

2023年度
運用報告書

国民年金基金連合会
National Pension Fund Association



国民年金基金



kokky

～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2023年度の運用実績は、国内外の株式市場が大きく上昇したことにより、プラス20.24%（修正総合利回り）の収益率となりました。

2023年度の市場環境は、上期は、欧米中銀による利上げ懸念が燻る中でも、良好な経済指標などが支えとなり、主要国株式市場は底堅く推移しました。下期は、物価指標の落ち着きを受けて欧米での利下げ期待が高まり、AI関連を中心に企業の好決算が続いたことなどを受けて、主要国株式市場は大きく上昇し、通期でも上昇したことから、当連合会の運用実績は良好な結果となりました。

運用改善の取り組みとして、国民年金基金の年金制度の財政再計算に合わせて、経済・金融環境等様々な変化の影響を反映し、基本ポートフォリオの見直しを検討しました。また、基本ポートフォリオと実践ポートフォリオでの二元化ポートフォリオでの運営の効果を検証し、その結果、実践ポートフォリオを廃止することとしました。

更に、国連の責任投資原則（PRI）への対応や、資産運用立国実現プランにおけるアセットオーナーシップの改革への対応のための部署の新設、四半期の運用状況のホームページでの開示等の情報開示の充実を検討することで、アセットオーナーとしてのガバナンス向上に取り組んでまいりました。

連合会では、引き続き、基本に忠実な運営を行うとともに、運用課題への対応や体制の強化などの取り組みを進めてまいり所存です。

目次

<運用実績（概要）>

- 1. 運用実績（概要） P3

<市場環境>

- 2. 2023年度の市場環境 P4
- 2. 2023年度の市場環境（各資産のコメント） P5

<運用状況>

- 3. 2023年度の運用状況 P6
- 3. 2023年度の運用状況（資産構成割合） P7
- 3. 2023年度の運用状況（要因分析） P8
- 3. 2023年度の運用状況（運用受託機関構成） P9

<リスク管理>

- 4. 2023年度のリスク管理状況（資産全体） P10
- 4. 2023年度のリスク管理状況（債券） P11
- 4. 2023年度のリスク管理状況（株式） P12

<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） P13
- 5. オルタナティブの運用状況（不動産） P14

<組織体制>

- 6. 組織体制（ガバナンスの仕組み） P15
- 6. 組織体制（意思決定プロセス） P16
- 6. 組織体制（資産運用委員会） P17

<運用理念>

- 7. 積立金運用の基本的な考え方について P18

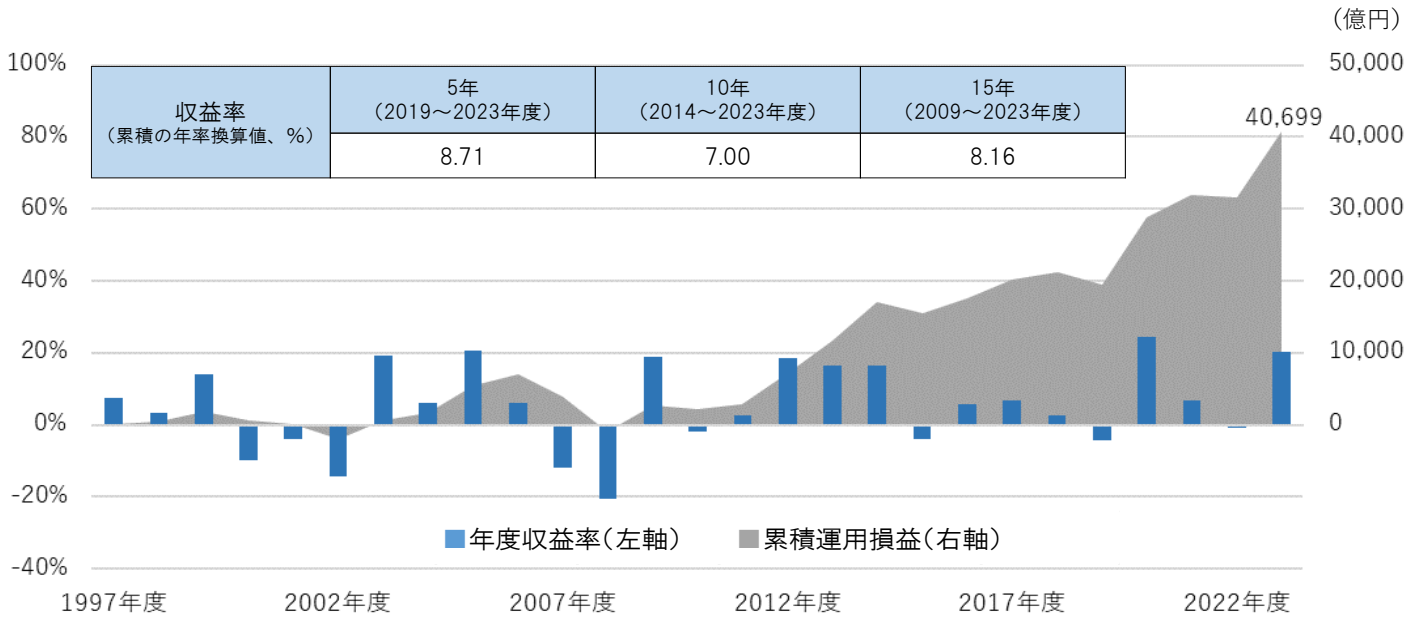
<その他>

- 8. その他 P19

1. 運用実績(概要)

2024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】

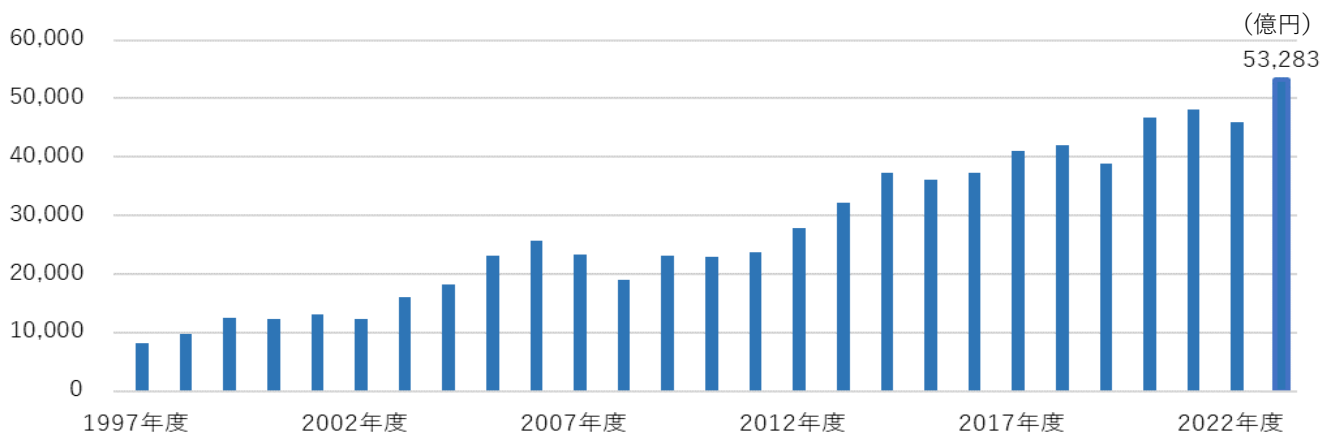


	2023年度通期	累積実績 (1997年度以降) ※
収益率 (年率、%)	20.24%	4.69%

※運用規制の撤廃された1997年度以降の平均利回りを使用。

なお、同年度に資産額の評価方法を時価評価に変更。

【積立金残高の推移】



【コメント】

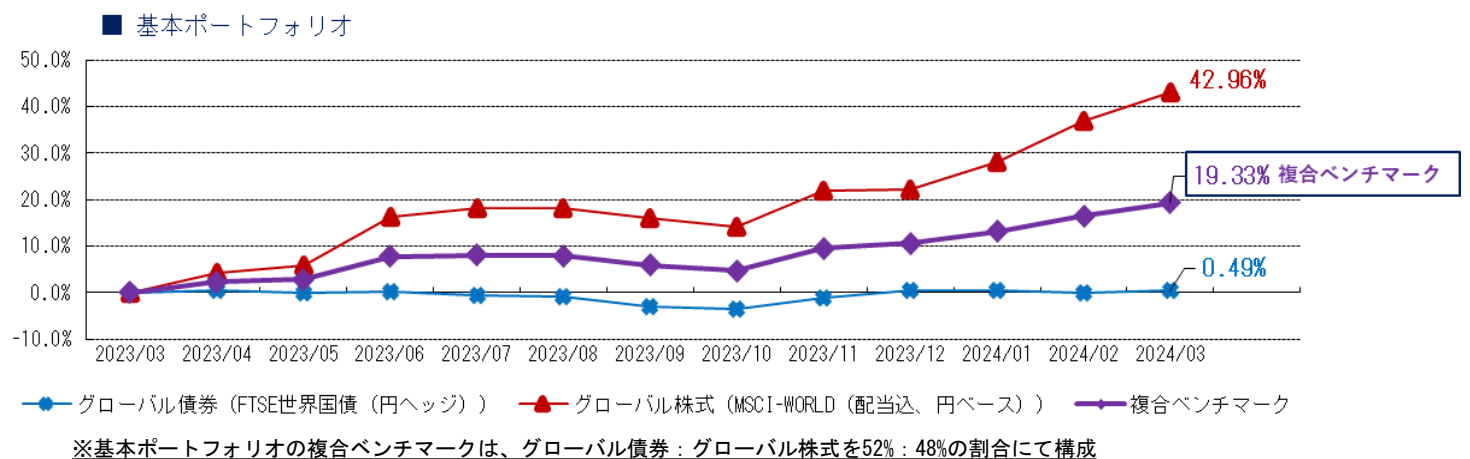
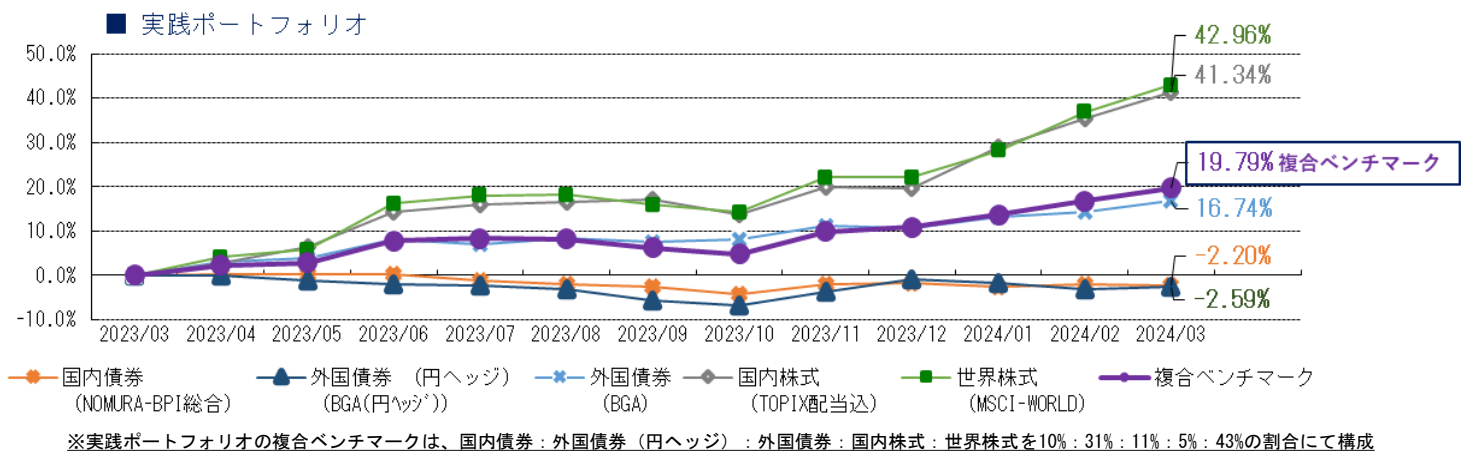
2023年度の修正総合利回りは、プラス20.24%となりました。
 また、長期（1997年度以降）の運用実績は、累積で年率4.69%となりました。
 なお、積立金残高は5兆3,283億円（2024年3月末時点）となりました。

2. 2023年度の市場環境

【参考指標】

		2023年03月末	2023年06月末	2023年09月末	2023年12月末	2024年03月末
国内債券	10年国債利回り (%)	0.32	0.40	0.77	0.62	0.73
	日経平均 (円)	28,041.48	33,189.04	31,857.62	33,464.17	40,369.44
国内株式	TOPIX (ポイント)	2,003.50	2,288.60	2,323.39	2,366.39	2,768.62
	米10年国債利回り (%)	3.48	3.81	4.59	3.88	4.20
外国債券	独10年国債利回り (%)	2.29	2.39	2.84	2.02	2.30
	NYダウ (ドル)	33,274.15	34,407.60	33,507.50	37,689.54	39,807.37
世界株式	S&P 500 (ポイント)	4,109.31	4,450.38	4,288.05	4,769.83	5,254.35
	独DAX (ポイント)	15,628.84	16,147.90	15,386.58	16,751.64	18,492.49
	為替	円/米ドル (円)	133.09	144.54	149.23	140.98
為替	円/ユーロ (円)	144.60	157.69	157.99	155.73	163.45

【資産科目別ベンチマークの推移】



【コメント】

2023年度の実践ポートフォリオの複合ベンチマークは、プラス19.79%となりました。

主要国株式市場は、欧米では景気の底堅さや早期利下げへの期待の高まりなどを背景に、堅調に推移しました。国内では企業改革の進展などを好感した海外投資家の買いや円安の進行などを背景に、堅調に推移しました。一方、主要国の長期金利は、米国景気の底堅さを背景に、年明け以降は上昇傾向で推移しました。また、為替市場は日米欧の金融政策姿勢の違いが意識され、対米ドル、対ユーロともに円安傾向で推移しました。

2. 2023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、0.32% (2023年3月末) から0.73% (2024年3月末) に上昇しました。
- ・NOMURA-BPI総合は、前年度末比-2.20%となりました。

国内長期金利は、年度前半は、日銀の金融政策修正への思惑や7月の金融政策決定会合でイールドカーブ・コントロール政策の運用柔軟化が決定されたことを受けて、上昇しました。年度後半は、10月の日銀金融政策決定会合でイールドカーブ・コントロール政策の運用柔軟化が再度決定されたことから、許容上限の1%付近まで上昇する場面がありましたが、その後は米長期金利が低下したことや、日銀がマイナス金利政策解除を含む金融政策修正後も緩和的な金融環境が継続するとの見方が広がったことを受けて低下に転じました。年度末にかけてはもみ合う展開となり、10年国債利回りは0.73%で終了しました。

【国内株式】

- ・日経平均株価は、28,041.48円 (2023年3月末) から40,369.44 (2024年3月末) に上昇しました。
- ・TOPIX (配当込) は、前年度末比+41.34%となりました。

国内株式市場は、年度前半は、東証の資本効率改善要請を背景とするPBR1倍割れ企業への高い注目が持続する中、米著名投資家が日本株に強い投資意欲を示したとの報道や、日銀が金融政策を維持したことが好感され、上昇しました。年度中頃には、米長期金利の上昇や日銀の金融政策修正への思惑などが重荷となり一時下落しましたが、その後、年度後半にかけては、日米の長期金利の低下に加え、国内企業の好調な決算や積極的な株主還元策などが好感され、上昇しました。年度末には、日銀がマイナス金利解除など金融政策の修正を決定したものの、日銀総裁が緩和的な金融環境が当面続くとの見方を示したことから、一段と上昇しました。通期ではTOPIX (配当込) は上昇しました。

【外国債券】

- ・米国10年国債利回りは、3.48% (2023年3月末) から4.20% (2024年3月末) に上昇しました。
- ・ドイツ10年国債利回りは、2.29% (2023年3月末) から2.30% (2024年3月末) に上昇しました。

(米国) 米国長期金利は、年度前半は、米国の経済指標の改善が続いたことを受けて、FRB (米連邦準備理事会) の利上げ継続観測が高まったことや、9月のFOMC (米連邦公開市場委員会) で2024年の政策金利見通しが引上げられたことなどから、上昇しました。年度後半は、11月のFOMCで2会連続の政策金利据え置きが決定されたことや、12月のFOMCで政策金利見通しが大幅に引き下げられたことなどから一時大きく低下しましたが、その後はFRB高官が過度な早期利下げ観測を牽制する発言をしたことや、良好な経済指標の公表を背景に早期利下げ観測が後退したことなどを受けて上昇基調で推移し、米国10年国債利回りは4.20%で終了しました。

(欧州) ドイツ長期金利は、年度前半は、インフレ率が高止まりする中、ECB (欧州中央銀行) の利上げ継続観測が高まり、上昇しました。その後も原油高などを背景としたインフレ懸念を受けて、ECB高官から政策金利の長期高止まりを示唆する発言が相次いだことから、ECBの金融引締め長期化が意識されて上昇が継続しました。年度後半は、中東情勢の緊迫化やドイツの景況感指標の悪化を受けて低下に転じ、その後もユーロ圏のインフレ率の鈍化が継続する中、ECBの早期利下げ観測が高まり、低下しました。1月には、ECB高官が早期利下げを否定する発言をしたことなどから上昇に転じ、ドイツ10年国債利回りは2.30%で終了しました。

【世界株式】

- ・米国NYダウ指数は、前年度末比+19.63%となりました。
- ・米国S&P500指数は、前年度末比+27.86%となりました。
- ・独DAX指数は、前年度末比+18.32%となりました。

(米国株式) 年度前半は、米地方銀行の破綻を受けた金融システム不安などから下落する場面はありましたが、米インフレ指標の落ち着きにより利上げ停止が意識され、上昇しました。年度中頃には、米国債の格下げやインフレ懸念の高まりを受けた米長期金利の上昇などから下落しましたが、年度後半は、FOMCでの政策金利据え置き等を受けて早期利下げ期待が高まったことや、堅調な経済指標の発表を受けて米国経済の軟着陸期待が高まったことなどから、上昇して終了しました。

(欧州株式) 欧州株式市場のDAX (独) は、年度前半は、米欧の利上げ停止観測の高まりや、中国の景気支援政策への期待などから、上昇しました。年度中頃には、ユーロ圏の物価高止まりによる利上げ停止観測の後退や、中国の景気減速懸念の高まり、中東情勢の緊迫化などから下落しましたが、年度後半は、ECBが早期利下げに転じるとの期待からユーロ圏の長期金利が低下したことや、米株式市場の上昇などを受けて、上昇して終了しました。

【為替】

- ・米ドル/円相場は、1ドル=133.09円 (2023年3月末) から1ドル=151.35円 (2024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=144.60円 (2023年3月末) から1ユーロ=163.45円 (2024年3月末) の円安・ユーロ高となりました。

(米ドル/円) 年度前半は、FRBによる金融引締め政策の長期化懸念を背景に米金利が上昇したことなどから、円安・ドル高が進行しました。年度後半は、日銀の金融緩和政策の修正観測の高まりなどを背景に一時的に円高・ドル安となる場面はありましたが、その後は日銀が金融政策修正後も金融緩和姿勢を維持する旨の発表したことなどから、円安・ドル高方向へ反転し、1ドル=151.35円 (2024年3月末) で終了しました。

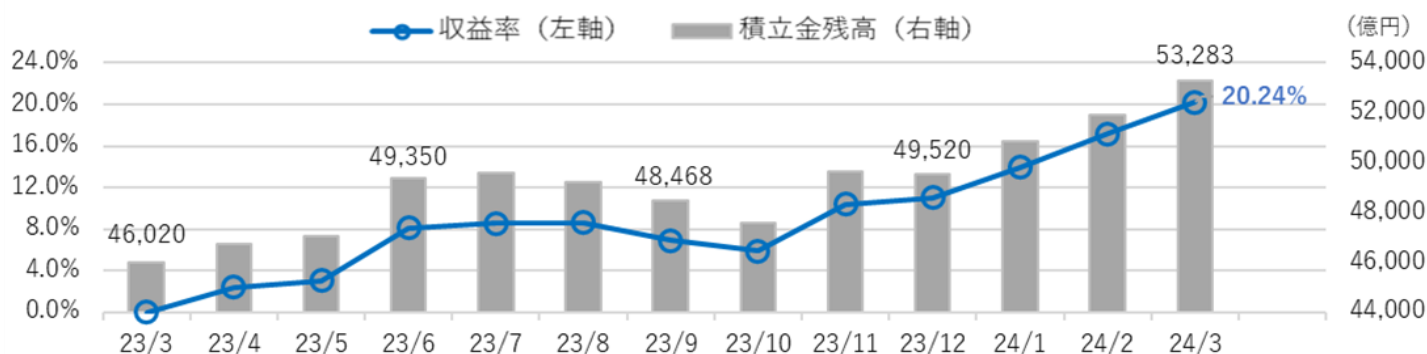
(ユーロ/円) 年度前半は、ECBが金融引締め姿勢を維持したことなどを背景に、円安・ユーロ高が進行しました。年度後半は、日銀の金融緩和政策の修正観測の高まりなどを背景に一時的に円高・ユーロ安となる場面はありましたが、その後は日銀が金融政策修正後も金融緩和姿勢を維持する旨の発表したことなどから、円安・ユーロ高方向へ反転し、1ユーロ=163.45円 (2024年3月末) で終了しました。

3. 2023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	8.13%	-1.15%	3.91%	8.61%	20.24%
積立金残高	49,350	48,468	49,520	53,283	53,283

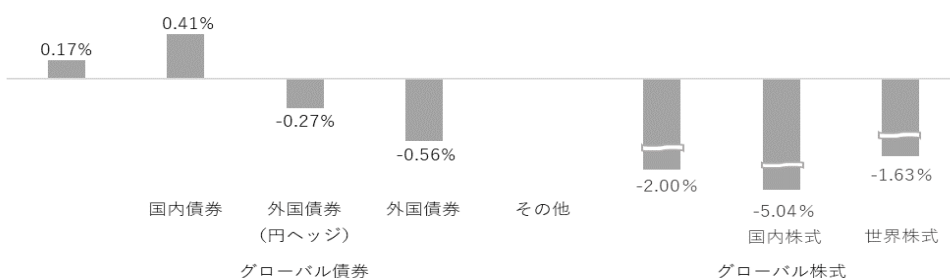


(2) 時間加重収益率

	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	0.81%	-2.52%	3.23%	0.09%	1.53%	1.36%	0.17%
国内債券	0.59%	-2.68%	0.81%	-0.49%	-1.80%	-2.20%	0.41%
外国債券 (円ヘッジ)	-1.96%	-3.70%	4.88%	-1.89%	-2.86%	-2.59%	-0.27%
外国債券	8.04%	-0.61%	2.91%	5.13%	16.18%	16.74%	-0.56%
その他	2.51%	0.23%	-1.78%	0.68%	1.60%	-	-
グローバル株式	15.54%	0.23%	4.52%	16.33%	40.81%	42.81%	-2.00%
国内株式	13.78%	1.53%	2.32%	15.31%	36.30%	41.34%	-5.04%
世界株式	15.73%	0.09%	4.77%	16.46%	41.33%	42.96%	-1.63%

※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（P4をご参照）

超過収益率（2023年度）



【コメント】

2023年度の時間加重収益率は、グローバル債券がプラス1.53%、グローバル株式がプラス40.81%となりました。
超過収益率は、グローバル債券がプラス0.17%、グローバル株式がマイナス2.00%となりました。

3. 2023年度の運用状況(資産構成割合)

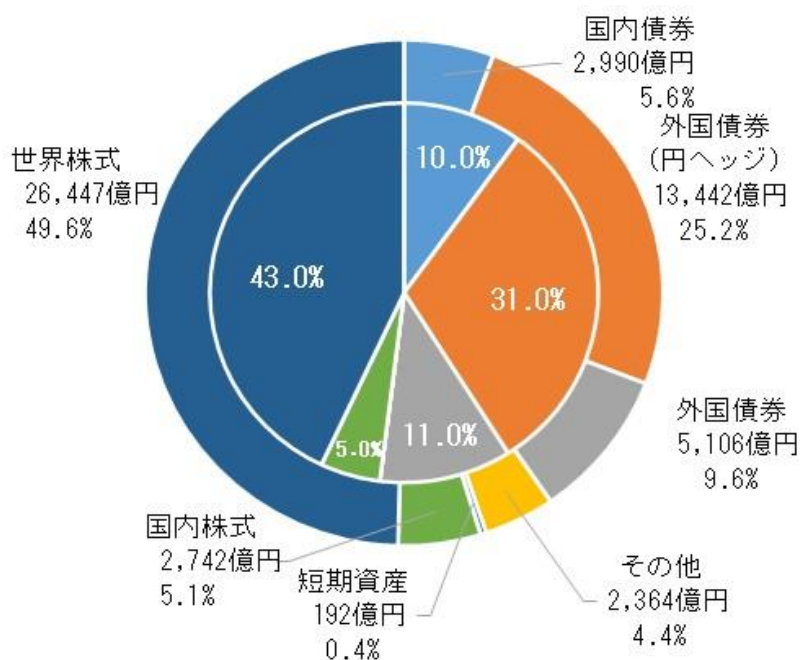
【資産構成割合】

	2024年3月末		
	資産額 (億円)	構成割合 (%)	乖離幅 (%)
グローバル債券	24,094	45.2%	-6.8%
国内債券	2,990	5.6%	-4.4%
外国債券 (円ヘッジ)	13,442	25.2%	-5.8%
外国債券	5,106	9.6%	-1.4%
その他	2,364	4.4%	4.4%
短期資産	192	0.4%	0.4%
グローバル株式	29,189	54.8%	6.8%
国内株式	2,742	5.1%	0.1%
世界株式	26,447	49.6%	6.6%

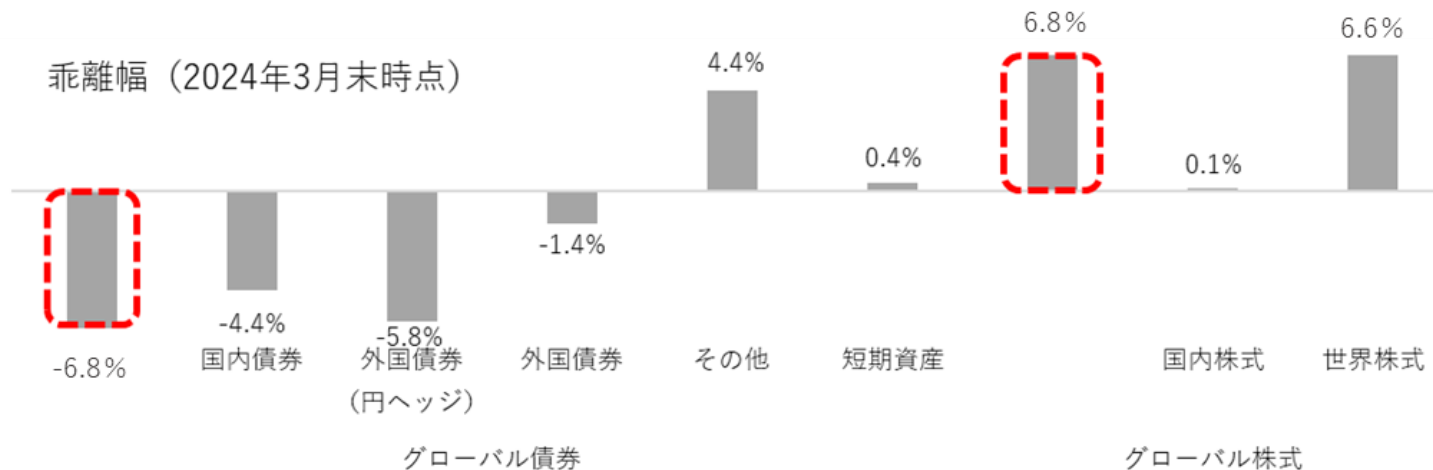
※乖離幅は実ポートフォリオと実践ポートフォリオとの差

※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
外側: 実ポートフォリオ



乖離幅 (2024年3月末時点)



【コメント】

2023年度の主要国株式市場は、欧米では景気の底堅さや早期利下げへの期待の高まりなどを背景に、堅調に推移しました。国内では企業改革の進展などを好感した海外投資家の買いや円安の進行などを背景に、堅調に推移しました。一方、主要国の長期金利は、米国景気の底堅さを背景に、年明け以降は上昇傾向で推移しましたが、為替市場が円安傾向で推移したことから、外国債券の収益率はプラスとなりました。また、内外金利差によるヘッジコストの影響等により、外国債券(円ヘッジ)の収益率はマイナスとなりました。

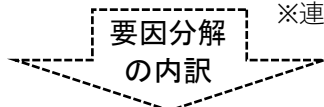
また、4月、6月、10月にグローバル債券とグローバル株式の許容乖離幅(±5%)を超えたことから、グローバル株式(国内株式、世界株式)からグローバル債券(国内債券、ヘッジ外債)へのリバランスを実施しました。なお、2024年3月末時点において、グローバル債券とグローバル株式の許容乖離幅(±5%)を超えましたが、基本ポートフォリオの変更に伴う移受管の影響で、資産間リバランスを停止しました。

3. 2023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	20.76%	19.79%	0.97%	-1.01%	1.82%	0.16%	0.97%
国内債券	-1.09%	-2.20%	1.11%	0.09%	(a) 0.44%	0.01%	0.54%
外国債券 (円ヘッジ)	-3.80%	-2.59%	-1.21%	(b)-0.36%	(a) 0.61%	0.04%	0.30%
外国債券	17.50%	16.74%	0.76%	0.05%	-0.03%	0.02%	0.04%
国内株式	36.30%	41.34%	-5.04%	-0.20%	0.03%	0.01%	-0.17%
世界株式	41.33%	42.96%	-1.63%	(b)-0.59%	(a) 0.77%	0.08%	0.26%

※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 要因①	超過収益要因		
		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	0.09%	0.00%	0.02%	0.07%
外国債券 (円ヘッジ)	(b)-0.36%	-0.10%	0.05%	(b)-0.31%
外国債券	0.05%	-0.03%	0.02%	0.06%
国内株式	-0.20%	0.00%	-0.09%	-0.11%
世界株式	(b)-0.59%	(b)-0.55%	-0.08%	0.04%

※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 要因②	構成割合		ベンチマーク	
		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	(a) 0.44%	7.99%	10.00%	19.79%	-2.20%
外国債券 (円ヘッジ)	(a) 0.61%	28.31%	31.00%		-2.59%
外国債券	-0.03%	11.76%	11.00%		16.74%
国内株式	0.03%	5.14%	5.00%		41.34%
世界株式	(a) 0.77%	46.80%	43.00%		42.96%

※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。

【コメント】

【市場環境】

主要国株式市場は、欧米では景気の底堅さや早期利下げへの期待の高まりなどを背景に堅調に推移しました。国内では海外投資家の買いや円安の進行などを背景に堅調に推移しました。一方、主要国の長期金利は、米国景気の底堅さを背景に年明け以降は上昇傾向で推移しましたが、為替市場が円安傾向で推移したことから、外国債券の収益率はプラスとなりました。内外金利差によるヘッジコストの影響等により、外国債券(円ヘッジ)の収益率はマイナスとなりました。

【運用状況】

2023年度は、資産全体で実践ポートフォリオの複合ベンチマークに対し、プラス0.97%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、世界株式をオーバーウェイト、外国債券(円ヘッジ)と国内債券をアンダーウェイトとしていたことが、プラス寄与となりました。
(a)をご参照。

《マイナス要因》

個別資産要因のベンチマーク選択効果で世界株式におけるスマートベータファンドへの投資効果、および外国債券(円ヘッジ)での海外不動産への代替投資がマイナス寄与となりました。
(b)をご参照。

3. 2023年度の運用状況(運用受託機関構成)

【運用受託機関】

2024年3月末現在

	国内債券 (実践PBM：NOMURA-BPI総合)	外国債券(円ヘッジ) (実践PBM：BGA(除く円、中国元、円ヘッジ))	外国債券 (実践PBM：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)	ウェリントン・マネージメント・ジャパン※ マニユライフ・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 (実践PBM：TOPIX(配当込))	世界株式 (実践PBM：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) 三井住友信託銀行※※ (MBM：MSCI WORLD Value) 三井住友信託銀行※※ (MBM：MSCI WORLD Growth) 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※※	フロントベル・アセット・マネジメント※ ブラックロック・ジャパン	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) 実践PBMとは実践ポートフォリオのベンチマーク。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

(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

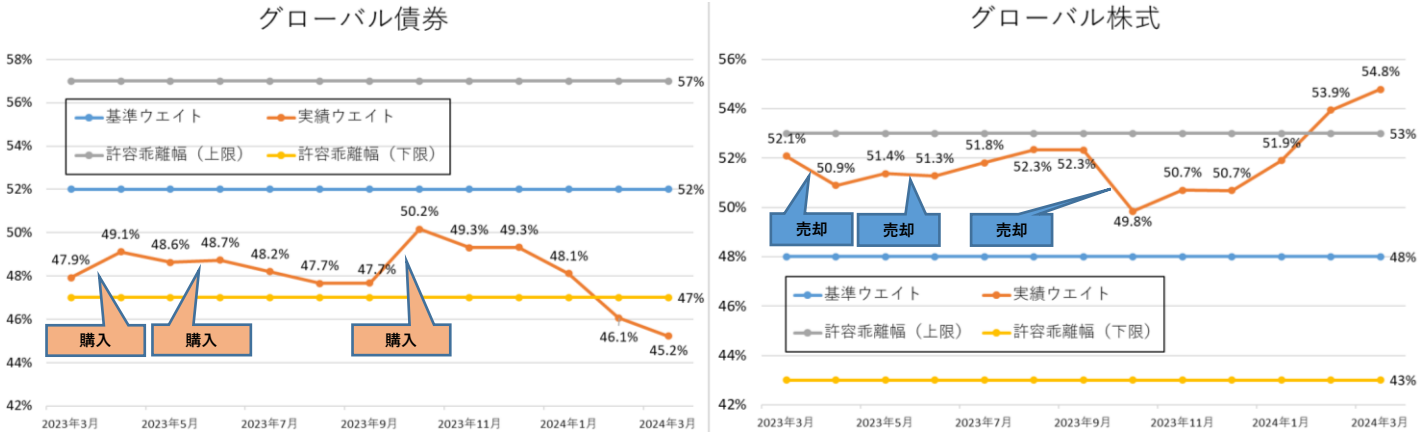
(注6) 絶対収益追求型運用とは、ベンチマークや参考指標に対する相対的な超過収益を追求するのではなく、市場動向に大きく左右されずに収益を追求する運用のことを言う

4. 2023年度のリスク管理状況(資産全体)

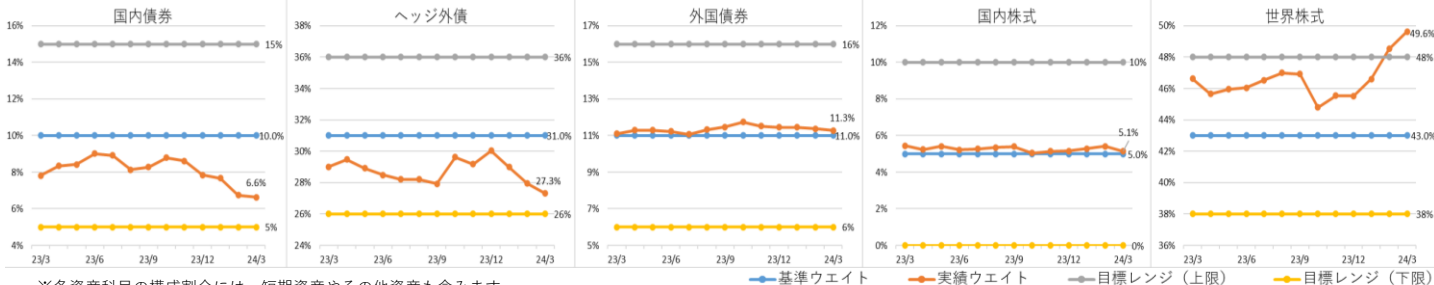
～リスク管理の考え方について～

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)】



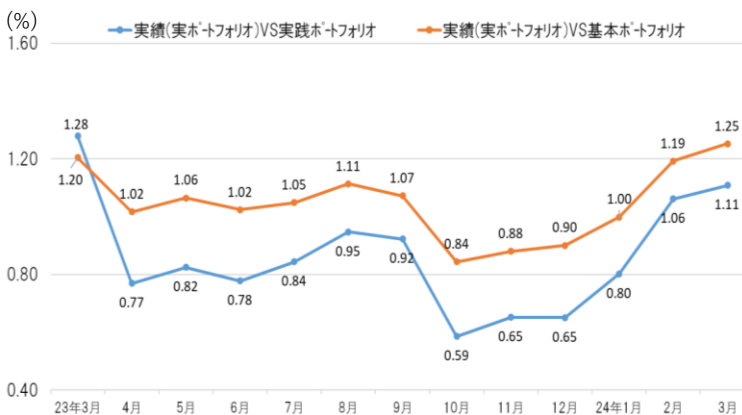
【ご参考 (内訳)】各資産科目の構成割合の推移 (実践ポートフォリオ)



※各資産科目の構成割合には、短期資産やその他資産も含まれます。

※各資産科目の構成割合の基準値は、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%

【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】

2023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で推移しましたが、基本ポートフォリオの変更に伴う移受管の影響で、資産間リバランスを停止していたため、2024年3月末では、許容乖離幅を超えています。

【リバランス】

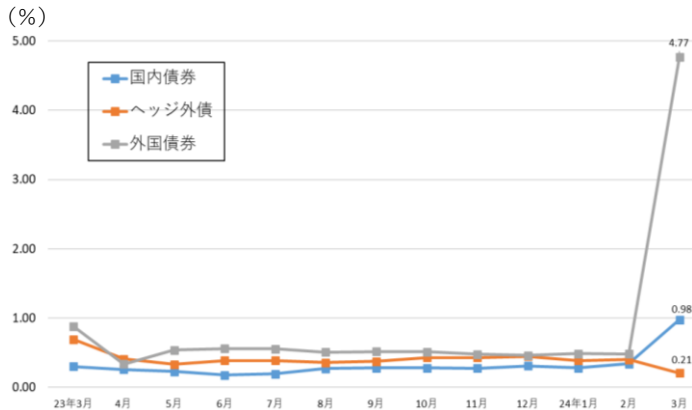
2023年4月、6月、10月に、グローバル債券とグローバル株式の許容乖離幅(±5%)を超えたことから、グローバル株式(国内株式、世界株式)からグローバル債券(国内債券、外国債券(円ヘッジ)、外国債券)へのリバランスを実施しました。

【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、1.0%を中心に推移しましたが、2024年2月末以降は、基本ポートフォリオの変更に伴う移受管の影響でやや上昇しました。また、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、0.8%を中心に推移しましたが、2024年2月末以降は、基本ポートフォリオの変更に伴う移受管の影響でやや上昇しました。

4. 2023年度のリスク管理状況(債券)

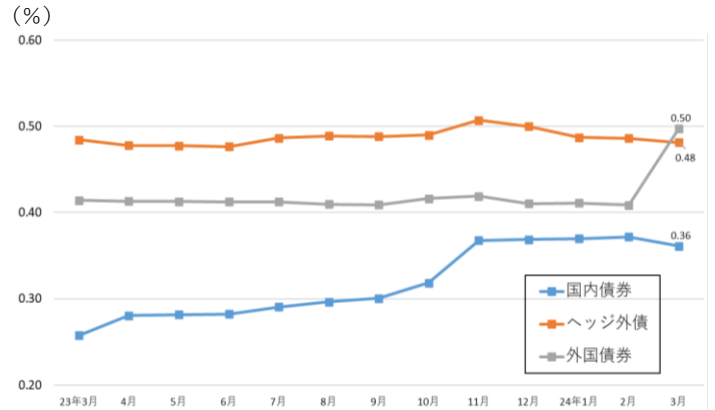
【推定トラッキングエラーの推移(債券)】



《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。

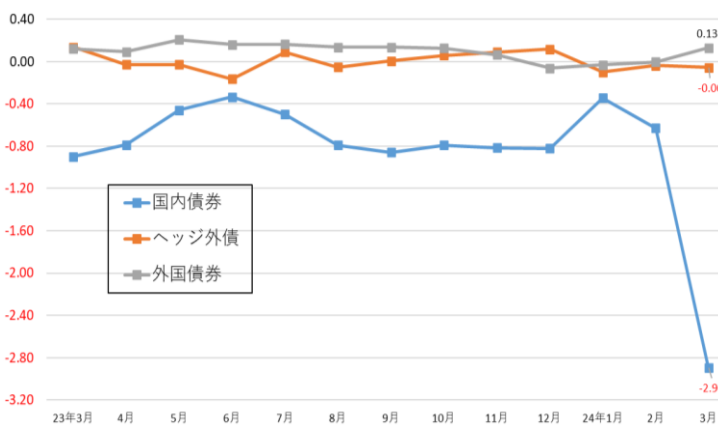
【実績トラッキングエラーの推移(債券)】



《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、安定的に推移しましたが、2024年3月末は、基本ポートフォリオの変更に伴う移受管の影響で変動しています。

【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が、2024年3月末は、基本ポートフォリオの変更に伴う移受管の影響で変動しています。

【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-2.90から-0.33の幅で推移しました。なお、2024年3月末は、基本ポートフォリオの変更に伴う移受管の影響で乖離が拡大しました。

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-0.16から0.14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-0.06から0.21の幅で推移しました。

【信用リスク】

○格付別保有状況

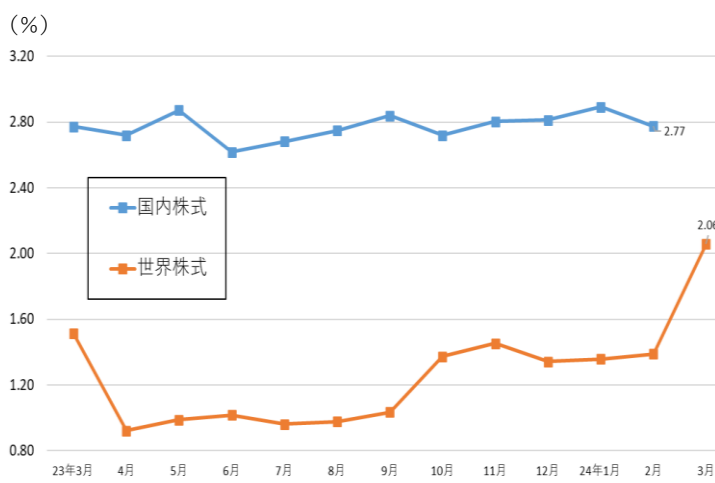
債券への投資は、BBB格以上の格付けを得ている銘柄とすることとしています。ただし、ヘッジ外債及び外国債券について、運用手法の特性によりこの格付に満たない銘柄とする場合等上記によらない合理的な理由があることを連合会が事前に承認したときは、この限りではないとしています。2023年度において、ヘッジ外債及び外国債券について、運用手法の特性によりBBB格以上の格付を得ていない債券への投資を行っています。

○同一発行体の債券保有状況

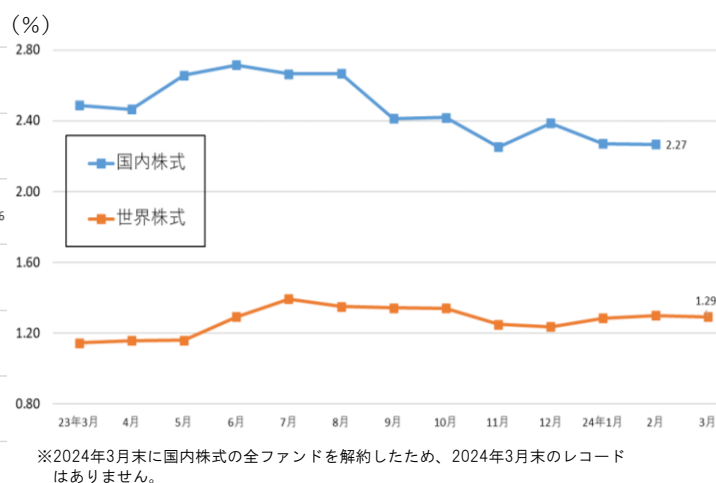
同一発行体の債券(国債等を除く)への投資は、国内債券はポートフォリオの時価の10%を上限、ヘッジ外債及び外国債券はポートフォリオの時価の5%を上限としています。2023年度においては、各科目とも基準を超えていませんでした。

4. 2023年度のリスク管理状況(株式)

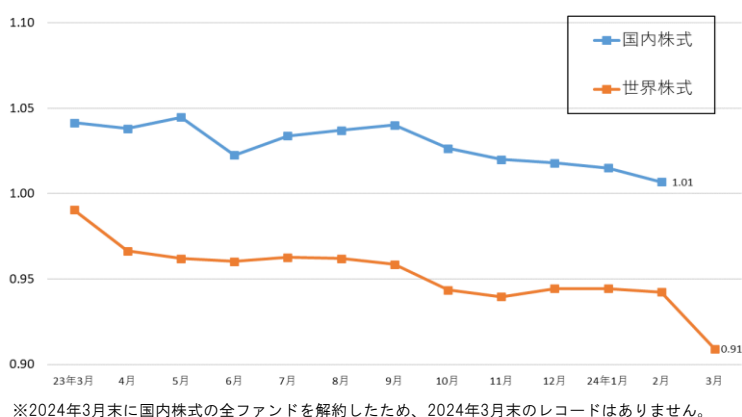
【推定トラッキングエラーの推移(株式)】



【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。

世界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が、2024年3月末は、基本ポートフォリオの変更に伴う移受管の影響で上昇しています。

【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、1.01から1.04の間で推移しました。

世界株式運用におけるベータ値は、0.91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。2023年度においては、各科目とも基準を超えるもので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	2023年度	評価開始来
米国バンクローン	4.86	▲7.83	16.73	12.86	12.77	25.46	80.14
超過収益率	▲0.02	3.54	▲6.82	▲0.55	0.33	▲2.38	▲7.09
欧州バンクローン	-	▲11.18	24.90	5.64	8.96	25.27	59.96
超過収益率	-	-	-	-	-	-	-
合算	4.86	▲8.24	18.96	10.86	11.93	25.46	78.19

投資残高（億円）

2024年3月末
667
235
903

※ 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	2023年度	評価開始来
Morningstar LSTA	4.88	▲11.37	23.55	13.42	12.43	27.84	87.22
BGA	3.45	1.96	8.54	3.44	1.14	16.53	39.58
FTSE-WGBI（日本除く、円ベース）	2.85	4.37	5.43	1.96	▲0.50	15.27	32.36

※ 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)

- ・ 2023年度のバンクローンの収益率は、米国：25.46%、欧州：25.27%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、2023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、%）

投資残高(億円)

	2017年度	2018年度	2019年度	2020年度	2021年度	2022年度	2023年度	設定来	2024年3月末
国内不動産 全体の収益率	3.70	6.64	7.96	6.31	5.53	6.16	5.44	49.91	348
国内不動産 インカム収益率	1.13	4.35	4.97	4.19	4.09	4.22	4.03	30.25	
目標収益率（インカム収益率）	3.00	4.00	4.00	4.00	4.00	4.00	4.00	30.33	
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	▲14.03	19.99	1,114
海外不動産 現地通貨ベース	5.18	5.93	7.71	3.38	20.72	7.48	▲8.82	46.76	
目標収益率（現地通貨ベース）	4.50	6.00	6.00	6.00	6.00	6.00	6.00	48.24	
									1,461

※ 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	2023年度	設定来	※2023年度の収益率
AJFI (AJFI-OURs) 円ベース	5.79	7.81	8.40	6.12	6.53	6.52	5.19	56.64	1月末まで (非年率)
国内債券 NOMURA-BPI総合 円ベース	0.88	1.89	▲0.18	▲0.70	▲1.22	▲1.65	▲2.20	▲3.19	3月末まで
外国債券 FTSE-WGBI, BGA	▲0.51	2.46	▲0.17	1.11	▲4.91	▲8.57	▲2.59	▲12.86	3月末まで

※ 2017年度は6月末以降、AJFIはAJFI-OURs (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月から2019年3月末まではFTSE-WGBI（ヘッジ無、除く日本）、2019年4月から2019年8月末までBGA（ヘッジ無、除く日本円）、2019年9月から2023年3月末まではBGA（ヘッジ有、除く日本円）、2023年度からはBGA（ヘッジ有、除く日本円・中国元）

(総括)

- ・2023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）と同程度になりました。
- ・国内不動産のインカム収益率は、設定来で目標収益率（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。
- ・2023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）を大幅に下回りました。
- ・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）を下回りました。
- ・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)

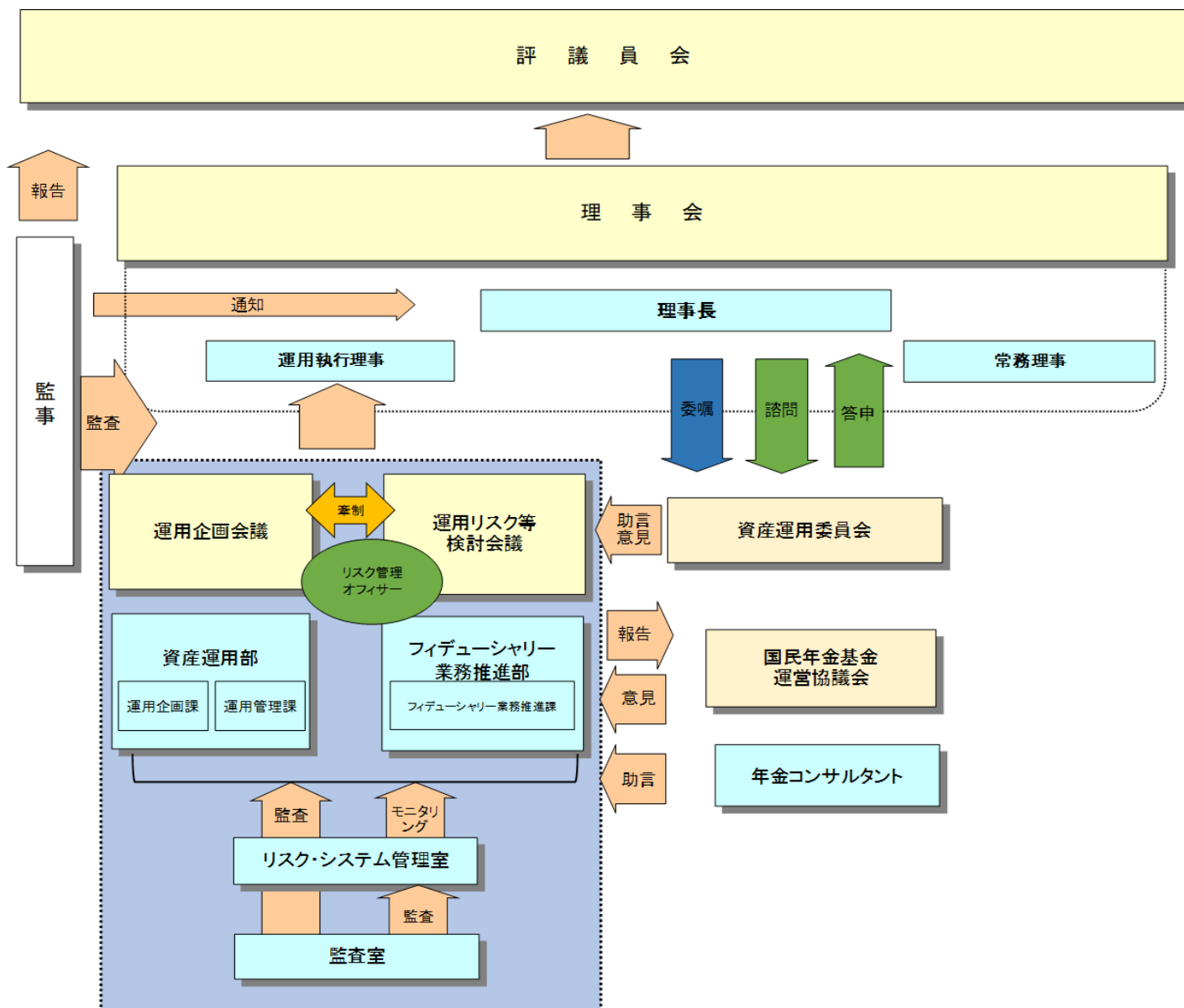
積立金運用の実務を担う資産運用部では、積立金運用の基本方針（以下、基本方針）に関する業務等を行う運用企画課と、積立金運用に関する運用受託機関選定等を定める業務等を行う運用管理課で構成されています。

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します。

令和6年4月に新設されたフィデューシャリー業務推進部は、運用リスク等検討会議を主催し、連合会の執行部に対して、アセットオーナーとしてのガバナンス向上への取組や積立金運用のリスク管理が適切に実施されているかについてモニタリングした結果を報告します。また、リスク管理に関し、資産運用部に対し牽制する体制となっています。

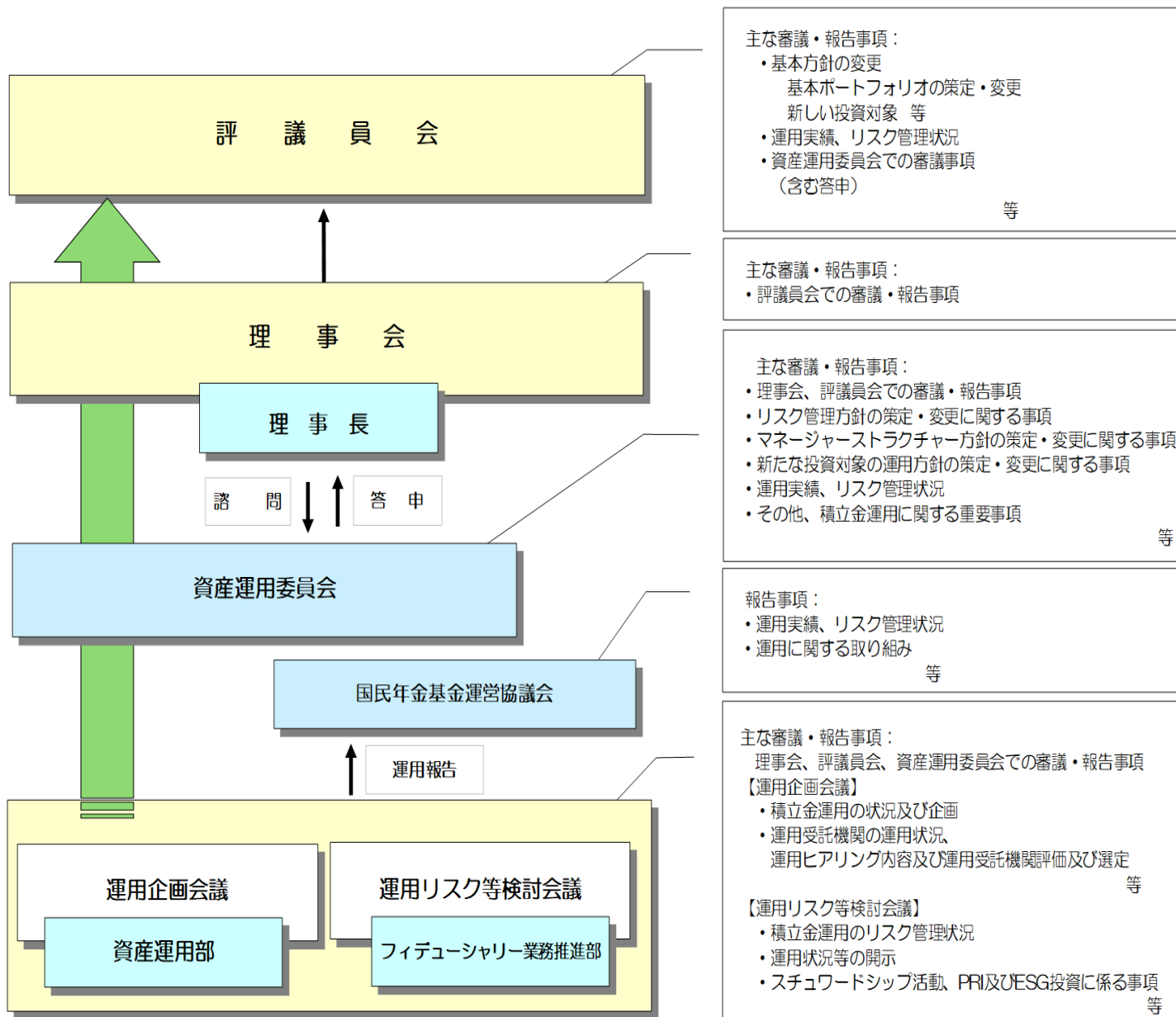
運用企画会議及び運用リスク等検討会議では、理事会・評議員会及び資産運用委員会に附する議案について審議を行います。その後、資産運用委員会にて、理事会・評議員会に附する議案の審議を行う運営となっています。

【連合会の組織体制】(令和6年4月現在)



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】(令和6年4月現在)



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6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 シニアプリンシパル	委員
臼杵 政治	公立大学法人 名古屋市立大学 名誉教授	
小枝 淳子	早稲田大学 政治経済学術院 教授	
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	参与
大坪 和敏	日本弁護士国民年金基金 常務理事	
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
第54回	令和5年6月13日	1.次期基本ポートフォリオの検討 2.2022年度の積立金運用実績報告 3.課題に対するアセットオーナーとしての自己評価 (PDCA)
第55回	令和5年11月6日	1.次期基本ポートフォリオの資産構成割合 2.2023年度第2四半期までの積立金運用状況報告
第56回	令和6年2月5日	1.次期基本ポートフォリオ運営にかかる諸課題 2.2023年度第3四半期までの積立金運用状況報告 3.2022年度スチュワードシップ活動報告 4.PRI署名について

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】 (令和6年3月現在)

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】 (令和6年3月現在)

《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】 (令和6年3月現在)

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。

$$\text{修正総合利回り} = \frac{(\text{当期実現損益} + \text{当期末未収収益増減額} + \text{当期評価損益増減額})}{\text{元本平均残高} + \text{前期末未収収益} + \text{前期末評価損益}} \times 100 (\%)$$

(ご参考)

$$\text{総合利回り} = \frac{(\text{当期実現損益} + \text{当期末未収収益増減額} + \text{当期評価損益増減額})}{\text{元本平均残高}} \times 100 (\%)$$

◆ 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