報システムの整備等に当たっては、専門的な見地からシステムに関する助言等を行う「シニア I T アドバイザー」の創設や I T 専門人材の採用、 I T スキルに関する研修の実施等、必要な人的体制の整備もあわせて進めている。
- 情報セキュリティ対策については、対策の有効性について外部監査人によるマネジメント監査を毎年度実施するなど、対策が機能していることを客観的に確認しつつ、情報セキュリティ対策を厳格に実施している。

年金積立金管理運用独立行政法人 中期目標（抄）（令和 2 年 4 月～令和 7 年 3 月）

第 4 業務運営の効率化に関する事項

4. 業務の電子化の取組

運用の基盤となる情報システムの整備等を行う等、業務における I T の活用に取り組み、業務運営の効率化の向上を図ること。

また、デジタル庁が策定した「情報システムの整備及び管理の基本的な方針」（令和 3 年 12 月 24 日デジタル大臣決定）に則り、情報システムの適切な整備及び管理を行うこと。

第 6 その他業務運営に関する重要事項

5. 情報セキュリティ対策

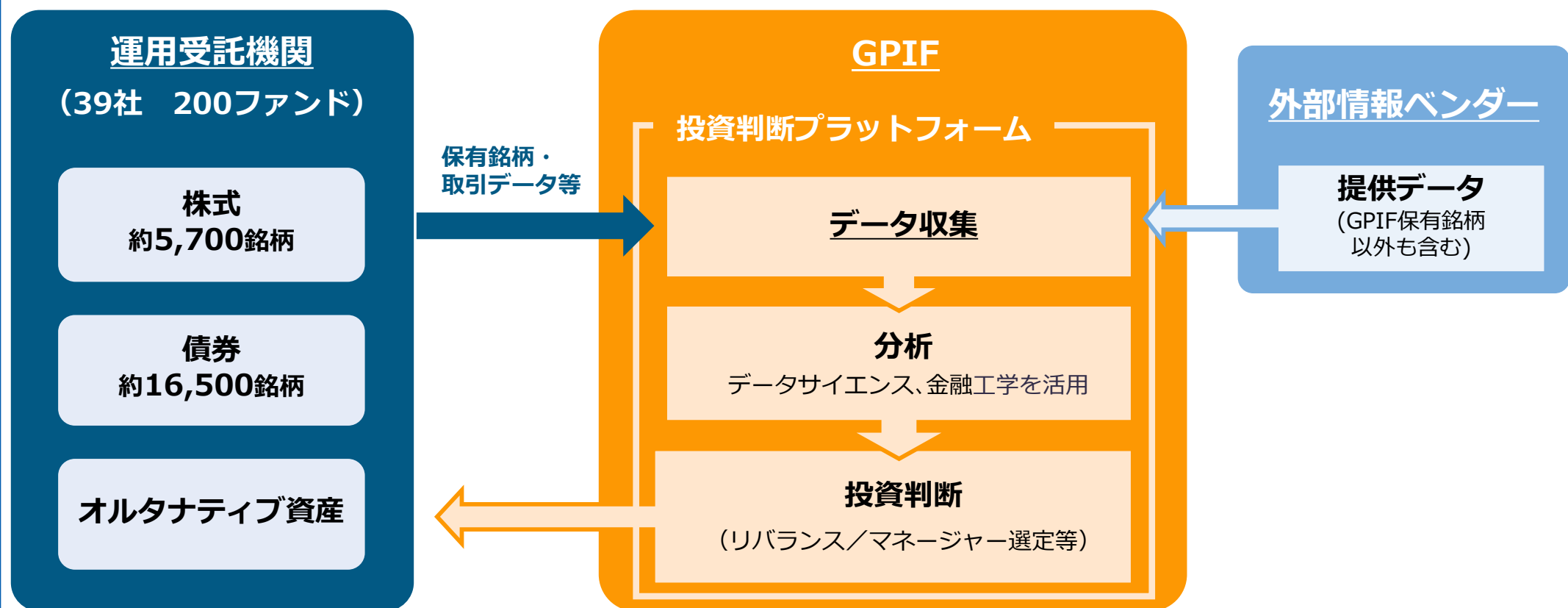
情報セキュリティ管理規程に基づく情報セキュリティ対策を厳格に実施するとともに、法人における情報セキュリティ対策の有効性を評価し、当該対策が十分に機能していることを日常的に確認すること。

また、法人の役職員のみならず法人の外部の運用受託機関等の関係機関における情報管理態勢の有効性を法人が自ら評価すること

運用の基盤となる情報システムの整備

- GPIFには運用受託機関等を通じて膨大な取引データ等が日々集積されるため、こうしたデータを有効活用することにより、運用やリスク管理の更なる高度化が期待できる。
- このため、GPIFにおいては、運用やリスク管理の高度化を支える基盤として、膨大な取引データ等を効率的かつ迅速に収集し、分析・評価するとともに、投資判断に活用することを可能とするためのシステム（投資判断プラットフォーム）について、次期中期目標期間での本格的な導入・活用を目指して構築を進めている。

<投資判断プラットフォームの概要>



(注) 株式及び債券の銘柄数、運用受託機関及びファンド数は2024年3月末時点

G P I F のガバナンス体制

- 経営委員会については、2017（平成29）年10月施行のガバナンス改革の仕組みが定着し、経営委員会（意思決定・監督）、監査委員会（監査）、理事長等（執行）が、適切な役割分担及び連携を図りながら健全な緊張関係を保ちつつ運営しており、自律的なP D C Aサイクルを機能させている。

年金積立金管理運用独立行政法人 中期目標（抄）（令和2年4月～令和7年3月）

第3 国民に対して提供するサービスその他の業務の質の向上に関する事項

2. 国民から一層信頼される組織体制の確立

平成28年の法改正により、平成29年10月から、法人に経営委員会と監査委員会が設置されるなど、以下のようなガバナンス改革が講じられた。経営委員会は、法人の重要事項について議決し、その方針に沿って、理事長及び管理運用業務担当理事等の役職員が与えられた責任と権限の下で専門性やその裁量を発揮し、適切に業務を執行するよう、役員の職務の執行の監督等の業務を行う。監査委員会は、コンプライアンスの確保、業務執行の手続の適正性及びリスク管理等の観点から、経営委員会と必要な連携をとって監査等を行う。また、理事長は、合議制の経営委員会の一員として意思決定に参加するとともに、法人を代表し経営委員会の定めるところに従って法人の業務を総理する。管理運用業務担当理事は、経営委員会の定めるところにより、経営委員会の会議に出席し、管理運用業務に関し意見を述べることができる。

引き続き、このガバナンス改革の趣旨を踏まえ、意思決定・監督を担う経営委員会、監査等を担う監査委員会及び執行を担う理事長等が、適切に役割分担及び連携を図ることにより、自律的なP D C Aサイクルを一層機能させ、国民から一層信頼される組織体制の確立に努めること。

また、経営委員会の判断事例の蓄積を活用して、法人においてガバナンス改革の趣旨に沿った組織体制の確立・定着に向けた取組を行うこと。

GPIFのガバナンス体制に関する国会の附帯決議

- 平成28年12月13日 参議院厚生労働委員会 公的年金制度の持続可能性の向上を図るための国民年金法等の一部を改正する法律案に対する附帯決議（抄）

七 年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）のガバナンスの強化については、年金保険料の拠出者であり積立金の受益者である被保険者の立場を代表する者の経営委員会における定数及びその配分について検討を続けること。また、労使の代表を含む経営委員会委員については、運用の専門性はもとより、拠出者である労使の意向や利害を真に代表し得る委員が透明かつ公正な手法によって選出されるよう、適正な決定を行うこと。

- 令和2年5月28日 参議院厚生労働委員会 年金制度の機能強化のための国民年金法等の一部を改正する法律案に対する附帯決議（抄）

八 年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）等が管理・運用する年金積立金については、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から、市場の動向等を踏まえた適切なリスク管理を行うこと。また、国民が理解しやすい情報開示に努めるとともに、会計検査院から開示を求められていたストレステスト等の中長期のリスク情報については、GPIFの業務概況書に記載するなど少なくとも年一回は公表すること。なお、GPIFの経営委員会の委員構成など年金積立金の管理運用に関して、諸外国の実態にも倣い、被保険者の代表の意向が適切に反映されること等を念頭に置いた制度運営や見直しの検討を行うこと。

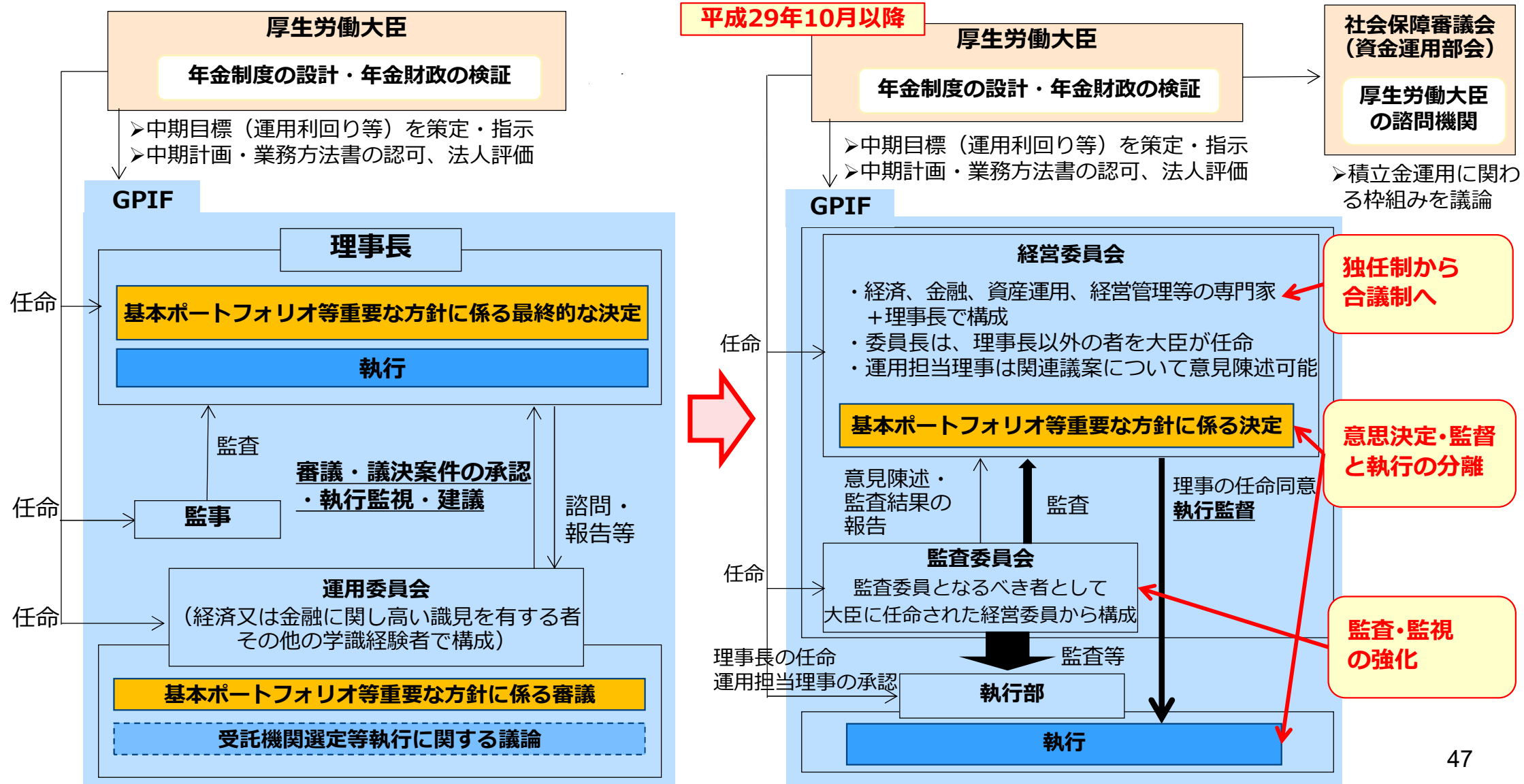
平成28年（2016年）GPIFガバナンス改革の概要

① 独任制から合議制への転換

⇒ 基本ポートフォリオ等の重要方針は合議制の経営委員会が決定

② 「意思決定・監督」と「執行」の分離

⇒ 執行部を経営委員会が監督し、執行部の責任と権限を明確化



GPIF 改革に係る議論の整理（平成28年2月8日社会保障審議会年金部会）（抄）

2 更なる改革の方向性

（１）更なるガバナンス体制の強化

（中略）

- 更なるガバナンス体制の強化については、当年金部会に設置した年金積立金の管理運用に係る法人のガバナンスの在り方検討作業班における議論を踏まえてまとめられた「年金積立金の管理運用に係る法人のガバナンスの在り方検討作業班報告（議論の要約）」や当年金部会での議論などを基に、平成27年12月25日に、事務局より「ガバナンス強化のイメージ（案）」（別添）が提示された。当該イメージ（案）については、概ねその方向性について合意されたところであるが、以下のとおり、一部意見が分かれた点や、更なる検討の必要性を指摘する点もあった。

（合議制機関について）

① 拠出者代表の参画について

- 合議制機関については、拠出者である労使の意見が確実に反映できるよう、その代表を構成員に入れるべきとの意見を踏まえ、イメージ（案）においては、運用委員7人（定員11人以下）及び監事2人のうち労使団体の推薦する者が各1人加わっている現状と同規模とする観点から、経営委員9人（うち3人は監査等委員を兼任）に、「被保険者及び事業主の立場を適切に代表し得ると認められる団体の推薦する者各1人を含む」との案が提示された。
- これに対し、以下のような意見があった。
 - ・ 年金積立金の原資は、被保険者及び事業主から強制的に徴収された保険料であることから、経営委員会の構成に関し、労使の代表が少なくとも複数以上、過半数に近い数を占めるべきであるとの意見。
 - ・ 年金積立金の運用は労使のみならず、受給者等にも関係することから、経営委員は国民全体を代表する立場で参加すべきであり労使の代表は各1名程度とすることが適当であるとの意見。
 - ・ 委員を選任する過程で拠出者である労使が関与する仕組みが必要であるとの意見。
 - ・ 労使の参画については、法律に規定のない現状の仕組みを改め、新制度においては法律で明確に規定すべきであるとの意見。

経営委員会の構成に係る規定

○年金積立金管理運用独立行政法人法（平成16年法律第105号）（抄）

（経営委員会の組織）

第五条の四 経営委員会は、委員長並びに監査委員である委員及びそれ以外の委員八人以内並びに理事長で組織する。

2～4 （略）

（役員の任命）

第七条の二 理事長は、通則法第二十条第一項の規定にかかわらず、経済、金融、資産運用、経営管理その他の管理運用法人の業務に関連する分野に関する学識経験又は実務経験を有する者のうちから、厚生労働大臣が任命する。

2 委員長及び委員は、通則法第二十条第四項の規定にかかわらず、前項に規定する者のうちから、厚生労働大臣が任命する。

3 （略）

4 厚生労働大臣は、第二項の規定により委員長及び委員を任命するに当たっては、厚生年金保険及び国民年金の被保険者の利益を代表する者並びに事業主の利益を代表する者各一名を、関係団体の推薦に基づき任命するものとする。

5～9 （略）

○年金積立金管理運用独立行政法人の役員の任命及び承認に関する基準（平成29年7月4日厚生労働大臣決定）（抄）

2. 経営委員会の委員長及び委員の構成

① 厚生労働大臣は、管理運用法人の業務や組織に係る決定及び監督が適切になされるよう、それぞれの専門分野のバランスに配慮しつつ、年金積立金管理運用独立行政法人法（平成16年法律第105号。以下「法」という。）第7条の2第2項の規定に基づき、経済、金融、資産運用、経営管理その他の管理運用法人の業務に関連する分野に関する学識経験又は実務経験（以下「学識経験等」という。）を有する者を委員長及び委員として任命する。

② 経営委員会の構成は概ね以下のとおりとする。

i. 経済、金融その他管理運用法人の業務（資産運用及び経営管理を除く。）に関する学識経験又は実務経験を有する者 3人以上5人以内

ii. 資産運用の学識経験又は実務経験を有する者 2人以上3人以内

iii. 経営管理の学識経験又は実務経験を有する者（弁護士、公認会計士、企業における実務経験者等） 2人以上3人以内

（※1）被保険者の利益を代表する者及び事業主の利益を代表する者各1名を含む。これらの者についても、管理運用法人の重要な方針の決定や、執行部への監督を適切に行うため、学識経験等を有する者を委員として任命する。

（※2）管理運用法人の重要な方針を決定する役割に鑑み、法人の経営に携わっていた経験又はこれに準ずる経験を有している者が含まれるよう配慮する。

③ （略）

諸外国の年金積立金運用組織との比較

名称	日本	カナダ	スウェーデン	米国	オランダ																				
	年金積立金管理運用 独立行政法人 (GPIF)	カナダ年金プラン 投資理事会 (CPPIB)	国民年金 (AP1~4)	カリフォルニア州 職員退職制度 (CalPERS)	オランダ公務員 総合年金基金 (ABP)																				
制度対象	一般国民	一般国民	一般国民	州公務員等（職域年金）	公務員等（職域年金）																				
拠出	労使折半	労使折半	労使按分	労使按分	労使折半																				
財政方式	賦課方式	賦課方式	賦課方式	積立方式	積立方式																				
資金規模	約246.0兆円 (2024年3月末)	約61.5兆円 (2023年3月末)	約23.4兆円 (2022年6月末)	約64.9兆円 (2023年3月末)	約72.3兆円 (2022年12月末)																				
役職員数	179名 (2024年4月1日)	2,136名 (2023年3月末)	257名 (2020年6月末)	2,843名 (2021年6月)	約700名以上 (2020年3月末)																				
運用特化	○	○	○	×（給付等も実施）	×（給付等も実施）																				
意思決定、 執行体制	意思決定 <table><tr><td>経営委員会</td></tr><tr><td>↓</td></tr><tr><td>執行 <table><tr><td>執行部</td></tr></table></td></tr></table>	経営委員会	↓	執行 <table><tr><td>執行部</td></tr></table>	執行部	意思決定 <table><tr><td>理事会</td></tr><tr><td>↓</td></tr><tr><td>執行 <table><tr><td>CEO他</td></tr></table></td></tr></table>	理事会	↓	執行 <table><tr><td>CEO他</td></tr></table>	CEO他	意思決定 <table><tr><td>理事会</td></tr><tr><td>↓</td></tr><tr><td>執行 <table><tr><td>マネージング ディレクター他</td></tr></table></td></tr></table>	理事会	↓	執行 <table><tr><td>マネージング ディレクター他</td></tr></table>	マネージング ディレクター他	意思決定 <table><tr><td>理事会</td></tr><tr><td>↓</td></tr><tr><td>執行 <table><tr><td>CIO</td></tr></table></td></tr></table>	理事会	↓	執行 <table><tr><td>CIO</td></tr></table>	CIO	意思決定 <table><tr><td>理事会</td></tr><tr><td>↓</td></tr><tr><td>執行 <table><tr><td>APG</td></tr></table></td></tr></table>	理事会	↓	執行 <table><tr><td>APG</td></tr></table>	APG
経営委員会																									
↓																									
執行 <table><tr><td>執行部</td></tr></table>	執行部																								
執行部																									
理事会																									
↓																									
執行 <table><tr><td>CEO他</td></tr></table>	CEO他																								
CEO他																									
理事会																									
↓																									
執行 <table><tr><td>マネージング ディレクター他</td></tr></table>	マネージング ディレクター他																								
マネージング ディレクター他																									
理事会																									
↓																									
執行 <table><tr><td>CIO</td></tr></table>	CIO																								
CIO																									
理事会																									
↓																									
執行 <table><tr><td>APG</td></tr></table>	APG																								
APG																									
意思決定機関	経営委員会 (経営委員 9 名+理事長)	理事会 (12名の理事(非常勤))	理事会 (9名の理事(非常勤))	理事会 (13名の理事 (非常勤))	理事会 (会長 + 12名の理事)																				
意思決定機関 のメンバー	【専門家+メンバーシップ型】 経済、金融、資産運用、経営管理等の専門家（9名）+理事長 うち1名は雇用主代表 うち1名は被保険者代表	【専門家型】 金融面の能力または相当する実務経験を持つ者から任命(出身地域に配慮)	【専門家+メンバーシップ型】 資産運用の専門性を有する者のうちから任命 うち2名は雇用者代表 うち2名は従業員代表	【メンバーシップ型】 加入者代表6名、 知事等による任命3名、 州政府の職権上メンバー4名	【メンバーシップ型】 職員代表4名、 年金受給者代表3名、 雇用主代表5名 +会長																				
外部諮問機関等 【主な諮問事項】	社会保障審議会資金運用部会 【運用目標の策定、基本ポートフォリオの認可等】	指名委員会 【理事会メンバーを推薦】	—	—	オランダ中央銀行 【理事会会長の任命等】																				