

2020年度 運用報告書

国民年金基金連合会



～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乘せする公的な年金制度として平成3年4月に施行されました。

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

当連合会の2020年度の運用実績は、国内外の株式市場の上昇などにより、年度ベースではプラス24.44%（修正総合利回り）の収益率となりました。

2020年度の市場環境は、上期はFRBによる緊急資金供給策やワクチン開発の進展期待などを背景に主要国株式市場は上昇しました。下期以降も、バイデン政権による米国の大型経済対策の成立による景気回復期待や、新型コロナウイルスのワクチン普及の進展を受けて、主要国株式市場は大幅に上昇したため、当連合会の運用実績は良好な結果となりました。

一方、足下では、新型コロナウイルスの動向など、不確実性の高い要素も多くあり、変動の激しい相場展開が続くことも予想されます。

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

目次

<運用実績（概要）>

- 1. 運用実績（概要）・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・ P4

<市場環境>

- 2. 2020年度の市場環境・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・ P5
- 2. 2020年度の市場環境（各資産のコメント）・・・・・・・・ P6

<運用状況>

- 3. 2020年度の運用状況・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・ P7
- 3. 2020年度の運用状況（資産構成割合）・・・・・・・・ P8
- 3. 2020年度の運用状況（要因分析）・・・・・・・・ P9
- 3. 2020年度の運用状況（運用受託機関構成）・・・・・・ P10

<リスク管理>

- 4. 2020年度のリスク管理状況（資産全体）・・・・・・・・ P11
- 4. 2020年度のリスク管理状況（債券）・・・・・・・・ P12
- 4. 2020年度のリスク管理状況（株式）・・・・・・・・ P13

<オルタナティブの運用状況>

- 5. オルタナティブの運用状況（バンクローン）・・・・・・ P14
- 5. オルタナティブの運用状況（不動産）・・・・・・・・ P15

<組織体制>

- 6. 組織体制（ガバナンスの仕組み）・・・・・・・・ P16
- 6. 組織体制（資産運用委員会）・・・・・・・・ P17

<運用理念>

- 7. 積立金運用の基本的な考え方について・・・・・・・・ P18

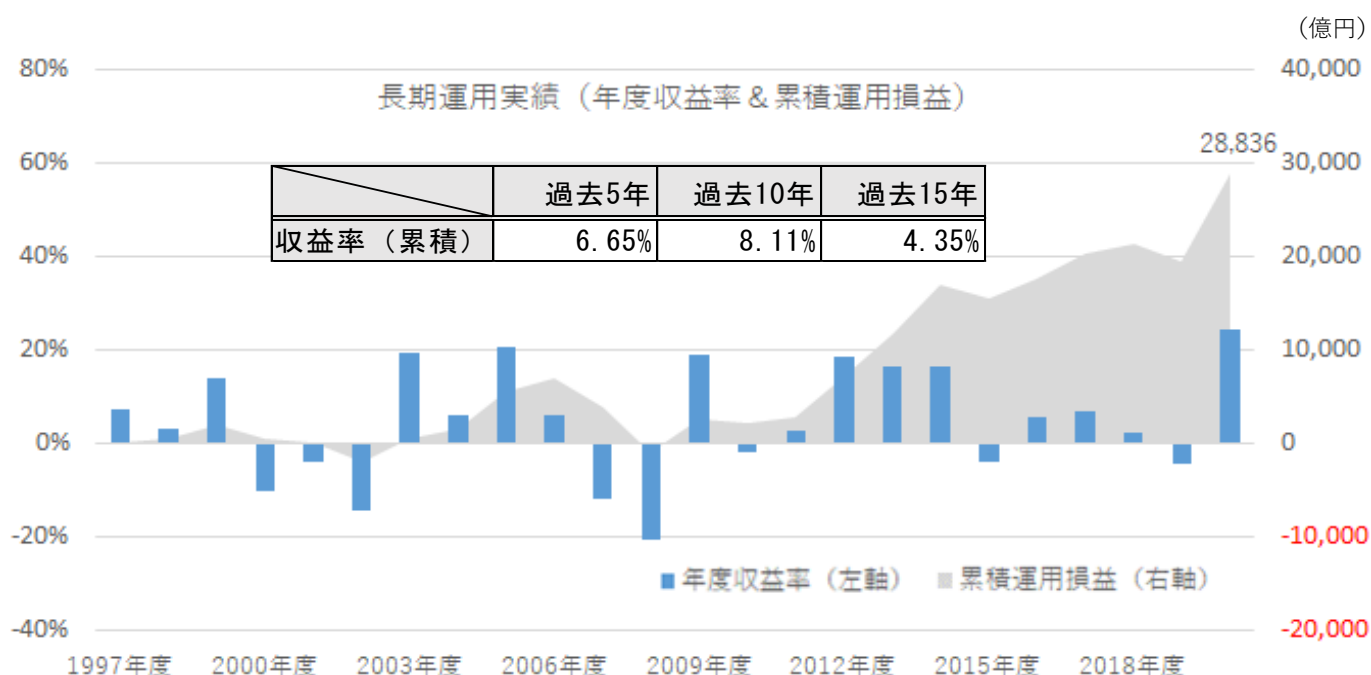
<その他>

- 8. その他・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・ P19

1. 運用実績(概要)

2021年3月末現在

【長期運用実績（修正総合利回り）】



	通期	累積実績（1997年度以降）※
収益率（%）	24.44%	4.24%

※…運用規制の撤廃された1997年度以降の平均利回りを使用。

なお、同年度に資産額の評価方法を時価評価に変更。

【積立金運用残高の推移】



【コメント】

2020年度の修正総合利回りは、プラス24.44%となりました。
また、長期（1997年度以降）の運用実績を見ても、累積で年率4.24%となっています。
なお、積立金残高は4兆6,679億円（2021年3月末時点）となりました。

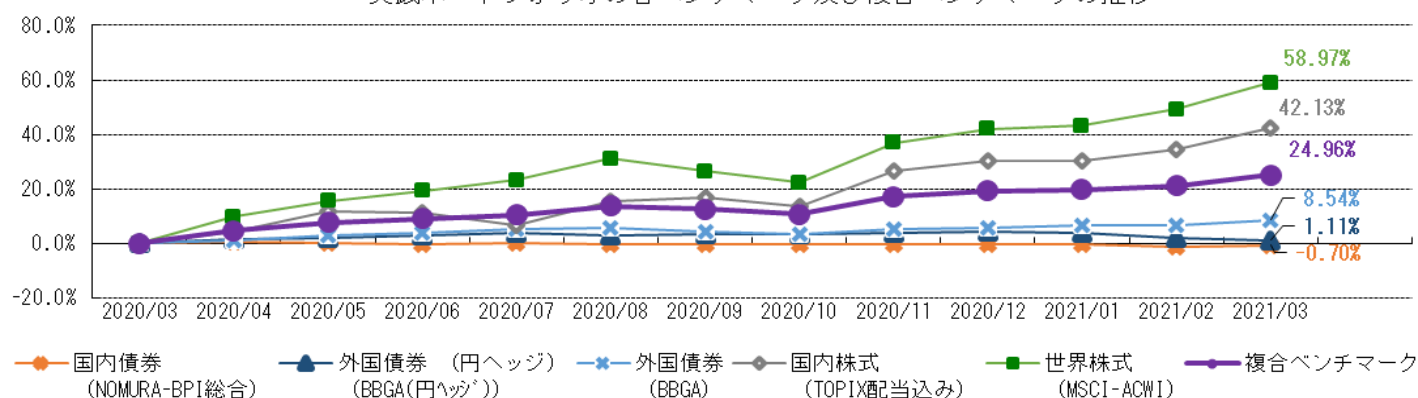
2. 2020年度の市場環境

【参考指標】

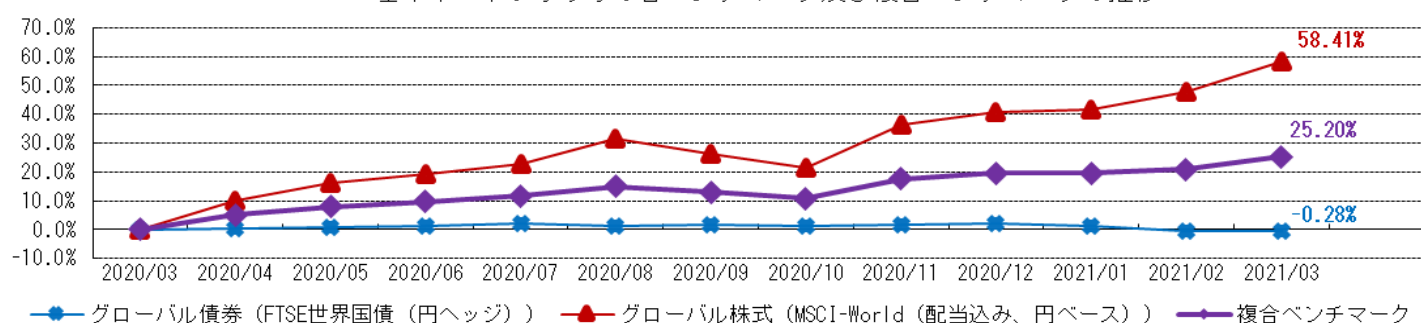
		2020年03月末	2020年06月末	2020年09月末	2020年12月末	2021年03月末
国内債券	10年国債利回り (%)	0.005	0.030	0.015	0.020	0.120
国内株式	日経平均 (円)	18,917.01	22,288.14	23,185.12	27,444.17	29,178.80
	TOPIX (ポイント)	1,403.04	1,558.77	1,625.49	1,804.68	1,954.00
外国債券	米10年国債利回り (%)	0.70	0.66	0.69	0.93	1.74
	独10年国債利回り (%)	-0.47	-0.45	-0.52	-0.57	-0.29
世界株式	NYダウ (ドル)	21,917.16	25,812.88	27,781.70	30,606.48	32,981.55
	S&P 500 (ポイント)	2,584.59	3,100.29	3,363.00	3,756.07	3,972.89
	独DAX (ポイント)	9,935.84	12,310.93	12,760.73	13,718.78	15,008.34
為替	円/ドル (円)	107.96	107.89	105.53	103.25	110.50
	円/ユーロ (円)	118.45	121.17	123.75	126.33	129.87

【市場インデックスの推移】

実践ポートフォリオの各ベンチマーク及び複合ベンチマークの推移



基本ポートフォリオの各ベンチマーク及び複合ベンチマークの推移



※複合ベンチマークは、グローバル債券：グローバル株式を52%：48%の割合にて構成

【コメント】

2020年度における実践ポートフォリオの複合ベンチマークは、プラス24.96%となりました。
米国の大型経済対策の成立による景気回復期待や、新型コロナウイルスのワクチン普及の進展を受けて、主要国株式市場は大幅に上昇しました。

2. 2020年度の市場環境(各資産のコメント)

【国内債券】

要約:国内長期金利は、年末までは日銀の金融緩和継続、国債増発に伴う需給悪化懸念が交錯し横ばいで推移しましたが、年始に入ると、国内長期金利の変動許容幅の拡大観測や、米国での追加経済対策への期待などから、上昇しました。

国内長期金利は、期初から年末にかけて、日銀による金融緩和の継続や、新型コロナウイルスの感染再拡大等が金利低下要因となる一方、国債増発に伴う需給悪化懸念や、米国での追加財政出動の期待、ワクチンの開発期待などが金利上昇要因となり、狭いレンジ内で推移しました。しかし年明け以降は、日銀の政策点検に伴い、国内長期金利の変動許容幅が拡大される可能性が高まったことに加え、米国で大規模な追加経済対策が可決されるとの見方から景気回復期待が高まり金利は大きく上昇し、10年国債利回りは0.12%で終了しました。

【国内株式】

要約:国内株式は、上期は日本政府による100兆円を超える大型経済対策や、欧米での経済活動の再開を受け上昇しました。下期以降も、欧米での新型コロナウイルスのワクチン接種の開始や、大型経済支援策などが好感され、更に上昇しました。

国内株式は、上期は緊急事態宣言発出による企業業績の悪化懸念から下落して始まりましたが、日本政府による100兆円を超える大型経済対策や、欧米での経済活動の再開、新型コロナウイルスのワクチン開発の進展期待などから上昇しました。下期に入ると、米大統領選挙の結果が好感されたことや、欧米でのワクチン接種の開始から更に上昇しました。年明け以降も、米国での大型経済支援策やワクチン接種の進展などから引続き堅調に推移し、前年度末比で大幅に上昇しました。

【外国債券】

要約:米国長期金利は、上期は経済活動の再開期待と金融緩和策の長期化観測が交錯し、横ばいで推移しましたが、下期に入ると、新型コロナウイルスのワクチン接種の開始や追加経済対策による景気回復期待などから、上昇しました。

米国長期金利は、上期は、良好な米経済指標、経済活動の再開期待や国債の需給悪化懸念等が金利上昇要因となる一方、FRBによる金融緩和策の長期化観測などが金利低下要因となり、横ばいで推移しました。下期に入ると、新型コロナウイルスワクチンの接種開始や、大規模追加経済対策によるインフレ期待の高まり、景気回復期待などを背景に金利は上昇し、米10年国債利回りは1.74%で終了しました。

【世界株式】

要約:米国株式は、上期はFRBによる緊急資金供給策や、ワクチン開発の進展期待などを背景に上昇しました。下期以降も、バイデン政権による追加経済対策への期待や、ワクチン接種の進展が好感され、更に上昇しました。欧州株式は、EUの復興基金設立への期待や、ワクチン接種の進展、ECBの追加金融緩和が好感され、上昇しました。

(米国株式)

上期は、FRBによる緊急資金供給策や、ワクチン開発の進展期待などを背景に上昇しました。下期に入ると、新型コロナウイルス感染再拡大からリスク回避姿勢が高まり調整する局面もありましたが、新型コロナウイルスのワクチンに関する良好な治験結果や、バイデン政権による追加経済対策案への期待や同案の議会通過、ワクチン接種の進展などが好感され堅調に推移し、前年度末比で大幅に上昇しました。

(欧州株式)

欧州株式の独DAXは、上期は欧州各地で新型コロナウイルスの感染拡大にピークアウトの兆しが見られたことや、EUの復興基金設立への期待などから上昇しました。下期に入ると、新型コロナウイルス感染再拡大を受け調整する局面もありましたが、ワクチンの早期実用化による経済の正常化期待の高まり、ワクチン接種の進展や、ECBの追加金融緩和などから堅調に推移し、前年度末比で大幅に上昇しました。

【為替】

要約:ドル/円は、上期はFRBによる大規模な緊急資金供給策などを受け、円高が進行しました。年始以降は、新型コロナウイルスのワクチン接種の加速などを受け、円安に転じました。ユーロ/円は、上期はEU復興基金設立を受けた景気回復期待等から、円安が進行しました。下期は、新型コロナウイルスのワクチン実用化の進展などから、更に円安が進行しました。

(ドル/円)

上期は、FRBによる大規模な緊急資金供給策や、新型コロナウイルス感染拡大、米中対立の激化などを受けたリスク回避姿勢の高まりから、円高が進行しました。下期に入ると、米国の低金利政策の長期化観測等を背景に、更に円高が進行しましたが、年明け以降は米国での新型コロナウイルスのワクチン接種ペースの加速や、大規模追加経済対策などを受け円安進行に転じ、1ドル=110.50円で終了しました。

(ユーロ/円)

上期は、EU復興基金の設立合意報道や、ECBによる量的金融緩和策の拡大を背景とした欧州の景気回復期待の高まりから、円安が進行しました。下期に入っても、新型コロナウイルスのワクチン実用化の進展や、米国の追加経済対策の合意などを受けたリスク選好の高まりから、更に円安が進行し、1ユーロ=129.87円で終了しました。

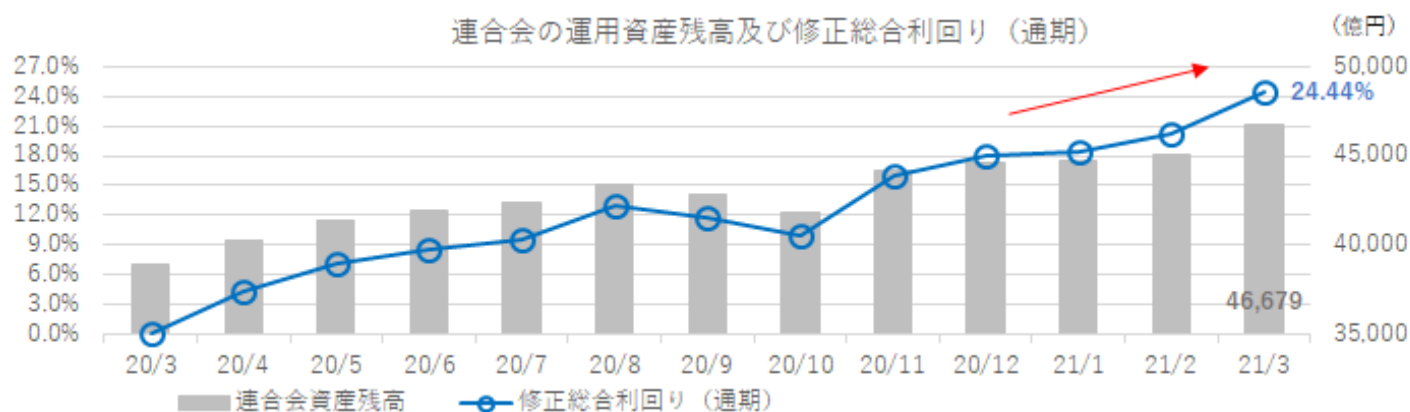
3. 2020年度の運用状況

【運用実績】

(1) 連合会の積立金残高及び修正総合利回り

	第1Q	第2Q	第3Q	第4Q	通期
収益率	8.49%	3.24%	6.28%	5.55%	24.44%
積立金残高	41,895	42,866	44,559	46,679	46,679

連合会の運用資産残高及び修正総合利回り（通期）



(2) 時間加重収益率

	第1Q	第2Q	第3Q	第4Q	通期	ベンチマーク	超過収益率
グローバル債券	1.88%	0.59%	0.67%	-0.92%	2.21%	1.77%	0.43%
国内債券	-0.47%	0.20%	0.06%	-0.37%	-0.59%	-0.70%	0.12%
外国債券 (円ヘッジ)	2.36%	0.72%	0.70%	-3.10%	0.61%	1.11%	-0.50%
外国債券	4.35%	0.74%	1.49%	2.50%	9.36%	8.54%	0.82%
その他	2.86%	0.66%	1.24%	3.85%	8.85%	-	-
グローバル株式	15.79%	5.13%	10.94%	11.72%	50.87%	54.76%	-3.89%
国内株式	9.23%	3.31%	10.53%	11.80%	39.45%	42.13%	-2.68%
世界株式	17.94%	5.55%	11.08%	11.69%	54.43%	58.97%	-4.54%

※ベンチマークは、実践ポートフォリオにおける複合ベンチマーク及び資産科目別ベンチマークを指す（P2をご参照）

超過収益率（通期）



【コメント】

2020年度の時間加重収益率は、グローバル債券がプラス2.21%、グローバル株式がプラス50.87%となりました。超過収益率はグローバル債券がプラス0.43%、グローバル株式がマイナス3.89%となりました。

3. 2020年度の運用状況(資産構成割合)

【資産構成割合】

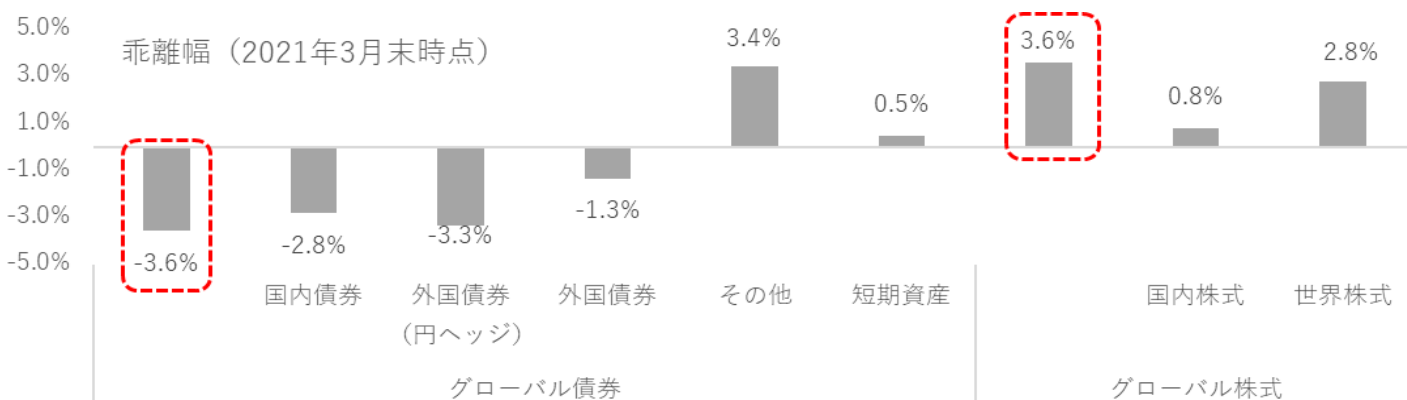
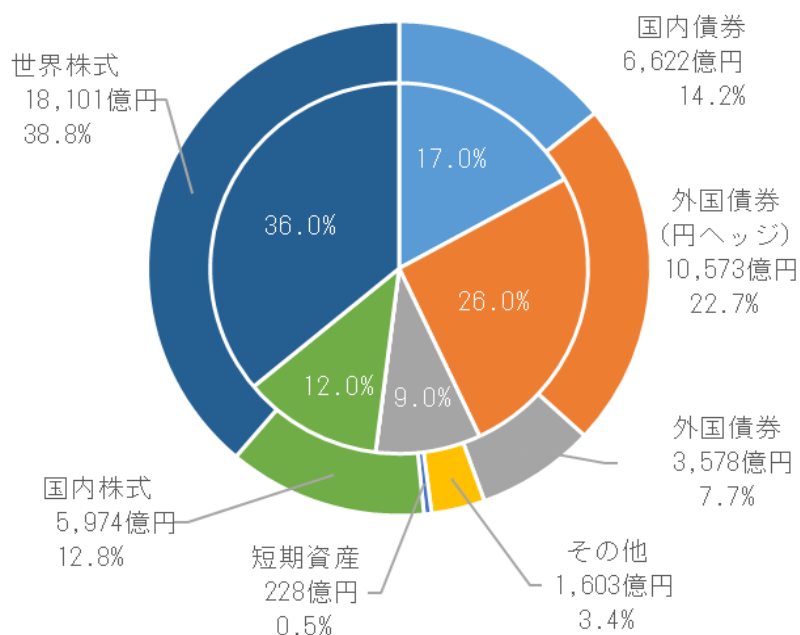
	通期 (2021年3月末)		
	資産額 (億円)	構成割合 (%)	乖離幅 (%)
グローバル債券	22,604	48.4%	-3.6%
国内債券	6,622	14.2%	-2.8%
外国債券 (円ヘッジ)	10,573	22.7%	-3.3%
外国債券	3,578	7.7%	-1.3%
その他	1,603	3.4%	3.4%
短期資産	228	0.5%	0.5%
グローバル株式	24,075	51.6%	3.6%
国内株式	5,974	12.8%	0.8%
世界株式	18,101	38.8%	2.8%

※資産額・構成割合は連合会全体に占める金額・割合

※乖離幅は実ポートフォリオと実践ポートフォリオとの差

※その他には、パンクローンや不動産が含まれます。

内側：実践ポートフォリオ
外側：実ポートフォリオ



【コメント】

2020年度は、主要国における大規模な景気刺激策や世界的な経済活動再開、ワクチンの接種開始による経済正常化への期待などを背景に、株式市場は大幅に上昇したため、グローバル株式のウエイトが増加しました。安定的な給付を行うために、8月に国内債券のアンダーウエイト幅を縮小するようグローバル株式(世界株式)からグローバル債券(国内債券、ヘッジ外債)へのリバランスを実施しました。その後、米国の大型経済対策の成立による景気回復期待やワクチン普及の進展を受けて株式市場が上昇し、2月にグローバル株式(国内株式、世界株式)からグローバル債券(国内債券、外国債券(円ヘッジ)、外国債券)へのリバランスを実施しました。なお年度末時点は、グローバル債券-3.6%、グローバル株式3.6%となっている。

3. 2020年度の運用状況(要因分析)

【超過収益の要因分析】

	収益率			超過収益率の要因分解			
	連合会の収益率	ベンチマーク収益率	超過収益率	個別資産要因①	資産配分要因②	その他要因③	寄与度①+②+③
資産全体	24.88%	24.96%	-0.09%	-1.24%	1.17%	-0.02%	-0.09%
国内債券	-0.25%	-0.70%	0.45%	0.07%	0.40%	0.00%	0.46%
外国債券(円ヘッジ)	0.73%	1.11%	-0.37%	-0.10%	0.20%	0.00%	0.10%
外国債券	10.62%	8.54%	2.08%	0.18%	-0.03%	0.00%	0.14%
国内株式	39.45%	42.13%	-2.68%	-0.21%	0.04%	0.00%	-0.17%
世界株式	54.43%	58.97%	-4.54%	-1.18%	0.56%	-0.01%	-0.62%

※連合会の収益率は時間加重収益率を使用。

要因分解
の内訳

【個別資産要因①の分解】

	個別資産 要因①	超過収益要因		
		ベンチマーク 選択効果	ファンド 選択効果	その他要因
国内債券	0.07%	0.00%	0.02%	0.05%
外国債券(円ヘッジ)	-0.10%	-0.25%	0.14%	0.01%
外国債券	0.18%	-0.02%	0.08%	0.12%
国内株式	-0.21%	-0.63%	0.40%	0.02%
世界株式	-1.18%	-0.99%	-0.16%	-0.03%

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

【資産配分要因②の分解】

	資産配分 要因②	構成割合		ベンチマーク	
		連合会ポート フォリオ	実践ポート フォリオ	複合ベンチ マーク収益率	資産別ベンチ マーク収益率
国内債券	0.40%	15.47%	17.00%	24.96%	-0.70%
外国債券(円ヘッジ)	0.20%	25.23%	26.00%		1.11%
外国債券	-0.03%	9.17%	9.00%		8.54%
国内株式	0.04%	12.21%	12.00%		42.13%
世界株式	0.56%	37.92%	36.00%		58.97%

※複合ベンチマーク収益率は、各資産のベンチマーク収益率(月次)を実践ポートフォリオ(各資産の構成比率)の割合で加重平均したもの。

※資産配分要因は、実践ポートフォリオと連合会ポートフォリオの構成割合との差に起因するもの。

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

【コメント】

【市場環境】

2020年度は、米国の大型経済対策の成立による景気回復期待や、新型コロナウイルスのワクチン普及の進展を受けて、主要国の株式市場は上昇しました。

【運用状況】

2020年度は、資産全体でマイナス0.09%の超過収益率となりました。

《プラス要因》

連合会ポートフォリオは実践ポートフォリオに対して、世界株式をオーバーウエイトとしていたことから、世界株式の資産配分要因がプラス寄与となりました。

一方、連合会ポートフォリオは実践ポートフォリオに対して、国内債券、外国債券(円ヘッジ)をアンダーウエイトとしていたことから、国内債券、外国債券(円ヘッジ)の資産配分要因がプラス寄与となりました。

(a)をご参照。

《マイナス要因》

国内外株式が大幅に上昇する市場環境となる中、世界株式の個別資産要因がマイナス寄与となりました。

これは個別資産要因のベンチマーク選択効果が主な要因であり、連合会で取組む下値抵抗力が期待されるスマートβ運用(株式下落局面で下振れを抑制する特性有り)が、株式上昇局面ではマイナス要因となりました。

(b)をご参照。

3. 2020年度の運用状況(運用受託機関構成)

【運用受託機関】

2021年3月末現在

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

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

(注1) BMとはベンチマーク。WGBIとはFTSE世界国債インデックス。S&P/LSTAとは、S&P/LSTAレバレッジド・ローン・インデックス。

(注2) ※再委託している委託先

(注3) ※※みずほ信託銀行はアセットマネジメントOneに再委託、三井住友信託銀行は三井住友トラスト・アセットマネジメントに再委託、りそな銀行はりそなアセットマネジメントに再委託

(注4) スマートベータ運用とは、市場全体の平均や値動きを代表する指数ではなく、財務指標や株価の変動率など特定のファクターに基づいた指数で運用するもの

(注5) アンコンストレインド運用とは、ベンチマークや投資対象資産に拘束されない(unconstrained)運用のことを言う

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

【コメント】

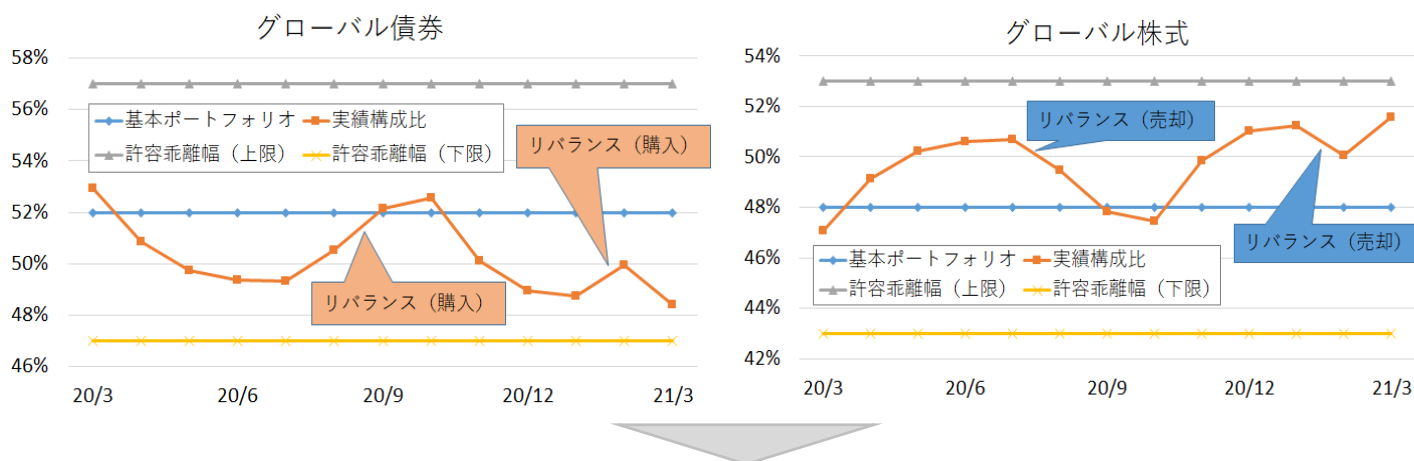
- ①2020年4月から、りそな銀行(BM:MSCI ACWI IMI 最小分散)を新規採用しました。
- ②2020年4月から、マニユライフ・アセット・マネジメントからマニユライフ・インベストメント・マネジメントに名称が変更になりました。
- ③2021年3月末に、国内株式アクティブ運用の三井住友DSアセットマネジメントを解約しました。

4. 2020年度のリスク管理状況（資産全体）

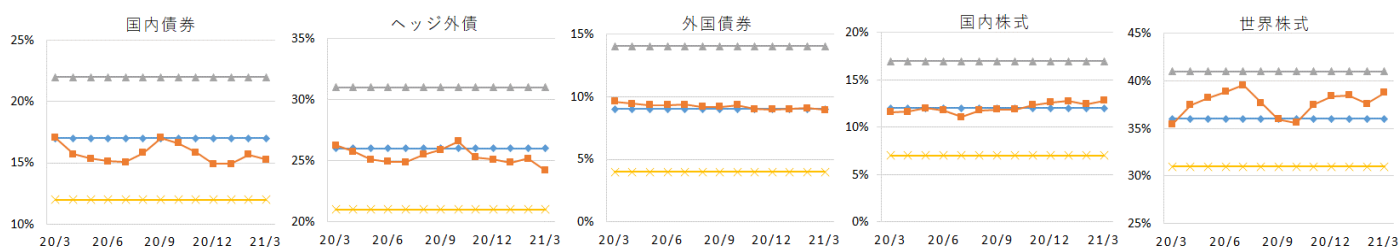
～リスク管理の考え方について～

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

【資産構成割合の推移（基本ポートフォリオ）】



【ご参考（内訳）】各資産科目の構成割合の推移（実践ポートフォリオ）



※各資産科目の構成割合には、短期資産やその他資産も含まれます。

【コメント】

【資産構成割合の推移】

2020年度の資産構成割合は、リバランスを実施したことから、年度を通じて乖離許容幅内に収まりました。

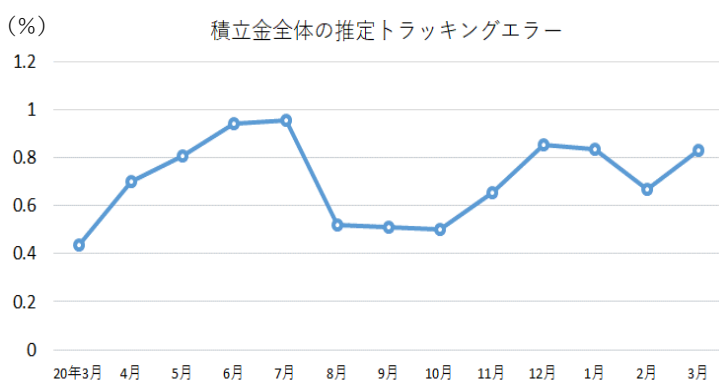
【リバランス】

8月には安定的な給付を行うために、グローバル株式からグローバル債券へ、また2021年の2月には、株式市場が上昇したことから、同じくグローバル株式からグローバル債券へのリバランスを実施しました。

【推定トラッキングエラー】

年金積立金全体の推定トラッキングエラーは、年度を通じて大きな変動はなく安定的に推移しました。

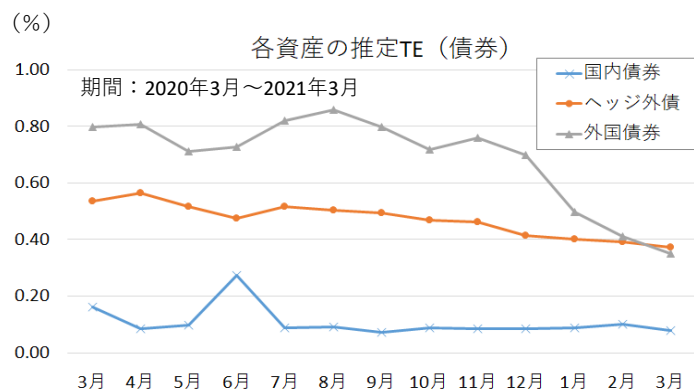
【推定トラッキングエラー（TE）の推移】



※TEとはベンチマークに対するポートフォリオの収益率の乖離の値を指しリスクを測定する尺度の一つ。アクティブリスクとも呼ばれ、分析ツールを用いて推定するものを推定TEと言います。

4. 2020年度のリスク管理状況(債券)

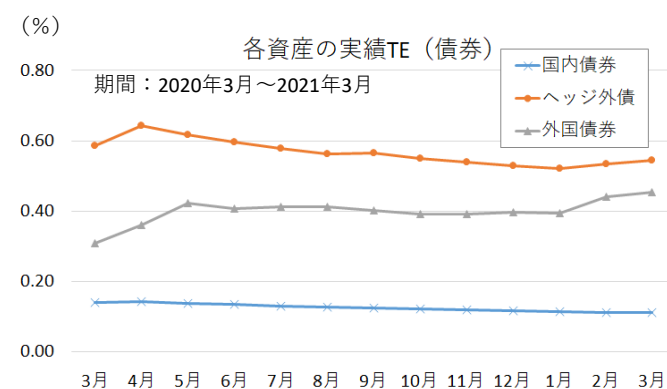
【推定トラッキングエラーの推移】



《推定TEとは(再掲)》

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

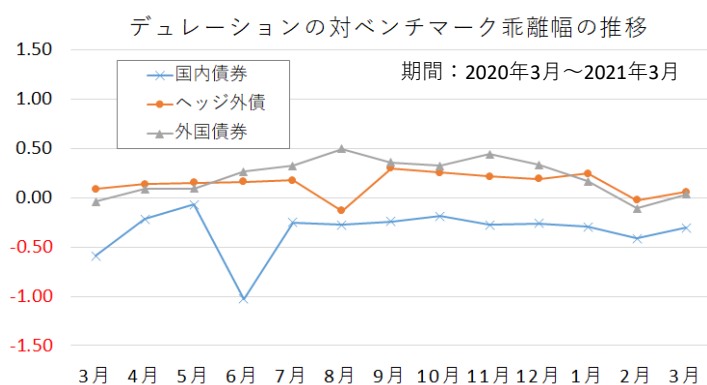
【実績トラッキングエラーの推移】



《実績TEとは》

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

【デュレーションの対ベンチマーク乖離幅の推移】



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

【コメント】

【推定トラッキングエラー】

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

【実績トラッキングエラー】

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

【デュレーションの対ベンチマーク乖離幅の推移】

国内債券運用におけるデュレーションの対ベンチマーク乖離幅は-1.03から-0.07の幅で推移しました。

外国債券運用におけるデュレーションの対ベンチマーク乖離幅は-0.11から0.50の幅で推移しました。

【信用リスク】

○格付別保有状況

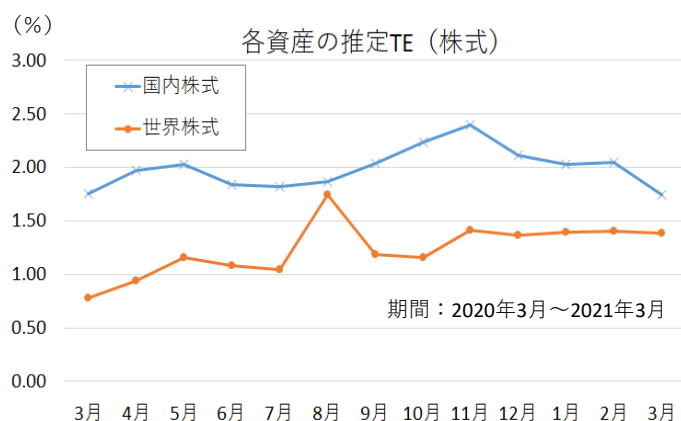
債券への投資は、BBB格以上の格付けを得ている銘柄とすることとしています。ただし、ヘッジ外債及び外国債券について、運用手法の特性によりこの格付に満たない銘柄とする場合等上記によらない合理的な理由があることを連合会が事前に承認したときは、この限りではないとしています。2020年度において、ヘッジ外債及び外国債券について、運用手法の特性によりBBB格以上の格付を得ていない債券への投資を行っております。

○同一発行体の債券保有状況

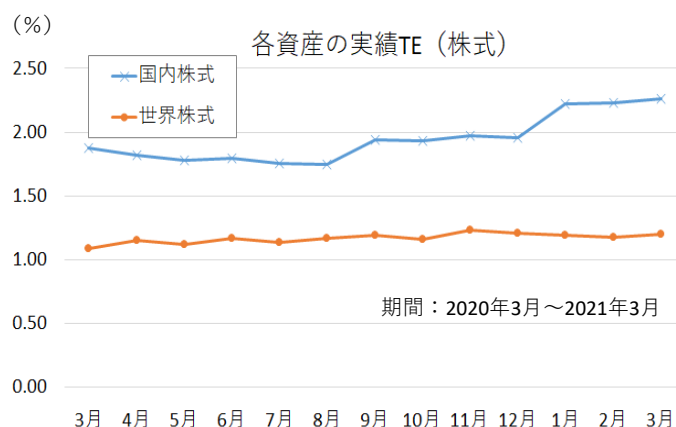
同一発行体の債券(国債等を除く)への投資は、国内債券はポートフォリオの時価の10%を上限、ヘッジ外債及び外国債券はポートフォリオの時価の5%を上限としています。2020年度においては、各科目とも基準を超えるものはありませんでした。

4. 2020年度のリスク管理状況(株式)

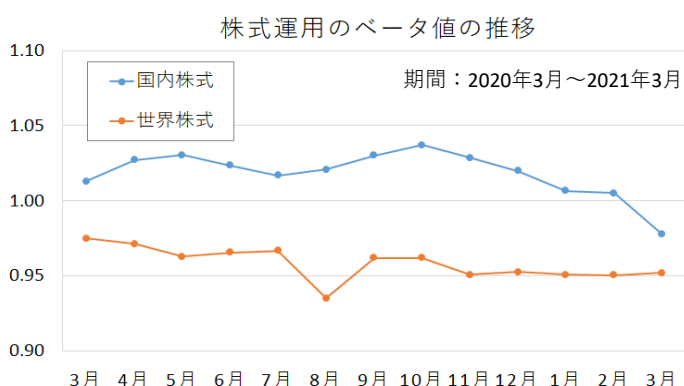
【推定トラッキングエラーの推移】



【実績トラッキングエラーの推移】



【株式運用ベータ値の推移】



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

【コメント】

【推定トラッキングエラー】

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

【実績トラッキングエラー】

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

【株式運用ベータ値の推移】

国内株式及び世界株式運用におけるベータ値は、いずれも1.00近傍で推移しました。

【信用リスク】

○同一発行体の株式保有状況

同一発行体への投資は、国内株式はポートフォリオの時価の10%を上限、世界株式はポートフォリオの時価の7%を上限としています。2020年度においては、各科目とも基準を超えるものではありませんでした。

5. オルタナティブの運用状況(バンクローン)

1. バンクローン

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

ファンド収益率(円ベース、%)

	2018年度	2019年度	2020年度	評価開始来
米国バンクローン	4.86	▲7.83	16.73	12.82
超過収益率	▲0.02	3.54	▲6.82	▲2.03
欧州バンクローン	-	▲11.18	24.90	10.93
超過収益率	-	-	-	-
合算	4.86	▲8.43	19.03	14.29

投資残高(億円)

2021年3月末
424
166
590

- ※ 超過収益率 米国バンクローンは S&P/LSTA Leveraged Loan Index に対する数字、欧州バンクローンは収益率
- ※ 2018年度 米国バンクローンは2019年1月から3月までの3ヵ月間の数字
- ※ 2019年度 欧州バンクローンは2019年12月から2020年3月までの4ヵ月間の数字
- ※ 合算は時価平均残高割合の加重平均で計算

(参考)インデックス収益率(円ベース、%)

	2018年度	2019年度	2020年度	評価開始来
S&P/LSTA	4.88	▲11.37	23.55	14.85
BBGA(除く円、円ベース)	3.45	1.96	8.54	14.48
FTSE-WGBI(日本除く、円ベース)	2.85	4.37	5.43	13.18

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

(総括)

- ・米国バンクローンは、評価開始来で対ベンチマークの超過収益率はマイナスとなった。
- ・バンクローンのインデックスは、2020年度で外国債券のインデックスを大幅に上回り、評価開始来でも上回った。

5. オルタナティブの運用状況(不動産)

2. 不動産

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

収益率(円ベース、%)

	2017年度	2018年度	2019年度	2020年度	設定来
国内不動産 全体の収益率 (円ベース)	3.70	6.64	7.96	6.31	26.92
国内不動産 インカム収益率 (円ベース)	1.13	4.35	4.97	4.19	15.41
目標収益率(インカム収益率)	3.00	4.00	4.00	4.00	15.86
海外不動産 全体の収益率(円ベース)	▲0.90	7.37	0.51	2.70	9.84
海外不動産 現地通貨ベース	5.18	5.93	7.71	3.38	24.05
目標収益率(現地通貨ベース)	4.50	6.00	6.00	6.00	24.46

投資残高(億円)

2021年3月末
286
727
1,013

※国内不動産の投資開始初年度である2017年度は、分配金を獲得する権利がないのでインカム収益が構造上少ない

※海外不動産の現地通貨ベースは、2019年9月から為替ヘッジ開始している

(参考)インデックス収益率(%)

	2017年度	2018年度	2019年度	2020年度	設定来	2020年度の収益率
AJFI (AJFI-OURs)円ベース	5.79	7.81	8.40	5.20	30.08	11月末まで
国内債券 NomuraBPI総合 円ベース	0.88	1.89	▲0.18	▲0.70	1.89	3月末まで
NFI-ODCE 現地通貨ベース(グロス)	6.26	7.52	4.88	0.20	20.06	12月末まで
外国債券 FTSE-WGBI, BBGA	▲0.51	2.46	▲0.17	1.11	2.90	3月末まで

※2017年度は6月末以降、AJFIはAJFI-OURs(AJFI-Open End Core Unlisted REITs:私募REIT)総合収益率(ネット)

※外国債券は、2017年6月末から2019年3月末までFTSE-WGBI(ヘッジ無)、2019年4月から2019年8月末までBBGA(ヘッジ無)、2019年9月から直近はBBGA(ヘッジ有)

(総括)

- ・国内、海外不動産ともに、ポートフォリオ構築中ではあるものの、国内および海外不動産とも設定来で概ね目標収益率と同程度になっている。
- ・国内不動産は、設定来で国内債券を大幅に上回る収益率となった。
- ・海外不動産は、設定来で外国債券を大幅に上回る収益率となった。

6. 組織体制（資産運用委員会）

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

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

【資産運用委員会参加者名簿】 （令和3年6月現在）

参加者	現職	役職
加藤 康之	京都先端科学大学 国際学術研究院 教授	委員長
伊藤 敬介	みずほ第一フィナンシャルテクノロジー株式会社 取締役	委員
臼杵 政治	公立大学法人 名古屋市立大学 大学院経済学研究科・経済学部 教授	
武田 洋子	株式会社三菱総合研究所 副部門長 / 政策・経済センター センター長	
堀江 貞之	年金積立金管理運用独立行政法人 経営委員 兼 監査委員	
坂本 耕一	全国国民年金基金 常務理事	参与
佐藤 郁美	日本弁護士国民年金基金 常務理事	
中村 正人	歯科医師国民年金基金 常務理事	

【資産運用委員会の開催状況】

	開催日	主なテーマ
第44回	令和2年7月17日	1. 2019年度の積立金運用実績 2. その他の報告事項
第45回	令和2年11月13日	1. 基本ポートフォリオと実践ポートフォリオの検証について (2 元化ポートフォリオの課題整理とその対応) 2. 最小分散指数を活用したアロケーション調整の検討について 3. 2020年度の積立金運用状況報告 4. オルタナティブ投資の在り方 5. 日本版スチュワードシップ・コード(再改訂版)の対応について 6. アクティブ運用の採用における、効果的なタイミングの検討について
第46回	令和3年2月16日	1. 基本ポートフォリオと実践ポートフォリオの検証 2. 最小分散指数を活用したアロケーション調整の導入 3. 実践ポートフォリオの最適化プロセスにおける考え方 4. オルタナティブ投資の課題への対応方針と在り方の検討 5. 2020年度第3四半期迄の積立金運用状況報告 6. 2019年度スチュワードシップ活動報告 7. コロナ禍によるレジームチェンジの可能性と連合会の対応

7. 積立金運用の基本的な考え方について

一般的に、資産運用はその時々々の市場動向に左右されずに、長期的な視点で投資を行うことが効果的と言われ、また、複数の資産に分散して投資することがリスク抑制に繋がると言われています。その点を踏まえ、積立金の運用にあたっては、連合会が掲げる「資産運用に関する投資原則」に沿って、戦略の策定等を行うこととしています。

ポートフォリオの考え方では、二元化ポートフォリオ（基本ポートフォリオと実践ポートフォリオ）の枠組みを採用しており、長期的と中期的な運用目標の達成を目指す最適な組み合わせのポートフォリオを策定し、運用をしています。

リスク管理では、長期的には基本ポートフォリオに沿った運用が重要であるため、リバランスルールを定めています。

【資産運用に関する投資原則】

1 長期投資

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

2 分散投資

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

3 意思決定の重点

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

4 市場認識とマネジャー分散

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

5 リスク管理

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

6 持続可能性

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

7 組織のあり方

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

【ポートフォリオの考え方】

《基本ポートフォリオ》

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

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

《実践ポートフォリオ》

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

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

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

【リバランスルール】

連合会では、基本ポートフォリオについて、資産クラスごとの資産構成割合の乖離の許容幅を定めています。市場の変動等により、積立金の資産構成割合が基本アセットミクスから許容幅を超過する場合は、乖離許容幅に収まるよう資産クラスのリバランスを行い、乖離を是正をする運営となっています。

8. その他

【用語集】

◆ 修正総合利回り ◆

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

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

(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 ◆

運用受託機関の意思によってコントロールできない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でファンド・マネジャーの運用能力を評価するのに適している。最も厳密に計算する場合、キャッシュフローが発生するたびに期間(時間)を区切り、その分割された単位期間ごとに収益率を算出した上で、それらの収益率を掛け合わせ(加重)、年当たりの複利に換算する。

◆ 複合ベンチマーク ◆

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

◆ 基本ポートフォリオと実践ポートフォリオ ◆

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

以上