

# 2022年度

# 運用報告書

# 国民年金基金連合会

National Pension Fund Association



# ~はじめに~

国民年金基金制度は、自営業やフリーランスの方のために国民年金に給付を上乗せする公的な年金制度として平成3年4月に施行されました。

また、国民年金基金連合会は、平成3年5月に設立され、国民年金基金を中途脱退された方への年金支給や積立金の運用などの事業を行うことを目的にしています。

当連合会の2022年度の運用実績は、グローバルな金利上昇や為替の円安進行等を受けて国内債券及びヘッジ外債が軟調に推移したことから、年度ベースではマイナス0.78%(修正総合利回り)の収益率となりました。

2022年度の市場環境は、上期は、欧米中銀による金融引締めや利上げペースの加速懸念から主要国株式市場が下落した他、主要国債券市場も軟調に推移しました。下期は、ゼロコロナ政策解除による中国経済の回復期待や米国のインフレ指標の落ち着き等を受けて主要国株式市場は上昇したものの、上期のマイナス幅を取り戻すには至らず、当連合会の運用実績は軟調な結果となりました。

主な運用改善の取り組みとして、2022年4月に実践ポートフォリオの各資産科目の構成割合の基準値を変更しました。また、2022年12月には外国債券(円ヘッジ)、外国債券、世界株式のマネジャーベンチマークを変更しました。

連合会では、引続き、基本に忠実な運営を行うと共に、運用課題への対応や体制の強化などの取組を進めてまいる所存です。

# 目次

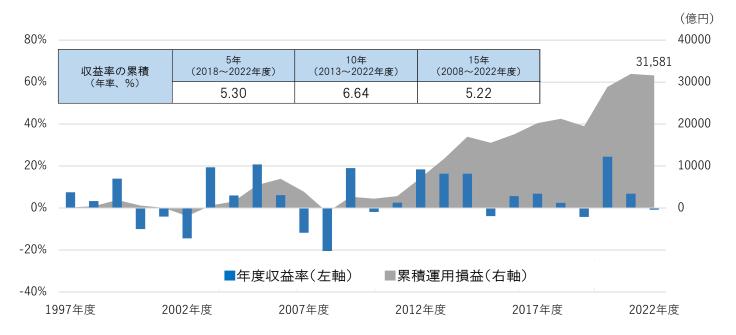
<運用実績(概要)>							
1. 運用実績(概要)							

1.	運用実績(概要)・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・P4
<市	「場環境>
2.	2022年度の市場環境・・・・・・・・・・・・・・・・・・P5
2.	2022年度の市場環境(各資産のコメント)・・・・・・・・・・・P6
<運	国用状况>
3.	2022年度の運用状況・・・・・・・・・・・・・・・・・・P7
3.	2022年度の運用状況(資産構成割合)・・・・・・・・・・・・・・・P8
3.	2022年度の運用状況(要因分析)・・・・・・・・・・・・・・P9
3.	2022年度の運用状況(運用受託機関構成)・・・・・・・・・・・・・・・P10
<リ	スク管理>
4.	2022年度のリスク管理状況(資産全体)・・・・・・・・・・・・・P1
4.	2022年度のリスク管理状況(債券)・・・・・・・・・・・・・・・P1%
4.	2022年度のリスク管理状況(株式)・・・・・・・・・・・・・・・P13
<b>&lt;</b> オ	・ ルタナティブの運用状況>
5.	オルタナティブの運用状況(バンクローン)・・・・・・・・・・・・・・P1
5.	オルタナティブの運用状況(不動産) ・・・・・・・・・・・・・・・・P1!
<組	B織体制>
6.	組織体制(ガバナンスの仕組み) ・・・・・・・・・・・・・・・・P10
6.	組織体制(意思決定プロセス) ・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・P1
6.	組織体制(資産運用委員会)・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・P18
<運	国用理念>
7.	積立金運用の基本的な考え方について · · · · · · · · · · · · · · · · · · ·
<b>くそ</b>	- の他>
8.	その他 ・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・P20

# 1. 運用実績(概要)

2023年3月末現在

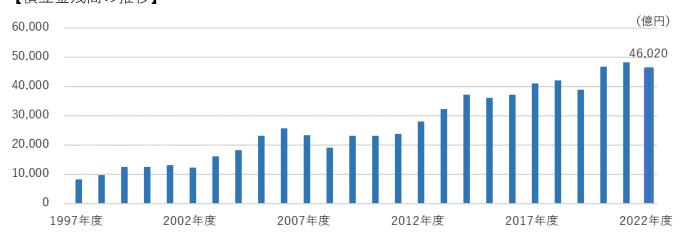
#### 【年度収益率(修正総合利回り)と累積運用損益の推移】



	2022年度通期	累積実績(1997年度以降)※
収益率(%)	-0.78%	4.14%

<sup>※</sup>運用規制の撤廃された1997年度以降の平均利回りを使用。

### 【積立金残高の推移】



#### 【コメント】

2022年度の修正総合利回りは、マイナス0.78%となりました。

| また、長期(1997年度以降)の運用実績は、累積で年率4.14%となりました。

なお、積立金残高は4兆6,020億円(2023年3月末時点)となりました。

なお、同年度に資産額の評価方法を時価評価に変更。

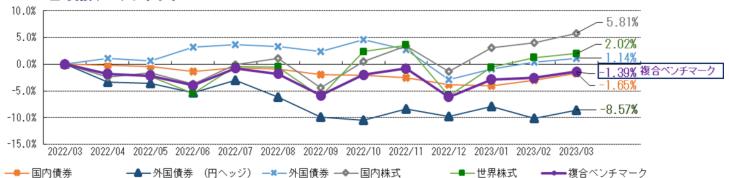
### 2. 2022年度の市場環境

#### 【参考指標】

		2022年03月末	2022年06月末	2022年09月末	2022年12月末	2023年03月末
国内債券	10年国債利回り (%)	0.210	0.225	0.240	0.410	0.320
国内株式	日経平均 (円)	27,821.43	26,393.04	25,937.21	26,094.50	28,041.48
国内水丸	TOPIX (ポイント)	1,946.40	1,870.82	1,835.94	1,891.71	2,003.50
外国債券	米10年国債利回り(%)		2.98	3.83	3.88	3.48
ハ凹原分	独10年国債利回り(%)	0.55	1.34	2.11	2.57	2.29
	NYダウ (ドル)	34,678.35	30,775.43	28,725.51	33,147.25	33,274.15
世界株式	S&P 500 (ポイント)	4,530.41	3,785.38	3,585.62	3,839.50	4,109.31
	独DAX (ポイント)	14,414.75	12,783.77	12,114.36	13,923.59	15,628.84
為替	円/ドル (円)	121.38	135.86	144.75	131.95	133.09
河百	円/ユーロ (円)	135.05	142.03	141.80	140.82	144.60

### 【資産科目別ベンチマークの推移】

#### ■ 実践ポートフォリオ



※実践ポートフォリオの複合ベンチマークは、国内債券:外国債券(円ヘッジ):外国債券:国内株式:世界株式を10%:31%:11%:5%:43%の割合にて構成

(TOPIX配当込み)

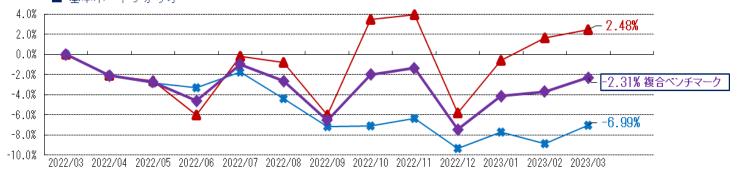
(MSCI-ACWI)

(BGA)

#### ■ 基本ポートフォリオ

(BGA(円ヘッジ))

(NOMURA-BPI総合)



-◆- グローバル債券(FTSE世界国債(円ヘッジ)) -◆- グローバル株式(MSCI-World(配当込み、円ベース)) -◆- 複合ベンチマーク

※基本ポートフォリオの複合ベンチマークは、グローバル債券:グローバル株式を52%:48%の割合にて構成

#### 【コメント】

2022年度の実践ポートフォリオの複合ベンチマークは、マイナス1.39%となりました。

■ 主要国株式市場は、欧米の金融引締めによる景気悪化懸念から下落する局面もありましたが、中国の経済再開期待や ■金融引締めペースの緩和期待等から上昇(円ベース)しました。一方、米国債券市場は、FRBの金融引締めによる需給 ■悪化懸念から、利回りは大幅に上昇しました。

### 2. 2022年度の市場環境(各資産のコメント)

#### 【国内債券】

- ・10年国債利回りは、0.21%(2022年3月末)から0.32%(2023年3月末)に上昇しました。
- ・NOMURA-BPI総合は、前年度末比-1.65%となりました。

国内長期金利は、4-6月期は、欧米の中央銀行が金融引締め姿勢を強めたこと等から一時0.25%まで上昇しました。その後は、日銀の金融緩和策が修正される懸念が後退したこと等から、利回りは低下しました。7-9月期は、日銀が金融緩和策の維持を決定したことや世界景気の減速が意識され、利回りは一時0.16%まで低下しました。その後は、欧米の長期金利上昇が国内にも波及し、利回りは上昇しました。10-12月期は、金融政策決定会合で長期金利の許容変動幅を $\pm 0.25$ %程度から $\pm 0.50$ %程度へ引き上げることが決定されると利回りは一時0.48%まで上昇しましたが、その後は日銀が指値オペや臨時の国債買入オペを実施したことから利回りは低下しました。1-3月期は、日銀による金融緩和策修正に対する思惑から利回りは上昇する局面はあったものの、欧米の金融不安を受けて利回りは低下し、10年国債利回りは0.32%で終了しました。

#### 【国内株式】

- ・日経平均株価は、27,821.43円(2022年3月末)から28,041.48円(2023年3月末)に上昇しました。
- · TOPIX (配当込) は、前年度末比+5.81%となりました。

国内株式市場は、4-6月期は、米国の金融引締めペースの加速が懸念され下落しました。政府による外国人観光客の受け入れ再開の方針が好感され上昇する局面もありましたが、欧米各国が利上げペースを加速させたことで欧米株式が大幅下落となると、国内株式も下落しました。7-9月期は、米物価指標の伸び鈍化や大幅な円安・米ドル高が好感され上昇する局面もありましたが、9月のFOMC(米連邦公開市場委員会)で利上げ見通しが上方修正されると、利上げ幅拡大等による景気後退懸念等を受けて下落基調となりました。10-12月期は、米物価指標の伸び鈍化を受けて米国の利上げペースが緩むとの期待が強まり上昇基調で推移しましたが、日銀が長期金利の許容変動幅を±0.25%程度から±0.50%程度へ引き上げることを決定すると市場心理が悪化し、上げ幅を縮めました。1-3月期は、中国経済正常化への期待や日銀が金融緩和策を現状維持としたこと等を受けて上昇しましたが、欧米の金融不安から上げ幅を縮めました。通期ではTOPIX(配当込み)は上昇しました。

#### 【外国債券】

・米国10年国債利回りは、2.32%(2022年3月末)から3.48%(2023年3月末)に上昇しました。

米国長期金利は、4-6月期は、金融引締めによる米国債の需給悪化懸念が高まり、利回りが上昇しました。景気減速懸念を受けて利回りが一時2.7%台に低下する局面もありましたが、米消費者物価指数が約40年ぶりの高い伸びとなり、FRBが利上げペースを加速するとの見方から、利回りは上昇基調で推移しました。7-9月期は、FRB(米連邦準備理事会)による利上げペース加速への懸念が和らいだこと等を受けて利回りが低下する局面もありましたが、FRB議長がインフレの抑制を最優先する姿勢を示すなど金融引締めの長期化が意識されたこと等から、利回りの上昇が継続しました。10-12月期は、インフレ圧力の根強さを背景に米国の利上げ観測が一段と強まり、利回りは取引時間中一時4.3%台まで上昇しました。その後、米物価指標の予想以上の鈍化を受けて利上げペースが緩むとの期待が高まると上げ幅は縮小し、米国10年国債利回りは3.48%で終了しました。

#### 【世界株式】

- ・米国NYダウ指数は、前年度末比-4.05%となりました。
- ・米国S&P500指数は、前年度末比-9.29%となりました。
- ・独DAX指数は、前年度末比+8.42%となりました。

(米国株式)4-6月期は、FRBによる利上げペースの加速懸念を背景に景気減速が警戒され、大幅に下落しました。7-9月期は、物価指標の伸び鈍化を受けてFRBによる利上げペース加速への懸念が和らいだことから上昇する局面はありましたが、FRB議長がインフレの抑制を最優先する姿勢を示したこと等から主要株価指数の多くが年初来安値を更新しました。10-12月期は、企業業績が市場予想ほど悪化しなかったことやパウエルFRB議長が12月の利上げ幅縮小を示唆したことから上昇しました。1-3月期は、物価指標の伸び鈍化を受けてFRBによる利上げ停止期待が高まり上昇しました。その後、金融不安を受けて下落しました。

(欧州株式)欧州株式)欧州株式市場のDAX(独)は、4-6月期は、米国の金融引締めペースの加速や中国経済の減速が警戒されたことに加え、ECB(欧州中央銀行)による早急な金融引締めを受けた欧州経済の減速が懸念され、大幅に下落しました。7-9月期は、エネルギー価格の高騰によるインフレ長期化やECBによる大幅利上げの継続を受けて、欧州域内の景気後退懸念が高まったことから下落基調で推移しました。10-12月期は、米国の利上げペース緩和期待やユーロ圏の物価指標鈍化等を受けて上昇しました。1-3月期は、中国の経済再開期待に加え、ユーロ圏の景気後退懸念が和らいだこと等を受けて上昇し、通期でも上昇して終了しました。

#### 【為替】

- ・米ドル/円相場は、1ドル=121.38円(2022年3月末)から1ドル=133.09円(2023年3月末)の円安・ドル高となりました。
- ・ユーロ/円相場は、1ユーロ=135.05円(2022年3月末)から1ユーロ=144.60円(2023年3月末)の円安・ユーロ高となりました。

「(米ドル/円)4-6月期は、FRBによる利上げペース加速懸念を受けて日米金利差が急拡大したこと等から、大幅に円安・ドル高が進行しました。 7-9月期は、米国の景気減速や米中対立の激化が懸念され一時130円台まで円高・ドル安が進んだものの、米雇用統計の改善や米国の金融引締めが 長期化するとの見方から円売り・ドル買いの動きが加速し、144円台まで円安・ドル高が進行しました。9月には、政府・日銀が約24年ぶりとなる 円買い介入を実施すると一時140円台まで円高が進行したものの、円安抑制効果は限定的でした。10-12月期は、米国の利上げ観測が一段と強まり 一時150円台前半まで円安・米ドル高が進行しましたが、日銀が長期金利の許容変動幅を引き上げると、事実上の利上げと捉えられ大きく円高・ド ル安が進行しました。1-3月期は、FRBによる早期の利上げ停止期待が剥落したこと等から円安・ドル高が進行しました。その後、米地銀の破綻を 1背景にリスク回避機運が高まったことから円高・ドル安となり、1ドル=133.09円で終了しました。

| (ユーロ/円) 4-6月期は、欧州経済の減速懸念から円高・ユーロ安となる局面はありましたが、ECBが金融引締めを急ぐとの見方から欧州の長期 | 金利が急上昇し、円安・ユーロ高が進行しました。7-9月期は、ECBによる大幅利上げ観測の高まりを受けて円安・ユーロ高となる局面もありまししたが、利上げ継続による欧州経済の減速懸念や欧米株式の大幅下落を受けたリスク回避姿勢の高まりにより円高・ユーロ安となりました。10-12月 | 期は、英国の財政不安が一服したことや日欧の金融政策の違いが意識され円安・ユーロ高となる局面はありましたが、日銀が長期金利の許容変動幅 | を引き上げると円高・ユーロ安に転じました。1-3月期は、金融不安の高まりを受けて一時1ユーロ=140円割れの水準まで円高・ユーロ安が進ん | 1だものの、物価高止まりを背景にECBが利上げを継続するとの見方が優勢となると円安・ユーロ高に転じ、1ユーロ=144.60円で終了しました。\_ 」

# 3. 2022年度の運用状況

#### 【運用実績】

(1) 収益率(修正総合利回り)と積立金残高

(億円)

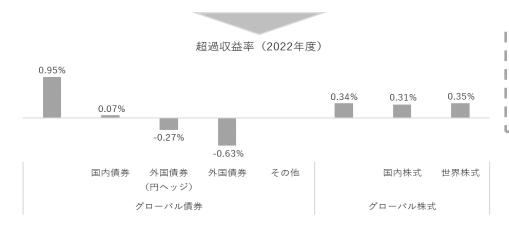
	第1Q	第2Q	第3Q	第4Q	通期
収益率	-3.31%	-1.53%	-0.71%	5.16%	-0.78%
積立金残高	46,209	45,189	44,108	46,020	46,020



#### (2) 時間加重収益率

	第1Q	第2Q	第3Q	第4Q	通期	ベンチマーク	超過収益率
グローバル債券	-2.08%	-2.33%	-1.65%	1.84%	-4.21%	-5.16%	0.95%
国内債券	-1.13%	-0.57%	-1.75%	1.89%	-1.59%	-1.65%	0.07%
外国債券 (円ヘッジ)	-5.38%	-4.64%	-0.45%	1.47%	-8.84%	-8.57%	-0.27%
外国債券	2.90%	-1.03%	-5.35%	4.27%	0.51%	1.14%	-0.63%
その他	5.00%	4.59%	-1.04%	-0.89%	7.71%	-	-
グローバル株式	-4.45%	-1.05%	0.30%	8.38%	2.77%	2.43%	0.34%
国内株式	-3.46%	-0.50%	2.60%	7.67%	6.12%	5.81%	0.31%
世界株式	-4.57%	-1.11%	0.01%	8.46%	2.36%	2.02%	0.35%

※ベンチマークは、実践ポートフォリオにおける資産科目別ベンチマークを指す(P5をご参照)



#### 【コメント】

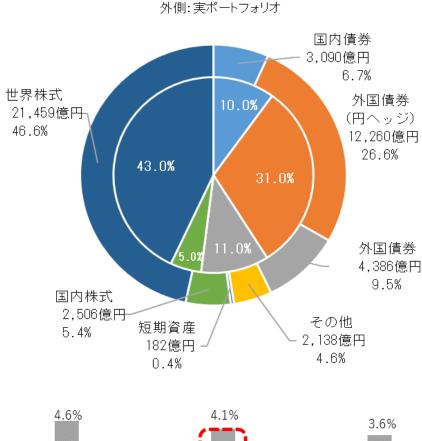
2022年度の時間加重収益率は、グロードル債券がマイナス4.21%、グローバル株式がプラス2.77%となりました。超過収益率はグローバル債券がプラス0.95%、グローバル株式がプラス0.34%となりました。

# 3. 2022年度の運用状況(資産構成割合)

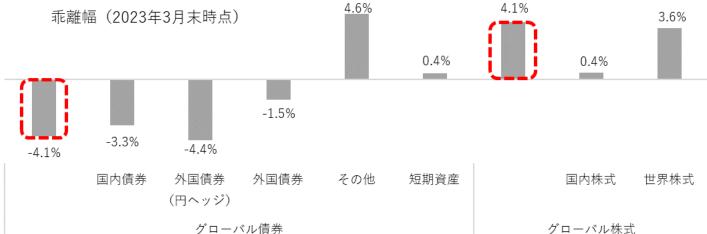
#### 【資産構成割合】

:	2023年3月末	Ę
資産額 (億円)	構成割合 (%)	乖離幅 (%)
22,055	47.9%	-4.1%
3,090	6.7%	-3.3%
12,260	26.6%	-4.4%
4,386	9.5%	-1.5%
2,138	4.6%	4.6%
182	0.4%	0.4%
23,965	52.1%	4.1%
2,506	5.4%	0.4%
21,459	46.6%	3.6%
	資産額 (億円) 22,055 3,090 12,260 4,386 2,138 182 23,965 2,506	(億円) (%) 22,055 47.9% 3,090 6.7% 12,260 26.6% 4,386 9.5% 2,138 4.6% 182 0.4% 23,965 52.1% 2,506 5.4%

※乖離幅は実ポートフォリオと実践ポートフォリオとの差 ※その他には、バンクローンや不動産が含まれます。



内側: 実践ポートフォリオ



#### 【コメント】

2022年度は、主要国株式市場は、欧米の金融引締めによる景気悪化懸念から下落する局面もありましたが、中国の経済再開期待や金融引締めペースの緩和期待等から上昇(円ベース)しました。一方、米国債券市場は、FRBの金融引締めによる需給悪化懸念から、利回りは上昇しました。このような市場環境下、グローバル株式のウエイトが前期末比で増加しました。

『 また、8月下旬にグローバル債券とグローバル株式の許容乖離幅(±5%)を超えたことから、グローバル株式(国内』 』株式、世界株式)からグローバル債券(国内債券、ヘッジ外債、外国債券)へのリバランスを実施しました。 』 』

なお、実践ポートフォリオの毎年のレビューに基づき、2022年4月より、実践ポートフォリオの各資産科目の構成割合の基準値を変更しました。

### 3.2022年度の運用状況(要因分析)

#### 【超過収益の要因分析】

	収益率			超過収益率の要因分解					
	連合会の 収益率	ベンチマーク 収益率	超過収益率	個別資産 要因①	資産配分 要因②	その他 要因③	寄与度 ①+②+③		
資産全体	-0.38%	-1.39%	1.01%	0.63%	0.37%	0.01%	1.01%		
国内債券	0.11%	-1.65%	1.76%	<b>(a)</b> 0.18%	0.01%	0.00%	0.20%		
外国債券 (円ヘッジ)	-7.73%	-8.57%	0.84%	<b>(a)</b> 0.22%	<b>(a)</b> 0.23%	0.00%	0.46%		
外国債券	2.04%	1.14%	0.90%	(a) 0.10%	-0.02%	0.00%	0.08%		
国内株式	6.12%	5.81%	0.31%	0.02%	0.02%	0.00%	0.04%		
世界株式	2.36%	2.02%	0.35%	<b>(a)</b> 0.10%	<b>(a)</b> 0.14%	0.01%	0.24%		

-----要因分解 ------ の内訳 ※連合会の収益率は時間加重収益率を使用。

#### 【個別資産要因①の分解】

	個別資産	超過収益要因				
	要因①	ベンチマーク 選択効果	ファンド 選択効果	その他要因		
国内債券	0.18%	0.00%	0.00%	<b>(a)</b> 0.19%		
外国債券 (円ヘッジ)	0.22%	-0.04%	0.09%	<b>(a)</b> 0.18%		
外国債券	0.10%	-0.03%	-0.01%	<b>(a)</b> 0.14%		
国内株式	0.02%	0.00%	0.01%	0.01%		
世界株式	0.10%	<b>a)</b> 0.47%	<b>(a)</b> 0.14%	<b>(b)</b> -0.50%		

※個別資産要因は、各資産の実収益率と当該資産に係るベンチマーク収益率との差に 関して、要因分解をしたもの。

#### 【資産配分要因②の分解】

	資産配分	構成	構成割合		ベンチマーク		
	要因②	連合会ポート フォリオ	実践ポート フォリオ	複合ベンチ マーク収益率	資産別ベンチ マーク収益率		
国内債券	0.01%	9.37%	10.00%		-1.65%		
外国債券 (円ヘッジ)	<b>(a)</b> 0.23%	28.61%	31.00%		-8.57%		
外国債券	-0.02%	11.02%	11.00%	-1.39%	1.14%		
国内株式	0.02%	5.17%	5.00%		5.81%		
世界株式	<b>(a)</b> 0.14%	45.84%	43.00%		2.02%		

#### 【コメント】

#### 【市場環境】

主要国株式市場は、欧米の金融引締めによる景気悪化懸念から下落する局面もありましたが、中国の経済再開期待や金融引締めペースの緩和期待等から上昇(円ベース)しました。一方、米国債券市場は、FRBの金融引締めにより米国債の需給悪化懸念が高まり、利回りは大幅に上昇しました。

#### 【運用状況】

通期は、資産全体でプラス1.01%の超 過収益率となりました。

#### ≪プラス要因≫

連合会ポートフォリオが実践ポートフォリオに対して、外国債券(円ヘッジ)をアンダーウエイト、世界株式をオーバーウエイトとしていたことが、プラス寄与となりました。個別資産要因で国内債券、外国債券(円ヘッジ)、外国債券におけるオルタナティブ資産への投資効果がプラス寄与となりました。また、世界株式のファンド選択効果がプラス寄与となりました。加えて、世界株式で最小分散ファンドの採用がプラス寄与となりました。

((a)をご参照。)

#### ≪マイナス要因≫

世界株式の個別資産要因(その他要因)がマネジャーベンチマーク変更に伴うリバランスの影響でマイナス寄与となりました。

((b)をご参照。)

※複合ベンチマーク収益率は、各資産のベンチマーク収益率(月次)を実践ポートフォリオ(各資産の構成比率)の割合で加重平均したもの。 ※資産配分要因は、実践ポートフォリオと連合会ポートフォリオの構成割合との差に起因するもの。

各資産の超過収益率=(連合会ポートフォリオ - 実践ポートフォリオ)×(資産別ベンチマーク収益率 - 複合ベンチマーク収益率)で定義。

# 3. 2022年度の運用状況(運用受託機関構成)

【運用受託機関】 2023年3月末現在

	国内債券 (MBM:NOMURA-BPI総合)	外国債券(円ヘッジ) (MBM:BGA(除く円、中国元、円ヘッジ))	外国債券 (MBM:BGA(除く円、中国元))
パッシブ運用	三菱UFJ信託銀行	三井住友信託銀行※※ みずほ信託銀行※※(MBM: WGBI(除く日本、中国))	りそな銀行※※ 三菱UFJ信託銀行(MBM:WGBI(除く日本、中国))
スマートベータ運用			
アクティブ運用	アセットマネジメントOne 富国生命投資顧問 三菱UFJ信託銀行 ニッセイアセットマネジメント (絶対収益追求型)	ウエリントン・マネージメント・ジャパン※ マニュライフ・インベストメント・ マネジメント(アンコンストレインド) モルガン・スタンレー・インベストメント・マネジメント(アンコンストレインド) T&Dアセットマネジメント(MBM: WGBI(除く日本、中国)) 野村アセットマネジメント(MBM: WGBI(除く日本、中国)) 明治安田アセットマネジメント(MBM: WGBI(除く日本、中国))	アライアンス・バーンスタイン ピムコジャパンリミテッド

	国内株式 (MBM:TOPIX(配当込み))	世界株式 (MBM: MSCI WORLD)	その他
パッシブ運用		みずほ信託銀行※※ 三井住友信託銀行※※ 三菱UFJ信託銀行 りそな銀行※※	
スマートベータ運用		三井住友信託銀行※※ (MBM: MSCI WORLD Prime Value) 三菱UFJ信託銀行 (MBM: MSCI WORLD 最小分散) 三菱UFJ信託銀行 (MBM: MSCI WORLD Quality) りそな銀行※※ (MBM: MSCI WORLD IMI 最小分散)	
アクティブ運用	野村アセットマネジメント 三井住友信託銀行※※	フォントベル・アセット・マネジメント※ ブラックロック・ジャパン MFSインベストメント・マネジメント	みずほ信託銀行 (国内不動産) 東京海上アセットマネジメント (海外不動産) イートンバンス・マネジメント※ (MBM: Morningstar LSTA) インベスコ・アセット・マネジメント (MBM: Morningstar LSTA) M&Gオルタナティブ・ インベストメント・マネジメント※ (絶対収益追求型)

- (注1) MBMとはマネジャーベンチマーク。 WGBIとはFTSE世界国債インデックス。 Morningstar LSTAとは、Morningstar LSTA 米国レバレッジド・ローン・インデックス
- (注2)※再委託している委託先
- (注3) ※※みずほ信託銀行はアセットマネジメントOneに再委託、三井住友信託銀行は三井住友トラスト・アセットマネジメントに再委託、りそな銀行はりそなアセットマネジメントに再委託
- マネジメントに再委託 (注4)スマートベータ運用とは、市場全体の平均や値動きを代表する指数ではなく、財務指標や株価の変動率など特定のファクターに基づいた指数で運用するもの
- (注5) アンコンストレインド運用とは、ベンチマークや投資対象資産に拘束されない (unconstrained) 運用のことを言う
- (注6)絶対収益追求型運用とは、ベンチマークや参考指標に対する相対的な超過収益を追求するのではなく、市場動向に大きく左右されずに収益を追求する運用のことを言う

#### 【コメント】

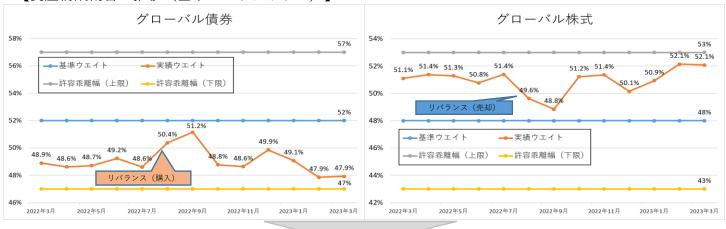
・2022年12月に運用実績、運用環境の変化等を勘案し、外国債券(円ヘッジ)、外国債券、世界株式のマネジャーベンチマークを変更しました。

### 4. 2022年度のリスク管理状況(資産全体)

#### ~リスク管理の考え方について~

基本ポートフォリオに基づく運用では、様々なリスク要因について管理の必要がありますが、長期的な観点から基本ポートフォリオに沿った収益の確保をするには、特に、積立金の資産構成割合と基本ポートフォリオの乖離幅の管理が重要になります。連合会では、積立金の資産構成割合と基本ポートフォリオの乖離状況を日次で把握し、その乖離が許容乖離幅に収まるよう管理しています。必要に応じて乖離を是正するために、リバランスを実施しています。

#### 【資産構成割合の推移(基本ポートフォリオ)】



#### 【ご参考(内訳)】各資産科目の構成割合の推移(実践ポートフォリオ)



※各資産科目の構成割合の基準値を、2022年4月より、国内債券:10%、ヘッジ外債:31%、外国債券11%、国内株式:5%、世界株式:43%としました。

#### 【推定トラッキングエラー(TE)の推移】



※推定TEとはベンチマークに対するポートフォリオの収益率の乖離の値を指しリスクを測定する尺度の1つ。アクティブリスクとも呼ばれ、分析ツールを用いて推定するものを推定TEと言います。

#### 【コメント】

#### 【資産構成割合の推移】

2022年度の資産構成割合は、リバランスを実施したことから、年度を通じて許容乖離幅内に収まりました。

#### 【リバランス】

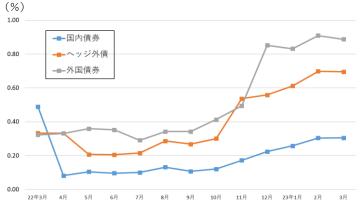
2022年8月に、グローバル債券とグローバル株式の許容乖離幅 (±5%)を超えたことから、グローバル株式(国内株式、世界株式)から グローバル債券(国内債券、外国債券(円ヘッジ)、外国債券)へのリバランスを実施しました。

#### 【推定トラッキングエラー】

年金積立金全体の実績(実ポートフォリオ) VS基本ポートフォリオの推定トラッキングエラーは、4月に実践ポートフォリオの各資産科目の構成割合の基準値を変更した結果TEは低下し、その後大きな変動はなく、安定的に推移しました。一方で、実績(実ポートフォリオ) VS実践ポートフォリオの推定トラッキングエラーは、時価変動やマネジャーベンチマークの変更等の影響で変動しました。

# 4. 2022年度のリスク管理状況(債券)

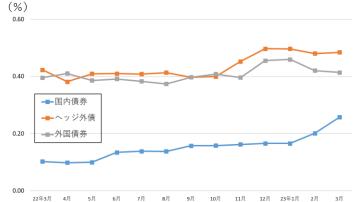
#### 【推定トラッキングエラーの推移(債券)】



#### ≪推定TEとは(再掲)≫

推定TEとはベンチマークに対するポートフォリオの収益率の 乖離の値を指しリスクを測定する尺度の1つ。アクティブリ スクとも呼ばれ、分析ツールを用いて推定するものを推定TE と言います。

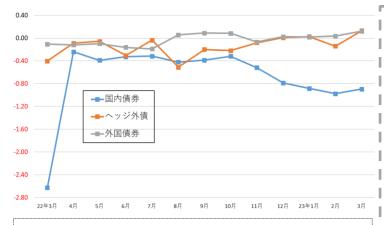
#### 【実績トラッキングエラーの推移(債券)】



#### ≪実績TEとは≫

実績TEとは、リスク指標の1つであるTEの内、過去の実績値を用いて超過収益率の標準偏差を計算したものを指します。

#### 【デュレーションの対ベンチマーク乖離幅の推移】



※デュレーションとは、金利の変化に対する債券もしくはポートフォリオの価格感応度を示す値で、債券投資において広く用いられるリスク指標です。デュレーションは、債券の価格、クーポン、最終償還および繰上償還条項に基づいて算出されます。

#### 【コメント】

#### 【推定トラッキングエラー】

推定トラッキングエラーは、グローバルな金利上昇に伴 う市場リスクの高まりから上昇傾向で推移しました。

#### 【実績トラッキングエラー】

実績トラッキングエラーは、各科目とも大きな変動はなく、安定的に推移しました。

【デュレーションの対ベンチマーク乖離幅の推移】 国内債券運用におけるデュレーションの対ベンチマーク 乖離幅は-0.98から-0.24の幅で推移しました。

ヘッジ外債運用におけるデュレーションの対ベンチマーク乖離幅は-0.51から0.13の幅で推移しました。

外国債券運用におけるデュレーションの対ベンチマーク 乖離幅は-0.19から0.12の幅で推移しました。

#### 【信用リスク】

#### 〇格付別保有状況

債券への投資は、BBB格以上の格付けを得ている銘柄とすることとしています。ただし、ヘッジ外債及び外国債券について、運用手法の特性によりこの格付に満たない銘柄とする場合等上記によらない合理的な理由があることを連合会が事前に承認したときは、この限りではないとしています。2022年度において、ヘッジ外債及び外国債券について、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。

#### 〇同一発行体の債券保有状況

同一発行体の債券(国債等を除く)への投資は、国内債券はポートフォリオの時価の10%を上限、ヘッジ外債及び外国債券はポートフォリオの時価の5%を上限としています。2022年度においては、各科目とも基準を超えるものはありませんでした。

# 4. 2022年度のリスク管理状況(株式)

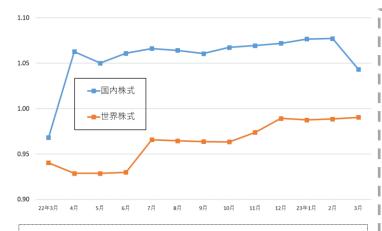
#### 【推定トラッキングエラーの推移(株式)】



#### 【実績トラッキングエラーの推移(株式)】



#### 【株式運用ベータ値の推移】



※ベータ値とは、個別証券と市場(マーケット)の連動性を示すリスク指標を指します。これは、ある証券(銘柄)の変動の大きさがベンチマーク(市場平均)の価格変動に比べて大きいか小さいかを示し、また"ある銘柄の投資収益率"の"市場平均の収益率"に対する感応度を表すことから「市場感応度」とも呼ばれます。

#### 【コメント】

#### ■ 【推定トラッキングエラー】

国内株式の推定トラッキングエラーは、安定的に 推移しました。一方で、世界株式の推定トラッキン グエラーは、ファンド間の資産移管やマネジャーベ ンチマークの変更等の影響で変動しました。

#### 【実績トラッキングエラー】

実績トラッキングエラーは、各科目とも安定的に 推移しました。

#### 【株式運用ベータ値の推移】

■ 国内株式運用におけるベータ値は、1.04から1.08 ■ の間で推移しました。

■ 世界株式運用におけるベータ値は、0.93から0.99 ■ の間で推移しました。

#### 【信用リスク】

#### ○同一発行体の株式保有状況

同一発行体への投資は、国内株式はポートフォリオの時価の10%を上限、世界株式はポートフォリオの時価の7%を上限としています。2022年度においては、各科目とも基準を超えるものはありませんでした。

# 5. オルタナティブの運用状況(バンクローン)

#### (1) バンクローン

- ・低金利環境に対応するため、2018年10月に、米国バンクローン、欧州バンクローンを採用
- ・米国バンクローンは、2019年1月から運用評価を開始
- ・欧州バンクローンは、2019年12月から運用評価を開始

#### ファンド収益率(円ベース、%)

	2018年度	2019年度	2020年度	2021年度	2022年度	評価開始来
米国バンクローン	4.86	<b>▲</b> 7.83	16.73	12.86	12.77	43.59
超過収益率	▲0.02	3.54	▲6.82	▲0.55	0.33	▲2.87
欧州バンクローン	-	▲11.18	24.90	5.64	8.96	27.69
超過収益率	-	-	-	-	-	-
合算	4.86	▲8.24	18.96	10.86	11.93	42.03

投資残高(億円)

2023年3	3月末
	534
	189
	723

- ※ 米国バンクローンの超過収益率は、Morningstar LSTA 米国レバレッジド・ローン・インデックスに対する数字
- ※ 2018年度 米国バンクローンは2019年1月から3月までの3ヵ月間の数字
- ※ 2019年度 欧州バンクローンは2019年12月から2020年3月までの4ヵ月間の数字
- ※ 合算は各ファンドの収益率 (月次) を月次時価平均残高の割合で加重平均して算出

#### (参考)インデックス収益率(円ベース、%)

	2018年度	2019年度	2020年度	2021年度	2022年度	評価開始来
Morningstar LSTA	4.88	<b>▲</b> 11.37	23.55	13.42	12.43	46.45
BGA(除く円、円ベース)	3.45	1.96	8.54	3.44	1.14	19.78
FTSE-WGBI (日本除く、円ベース)	2.85	4.37	5.43	1.96	▲0.50	14.82

- ※ Morningstar LSTAは、米国バンクローンの代表的なインデックス
- ※ BGAは、非国債を含む外国債券の総合型インデックス
- ※ FTSE-WGBIは、先進国のみで構成された外国債券の国債インデックス

#### (総括)

- ・2022年度のバンクローンの収益率は、米国:12.77%、欧州:8.96%となりました。
- ・米国バンクローンは、評価開始来で対ベンチマークの超過収益率はマイナスとなりました。
- ・バンクローンのインデックスは、2020年度、2021年度、2022年度で外国債券のインデックスを 大幅に上回り、評価開始来でも上回りました。

# 5. オルタナティブの運用状況(不動産)

#### (2)不動産

- ・ リターン源泉を多様化し、分散投資効果を高めるため、2017年6月より、国内、海外不動産の運用を開始
- ・国内不動産の目標収益率は、インカムリターン4%程度(年率、報酬等控除前、源泉税控除前)
- ・海外不動産の目標収益率は、トータルリターン6%(年率、 報酬等控除前、現地通貨ベース、源泉税控除前)

収益率(円ベース、%)

意円)

以 <u></u>							
	2017年度	2018年度	2019年度	2020年度	2021年度	2022年度	設定来
国内不動産 全体の収益率	3.70	6.64	7.96	6.31	5.53	6.16	42.18
国内不動産 インカム収益率	1.13	4.35	4.97	4.19	4.09	4.22	25.21
目標収益率(インカム収益率)	3.00	4.00	4.00	4.00	4.00	4.00	25.32
海外不動産 全体の収益率(円ベース)	▲0.90	7.37	0.51	2.70	20.34	5.59	39.57
海外不動産 現地通貨ベース	5.18	5.93	7.71	3.38	20.72	7.48	60.95
目標収益率(現地通貨ベース)	4.50	6.00	6.00	6.00	6.00	6.00	39.84

投資残高(	億
2023年3月末	
323	
1,091	
1,414	

- ※ 国内不動産の投資開始初年度である2017年度は、分配金を獲得する権利がないのでインカム収益が構造上少ない
- ※ 海外不動産は、 2019年9月から為替ヘッジを開始している

#### (参考)インデックス収益率(%)

	2017年度	2018年度	2019年度	2020年度	2021年度	2022年度	設定来	※2022年度の収益率
AJFI(AJFI-OURs)円ベース	5.79	7.81	8.40	6.12	6.53	▲2.09	36.87	11月末まで(非年率)
国内債券 NomuraBPI総合 円ベース	0.88	1.89	▲0.18	▲0.70	<b>▲</b> 1.22	<b>▲</b> 1.65	<b>▲</b> 1.01	3月末まで
NFI-ODCE 現地通貨ベース(グロス)	6.26	7.52	4.88	2.31	28.47	▲3.09	52.63	3月末まで
外国債券 FTSE-WGBI, BGA	▲0.51	2.46	▲0.17	1.11	<b>▲</b> 4.91	▲8.57	▲10.54	3月末まで

- ※ 2017年度は6月末以降、AJFIはAJFI-OUR s (AJFI-Open End Core Unlisted REITs:私募REIT)総合収益率(ネット)
- ※ 外国債券は、2017年6月末から2019年3月末までFTSE-WGBI(ヘッジ無)、2019年4月から2019年8月末までBGA(ヘッジ無)、 2019年9月から直近はBGA (ヘッジ有)

#### (総括)

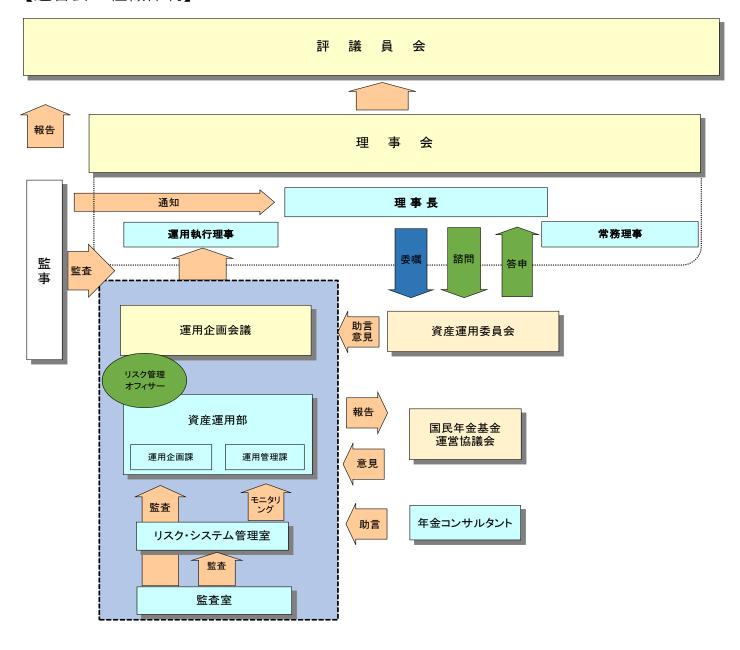
- 2022年度の国内不動産のインカム収益率は、目標収益率(インカム収益率)をやや上回りました。
- 国内不動産のインカム収益率は、設定来で概ね目標収益率(インカム収益率)と同程度になりました。
- ・国内不動産の収益率は、設定来で国内債券(NomuraBPI総合)の収益率を大幅に上回りました。
- ・2022年度の海外不動産の現地通貨ベースの収益率は、目標収益率(現地通貨ベース)を上回りました。
- ・海外不動産の現地通貨ベースの収益率は、設定来で目標収益率(現地通貨ベース)を大幅に上回りました。
- 海外不動産の収益率(円ベース)は、設定来で外国債券のインデックス収益率を大幅に上回りました。

# 6. 組織体制(ガバナンスの仕組み)

積立金運用の実務を担う資産運用部では、積立金運用の基本方針(以下、基本方針)に関する業務等を行う 運用企画課と、積立金運用に関する運用受託機関選定等を定める業務等を行う運用管理課で構成されていま す。

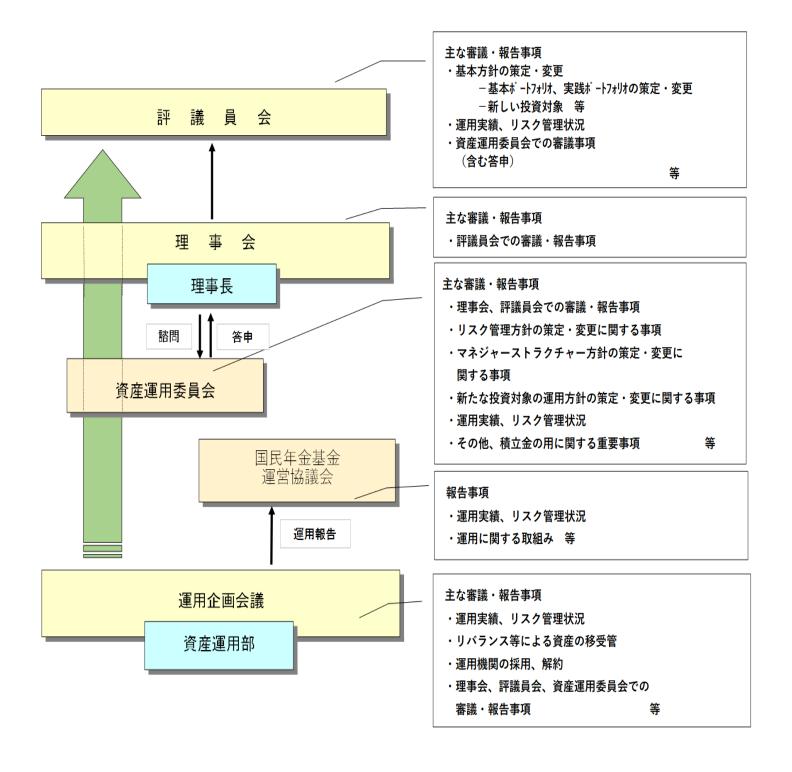
資産運用部では、運用企画会議を開催し、連合会の執行部に対して、積立金運用が適切に行われているかを報告するとともに、理事会・評議員会及び資産運用委員会に附する議案について審議を行います。その後、資産運用委員会にて、理事会・評議員会に附する議案の審議を行う運営になっています。

### 【連合会の組織体制】



# 6. 組織体制(意思決定プロセス)

### 【運用における各意思決定プロセス】



# 6. 組織体制(資産運用委員会)

連合会では、専門家から積立金の運用に関する重要事項について意見を聞き、助言を受け、または理事長からの求めがあった場合には答申を受け、もって積立金の安全かつ効率的な運用を行うため、理事長の諮問機関として、資産運用委員会を設置することとしています。

委員会メンバーは学識経験者で構成し、理事長が委嘱しています。現在の委員及び直近のテーマは以下の 通りです。

#### 【資産運用委員会参加者名簿】 (令和5年6月現在)

参加者	現職	役職
加藤 康之	京都先端科学大学 国際学術研究院 教授	委員長
伊藤 敬介	みずほ第一フィナンシャルテクノロジー株式会社 取締役	
臼杵 政治	公立大学法人 名古屋市立大学 名誉教授	委員
小枝 淳子	早稲田大学 政治経済学術院 教授	安貝
菅原 周一	文教大学国際学部 教授	
坂本 耕一	全国国民年金基金 常務理事	
佐藤 郁美	日本弁護士国民年金基金 常務理事	参与
中村 正人	歯科医師国民年金基金 常務理事	

#### 【資産運用委員会の開催状況】

	開催日	主なテーマ
		1.次期基本ポートフォリオの検討スケジュールについて
第51同	令和4年7月1日	2.2021年度の積立金運用実績報告
第51回	714447月1日	3.課題に対するアセットオーナーとしての自己評価(PDCA)
		4.新実践ポートフォリオの移受管の報告
		1.次期基本ポートフォリオの検討にあたっての現行二元化ポートフォリオの取扱い
第52回	令和 4 年11月10日	2.実践ポートフォリオの評価を踏まえたベンチマーク変更について
		3.2022年度第2四半期までの積立金運用状況報告
		1.基本ポートフォリオの検証と実践ポートフォリオのベンチマーク変更と検証及び
		積立金運用の基本方針の一部変更について
第53回	令和5年2月6日	2.次期基本ポートフォリオの検討
第33凹 		3.2022年度第3四半期までの積立金運用状況報告
		4.2021年度スチュワードシップ活動報告
		5.世界株式運用の改善について

### 7. 積立金運用の基本的な考え方について

一般的に、資産運用はその時々の市場動向に左右されずに、長期的な視点で投資を行うことが効果的と言われ、また、複数の資産に分散して投資することがリスク抑制に繋がると言われています。その点を踏まえ、積立金の運用にあたっては、連合会が掲げる「資産運用に関する投資原則」に沿って、戦略の策定等を行うこととしています。ポートフォリオの考え方では、二元化ポートフォリオ(基本ポートフォリオと実践ポートフォリオ)の枠組みを採用しており、長期的と中期的な運用目標の達成を目指す最適な組み合わせのポートフォリオを策定し、運用しています。リスク管理では、長期的には基本ポートフォリオに沿った運用が重要であるため、リバランスルールを定めています。

#### 【資産運用に関する投資原則】

#### 1 長期投資

国民年金基金制度の負債特性を踏まえ、専ら加入者、 受給者の利益のため、短期的な価格変動に影響される ことなく、長期的な視点を持って投資を行う。

#### 2 分散投資

ポートフォリオのリスク・リターン特性を向上させ、長期的に安定した収益を獲得するために、適切な分散投資を行う。

#### 3 意思決定の重点

ポートフォリオのリターンを決定づける最も大きな意思決定はアセットアロケーションであると考え、基本ポートフォリオ及び実践ポートフォリオの策定を重視する。

#### 4 市場認識とマネジャー分散

「市場価格」は短期的には「本来価値」と乖離することがあるが、長期的には「本来価値」に収束するものと考え、パッシブマネジャー、アクティブマネジャーの適切な分散を図る。

#### 5 リスク管理

適切なリスク管理は運用の効率性を高めることから、経済環境の変化や投資対象の多様化等に対応したリスク管理の高度化に努める。

#### 6 持続可能性

世界経済の持続可能性がポートフォリオの長期の リスク・リターンに影響を与えるという考えの下、環境・社 会・ガバナンスの要素を考慮した投資を行う。

#### 7 組織のあり方

組織内の資産運用ガバナンスを良好に維持すると ともに、責任感が強く専門性の高い運用チームを 構築・維持する。

#### 【ポートフォリオの考え方】

#### ≪基本ポートフォリオ≫

基本ポートフォリオとは、中長期に維持する国内外の 債券や株式の投資割合を定めたものです。連合会で は、積立金の特徴や基金の成熟度などを鑑み基本ポー トフォリオを策定し、定められた配分割合から大きく 乖離しないよう厳格に管理しています(リバランス ルールをご参照)。

基本ポートフォリオは、原則として5年ごとに見直すこととしておりますが、内外の経済環境や市場環境等が大きく変化していると判断される場合は、これらの変化を織り込んで見直しを行います。

#### ≪実践ポートフォリオ≫

実践ポートフォリオとは、投資環境の変化、それに伴う投資対象資産や金融商品の多様化等に対応し、 資産クラスの資産構成割合に沿ったアセットアロケーション、各資産クラスを構成する資産科目、資 産科目ごとの定量評価に用いるベンチマーク等の詳細を定めたもので、基本ポートフォリオのリスク水 準以下で設定しています。

実践ポートフォリオは毎年レビューを行い、必要が あれば見直すものとしています。

基本ポートフォリオ及び実践ポートフォリオの策定、変更については、外部の年金コンサルタントや資産運用委員会等からの助言を受け、連合会理事会、評議員会における意思決定手続きを踏まえて行うこととしています。

#### 【リバランスルール】

連合会では、基本ポートフォリオに対する資産クラスごとの資産構成割合の乖離の許容幅を定めています。市場の変動等により、積立金のグローバル債券とグローバル株式の資産構成割合が基本ポートフォリオからの許容乖離幅を超過する場合は、許容乖離幅に収まるよう資産クラス間のリバランスを行い、乖離を是正をする運営となっています。

### 8. その他

#### 【用語集】

#### ◆ 修正総合利回り ◆

修正総合利回りは、簿価ベースである分母の元本平均残高に未収収益、評価損益を加え、総合利回りよりさらに時価ベースに近づけようとしたものである。

修正総合利回り = (当期実現損益 + 当期未収収益増減額 + 当期評価損益増減額)

÷ (元本平均残高 + 前期末未収収益 + 前期末評価損益) × 100 (%)

(ご参考)

総合利回り = (当期実現損益 + 当期未収収益増減額 + 当期評価損益増減額) ÷ (元本平均残高) × 100(%)

#### ◆ 時間加重収益率 ◆

運用期間中に発生したキャッシュフローの影響を排除した時価ベースの収益率。最も厳密に計算する場合、キャッシュフローが発生するたびに期間(時間)を区切り、その分割された単位期間ごとに収益率を算出した上で、それらの収益率を掛け合わせ(加重)、年当たりの複利に換算する。

#### ◆ 複合ベンチマーク ◆

複数資産に投資を行うポートフォリオ全体の運用成果の基本的な評価基準となる収益率。資産構成割合にそれぞれの 資産のベンチマーク収益率を加重平均して求める。一般的に、ポートフォリオ全体のベンチマーク(運用指標)とし て使用されている。

#### ◆ 基本ポートフォリオと実践ポートフォリオ ◆

基本ポートフォリオは、中長期的に維持すべき全体の資産構成割合のこと。実践ポートフォリオは、投資環境の変化、それに伴う投資対象資産や金融商品の多様化等に対応し、基本ポートフォリオの運用効率の改善を図ることを目的に、各資産クラスを構成する資産科目毎に、資産構成の目標レンジ等を定めたものである。

以上