

2025年度 資産運用概況報告書

目次

I. はじめに	1
II. 運用実績サマリー	2
1. 2025年度 収益率(通期)	2
2. 収益率(累積)	2
3. 積立金残高(2026年3月末)	2
III. 連合会の運用目的・運用目標	3
1. 運用目的・運用目標	3
2. 積立金運用の基本方針「資産運用に関する投資原則」	3
3. 連合会の基本ポートフォリオ(概要)	4
IV. 連合会の運用組織体制	6
1. 連合会の運用ガバナンス体制	6
2. 連合会の運用意思決定プロセス	7
3. 連合会の運用におけるリスク管理体制	8
4. 資産運用委員会	9
V. 運用実績・運用状況	10
1. 運用実績(概要)	10
2. 2025年度の市場環境(概要)	12
3. 2025年度の市場環境(資産別)	13
4. 基本ポートフォリオのベンチマークの推移	15
5. 2025年度の運用状況(収益率)	17
6. 2025年度の運用状況(積立金残高)	18
7. 2025年度の運用状況(基本ポートフォリオの管理、資産構成状況)	19
8. 2025年度の運用状況(要因分析)	20
9. オルタナティブ投資の運用実績	22
10. 運用受託機関の管理	23
11. 運用受託機関構成(2026年3月末)	25
VI. リスク管理	27
1. リスク管理の概要	27
2. 2025年度のリスク管理状況	27
VII. スチュワードシップ活動・サステナビリティ投資	33
1. 連合会のスチュワードシップ活動・サステナビリティ投資への取組方針	33
2. 連合会のスチュワードシップ活動等に関する規程	33
3. 連合会のスチュワードシップ活動等への取組	34
4. スチュワードシップ活動・サステナビリティ投資連絡協議会について	36
VIII. 参考資料	37

I.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(以下、「連合会」といいます。)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。

【2025年度の運用実績の総括】

連合会の2025年度の運用の実績利回り(修正総合利回り)は、14.19%とプラスを確保し、単年度で、中長期的な目標水準である4.59%(基本ポートフォリオの期待リターン)を上回りました。また、2026年3月末の積立金残高は、5兆8,282億円となりました。

連合会は、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、長期的な観点で投資を行っていることから、短期的な動向に一喜一憂することなく、金融経済構造が変化したときなど基本ポートフォリオ等の見直しが必要となった場合に、機動的かつ適切な対応が採れるように、情報感度高く情報の収集に努め、引き続き運用力の強化に向けて着実に取り組みを進めてまいります。

【2025年度の基本ポートフォリオの検証】

連合会は、2024年度から新たな基本ポートフォリオのもとで運用を行っています。基本ポートフォリオの定期的な検証については、国民年金基金制度における財政検証と連携した検証方法とする新たな枠組みを策定しました。2025年度も新たに定めた基本ポートフォリオの検証の枠組みに沿って、財政状況や市場環境の変化等について検証を行い、財政状況・市場環境の双方から基本ポートフォリオの見直しを検討する必要はないことを確認しました。

【2025年度のトピック】

連合会は、2025年11月から連合会資産運用プロセスにおける判断基準や考え方の一貫性や全体整合性の向上等を通じて、受託者責任をより適切に果たすことを目的とし、「資産運用プロセスの抜本的見直し」プロジェクトを開始しました。

また、2025年度から透明性や説明力の向上の観点から資産運用委員会の審議内容の拡充等、会議運営の一部を変更することとし、資産運用全般について随時助言を受けるとともに、年度中の資産運用業務の運営状況について評価を受けることとしました。

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ます。

Ⅱ. 運用実績サマリー

【総括】

2025年度の運用の実績利回り(修正総合利回り)は、プラス14.19%となりました。

単年度では、中長期的な目標水準である4.59%(基本ポートフォリオの期待リターン)を上回りました。

なお、中長期の収益率の累積は、2年:8.54%(年率)、5年:8.46%(年率)、10年:7.55%(年率)、15年:8.23%(年率)となっており、対応する期間の基本ポートフォリオの期待リターンを上回りました。

2025年度の運用の実績利回り(修正総合利回り)と基本ポートフォリオの期待リターンの差異は、グローバル債券(ヘッジなし)及びグローバル株式の期待リターンを市場リターンが上回ったことなどから、プラス9.60%となりました。

2025年度の積立金残高は、グローバル株式の運用収益増を主因に前年度末対比で増加しました。

1. 2025年度 収益率(通期)

修正総合利回り	基本ポートフォリオ の期待リターン	実績と期待 リターンの差異
14.19%	4.59%	9.60%

2. 収益率(累積)

	2年※ (2024~2025年度)	5年 (2021~2025年度)	10年 (2016~2025年度)	15年 (2011~2025年度)
収益率の累積 (年率、%)	8.54	8.46	7.55	8.23
対応する期間の基本ポートフォリオ の期待リターン(年率、%)	4.59	4.69	4.75	4.78

注)収益率は修正総合利回り。対応する期間の基本ポートフォリオの期待リターンは、各年度の基本ポートフォリオの期待リターンの幾何平均。

※現行基本ポートフォリオ適用からの期間。

3. 積立金残高(2026年3月末)

5 兆8,282 億円(前年度末比:5,295億円増加)

Ⅲ. 連合会の運用目的・運用目標

1. 運用目的・運用目標

「運用目的」:連合会は、加入者の皆様からお預かりした掛金を将来にわたり確実に年金又は一時金としてお支払いするため、必要とされる総合収益をあげることを目的とした運用を行います。

「運用目標」:連合会は、長期的な経済・金融環境等を踏まえ、具体的に目指すリターンやリスク等を定め、将来にわたって健全な年金制度を維持するために必要な収益率を確保することとします。

2. 積立金運用の基本方針「資産運用に関する投資原則」

連合会は、積立金運用の基本方針に資産運用に関する投資原則を定めています。

- 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、長期的資産構成割合(以下「基本ポートフォリオ」という。)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含む持続可能性(サステナビリティ)を考慮した投資(サステナビリティ投資)を行う。サステナビリティ投資の実施に必要な事項については、別途「サステナビリティ投資方針」を定める。
- 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。

Ⅲ. 連合会の運用目的・運用目標

3. 連合会の基本ポートフォリオ(概要)

(1) 考え方

連合会の基本ポートフォリオは、長期的な積立金の運用目標を達成するため、投資対象とする各資産のリターン、リスクを予測した上で、資産及び負債の変動予測を踏まえ、将来にわたる最適な資産の組み合わせを策定したものです。

(2) ベンチマーク及び資産構成割合

連合会の基本ポートフォリオは、制度の運営上必要な目標利回りを満たしつつ、リスクを最小にする資産構成割合として策定しています。

資産クラス	ベンチマーク	資産構成割合
グローバル債券(円ヘッジ)	ブルームバーグ・グローバル総合インデックス(除く中国元、円ヘッジ・円ベース)	39%
グローバル債券(ヘッジなし)	ブルームバーグ・グローバル総合インデックス(除く中国元、ヘッジなし・円ベース)	6%
グローバル株式	MSCI-WORLD(税引前配当込み、円ベース)	55%

(3) 期待リターン及びリスク(全体及び資産クラス別)

連合会の基本ポートフォリオの期待リターン及びリスクは以下の通りです。

	期待リターン	リスク
グローバル債券(円ヘッジ)	1.56%	3.35%
グローバル債券(ヘッジなし)	2.86%	8.12%
グローバル株式	6.93%	17.59%
基本ポートフォリオ	4.59%	10.06%

Ⅲ. 連合会の運用目的・運用目標

3. 連合会の基本ポートフォリオ(概要)

(4) 検証及び見直し

一般的に、基本ポートフォリオは長期的な観点から策定しており、短期的な市場の変化に基づいて変更するものではありません。一方で、市場環境が長期的、構造的に変化する場合も想定されます。そのような場合は、その時点における最善の想定に基づき基本ポートフォリオを検証し、必要に応じて変更を行うこととしています。

連合会では、様々な変化の影響を反映し、現在の基本ポートフォリオが、運用の目的、目標を達成する上で、見直す必要があるかどうか、毎年度、検証を行うこととしています。併せて、法令上少なくとも5年に一度の国民年金基金制度の財政再計算が行われた場合には、基本ポートフォリオの見直しを行うこととしています。なお、これらの基本ポートフォリオにおける毎年度実施する検証、及び、5年に一度の見直しは、積立金運用の基本方針において定められています。

2025年度は、2024年度に定めた基本ポートフォリオの検証の枠組みに沿って、財政状況や市場環境の変化等について検証を行い、財政状況・市場環境の双方から基本ポートフォリオの見直しを検討する必要はないことを確認しました。

(5) リバランス

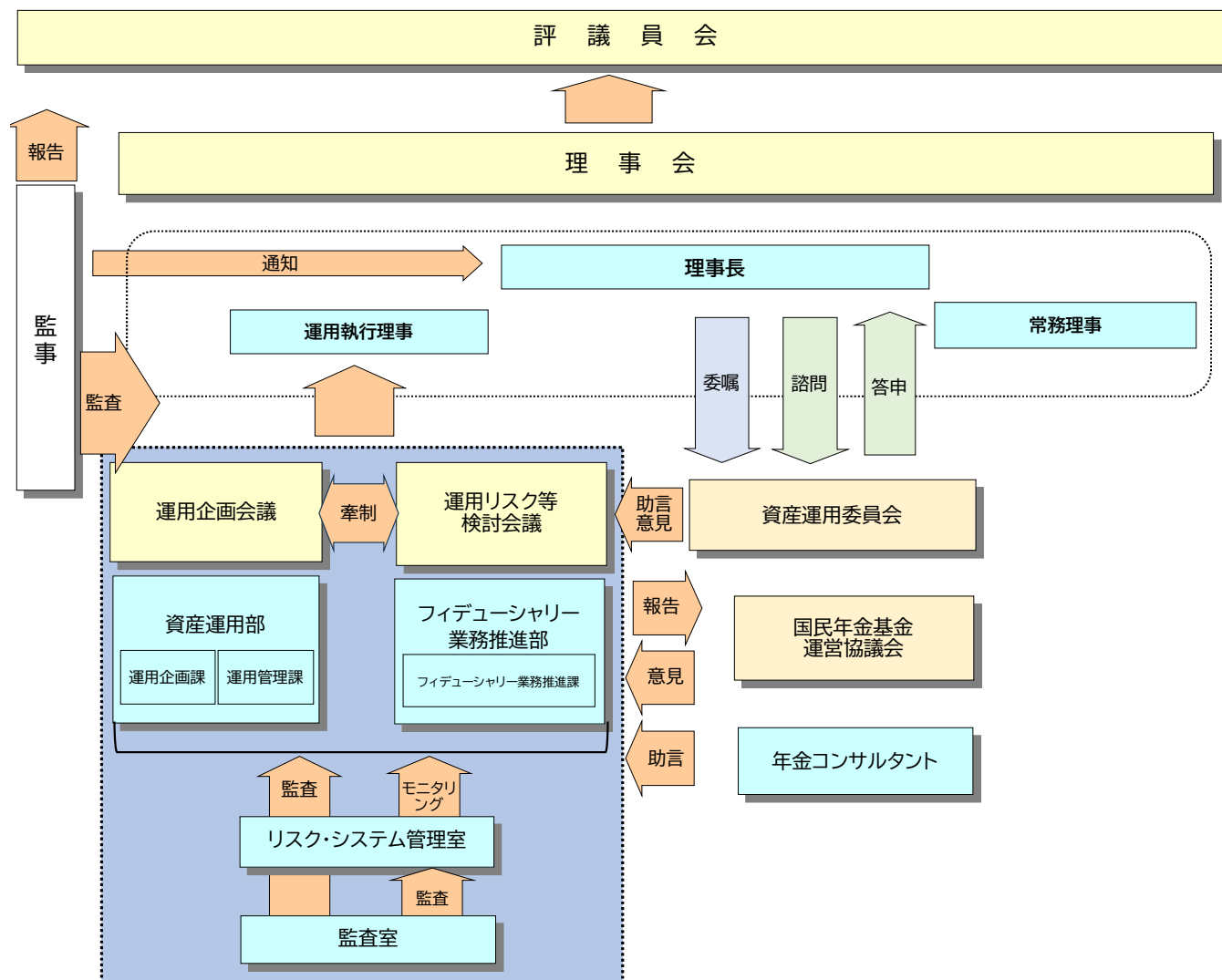
連合会では、基本ポートフォリオに対する資産クラスごとの資産構成割合からの許容乖離幅を定めています。市場の変動等により、積立金のグローバル債券とグローバル株式の資産構成割合が基本ポートフォリオからの許容乖離幅を超過する場合は、基本ポートフォリオの構成比に戻るよう資産クラスのリバランス(「資産間リバランス」)を行い、乖離を是正する運営としています。

なお、2025年度は、期を通じて、各資産クラスの構成比と基本ポートフォリオの資産構成割合の乖離幅が、許容乖離幅(±5%)の範囲内で推移したことから、資産間リバランスは実施していません。

また、資金の効率的運用の観点から、キャッシュフローの推移を確認して掛金給付資金の滞留を最低限にコントロールする際に、乖離幅を縮小するように資産の購入売却(「キャッシュフローリバランス」)を実施しました。(参照ページ:19ページ)

IV. 連合会の運用組織体制

1. 連合会の運用ガバナンス体制（2026年4月現在）



積立金運用の実務を担う資産運用部は、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行う運用管理課で構成されています。

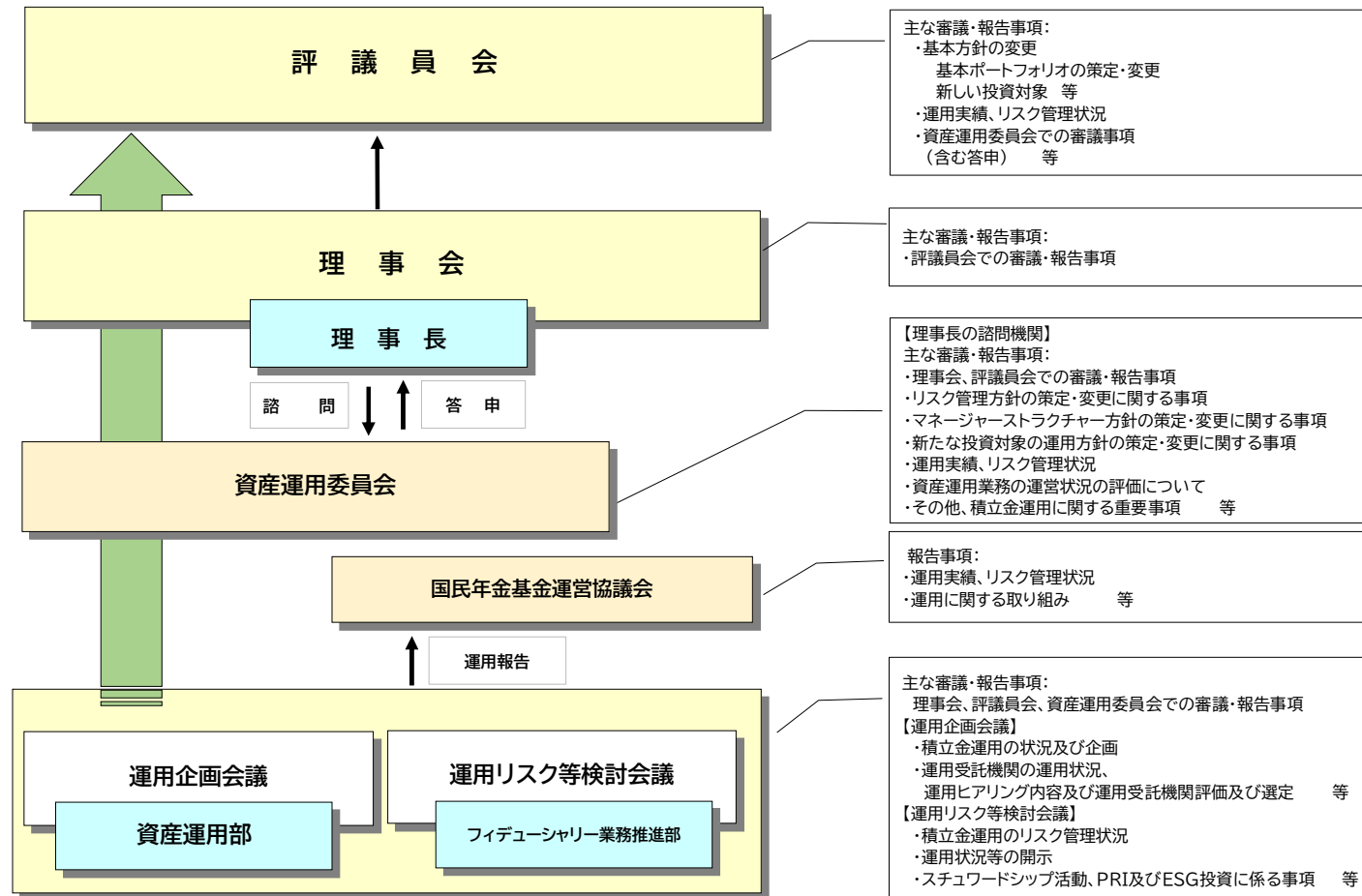
令和6年4月に新設されたフィデューシャリー業務推進部は、アセットオーナーとしてのガバナンス向上への取り組みを進めるとともに積立金運用のリスク管理が適切に実施されているかについてモニタリングしており、リスク管理に関し、資産運用部に対し牽制する体制となっています。

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等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等の審議を行う運営となっています。

IV. 連合会の運用組織体制

2. 連合会の運用意思決定プロセス（2026年4月現在）

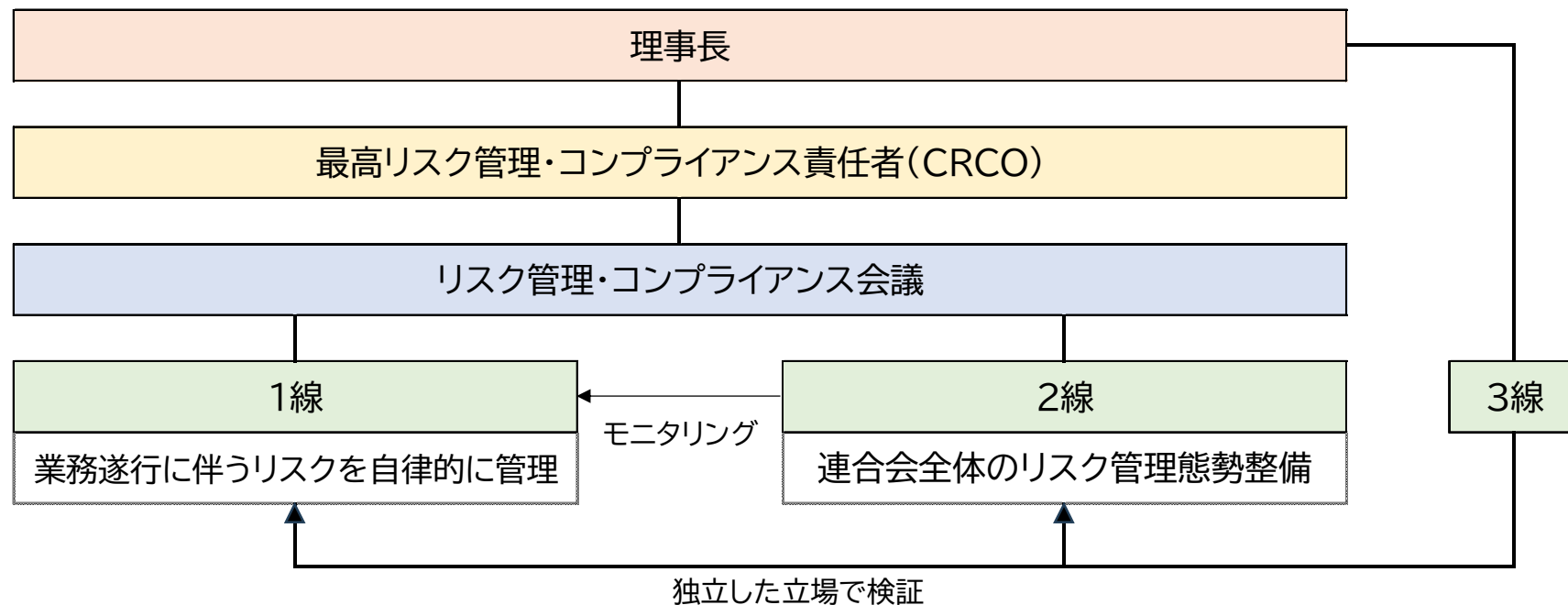
理事長は、積立金運用に係る重要事項について、業務執行機関である「理事会」及び議決機関である「評議員会」を招集し、審議、議決します。「評議員会」は、連合会の役員や監事の選任・解任などの監督機関としての機能も有しています。「資産運用委員会」は、理事長の諮問機関としての機能を有しています。



IV. 連合会の運用組織体制

3. 連合会の運用におけるリスク管理体制（2026年4月現在）

連合会の運用におけるリスク管理は、3線防御体制を構築し、適切なリスク管理体制を構築しています。第1線では、業務遂行に伴うリスクの所有者としてリスク管理に一義的責任を有していることに鑑み、自律的にリスクを特定、評価し、リスクが顕在化しないように適切に統制活動を行うとともに、リスクが顕在化した場合の対応を行っています。第2線(リスク・システム管理室等)では、第1線が行う自律的な統制活動をモニタリングするとともに、連合会全体のリスク管理が有効に機能するための態勢を整備しています。第3線(監査室)では、第1線及び第2線から独立した立場で、第1線及び第2線の活動を検証します。加えて、理事長は、監事による監事監査において業務執行の適正性について報告を受けるなど、客観的かつ専門的な助言及びチェックに基づきガバナンス体制の強化を図っています。



IV. 連合会の運用組織体制

4. 資産運用委員会

連合会では、理事長の諮問機関として、資産運用委員会を設置しています。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。直近の開催状況及び参加者名簿については以下の通りです。

また、2025年度から透明性や説明力の向上の観点から資産運用委員会の審議内容の拡充等、会議運営の一部を変更することとしました。

(1)審議内容の拡充

・前年度の資産運用業務の運営状況について、フィデューシャリーとしての妥当性の観点から評価を受けることとしました。

(2)会議運営の一部変更

①定足数及び答申時の議決方法について明確化しました。

② 議事要旨について連合会ホームページを通して对外公表することとしました。

【資産運用委員会の開催状況】

	開催日	主なテーマ
第61回	2025年7月14日	1. アセットオーナー・プリンシプルに関する取組方針の一部変更について 2. スチュワードシップ・コード改訂に伴う規程の変更について 3. アセットオーナー・プリンシプルに関する取組方針に対する進捗状況及び2025年度の取組計画について 4. 2024年度の積立金運用状況報告 5. 課題に対するアセットオーナーとしての自己評価 6. PRI年次報告の対応について
第62回	2025年10月6日	1. 2025年度における基本ポートフォリオの検証 2. 2025年度積立金運用状況報告(第1四半期)
第63回	2025年12月23日	1. 資産運用委員会の運営変更について 2. 「資産運用プロセスの抜本的見直し」プロジェクトの実施 3. 「資産運用プロセスの抜本的見直し」プロジェクト(ステップ1)「資産運用における基本的考え方」の再確認 4. 2025年度積立金運用状況報告(2025年4月～9月)
第64回	2026年2月10日	1. 「資産運用プロセスの抜本的見直し」プロジェクト(ステップ1)「資産運用における基本的考え方」の再確認 2. アセットオーナー・プリンシプルに関する取組方針の一部変更について 3. 2025年度積立金運用状況報告等 4. スチュワードシップ活動報告書について 5. PRI年次報告(2025年)の評価及び年次報告(2026年)の変更点について

【資産運用委員会参加者名簿】(2026年4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	早稲田大学大学院 経営管理研究科 教授	委員
臼杵 政治	公立大学法人 名古屋市立大学 名誉教授	
菅原 周一	文教大学国際学部 教授	
野村 亜紀子	野村資本市場研究所 主席研究員	
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	
川上 洋	司法書士国民年金基金 常務理事	

※参加者名は敬称略。

※参与は、国民年金基金の理事の職にある者のうちから、理事長が委嘱する者。

V. 運用実績・運用状況

1. 運用実績(概要)

(1) 年度収益率(修正総合利回り)と累積運用損益の推移

2025年度の修正総合利回りは、プラス14.19%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4.95%となりました。収益率の累計は、2年:8.54%(年率)、5年:8.46%(年率)、10年:7.55%(年率)、15年:8.23%(年率)となり、全ての期間で対応する期間の基本ポートフォリオの期待リターンを上回っています。なお、累積運用損益は、4兆9,725億円となりました。

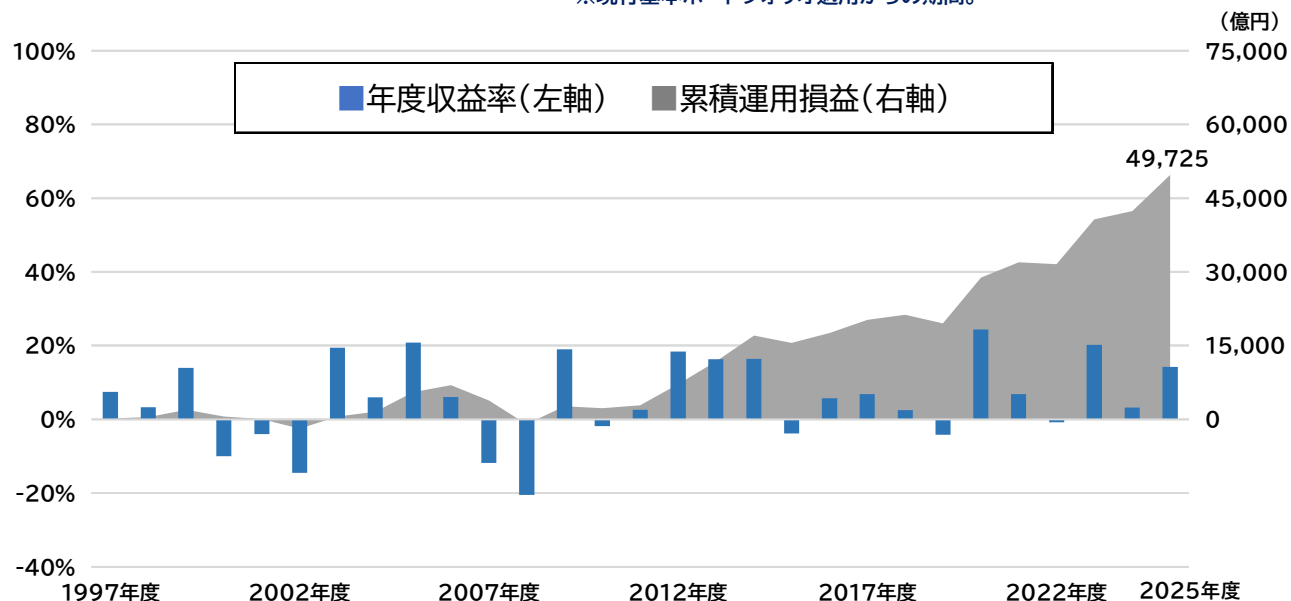
	2025年度通期	累積実績(1997年度以降)※
収益率(年率)	14.19%	4.95%
累積運用損益	4兆9,725億円	

※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。

	2年※ (2024~2025年度)	5年 (2021~2025年度)	10年 (2016~2025年度)	15年 (2011~2025年度)
収益率の累積 (年率、%)	8.54	8.46	7.55	8.23
対応する期間の基本ポートフォリオの期待リターン(年率、%)	4.59	4.69	4.75	4.78

注)収益率は修正総合利回り。対応する期間の基本ポートフォリオの期待リターンは、各年度の基本ポートフォリオの期待リターンの幾何平均。

※現行基本ポートフォリオ適用からの期間。



V. 運用実績・運用状況

1. 運用実績(概要)

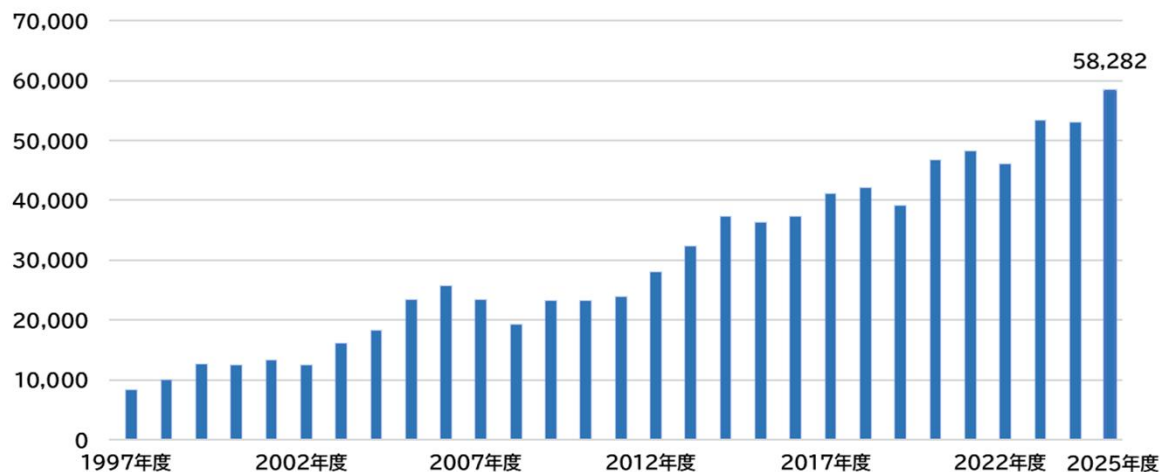
(2)積立金残高の推移

2026年3月末の積立金残高は、5兆8,282億円となり、着実に積立金残高を積み上げています。

【資産構成状況(2026年3月末)】

	基本ポート フォリオ 資産構成 割合	2026年3月末	
		残高 (億円)	(構成比)
グローバル債券 (円ヘッジ)	39%	20,630	35.4%
グローバル債券 (ヘッジなし)	6%	3,582	6.1%
グローバル株式	55%	34,070	58.5%
全体	100%	58,282	100.0%

<年度別 積立金残高推移>



V. 運用実績・運用状況

2. 2025年度の市場環境(概要)

2025年度通期(4月～3月)の主要国の株式市場は、期初は米国の関税政策を嫌気して下落しましたが、関税交渉の進展や欧米の利下げを好感して2月まで上昇基調で推移しました。3月は、中東情勢の悪化により下落しました。主要国の長期金利は、国内では財政悪化が意識される一方で、欧米ではインフレ懸念と景気後退不安が交錯する中でまちまちの動きでしたが、3月に入り、中東情勢による原油高を受けた物価上昇懸念により上昇しました。外国為替市場は、高市政権の積極財政政策や中東情勢の悪化等を背景に、年度後半にかけて円安が進行しました。

(1)主要指標の推移

		2025年3月末	2025年6月末	2025年9月末	2025年12月末	2026年3月末	2025年3月末対比	
							変化率・変化幅	
国内債券	10年国債利回り(%)	1.49	1.42	1.65	2.06	2.35		0.86
国内株式	日経平均(円)	35,617.56	40,487.39	44,932.63	50,339.48	51,063.72		43.4%
	TOPIX(ポイント)	2,658.73	2,852.84	3,137.60	3,408.97	3,497.86		31.6%
外国債券	米10年国債利回り(%)	4.21	4.23	4.15	4.17	4.32		0.11
	独10年国債利回り(%)	2.74	2.61	2.71	2.86	3.00		0.27
外国株式	NYダウ(米ドル)	42,001.76	44,094.77	46,397.89	48,063.29	46,341.51		10.3%
	S&P 500(ポイント)	5,611.85	6,204.95	6,688.46	6,845.50	6,528.52		16.3%
	独DAX(ポイント)	22,163.49	23,909.61	23,880.72	24,490.41	22,680.04		2.3%
為替	米ドル/円(円)	149.54	144.45	147.69	156.75	159.09		9.55
	ユーロ/円(円)	161.53	169.56	173.53	184.09	183.30		21.77

V. 運用実績・運用状況

3. 2025年度の市場環境(資産別)

(1)国内債券

国内長期金利は、年度前半は、米国の関税政策に対する懸念により低下する場面もありましたが、日銀による金融政策正常化への懸念等が金利上昇要因となりました。年度後半は、高市政権発足により財政悪化懸念が強まる中、中東情勢の悪化に伴う原油高による貿易赤字拡大や物価上昇への懸念が金利水準を押し上げ、3月末の10年国債利回りは2.35%となりました。

(2)国内株式

国内株式市場は、年度前半は、期初に米国の相互関税発動を受けて急落しましたが、米中の関税引き下げ合意を受けて回復基調へと転じ、日米関税合意による不透明感の払拭や米国の利下げ観測を好感して高値圏で推移しました。年度後半は、高市政権による政策期待を背景に一段と上昇基調を強め、年明けには、衆院選での自民党大勝を受けて史上最高値を更新しました。年度末にかけては、緊迫化する中東情勢による景気後退懸念で反落する場面もありましたが、3月末のTOPIXは3,497.86ポイントとなりました。

(3)外国債券

【米国】米国長期金利は、年度前半は、米国の関税政策に伴う景気悪化懸念により低下しましたが、インフレへの警戒感に押し戻され、横ばい圏での推移となりました。年度後半は、政府閉鎖による景気後退懸念やFRB(米連邦準備制度理事会)の追加利下げ観測により低下する場面もありましたが、年明け以降は、中東情勢の悪化によるインフレ懸念で金利先高観が強まり、3月末の10年債利回りは4.32%となりました。

【欧州】ドイツ長期金利は、年度前半は、ECB(欧州中央銀行)の利下げ打ち止め観測とドルからの資金シフト観測により低下基調で推移しました。年度後半は、ドイツの財政拡張に伴う景気回復期待とユーロ高に伴うインフレ抑制期待が交錯する中で一進一退の展開となりましたが、中東情勢の悪化によるインフレ懸念により金利水準が切り上がり、3月末の10年債利回りは3.00%となりました。

V. 運用実績・運用状況

3. 2025年度の市場環境(資産別)

(4)外国株式

【米国株式】年度前半は、期初に米国の相互関税発動を受けて急落しましたが、米中の関税引き下げ合意や生成AI技術への期待からハイテク関連株が牽引して反転上昇しました。年度後半は、大手ハイテク企業による過剰投資への不安が重石となる場面があったものの、FRBによる追加利下げや堅調な企業業績を背景に上昇基調を維持しました。3月に入り、中東情勢の悪化に伴う原油高や金利上昇による景気後退が懸念され反落しましたが、3月末のNYダウ指数は46,341.51ドルとなりました。

【欧州株式】欧州株式市場は、年度前半は、期初に米国の相互関税発動を受けて急落しましたが、主要国との関税交渉が進展する中、ドイツの財政拡張政策やECBの利下げを好感して反転上昇しました。年度後半は、欧州の経済見通し改善やインフレの落ち着き等を背景に堅調な値動きを維持する場面もありましたが、中東情勢の悪化によるエネルギー価格の上昇を受けてECBの利上げ観測が高まったことから下落しました。なお、3月末の欧州株式市場の独DAX指数は22,680.04となりました。

(5)外国為替

【米ドル/円】年度前半は、米国の景気後退懸念による日米金利差の縮小観測により円高・ドル安が進む場面もありましたが、米政権と貿易相手国との関税交渉の進展がドル買い要因となり、一進一退の動きとなりました。年度後半は、高市政権による財政悪化懸念が意識され円安・ドル高が進行する中、米当局による「レートチェック」観測により一時的に円高・ドル安となる場面もありました。3月は中東情勢の悪化に伴う地政学リスクの高まりがドル買い要因となり、通期では大幅に円安・ドル高となり、3月末は1ドル=159.09円となりました。

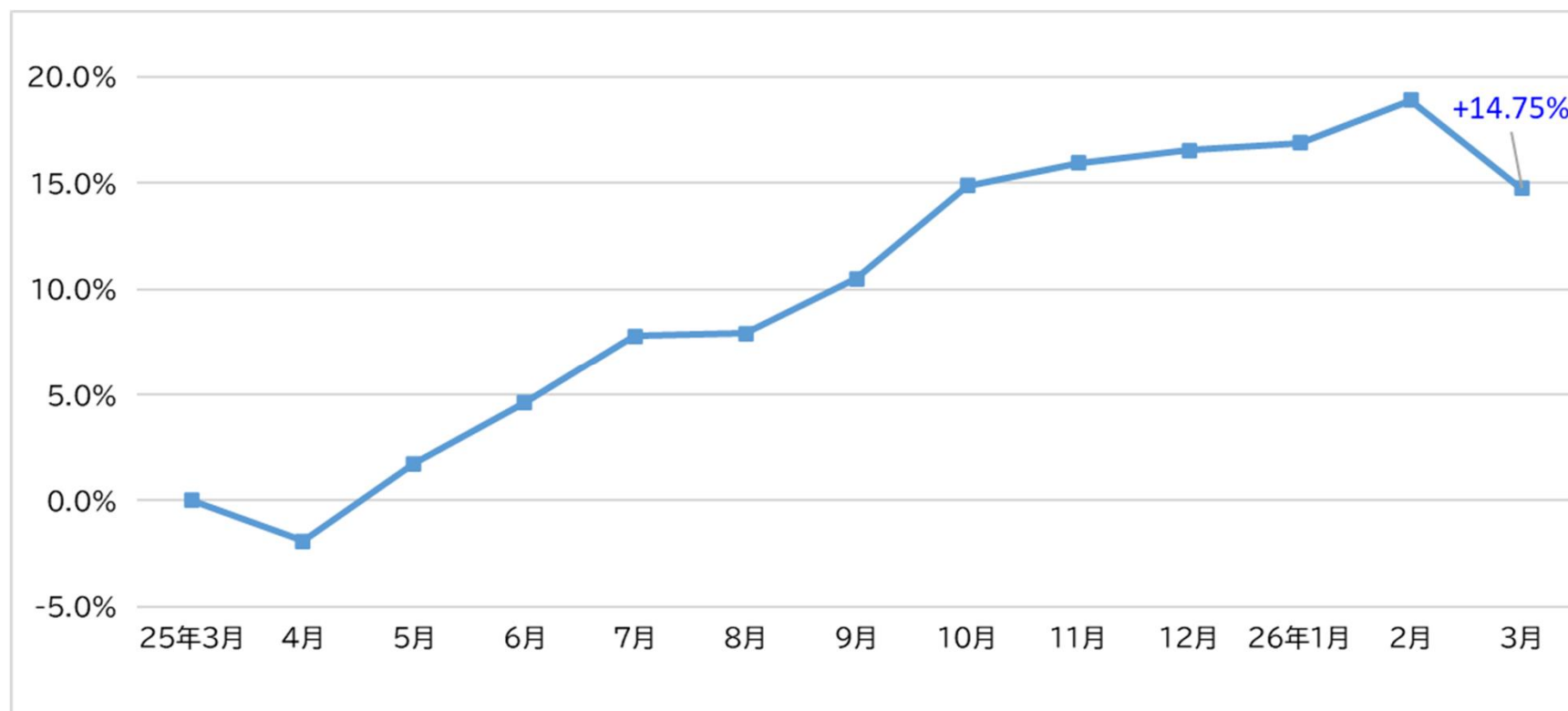
【ユーロ/円】年度前半は、ドル資産からの資金シフト観測を受けて対円でも円安・ユーロ高となりました。年度後半は、ECBによる利下げが打ち止めとなる中、日本の積極財政政策や原油高による貿易赤字拡大が意識される格好で円安傾向が維持され、通期では大幅に円安・ユーロ高となり、3月末は1ユーロ=183.30円となりました。

V. 運用実績・運用状況

4. 基本ポートフォリオのベンチマークの推移

(1) 基本ポートフォリオの複合ベンチマークの推移

2025年度の基本ポートフォリオの複合ベンチマークは、プラス14.75%となり、基本ポートフォリオの期待リターンである4.59%を上回りました。
これはグローバル債券(ヘッジなし)及びグローバル株式のベンチマークリターンが、期待リターンを上回ったことによるものです。

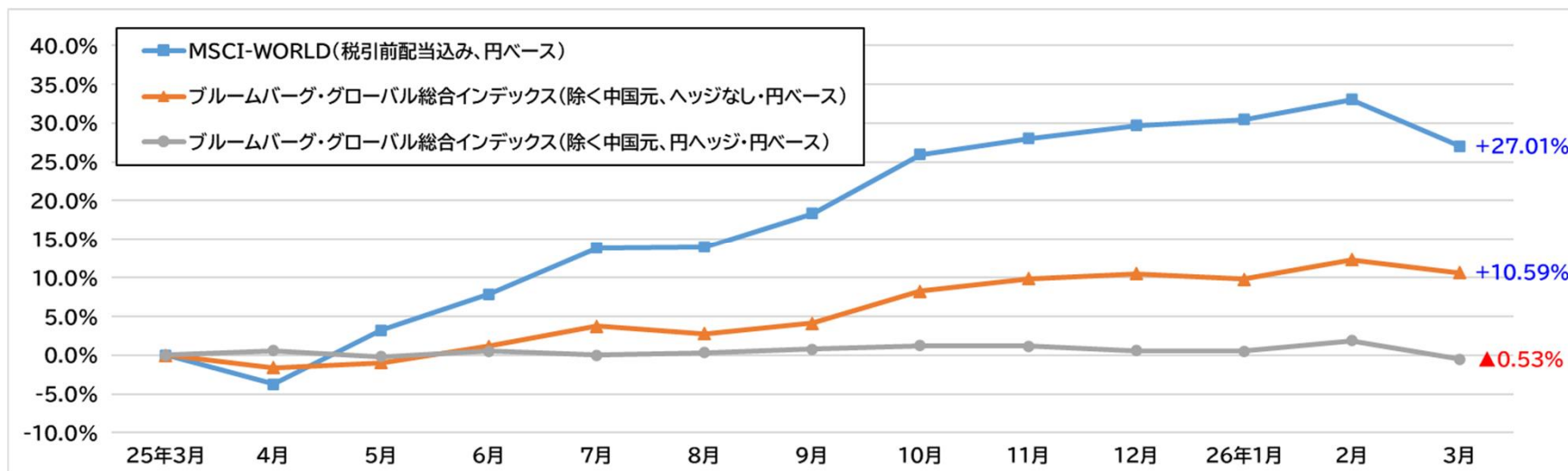


V. 運用実績・運用状況

4. 基本ポートフォリオのベンチマークの推移

(2) 基本ポートフォリオの資産クラス別ベンチマークの推移

2025年度の各資産クラスのベンチマークは、グローバル債券(円ヘッジ)がマイナス0.53%、グローバル債券(ヘッジなし)がプラス10.59%、グローバル株式がプラス27.01%となりました。
グローバル債券(ヘッジなし)及びグローバル株式は、期待リターン(それぞれ、2.86%、6.93%)を上回りました。その一方で、グローバル債券(円ヘッジ)は、金利上昇に加えて、円ヘッジコスト負担が加わり、期待リターン(1.56%)を劣後することとなりました。



< 基本ポートフォリオのベンチマーク及び資産構成割合 >

- ・グローバル債券(円ヘッジ):ブルームバーグ・グローバル総合インデックス(除く中国元、円ヘッジ・円ベース):39%
- ・グローバル債券(ヘッジなし):ブルームバーグ・グローバル総合インデックス(除く中国元、ヘッジなし・円ベース):6%
- ・グローバル株式:MSCI-WORLD(税引前配当込み、円ベース):55%

V. 運用実績・運用状況

5. 2025年度の運用状況(収益率)

2025年度の収益率は、グローバル株式のプラスリターンが主な要因となり、修正総合利回りでプラス14.19%、時間加重収益率でプラス14.49%となりました。

(1)修正総合利回り

	第1四半期 (4月～6月)	第2四半期 (7月～9月)	第3四半期 (10月～12月)	第4四半期 (1月～3月)	通期
連合会全体	3.74%	5.21%	5.71%	-0.93%	14.19%

(2)時間加重収益率

	第1四半期 (4月～6月)	第2四半期 (7月～9月)	第3四半期 (10月～12月)	第4四半期 (1月～3月)	通期
グローバル債券 (円ヘッジ)	0.53%	0.35%	-0.03%	-0.91%	-0.07%
グローバル債券 (ヘッジなし)	1.06%	3.17%	6.37%	0.35%	11.29%
グローバル株式	6.26%	8.56%	9.10%	-1.03%	24.56%
連合会全体	3.93%	5.22%	5.63%	-0.88%	14.49%

V. 運用実績・運用状況

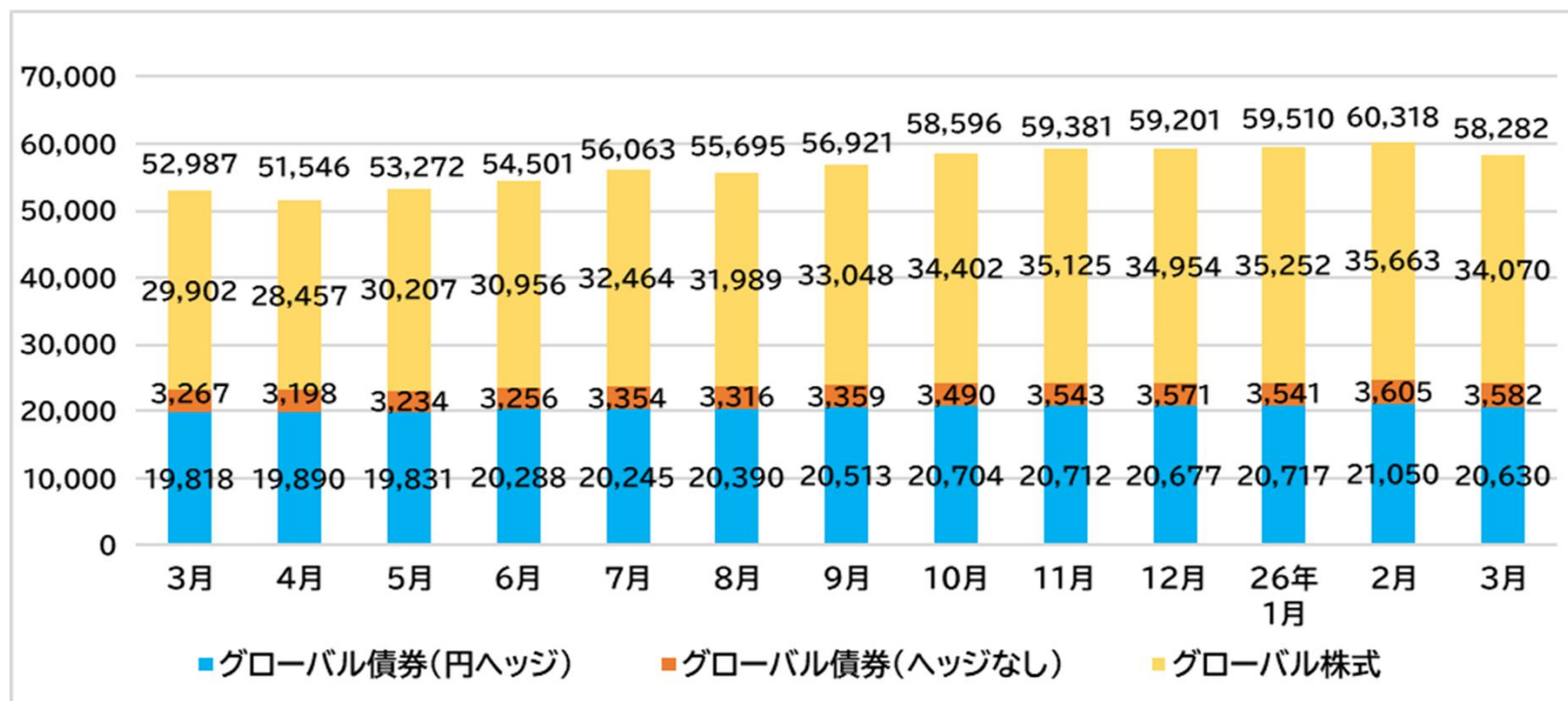
6. 2025年度の運用状況(積立金残高)

2025年度末の積立金残高は、5兆8,282億円となりました。
グローバル株式の運用が良好だったこと等により、運用収益額が増加し、前年度末対比で5,295億円の増加となりました。

(1) 積立金残高(2026年3月末)

5兆8,282億円(前年度末比:5,295億円増加)

(2) 積立金残高の推移



V. 運用実績・運用状況

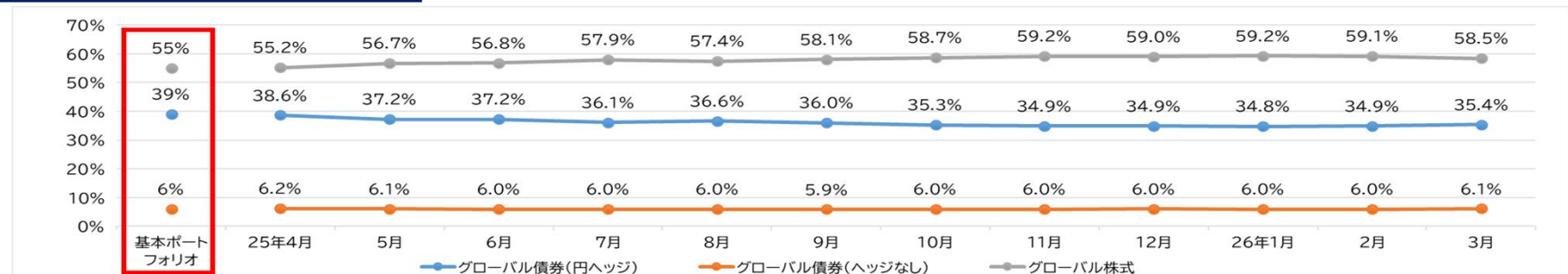
7. 2025年度の運用状況(基本ポートフォリオの管理、資産構成状況)

現行基本ポートフォリオの資産構成割合は、グローバル債券(円ヘッジ):39%、グローバル債券(ヘッジなし):6%、グローバル株式:55%となっています。連合会では資産構成割合の状況を日次で確認し、各資産クラスの資産構成割合の許容乖離幅(±5%)を超えた場合は、速やかに資産間リバランスを実施することとしています。

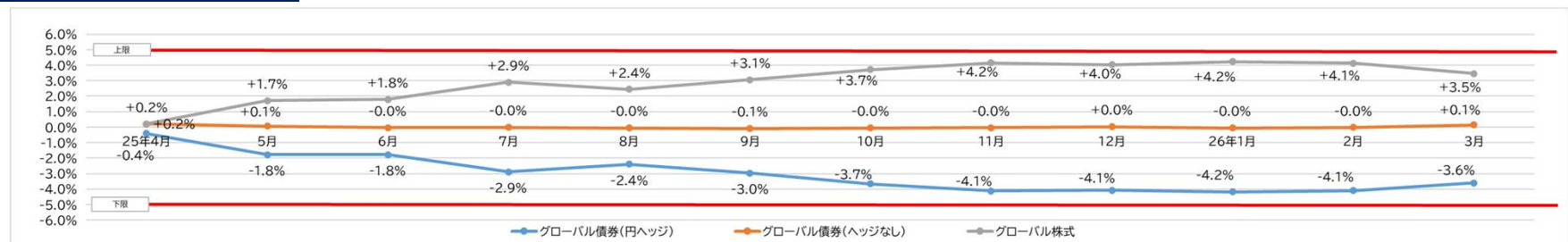
2025年度は、各資産クラスの構成比と基本ポートフォリオの資産構成割合の乖離幅は、許容乖離幅(±5%)の範囲内で推移しました。よって、資産間リバランスは実施していません。

一方、資金の効率的運用の観点から、キャッシュフローの推移を確認して給付資金の滞留を最低限にコントロールする際に、乖離幅を縮小するように資産の売却を行っていますが(キャッシュフローリバランス)、2025年度からは、掛金資金の滞留を最低限にコントロールする際にも、乖離幅を縮小するように資産の購入を新たに行うこととしました。

(1) 資産構成割合の推移



(2) 乖離幅の推移



※乖離幅は、基本ポートフォリオ資産構成割合からの乖離幅。

V. 運用実績・運用状況

8. 2025年度の運用状況(要因分析)

(1)連合会(全体)

	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	14.49%	14.75%	-0.27%	-0.99%	0.73%	0.00%	-0.27%
グローバル債券 (円ヘッジ)	-0.07%	-0.53%	0.46%	0.16%	0.42%	0.00%	0.58%
グローバル債券 (ヘッジなし)	11.29%	10.59%	0.71%	0.04%	0.00%	0.00%	0.04%
グローバル株式	24.56%	27.01%	-2.45%	-1.19%	0.31%	0.00%	-0.89%

【総括】
2025年度実績(時間加重収益率)と基本ポートフォリオ収益率の差異は、マイナス0.27%となりました。
その内訳は、
個別資産要因: マイナス0.99%、
資産配分要因: プラス0.73%、
その他要因: マイナス0.00%
となりました。

※連合会の収益率は時間加重収益率を使用。

(2)個別資産要因①

	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
グローバル債券 (円ヘッジ)	0.16%	0.00%	0.07%	0.09%
グローバル債券 (ヘッジなし)	0.04%	0.00%	0.00%	0.04%
グローバル株式	-1.19%	-1.04%	-0.18%	0.03%
合計	-0.99%	-1.05%	-0.11%	0.16%

個別資産要因(マイナス0.99%)の大宗はグローバル株式(マイナス1.19%)によるものでした。
また、そのマイナスの大宗がベンチマーク選択効果(マイナス1.04%)によるものでした。

【評価】
2025年度はグローバル株式の最小分散型インデックスへの投資効果を主な要因として、マイナス0.99%となりました。
最小分散型インデックスは、市場の上昇局面では、ベンチマークに対しパフォーマンスが劣後する特性があります。
2025年度の市場環境を考慮すると想定範囲であり、問題ないと考えています。

※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。

V. 運用実績・運用状況

8. 2025年度の運用状況(要因分析)

(3)資産配分要因②

	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	基本ポート 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
グローバル債券 (円ヘッジ)	0.42%	36.2%	39%	14.75%	-0.53%
グローバル債券 (ヘッジなし)	0.00%	6.0%	6%		10.59%
グローバル株式	0.31%	57.8%	55%		27.01%
合計	0.73%				

※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)を基本ポートフォリオ(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、基本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 - 基本ポートフォリオ)×(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。

・グローバル債券(円ヘッジ)の「資産配分要因②:0.42%」は、資産別ベンチマーク収益率が複合ベンチマーク収益率を下回った一方で、資産構成割合に対しアンダーウエイトとなっていたため、プラス寄与となったものです。

・グローバル株式の「資産配分要因②:0.31%」は、資産別ベンチマーク収益率が複合ベンチマーク収益率を上回った一方で、資産構成割合に対しオーバーウエイトとなっていたため、プラス寄与となったものです。

【評価】

現行の基本ポートフォリオ策定時に見直しを行ったリバランスルールに基づき運営した結果、資産配分要因は0.73%のプラス寄与となりました。これは、現行の基本ポートフォリオ策定時に想定した数値との比較では大きいものの、ベンチマーク収益率が大きい環境下では、資産配分要因が大きく出やすいことや、現行基本ポートフォリオ適用来のベンチマーク実績値(年率プラス8.79%)との比較においては、大きいものではなく、相場が反転した場合でも影響は限定的と考えられるため、問題ないと評価しています。

よって、基本ポートフォリオの許容乖離幅が大き過ぎて過剰なリスクをとることになっているとは考えられず、現在の許容乖離幅を見直す必要はないと考えています。

V. 運用実績・運用状況

9. オルタナティブ投資の運用実績

(1) バンクローンの運用実績

2025年度のバンクローンの収益率は12.85%(米国・欧州合算)となりました。バンクローンはグローバル債券(ヘッジなし)の代替資産と位置付けていますが、グローバル債券(ヘッジなし)のベンチマーク(ブルームバーグ・グローバル総合)の10.59%(除く中国元、ヘッジなし、円ベース)を上回りました。

	2021年度	2022年度	2023年度	2024年度	2025年度	過去5年 累積(年率)	2026年 3月末残高 (億円)
バンクローン全体	10.72%	11.79%	25.29%	5.11%	12.85%	12.96%	1,061
ベンチマーク※実績値	1.55%	0.47%	14.23%	1.63%	10.59%	5.55%	
超過収益率(対ベンチマーク)	9.17%	11.32%	11.07%	3.48%	2.26%	7.42%	

※ベンチマークは、ブルームバーグ・グローバル総合インデックス(除く中国元、ヘッジなし・円ベース)。

(2) 不動産証券の運用実績

2025年度の不動産証券の収益率は2.80%(国内・海外合算)となりました。不動産証券はグローバル債券(円ヘッジ)の代替資産と位置付けていますが、グローバル債券(円ヘッジ)のベンチマーク(ブルームバーグ・グローバル総合)の-0.53%(除く中国元、円ヘッジ、円ベース)を上回りました。

	2021年度	2022年度	2023年度	2024年度	2025年度	過去5年 累積(年率)	2026年 3月末残高 (億円)
不動産全体	16.35	5.59	-9.90	-3.03	2.80	1.99	1,651
ベンチマーク※実績値	-4.98	-8.48	-2.54	-1.40	-0.53	-3.63	
超過収益率(対ベンチマーク)	21.33	14.07	-7.36	-1.63	3.33	5.62	

※ベンチマークは、ブルームバーグ・グローバル総合インデックス(除く中国元、円ヘッジ・円ベース)。

V. 運用実績・運用状況

10. 運用受託機関の管理

連合会では、定例で「運用ヒアリング」(年4回)、「スチュワードシップ活動定例報告会」(年1回)を実施し、運用受託機関の活動が適切に行われているかを確認しています。

また、運用受託機関の運用状況や市場環境の変化等に合わせ、対応状況や今後の方針を適時モニタリングしています。

なお2025年度より、定例ヒアリングについては当該四半期に限らず運用スタイルに応じた評価期間を対象にする運営に変更する一方で、スポットヒアリングをより機動的に実施し、運用受託機関と通年でコミュニケーションを行う運営に変更しています。

(1) 定例対応

対応項目			対象先	実施時期
1	運用ヒアリング	・運用状況、収益獲得に向けた対応 ・超過収益源泉の確認、目標達成に向けた取組及びその確度 ・運用改善策の実施状況 ・戦略に係る運用体制の取組状況	運用受託機関 全社	5月～6月
			運用受託機関(6ファンド)	9月
			運用受託機関(3ファンド)	11月
			運用受託機関(5ファンド)	2月～3月
2	スチュワードシップ活動定例報告会		運用受託機関 全社	9月

(2) 主なスポット対応

対応項目・テーマ		対象先	実施時期
1	運用方針・運用改善取組の確認、現地運用者との面談等	該当運用受託機関	随時
2	問題の発生した投資先に関するヒアリング	該当運用受託機関	随時
3	米トランプ政権下におけるESG投資への影響調査	運用受託機関 全社	4月～5月、8月～9月
4	NZAM再始動を受けた運用受託機関の対応方針等の調査	運用受託機関 全社	1月
5	TNFD・TISFDに関する調査	運用受託機関 全社	3月

V. 運用実績・運用状況

10. 運用受託機関の管理

(3) 市場環境変化への対応

2025年度のトピック的な市場環境変化としては、プライベートクレジット市場の動揺や生成AIとAIエージェントの台頭に伴う「所謂“SaaSの死”問題」などが挙げられます。特に前者では、担保不正等が疑われた個別企業の破綻を契機に、急拡大・不透明・低流動性という同市場の構造的弱点が表面化しました。また、資金繰り難から米資産運用会社が融資ファンドの解約を停止する事象が発生しました。

連合会ではこのような市場環境変化が発生した際に、その影響について運用受託機関・運用コンサルタント・外部機関等から適宜ヒアリング行うなど情報収集と対応状況の確認等を行いました。今後とも市場環境変化に対しては、感度を高く持ち、運用受託機関を積極的かつ注意深くモニタリングしてまいります。

【2025年度のクレジット関連の主な事象】

発生時期	発生事象
2025年9月	Tricor Holdings破綻(中古車販売やサブプライムオートローン提供会社)。高金利環境継続やインフレによる低所得者層の返済能力低下に伴う延滞率上昇が同社マージンの下押しに。後に、同一車両の二重担保不正等が発覚
9月	First Brands Group破綻(自動車アフターマーケット部品の製造・販売大手)。過去数年にわたり、借入資金を元手に著名なブランドを買収し事業拡大BS債務に加え、ファクタリング、ABL等を含む巨額のオフバランス債務を保有。同一の売掛債権や在庫を二重担保する等の不正も指摘
10月	米地銀2行(ザイオンズ・バンコプ/ウェスタン・アライアンス)。住宅ローンにおいて第一順位とされていた担保権の不正を発表
11月～2月	Blue Owl関連のBDCで、「合併中止の発表」「株式買収上限の引上げ」「四半期毎の株式買戻請求に代わる償還手段へ移行」が発生
2026年1月～	一部のBDCファンドで償還制限や解約の按分対応を実施
2月	Anthropic社Claudeモデルの進化を発端に、ソフトウェア・サービス事業がAIに代替されるとの懸念が蔓延。ファンダメンタルを伴わないソフトウェア関連企業やAI代替懸念銘柄の株やクレジットの売りが拡大

V. 運用実績・運用状況

11. 運用受託機関構成(2026年3月末)

連合会は「マネジャーストラクチャーにおける実施方針」に基づき、委託先を選定しています。

	グローバル債券(円ヘッジ) (基本PBM:BGA(除く中国元、円ヘッジ))	グローバル債券(ヘッジなし) (基本PBM:BGA(除く中国元))
パッシブ運用	三菱UFJ信託銀行 三井住友信託銀行※※(MBM:BGA(除く日本円、中国元))	りそな銀行※※
アクティブ運用	アライアンス・バーンスタイン(MBM:BGA(除く日本円、中国元、円ヘッジ)) ウエリントン・マネージメント・ジャパン※ (MBM:BGA(除く日本円、中国元、円ヘッジ)) ピムコジャパンリミテッド(MBM:BGA(除く日本円、中国元、円ヘッジ)) マニユライフ・インベストメント・マネジメント (MBM: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 (MBM: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、円ヘッジ)) 野村アセットマネジメント(MBM:WGBI(除く日本、中国、円ヘッジ)) 明治安田アセットマネジメント(MBM:WGBI(除く日本、中国、円ヘッジ)) アセットマネジメントOne(MBM:国内債券 NOMURA-BPI総合) 富国生命投資顧問(MBM:国内債券 NOMURA-BPI総合) ニッセイアセットマネジメント(MBM:国内債券 絶対収益追求型)	
その他	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) 三菱UFJ信託銀行(短期資産)	イートンバンス・マネジメント(バンクローン)※ (MBM:Morningstar LSTA) インバスコ・アセット・マネジメント(バンクローン) (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(バンクローン)※ (絶対収益追求型)

V. 運用実績・運用状況

11.運用受託機関構成(2026年3月末)

連合会は「マネジャーストラクチャーにおける実施方針」に基づき、委託先を選定しています。

	グローバル株式 (基本PBM:MSCI WORLD)
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	フロントバル・アセット・マネジメント※ ブラックロック・ジャパン

(注1) 基本PBMとは、基本ポートフォリオのベンチマーク。MBMとは、マネジャーベンチマーク。NOMURA-BPI総合とは、野村債券・パフォーマンス・インデックス。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、市場全体を代表する指数ではなく、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。

(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、絶対収益を追求する運用のこと。

VI. リスク管理

1. リスク管理の概要

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。(参照ページ:19)
また、資産全体、資産クラスごと、運用受託機関ごとの価格変動リスク(市場リスク)、信用リスク、流動性リスク等について管理しています。加えて、連合会は積極的に情報収集を行い、運用受託機関を注意深くモニタリングしています。

2. 2025年度のリスク管理状況

(1)市場リスクの概要(全体)

2025年度末の市場リスク(10.18%)は、モニタリングレンジ(9.22%~10.92%:資産構成割合の許容乖離幅内のリスクとして算定したもの)の範囲に収まっています。推定トラッキングエラーは、モニタリング目安値(1.72%)を下回る水準(0.73%)となりました。

	2026年3月末	目安値
リスク	10.18%	9.22%~10.92%
グローバル債券(円ヘッジ)	3.50%	
グローバル債券(ヘッジなし)	8.70%	
グローバル株式	16.30%	
トラッキングエラー	0.73%	1.72%
グローバル債券(円ヘッジ)	0.83%	1.34%
グローバル債券(ヘッジなし)	1.49%	4.00%
グローバル株式	1.43%	2.13%

(注)MSCI BarraOneにより算出。目安値は連合会が独自に定めたもの。

VI. リスク管理

2. 2025年度のリスク管理状況

(2)資産クラス別

2025年度末の資産クラス別の推定トラッキングエラーは、各資産ともモニタリングの目安値を下回る水準となりました。

【グローバル債券(円ヘッジ)】

※短期資産ファンド除く

	2026年3月末
トラッキングエラー 不動産含む	0.83%
金利	0.26%
クレジット	0.05%
不動産	0.84%
銘柄選択	0.10%
為替	0.12%
デュレーション(不動産ファンド、短期資産ファンド除く)	6.18
対ベンチマーク	-0.05

【グローバル株式】

	2026年3月末
トラッキングエラー	1.43%
株式業種	0.40%
株式スタイル	0.97%
銘柄選択	0.42%
為替	0.18%
ベータ	0.93

【グローバル債券(ヘッジなし)】

	2026年3月末
トラッキングエラー バンクローン含む	1.49%
金利	1.11%
クレジット	0.53%
銘柄選択	0.06%
為替	0.41%
デュレーション(バンクローンファンド除く)	6.31
対ベンチマーク	0.08

【推定トラッキングエラーのモニタリング目安値】

・資産クラス別:グローバル債券(円ヘッジ):1.34%以下
グローバル債券(ヘッジなし):4.00%以下
グローバル株式:2.13%以下

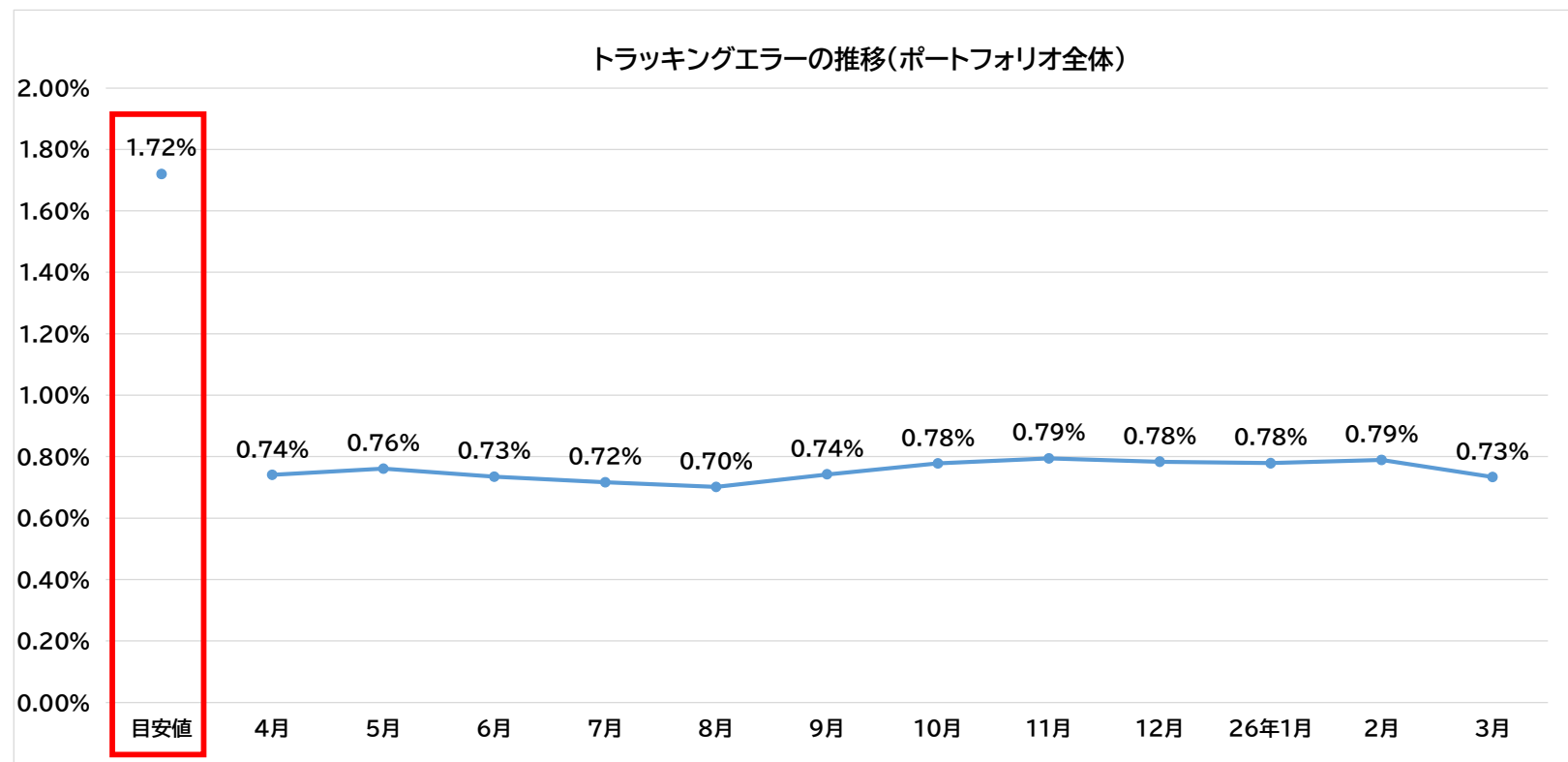
(注)MSCI BarraOneにより算出。目安値は連合会が独自に定めたもの。

VI. リスク管理

2. 2025年度のリスク管理状況

(3) 推定トラッキングエラーの推移(ポートフォリオ全体)

2025年度のポートフォリオ全体のトラッキングエラーは、期中、モニタリングの目安値以下で安定して推移しました。



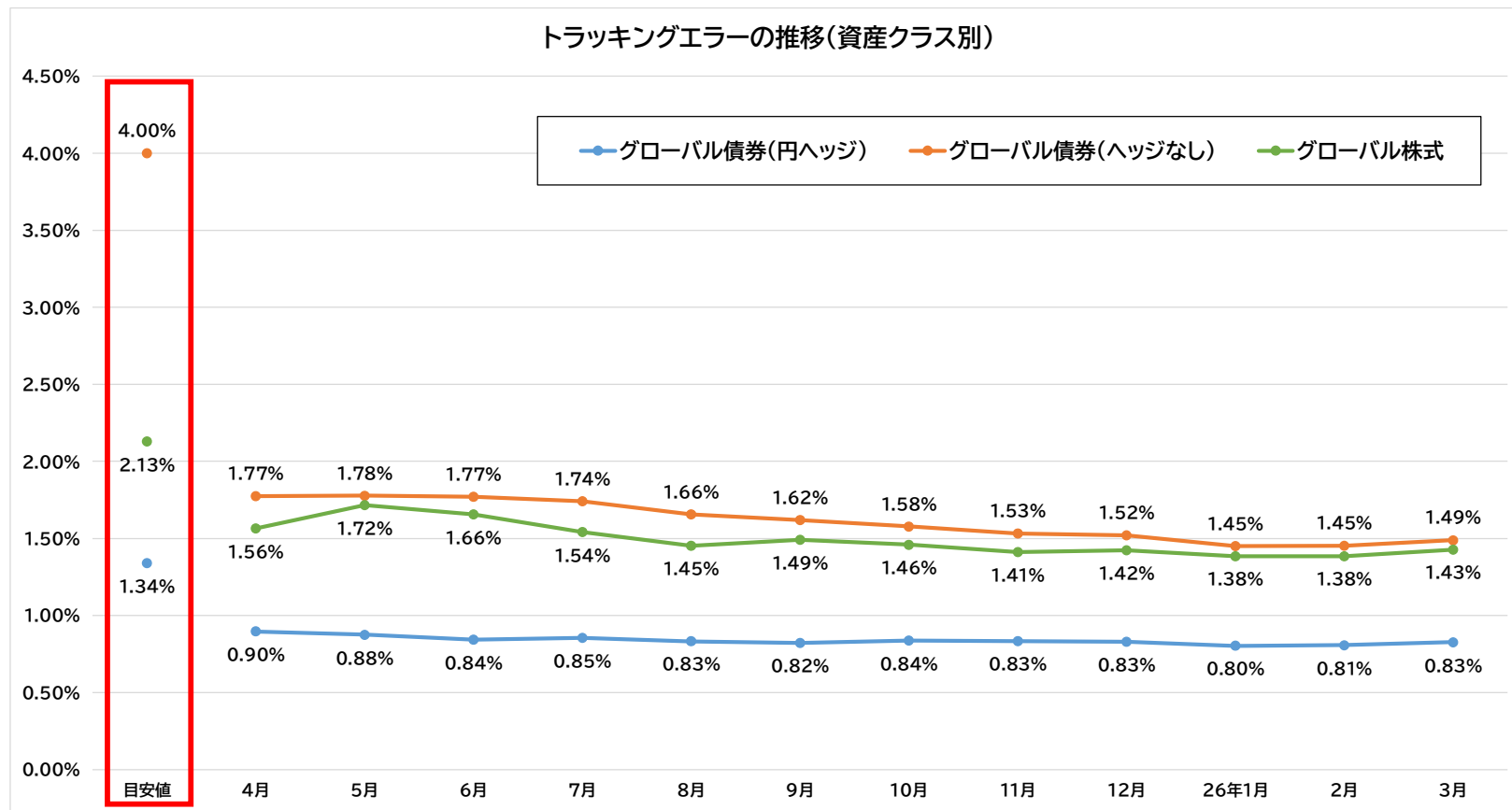
※MSCI BarraOneにより算出。目安値は連合会が独自に定めたもの。

VI. リスク管理

2. 2025年度のリスク管理状況

(4) 推定トラッキングエラーの推移(資産クラス別)

2025年度の各資産クラスのトラッキングエラーは、期中、モニタリングの目安値以下で安定して推移しました。



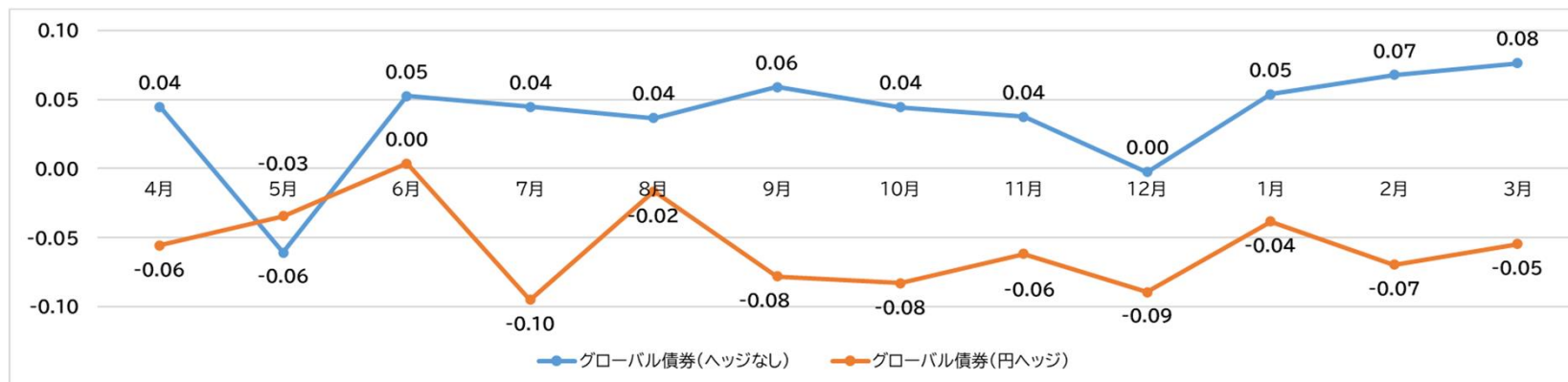
※MSCI BarraOneにより算出。目安値は連合会が独自に定めたもの。

VI. リスク管理

2. 2025年度のリスク管理状況

(5) グローバル債券のデュレーションの対ベンチマーク乖離幅の推移

2025年度のグローバル債券(ヘッジなし)のデュレーションの対ベンチマーク乖離幅は、-0.06~0.08の水準で安定して推移しました。また、グローバル債券(円ヘッジ)のデュレーションの対ベンチマーク乖離幅は、-0.10~0.00の水準で安定して推移しました。



※MSCI BarraOneにより算出。ベンチマークは、ブルームバーグ・グローバル総合インデックス。グローバル債券(ヘッジなし)は、バンクローンファンドを除いたもの。グローバル債券(円ヘッジ)は、不動産ファンド、短期資産ファンドを除いたもの。

(6) グローバル株式のベータ値の推移

2025年度のグローバル株式のベータ値は、0.93~0.94の水準で安定して推移しました。



※MSCI BarraOneにより算出。

VI. リスク管理

2. 2025年度のリスク管理状況

(7)信用リスク

連合会のポートフォリオの債券の格付別保有状況について、運用受託機関が連合会の事前承認を得ず、BBB格以上の格付けを得ていない債券への投資を行っていないことを確認しました。

同一発行体の債券保有状況について、運用受託機関が連合会の基準(国内債券マネジャーベンチマークではポートフォリオの時価の10%を上限、その他はポートフォリオの時価の5%を上限)を超えて債券を保有していないことを確認しました。

同一発行体の株式保有状況について、運用受託機関が連合会の基準(ポートフォリオの時価の7%を上限)を超えて株式を保有していないことを確認しました。

①格付別保有状況

連合会の債券への投資は、BBB格以上の格付けを得ている銘柄としています。ただし、グローバル債券については、運用手法の特性によりこの格付に満たない銘柄とする等、上記によらない合理的な理由が認められ、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。

2025年度は、運用受託機関が運用手法の特性によりBBB格以上の格付けを得ていない債券への投資を行っていますが、すべて連合会の事前承認を得ていることを確認しました。

②同一発行体の保有状況

同一発行体の債券(国債等を除く)への投資は、国内債券マネジャーベンチマークではポートフォリオの時価の10%を上限、その他はポートフォリオの時価の5%を上限としています。2025年度は、運用受託機関が連合会のこの基準を超えて債券を保有していないことを確認しました。

同一発行体の株式への投資は、ポートフォリオの時価の7%を上限としています。2025年度は、運用受託機関が連合会のこの基準を超えて株式を保有していないことを確認しました。

VII. スチュワードシップ活動・サステナビリティ投資

1. 連合会のスチュワードシップ活動・サステナビリティ投資への取組方針

連合会は、「積立金運用の基本方針」において、運用目標として「長期的な目標として、将来にわたって健全な年金制度を維持するために必要な収益率を確保することとする。」と定めています。

連合会は、長期にわたって運用収益を獲得するためには、市場全体が持続的かつ安定的に成長することが不可欠と考えます。その目標達成のため、連合会が運用受託機関と「目的を持った対話」(エンゲージメント)を行うことで、運用受託機関と投資先のエンゲージメントを促進し、中長期的な投資先の価値が向上することで、連合会の収益率の改善という恩恵を受けられると考えています。連合会は、インベストメント・チェーンにおいて、このような好循環の構築を目指すことで、スチュワードシップ責任を果たすとともにこれらの様々な取組みを通じて、将来にわたって健全な年金制度を維持するに足る収益率を確保するという長期的な目標の達成に資するものと考えています。

2. 連合会のスチュワードシップ活動等に関する規程

連合会は、スチュワードシップ活動等の実施にあたり、以下の規程を定めています。

スチュワードシップ・コード関連では、スチュワードシップ・コードの受入表明に合わせて、「スチュワードシップ責任を果たすための方針」、「スチュワードシップ活動原則」、「議決権行使原則」を制定し、これに基づき、加入者、受給者等のために、スチュワードシップ活動を実施しています。

また、PRI関連では、PRIの署名機関の要件である「責任投資ポリシー」として、「サステナビリティ投資方針」を制定しています。

なお、これらの規程は、連合会ホームページに公表しています。

(リンク先URL) <https://www.npfa.or.jp/org/property.html>

VII. スチュワードシップ活動・サステナビリティ投資

3. 連合会のスチュワードシップ活動等への取組

2025年度の取組は、7月にPRIの署名機関としてPRIに年次報告を提出しました。8月には2025年6月に改訂された日本版スチュワードシップ・コードの趣旨に賛同し、「スチュワードシップ責任を果たすための方針」及び「スチュワードシップ活動原則」を更新し、これを公表しました。また、「アセットオーナー・プリンシプルに関する取組方針」を更新するとともに「アセットオーナー・プリンシプルに関する取組方針に対する進捗状況及び2025年度の取組計画について」を作成し、これを公表しました。3月には2025年スチュワードシップ活動報告書、同報告書の要約版を公表しました。また、「アセットオーナー・プリンシプルに関する取組方針」を更新し、これを公表しました。

【日本版スチュワードシップ・コード及びアセットオーナー・プリンシプルへの対応経緯】

時期	対応事項
2014年8月	・日本版スチュワードシップ・コードの受け入れを表明し、「スチュワードシップ責任を果たすための方針」を制定し、加入者、受給者等のために、スチュワードシップ活動を実施
2017年11月	・日本版スチュワードシップ・コードの改訂(2017年5月に金融庁が改訂・公表)に対応し、「スチュワードシップ活動原則」「議決権行使原則」を新たに制定
2020年8月	・日本版スチュワードシップ・コードの再改訂(2020年3月に金融庁が再改訂・公表)に合わせて、「スチュワードシップ責任を果たすための方針」「スチュワードシップ活動原則」「議決権行使原則」の一部を変更
2024年9月	・「アセットオーナー・プリンシプル」(2024年8月公表)の趣旨に賛同し、受入表明するとともに、連合会の取組方針として「アセットオーナー・プリンシプルに関する取組方針」を制定し、これを連合会ホームページに公表
2025年8月	・日本版スチュワードシップ・コードの第三次改訂(2025年6月に金融庁が第三次改訂・公表)にあわせて、「スチュワードシップ責任を果たすための方針」「スチュワードシップ活動原則」を更新し、連合会ホームページに公表 ・「アセットオーナー・プリンシプルに関する取組方針」を更新し、連合会ホームページに公表
2026年3月	・「アセットオーナー・プリンシプルに関する取組方針」を更新し、連合会ホームページに公表

VII. スチュワードシップ活動・サステナビリティ投資

3. 連合会のスチュワードシップ活動等への取組

(1) 日本版スチュワードシップ・コード第三次改訂への対応

① 連合会の対応

連合会は、2025 年6月26 日に改訂された日本版スチュワードシップ・コードの趣旨に賛同し、「スチュワードシップ責任を果たすための方針」及び「スチュワードシップ活動原則」を更新しました。

② 運用受託機関への要請

連合会は、上記改訂を受け、運用受託機関に対し、下記の事項について確認と要請を行いました。

- ・スチュワードシップ活動への積極的取り組みと投資先企業の企業価値毀損に繋がり得る情報の早期把握(原則3)
- ・投資先企業の株式保有状況について投資先企業から求められた場合の対応方針の策定と公表(原則4)
- ・パッシブ運用における中期的視点に立ったエンゲージメントと議決権行使(原則4)
- ・対話方法(単独ないし協働エンゲージメント)の選択の考え方の説明(原則4)

VII. スチュワードシップ活動・サステナビリティ投資

4. スチュワードシップ活動・サステナビリティ投資連絡協議会について

連合会は、連合会と各基金が、一体となってスチュワードシップ活動、サステナビリティ投資への取組を推進することを目的として、連合会と各基金の間でスチュワードシップ活動・サステナビリティ投資に関して、定期的に情報共有、意見交換を行うために、国民年金基金スチュワードシップ活動・サステナビリティ投資連絡協議会（以下「連絡協議会」といいます。）を開催しています。なお、2025年度の開催状況は、以下の通りです。

＜開催日＞ 第1回：2025年7月4日（金）、第2回2025年12月22日（月）

＜参加者＞ 全国国民年金基金、歯科医師国民年金基金、司法書士国民年金基金、日本弁護士国民年金基金、国民年金基金連合会

【2025年度第1回連絡協議会の議題】

- ①アセットオーナー・プリンシプルに関する取組方針の一部変更について
- ②アセットオーナー・プリンシプル取組方針に対する進捗状況及び2025年度の取組計画
- ③スチュワードシップ・コード改訂に伴う規程の変更について
- ④PRI年次報告の対応について

【2025年度第2回連絡協議会の議題】

- ①「スチュワードシップ活動報告書」及び「スチュワードシップ活動報告書 要約版」について
- ②スチュワードシップ活動・サステナビリティ投資に関する報告書に関連する規程等の変更について
- ③PRI年次報告（2025年）の評価及び年次報告（2026年）の変更点について

VII. 参考資料

【参考資料：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す。

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

(ご参考)

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

◆ 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のことをいいます。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します。

◆ 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のことをいいます。基本ポートフォリオの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ます。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ます。

VII. 参考資料

【参考資料：用語集】

◆ 推定トラッキングエラー◆

トラッキングエラーは、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つです。分析ツールを用いて推定するものを推定トラッキングエラーといいます。

◆ デュレーション◆

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。債券の価格、クーポン、最終償還及び繰上償還条項に基づいて算出されます。

◆ ベータ値◆

個別証券と市場（マーケット）の連動性を示すリスク指標です。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す。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」とも呼ばれています。

◆ 市場リスク◆

市場の価格変動（金利、為替、株価など）によって、保有する資産や負債の価値が変動するリスクのことをいいます。

VIII. 参考資料

【参考資料:アセットオーナー・プリンシプル関連資料へのリンク先】

【QRコード】

アセットオーナー・プリンシプルに
関する取組方針



2025年度における資産運用業務の
運営状況及び2026年度の取組計画※



※旧「アセットオーナー・プリンシプルに関する取組方針に対する進捗状況
及び取組計画」

【参考資料:スチュワードシップ活動関連の報告書等へのリンク先】

【QRコード】

2025年度スチュワードシップ活動
報告書



2025年度スチュワードシップ活動
報告書 要約版



【連合会ホームページURL】

URL:<https://www.npfa.or.jp/org/property.html>