

企業年金の明日を担う

2022

2022年度(令和4年度)

企業年金連合会
年金資産運用状況説明書

企業年金連合会 年金運用部

運営理念（企業年金連合会 使命）

企業年金連合会は、
企業年金の通算事業と企業年金に対するサービスの提供を通じて、
企業年金の加入者・受給者の福祉を守り、
企業年金に対する理解と評価を高め、
企業年金の発展を図る。

概要

企業年金連合会は、1967年2月に厚生年金保険法に基づき厚生年金基金の連合体として設立され、法改正により2005年10月に厚生年金基金連合会から企業年金連合会に改組された。

企業年金連合会は、企業年金（厚生年金基金、確定給付企業年金、確定拠出企業年金）を退職等により脱退した者（中途脱退者）等の年金資産を引き受け、将来的な年金給付を一元的に行う年金通算事業を実施するとともに、中途脱退者の年金資産を転職先の企業年金制度や個人型DC（iDeCo）に移換するポータビリティ機能の役割を

果たしている。また、企業年金の発展のための調査研究、提言、要望を行うほか、会員の健全な発展を図るために必要な支援事業（情報提供、相談、助言、研修など）を行っている。年金運用部では、年金通算事業に基づき行う年金給付に必要な積立金について効率的な管理及び運用を行っている。

なお、企業年金連合会は、金融商品取引法第二条第三項第一号に規定する内閣府令（金融商品取引法第二条に規定する定義に関する内閣府令）に定める適格機関投資家である。



目次

I 概要・沿革

運営理念（企業年金連合会 使命）	1
沿革（主に年金資産運用に関する事項）	3

II 運用体制

組織・人員	5
ガバナンス	6

III 運用状況

2022年度運用状況	9
資産残高の推移	10
資産構成割合の推移	10
運用利回りの推移	11

IV 各資産・グループ別の運用内容・業務内容等

投資戦略	13
株式	29
債券・為替・資金	49
プライベートエクイティ	61
ヘッジファンド	68
不動産	71
インフラ・インカム投資	73
アドミニストレーション	77
スチュワードシップ活動	84
共同運用事業	86

沿革（主に年金資産運用に関する事項）

1967-1986

- 1967年 2月 厚生年金基金連合会 設立
- 1983年 3月 運用規制緩和撤廃の契機に
「基金主導の資産運用をめざして」公表
- 1985年 3月 「運用の基本方針」策定
- 1986年 4月 時価によるパフォーマンス測定開始

1967-1986 ▶

1990-1995 ▶

1996-1999 ▶

2001-2004 ▶

1996-1999

- 1996年10月 運用規制(5:3:3:2規制)の適用除外を受け、
運用基本方針の大幅改定と政策アセット
ミックスの策定を行うエマージング株式
(特化型)投資開始
- 1997年 4月 年金運用部内をチーム制に変更
- 1998年 3月 時価会計に移行
 - 11月 セキュリティー・レンディング開始
(国内株式)
- 1999年10月 基本方針変更、コーポレート・ガバナンス
について明記

1990-1995

- 1990年 4月 運用拡大により投資顧問会社を
採用(マネジャー選定の自由化)、
インハウス運用開始(国内債券)
- 1991年 2月 資産運用委員会
(現資産運用諮問委員会)設置
- 1993年10月 運用拡大分を準特化型運用
(2資産運用)へ
- 1995年 4月 運用規制緩和に伴い運用拡大分を
特化型運用へ
グローバル株式運用の採用

2001-2004

- 2001年10月 「株主議決権行使に関する
実務ガイドライン」策定
- 2002年 4月 インハウス運用で国内株式
パッシブ運用開始
 - 9月 プライベートエクイティ投資開始
 - 11月 給付専用ファンド開設
- 2004年 8月～11月
運用と資産管理の基本的分離
(信託銀行の投資一任契約解禁)

2014-2017

- 2014年 4月 基本年金等資産と通算企業年金資産を分割
5月 通算企業年金資産の政策アセットミックスを策定「日本版スチュワードシップ・コード」の受入れを表明
- 2016年 5月 国連「責任投資原則」(UN-PRI)へ署名
10月 共同運用事業開始
11月 安定的インカム投資開始
- 2017年10月 「機関投資家協働対話プログラム」に参加

PRI(責任投資原則)へ署名
2016年5月
企業年金連合会は、
国連「責任投資原則」(UN-PRI)へ署名

Signatory of:



2005-2006 ▶

2007-2011 ▶

2014-2017 ▶

2005-2006

- 2005年 7月 マネジャー・エントリー制度開始
10月 企業年金連合会に改組
- 2006年 4月 運用体制の強化を開始
運用専門職制度の導入
資産別の専門グループに再編
フロントとバックの分離 等
- 8月 基本方針を変更し、実施戦略を策定
- 9月 積立水準に応じた政策アセットミックスへの移行開始
(07年12月完了)

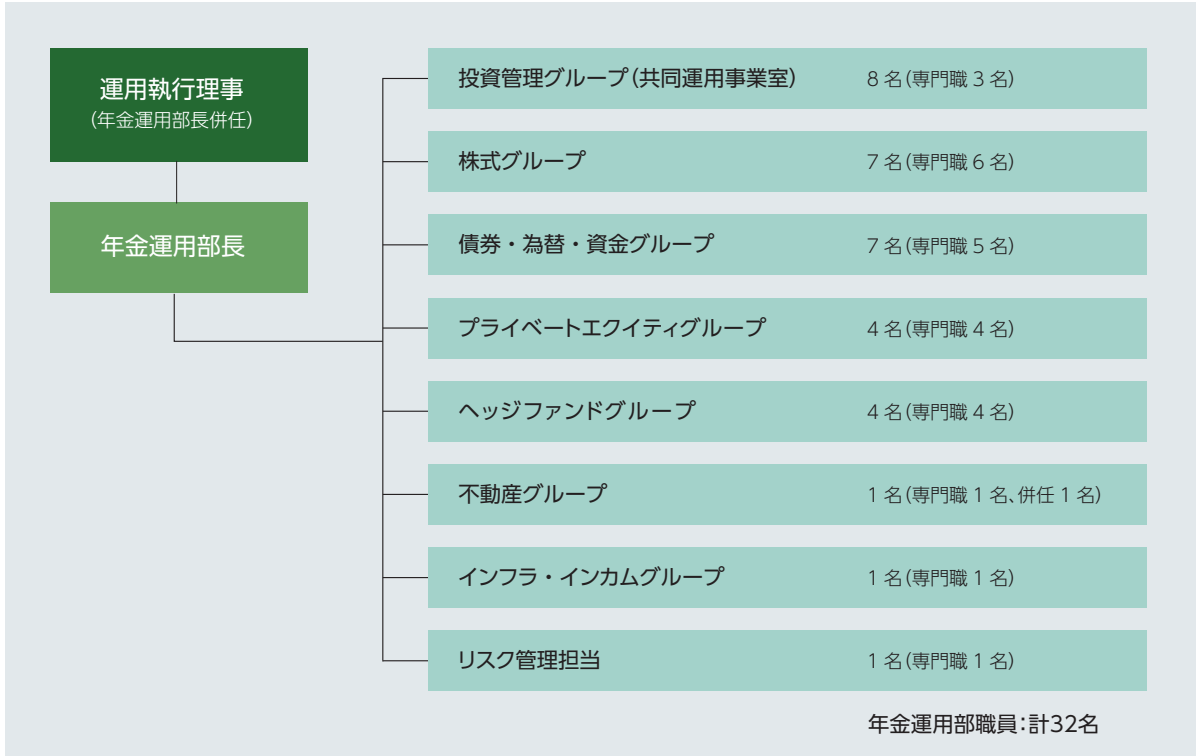
2007-2011

- 2007年 1月 為替オーバーレイ戦略導入
10月 ヘッジファンド投資を開始
- 2008年12月 インハウス運用で外国債券の運用開始
- 2009年 6月 不動産投資の新たな方針策定
- 2010年 2月 インハウス運用でエマージング債券の運用開始
8月 ダウンサイドリスク・モデル導入
積立水準に応じた政策アセットミックスの改訂
- 2011年11月 ポートフォリオ・オーバーレイ戦略導入
インフラストラクチャー投資開始

組織・人員

年金運用部組織図及び自家運用の管理運用体制

年金運用部組織図（2023年4月1日現在）



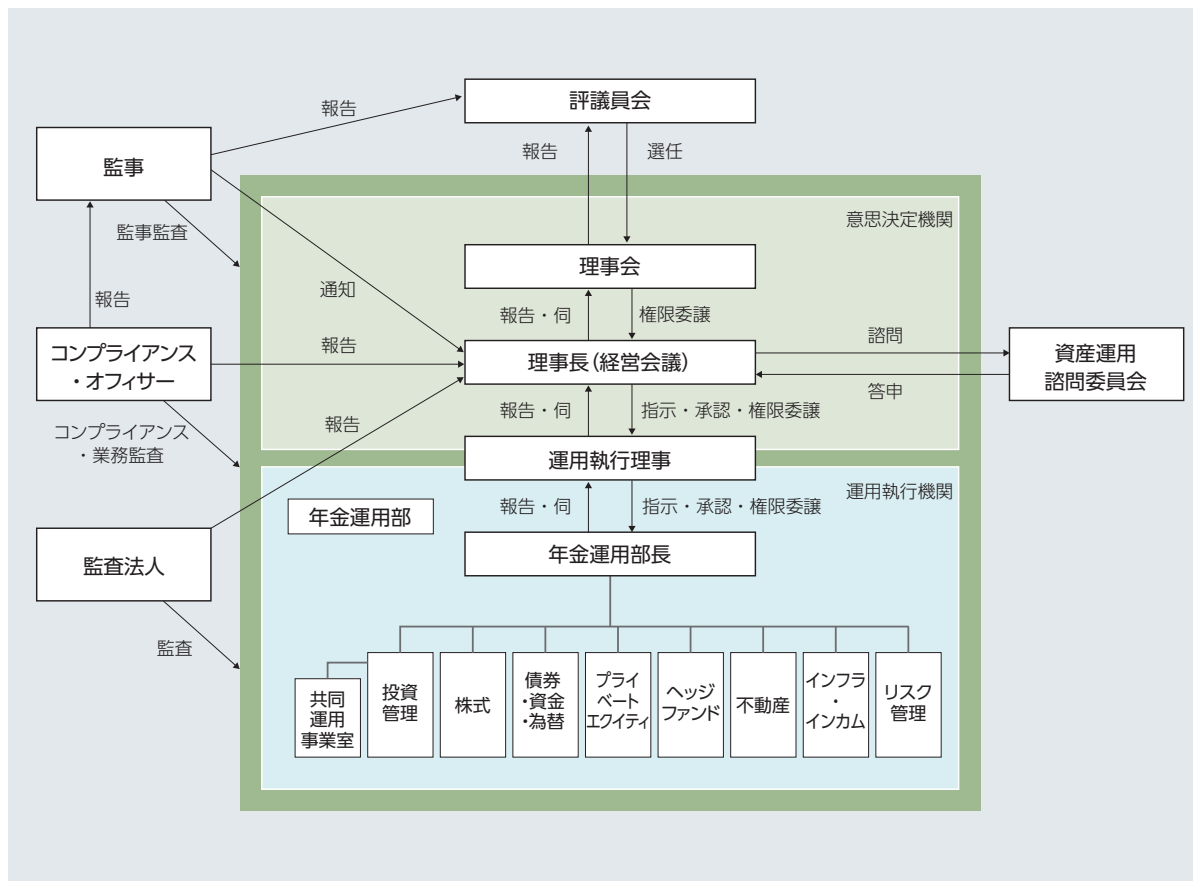
自家運用の管理運用体制（厚生労働大臣に届出をしている者）

運用執行理事	改正前厚生年金保険法第164条第3項において準用する、改正前厚生年金保険法第136条の3第1項第5号に掲げる方法による運用業務に係る運用執行理事	中村 明弘
管理運用担当者 (ファンドマネージャー)	改正前厚生年金保険法第164条第3項において準用する改正前厚生年金保険法第136条の3第1項第5号に掲げる方法による運用に係る業務の執行に係る事務を的確に遂行することができる専門的知識及び経験を有する者	国内普通債券ファンドマネージャー 外貨建債券ファンドマネージャー 川崎 勉 今 聡 佐瀬 真弓 鈴木 輝彦
		株式ファンドマネージャー 山本 卓 笹川 理香 梅埜 高裕 相川 将希
基金全体の資産を 管理する責任者	廃止前厚生年金基金規則第41条の4第2項の規定によるポートフォリオ・オーバーレイを行う場合に配置する責任者の職員	今田 秀則 熊谷 温

ガバナンス

1 年金運用に係る意思決定と運用執行

概要図



連合会の理事会は、評議員会において互選・選任された理事により構成される。『年金資産運用の基本方針』は理事会において決定されるが、年金運用に関する具体的な執行の一部は理事会から理事長に権限委譲されている。それらは理事会の議決を経て定められた『年金資産運用管理規程』において規定されており、理事長が決定した事項は、理事会及び評議員会で報告される。

基本方針の詳細や具体的な運用戦略は、『年金資産運用の実施戦略』として理事長が議長を務める経営会議(常勤理事及び審議役で構成)にて決定されるが、効率的な業務遂行のために、年金運用業務に係る権限の一部は理事長から運用執行理事以下に権限委譲されている。年金運用業務に係る権限は内規『年金運用部所管業務に係る承認・決裁手続きについて』として具体的に規定されている。

『年金資産運用管理規程』で定める理事長決定事項

- ▶ 年金給付等積立金の管理及び運用に関する契約の締結先(運用受託機関)
- ▶ 運用受託機関への委託資産額
- ▶ 年金給付等積立金に係る信託金又は保険料の払込割合、及び、支払金又は保険料の負担割合

■ ガバナンス

2 監査

年金運用業務に関して以下の監査を定期的にかけている。

コンプライアンス・業務監査

『コンプライアンス・業務監査実施要綱』に基づき、年金運用業務に係る関係法令及び規約規程等の順守状況及び業務処理状況について、コンプライアンス・オフィサーが監査を行う。

年金資産の管理状況、投資管理、株式運用、債券運用、共同運用事業については毎月、オルタナティブ運用（プライベートエクイティ、ヘッジファンド、不動産、インフラ・インカム）の管理状況については四半期ごとに監査が実施される。

コンプライアンス・オフィサーは、監査結果を理事長、コンプライアンス契約監視委員会及び監事に報告する。

監事監査

『企業年金連合会監事監査規程』に基づき、年金資産の管理及び運用状況について、評議員において互選された監事が四半期ごとに監査を行い、監査の結果を理事長に通知する。

決算監査（第4四半期監査）の場合は、理事長に通知するとともにその状況と所見を評議員会に報告する。

監査法人による監査（会計監査）

適切な会計処理を担保するため、監査法人に毎会計年度の連合会の財務諸表の監査を依頼している。財務諸表を構成する年金経理の固定資産残高、運用収益・費用については、年金運用業務の一環として監査される。

監査法人は監査の結果を理事長に報告する。

3 資産運用諮問委員会

連合会年金資産運用に関する重要事項について意見を聴き助言を受けるため、理事長に対する助言機関として連合会資産運用諮問委員会を設置している。

委員会は、外部の学識経験者（外部委員、5名以内）と連合会役員で組織され、外部委員の任期は2年とし、原則四半期ごと開催される。

諮問する事項は、運用の基本方針、投資政策、政策アセットミックス、リスク管理、運用受託機関の選定評価などである。

連合会では、1983年11月に連合会役員で組織した「年金資産管理委員会」を立ち上げ、91年2月に外部の学識経験者を加えた委員会に衣替えした。その後、「連合会年金資産運用委員会」、「企業年金連合会年金資産運用委員会」、「連合会年金資産運用諮問委員会」と名称を変えながら、今日に至っている。

2022年度の開催状況

(計4回)

6月21日開催

- ▶ 運用状況について
- ▶ 運用の基本方針の変更について

7月14日開催

- ▶ 運用状況について
- ▶ 政策アセットミックスの検証結果について
- ▶ 株主議決権行使について

11月15日開催

- ▶ 運用状況について
- ▶ 受託機関のスチュワードシップ活動について
- ▶ 連合会が委託または加盟している団体のスチュワードシップ活動について

2月8日開催

- ▶ 運用状況について
- ▶ その他

外部委員

(2023年4月現在、敬称略、五十音順)

明田 雅昭 (日本証券経済研究所 特任リサーチ・フェロー)

臼杵 政治 (名古屋市立大学 名誉教授)

内山 朋規 (東京都立大学 大学院経営学研究所 教授)

西出 勝正 (一橋大学 大学院経済学研究所 教授)

松田 千恵子 (東京都立大学 大学院経営学研究所 教授)

4 年金運用に係るBCPの概要

災害発生等で通常業務に支障をきたした場合に備え、年金運用業務を継続するための対策を講じている。

給付用資金の確保

年金運用業務が完全に停止した場合においても年金給付を滞らせることの無いよう、定期払一回分の年金給付に必要な額を、インハウス債券ファンド内で常時現金の形で用意している。

災害に強いシステムインフラの整備

年金運用業務で用いるシステム機器の多くは、高い耐災害性を備えた国内最高水準のデータセンターに設置している。また、事務室の端末については仮想PCと物理PCを併用しており、万が一の災害の際には、自宅で保管しているテレワークPCを使って職員が自宅から業務を継続できる態勢を整えている。

新型コロナウイルス対応

BCP対策として整備していた在宅での業務継続態勢は、新型コロナウイルス感染拡大防止対応として有効に機能させることができた。

2022年度は7割程度をテレワークによる業務とし、年度を通じて、感染拡大防止を図りながら、業務継続を図ることができた。



2022年度運用状況

2022年度は、長引くロシアのウクライナ侵攻に伴う西欧諸国の経済制裁及びロシアによる対抗措置で世界的に石油や小麦等の供給が滞り、また世界的な半導体不足も重なり、高まるインフレ懸念払拭のため欧米各国の中央銀行が度重なる利上げを実施したことから、年度を通して内外債券相場は軟調な展開となり、景気後退懸念から内外株式相場も上値の重い展開となった。

このような投資環境の中、2022年度の修正総合利回りは、基本年金等で1.38%、通算企業年金で▲1.43%となった。

	基本年金等	通算企業年金
資産残高 (対前年度)	11兆6,585億円 (-4,743億円)	4,991億円 (-105億円)
合計 (対前年度)	12兆1,576億円	(-4,847億円)
資産構成割合		
株式	41.2%	16.0%
国内株式	16.3%	
外国株式	24.9%	
債券	58.8%	84.0%
国内債券	39.0%	
外国債券	19.8%	
リターン(修正総合利回り)	1.38%	-1.43%
リスク	8.12%	3.86%
積立水準	124.6%	111.4%

基本年金等

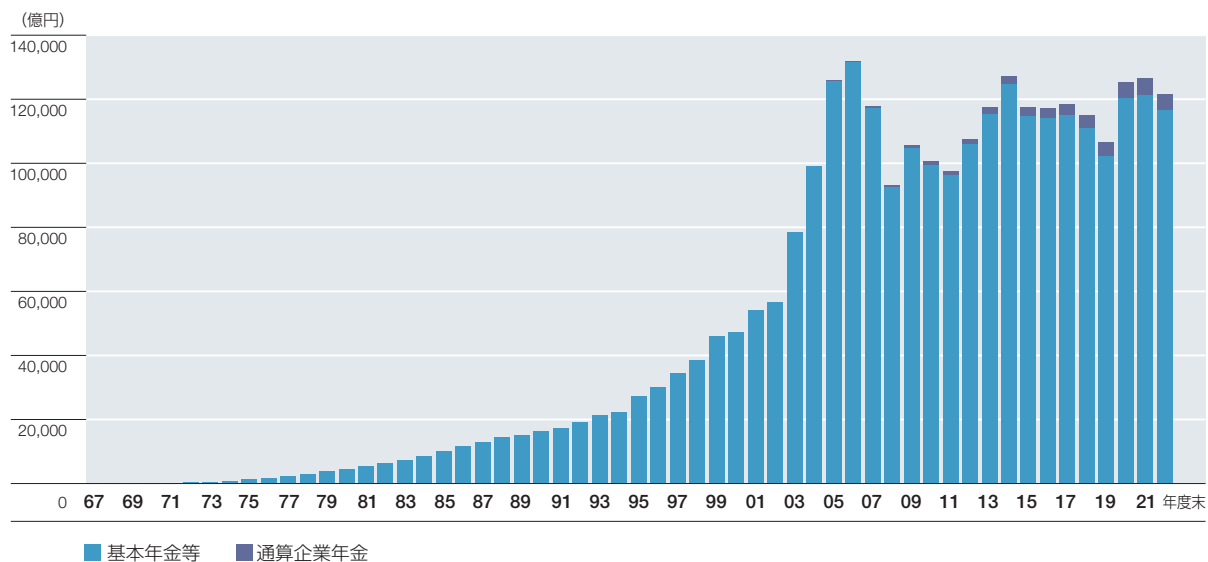
2014年3月までに厚生年金基金から移転申出された基本年金と厚生年金基金の解散により徴収した代行年金、及び2005年9月までに移換された脱退一時金相当額(中脱)や残余財産分配金(解散)に基づく年金給付等にかかる資産で、基本年金と代行年金には国に代わって厚生年金の一部を支給するための原資(代行部分)が含まれている。

通算企業年金

2005年10月以降に移換された脱退一時金相当額(中脱)や残余財産分配金(解散、終了)に基づく年金給付等にかかる資産であり、代行部分のない加算部分だけからなる年金債務である。

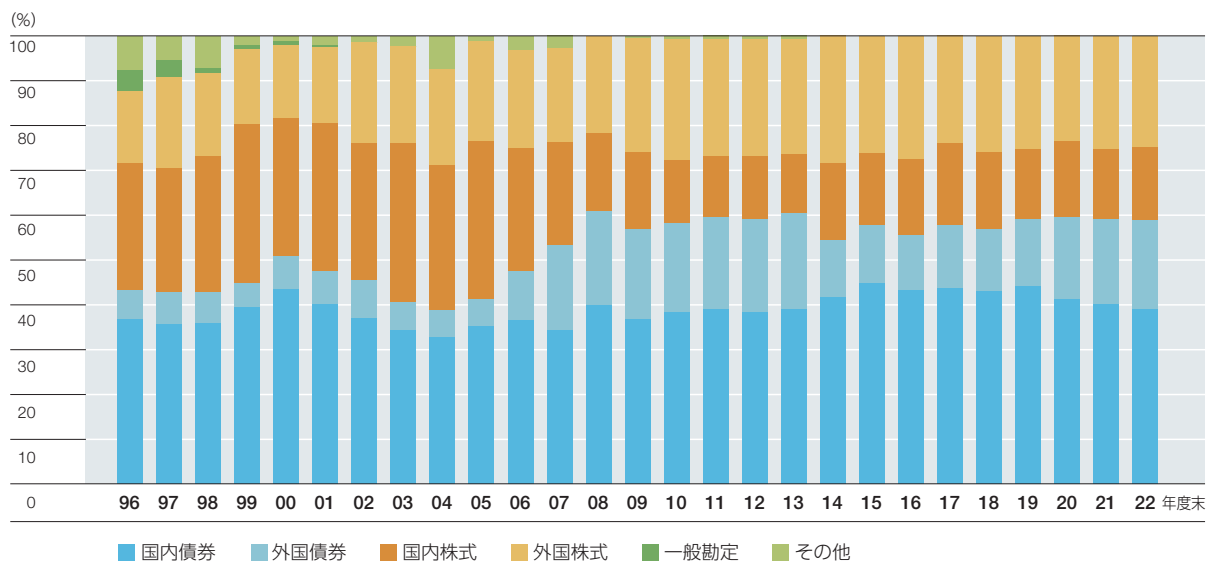
資産残高の推移

連合会が管理運用している年金資産は、設立以来増加を続け2006年度末に13兆円を超え、その後は、市場の大幅な変動や年金給付等の増加などにより増減しながら推移しており、2022年度末では、合計12兆1,576億円の資産残高となっている。



資産構成割合の推移

資産構成割合に対する運用規制(5:3:3:2規制)の適用除外を受けた1996年度以降の資産構成割合の推移は以下のとおりである。1996年度に政策アセットミックスを策定し、その後、リスク管理の観点から定期的に検証を行いながら、これまでに7回の見直しを行ってきた。適切なリスク管理の下、政策アセットミックスを中心に運用を行っており、政策アセットミックスから乖離した場合は、基本的にリバランスを行うこととしている。



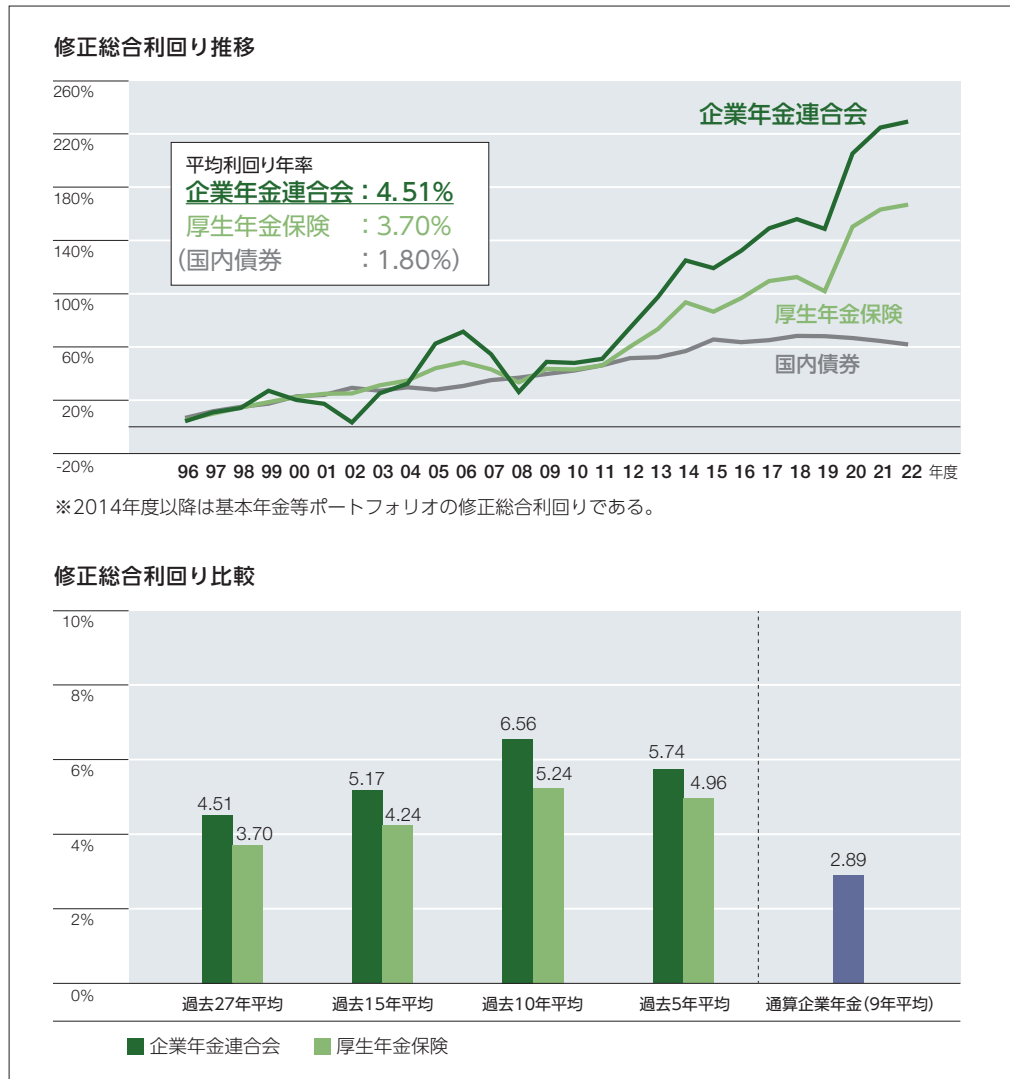
運用利回りの推移

1 修正総合利回りの推移

1996年度以降(資産構成割合に対する運用規制(5:3:3:2規制)の適用除外を受け、連合会の責任と判断により政策アセットミックス策定が可能となつて以降)の修正総合利回りは、以下のとおり推移しており、27年間の平均(年率)は4.51%となっている。基本年金等の資産は、厚生年金保険を代行する部分を保有しているため、参考として、この間の厚生年金保険の利回りと比較してみると、中長期的にこれを上回ることができていることがわかる。(代行部分に係る最低

責任準備金の算定は、1999年10月から厚生年金保険の利回りで評価されている。)

なお、2005年10月から開始した通算企業年金は、効率的な運用が可能な資産規模となるまで、基本年金等と合算して運用を行ってきたが、2014年度から分離し別のポートフォリオで運用を行っている。分離後9年間の修正総合利回りは、年率で2.89%と平均予定利率約2.0%を上回る状況となっている。



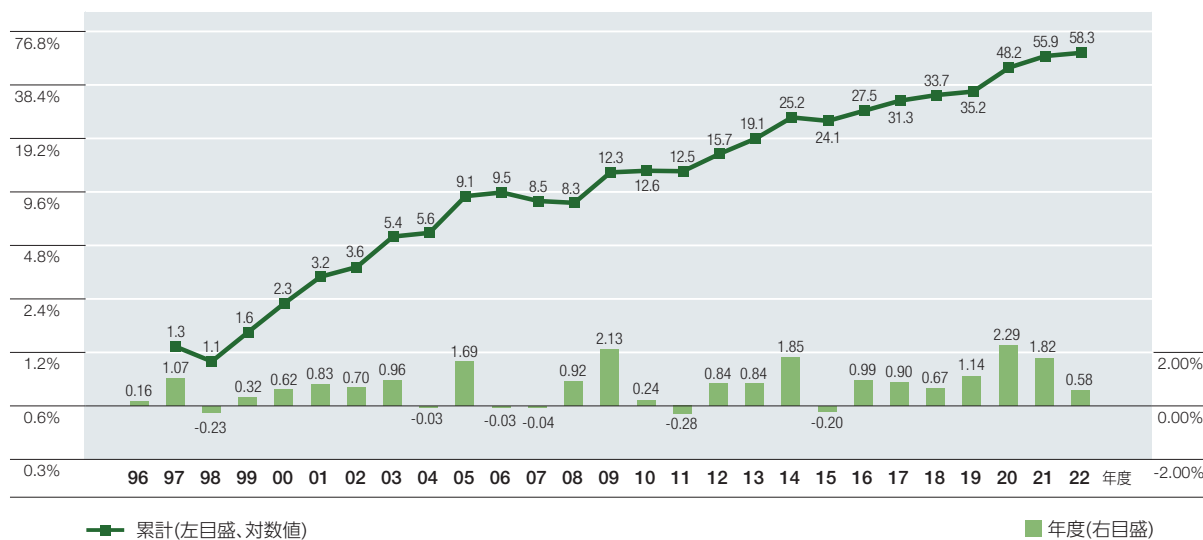
厚生年金保険の利回りを
中長期的に上回って推移

2 超過リターンと付加価値額

政策アセットミックスに基づき計算した複合ベンチマークに対して、過去27年間の累積で58.28%、年率0.74%の超過リターンを得ることができた。

また、超過リターンが得られた年度は、27年間で21回(78%)と高い頻度となっている。

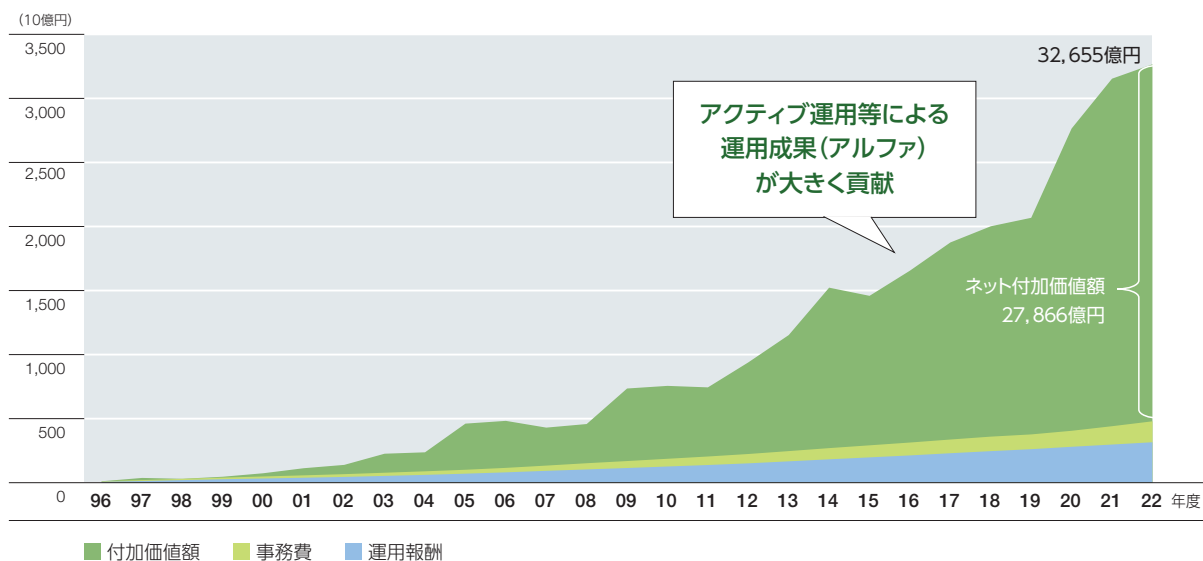
超過リターン推移



毎年度の元本平均残高に超過リターンを掛け合わせた値を付加価値額とし、翌年度以降の修正総合利回りを使って27年間コログシ計算した累積の付加価値額は3兆2,655億円となり、業務経理に繰り入れた事

務費と運用受託機関に支払った報酬を差し引いても2兆7,866億円と健全な年金財政を維持するうえで、アクティブ運用等による運用成果(アルファ)が大きく貢献している。

付加価値額推移



投資戦略

1 基本的スタンス

市場のリターンは予測不可能である

連合会ポートフォリオ全体の投資政策の策定に当たっては、アクティブな市場見直しを行わず、市場のリターンは不確実で予測不可能であるという前提に基づいて策定される。アクティブ運用によってもたらされるアルファは、スキルに依存することからアクティブ・リスクの見返りとして必ず獲得できるとは限らないため、連合会ポートフォリオ全体の投資戦略の策

定に当たっては、事前にアルファの期待値を含めて策定することはしない。しかし、アクティブ運用を否定しているわけではない。アルファは事後的に達成されることにより、連合会ポートフォリオ全体の付加価値を高め、その後の投資政策におけるリスク低減と積立水準の安定に寄与することができるものと期待している。(アルファの実績は前頁参照)

アクティブ運用等による運用実績(27年間累積付加価値)

27年間の
累積付加価値額
3兆2,655億円

運用成果
2兆7,866億円

4,789億円 (事務費、運用受託機関への報酬)

リスク・プレミアムの存在を前提とする

連合会ポートフォリオ全体の投資政策の策定に当たっては、リスク・プレミアムの存在を前提としている。富の創造は企業の経済活動によりもたらされるので、基本的に株式投資はそのリスクに見合ったプレミアムを期待することができ、長期的な投資は報われると考えている。

積立水準の変動がリスクである

一般的に資産運用におけるリスクはリターンの標準偏差として定義される。しかし、これは資産サイドだけに着目したリスクである。連合会では年金債務も重視し、積立水準の変動を連合会ポートフォリオ全体の投資政策におけるリスクと定義している。将来の年金給付に必要な十分な積立水準を安定的に維持することを目指している。

リスクとリターンの源泉は株式である

ポートフォリオ全体のリスクとリターンは、株式比率によってその大宗が決まると考えている。したがって投資政策の最も重要な意思決定は、内外問わず株式をどの程度組み入れるかであり、内外比率、アクティブ・パッシブ比率、スタイル分散、代替投資の有無と割合、通貨エクスポージャーなどは二次的に決定される。



オルタナティブ投資はアルファ源泉の多様化を目的とする

分散投資の一環としてオルタナティブ資産への投資を行うが、ポートフォリオ全体のリスク分散効果よりは、各資産クラスのアルファ源泉の多様化を目的に投資を行う。

2 運用の基本方針

連合会では、年金資産運用の基本的な方針を意思決定機関である理事会において決定し、その基本方針に基づき運用を行い、一貫性と透明性のある規律正しい年金資産の管理運用を行っている。

また、さらに具体的な戦略や基本方針の詳細については、実施戦略、実務ガイドラインとして明文化し、連合会の資産運用に携わる者が共通の認識を持って資産運用業務の執行に当たっている。

運用の基本方針の内容(概略)

目的・目標

- ▶ 将来にわたる年金の支払いが滞ることの無いよう、長期的に必要な年金資産の積立を目的として年金資産の運用を行う。
- ▶ 十分な積立水準を安定的に維持することを目標に、積立不足に陥る確率を極小化させることを目指した運用を行う。

政策アセットミックス、投資対象資産

- ▶ 運用の目的・目標を達成させるため、ALM分析などの結果も踏まえ政策アセットミックスを策定する。
- ▶ 投資対象資産は、債券、株式だけでなく、オルタナティブ資産も対象とするが、その際には投資の目的や方針を明確にしたうえで投資を行う。

運用受託機関の選定、評価、管理の方針

- ▶ 運用受託機関の選定基準や評価方法、遵守事項などについて明確にしている。
- ▶ 受託者責任、議決権行使、法令順守体制、運用スタイル・手法の明確化、売買執行等について定めている。

インハウス運用に関する方針

- ▶ インハウス運用について、その位置づけ、運用体制、運用対象、議決権行使、評価等について規定している。現在、インハウス運用の対象資産は、国内債券、外国債券(外国為替取引含む)、国内株式(インデックス運用)である。

■ 投資戦略

年金債務の特性に応じた2つのポートフォリオ

連合会では年金資産を年金債務の特性から、代行部分のある基本年金等にかかる資産を運用するポートフォリオ（基本年金等ポートフォリオ）と、平均の予定利率が2%程度の通算企業年金にかかる資産を運用するポートフォリオ（通算企業年金ポートフォリオ）の2つに分け、それぞれの年金債務に適合した政策アセットミックスに基づき運用を行っている。（政策アセットミックスについては19頁参照）

2005年10月から始まった通算企業年金は、資産規模が十分でないなどの理由から基本年金等と合算して運用してきたが、2014年度から、効率的な運用が十分可能な資産規模となったため、資産を分離し別々のポートフォリオでの運用を始めた。

基本年金等
ポートフォリオ11兆6,585億円
(2022年度)

代行部分のある基本年金等にかかる資産を運用

(2005年10月より開始)

通算企業年金
ポートフォリオ4,991億円
(2022年度)

平均の予定利率が2%程度の通算企業年金にかかる資産を運用

投資対象

政策アセットミックスの対象資産は、国内外の債券と国内外の株式であり、プライベートエクイティ投資、ヘッジファンド投資、不動産投資、インフラストラクチャー投資、安定的インカム投資などのオルタナティブ投資は、各ファンドの性質に応じて債券あるいは株式の代替資産と位置づけている。

政策アセットミックスにおける資産クラスは、このように2資産区分（基本年金等ポートフォリオでは内

外債券と内外株式、通算企業年金ポートフォリオでは債券とグローバル株式）としており、内外比率を政策アセットミックスの段階では規定していない。これは、株式ではグローバル化を背景に相関が高まり国別の分散に期待が持たなくなってきたこと、債券では、為替ヘッジすれば内外に区分する必然性がないこと、などがその背景となっている。なお、各資産クラスのベンチマークは以下のとおりである。

資産クラス区分と各ベンチマーク

基本年金等ポートフォリオ		通算企業年金ポートフォリオ	
内外債券 (複合ベンチマーク)	内外株式 (複合ベンチマーク)	債券	グローバル株式
ブルームバーグ 日本総合インデックス 65%	TOPIX (配当込) 40%	ブルームバーグ 日本総合インデックス	MSCI-ACWI (円換算、配当再投資、Net)
FTSE世界国債インデックス (日本を除く、円換算) 35%	MSCI-ACWI (円換算、配当再投資、Net) 60%		

また、政策アセットミックスを効率的に管理する目的から、ポートフォリオ・オーバーレイ戦略と為替オーバーレイ戦略を採用しており、基本年金等ポートフォリオのリバランス（市場変動によるポートフォリオの政策アセットミックスからの乖離の調整）は、国内

外の株式パッシブ・マネジャーが先物を使って調整（ポートフォリオ・オーバーレイ戦略）し、また、外貨エクスポージャーの管理は、インハウス運用（債券・為替・資金グループ）において調整（為替オーバーレイ）を行っている。

インハウス運用の位置づけ

インハウス運用では、対象各資産の運用を行うほか、連合会ポートフォリオ全体の総合的なリスク管理及びコスト管理として外部キャッシュフローの受け払い、トランジション・マネジメント、リバランス機能、ポートフォリオ・オーバーレイの役割を担っている。

外部キャッシュフローの受け払い

各企業年金からの資産の移換や受給者への年金給付など、外部との資金の流出入が定期的に生じる。この外部キャッシュフローは、インハウス運用の中で管理を行っており、これにより、他のファンドではキャ

ッシュフローの影響を受けることなく運用に専念でき、効率的な運用に寄与するとともに、正確かつ確実な資金繰り管理にも寄与している。

トランジション・マネジメント

マネジャーを変更する場合に、保有有価証券等を売却のうえ現金化し、その現金を新しいマネジャーに配分して一からポートフォリオを構築すると、取引にかかる時間のロスと手数料等によるコストが発生する。それを避けるため、一時的にインハウスで現物のまま移管を受け、新しいマネジャーが希望するポートフォ

リオに低コストでリバランスし引き渡すことで、トータル売買コストを削減している。このようなマネジャー変更時のコスト等の効率的な管理をトランジション・マネジメントと言い、インハウスで管理可能な資産については、積極的に実施し効率的な資産移管に努めている。

リバランス機能(ポートフォリオ・オーバーレイ戦略)

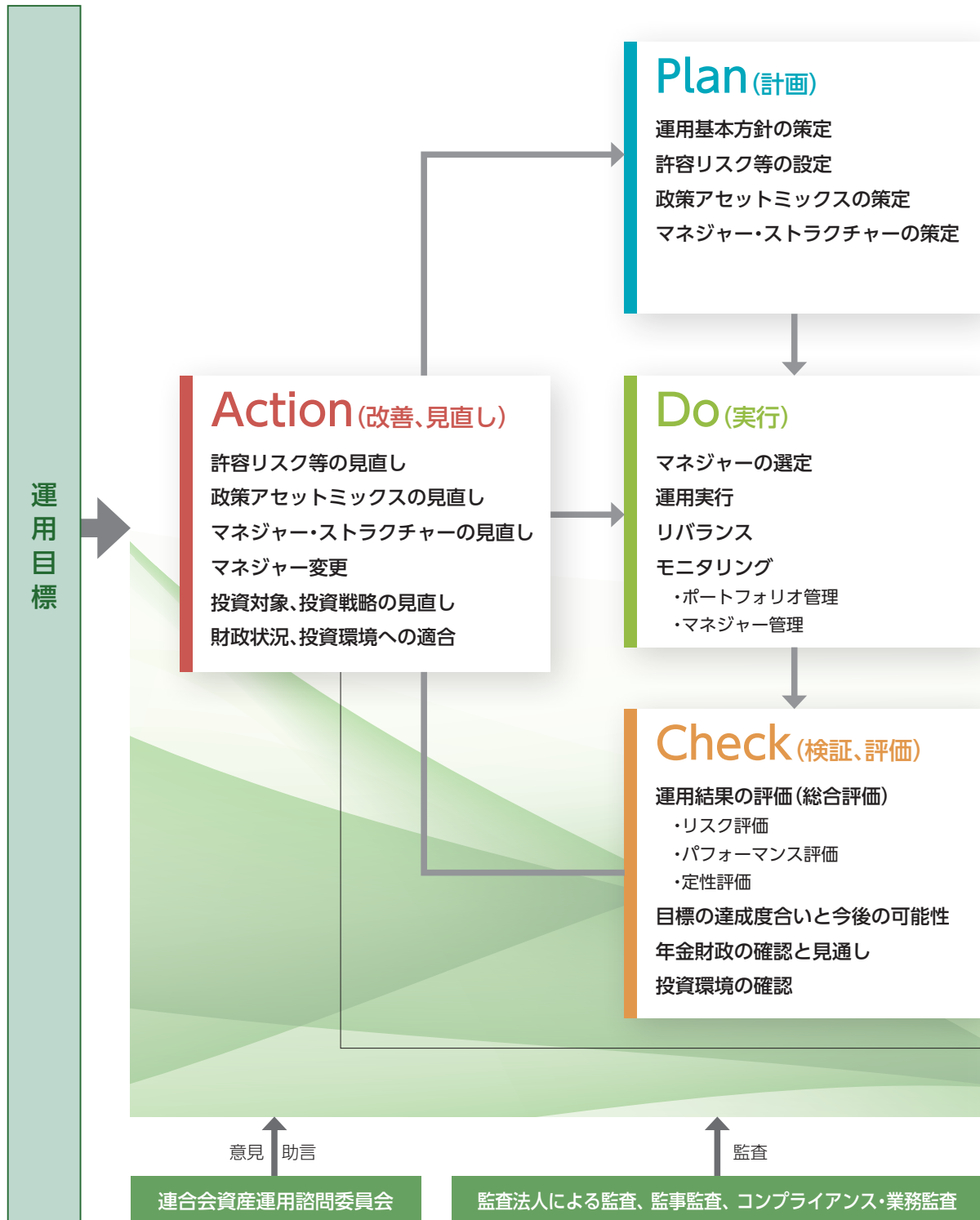
政策アセットミックスからの乖離を調整するリバランスでは、インハウス運用を積極的に活用しながら、タイムリーで効率的なリバランスを行っている。現在、インハウスが投資している資産は、国内債券、外国債券、国内株式であり、この3資産の調整はインハウスで行い、インハウスで運用することができない外国株式は、外部のパッシブ・マネジャーで調整を行う。

基本年金等ポートフォリオにおけるリバランスは、ポートフォリオ・オーバーレイ戦略を活用し、基本的に株式(国内株式と外国株式)の比率調整により実施する。株式が上方乖離している場合は、現物資産を売却し売却資金は次回以降の年金給付に備えインハウス債券ファンドに配分し、株式が下方乖離している場合は、先物の買建により株式エクスポージャーを引き上げる。国内株式の調整では、インハウス運用がこのような株式先物を使ったポートフォリオ・オーバーレイ戦略を実行する。

■ 投資戦略

3 投資プロセス

連合会の投資プロセスは、以下のようなPlan(計画) – Do(実行) – Check(検証、評価) – Action(改善、見直し)のPDCAサイクルの中で、絶えず確認と評価を行い必要に応じて見直ししながら、さらなる効率的な運用を目指して改善を図っている。



運用の基本方針の策定・変更

連合会年金資産の一貫した規律正しい運用を行うため、運用の基本方針を策定し、その基本方針に沿って運用を行う。基本方針は、理事会において決定される。

政策アセットミックスの策定・変更

運用リスクの大部分が政策アセットミックスで決まる。リスク管理を重視して運用していくために、政策アセットミックスは、最も重要な年金資産運用の投資政策である。

マネジャー・ストラクチャーの構築・変更

政策アセットミックスの効率的な実現と、さらなる付加価値(アルファ)創造のため、適切なマネジャー・ストラクチャーの構築を図る。パッシブ運用とアクティブ運用、インハウス運用と外部委託運用、スタイル分散、戦略分散などについて検討し、資産クラスごと最も効率的で実行可能なストラクチャーを構築する。

マネジャーの選定・変更

スキルの高いマネジャーの発掘を行う。できる限り幅広いユニバースを対象に分析、調査及び評価を行い、マネジャー・ストラクチャーに最もフィットするマネジャーの選定を行う。既存マネジャーに何らかの問題が生じた場合には速やかに変更できるよう、マネジャー・エントリー制度*を導入し継続的なマネジャー・リサーチを行っている。

* マネジャー・エントリー制度は、運用機関についての情報を広く調査し、継続的かつ効率的にマネジャーの評価を行うことを目的として導入した制度で、契約していない運用機関からも定期的に運用データの提供を受け、常に運用状況を把握し、評価を行っている。

モニタリング(運用状況の管理)

できる限りタイムリーに、連合会全体の年金資産運用状況及び各マネジャーの運用状況についての把握と分析を行う。

運用状況及び運用結果については常に最新の情報を把握し、連合会年金資産全体の管理を行う。海外との時差の関係や時価情報などがタイムリーに入手できないデータもあるが、できる限り最善の見積もりを行うなど運用状況の把握に努める。

様々なリスク指標やリスク・モデルを使って、リスク管理を行う。

リバランス

政策アセットミックスからの乖離状況に応じて、効率的なリバランスを実施する。効率的なリバランスは、乖離に伴うリスクの許容度とリバランスにかかるコストとの比較により判断する。

評価

運用の結果については常に評価を行う。最も重要な評価基準は、年金債務も含め年金制度全体の評価基準となる積立水準であり、資産サイドのみを評価する場合は、市場ベンチマークとの比較によって行う。

連合会全体の運用成果は積立水準により評価する。積立水準は、市場リスクだけでなくアクティブ・リスクも含めたトータル・リターン・ベースの年金資産の運用結果と、死亡率などを前提とする基礎率と実際の相違

による年金債務の変動など、全てのリスク要因を含んだ結果である。

また、資産運用の評価としては、市場ベンチマークとの比較を行う。連合会全体では、政策アセットミックスに基づく複合ベンチマークと比較し、各資産クラスは市場ベンチマークと比較する。マネジャーの評価は、各マネジャー・ベンチマークに加えユニバース比較や定性評価を行う。

見直し

評価結果に基づき、必要に応じて見直しを行う。政策アセットミックスやマネジャーの見直しにはコストが伴うことに留意しながら、デリバティブの利用、トランジション・マネジメントの活用などによりできる限り移行コストの削減を講じる。

■ 投資戦略

4 政策アセットミックス

連合会では、政策アセットミックスを最も重要な投資政策と位置づけ、政策アセットミックスを中心に年金資産の運用とリスク管理を行っている。

政策アセットミックスは、長期的な観点から策定しており、不確かな短期的な市場見通しに基づいて変更することはないが、一方で市場の変動に伴い年金資産が増減することで、年金債務との関係(年金債務に対する年金資産の割合である「積立水準」)が変化したり、将来の年金債務の状況が当初の想定と異なるものとなったり、市場環境が長期的、構造的に変化したりする場合もある。

このように、政策アセットミックスを策定した当初に想定した諸条件が、時間の経過とともに変化するので、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政策アセットミックスを検証し、必要に応じて変更を行う。様々な変化の影響を反映し、現在の政策アセットミックスが、運用の目的、目標を達成するうえで最適なポートフォリオであるか定期的に検証、確認を行っている。

基本年金等ポートフォリオの政策アセットミックス

基本年金等ポートフォリオは、国に代わって厚生年金の一部を支給するための原資(代行部分)が含まれており、この代行部分の債務は厚生年金本体の利回りで評価することになっている。厚生年金本体の資産は、年金積立金管理運用独立行政法人(GPIF)が運用しており、GPIFと同様の運用を行えば、同じような運用結果を得ることができ、そうすれば代行部分での年金財政上の過不足は生じないので、代行部分の債務はヘッジする(リスクを打ち消す)ことができる。

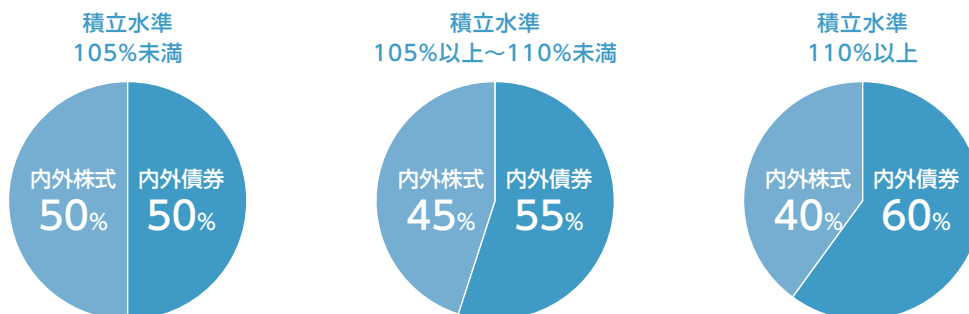
一方、加算部分(代行部分を除いた企業年金独自の上乗せ部分)は予定利率に基づき毎年度年金債務が増加していくので、予定利率(4%台)を上回るリターンが必要になる。代行部分と加算部分の債務の割合は、キャッシュフローの変化や積立水準の変動により一定ではないが、約4分の3が代行部分となっており、基本年金等ポートフォリオの政策アセットミックスは、代行部分に相当する約4分の3の資産について債務ヘッジのためGPIFの運用を意識しながら、残り約4分の1の資産について4%台の利回りを如何に資産全体で安定的に獲得するかという観点で策定されている。

加算部分の予定利率は4%台であるが、年金債務に占める加算部分の割合は2割強に過ぎないので、資産

全体に置き換えれば概ね1%程度となり、GPIFポートフォリオに対し許容できるリスクの範囲内でリスク資産の組入れを調整しプラス1%強のリターンを目指すことになる。リスク資産の割合は、積立水準のレベルによって異なり、積立余剰になれば年金債務を資産額が上回った分、資産全体に置き換えた加算部分の必要利回りは低下するので、リスク資産の割合を減らすことができる。

このように基本年金等では、ポートフォリオの約4分の3を占める代行部分をヘッジできるという特性から、資産全体に置き換えた加算部分の必要利回りが積立水準の変動によって変化するため、それに伴いリスク資産の配分を調整していくことが必要となる。したがって、リスク管理の観点からそれぞれの積立水準に適したリスク量となるよう政策アセットミックスを事前に定め、積立水準の変化に応じて資産配分を変える動的な資産配分管理を行っている。基本年金等ポートフォリオは、積立水準の改善に伴いリスクを低下させ、リスクの低下により将来の積立不足になる確率が小さくなり、結果として年金財政を安定化させる政策アセットミックスとなっている。

基本年金等ポートフォリオ



具体的な政策アセットミックスは、3段階の積立水準に応じて資産構成割合が設定されており、積立水準の5%の変動に対し、株式比率を5%変化させるものとなっている。

※上記の構成割合に対して、±10%の範囲で調整を行うことができる。外貨建資産に係わる為替リスクは、ポートフォリオ全体の30%（代行債務の外貨部分を除くネット外貨エクスポージャー）を許容範囲とする。

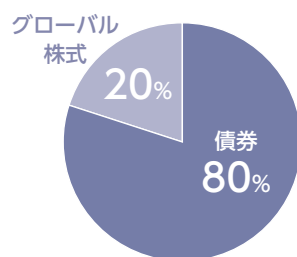
通算企業年金ポートフォリオの政策アセットミックス

通算企業年金ポートフォリオは、代行部分のない加算部分だけから成る年金債務で、予定利率を上回る期待リターンをできるだけ低いリスクで達成できるようなポートフォリオで運用を行っている。

通算企業年金には代行部分がないため、基本年金等のように、年金債務の一部をヘッジしたり、資産全体に置き換えた加算部分の必要利回りが変化したりすることがないので、資産全体で予定利率を上回る運用

を行うことになるが、予定利率の水準が基本年金等より低いので、そもそもリスクの高いポートフォリオになっていない。したがって、積立水準の変動に伴い動的に資産配分を管理することによるリスク調整機能は、基本年金等と比べかなり限定的となるため動的管理は行わず、政策アセットミックスをできるだけ維持しながら、リスク量を一定に保つようポートフォリオを管理することで、健全な財政を目指している。

通算企業年金ポートフォリオ



※乖離許容範囲は±5%。債券には外国債券を組み入れられるが、為替リスクは、債券全体の20%を許容範囲とする。グローバル株式は、日本株式と新興国株式を含む。

※年金資産の財政状況に応じた最適な資産構成割合とするため、2021年4月より、複合ベンチマークの基準値は、債券84%：グローバル株式16%としている。

■ 投資戦略

政策アセットミックスの策定方法

定量分析

政策アセットミックスを策定する際の定量モデルは、ダウンサイドリスク・モデルを使用している。ダウンサイドリスクとは、ある基準を下回るリスクのことで、加算部分のポートフォリオのリターンが目標リターン(予定利率)を下回るリスクをダウンサイドリスクと定義し、そのダウンサイドリスクが最も小さくなるようなポートフォリオ(資産配分)をダウンサイドリスク・モデルで導き出している。

また、候補となるポートフォリオについて、ALM分析を行い、統計的に想定可能な多数の将来資産額と

年金債務の推計を行い積立状況の分布の推移を確認する。

これらの定量分析では、各資産の期待リターンと過去の分布を使った多数のリターンに基づき将来シミュレーションを行う。

ダウンサイドリスク・モデルにも様々な方法があるが、連合会が使用しているのは、ALM分析の枠組みを利用したシミュレーション型のモデルで、具体的な分析方法は次のとおりである。

ダウンサイドリスク・モデルによる分析方法

- ▶ 将来のリターンデータとして、モデルで10年分のリターンをそれぞれ1万通り発生させ、それぞれのリターンデータから合計10万個のポートフォリオのリターンを計算する。
- ▶ 10万個のポートフォリオのリターンが、予定利率を上回った場合には「0」とし、下回った場合にはその差を二乗して、10万個の平均が最も小さくなるポートフォリオを最適化計算により導き出す。
- ▶ リターンデータは、正規分布を仮定せず、テール・リスクや系列相関の影響なども反映できるように過去データの分布を使った移動ブロック・ブートストラップ法により発生させる。

定性判断

定量分析の結果は、そのモデルに入力したデータなどが正確であるという前提の基で正しい答えとなるが、実際に入力したデータが完全に正確であるということはありません。したがって、モデルの結果を盲信することはせず、定量的な分析に定性的な判断も加え政策アセットミックスを決定する。

特に基本年金等ポートフォリオは、10兆円を超える巨額の資産なので、積立水準に応じて資産配分を変更する政策においては、これに伴うマーケットインパクト(自らの取引で価格を不利な方向に動かしてしまうリスク)に対し慎重に対応する必要があるため、モデルの結果を踏まえつつも、マーケットインパクトに配慮するなど定性的な判断で修正を加えている。

チェック

定量分析に定性判断を加えたポートフォリオは、最終的な政策アセットミックスとして決定する前にALM分析とストレステストによりチェックを行う。

ALM分析では、ダウンサイドリスク・モデルで用いたリターンデータを使って積立水準の将来推計を行い、特に積立不足になる確率とその状況を確認し、評価、検討する。

ストレステストでは、過去に起こった大きな混乱状況や、過去に起こったことも無いような大きな混乱時にどこまで積立水準が悪化してしまうのかをシミュレーションし、ダウンサイドリスクに対する耐性をチェックする。

政策アセットミックスの検証と見直し

政策アセットミックスは、年金債務の構造変化、将来キャッシュフローや長期的な各資産の期待リターンなど、前提となる諸条件が変化した場合は、必要に応じて見直しを行う。

また、これらの変化が起きていないかどうか、定期的に検証を行っている。



■ 投資戦略

検証結果 (2023年3月末時点)

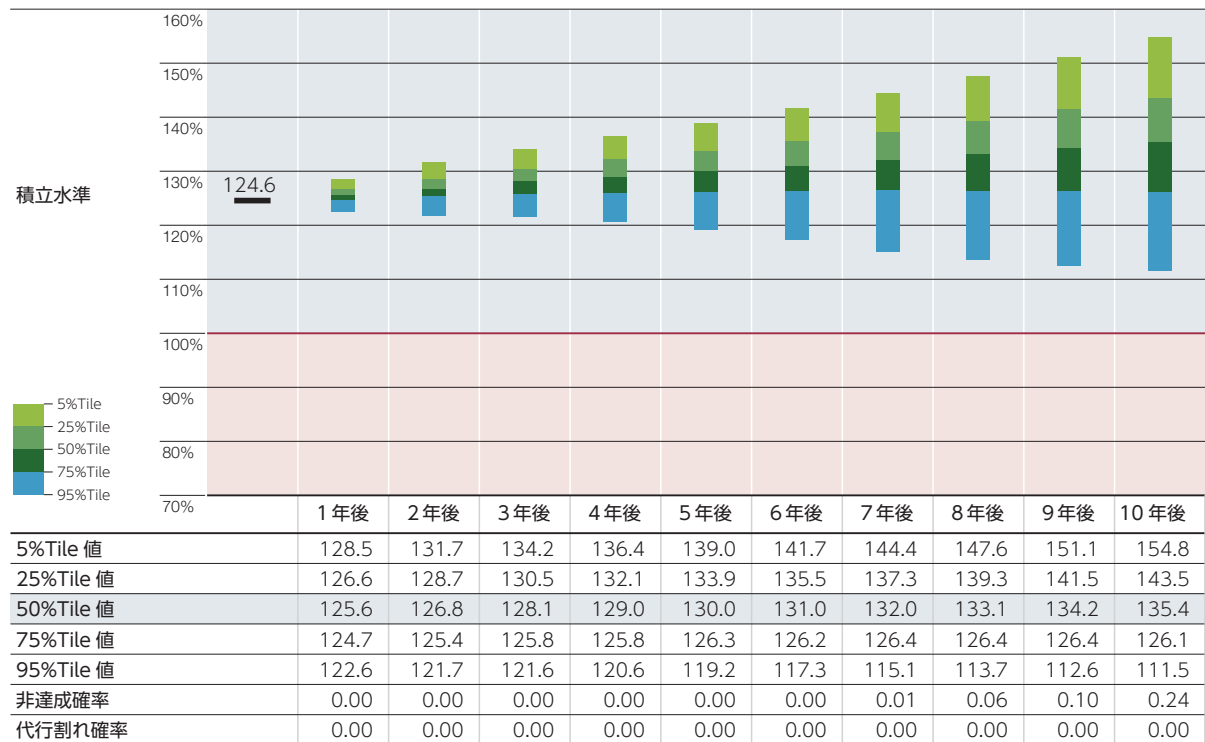
2023年3月末を基準としたALM分析とストレステストを行った結果、現状の政策アセットミックスについて見直す必要の無いことを確認した。

連合会では、運用の基本方針において、十分な積立

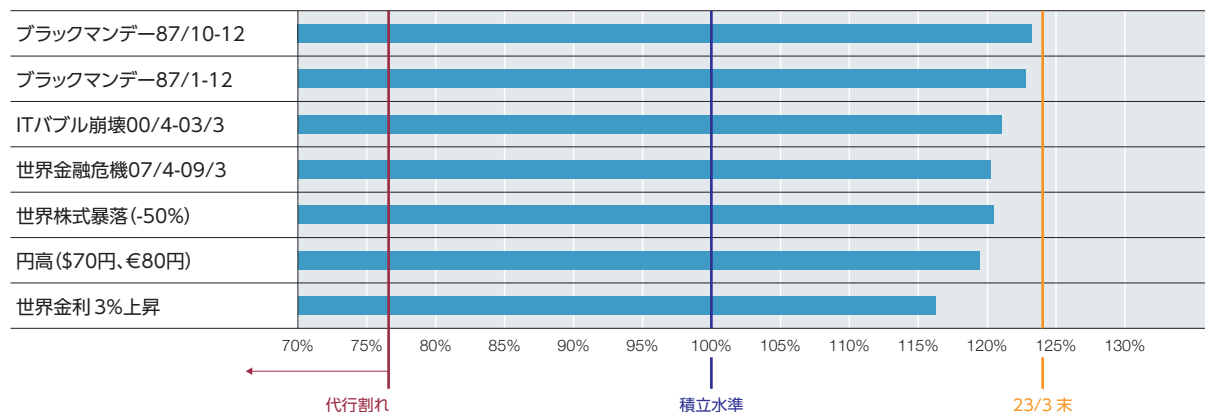
水準を安定的に維持することを目標に、積立不足に陥る確率を極小化させることを目指した運用を行うこととしており、ALM分析及びストレステストの結果は、その目標と整合的な結果を示している。

基本年金等ポートフォリオ

ALM分析検証結果



ストレステスト結果

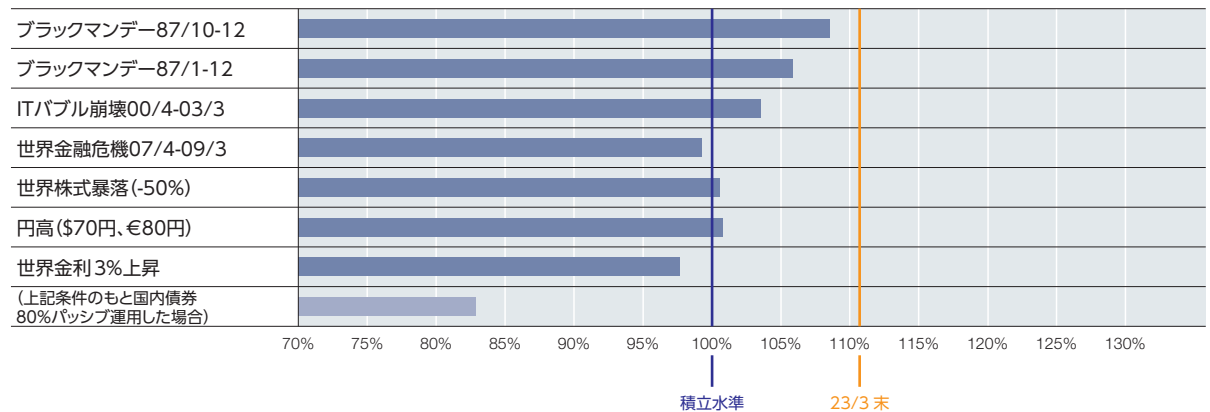


通算企業年金ポートフォリオ

ALM分析検証結果



ストレステスト結果



■ 投資戦略

5 モニタリング

連合会では、日次でポートフォリオのモニタリングを行っている。前日の残高データとキャッシュフロー・データから、資産構成割合と時間加重収益率を計算、積立水準を推計し、役員及び運用各部門の責任者に報告を行う。なお、外貨建資産については時差の関係で残高データの取得は1日遅れるため、ベンチマー

ク・リターンで代替して計算を行っている。それぞれの数値が確定した段階で、その時点まで遡って更新し、常に入手できる最新の情報に基づく状態にアップデートを行いながら確認を行っている。

この結果に基づきリバランスの実施を決定する。

6 リバランス

実際の資産構成割合は、市場の変動により放っておくと政策アセットミックスの比率と乖離してしまい、これを放置すると意図せざるリスクを取ることにな

ってしまう。そこで、乖離を縮小させるための調整を行うことが必要となり、これをリバランスという。

リバランスの方法

基本年金等ポートフォリオのリバランスは、基本的に株式比率の調整により行う。市場の変動により、株式比率が政策アセットミックスの基準値を超えて上方乖離している場合は、株式の現物を売却し売却資金を今後の年金給付に備えた資金としてインハウス債券ファンドに移管し、流動性の高い国債などで管理する。逆に株式比率が下方乖離した場合は、株式指数先物を買建て株式エクスポージャーを高め下方乖離幅の縮小を図る(ポートフォリオ・オーバーレイ)。

一方、通算企業年金ポートフォリオのリバランスでは、資産規模が小さくリバランスに要する売買金額が

少額であることから現物の売買によりリバランスを行う。

どちらのポートフォリオも、基本方針で定めた範囲を超えた場合は、速やかにリバランスを行うが、許容範囲を超えていない場合であっても、リスク管理の観点から、今後のキャッシュフローの動向やリバランスに伴うコストを考慮したうえで、必要に応じてリバランスを行うこととしており、実際には運用の基本方針で定める許容範囲よりも狭い範囲で調整を行っている。

2022年度のリバランス実施状況

2022年度は、基本年金等のポートフォリオでは、年度を通じて、株価が上昇する局面において計3回内外株式を合計で約3,300億円売却するリバランスを実施した。

通算企業年金ポートフォリオでは、グローバル株式約80億円を売却し債券に移管するリバランスを実施して、政策アセットミックスの維持を図った。

<参考:運用の基本方針等一覧>

	基本年金等	通算企業年金
資産残高	11兆6,585億円	4,991億円
運用開始	1967年2月	2005年10月 (2014年3月まで基本年金等と合算して運用)
債務構造	代行債務…………… 約76% 加算債務の平均予定利率…………… 約4.7%	平均予定利率…………… 約1.9%
積立水準	124.6%	111.4%
政策アセット ミックス	積立水準 …… ~105% ~110% 110%~ 内外債券(内65%:外35%)… 50% 55% 60% 内外株式(内40%:外60%)… 50% 45% 40%	債券…………… 80% グローバル株式…………… 20%
期待リターン 想定リスク	積立水準 …… ~105% ~110% 110%~ 期待リターン…………… 4.1% 3.9% 3.7% 想定リスク……………10.4% 9.6% 8.8%	期待リターン…………… 2.6% 想定リスク…………… 4.8%
資産管理 (リバランス)	○動的管理:積立水準に応じて資産配分を変更 ○二元化ポートフォリオ管理 ・代行債務ヘッジ・ポートフォリオ ・加算債務対応ポートフォリオ	静的管理 ・基準値をできるだけ維持するリバランス
インハウス運用	国内債券、外国債券、新興国債券、為替オーバーレイ 国内株式(パッシブ) (ポートフォリオ全体の約45%)	国内債券(外国債券、為替オーバーレイ) (ポートフォリオ全体の約58%)
投資対象資産	国内債券 外国債券 国内株式 グローバル株式 プライベートエクイティ投資 (5%(±5%)目途) ヘッジファンド (5%(±5%)目途) 不動産投資 インフラストラクチャー投資 } (5%(±5%)目途) 安定的インカム投資 為替オーバーレイ	国内債券 外国債券 グローバル株式 ヘッジファンド (上限15%) 不動産投資 インフラストラクチャー投資 } (上限20%) 安定的インカム投資 為替オーバーレイ

*2023/3/31現在。

■ 投資戦略



COLUMN

「ESG投資」

連合会が考える「本来あるべき投資」とは、世の中が必要とする新しい技術、製品、サービスなどを生み出す優れたビジネスへ投資を行い、利益を得ることだと考えており、したがって、アクティブ運用を中心に年金資産の運用を行っている。

年金資産は長期運用が基本であり、長期的にアルファ獲得を目指して運用を行うと、サステナビリティを考慮した運用がポートフォリオのかなりの部分を占めることになる。なぜなら、世の中の害となるような企業活動では持続的に企業価値を向上させることはできず、長期運用の対象とならないからである。従来から、サステナビリティを考慮して投資判断を行ってきたマネジャーが、これまで長期的に良い結果を残してきた優秀なマネジャーだと考えている。今後さらにサステナビリティの重要性が増していくと考えており、ESG要素を投資先企業の将来キャッシュフローに反映させ企業価値を評価していくことが、以前にも増して重要となる。優秀なアクティブマネジャーによるESG要素を含む企業価値の分析と評価が、長期的かつ持続的なリターンの向上をもたらし、経済的価値だけでなく社会的価値の実現にもつながるものと考えている。

また、適切なガバナンス(G)の下では、環境(E)や社会(S)の課題に対し適切な対応が期待でき、EやSの課題解決のためにもガバナンスの改善、向上が不可

欠だと考えている。環境問題や社会問題の改善、解決の重要性を認識したうえで、コーポレートガバナンスに関する課題が最も重要と位置づけ、投資先企業のビジネスモデルのサステナビリティに関する課題解決のため、長期投資家として投資先企業とともに取り組んでいきたいと考えている。

連合会におけるESG投資の状況について、現状のポートフォリオをESG投資の手法に基づき分類してみると、内外株式のアクティブ運用は「ESGインテグレーション」、パッシブ運用は「エンゲージメント」となり、内外の債券運用では、グリーンボンドやソーシャルボンドへの投資も行っている。

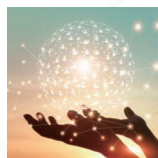
オルタナティブ投資では、インフラ投資における再生可能エネルギーへの投資は「テーマ投資」であり、「インパクト投資」として安定的インカム投資の中でマイクロファイナンスへの投資を行っている。そのほか不動産投資も環境やエネルギー効率に配慮しており、プライベートエクイティ投資はガバナンスファンドということにもなる。さらに、プライベートエクイティ投資におけるベンチャー投資では、新しい技術や産業を生み出し社会課題の解決を促す企業へも投資しており「インパクト投資」として期待している。

このようにESG投資の分類に照らしてみると、年金資産全体の4割程度がESG投資と言えるのではないかと考えている。

プライベートエクイティ投資におけるESG関連投資の例

プライベートエクイティ投資においては、ファンド及び共同投資スキームを通じて、様々な環境や社会における課題解決が期待できる企業やビジネスへの投資を行っている。

この中には、スタートアップ投資も多く含まれ、いずれも厳選された投資案件に基づく長期的な運用収益の向上を目指したものであり、それぞれのESGテーマは、あくまでも「期待される副次的な効果」ではあるものの、連合会の資産運用を通じた実質的なESG投資としての取り組み事例として、その一部を以下のとおり紹介する。



地球環境、気候変動

エナジートランジションをテーマとする投資は、グローバルに幅広く行っており、例えば次のようなビジネスへの投資がある。

- ▶ 脱炭素社会の実現に向けて必要なソリューションを提供する企業 (CO₂排出量の可視化、管理、削減サポートなど)
- ▶ 環境負荷の小さいリサイクル蓄電池ビジネス
- ▶ エネルギー問題のより根本的な解決につながる可能性のある技術 (核融合関連など)
- ▶ 宇宙ゴミ問題の解決に取り組む企業 (宇宙の環境破壊に対する対策も長期的には重要な課題)



ヘルスケア、ライフサイエンス

ヘルスケア領域への投資は多岐にわたるが、世界の健康に寄与しながら高いリターンを獲得を目指している。

- ▶ 創薬分野への投資
- ▶ 希少疾患に対する治療へのアクセスの格差を解消する取り組みを行う企業
- ▶ 再生医療、アプリによる慢性疾患の改善、遠隔診療など



労働力不足

少子高齢化に伴う労働人口減少は、特に日本にとって克服しなければならない大きな社会課題であり、次のようなビジネスへの投資を行っている。

- ▶ ロボティクス分野 (労働の効率化、自動化による労働力減少の課題解決)
- ▶ 建設業、製造業などで業務のデジタル化をスピード感をもって進めるために必要なソリューション (SaaSを中心としたソフトウェア) への投資

株式

基本年金等

1 マネジャー・ストラクチャーの基本的な考え方

市場は
効率的ではあるものの
完全ではない

連合会では、政策アセットミックスが前提としている市場全体のパッシブなリターンだけでなく、これを上回るリターン（アルファ）を獲得するために、パッシブ運用とアクティブ運用を組み合わせたマネジャー・ストラクチャーを構築している。

年金給付・リバランスには
主にパッシブファンド
で対応

年金給付やリバランスへの対応は、主にパッシブファンドで行うこととし、中長期的な視点で取り組むアクティブ運用への影響を抑え、運用に専念できるよう対応している。

外部情報ソースの
積極的な活用

アクティブマネジャーの選定に際しては、マネジャー・エントリー制度の活用により独自の情報収集を行うとともに、特に外国株式のマネジャー・ストラクチャー構築時においては、海外の主要コンサルタント会社からの情報提供やミーティング実施等のサポートを得ている。

地域特化運用の活用

外国株式の運用においては、グローバルな視点による運用を重視しつつ、地域（米国、欧州、アジアなど）ごとにきめの細かいリサーチに裏打ちされた運用への取り組みを行っている。

多様なベンチマーク
への対応

マネジャー・ベンチマークの決定に際しては、必ずしもスポンサー・ベンチマークにこだわることなく、マネジャーの運用手法や目的等に最もふさわしいと認められるベンチマークを付与している。

新興国市場投資への
長期的な視点での対応

連合会の新興国市場投資への取り組みは25年を超えるが、これは先進国に限定することなく、投資ユニバースをできる限り広げることで中長期的なリターンの向上を目指したものである。

2 マネジャー・ストラクチャーについて

マネジャー・ストラクチャーの状況

株式のマネジャー・ストラクチャーは、国内株式と外国株式に分けて管理をしている。

国内株式は、パッシブ運用の全てをインハウス運用としており、連合会が自ら管理・運用を行っている。アクティブ運用については、各アクティブマネジャーの持つ特性を踏まえ運用手法やスタイルの分散を行うとともに、アルファ源泉の多様化を図るために、ベンチマークを意識しない絶対収益追求型のマネジャーや海外に運用拠点のあるマネジャーなど特徴のある投資についても取り組んでいる。

外国株式のアクティブ運用については、より高い期待超過リターンが見込まれるマネジャーにアクセスするため、日本に拠点的ないマネジャーに対しても、信託銀行等を通じて運用を委託している。こうした取り組みに際しては、情報収集力強化のため、海外の主要コンサルタント会社からの情報提供を受けるとともに、現地の調査スタッフとのミーティング実施等のサポートを得ている。

なお、こうした運用機関への委託に際しては、リスク管理の観点から、大手運用機関に委託する場合に比べて1社当たりの委託金額に配慮した対応を行っている。

マネジャー・ベンチマークについて

国内株式においては、主にスポンサー・ベンチマークであるTOPIXを採用しているが、パッシブ運用を行っているインハウス I ファンドでは、Russell/Nomura Prime インデックスを採用している。

外国株式のアクティブ運用においては、グローバル運用でスポンサー・ベンチマークであるMSCI-ACWIを採用し、地域特化運用においては、各マネジャーの運用スタイルに最も適したベンチマークを使うこと

で、マネジャーの運用スキルが最大限発揮できるように留意している。

なお、こうして付与したマネジャー・ベンチマークによって、マネジャー・ストラクチャー全体のリスク特性やリターン水準が、スポンサー・ベンチマークと大きく乖離することがないように、モニタリング及び管理を行っている。



■ 株式

基本年金等

3 インハウス運用

目的

連合会では、インハウス運用の役割を連合会ポートフォリオ全体の総合的なリスク管理及びコスト管理とし、国内株式のインハウス運用では、収益性の改善（コスト削減を含む）、機動的なリバランスへの対応、トランジション・マネジャーとしての役割を担うこととしている。

はじめに、収益性の改善については、直接的には外部の運用機関に委託した場合と比較して支払運用報酬の削減が可能となっている。

次に、機動的なリバランスへの対応については、連合会が自らオペレーションを行うことで、リバランス等の意思決定後、速やかに意図したリスクエクスポージャーの調整を図ることを可能にし、総合的なリスク管理の役割を果たしている。

最後に、トランジション・マネジャーとしての役割では、国内株式のマネジャー・ストラクチャー変更

際しては、解約するマネジャーが保有する株式を一旦インハウスファンドに現物移管し、新しく採用するマネジャーが希望するポートフォリオにリバランスして引き渡している。この際に過不足する株式についてはインハウスファンドにおいて調達することで、トータル売買執行コストを削減している。また、こうした過程で得られたノウハウは、外国株式のトランジション・マネジャーを採用する際にも役立つという、副次的効果も得られている。

なお、機動的なリバランスへの対応及びトランジション・マネジメントの2つの機能については、主にインハウスⅡファンドが担い、インハウスⅠファンドはベンチマークをできる限り正確かつ効率的にトラックすることを目指す、というようにファンド間で役割分担を行っている。

運用手法

インハウス運用の役割と目的に応じて、2つのファンドで運用を行っている。

ベンチマーク	インハウスⅠファンド： Russell/Nomura Prime インデックス
	インハウスⅡファンド： TOPIX
ポートフォリオの構築方法	完全法によるインデックス運用 (原則として、指数に採用されている全ての銘柄を組み入れる)
許容トラッキング・エラー	1.0%未満 (内規で0.3%以内にコントロールする旨規定)

運用体制

年金運用部長のもと、チーフファンドマネジャーを中心にファンドマネジャーを含む7名のスタッフで運営している。

具体的には、全ての株式グループメンバーが出席して開催されるグループ会議において、前月までの運営状況及び当月以降の運営方針について、年金運用部長に報告し、承認を得るとともに、その方針に基づき、チーフファンドマネジャーが実際のオペレーションを統括している。

なお、運用状況については、日次で運用執行理事及び年金運用部長に報告を行っている。

運用実績

(単位: %、1年以上の期間は年率化済)

	2018年度	2019年度	2020年度	2021年度	2022年度	過去5年
インハウス I ファンド	-4.74	-9.15	+43.38	+1.92	+5.58	+5.96
Russell/Nomura Prime	-4.83	-9.26	+43.38	+1.88	+5.56	+5.89
超過収益率	+0.09	+0.11	-0.00	+0.05	+0.02	+0.06
年度末残高(百万円)	195,906	177,960	255,116	259,989	274,467	

	2018年度	2019年度	2020年度	2021年度	2022年度	過去5年
インハウス II ファンド	-5.43	-10.13	+42.03	+2.25	+5.79	+5.48
TOPIX	-5.04	-9.50	+42.13	+1.99	+5.81	+5.68
超過収益率	-0.39	-0.62	-0.10	+0.26	-0.03	-0.20
年度末残高(百万円)	492,822	454,785	477,871	465,785	486,183	

※ インハウス II ファンドのリターンにはリバランスやトランジション・マネジメントによる影響を含む。
 ※ 現存するファンドのみ表示。

4 外部運用機関の評価等について

運用機関の評価プロセス

外部運用機関の評価については、定性面、定量面からのモニタリングを行っている。

定性評価に際しては、ミーティングを実施することにより、登録された運用手法と運用実態に乖離がないかといった運用全般に関する確認を行うとともに、リスク管理体制、経営内容等の実態把握にも努め、現地訪問も行っている。

定量評価では、運用機関に付与したベンチマークと対比した超過収益の状況を1年、3年、5年の各期間ごとに把握することで、長期的な視点で運用成績の評価を行っている。なおこの際には、各運用機関に期待される役割分担(市場環境に応じた各運用機関の手法・スタイルから期待されるアルファや運用機関間で想定されるアルファの相関等)を踏まえた評価を行うようにしている。

■ 株式

基本年金等

運用機関の選定・解約について

前掲の評価プロセスにより、連合会が期待する役割を果たすことが困難と評価されるなど、運用機関の入れ替えが必要と判断された場合には、以下のプロセスにより、代替となる運用機関の選定作業に入る。

投資候補先の確定

マネジャー・エントリー制度に登録されている運用機関データから選定目的に沿う特性を持つマネジャーの絞り込みを行うとともに、必要に応じて、運用コンサルタントに推奨する運用機関のリストアップを依頼。

運用機関情報の
収集・分析、
候補先絞り込み

確定した投資候補先から、運用機関情報及び過去のポートフォリオ運営実績について、情報収集・分析を行い、候補先の絞り込みを行う。

デューデリジェンス
ミーティングの実施

運用責任者と直接面談し(必要に応じて複数回、海外に拠点のあるマネジャーの場合には、現地の運用拠点を訪問)、運用手法や経営状況等を確認。

年金運用部長の承認

上記の内容に基づき、分散投資の観点等も踏まえて、投資候補先の採用が望ましいと判断された場合には、年金運用部長の承認を得て新規委託先との具体的な手続を開始(なお、連合会ではマネジャー・エントリー制度の活用により、運用機関からのアクセスが常時確保されていることから、いわゆる公募形式での運用機関の募集は通常行っていない)。

採用または解約の決定

理事長までの承認を得て、年金資産運用管理規程における契約の締結先の変更を行う。運用機関との契約、信託口座の設定または解約による清算、資産移受管指図等は、別途、投資管理グループにおいて手続を行い、株式グループでは、運用ガイドライン提示の手続を行う。

運用コンサルタントの活用について

連合会では、外部運用機関の採用時に運用コンサルタントを活用している。これにより、投資の対象となるユニバースを、マネジャー・エントリー制度でカバーできない海外のマネジャーを含め幅広く募ることが可能になっている。

特に、日本に拠点のない海外の運用機関へのアクセス確保は、日本の年金基金単独で行うことは容易なことではないので、こうした取り組みを通じて、マネジ

ャー・ストラクチャーのリターン源泉の分散化にも貢献している。

なお、こうした運用コンサルタントからのサポートは、採用時に限られたものではなく、運用のモニタリング時においても、リサーチアナリストとのミーティングの実施や、採用運用機関に関する情報提供等のサービスを継続的に受けている。

5 パフォーマンスモニタリング、リスク管理の状況について

マネジャー・ストラクチャーのモニタリング(ポートフォリオの管理・分析)においては、FactSetやBarraを活用するとともに、市場における情報やデータを収集するためにBloombergを活用している。

具体的なモニタリングの内容・頻度は以下のとおり。

日次(全て各マネジャーごとに)	月次
<ul style="list-style-type: none"> ▶ パフォーマンス実績 ▶ 大量保有(5%以上)銘柄の状況 ▶ 株価が大幅に(10%以上)上昇、下落した銘柄の保有状況 ▶ 新規購入銘柄情報 ▶ 全売却銘柄情報 ▶ 上場株式以外の銘柄の保有状況 	<ul style="list-style-type: none"> ▶ ポートフォリオ特性分析 (地域、業種、個別銘柄) ▶ アクティブウェイトの状況 (地域、業種、個別銘柄) ▶ パフォーマンス寄与分析 (地域、業種、個別銘柄) ▶ 各マネジャーの主要な投資行動 ▶ 推定トラッキング・エラーの推移 ▶ リスクインデックス値の推移

■ 株式

基本年金等

6 運用状況

アクティブポートフォリオの状況(2023年3月末現在)

①国内株式

(単位:%)

	水産・農林	鉱業	建設	電気・ガス	陸運	海運	空運	倉庫・運輸	情報・通信	卸売	小売	銀行	証券・商品	保険	その他金融	不動産	サービス
PFA	0.05	2.76	2.54	0.45	1.18	0.14	0.62	0.25	8.42	4.70	6.54	6.96	0.49	2.46	1.16	1.72	5.16
BM	0.09	0.30	1.96	1.21	2.96	0.61	0.49	0.14	8.66	6.17	4.54	5.92	0.74	2.14	1.09	1.85	5.08
Active	-0.04	2.46	0.58	-0.76	-1.78	-0.47	0.12	0.11	-0.24	-1.47	2.01	1.05	-0.25	0.32	0.07	-0.13	0.08
22/3末	-0.03	1.96	0.29	-0.68	-2.11	-0.19	0.17	0.15	1.13	-1.45	3.36	0.26	0.15	-0.05	-0.08	-0.96	0.75
21/3末	-0.05	1.01	-0.51	-0.96	-2.24	0.23	0.25	0.10	-0.24	-0.83	2.27	1.59	0.29	0.10	0.24	-0.43	0.31

(単位:%)

	食料品	繊維	紙パ	化学	医薬品	石油・石炭	ゴム	ガラス・土石	鉄鋼	非鉄	金属	機械	電機	輸送用機器	精密	その他製品	キャッシュ
PFA	3.61	0.51	0.14	7.45	3.73	0.14	1.52	0.52	1.44	1.76	0.70	6.13	13.94	5.88	2.26	1.28	2.53
BM	3.53	0.48	0.18	6.30	5.55	0.46	0.78	0.73	0.94	0.74	0.57	5.41	18.09	7.46	2.59	2.25	0.00
Active	0.09	0.03	-0.03	1.14	-1.83	-0.32	0.74	-0.20	0.51	1.02	0.13	0.72	-4.16	-1.58	-0.32	-0.97	2.53
22/3末	-0.80	-0.18	0.14	0.57	-0.87	-0.27	0.90	-0.41	0.58	0.74	0.15	1.32	-4.83	-2.19	-0.36	-0.45	2.48
21/3末	-0.73	-0.37	0.09	-0.16	-1.73	-0.20	0.62	0.03	1.02	0.56	0.05	1.67	-4.10	0.89	-0.94	-0.90	2.21

ポートフォリオ特性

(単位:%)

	PFA	BM
配当利回り	2.54	2.55
P/E	12.30	12.68
P/E(今後1年)	12.47	12.79
P/E(今後2年)	11.85	12.69
P/B	1.10	1.18
ROE	11.24	11.89
EPS成長(今後3-5年)	8.90	8.43

Barraリスク特性

(単位:%)

	PFA	BM	差
グロース	0.04	0.01	0.02
バリュー	0.10	-0.01	0.11
益回り	0.13	0.01	0.12
サイズ	-0.09	0.04	-0.13
サイズ非線形	0.19	-0.05	0.24
流動性	0.16	0.12	0.04
モーメンタム	0.06	0.05	0.01
センチメント	-0.06	0.01	-0.06
長期リバーサル	0.07	-0.01	0.08
ベータ	0.09	0.06	0.04
レジデュアル・ボラティリティ	0.10	0.02	0.08
財務レバレッジ	-0.04	-0.00	-0.03
海外経済感応度	-0.02	-0.04	0.01
マクロ感応度	0.15	0.06	0.08
利益クオリティ	-0.01	-0.03	0.02
インダストリー・モーメンタム	-0.03	0.00	-0.03

推定リスク

(単位:%)

	TE	β
三井住友DS	5.60	0.99
ニッセイAM	7.25	1.08
Nuveen	3.29	0.95
SOMPO	5.29	0.94
Capital	4.18	0.96
Russell	1.68	1.04
NVIC	6.64	0.94
Orbis	5.84	0.99
Harris	5.65	0.99
東京海上AM	4.20	1.09
BG	5.12	1.13
T.Rowe	3.83	1.04

<アクティブ>

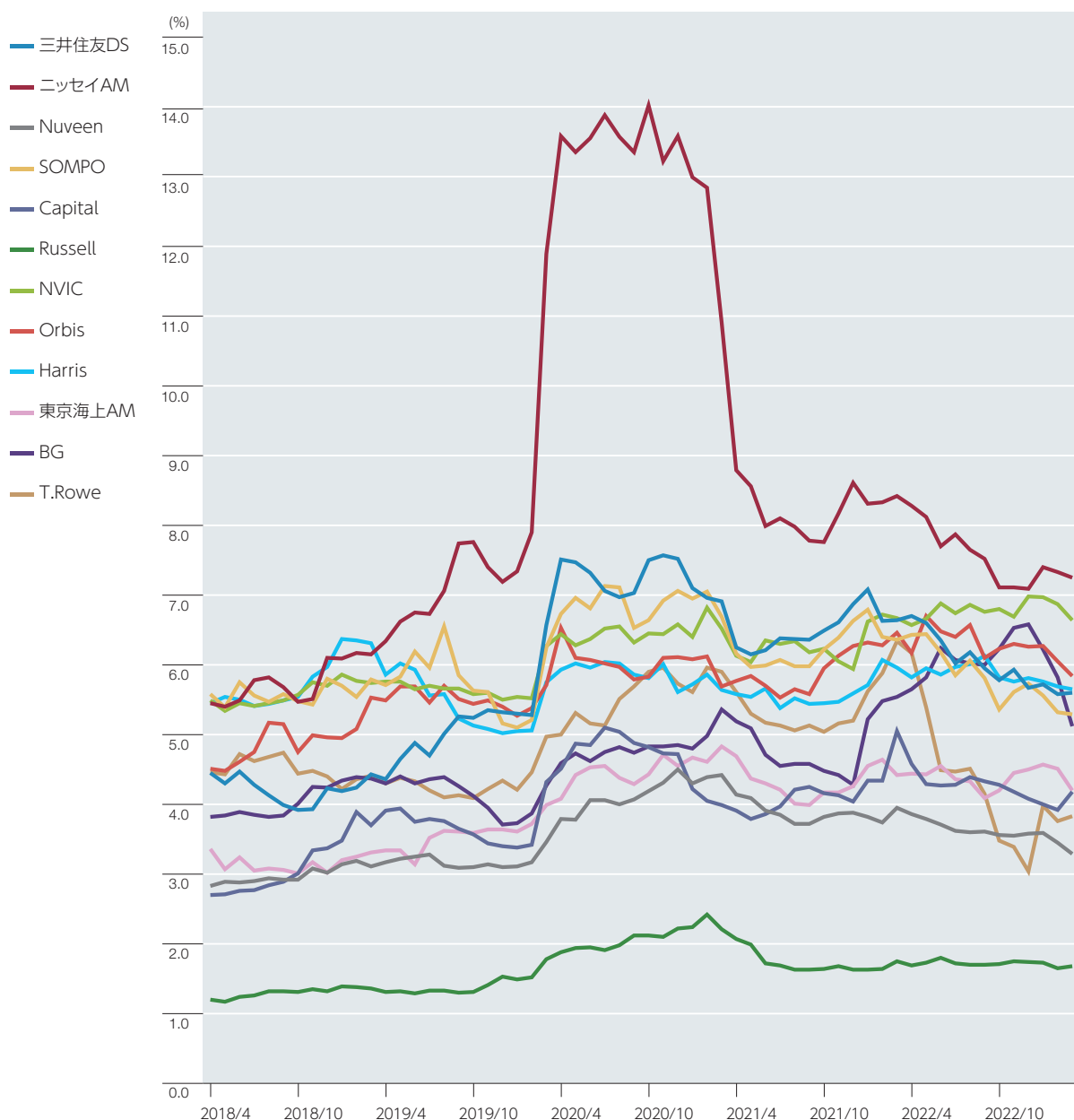
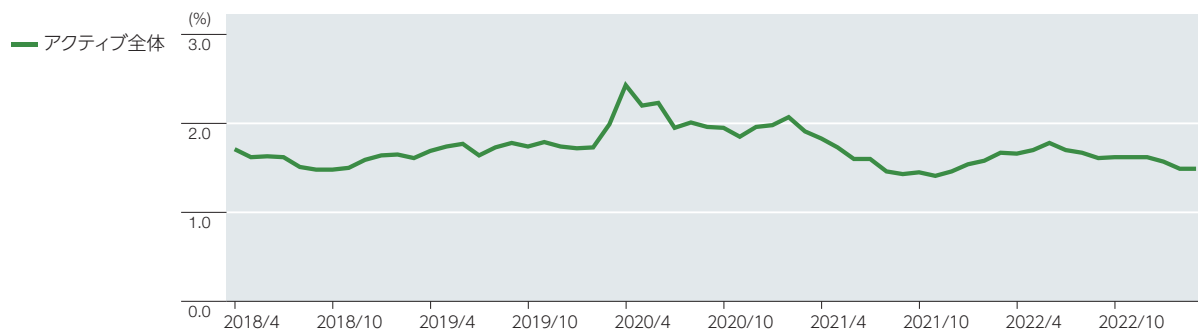
(単位:%)

	TE	β
アクティブ全体	1.49	1.01

※ 推定TE、 β については、キャッシュ及び先物を含む未分類銘柄を除外



推定トラッキング・エラーの推移

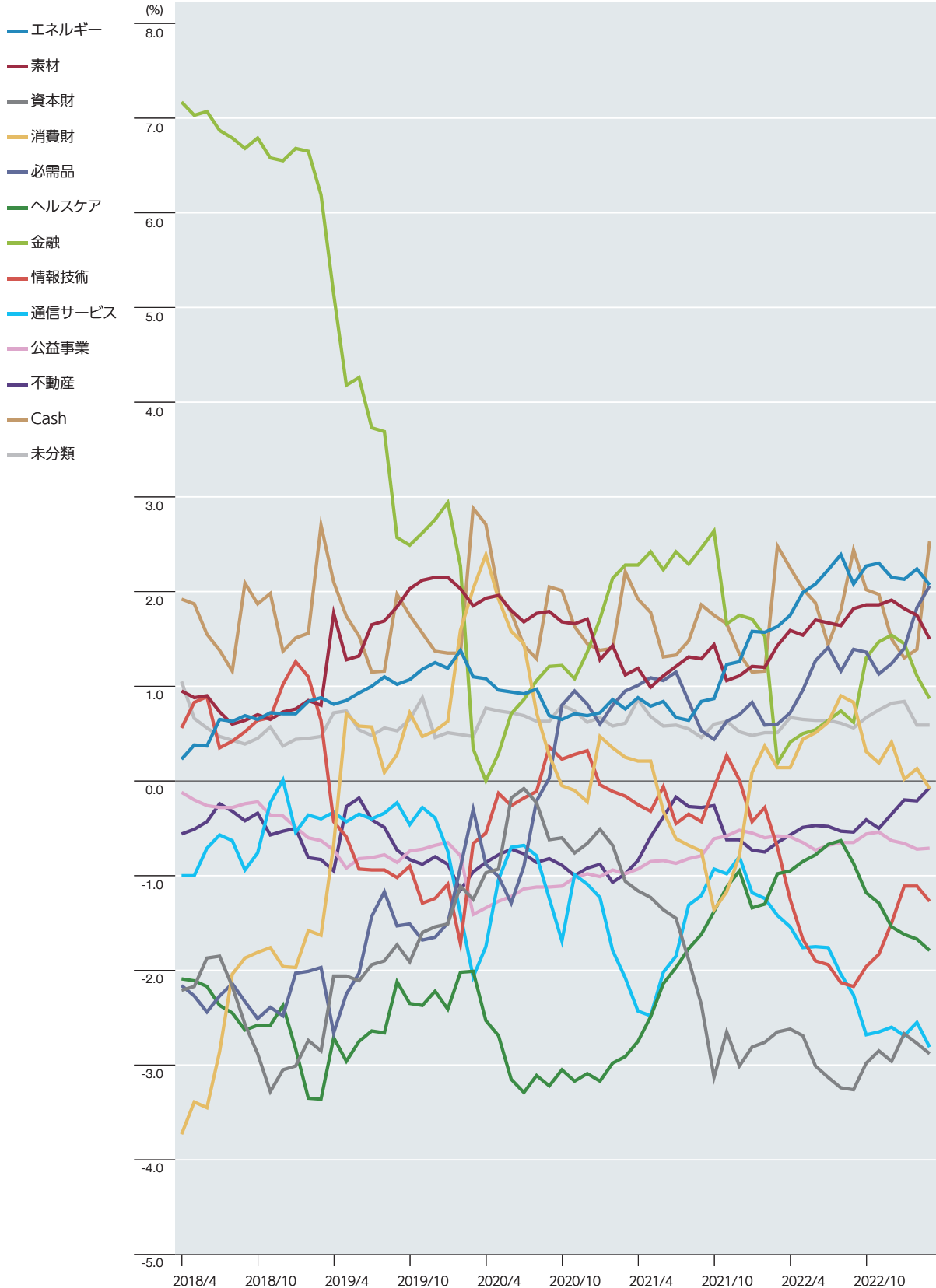


※ 推定TEについては、キャッシュ及び先物を含む未分類銘柄を除外
委託前の数値は、委託会社提供データを使用

■ 株式

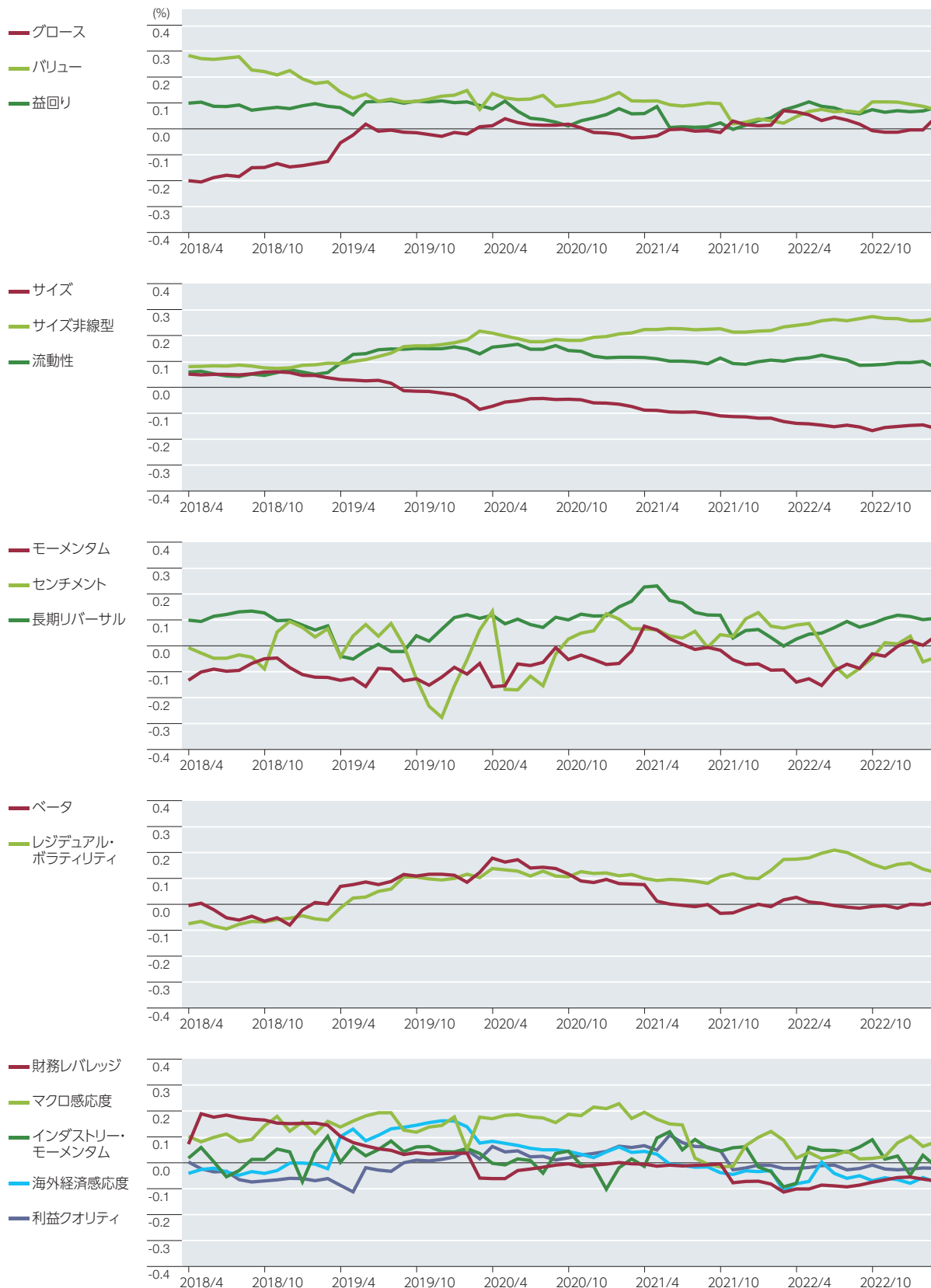
基本年金等

業種配分推移





主要リスクエクスポージャー推移



■ 株式

基本年金等

②外国株式

地域配分

(単位:%)

	日本	北米	欧州 中東	Pacific	EM	Cash	未分類
PFA	5.19	55.86	21.96	1.58	10.53	1.98	2.89
BM	5.49	63.52	17.00	3.05	10.94	0.00	0.00
Active	-0.30	-7.66	4.96	-1.46	-0.40	1.98	2.89
22/3末	-0.14	-6.47	3.34	-1.18	-1.12	2.69	2.89
21/3末	1.31	-8.02	1.08	-0.62	0.15	2.22	3.87

BM:MSCI-ACWI

ACWI投資先:日本・北米・欧州中東・Pacific・EM

ADR、GDR(預託証券):原株式発行国で分類

未分類:分類不能証券、ETF、先物等
(先物分のキャッシュはオフセット済)

※ アロケーションファンド含む

業種配分(GICS11)

(単位:%)

	エネ ルギー	素材	資本財	一般 消費財	生活 必需品	ヘルス ケア	金融	情報 技術	通信	公益 事業	不動産	Cash	未分類
PFA	5.67	4.49	9.61	12.81	6.20	12.61	12.14	21.47	7.59	1.47	0.99	1.98	2.97
BM	4.95	4.88	10.16	11.15	7.46	12.29	13.92	22.47	7.34	2.93	2.44	0.00	0.00
Active	0.72	-0.39	-0.55	1.67	-1.26	0.31	-1.78	-1.00	0.24	-1.46	-1.45	1.98	2.97
22/3末	1.31	1.02	-1.07	1.76	-0.35	0.49	-2.62	-2.99	-0.67	-0.91	-1.66	2.69	2.99
21/3末	-0.89	-0.30	-1.63	5.14	-1.26	-1.05	-2.41	-1.05	0.53	-1.54	-1.52	2.22	3.76

ポートフォリオ特性

(単位:%)

	PFA	BM
配当利回り	1.9	2.2
P/E	22.7	24.0
P/E(今後1年)	20.8	22.2
P/E(今後2年)	17.8	19.0
P/B	4.0	4.4
ROE	18.4	19.2
EPS成長(今後3-5年)	11.6	10.6

推定リスク

<Global>

(単位:%)

	TE	β
Wellington	2.11	1.03
Russell	3.32	1.00
BG	15.09	1.41
Sanders	4.00	0.97
Jennison	8.00	1.14
Polaris	4.96	0.98
Ardevora	2.46	1.02
Sands	12.83	1.38
GQG	4.98	0.97
Hosking	5.91	1.08
Arrow	3.83	0.95

<Europe>

(単位:%)

	TE	β
Schroders	6.14	1.09
Comgest	6.07	1.00
Alken	9.22	1.10

<Asia>

(単位:%)

	TE	β
UBS	3.51	1.04
JOH	7.04	0.96

(単位:%)

	TE	β
Alliance	5.81	1.06
Coronation	9.20	1.12
William Blair	5.55	0.96

<Active>

(単位:%)

	TE	β
Active All	1.92	1.05

※ 推定TE、 β については、キャッシュ
及び先物を含む未分類銘柄を除外

Barraリスク特性

(単位:%)

	PFA	BM	差
Beta	0.21	0.09	0.12
Residual Volatility	-0.02	-0.09	0.07
Size	0.05	0.28	-0.23
Mid Capitalization	-0.02	-0.08	0.06
Liquidity	0.11	-0.01	0.12
Leverage	-0.00	0.02	-0.02
Growth	0.06	0.00	0.06
Book-to-Price	0.06	-0.04	0.09
Dividend Yield	-0.08	0.02	-0.10
Earnings Yield	0.09	0.01	0.07
Momentum	0.10	-0.00	0.10
Earnings Variability	0.10	-0.06	0.16
Earnings Quality	0.08	0.00	0.08
Investment Quality	0.01	0.05	-0.04
Long-Term Reversal	0.03	-0.08	0.10
Profitability	0.05	0.03	0.02
Industries	1.05	1.07	-0.01
Countries	0.89	0.93	-0.03
Currencies	1.00	1.00	0.00
Market	0.96	1.00	-0.04

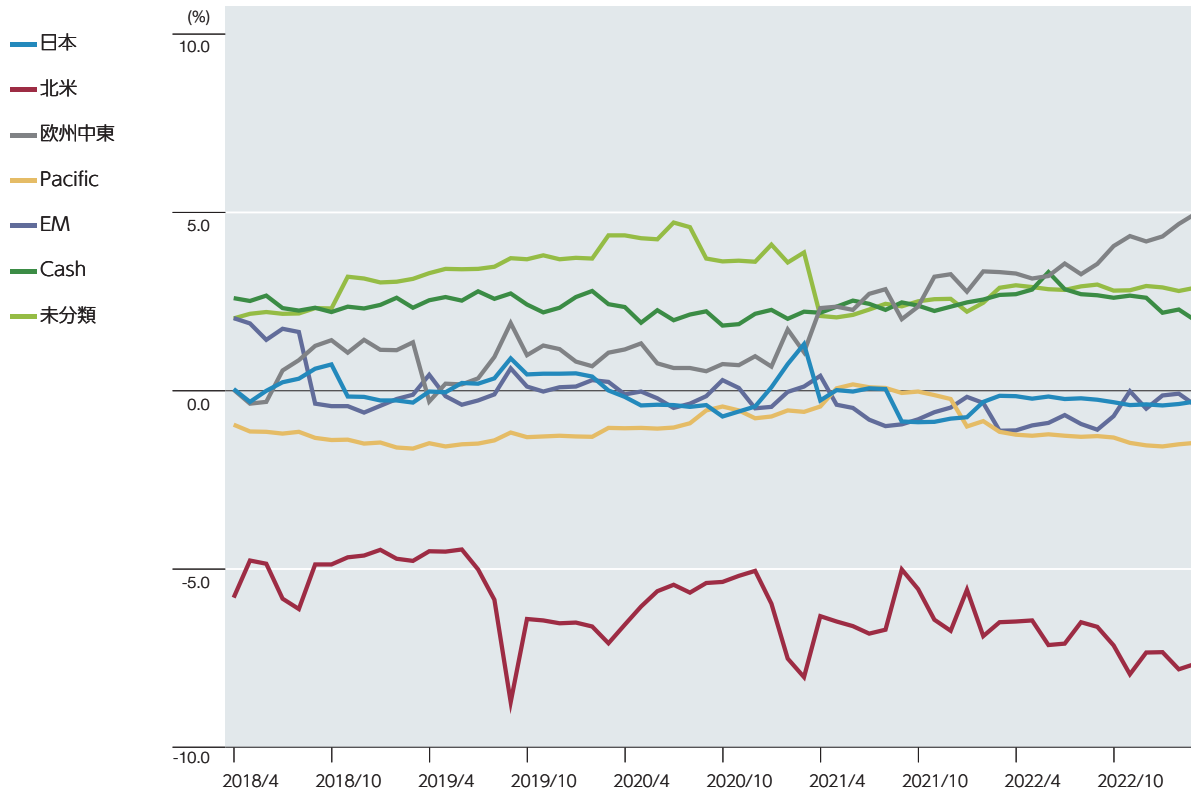
<US>

(単位:%)

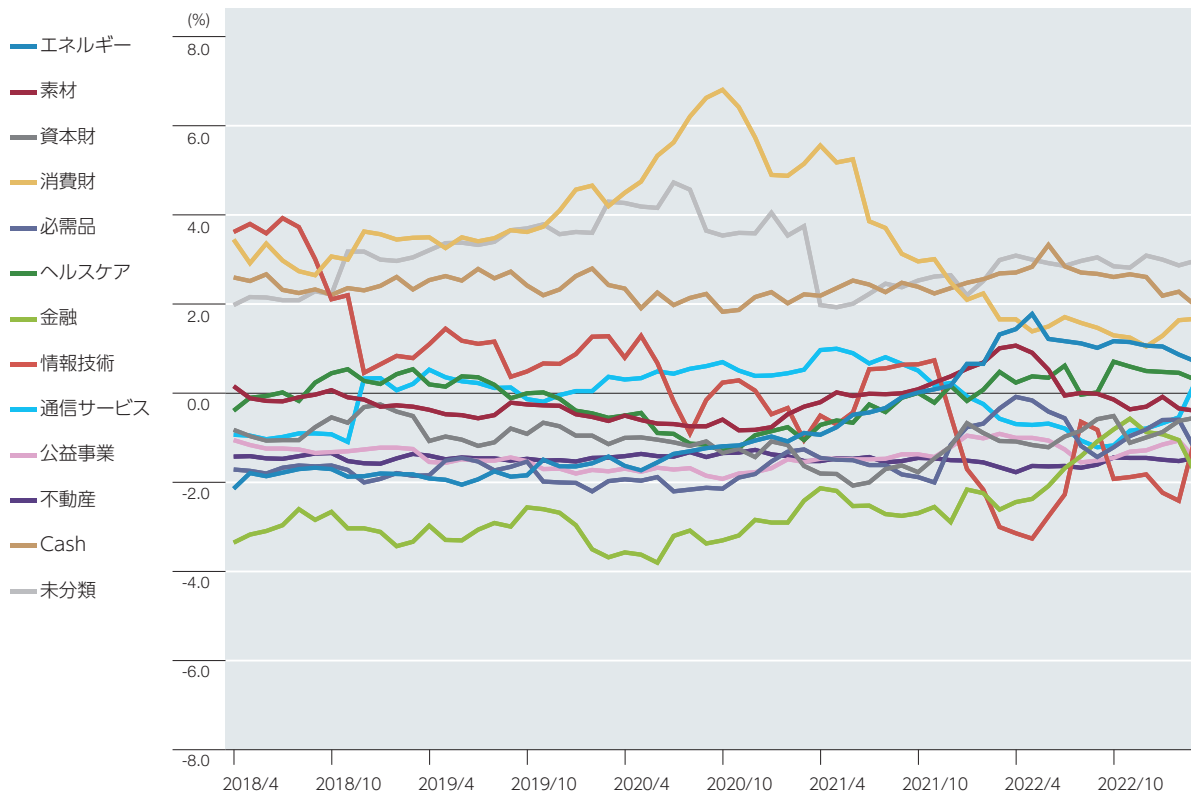
	TE	β
Brown	3.54	1.05
Sound	5.05	1.07
Harris	6.86	1.19
Jennison	4.12	1.07
Southeastern	9.59	1.17
Donald	9.82	1.01
Arrow	2.65	0.96
GQG	5.16	0.94
Jacobs	3.33	1.07



地域配分推移



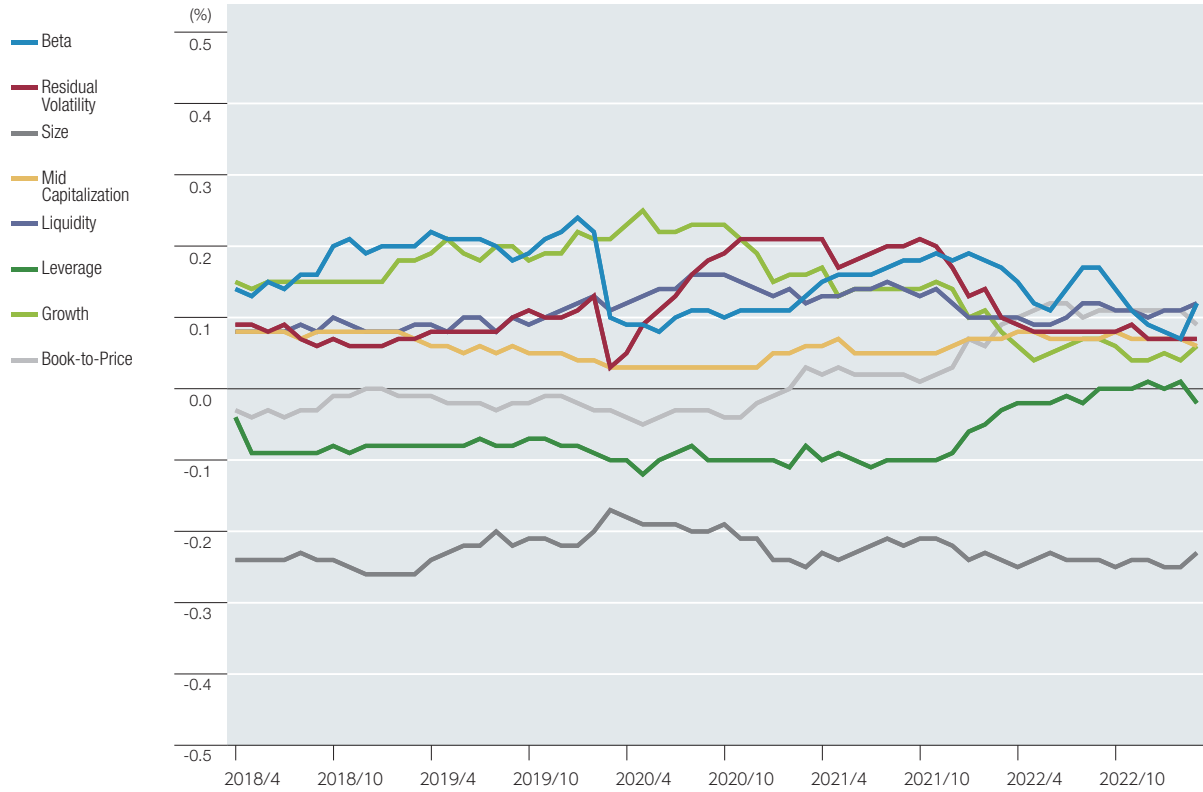
業種配分推移



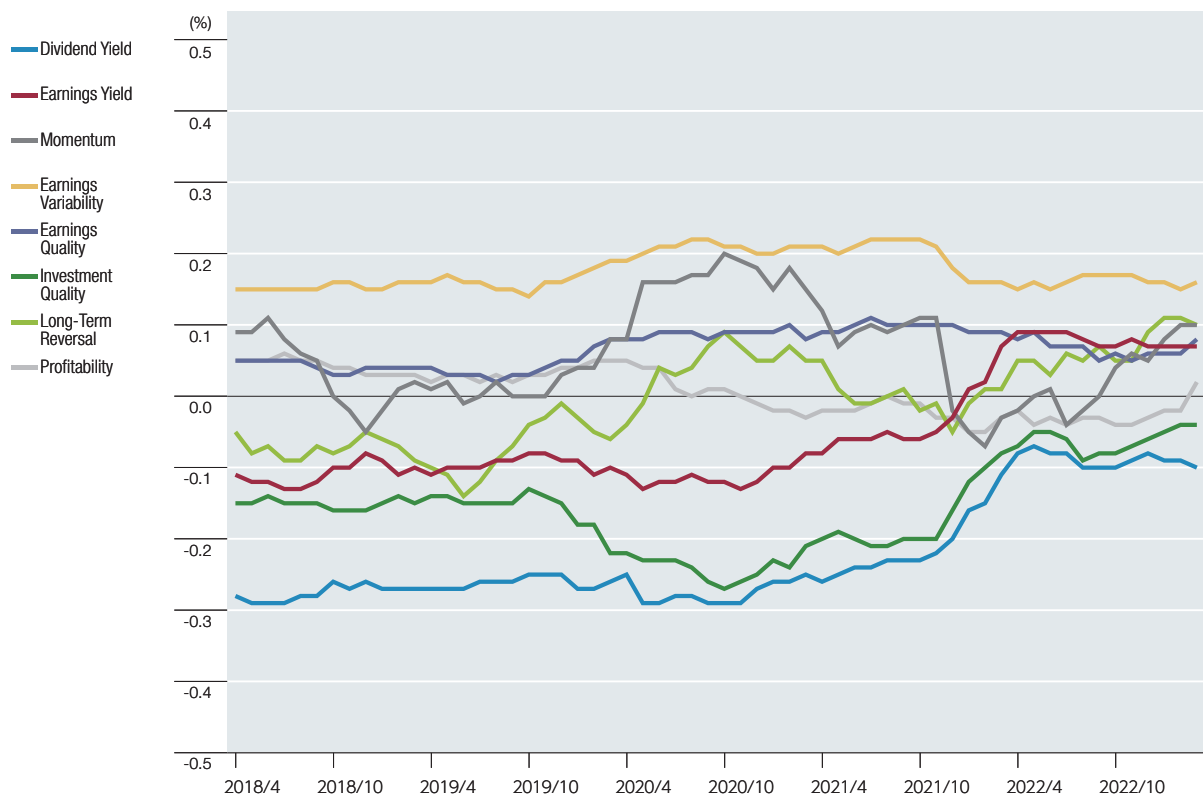
■ 株式

基本年金等

リスクエクスポージャー推移①



リスクエクスポージャー推移②



<参考 外国株式ポートフォリオ全体(パッシブ運用含む)の状況>

地域配分

(単位:%)

	日本	北米	欧州 中東	Pacific	EM	Cash	未分類
PFA	5.15	56.60	20.05	1.93	10.51	1.42	4.35
BM	5.49	63.52	17.00	3.05	10.94	0.00	0.00
Active	-0.35	-6.93	3.05	-1.11	-0.43	1.42	4.35
22/3末	-0.22	-5.75	1.76	-0.84	-1.00	1.74	4.32
21/3末	0.98	-7.83	0.59	-0.58	-0.12	1.85	5.12

BM:MSCI-ACWI

ACWI投資先:日本・北米・欧州中東・Pacific・EM

ADR、GDR(預託証券):原株式発行国で分類

未分類:分類不能証券、ETF、先物等
(先物分のキャッシュはオフセット済)

※ アロケーションファンド含む

業種配分(GICS11)

(単位:%)

	エネルギー	素材	資本財	一般 消費財	生活 必需品	ヘルス ケア	金融	情報 技術	通信	公益 事業	不動産	Cash	未分類
PFA	5.36	4.49	9.53	12.05	6.41	12.21	12.34	21.23	7.36	1.85	1.35	1.42	4.41
BM	4.95	4.88	10.16	11.15	7.46	12.29	13.92	22.47	7.34	2.93	2.44	0.00	0.00
Active	0.41	-0.40	-0.63	0.91	-1.05	-0.09	-1.59	-1.24	0.02	-1.09	-1.09	1.42	4.41
22/3末	0.76	0.54	-0.93	0.84	-0.38	0.03	-2.08	-2.47	-0.63	-0.65	-1.16	1.74	4.39
21/3末	-0.81	-0.33	-1.55	4.09	-1.19	-1.09	-2.28	-1.30	0.27	-1.34	-1.33	1.85	5.02

ポートフォリオ特性

(単位:%)

	PFA	BM
配当利回り	2.0	2.2
P/E	23.1	24.0
P/E(今後1年)	21.2	22.2
P/E(今後2年)	18.2	19.0
P/B	4.1	4.4
ROE	18.6	19.2
EPS成長(今後3-5年)	11.3	10.6

Barraリスク特性

(単位:%)

	PFA	BM	差
Beta	0.17	0.09	0.08
Residual Volatility	-0.04	-0.09	0.05
Size	0.11	0.28	-0.17
Mid Capitalization	-0.04	-0.08	0.04
Liquidity	0.08	-0.01	0.08
Leverage	0.00	0.02	-0.01
Growth	0.04	0.00	0.04
Book-to-Price	0.03	-0.04	0.07
Dividend Yield	-0.05	0.02	-0.07
Earnings Yield	0.06	0.01	0.05
Momentum	0.07	-0.00	0.07
Earnings Variability	0.05	-0.06	0.11
Earnings Quality	0.06	0.00	0.05
Investment Quality	0.02	0.05	-0.03
Long-Term Reversal	-0.00	-0.08	0.08
Profitability	0.04	0.03	0.01
Industries	1.03	1.07	-0.03
Countries	0.88	0.93	-0.04
Currencies	1.00	1.00	0.00
Market	0.95	1.00	-0.05

■ 株式

基本年金等

アクティブマネジャーのパフォーマンス状況

①国内株式運用機関 超過リターン

(単位:億円、%)

	運用機関	ベンチマーク	年度末 資産残高	年度					過去3年	過去5年
				18年度	19年度	20年度	21年度	22年度		
日本	三井住友DS	TOPIX	1,336	+0.06	-9.61	+6.14	+1.68	+8.41	+5.31	+0.50
	ニッセイAM	TOPIX	281		-15.92	+15.02	-1.32	+3.56	+4.73	
	Nuveen	TOPIX	414			-11.96	-1.72	+4.54	-2.39	
	SOMPO AM	TOPIX	338					+4.27		
	Capital	TOPIX	1,580	+0.92	-0.77	+13.66	-2.64	+2.07	+3.31	+1.83
	Russell	TOPIX	2,094	+0.61	-0.82	+4.25	-0.40	+0.75	+1.26	+0.63
	NVIC	TOPIX	429	+0.82	+11.99	-3.91	-3.46	-0.95	-2.71	+1.31
	Orbis	TOPIX	1,624	-2.34	+1.83	+3.01	+3.36	+6.03	+4.26	
	Harris	TOPIX	269					-2.73		
	東京海上AM	TOPIX	845	-1.62	+5.10	+13.29	+0.72	-4.22	+2.16	+1.99
	Baillie Gifford	TOPIX	346	+1.67	-3.79	+18.13	-10.62	-8.83	-2.93	
	T.Rowe	TOPIX	627		+4.60	+14.10	-15.56	-5.67	-4.74	
合計	カスタム ベンチマーク	10,184	+0.68	-2.33	+8.14	-1.80	+1.69	+2.09	+0.74	

(参考)	アクティブ パッシブ合計	TOPIX	17,790	+0.34	-1.04	+3.88	-1.03	+0.74	+0.92	+0.33
------	-----------------	-------	--------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------

- ※ 再委託・助言による運用商品については運用再委託先・助言運用機関の名称を記載
- ※ 運用期間1年超の収益率については年率換算済み
- ※ 2022年度末時点で運用を継続中の委託先を記載
- ※ パフォーマンス合計には解約した運用委託先の実績を含む

2022年度の国内株式アクティブマネジャーのリターンは、ベンチマークを1.69%上回った。

国内株式市場は、企業業績の回復基調が続く中、日銀の金融緩和継続期待による円安の進行や、欧米の中央銀行の利上げ停止への期待などもあり、下値を切り上げる展開となった。

こうした環境下、利益成長を重視するマネジャーのパフォーマンスは冴えなかった一方で、割安な企業への投資を行うマネジャーの運用成績は好調だった。

過去3年間の超過リターンはベンチマークを2.09% (年率換算後) 上回り、過去5年間では0.74% (年率換算後) 上回った。

なお、当年度中は2社の新規採用を実施した。

②外国株式運用機関 超過リターン

(単位:億円、%)

	運用機関	ベンチマーク	年度末 資産残高	年度					過去3年	過去5年
				18年度	19年度	20年度	21年度	22年度		
グローバル	Wellington	MSCI ACWI	2,221	+0.26	+2.27	+2.72	-0.06	-0.18	+0.61	+0.97
	Russell	MSCI ACWI	2,682	-2.87	-3.70	+8.82	-1.59	+1.54	+2.32	-0.34
	Baillie Gifford	MSCI ACWI	233	+6.91	+22.07	+52.95	-27.06	-11.27	-3.65	+4.56
	Sanders	MSCI ACWI	993	-1.61	+3.10	+19.13	+0.32	+6.95	+7.79	+4.64
	Jennison	MSCI ACWI	538	+8.40	+10.33	+30.26	-9.60	-7.03	+0.75	+4.72
	Polaris	MSCI ACWI	447	-3.84	-11.45	+19.02	-6.78	+3.18	+3.56	-2.07
	Ardevora	MSCI ACWI	376	+0.95	+1.53	+8.84	-11.08	-1.26	-2.32	-0.68
	Sands	MSCI ACWI	334	+5.21	+8.48	+21.65	-17.73	-11.49	-6.23	-0.31
	GQG	MSCI ACWI	582	+7.71	+9.40	-18.09	+14.61	-1.04	-0.61	+3.59
	Hosking	MSCI ACWI	337	-8.39	-9.53	+22.33	-4.73	-1.33	+3.25	-2.66
	Arrowstreet	MSCI ACWI	491				+0.62	+7.59		
グローバル計	カスタム ベンチマーク	9,232	+0.11	+2.35	+14.24	-5.57	-0.31	+1.44	+1.41	
米国	Brown Advisory	Russell1000	428	+1.46	+2.92	+6.18	-4.94	+1.63	+0.53	+1.34
	Sound Shore	Russell1000V	378	-3.81	-3.53	+15.47	+0.20	-0.98	+3.61	+0.10
	Harris	Russell1000V	555	-1.24	+3.00	+29.14	+0.99	+3.66	+9.19	+5.42
	Jennison	Russell1000G	294	-0.22	-0.04	+7.90	-11.65	-5.79	-4.64	-2.67
	Southeastern	S&P500	118	-12.80	-11.41	+27.79	-11.76	-4.29	+0.84	-5.32
	Donald Smith	Russell2000V	190	-3.31	+5.50	+21.33	+25.13	+29.63	+27.20	+14.33
	Arrowstreet	Russell3000	679	+2.44	-4.08	+8.37	+7.61	+5.36	+7.02	
	GQG	Russell1000	353		+11.64	-17.70	+13.44	-1.57	-1.15	
	Jacobs Levy	Russell3000	523		-1.28	+10.61	+6.74	+4.13	+6.76	
	米国計	カスタム ベンチマーク	3,517	-1.48	-1.08	+8.62	+0.29	+2.40	+3.29	+1.19
欧州	Schroders	MSCI Europe	317	-5.10	+10.99	+15.11	-6.32	-10.24	-2.32	+0.35
	Comgest	MSCI Europe	266	+12.25	+17.70	-1.76	+4.49	+0.66	+1.35	+7.74
	Alken	MSCI Europe	229	-10.49	-7.02	-1.99	+24.32	+3.50	+9.00	+0.26
	欧州計	カスタム ベンチマーク	812	-1.13	+5.44	+5.20	+2.35	-3.13	+1.09	+1.74

■ 株式

基本年金等

(単位:億円、%)

	運用機関	ベンチマーク	年度末 資産残高	年度					過去3年	過去5年
				18年度	19年度	20年度	21年度	22年度		
アジア	UBS	MSCI AC Asia exJ	168	-0.62	+5.84	+5.29	-1.70	-4.61	-1.26	+0.57
	JOHambro	MSCI AC Asia exJ	96	-4.05	+5.42	+17.26	+0.76	+5.10	+6.27	+3.84
	アジア計	カスタムベンチマーク	264	+1.57	+5.71	+9.08	-0.77	-1.28	+1.30	+2.44
エマージング	Alliance	MSCI Emerging	112	-1.49	-2.83	-3.69	+17.15	-2.67	+4.38	+1.26
	Coronation	MSCI Emerging	99	+4.87	+5.76	+8.69	-23.98	+9.41	-5.23	-0.42
	William Blair	MSCI Emerging	80					-0.02		
	エマージング計	カスタムベンチマーク	291	+0.27	+1.47	-1.28	-3.70	+2.40	-0.86	-0.03
	合計	カスタムベンチマーク	14,117	-0.41	+1.77	+12.16	-3.71	+0.28	+1.85	+1.37

(参考)	アクティブ パッシブ合計	MSCI ACWI	20,895	-0.57	+0.64	+7.01	-3.51	+0.39	+0.70	+0.43
------	-----------------	-----------	--------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------

- ※ 再委託による運用商品については運用再委託先の名称を記載
- ※ 運用期間1年超の収益率については年率換算済み
- ※ 2022年度末時点で運用を継続中の委託先を記載
- ※ パフォーマンス合計には解約した運用委託先の実績を含む

2022年度の外国株式アクティブマネジャーのリターンは、ベンチマークを0.28%上回った。

グローバル株式市場は、年度を通じて現地通貨ベースではマイナスとなったものの、円安の進展により円建てでは小幅に上昇した。年度前半は、欧米各国の金融引き締めや、ロシアによるウクライナ侵攻の長期化、中国のロックダウンによる世界経済への影響などを懸念する形で大幅に下落したが、10月以降は、テクノロジー関連銘柄の反発が主導して、年度前半の下げの多くを回復する形となった。

このような環境下、グローバル運用は、定量的なアプローチで幅広い投資機会をリターンの源泉とする

マネジャーや、割安な企業への投資を行うマネジャーが好調なリターンを獲得した一方、利益成長を重視するマネジャーは年度前半の金利上昇時に苦戦したことから、マイナスの超過収益となった。地域特化運用においては、米国やエマージングのマネジャーがプラスの超過収益を獲得したものの、欧州やアジアのマネジャーがマイナスの超過収益となった。

この結果、過去3年間の超過リターンは、ベンチマークを1.85%(年率換算後)上回り、過去5年間では1.37%(年率換算後)上回った。

なお、当年度中は2社の新規採用と3社の解約を実施した。

通算企業年金

1 基本的な考え方

通算企業年金については、グローバル株式のみでの運用としているが、基本年金等と同様の考え方に基づいた運営を行っている。

2 運用状況

アクティブポートフォリオの状況(2023年3月末現在)

地域配分

(単位:%)

	日本	北米	欧州 中東	Pacific	EM	Cash	未分類
PFA	1.69	45.05	23.12	1.79	20.51	2.02	5.81
BM	5.49	63.52	17.00	3.05	10.94	0.00	0.00
Active	-3.80	-18.47	6.12	-1.25	9.57	2.02	5.81
22/3末	-3.70	-21.93	7.93	-1.18	8.15	2.81	7.92
21/3末	9.21	-27.29	4.66	-1.45	6.89	3.17	4.81

BM:MSCI-ACWI

ACWI投資先:日本・北米・欧州中東・Pacific・EM

ADR、GDR(預託証券):原株式発行国で分類

未分類:分類不能証券、ETF、先物等
(先物分のキャッシュはオフセット済)

業種配分(GICS11)

(単位:%)

	エネ ルギー	素材	資本財	一般 消費財	生活 必需品	ヘルス ケア	金融	情報 技術	通信	公益 事業	不動産	Cash	未分類
PFA	6.41	9.45	13.11	13.58	4.44	6.18	13.63	16.16	6.62	1.60	0.98	2.02	5.81
BM	4.95	4.88	10.16	11.15	7.46	12.29	13.92	22.47	7.34	2.93	2.44	0.00	0.00
Active	1.46	4.57	2.95	2.43	-3.02	-6.12	-0.29	-6.31	-0.72	-1.34	-1.46	2.02	5.81
22/3末	3.15	6.57	3.25	-1.01	-3.04	-6.77	0.95	-8.01	-2.37	-1.53	-1.91	2.81	7.92
21/3末	-0.85	2.93	2.40	1.80	-1.46	-5.68	2.52	-4.71	-1.30	-1.91	-1.71	3.17	4.81

ポートフォリオ特性

(単位:%)

	PFA	BM
配当利回り	2.1	2.2
P/E	20.0	24.0
P/E(今後1年)	18.0	22.2
P/E(今後2年)	15.8	19.0
P/B	3.3	4.4
ROE	16.2	19.2
EPS成長(今後3-5年)	9.8	10.6

推定リスク

<Global>

(単位:%)

	TE	β
Russell	3.45	0.99

<Active>

(単位:%)

	TE	β
通算Active	3.45	0.99

※ 推定TE、 β については、キャッシュ及び先物を含む未分類銘柄を除外

Barraリスク特性

(単位:%)

	PFA	BM	差
Beta	0.14	0.09	0.05
Residual Volatility	0.04	-0.09	0.13
Size	-0.14	0.28	-0.42
Mid Capitalization	0.11	-0.08	0.19
Liquidity	0.20	-0.01	0.20
Leverage	0.08	0.02	0.06
Growth	-0.02	0.00	-0.02
Book-to-Price	0.16	-0.04	0.19
Dividend Yield	-0.02	0.02	-0.05
Earnings Yield	0.14	0.01	0.13
Momentum	0.03	-0.00	0.03
Earnings Variability	0.18	-0.06	0.24
Earnings Quality	0.15	0.00	0.15
Investment Quality	-0.09	0.05	-0.14
Long-Term Reversal	0.18	-0.08	0.25
Profitability	-0.18	0.03	-0.21
Industries	0.96	1.07	-0.10
Countries	0.86	0.93	-0.07
Currencies	1.00	1.00	0.00
Market	0.93	1.00	-0.07

■ 株式

通算企業年金

<参考 通算企業年金ポートフォリオ全体(パッシブ運用含む)の状況>

地域配分

(単位:%)

	日本	北米	欧州 中東	Pacific	EM	Cash	未分類
PFA	2.39	48.44	21.98	2.02	16.76	1.66	6.75
BM	5.49	63.52	17.00	3.05	10.94	0.00	0.00
Active	-3.11	-15.09	4.98	-1.02	5.82	1.66	6.75
22/3末	-2.74	-16.14	5.89	-0.87	3.18	1.96	8.74
21/3末	6.16	-18.38	3.11	-0.97	3.36	2.29	4.44

BM:MSCI-ACWI

ACWI投資先:日本・北米・欧州中東・Pacific・EM

ADR、GDR(預託証券):原株式発行国で分類

未分類:分類不能証券、ETF、先物等
(先物分のキャッシュはオフセット済)

業種配分(GICS11)

(単位:%)

	エネ ルギー	素材	資本財	一般 消費財	生活 必需品	ヘルス ケア	金融	情報 技術	通信	公益 事業	不動産	Cash	未分類
PFA	6.05	8.44	12.45	12.85	4.87	7.22	13.26	16.91	6.54	1.79	1.21	1.66	6.75
BM	4.95	4.88	10.16	11.15	7.46	12.29	13.92	22.47	7.34	2.93	2.44	0.00	0.00
Active	1.10	3.56	2.29	1.71	-2.59	-5.07	-0.66	-5.57	-0.80	-1.15	-1.23	1.66	6.75
22/3末	2.20	4.60	2.27	-1.08	-2.41	-5.11	0.09	-6.53	-2.04	-1.21	-1.48	1.96	8.74
21/3末	-0.65	1.85	1.55	1.06	-1.05	-3.88	1.40	-3.49	-1.03	-1.31	-1.18	2.29	4.43

ポートフォリオ特性

(単位:%)

	PFA	BM
配当利回り	2.1	2.2
P/E	20.8	24.0
P/E(今後1年)	18.8	22.2
P/E(今後2年)	16.5	19.0
P/B	3.5	4.4
ROE	16.8	19.2
EPS成長(今後3-5年)	10.0	10.6

Barraリスク特性

(単位:%)

	PFA	BM	差
Beta	0.14	0.09	0.05
Residual Volatility	-0.00	-0.09	0.09
Size	-0.07	0.28	-0.35
Mid Capitalization	0.08	-0.08	0.16
Liquidity	0.16	-0.01	0.16
Leverage	0.06	0.02	0.05
Growth	-0.01	0.00	-0.01
Book-to-Price	0.12	-0.04	0.16
Dividend Yield	-0.01	0.02	-0.04
Earnings Yield	0.11	0.01	0.10
Momentum	0.03	-0.00	0.03
Earnings Variability	0.14	-0.06	0.20
Earnings Quality	0.12	0.00	0.12
Investment Quality	-0.06	0.05	-0.11
Long-Term Reversal	0.13	-0.08	0.20
Profitability	-0.14	0.03	-0.17
Industries	0.96	1.07	-0.10
Countries	0.85	0.93	-0.08
Currencies	1.00	1.00	0.00
Market	0.92	1.00	-0.08

アクティブマネジャーのパフォーマンス状況

通算企業年金運用機関 超過リターン

(単位: 億円、%)

	運用機関	ベンチマーク	年度末 資産残高	年度					過去3年	過去5年
				18年度	19年度	20年度	21年度	22年度		
	Russell	MSCI ACWI	681	-1.89	+0.33	+3.62	-0.62	+2.63	+1.78	+0.65
	アクティブ計	MSCI ACWI	681	-1.89	+0.33	+3.62	-0.62	+2.63	+1.78	+0.65
(参考)	アクティブ パッシブ合計	MSCI ACWI	834	-0.90	+0.93	+2.00	-0.87	+1.94	+1.00	+0.59

※ 運用期間1年超の収益率については年率換算済み

※ 2022年度末時点で運用を継続中の委託先を記載

2022年度のアクティブマネジャーのリターンは、ベンチマークを2.63%上回った。

ラッセル(ファンド・オブ・ファンズ)のファンドに組み入れられている6マネジャーのうち、5マネジャーが超過収益を獲得した。特にバリュエーションを重視するマネジャーの銘柄選択効果が好調なパフォーマンスに寄与した。

過去3年間の超過リターンはベンチマークを1.78%(年率換算後)上回り、過去5年間では0.65%(年率換算後)上回った。

なお、当年度中は採用、解約したマネジャーはなかった。

債券・為替・資金

1 インハウス運用

インハウス運用の意義及び役割

債券のインハウス運用は、1990年4月から開始し、効率的な運用の実施と運用ノウハウの蓄積を行いながら、運用実績を積み上げるとともに運用体制の充実を図りインハウス運用を拡大してきた。

収益率の追求

2000年度以降2022年度までの23年間は、国内債券アクティブ運用において安定的な超過収益(年率平均20bps)を獲得してきた。

運用コストの節減

インハウス運用の比率を高めることで、全て外部運用機関に運用委託した場合と比較し、内外債券運用全体で年間数十億円規模のコストセーブを実現。

政策アセットミックス全体の総合的なリスク管理及びコスト管理の役割

- ▶ インハウス債券運用で、受換金、給付費等の外部キャッシュフローの受け払い全てを行うことで、他のアクティブ運用ではキャッシュフローの影響を受けずに運用に専念することができ、全体として効率的な運用に寄与している。
- ▶ 運用機関の解約、増額、減額等により生じる資産移受管に伴うコストの最小化を図るため、インハウスファンドを活用したファンド間の移受管を実施。
- ▶ 政策アセットミックスのリバランスについて、インハウス運用を活用することで、タイミングリスクを最小化し効率的なリバランスを実行。

外部運用機関との交渉力向上

インハウス運用のバリエーションが増えたこと(効率的で多様な運用方法や運用ノウハウの蓄積)により、外部運用機関に対する評価能力や交渉力が大きく向上、極めて有利な条件での運用委託を実現。

インハウス債券運用の変遷

1990年	国内債券運用開始(当初運用資産額180億円)
1992年～1998年	運用資産額を徐々に拡大、運用資産額3,000億円へ
1999年	運用体制変更後、国内債券の4割まで拡大(7,000億円)
2002年	国内債券の5割まで拡大(1兆500億円)
2006年	給付専用ファンドでの債券運用開始(運用資産額合計2兆5,000億円)
2008年	給付専用ファンドの流動性対策開始(BCPの一環)、外国債券運用開始
2009年	為替ヘッジ開始
2010年	内外債券運用の5割超へ(運用資産額合計3兆3,000億円)、新興市場国債券運用開始
2011年	内外債券運用の6割超へ(運用資産額合計3兆5,400億円)、 グローバルリスクコントロール(GRC)ファンド運用開始
2014年	通算企業年金の分離運用開始
	国内債券Focused Maturity運用開始
2015年	外国債券・新興市場国債券・GRCファンドを統合、グローバル債券統合ファンドとして運用開始。
2019年	クレジット特化型ファンド運用開始、内外債券運用の7割超へ(運用資産額合計4兆100億円)
2020年	内外債券運用の8割へ(運用資産額合計5兆3,300億円)
2021年	通算企業年金ローリスク運用開始
2022年	給付専用ファンド・国内債券Focused Maturity・為替ファンドを統合し、 インハウス債券Ⅱファンドとして運用開始

■ 債券・為替・資金

運用規模

1990年4月より運用開始。

2023年3月末現在 約4兆8,095億円

資産額の推移

(単位:億円)

年度末	国内債券	グローバル債券	通算企業年金	通算企業年金(加算) ローリスク
2000	8,315	—	—	—
2001	8,906	—	—	—
2002	10,465	—	—	—
2003	13,539	—	—	—
2004	16,000	—	—	—
2005	22,099	—	—	—
2006	24,831	—	—	—
2007	19,114	—	—	—
2008	21,021	11	—	—
2009	25,931	2,022	—	—
2010	28,376	5,958	—	—
2011	27,966	7,380	—	—
2012	31,177	8,445	—	—
2013	32,628	10,760	1,380	—
2014	30,575	11,341	1,334	—
2015	29,339	11,207	1,707	—
2016	27,422	10,328	1,780	—
2017	27,225	10,651	2,193	—
2018	25,645	13,618	2,630	—
2019	23,311	14,189	2,634	—
2020	32,205	18,302	2,799	—
2021	30,167	19,112	1,965	999
2022	26,851	18,270	1,974	999

※通算企業年金の分離運用は、2013年12月開始

運用体制

年金運用部長

債券・為替・資金グループ インハウスファンド担当 5名

[グループ会議]

グループ会議において、該当月以降の運用方針(投資環境分析を含む)について年金運用部長の承認を得るとともに、前月までの運用実績等についての報告を行っている。

(出席メンバー) 年金運用部長、投資管理グループリーダー、
債券・為替・資金グループリーダー、ファンドマネジャー

運用手法・スタイル

特定信託を利用した国内債券及びグローバル債券運用

国内債券

ベンチマーク:ブルームバーグ日本総合インデックス

ベンチマークを意識しながら市場見通しに基づいたポートフォリオ構築を行うアクティブ運用、及びベンチマークに囚われない長期的な絶対リターン運用。

▶アクティブ運用(インハウス債券Ⅰ)

ベンチマークを意識しながら中長期的な視点に立ち、リスク・リターンの関係を考慮しながら最適なポートフォリオを継続的に構築する。金利予測に基づくデュレーションのコントロールに加え、残存構成・種別構成等のコントロールにより、ベンチマークに対する超過リターンを目指す。

▶絶対リターン運用(インハウス債券Ⅱ及び通算企業年金)

中長期的な視点に立ち、リスク・リターンの関係を考慮のうえ残存年限にフォーカスした最適なポートフォリオを継続的に構築する。

また、通算企業年金の債券運用においても、当該絶対リターン運用を採用し、長期的に年率1.5%の絶対リターンを目標に、為替管理のもと外国債券への投資も可能としている。

なお、インハウス債券運用では、当該運用の考え方をベースにキャッシュフローの受払いのほか、トランジション・マネジメント、リバランス等の対応を行っている。

外国債券

▶グローバル債券運用

FTSE世界国債インデックス(含む日本)をベンチマークとし流動性に配慮したアクティブ運用により超過リターンを目指す。

▶クレジット特化型運用

クレジット特化型運用は、ポートフォリオの平均格付け調整によるクレジットリスクのコントロール、取引コスト等に留意したキャリー・ロールダウン効果の高い銘柄選択、発行市場と流通市場のプライシングの差の活用、債券の特性を考慮したバリュエーション判断により、超過リターンの獲得を目指す。

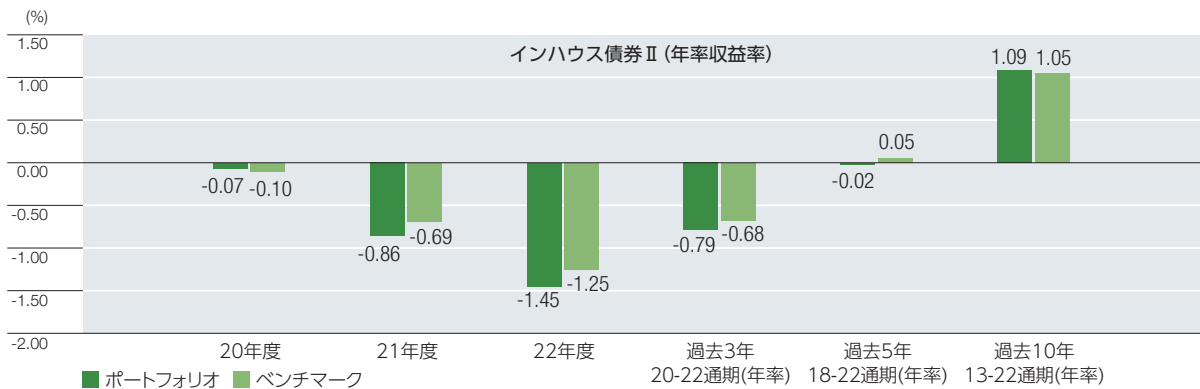
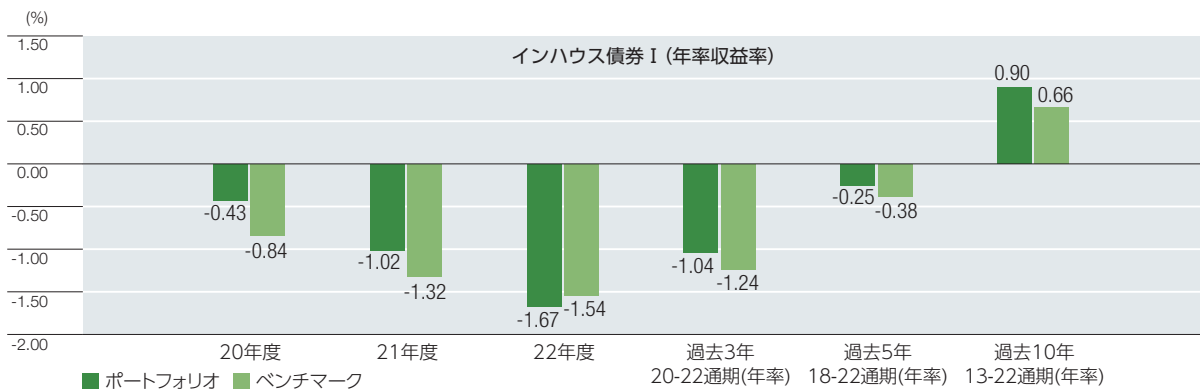
■ 債券・為替・資金

インハウス運用の実績

連合会のインハウス債券運用は、1990年の運用開始以来30年以上の実績があり、運用体制が変更になった2000年度以降は主に国内債券アクティブ運用において安定的な超過収益を獲得してきた。特に運用

体制の充実を図った2006年度以降は、リーマンショック前後で一時的に苦戦を強いられたが、その後、超過収益は徐々に拡大、直近では金利水準の低下によりやや頭打ちとなっている。

インハウス国内債券ファンド運用実績①

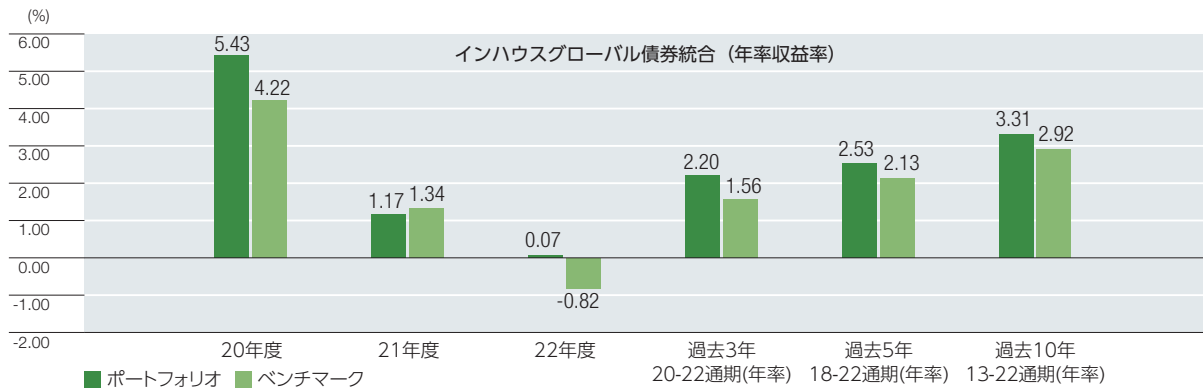


インハウス国内債券運用の旗艦ファンドであるインハウス債券 I の超過収益率は、2022年度までの過去10年の年率平均で0.24%、過去5年が0.13%、過去3年が0.20%と、それぞれプラスの超過収益を獲得している。インハウス債券 II は外部キャッシュフローの影響により、超過収益率はインハウス債券 I より小さいが、中長期的にプラスとなっている。国内債券ファンドにおける安定的な超過収益獲得の要因は、運用体制の充実により相対

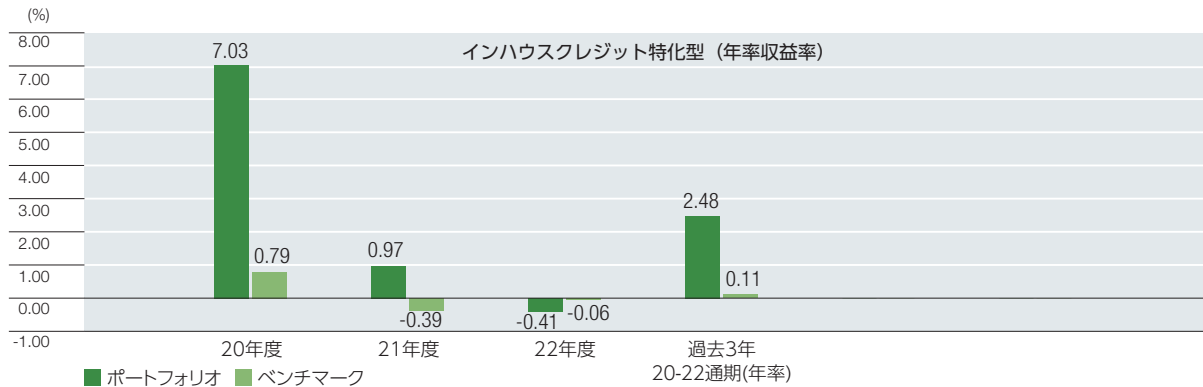
価値分析能力やトレーディング能力が向上したこと、及び詳細なリスク管理システムを2016年から導入したことで、年限構成の調整等売買の判断をより速く、確信をもってできるようになったことにあると考えている。

また2021年4月より、通算企業年金に係る資産において運用リスクを抑えてより安定した運用を行うローリスク運用をインハウスで開始した。2022年度の絶対収益率は0.08%となった。

インハウス国内債券ファンド運用実績②



※2012～2014年度まではインハウス外債Ⅰ、2015年度以降はインハウスグローバル債券統合の数値
ベンチマークは、2012年度まではWGBI除く日本、2013年度以降はWGBI含む日本



※2019年8月運用開始

インハウスの外国債券運用は、2008年12月からパッシブ運用を開始し、その後2010年度から国内債券運用のノウハウを活用したアクティブ運用に切り替えた。運用結果は、主に相対価値分析による年限構成の調整等による効果により、過去10年の年率平均で0.40%、過去5年の年率平均で0.40%の超過収益を獲得しているが、過去3年の年率平均では▲0.64%と

なった。2019年8月より運用を開始したインハウスクレジット運用は、高格付け事業債中心にグローバルに投資し、5:3:2で按分した日本円・米ドル・ユーロの長期金利スワップリターンを上回ることを目標とした運用だが、2022年度は▲0.35%、過去3年の年率平均で2.37%同リターンを上回った。

■ 債券・為替・資金

2 運用受託機関

受託機関構成の構築

投資対象資産ごとに運用スタイルに応じた運用受託機関の望ましい組み合わせについて検証を行い、運用委託額の適正規模等を総合的に勘案したうえで、最も適切な受託機関の構成を構築している。

受託機関の評価、見直し

各受託機関については、定期的に行うミーティング等を通じて各資産ごとに継続して一貫したモニタリングと評価を行っている。具体的にはベンチマークとの比較及びユニバース比較による定量評価と、運用方針に沿った運用が行われているかどうか、その他運用

哲学や運用手法、運用体制等について評価する定性評価を合わせた総合評価を行う。

受託機関構成について、できるだけ長期にわたる定量評価と定性評価を合わせた総合評価に基づき、必要に応じて受託機関の変更等の見直しを行う。

3 内外債券ポートフォリオの運用方針と運用状況

内外債券包括運用ガイドライン

債券の運用は、国内債券と外国債券を分けず、合算して内外債券ポートフォリオとして2010年度より「内外債券包括運用ガイドライン」に基づきインハウス運用を中心に運用を行っている。

内外債券運用の目的は、年金給付に備え十分な流動性を確保したうえで、長期的に安定した収益を得ることであり、長期的な運用目標は、年率1.5%である。

ベンチマークは、代行債務をヘッジするため、2020年度よりブルームバーグ日本総合インデックス65%、FTSE世界国債インデックス(除く日本)35%で加重した複合ベンチマークとしている。

なお、通算企業年金のベンチマークは、ブルームバーグ日本総合インデックス100%である。

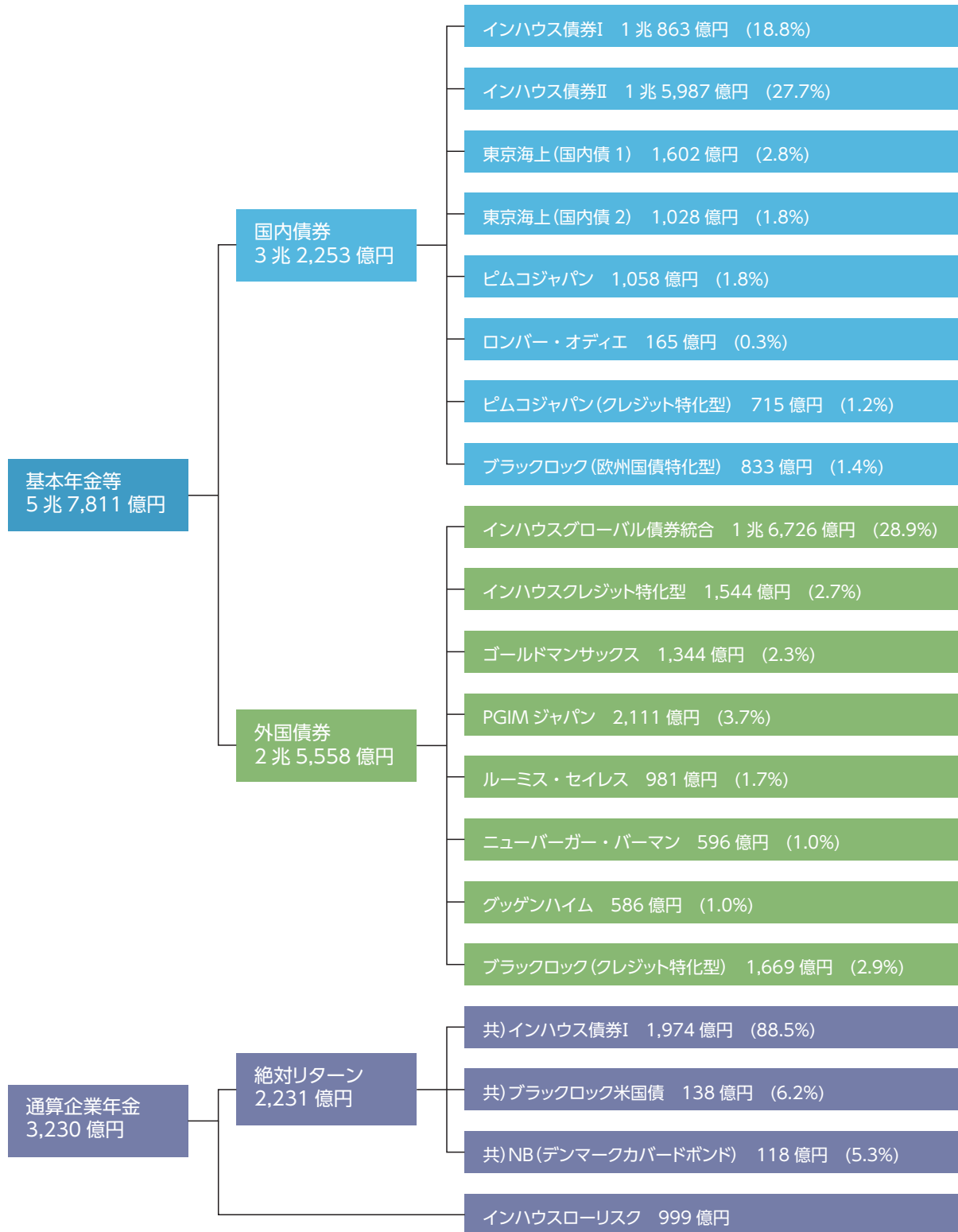
当ガイドラインでは、内外債券ポートフォリオ全体について、外国債券のウェイト50%以下、国債(円キ

ャッシュ含む)のウェイト60%以上、基本年金の内外債券ポートフォリオの外貨エクスポージャー50%以下、通算企業年金の外貨エクスポージャー20%以下と規定しており、債券運用としては比較的緩やかな制約としている。これは、外国債券のリスクプレミアムを享受しつつ、年金給付に必要な流動性を確保したうえで、債券価格の下落や為替の変動リスク等も考慮し、保守的になりすぎないバランスのとれた運用を目指しているためである。

また、基本年金等の内外債券ポートフォリオの目標推定トラッキング・エラーを100bps程度、通算企業年金の債券ポートフォリオについては、絶対収益率の年率標準偏差5%程度を上限の目安としている。

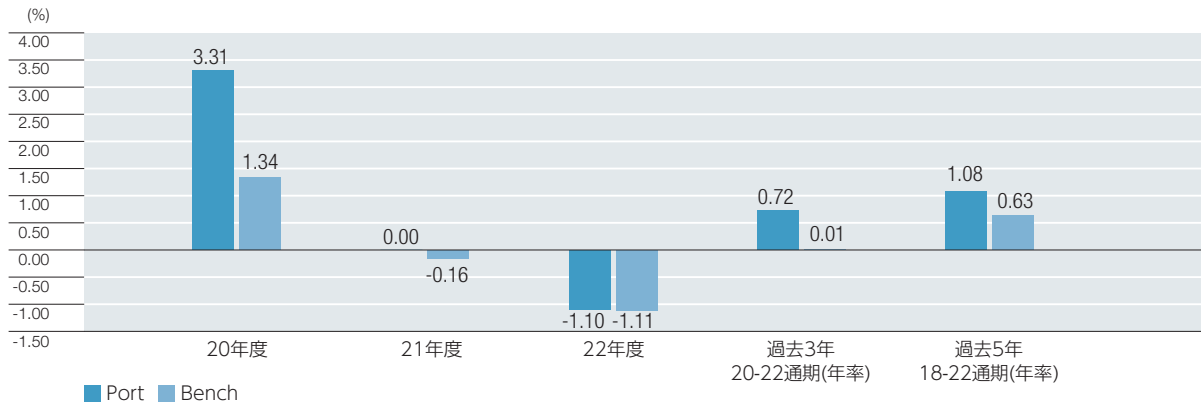
当ガイドラインはマーケットや内外経済環境の変化等により必要に応じて見直すこととしている。

内外債券マネジャー・ストラクチャーと運用の概略



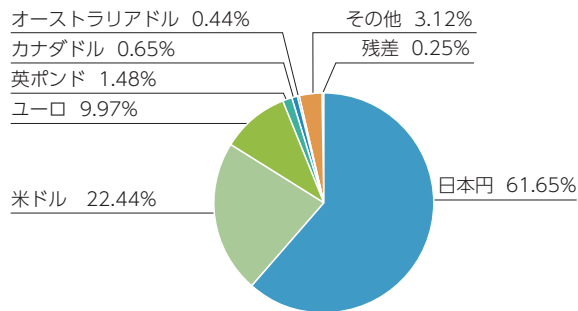
■ 債券・為替・資金

基本年金等(内外債券ポートフォリオ)の運用実績

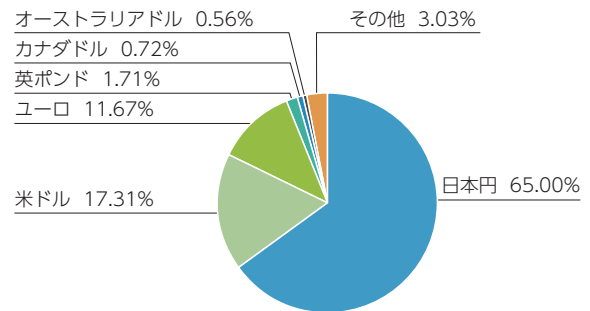


基本年金等(内外債券ポートフォリオ)の状況

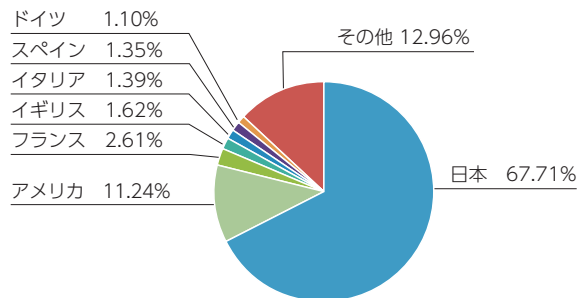
通貨構成比(ポートフォリオ)



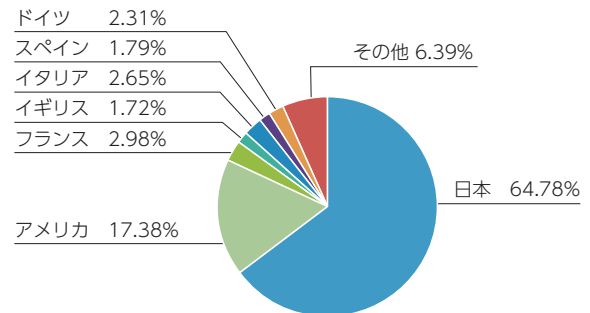
通貨構成比(ベンチマーク)



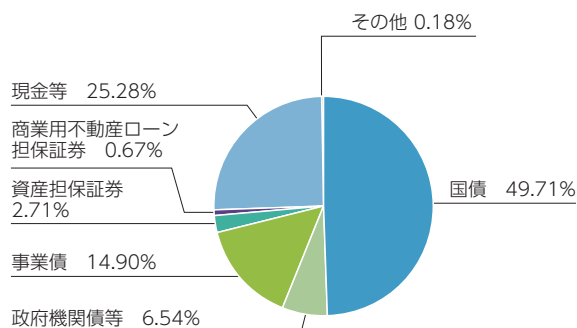
国別構成比(ポートフォリオ)



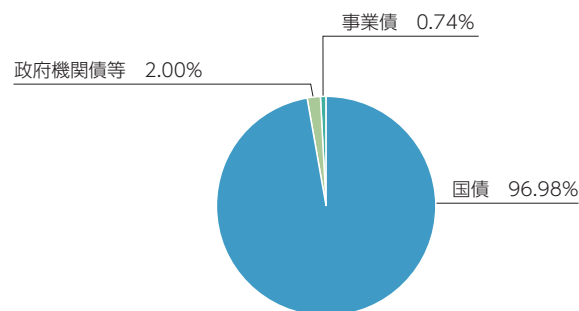
国別構成比(ベンチマーク)



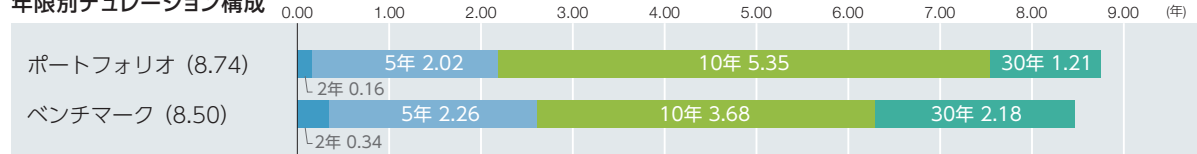
種別構成比(ポートフォリオ)



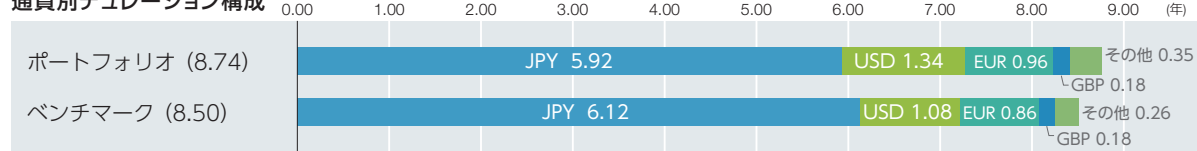
種別構成比(ベンチマーク)



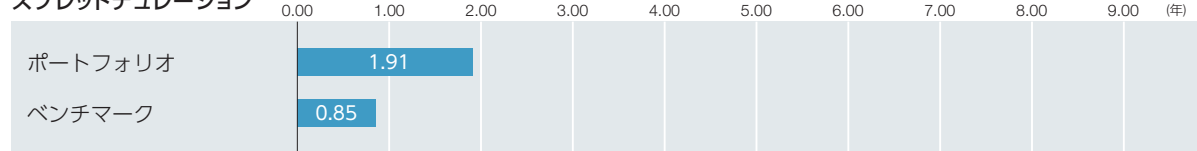
年限別デュレーション構成



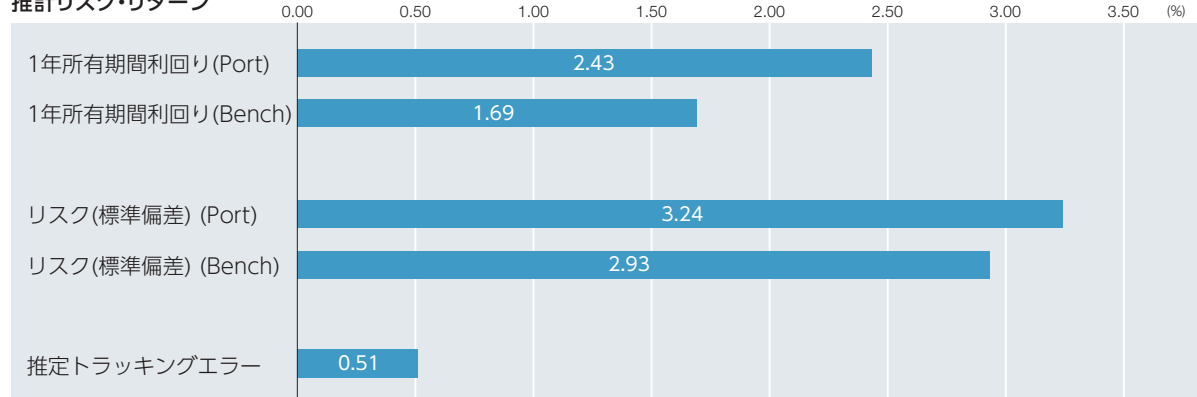
通貨別デュレーション構成



スプレッドデュレーション



推計リスク・リターン

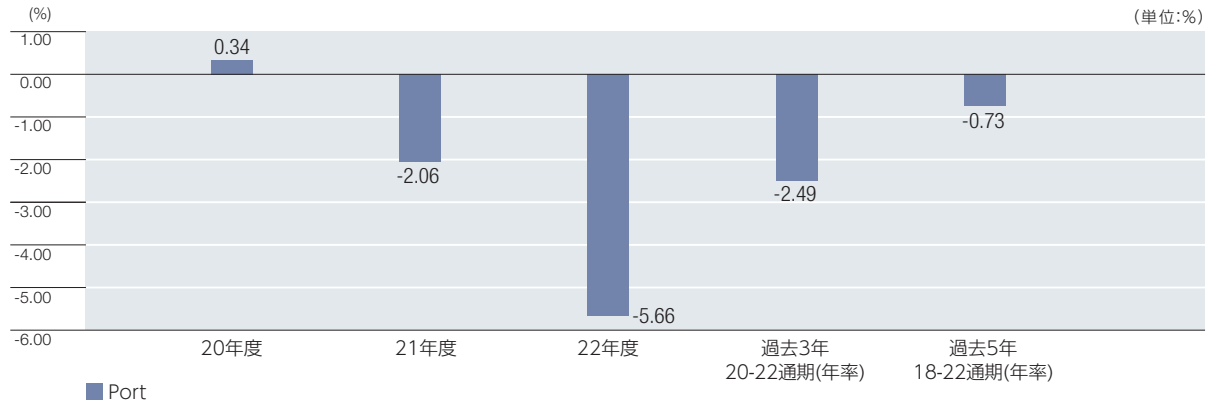


■ 債券・為替・資金

通算企業年金の運用実績及びポートフォリオの状況

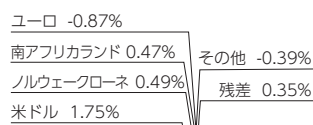
運用実績

内外債券 (通算企業年金：年率収益率)

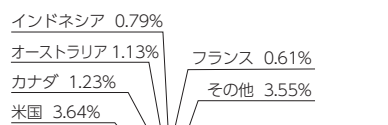


ポートフォリオの状況

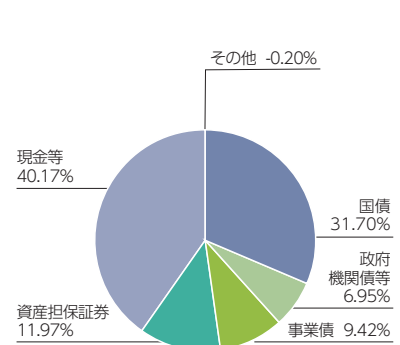
通貨構成比



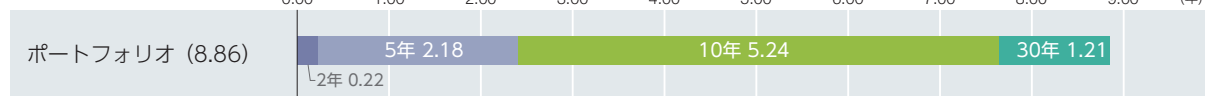
国別構成比



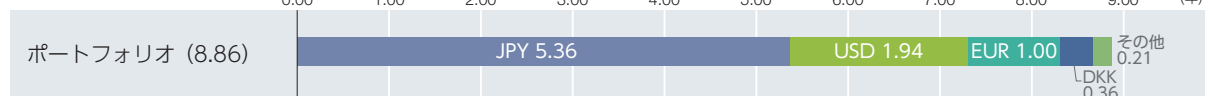
種別構成比



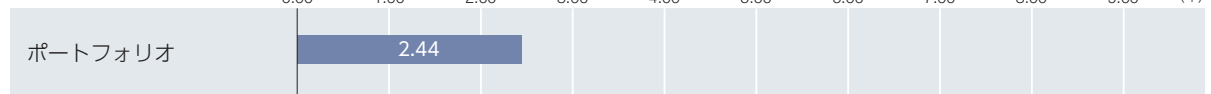
年限別デレージョン構成



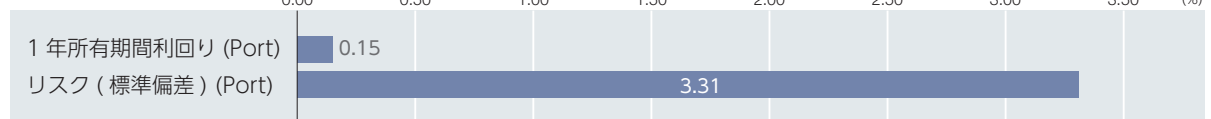
通貨別デレージョン構成



スプレッドデレージョン



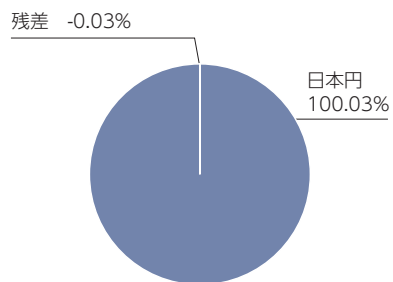
推計リスク・リターン



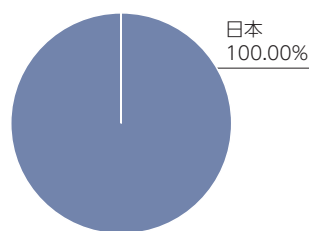
通算企業年金ローリスクファンドのポートフォリオの状況

ポートフォリオの状況

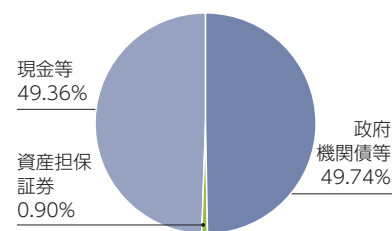
通貨構成比



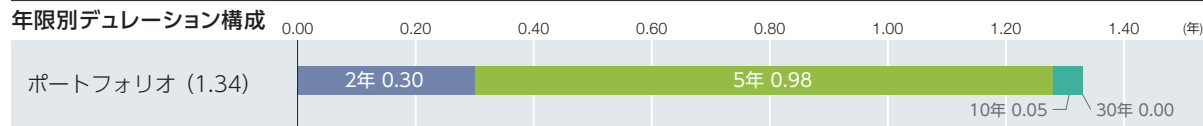
国別構成比



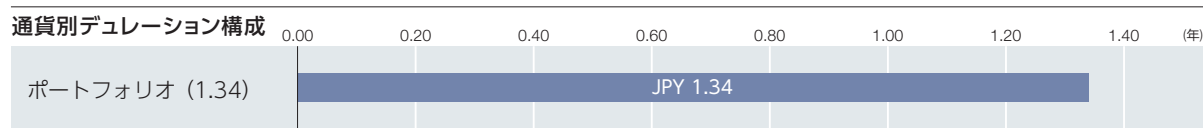
種別構成比



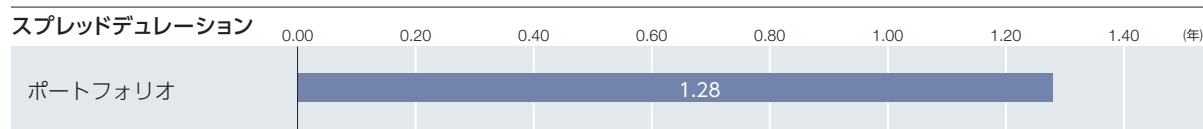
年限別デュレーション構成



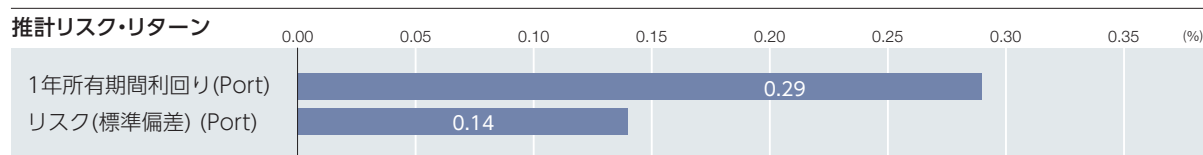
通貨別デュレーション構成



スプレッドデュレーション



推計リスク・リターン



プライベートエクイティ

1 運用の基本方針

プライベートエクイティ投資については、年金資産運用の基本方針において以下のように目的を位置づけ、2002年秋から投資を開始している。

「プライベートエクイティ投資は、主に流動性プレミアムと投資先企業に対する有効なガバナンスから生まれるアルファを長期的に獲得することを目的に株式エクスポージャーの一部として投資を行い……」
(企業年金連合会 年金資産運用の基本方針より抜粋)

2 プライベートエクイティ投資の概要

プライベートエクイティ投資は未公開企業・事業への株式投資を中心とした投資戦略で、資金の提供とともに、中長期的な観点から実施する様々な経営支援を通じて企業価値を高め、最終的に株式上場や戦略的なM&Aバイヤーへの売却等によりリターンを創出する。

各ファンドは、通常3年から5年かけて様々な企業への資金投入を行い、それぞれの投資先企業について3年から7年程度かけて経営支援等を行ったうえで出口を迎える。投資先企業を発掘し、資金需要が発生した時点で初めて資金拠出が実施され(キャピタルコー

ル方式)、出口を迎えた案件の投資元本及び収益は、通常、再投資されずその都度投資家に分配される。よって、各ファンドの投資残高はファンド期間(通常10年~12年)の前半で徐々に増加し、後半においては徐々に減少していくことになる。したがって、継続的に新規のコミットメント(投資誓約)を実施することで、当該アセットクラスのエクスポージャーを保ち、長期投資に適合する投資プログラムを構築することができる。

3 投資スキーム

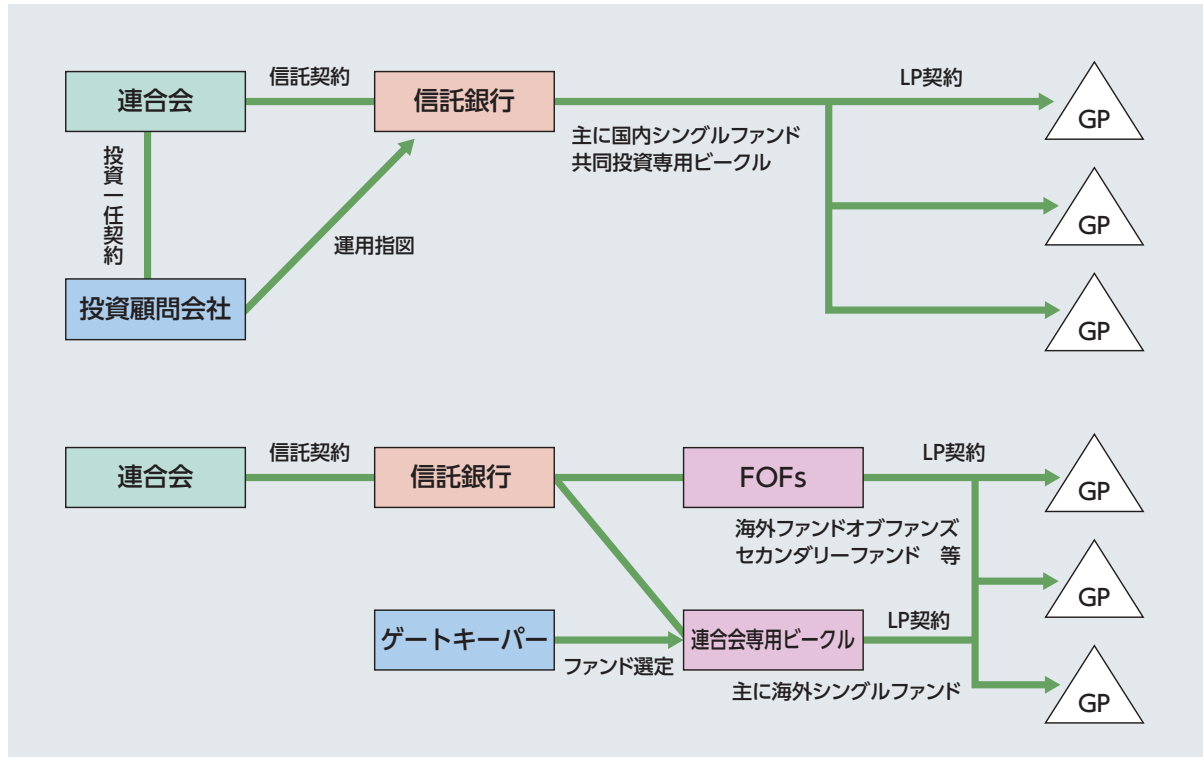
連合会では、パートナーシップ、いわゆるファンド形態への投資を実施している。プライベートエクイティファンドは、他の多くのアセットクラスと異なり、通常3年から5年ごとに周期的に募集が行われ、募集活動も限られた期間に行われる。中長期的な観点から投資エクスポージャーを維持し、ビンテージ分散を図るため、毎年度、20~30程度のファンドに対して合計800~900億円程度の新規のコミットメントを継続的に実施している。

ファンドへの投資は、信託銀行、投資顧問会社を通じて行い、具体的なファンドの選定においては、プライベートエクイティ投資専門のゲートキーパーを活用している。また、連合会自らも、幅広いファンドと常にコンタクトを取りながら面談を実施しており(2022年度はオンラインを含めて延べ約450回程度のミーティングを実施)、具体的な投資候補先に対しては以下のとおり詳細なデューデリジェンス(精査)を実施している。

- ▶ 現地オフィス訪問、運用者インタビュー
- ▶ 投資先企業経営者との面談(レファレンスチェック)
- ▶ 各種データ精査(トラックレコードなど)
- ▶ 契約書関連精査 等々

このように、ファンドの選定にあたっては複数のプロフェッショナルの視点が反映される仕組みとなっており、それに対して連合会自身も適切なチェックを実施している。

スキーム概要



委託先運用機関

運用受託機関	エー・アイ・キャピタル株式会社
	三井住友信託銀行株式会社
	三菱UFJ信託銀行株式会社
ゲートキーパー	Hamilton Lane

■ プライベートエクイティ

4 ポートフォリオの現況(概要)

現在の投資残高 (2023年3月末)

投資時価残高	9,330億円
未消化コミットメント残高(Unfunded残高)	3,860億円

(注) 取得可能な基準日のデータを3月末の為替レートで円換算

コミットメント状況

種別	社数
FOFs/Secondary/Co-Investment Fund	18
海外シングルファンド	88
国内シングルファンド	36

(※)なお、現在の投資対象はシングルファンドを中心としており、残存コミットメントの約9割が連合会単独のセパレートアカウントによるシングルファンドとなっている。なお、コミングルのFOFsはサテライト戦略として限定的に活用することとしており、シングルファンド投資では十分なアクセス、デューデリジェンス、分散等が困難ではあるものの、投資プログラム構築には欠かせない分野、例えば米国のトップベンチャーキャピタル、小型ファンド、一部のエマージング市場などへの、効率的な投資を実行するために活用している。

2022年度 収益率 (円ベース)

IRR	3.90%
-----	-------

パフォーマンスの詳細については後述。

2022年度 キャッシュフロー

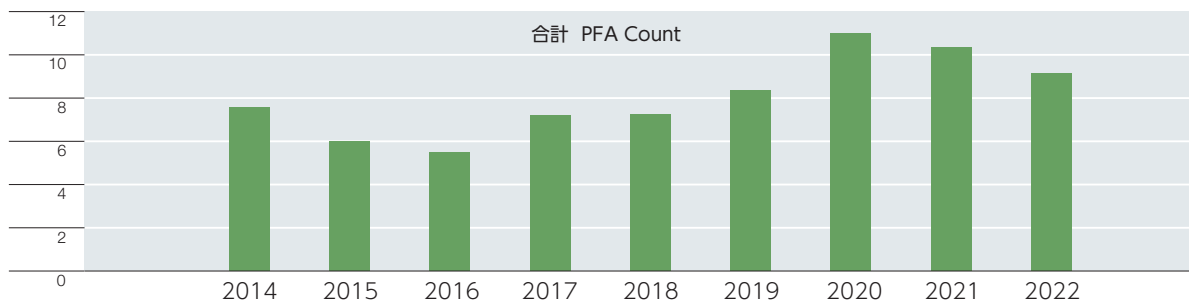
2022年度は、約1,128億円が新規投資(キャピタルコール)され、約1,302億円の分配金(ディストリビューション)を受領した。

長期継続的に新規コミットメント活動を実施してきたことにより、引き続き安定した新規投資が行われている一方、ポートフォリオが成熟するにつれ分配金

も拡大しており、分配金による資金流入を新規投資の資金に充てながら、プライベートエクイティ投資プログラム全体の残高をターゲットアロケーション付近で維持しつつリターンを創出する「セルフサステイニング」の状態にある。

5 コミットメントの推移及びビンテージイヤー分散状況

ビンテージイヤー分散状況
(億ドル)



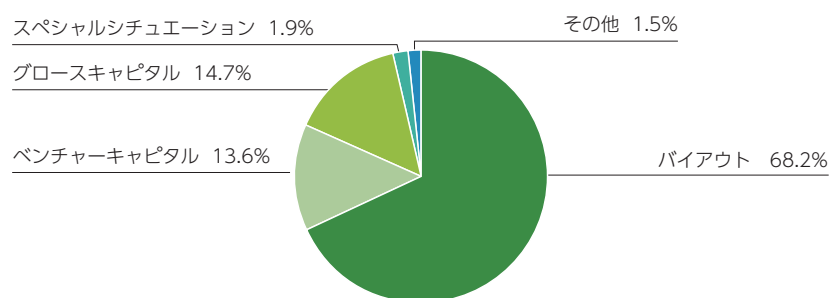
上記ビンテージイヤー（投資年）は実際に最初のキャピタルコール（投資開始）がかかった年により集計している。昨今では、ファンド募集のタイミングと実際の投資開始までにタイムラグがあるケースがあり、なるべく実際のビンテージイヤーベースでの分散に留意しつつコミットメント活動を実施している。

各ファンドは投資開始を起点として3年から5年程度をかけて企業・事業案件への投資を実行するので、投資先案件ベースでみた投資年はさらになだらかに向こう数年にかけて分散されることになる。

6 戦略分散状況

広義のプライベートエクイティ投資戦略には、バイアウト、ベンチャーキャピタル、グロースキャピタル、メザニン、ディストレスト、スペシャルシチュエーションなどが含まれる。

戦略分散状況 (%NAV)



連合会では、リスク・リターン特性や市場の厚み等を考慮し、バイアウト投資を中心にポートフォリオを構築しており、概ね以下のようなレンジ内での運営を行う方針としている。それぞれの戦略は、異なる景気

サイクルでリターンを生み出す傾向にあり、ポートフォリオとして組み合わせることで分散効果を得ることができるものと考えている。

バイアウト(含むグロース)	60~80%
ベンチャー(含むグロース)	15~20%
その他	10~20% (投資機会に応じて適宜)

■ プライベートエクイティ

7 地域分散状況

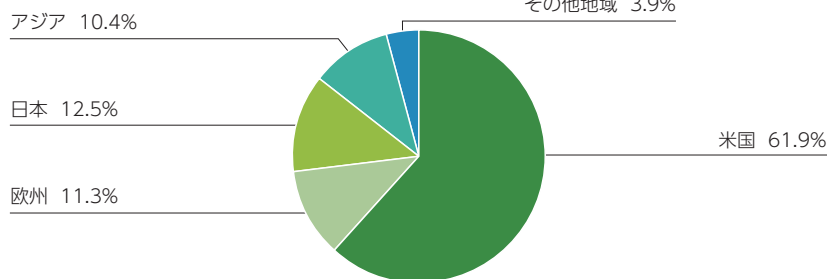
全世界の市場規模を勘案して地域分散を図っているが、市場の厚みや戦略・取引案件の多様性等から、米国中心のポートフォリオとなっている。

日本のプライベートエクイティ市場は、1990年代後半以降に本格化した比較的新しい市場であるため、グローバル対比では小さいマーケットではあるものの、日本企業の成長や企業価値の向上に資すること、デューデリジェンスや投資後のモニタリングにおい

て本邦投資家としての強みを発揮できる可能性が高いことから、日本国内への投資についても積極的に取り組んでいる。

アジア及びその他地域 (ROW) についても、近年、経済発展とともにプライベートエクイティ市場が発展している国や地域があり (中国、中南米、アフリカなど)、ゲートキーパーの推奨をもとにそれらの地域での投資も行っている。

地域分散状況 (%NAV)



ポートフォリオは、グローバルファンドのほか、地域特化、国別特化ファンド等も組み合わせて構築しており、ポートフォリオ全体の国別配分は概ね以下のよ

うなレンジを念頭においているが、ファンド募集のタイミングにより投資機会は変化するので、あくまでも目安としている。

米国	50~65%
欧州	15~25%
日本	10~25%
アジア/その他	10~20%

8 投資形態別の状況

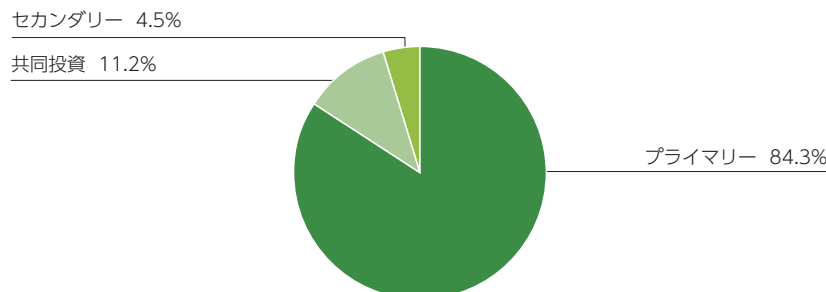
プライマリー及びセカンダリー

ファンド投資については、新規ファンド募集の際に当初からブラインドプール形式のファンドに参加する (プライマリー) 形態を中心としている。ファンド期間全体を通して期待されるリターンをフルに享受するためであり、長期投資を前提としたポートフォリオアプローチである。

一方で、二次流通市場 (セカンダリー) も近年大きく発展している。一般的に、Jカーブの影響が小さく、投

資後早い段階から安定した投資実績が期待されることから、これまでも適宜、セカンダリー取引を通じたポジションを組み入れてきた。特に金融危機後に意識的に比率を高めていたが、過去数年でその多くがEXIT (出口) を迎え分配されたため足元ではポジションが若干低下している。市場環境の変化により需給バランスが崩れた際には大きな投資妙味が生まれることもあり、今後も適宜、投資機会を捉えていく方針。

投資手法分散状況 (%NAV)



直接共同投資 (Co-Investment / Direct)

ファンド運用者(GP)と共同で個別案件に投資する直接共同投資は、優良案件への投資機会と報酬等コストの削減効果により、ポートフォリオリターンの上昇が期待できるため、世界の年金基金、ソブリン・ウェルス・ファンドなど、大規模機関投資家を中心に近年ますます活発化している。連合会においては、直接共同投資を行う「ファンド」への投資を行っている。

また、国内では連合会専用の直接共同投資ファンドを設定し運用を行っている(受託機関:三井住友信託銀行及びイー・アイ・キャピタル)。国内バイアウト及びグローバルキャピタルの領域において共同投資の投

資機会は増加傾向にあり、当該ファンドを通じて優良案件を厳選したうえで投資していく方針。

なお、直接共同投資においては一般的に対象個別案件に対するポジション集中リスク(結果的に特定企業に集中投資してしまうリスク)に留意が必要であるが、連合会のプライベートエクイティ投資プログラムはすでに実投資額ベースの規模も大きく、十分な分散が進んでいるため、このようなリスクを負うことなくポートフォリオリターンの上昇を図ることが可能となっている。

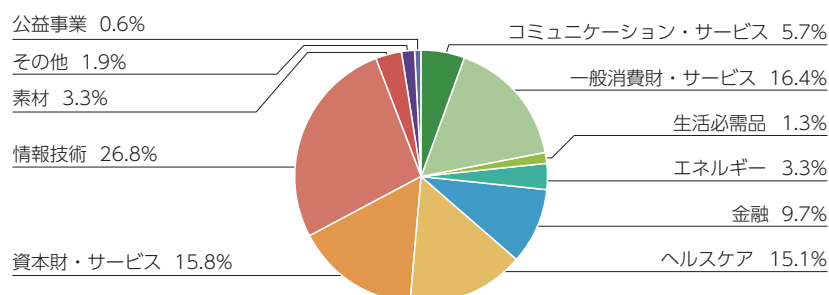
9 業種分散状況

投資戦略やファンド規模にもよるが、通常、各ファンドは、10~15件程度の企業に投資を実行する。その中で業種を広く分散させたファンドや、エネルギー、IT、ヘルスケアなど、得意とする業種に特化したファンドもある。ポートフォリオ全体の業種分散は、各ファンドが個別企業に投資したボトムアップの結

果となるため、事前にコントロールすることはできないが、過度に特定の業種に集中しないように、業種分散型と業種特化型のファンドを組み合わせるポートフォリオを構築するよう配慮している。

次のグラフのとおり、業種分散されたポートフォリオとなっている。

業種分散状況 (%NAV)



※投資額時価(NAV)を使用(2022年12月末)
 ※世界産業分類基準(GICS)をベースにした分類を使用

■ プライベートエクイティ

10 パフォーマンス

2022年度のプライベートエクイティ投資プログラム全体の円ベースの時間加重収益率は4.08%となった。なお、同年度の上場株式市場のインデックスは、MSCI-ACWI(配当込・Net・円換算)が1.50%であった。

当該期間の日次の全キャッシュフローを統合して算出したプールドIRRは、円ベースで3.90%となっ

た。なお、当該期間のキャッシュフローを用いて算出したPME※(Public Market Equivalents, 使用インデックスはMSCI-ACWI配当込・Net・円換算)は1.27%であった。

下表のとおり、引き続き長期的なアルファを創出している。

(単位:%)

	2018年度	2019年度	2020年度	2021年度	2022年度
連合会PE投資プログラム 円Net IRR	19.18	10.80	18.83	55.24	3.90
ベンチマークPME (MSCI-ACWI 配当込・円換算を使用)	6.98	-13.32	57.93	17.77	1.27
(参考)MSCI-ACWI (配当込・円換算)	6.78	-13.44	58.24	17.84	1.50
アルファ (対PMEベンチマーク)	12.20	24.12	-39.10	37.47	2.63

(単位:%)

	過去3年 (年率)	過去5年 (年率)	過去10年 (年率)	投資開始来 2002年10月~ (年率)
連合会PE投資プログラム 円Net IRR	24.52	20.54	15.31	14.96
ベンチマークPME (MSCI-ACWI 配当込・円換算を使用)	24.10	12.12	11.88	10.22
(参考)MSCI-ACWI (配当込・円換算)	23.70	11.83	11.97	—
アルファ (対PMEベンチマーク)	0.42	8.42	3.43	4.74

※ PMEは、グローバル投資パフォーマンス基準(GIPS®)において、プライベートエクイティのパフォーマンス測定の際に公開株式市場との比較ベンチマークとして定義されており、業界で広く使用されている手法であり、プライベートエクイティポートフォリオと全く同一のキャッシュフローとタイミングで上場株式インデックスの売買を行っていた場合の内部収益率(IRR)である。

なお、プライベートエクイティの運用報告にはタイムラグがあり本リターン計測の基準となる3月末時価は、各ファンドから報告された2022年9月末及び12月末時点の評価額データをベースにその後のキャッシュフローと為替変動の影響を反映して算出している。

プライベートエクイティ投資のパフォーマンス計測で一般的に用いられる指標として投資倍率(TVPI)がある。これは、投入した投資資金(報酬や諸費用も含む)が、現在何倍になっているかを示すもので、既に分配された資金と現在の残存価値(NAV)の合計を、投資資金で除して算出される。2023年3月末時点におけるプライベートエクイティプログラム全体のTVPIは1.81倍となっている。

ヘッジファンド

1 運用の基本方針

ヘッジファンド投資は、安定的な絶対リターンを獲得(ベンチマークUSD3MLibor)を目的に、債券エク

スポージャーの一部として投資を行う。

2 運用概要

2022年度末のヘッジファンド残高は8,510億円、基本年金等の資産に占める割合は7.3%となった。通算企業年金は589億円、通算企業年金の資産に占める

割合は11.3%となった。投資先ヘッジファンド数は、計95である。

パフォーマンス推移

(2023年3月末時点、米ドルベース) (単位:%)

	2020年度		2021年度		2022年度		過去3年度(年率)	
	リターン	超過収益	リターン	超過収益	リターン	超過収益	リターン	超過収益
基本年金等	19.13	18.76	4.59	4.39	6.01	2.66	9.72	8.42
ベンチマーク 3MLibor(USD)	0.37		0.20		3.35		1.30	
通算企業年金	11.26	10.89	4.96	4.76	5.58	2.23	7.23	5.93
ベンチマーク 3MLibor(USD)	0.37		0.20		3.35		1.30	

運用委託先

(単位:百万ドル)

	委託先(アドバイザー)	再委託先(サブアドバイザー)	ベンチマーク	投資開始	期末残高
基本年金等	フランクリン・テンプレートン・ジャパン	K2/D&Sマネジメント	USD 3M Libor	2018年4月	1,586
	ゴールドマン・サックス・アセット・マネジメント	ゴールドマン・サックス・ヘッジファンド・ストラテジーズ	USD 3M Libor	2018年4月	1,347
	ラッセル・インベストメント	ラッセル・インベストメント・マネジメント	USD 3M Libor	2018年4月	548
	東京海上アセットマネジメント	—	USD 3M Libor	2010年4月	1,263
	東京海上アセットマネジメント	アバディーン・インク	USD 3M Libor	2010年8月	1,618
	その他(流動化中資産及びキャッシュ運用)		USD 3M Libor		2
	ヘッジファンド投資合計		USD 3M Libor		6,364
通企	東京海上アセットマネジメント	アバディーン・インク	USD 3M Libor	2014年3月	440

3 投資スキーム

運用ストラクチャーは、資産管理信託銀行に連合会口座を開き、運用委託先(アドバイザー)との間に年金投資一任契約(もしくは年金信託契約)を結んだうえで、各プログラムにおけるファンド選定、ポートフォリオ構築、その後のモニタリング、リスク管理等に關

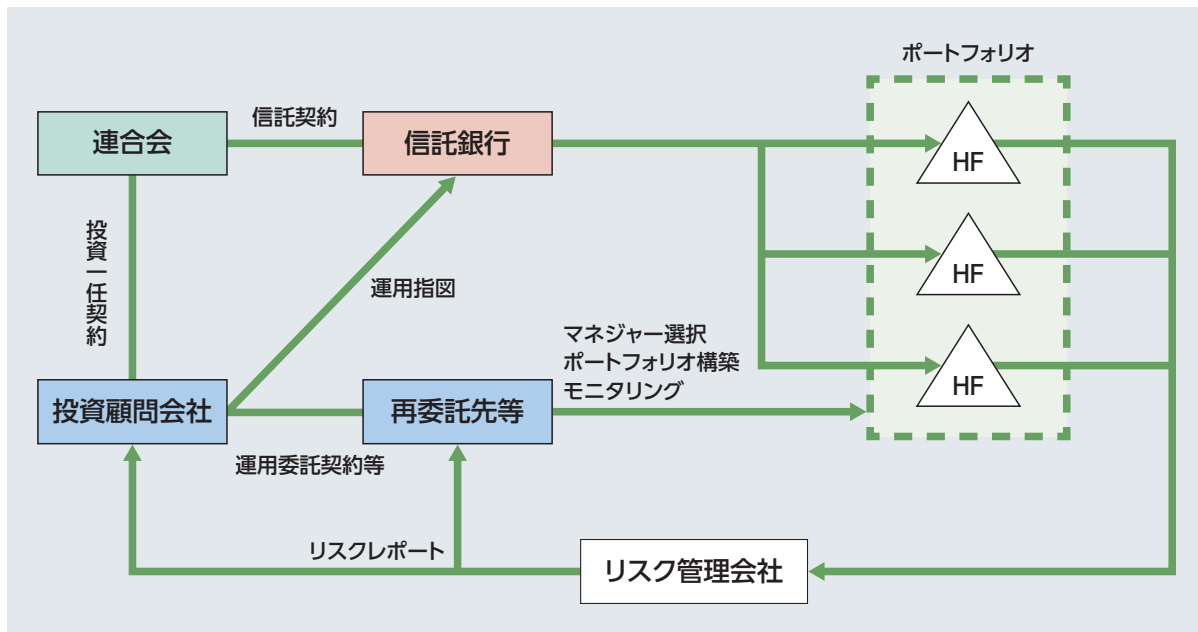
しては主に海外のサブアドバイザーに再委託する投資スキームとしている。複数の運用委託先に分散投資し、プログラム全体のリスク管理のために上述のリスク管理、モニタリングを実施しながら、全体のリスクを抑えつつ、効率的な運用を目指している。

■ ヘッジファンド

プログラムの運用にあたっては、個別ファンドのモニタリングの積み上げによるリスク・リターンの把握に加えて、プログラム全体のリスク管理が非常に重要なことから、アル伯恩社及びMSCI社を採用し、プロ

グラム全体のリスクエクスポージャー、リスクファクター等の計数、またストレステストの数値を月次でモニタリングしている。

連合会のヘッジファンド運用ストラクチャー例



委託先・再委託先

▶ K2/D&S Management Co., LLC

1994年創業。フランクリン・テンプルトン・グループ傘下の投資顧問会社。受託資産額は約107億ドル。主たる業務はヘッジファンドを中心とした代替資産のマルチマネージャー運用。従業員数は、リサーチや運用に特化したプロフェッショナルな人材を主とする62名。本拠は米国コネチカット州スタンフォード、その他ニューヨーク、フォートローダーデールにも運用拠点がある。また、営業拠点はロンドン等にもある。

▶ Goldman Sachs Asset Management (GSAM)

ゴールドマン・サックス(1869年設立)の投資運用部門として1988年に設立、1989年創業。GSAM全体の資産額は約24,178億ドル。株式、債券、不動産、ヘッジファンド、プライベートエクイティ等の資産運用業務。従業員数2,548名。本拠地は米国ニューヨークで、東京を初め世界主要都市に拠点がある。

▶ Russell Investment Group

1936年創業。運用機関調査を中核業務とした総合的な資産運用プロバイダー。受託資産額は2,883億ドル。株式、債券、ヘッジファンド等の資産運用、運用助言業務。従業員数1,245名。本拠は米国ワシントン州シアトル、世界主要都市に拠点がある。

▶ 東京海上アセットマネジメント株式会社

東京海上グループの資産運用会社で本拠地は東京。1985年設立、2016年10月には東京海上不動産投資顧問と合併。受託資産額10.1兆円、役職員数は382名。

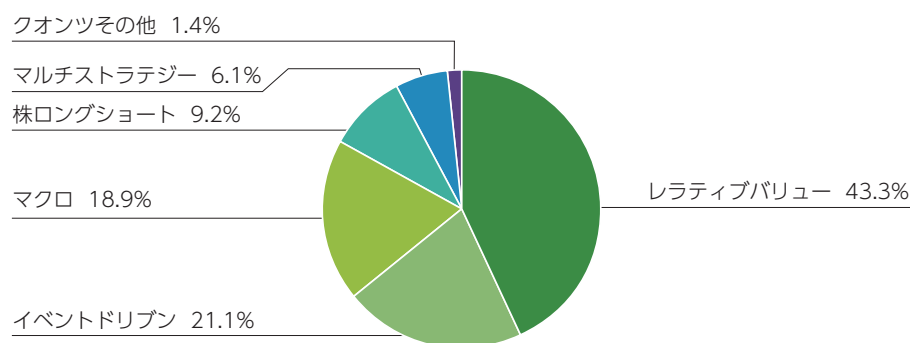
▶ abrdn Inc.

アバディーン・グループ傘下の資産運用会社で本拠地は米国ペンシルバニア州フィラデルフィア。アバディーン・グループは2017年8月、英国のStandard Life plcとAberdeen Asset Management PLCの合併により設立され、資産運用部門の受託資産額は約4,550億ドル、グローバルに5,147名の従業員を擁する。

4 ポートフォリオの状況

イベントドリブン、レラティブバリューといった戦略にポートフォリオ・ヘッジを組み合わせ、ボラティリティを抑制したポートフォリオで、安定的な絶対リターンを獲得を目標としている。

2023年3月末の投資戦略配分



5 アドバイザーの選定プロセス

各プログラムにおけるヘッジファンドの選定、ポートフォリオの運営は前述のようにヘッジファンド専門のサブアドバイザーが担当している。

連合会では、採用するアドバイザー、サブアドバイザーについての定量・定性評価を定期的実施している。

なお、連合会はこれら委託先との密接なコンタクトを含め、運用内容の確認を徹底する業務を行うとともに、可能な範囲で投資（候補）先の個別ヘッジファンドを訪問、その後のコミュニケーションを通じて運用のモニタリングの強化に努めている。

不動産

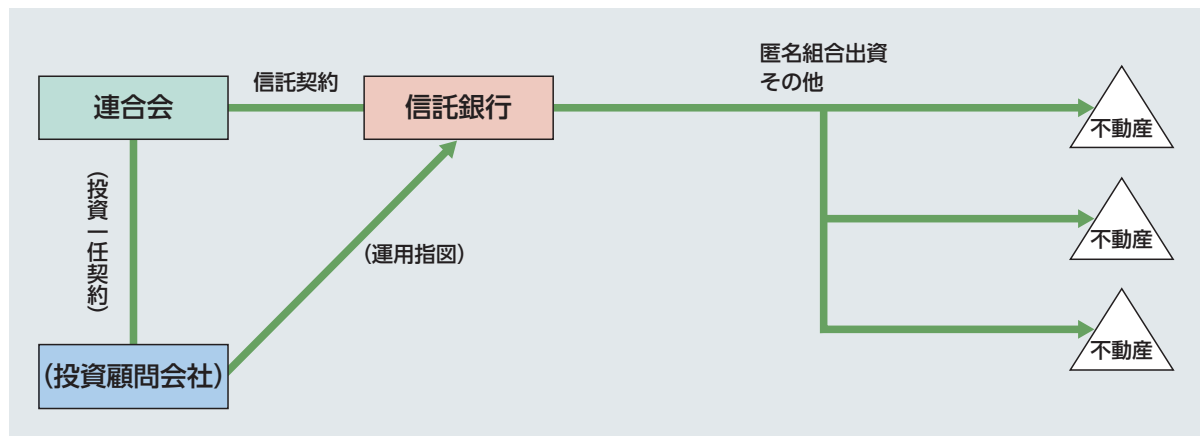
1 運用の基本方針

不動産は長期的なインカムゲイン(賃料収入等)の獲得を主たる目的として、債券エクスポージャーの一部として投資している。(「年金資産運用の基本方針」)

2 運用方法

投資運用は信託銀行との年金信託契約、あるいは投資顧問会社との投資一任契約により各社に運用を委託して行っている。運用委託にあたっては運用方法を定める運用ガイドラインを作成するほか、投資案件ごとに運用状況の丁寧なモニタリングを継続して行っている。

2023年3月末時点の運用委託先は、信託銀行が1行(みずほ信託銀行)、投資顧問会社が4社(DBJアセットマネジメント、東京海上アセットマネジメント、三菱地所投資顧問、三井不動産投資顧問)の合計5社である。



3 運用対象

優良な不動産資産からの賃料収入に基づく長期安定的なインカムゲインの獲得を目指した投資戦略を基本としており、対象不動産は長期的に安定した需要の見込まれるエリアのもので、大規模オフィスビルを中心に賃貸住宅その他の安定稼働の見込まれるものとしている。

投資形態としては、対象不動産にかかるエクイティ投資(信託受益権や匿名組合出資、特定目的会社の優先出資等)を中心とし、その他にデット投資や私募ファンド、上場投資法人投資口(REIT)への投資等も対象としている。

4 運用の概況

現在保有する投資物件の大部分は金融危機後の2010年以降に新規投資をした案件であり、運用状況は引き続き安定している。2022年度の運用利回りは、時間加重収益率で7.70%となっている。

2023年3月末現在の投資残高は合計約1,096億円であり、東京23区内のオフィスビルと賃貸住宅にかかる投資が大半を占める。

引き続き、前述の運用方針に沿ったポートフォリオの構築を継続的に進めているところである。

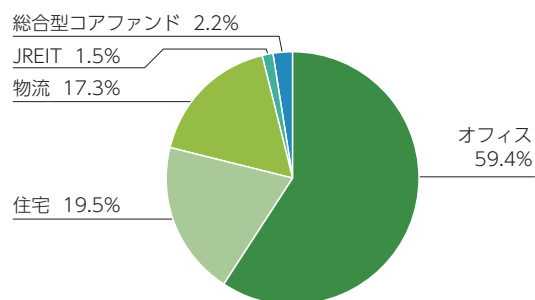
時間加重収益率(不動産投資全体)

2022年度	7.70%
過去3年間	6.85%
過去5年間	7.58%

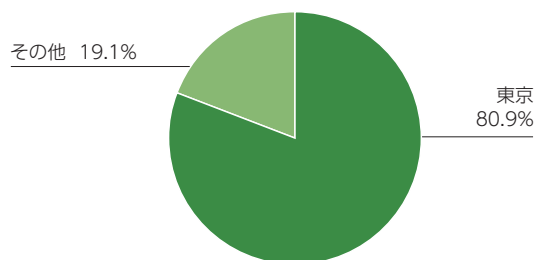
5 不動産投資ポートフォリオの現況 (2023年3月末時点)

- ▶ 現在の不動産ポートフォリオはオフィス、住宅及び物流施設で構築されている。
- ▶ オフィス及び住宅については東京23区に所在するアセットとなっており、さらに都心3区(千代田区、中央区、港区)で大半を占めている。

アセットタイプ



地域



インフラ・インカム投資

1 運用の基本方針

長期的なインカムゲインの獲得を主たる目的に、債券エクスポージャーの一部としてインフラストラクチャー投資及び安定的インカム投資を行う。

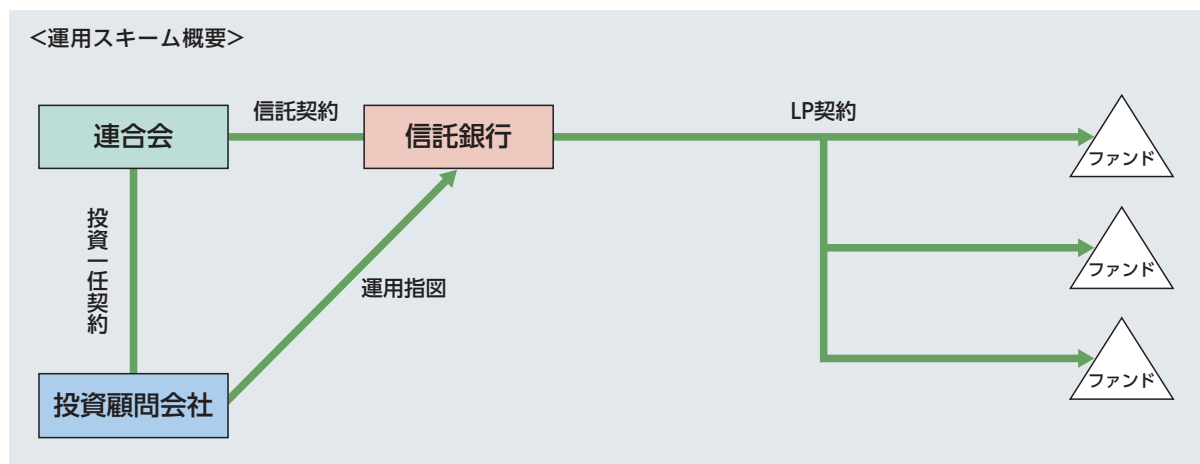
インフラストラクチャー投資は2011年11月から、安定的インカム投資は2016年11月から運用を開始

し、超長期の投資が可能な年金資産の特性を生かして、流動性が低い代わりに安定したキャッシュフローの獲得が可能な魅力的な様々なタイプの資産について、リスクに配慮しながら投資を行うこととしている。

2 運用方法

インフラ・インカム投資は、基本的にファンドを通じて安定したキャッシュフローの獲得可能な運用対象資産に投資を行うが、その際には、運用受託機関(投

資顧問会社)において詳細なデューデリジェンス(精査)を実施のうえ、運用の基本方針に沿って投資を実行している。



運用受託機関

イー・アイ・キャピタル株式会社

3 運用対象

以下の資産を中心に投資を行う。

- | | |
|---------------|-----------------|
| ・インフラ・エクイティ | ・資産リース(航空機リース等) |
| ・インフラ・メザニン | ・保険関連投資 |
| ・インフラ・デット | ・農業・森林投資 |
| ・ダイレクト・レンディング | ・その他ファイナンス等 |
| ・ロイヤルティ戦略 | |

上記以外の資産についても、リスク・リターンの観点から優れ、投資目的に合った資産への投資に順次取り組んでいく予定としている。

4 運用の概況

2022年度においては慎重なファンド検討ならびにモニタリングの実施を行った。2023年3月末の投資資産残高は1,461億円となっている。引き続き、前述の運用の基本方針に沿ってポートフォリオの構築を進めていくこととしている。

投資リターン(2022年12月末実績)(円ベース)(投資開始以来年率)

基本年金等		通算企業年金	
インフラ ストラクチャー投資	安定的インカム投資	インフラ ストラクチャー投資	安定的インカム投資
IRR 9.2%、 投資倍率1.58倍	IRR 10.2%、 投資倍率1.24倍	IRR 7.3%、 投資倍率1.15倍	IRR 8.9%、 投資倍率1.22倍

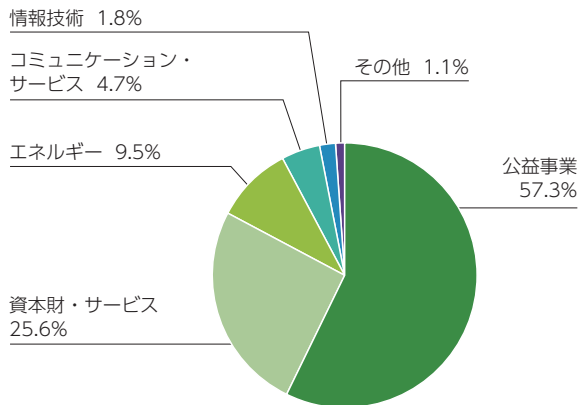
■ インフラ・インカム投資

全体の分散状況(2022年12月末実績)(円ベース)

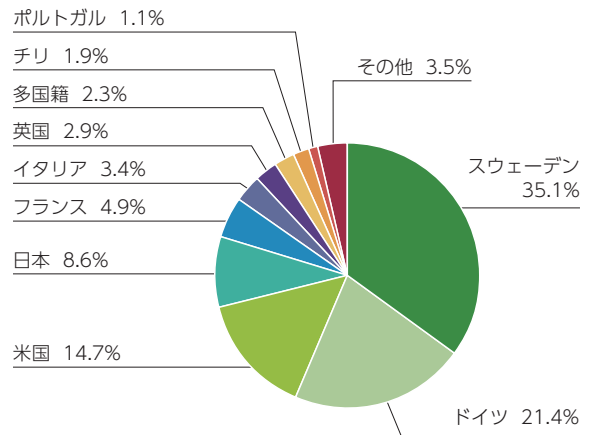
基本年金等

インフラ

業種別

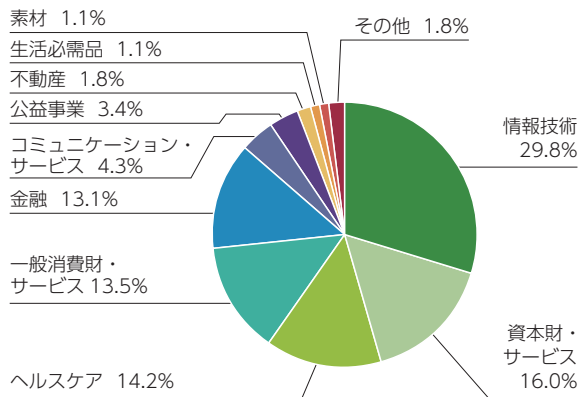


地域別

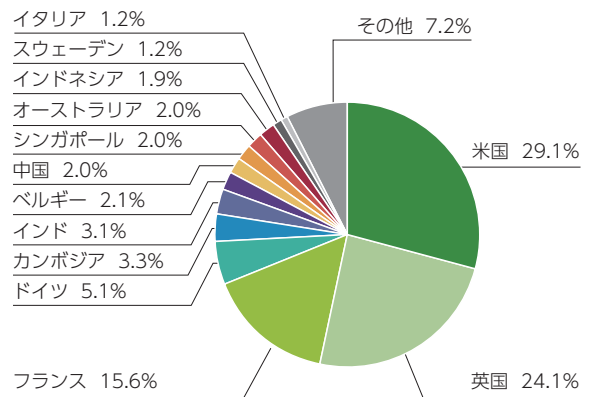


安定的インカム

業種別



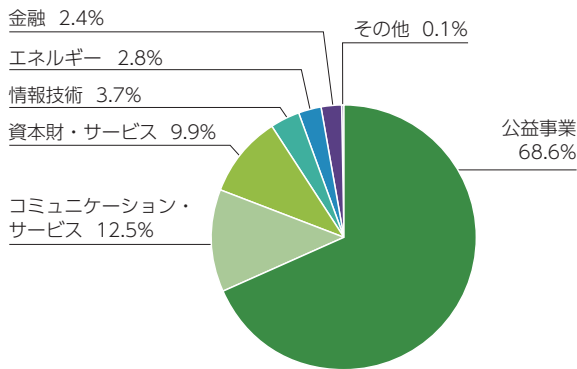
地域別



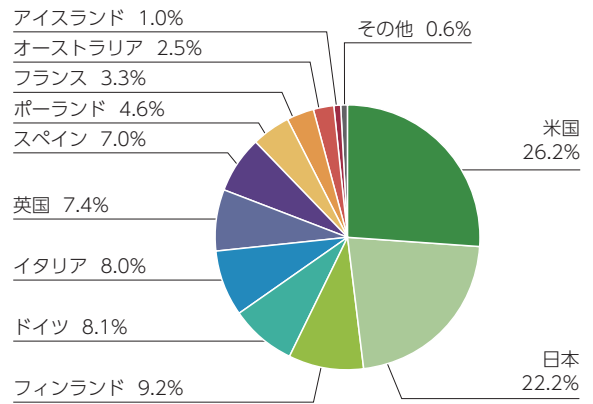
通算企業年金

インフラ

業種別

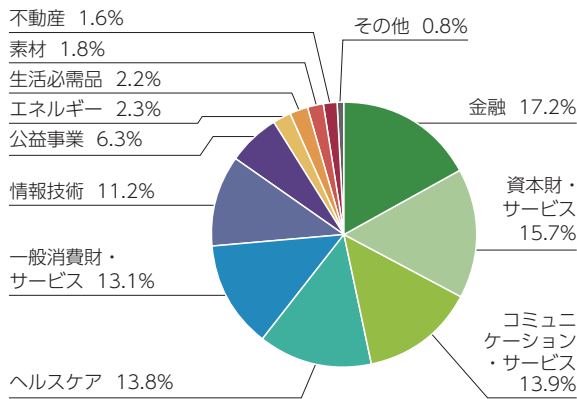


地域別

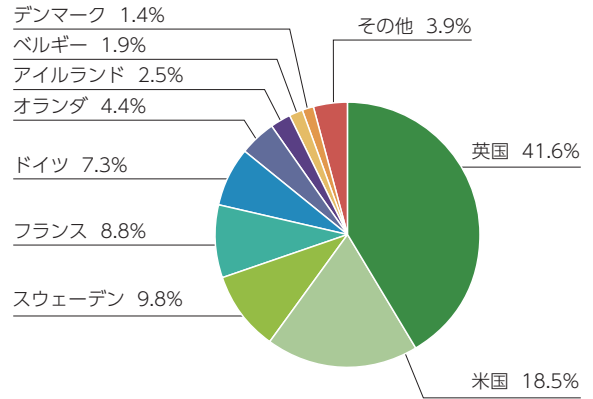


安定的インカム

業種別



地域別



アドミニストレーション

1 運用状況集計

連合会の年金資産として運用されているファンドはインハウス運用(自家運用)、委託運用を合わせ、全128ファンドに上る(2023年3月末)。

投資管理グループのアドミニストレーション業務として、運用資産全体の状況(時価資産残高、利回り)を日次・月次で集計し連合会内に報告している他、法令に基づき『年金給付等積立金及び積立金の管理及び

運用に関する資産運用業務報告書』を毎年度、厚生労働省に提出している。

また、連合会の予算・決算においては、年金経理3経理(厚生年金基金基本年金経理、厚生年金基金加算年金経理、確定給付企業年金経理)について、固定資産額、運用収益・費用を集計し、連合会の予算・決算の基礎データを作成している。

2 資産管理機関・運用受託機関

運用資産は全て資産管理機関に信託されている。資産管理と運用を同一の信託銀行に委託する年金信託と、資産管理を信託銀行に委託のうえ、運用は投資一任業者(運用受託機関)に委託する年金特定信託がある。

資産管理機関別資産残高(2023年3月末)

	資産残高 (百万円)	割合 (%)
年金信託		
三菱UFJ信託銀行株式会社	640,557	5.3
みずほ信託銀行株式会社	249,695	2.1
三井住友信託銀行株式会社	28,954	0.2
小計	919,206	7.5
年金特定信託		
日本マスタートラスト信託銀行株式会社	8,336,737	68.5
株式会社日本カストディ銀行	1,585,085	13.0
みずほ信託銀行株式会社	1,335,521	11.0
小計	11,257,344	92.5
合計	12,176,550	100.0

※年金特定信託のみずほ信託銀行には、共同運用事業資産を含む

運用資産の9割以上が年金特定信託として管理されている。日本マスタートラスト信託銀行(MTBJ)には、主に外貨建て資産とインハウス債券ファンド(国内債券・外国債券)の管理を委託しており、委託資産残高が最も多くなっている。資産管理機関としてのみずほ信託銀行には、インハウス運用の国内株式、国内債券、委託運用の国内株式の他、通算企業年金(共同運用事業)の各運用ファンドの管理を委託している。日本カストディ銀行(CBJ)には、インハウス運用の国内株

式、国内債券の他、委託運用の国内株式、不動産の管理を委託している。

年金特定信託における資産管理機関の選定は、経営の健全性や事務対応力等の基本的な評価の他、インハウス運用との間の現物移受管・資金移管等の事務の効率性等を総合的に判断して行われる。

運用受託機関別の資産残高は、次頁『運用受託機関一覧』のとおりである。

運用受託機関一覧(基本年金等)

(単位:百万円)

資産区分	運用受託機関	再委託先等	資産管理機関	2023年3月末 残高
国内株式	ラッセル・インベストメント株式会社	マルチ・マネジャー	日本マスタートラスト信託銀行株式会社	209,428
	ラッセル・インベストメント株式会社	Orbis	日本マスタートラスト信託銀行株式会社	162,393
	キャピタル・インターナショナル株式会社		みずほ信託銀行株式会社	158,021
	三井住友DSアセットマネジメント株式会社		株式会社日本カストディ銀行	133,604
	東京海上アセットマネジメント株式会社		みずほ信託銀行株式会社	84,450
	ティー・ロウ・プライス・ジャパン株式会社		日本マスタートラスト信託銀行株式会社	62,710
	ラッセル・インベストメント株式会社	NVIC	株式会社日本カストディ銀行	42,934
	みずほ信託銀行株式会社	Nuveen	-	41,424
	三菱UFJ信託銀行株式会社	Baillie Gifford	日本マスタートラスト信託銀行株式会社	34,567
	SOMPOアセットマネジメント株式会社		みずほ信託銀行株式会社	33,832
	ニッセイアセットマネジメント株式会社		みずほ信託銀行株式会社	28,074
ナティクス・インベストメント・マネージャーズ株式会社	Harris	みずほ信託銀行株式会社	26,928	
委託運用 外国株式	三井住友信託銀行株式会社		日本マスタートラスト信託銀行株式会社	623,340
	ラッセル・インベストメント株式会社	マルチ・マネジャー	日本マスタートラスト信託銀行株式会社	268,164
	ウエリントン・マネージメント・ジャパン・ピーティーイー・リミテッド		日本マスタートラスト信託銀行株式会社	222,124
	三菱UFJ信託銀行株式会社	Sanders	日本マスタートラスト信託銀行株式会社	99,312
	ラッセル・インベストメント株式会社	Arrowstreet	日本マスタートラスト信託銀行株式会社	67,899
	ラッセル・インベストメント株式会社	GQG	日本マスタートラスト信託銀行株式会社	58,156
	ナティクス・インベストメント・マネージャーズ株式会社	Harris	日本マスタートラスト信託銀行株式会社	55,465
	三井住友信託銀行株式会社		日本マスタートラスト信託銀行株式会社	54,481
	三菱UFJ信託銀行株式会社	Jennison	日本マスタートラスト信託銀行株式会社	53,771
	ラッセル・インベストメント株式会社	Jacobs Levy	日本マスタートラスト信託銀行株式会社	52,316
	ラッセル・インベストメント株式会社	Arrowstreet	日本マスタートラスト信託銀行株式会社	49,115
	みずほ信託銀行株式会社	Polaris	-	44,665
	三菱UFJ信託銀行株式会社	Brown Advisory	日本マスタートラスト信託銀行株式会社	42,753
	三菱UFJ信託銀行株式会社	Sound Shore	日本マスタートラスト信託銀行株式会社	37,750
	みずほ信託銀行株式会社	Ardevora	-	37,554
	ラッセル・インベストメント株式会社	GQG	日本マスタートラスト信託銀行株式会社	35,287
	ラッセル・インベストメント株式会社	Hosking	日本マスタートラスト信託銀行株式会社	33,656
	三菱UFJ信託銀行株式会社	Sands	日本マスタートラスト信託銀行株式会社	33,383
	シュローダー・インベストメント・マネージメント株式会社		日本マスタートラスト信託銀行株式会社	31,703
	三菱UFJ信託銀行株式会社	Jennison	日本マスタートラスト信託銀行株式会社	29,421
	みずほ信託銀行株式会社	Comgest	-	26,598
	三菱UFJ信託銀行株式会社	Baillie Gifford	日本マスタートラスト信託銀行株式会社	23,292
	みずほ信託銀行株式会社	Alken	-	22,935
	みずほ信託銀行株式会社	Donald Smith	-	19,023
	UBSアセット・マネージメント株式会社		日本マスタートラスト信託銀行株式会社	16,774
	みずほ信託銀行株式会社	Southeastern	-	11,813
	アライアンス・バーンスタイン株式会社		日本マスタートラスト信託銀行株式会社	11,209
	三菱UFJ信託銀行株式会社	Coronation	日本マスタートラスト信託銀行株式会社	9,855
	みずほ信託銀行株式会社	JOHambro	-	9,642
	みずほ信託銀行株式会社	William Blair	-	8,029
ラッセル・インベストメント株式会社	トランジション・マネージメント	日本マスタートラスト信託銀行株式会社	369	
みずほ信託銀行株式会社	Origin	-	41	
三菱UFJ信託銀行株式会社	Jackson Square	日本マスタートラスト信託銀行株式会社	39	

■ アドミニストレーション

運用受託機関一覧(基本年金等)

(単位:百万円)

資産区分	運用受託機関	再委託先等	資産管理機関	2023年3月末 残高	
委託運用	国内債券	東京海上アセットマネジメント株式会社	日本マスタートラスト信託銀行株式会社	160,244	
		ピムコジャパンリミテッド	日本マスタートラスト信託銀行株式会社	105,800	
		東京海上アセットマネジメント株式会社	日本マスタートラスト信託銀行株式会社	102,825	
	外国債券	PGIMジャパン株式会社		日本マスタートラスト信託銀行株式会社	211,102
		ブラックロック・ジャパン株式会社		日本マスタートラスト信託銀行株式会社	166,912
		ゴールドマン・サックス・アセット・マネジメント株式会社		日本マスタートラスト信託銀行株式会社	134,445
		朝日ライフアセットマネジメント株式会社	Loomis Sayles	日本マスタートラスト信託銀行株式会社	98,069
		ブラックロック・ジャパン株式会社		日本マスタートラスト信託銀行株式会社	83,343
		ピムコジャパンリミテッド		日本マスタートラスト信託銀行株式会社	71,547
		ニューバーガー・バーマン株式会社		日本マスタートラスト信託銀行株式会社	59,648
		グッゲンハイムパートナーズ株式会社		日本マスタートラスト信託銀行株式会社	58,649
	ロンバー・オディエ信託株式会社	AIM	日本マスタートラスト信託銀行株式会社	16,481	
	PE	三菱UFJ信託銀行株式会社		-	640,557
		イー・アイ・キャピタル株式会社		日本マスタートラスト信託銀行株式会社	265,469
		三井住友信託銀行株式会社		-	28,954
	HF	東京海上アセットマネジメント株式会社	Aberdeen	日本マスタートラスト信託銀行株式会社	211,881
		フランクリン・テンプレトン・ジャパン株式会社	K2	日本マスタートラスト信託銀行株式会社	211,177
		ゴールドマン・サックス・アセット・マネジメント株式会社		日本マスタートラスト信託銀行株式会社	182,269
		東京海上アセットマネジメント株式会社		日本マスタートラスト信託銀行株式会社	172,296
		ラッセル・インベストメント株式会社		日本マスタートラスト信託銀行株式会社	73,179
		東京海上アセットマネジメント株式会社		日本マスタートラスト信託銀行株式会社	230
	不動産	GCMインベストメンツ株式会社		日本マスタートラスト信託銀行株式会社	0
		DBJアセットマネジメント株式会社		株式会社日本カストディ銀行	40,082
		三菱地所投資顧問株式会社		日本マスタートラスト信託銀行株式会社	20,013
		みずほ信託銀行株式会社		-	11,327
		みずほ信託銀行株式会社		-	10,158
		三井不動産投資顧問株式会社		株式会社日本カストディ銀行	7,667
みずほ信託銀行株式会社			-	4,815	
インフラ・インカム	みずほ信託銀行株式会社		-	1,670	
	イー・アイ・キャピタル株式会社		日本マスタートラスト信託銀行株式会社	74,158	
自家運用	国内株式	イー・アイ・キャピタル株式会社	日本マスタートラスト信託銀行株式会社	33,722	
		インハウス株式Ⅱ	みずほ信託銀行株式会社	486,183	
	国内債券	インハウス株式Ⅰ	株式会社日本カストディ銀行	274,467	
		インハウス債券Ⅱ	日本マスタートラスト信託銀行株式会社	1,598,745	
	外国債券	インハウス債券Ⅰ	株式会社日本カストディ銀行	1,086,330	
		インハウス外債Ⅲ	日本マスタートラスト信託銀行株式会社	1,672,613	
	その他	インハウスクレジット特化型	日本マスタートラスト信託銀行株式会社	154,392	
		インハウス為替Ⅱ	日本マスタートラスト信託銀行株式会社	18,798	
		インハウス入出金T	みずほ信託銀行株式会社	12	
インハウス入出金M		日本マスタートラスト信託銀行株式会社	1		
インハウス入出金J	株式会社日本カストディ銀行	0			

運用受託機関一覧(通算企業年金+共同運用事業)

(単位:百万円)

	資産区分	運用受託機関	再委託先等	資産管理機関	2023年3月末 残高
委託運用	外国株式	ラッセル・インベストメント株式会社	マルチ・マネジャー	みずほ信託銀行株式会社	68,107
		ブラックロック・ジャパン株式会社		みずほ信託銀行株式会社	15,313
	外国債券	ブラックロック・ジャパン株式会社		みずほ信託銀行株式会社	13,810
		ニューバーガー・バーマン株式会社		みずほ信託銀行株式会社	11,824
	HF	東京海上アセットマネジメント株式会社	Aberdeen	みずほ信託銀行株式会社	58,879
	不動産	みずほ信託銀行株式会社		みずほ信託銀行株式会社	10,386
		東京海上アセットマネジメント株式会社		みずほ信託銀行株式会社	3,518
インフラ・ インカム	イー・アイ・キャピタル株式会社		みずほ信託銀行株式会社	21,503	
	イー・アイ・キャピタル株式会社		みずほ信託銀行株式会社	16,744	
自家運用	国内債券	インハウス債券 I		みずほ信託銀行株式会社	197,430
	その他	インハウス為替		みずほ信託銀行株式会社	563
		インハウス入出金		みずほ信託銀行株式会社	0
	国内債券	インハウス債券		みずほ信託銀行株式会社	99,945

※資産管理機関欄の - 印は年金信託、それ以外は年金特定信託

運用コンサルタント一覧

運用コンサルタント
タワーズワトソン・インベストメント・サービス株式会社
ラッセル・インベストメント株式会社
マーサー・ジャパン株式会社

3 報酬

年金資産運用に係る信託報酬・投資顧問報酬は毎年5月・11月に信託財産から支払われる。資産管理機関や運用受託機関からの請求内容を検証のうえ、支払処理を行っている。

基本年金等ポートフォリオ

2022年度報酬		
報酬総額(消費税込)		178.8億円
	年金信託	3.8億円
	特定信託	12.8億円
	投資顧問	162.2億円
報酬率		15.2bp

通算企業年金等ポートフォリオ(共同運用事業分を含む)

2022年度報酬		
報酬総額(消費税込)		7.5億円
	投資顧問	7.5億円
報酬率		18.1bp

※上記の他、連合会投資口、インハウス債券ファンドに係る信託報酬51百万円(消費税込)を支払っている。

■ アドミニストレーション

4 資産移受管

年金給付等のキャッシュフローによる資金異動や新規契約・解約による現物移管、リバランスや資金決済、キャピタルコールなどファンド間の資金移管が、円資産、外貨資産を問わず常時発生する。投資管理グ

ープでは、資産管理機関(信託銀行)に対しこれら移受管の指図を行うとともに、運用受託機関への連絡を行っている。

	2020年度	2021年度	2022年度
移受管件数	132件	119件	121件

5 契約管理

運用受託機関は必要に応じて随時見直しているため、年間を通じ新規契約、解約に係る事務が発生する。また、運用報酬等契約条件の変更も発生する。資産クラスを問わず、全ての新規契約、解約、変更契約に係る事務を統一的に管理している。

	2020年度	2021年度	2022年度
新規契約・口座開設件数	4件	2件	4件
解約・口座閉鎖件数	9件	5件	6件

6 外部キャッシュフロー管理

給付費、受換金・移換金、解散基金・終了DBからの交付金など、年金資産元本の増減(外部キャッシュフロー)を常時把握し、キャッシュフロー状況を部内で共有している。

7 年金資産に係る訴訟

年金資産運用において発生した損害の回復を目的として、損害賠償請求訴訟を提起している。2023年3月末時点で係争中の案件は以下のとおりである(名称等は訴訟提起時の名称)。

東芝	
提訴時期	2017年3月
原告	:日本トラスティ・サービス信託銀行 :日本マスタートラスト信託銀行 :資産管理サービス信託銀行
被告	:株式会社東芝
裁判所	:東京地方裁判所
訴訟代理人	:岩田合同法律事務所
訴訟額	:約12億円

フォルクスワーゲン	
提訴時期	:2016年3月(9月)
原告	:日本マスタートラスト信託銀行 :資産管理サービス信託銀行
被告	:Volkswagen AG(ドイツ)
裁判所	:ブラウンシュヴァイク上級地方裁判所(ドイツ)
訴訟代理人等	:Kessler Topaz Meltzer & Check :Grant & Eisenhofer :DRRT :Claims Funding Europe
訴訟額	:約26百万ユーロ

ポルシェ	
提訴時期	:2016年9月
原告	:日本マスタートラスト信託銀行 :資産管理サービス信託銀行
被告	:Porsche Automobil Holding SE (ドイツ)
裁判所	:シュトゥットガルト 上級地方裁判所(ドイツ)
訴訟代理人等	:Kessler Topaz Meltzer & Check :Grant & Eisenhofer :DRRT :Claims Funding Europe
訴訟額	:約5百万ユーロ

ドイツ銀行	
提訴時期	:2017年12月
原告	:日本マスタートラスト信託銀行
被告	:Deutsche Bank AG(ドイツ)
裁判所	:ケルン地方裁判所(ドイツ)
訴訟代理人等	:Kessler Topaz Meltzer & Check :Grant & Eisenhofer
訴訟額	:約50万ユーロ

■ アドミニストレーション

BHPビリトン

提訴時期	:2018年5月
原告	:日本マスタートラスト信託銀行
被告	:BHP Billiton Limited (オーストラリア)
裁判所	:オーストラリア連邦裁判所 (オーストラリア)
訴訟代理人等	:Kessler Topaz Meltzer & Check :Grant & Eisenhofer
訴訟額	:約5百万米ドル

ダンスケ銀行

提訴時期	:2019年3月
原告	:日本マスタートラスト信託銀行 :資産管理サービス信託銀行
被告	:Danske Bank A/S(デンマーク)
裁判所	:コペンハーゲン地方裁判所 (デンマーク)
訴訟代理人等	:Grant & Eisenhofer :DRRT
訴訟額	:約1百万米ドル

シュタインホフ

提訴時期	:2019年12月
原告	:日本マスタートラスト信託銀行 :みずほ信託銀行
被告	:Steinhoff International Holdings N.V.(オランダ)
裁判所	:アムステルダム地方裁判所 (オランダ)
訴訟代理人等	:Kessler Topaz Meltzer & Check :Grant & Eisenhofer
訴訟額	:約1百万米ドル

以下の事案については、原告による上訴申立を米国最高裁判所が却下し、利金返金等が発生しないことが確定し訴訟が終了した(2023年1月)。

提訴時期	:2019年5月
原告	:プエルトリコ自治連邦区等
被告	:日本マスタートラスト信託銀行 :プエルトリコ地区 米国地方裁判 所～上級裁判所、上級裁判所大法廷、 最高裁判所
訴訟代理人等	:Otterbourg (被告の訴訟代理人)
訴訟額	:約60万米ドル

スチュワードシップ活動

1 日本版スチュワードシップ・コード

連合会は受託者責任の一側面としてスチュワードシップ責任を果たすよう努めており、2014年5月に「責任ある機関投資家」の諸原則「日本版スチュワードシップ・コード」の受入れを表明した。その後、日本

版スチュワードシップ・コード改訂に対応し、連合会「スチュワードシップ責任を果たすための方針」を改定してきている。

2 エンゲージメント

連合会は、「責任ある機関投資家」の諸原則「日本版スチュワードシップ・コード」が期待する行動のひとつである「目的を持った対話」(エンゲージメント)を強化するため、主に欧米の公私年金基金を中心とした幅広いアセットオーナーを顧客に持つスチュワードシップサービス業者、Hermes EOS(英国)に日本企業との対話を委託し、専門家による効率的なエンゲージメント活動を行っている。

連合会のインハウス運用は完全法によるパッシブ運用のためTOPIX採用銘柄を全て保有しており、日本市場全体の底上げが運用成績に資する構造となっていることから、「目的を持った対話」に際しては、個別の企業特有の経営に関する事項というよりは、日本企

業全体に共通したコーポレート・ガバナンスの諸課題に焦点を当てている。

2017年10月には、他の大手機関投資家とともに協働エンゲージメントを行うプラットフォーム(一般社団法人機関投資家協働対話フォーラム)に参加し、2018年1月より直接的な協働対話(協働エンゲージメント)を開始している。2023年3月末現在、投資家協働対話フォーラム参加メンバーは連合会の他、信託銀行1社、生命保険1社、運用会社4社となっており、複数のテーマについて該当企業と対話(レター出状のみ、事務局だけとの面談、メンバー全員との面談、等、テーマによって対話方法は様々)を継続している。

3 国連PRI

2016年5月、国連よりサポートされているUN-PRIの署名・参加の申請を行い、署名機関のひとつとなった。「PRI: Principles for Responsible Investment(責任投資原則)」は主に各企業のESG(E: 環境、S: 社会的責任、G: コーポレート・ガバナンス)の状況を投

資決定プロセスに組み込むことを求めている「原則」であり、実践に結び付けるべく留意している。2017年分(暦年ベース)より詳細な活動報告をUN-PRIに提出し評価を受けている。

■ スチュワードシップ活動

4 株主議決権行使

連合会は国内株式のインハウス運用を2002年4月に開始しており、同年7月から株主議決権の行使を始めた。2003年2月には株主議決権を行使するための判断基準として『株主議決権行使基準』を策定し、その後、改定を重ねている。2011年4月からは行使指図に係る業務を日本投資環境研究所(みずほ証券の子会社)に一部委託し、業務の効率化を図っている。

国内株式を運用委託している運用受託機関に対しては、『運用の基本方針』において、日本版スチュワー

ドシップ・コードを受入れ、同コードの諸原則の実践を通じ、中長期的なリターンの拡大を図ることを求めている。

インハウス運用する国内株式について、2022年7月から2023年6月までの1年間(2022年度)に開催された株主総会における株主議決権行使の状況は以下のとおりとなった。連合会Webサイトでは、議案別集計開示の他、会社ごと・議案ごとの行使結果を公開(個別開示)している。

議決権行使結果(2022年度、子議案ベース)

総会議案	合計	賛成	反対・棄権	反対・棄権 比率(%)
剰余金処分案等	1,403	1,403	0	0.0
取締役選任	16,944	14,245	2,699	15.9
監査役選任	1,558	1,447	111	7.1
定款一部変更	658	658	0	0.0
退職慰労金支給	75	65	10	13.3
役員報酬額改定	523	486	37	7.1
新株予約権発行	36	34	2	5.6
会計監査人選任	80	80	0	0.0
組織再編関連 ※1	30	30	0	0.0
その他会社提案 ※2	933	736	197	21.1
会社提案 合計	22,240	19,184	3,056	13.7
株主提案	403	22	381	※3 5.5

※1 合併、営業譲渡・譲受、株式交換、株式移転、会社分割等

※2 自己株式取得、法定準備金減少、第三者割当増資、資本減少、株式併合、買収防衛策導入等

※3 株主提案については賛成比率を記載

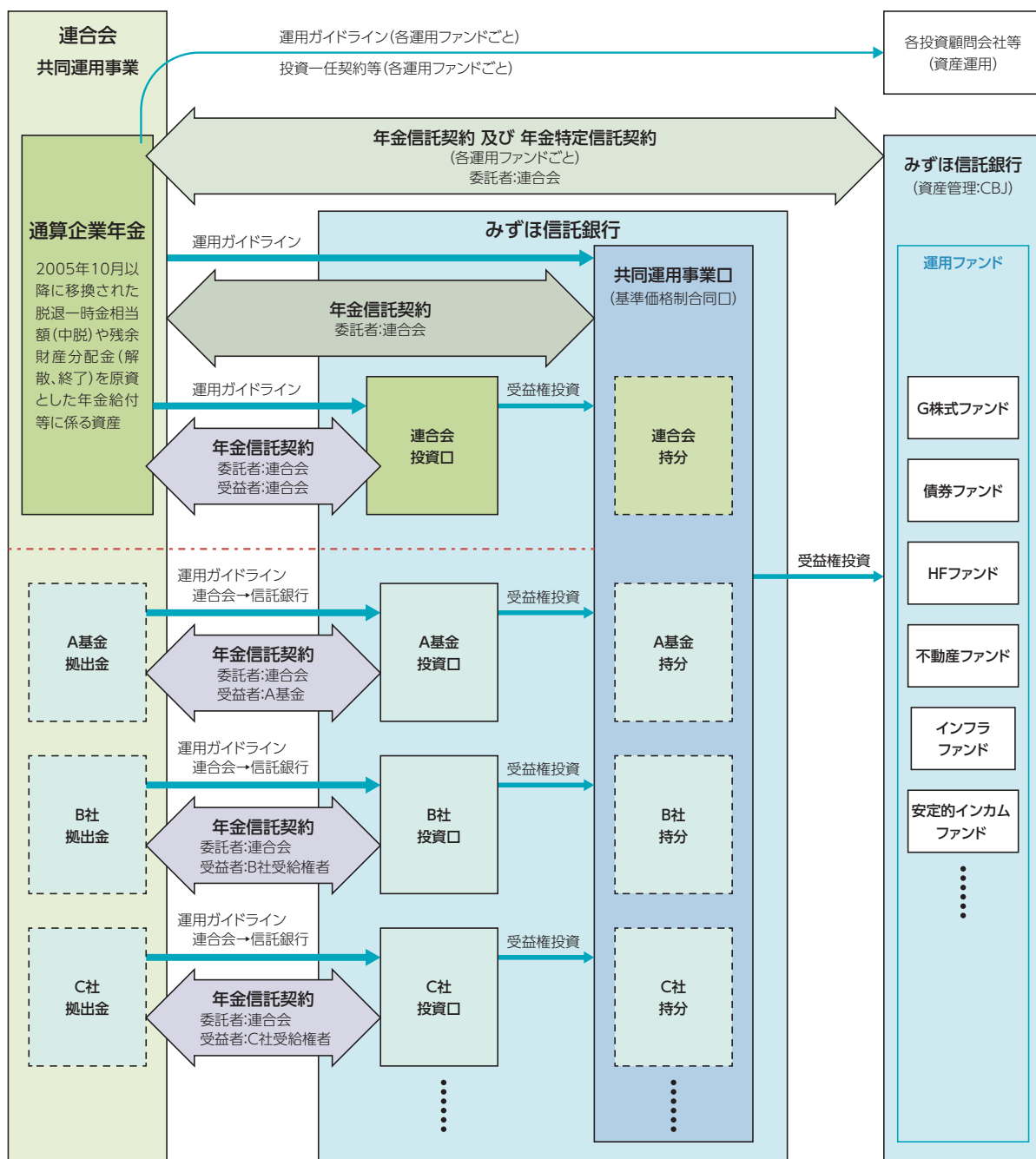
共同運用事業

1 共同運用事業の概要

2016年10月より、企業年金(確定給付企業年金(基金型、規約型)及び厚生年金基金)を対象として、年金資産をまとめて資産規模を大きくすることにより年金資産運用の効率性を高めることを目的に、共同運用事業を実施している。

事業スキーム

事業加入年金基金等ごとに個別の信託契約を締結することで分別管理され、それぞれの資産が保全されるとともに、基準価格制合同口の仕組みを利用して運用成果とコストが公平に分配されるスキームとなっている。



■ 共同運用事業

2 共同運用事業に係る運用方針

共同運用事業では、事業加入年金基金等が拠出した拠出金と連合会が管理運用している通算企業年金の資産の全部または一部と合算して運用する。これにより、事業加入年金基金等は規模のメリットを享受することができる。

運用方針の概要

政策アセットミックス

債券	80%
グローバル株式	20%

ポートフォリオの期待リターンとリスク

リターン	2.6% (債券1.5%、グローバル株式7.0%)
リスク	4.8%

ベンチマーク

債券	ブルームバーグ日本総合インデックス
グローバル株式	MSCI (ACWI、円換算・配当再投資・Net)

許容範囲

政策アセットミックスからの乖離許容範囲	±5%
---------------------	-----

債券は、国内債券だけではなく外国債券や債券代替運用も投資対象とするが、これらの投資に伴う外貨の割合(為替リスク)については、債券全体の20%(ポートフォリオ全体の16%(80%×20%))を許容範囲とする。

投資対象

国内外の債券と国内外の株式を主な投資対象とするが、債券の代替運用として、ヘッジファンド、不動産、インフラストラクチャー及び安定的インカム投資も投資対象とする。また、これらを投資対象とする各運用ファンドにおいては、金融派生商品(デリバティブ取引)に投資することがある。

なお、為替リスクの管理を目的として、為替オーバーレイを行う。

3 運用実績

共同運用事業口における運用実績は、次のとおりである。

パフォーマンスの推移

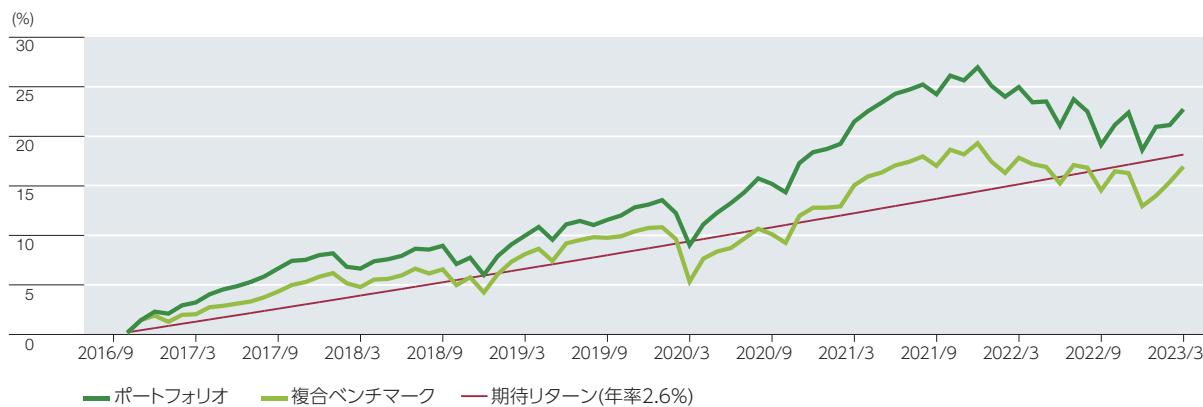
事業開始(2016年10月)以来、2023年3月末現在において平均収益率は3.20%、リスクは3.86%となっており、複合ベンチマーク(債券80%、グローバル株式20%)に対しては累積で0.76%の超過リターンとなっている。

(単位:%)

	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	1月	2月	3月	年度
2018年度	0.70	0.19	0.31	0.67	-0.07	0.35	-1.69	0.60	-1.61	1.77	1.11	0.81	3.11
2019年度	0.80	-1.17	1.41	0.31	-0.37	0.47	0.39	0.74	0.24	0.40	-1.15	-2.89	-0.87
2020年度	1.93	1.05	0.86	0.97	1.22	-0.48	-0.74	2.58	0.94	0.27	0.44	1.88	11.44
2021年度	0.87	0.70	0.73	0.33	0.41	-0.78	1.51	-0.38	1.05	-1.47	-0.88	0.78	2.88
2022年度	-1.23	0.06	-1.99	2.21	-0.99	-2.75	1.69	1.03	-3.09	1.97	0.15	1.31	-1.79

(単位:%)

	平均収益率	リスク	超過収益率	トラッキングエラー	ベンチマーク
運用開始来 (16/10～、年率)	3.20	3.86	+0.76	1.27	MSCI-ACWI20%+ ブルームバーグ日本総合80%
			+0.60	—	期待リターン:2.6%



資産別パフォーマンスの推移

グローバル株式

(単位:%)

	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	1月	2月	3月	年度
2018年度	3.99	-0.36	0.83	4.07	-0.22	2.66	-8.40	1.61	-10.14	7.87	4.79	0.56	5.88
2019年度	4.31	-7.88	5.61	0.94	-4.30	3.85	2.61	3.98	2.39	-0.93	-8.27	-13.44	-12.51
2020年度	9.83	5.47	3.45	3.19	6.70	-3.88	-3.32	12.22	3.61	0.79	4.91	6.30	60.24
2021年度	3.37	2.15	1.68	-0.77	2.52	-2.04	6.68	-4.17	5.85	-4.03	-2.24	7.68	16.96
2022年度	-1.27	0.05	-4.52	4.86	0.48	-5.39	9.11	2.27	-8.63	6.79	1.78	-0.73	3.44

(単位:%)

	平均収益率	リスク	超過収益率	トラッキングエラー	ベンチマーク
運用開始来(16/10～、年率)	14.78	16.47	+1.24	1.66	MSCI-ACWI

■ 共同運用事業



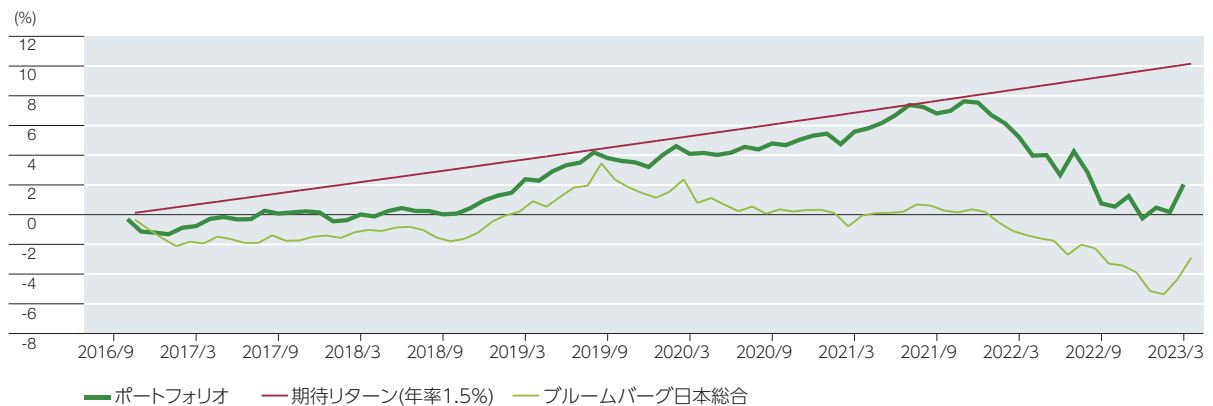
債券(債券代替投資含む)

(単位:%)

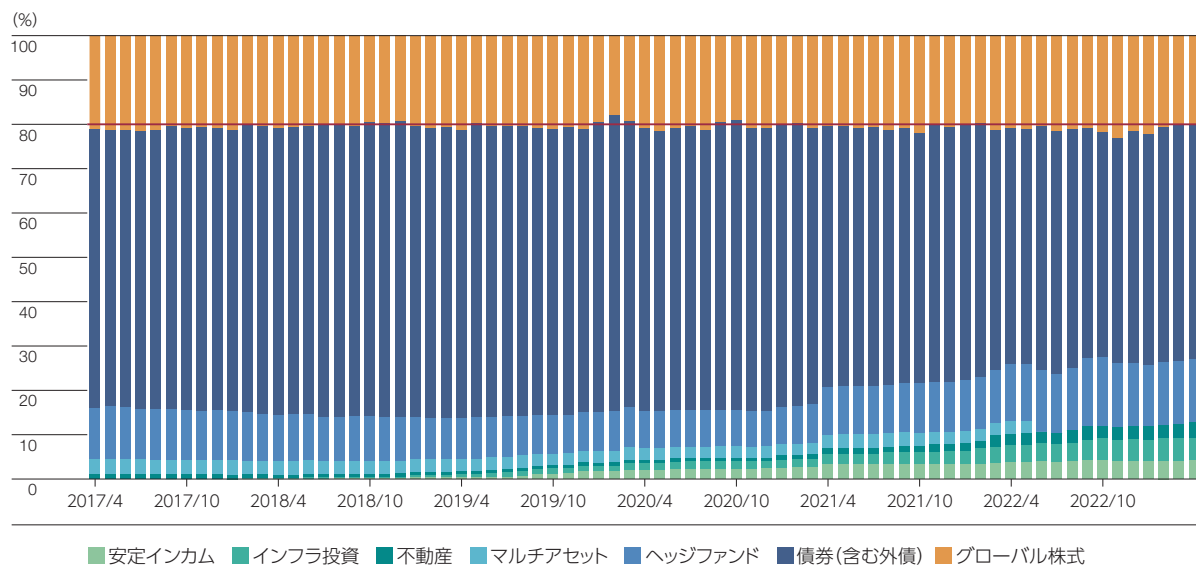
	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	1月	2月	3月	年度
2018年度	-0.13	0.37	0.19	-0.18	-0.02	-0.22	0.05	0.37	0.52	0.32	0.18	0.90	2.37
2019年度	-0.09	0.61	0.40	0.17	0.66	-0.37	-0.18	-0.10	-0.30	0.76	0.59	-0.49	1.67
2020年度	0.05	-0.12	0.14	0.37	-0.16	0.38	-0.10	0.34	0.27	0.13	-0.68	0.80	1.43
2021年度	0.22	0.34	0.50	0.64	-0.12	-0.41	0.18	0.59	-0.09	-0.79	-0.52	-0.86	-0.34
2022年度	-1.19	0.04	-1.30	1.55	-1.36	-2.03	-0.21	0.70	-1.48	0.72	-0.30	1.85	-3.03

(単位:%)

	平均収益率	リスク	超過収益率	トラッキングエラー	ベンチマーク
運用開始来 (16/10~、年率)	0.31	2.12	-1.19	—	期待リターン:1.5%(運用目標)
			+0.76	1.47	ブルームバーグ日本総合



資産構成割合の推移



共同運用事業の加入件数及び資産額の推移

年度末	加入件数	資産額
2016	2件	13億円
2017	5件	82億円
2018	4件	93億円
2019	9件	112億円
2020	9件	135億円
2021	9件	150億円
2022	11件	184億円

行動憲章

1. 加入者・受給者へのサービス

私たちは、これから年金を受ける方、すでに年金を受けられている方が安心して年金を受けられるよう、親切な対応と正確・迅速な業務の遂行に努めます。

2. 会員へのサービス

私たちは、会員の要望を真摯に受け止め、質の高いサービスを積極的に提供します。

3. 企業年金制度の充実と発展

私たちは、日本の企業年金制度の充実と発展を目指した活動を行います。

4. 資産の安全かつ効率的な管理・運用

私たちは、お預かりした年金資産を安全かつ効率的に管理・運用します。

5. 法規範の遵守

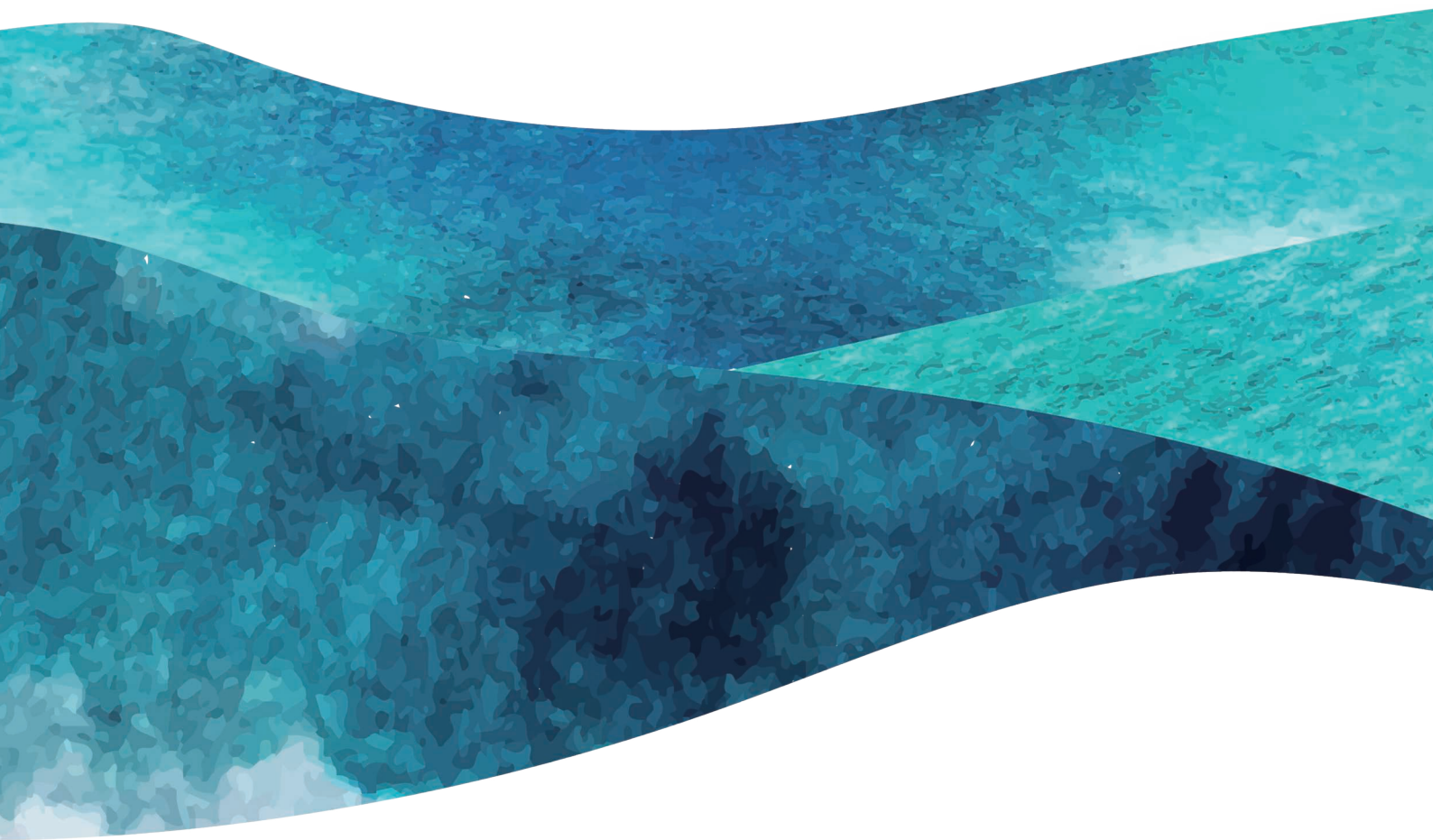
私たちは、高い倫理観を持ち、法規範、社会のルールを遵守して行動します。

6. 個人情報の保護

私たちは、個人情報の重要性を常に認識し、安全な管理を徹底します。

7. 職場環境の充実

私たちは、お互いに協力し合い、自由に意見交換の出来る風通しの良い職場環境を作ります。



本資料は、企業年金連合会の運用状況について広く一般に情報開示することを目的としており、第三者に対し投資誘導する目的で作成したものではありません。本資料は、企業年金連合会の運用に対する考え方や運用手法を記載していますが、第三者に向け推奨するものではありません。本資料には企業年金連合会固有の情報や信頼できると考えられる情報、またはそれらを集計・加工した情報が記載されていますが、これらの情報の正確性及び完全性が保証されているものではありません。本資料の情報に基づき何らかの決定をする場合には、ご利用者自身により最終的な判断をなさるようお願いします。

この資料の内容は作成時点のものであり、今後予告なく変更することがあります。