

2021年度  
運用報告書

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



国民年金基金

kokkyu

## ～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2021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6.79%（修正総合利回り）の収益率となりました。

2021年度の市場環境は、上期は、企業業績の改善や新型コロナウイルスワクチン接種の進展を背景に主要国株式市場は上昇しました。下期に入ると、欧米の金融引締め姿勢の高まりやロシアのウクライナ侵攻を受けた商品市況の高騰による景気減速懸念から下落しました。その後、原油価格の上昇が一服したことや停戦に向けた協議への期待から上昇し、通期でも上昇したことから、当連合会の運用実績は良好な結果となりました。

一方、足下では、ロシアのウクライナ侵攻の動向や世界的なインフレの加速など、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. 2021年度の市場環境	P5
----------------	----

2. 2021年度の市場環境（各資産のコメント）	P6
--------------------------	----

## <運用状況>

3. 2021年度の運用状況	P7
----------------	----

3. 2021年度の運用状況（資産構成割合）	P8
------------------------	----

3. 2021年度の運用状況（要因分析）	P9
----------------------	----

3. 2021年度の運用状況（運用受託機関構成）	P10
--------------------------	-----

## <リスク管理>

4. 2021年度のリスク管理状況（資産全体）	P11
-------------------------	-----

4. 2021年度のリスク管理状況（債券）	P12
-----------------------	-----

4. 2021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（意思決定プロセス）	P17
-------------------	-----

6. 組織体制（資産運用委員会）	P18
------------------	-----

## <運用理念>

7. 積立金運用の基本的な考え方について	P19
----------------------	-----

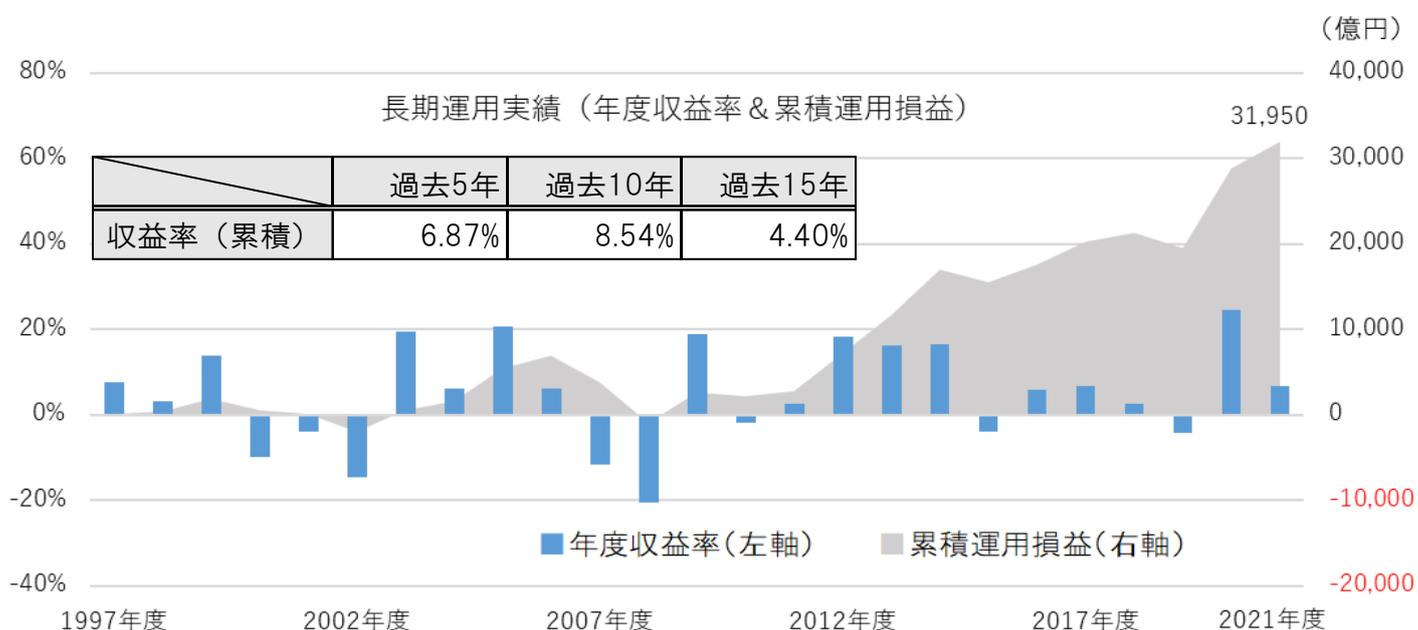
## <その他>

8. その他	P20
--------	-----

# 1. 運用実績(概要)

2022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） <sup>※</sup>
収益率（%）	6.79%	4.34%

※…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】

2021年度の修正総合利回りは、プラス6.79%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4.34%となっています。  
 なお、積立金残高は4兆8,141億円（2022年3月末時点）となりました。

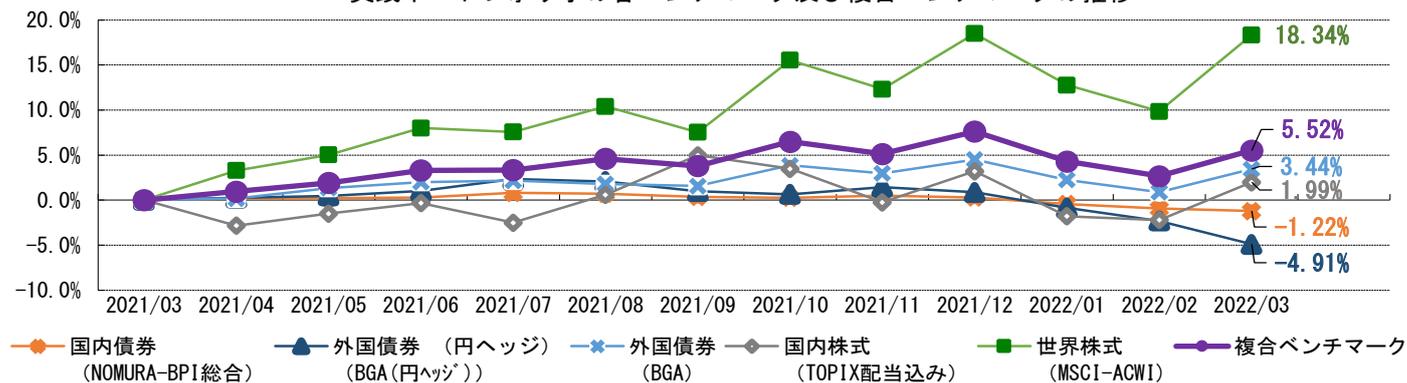
## 2. 2021年度の市場環境

### 【参考指標】

		2021年03月末	2021年06月末	2021年09月末	2021年12月末	2022年03月末
国内債券	10年国債利回り (%)	0.120	0.050	0.065	0.070	0.210
国内株式	日経平均 (円)	29,178.80	28,791.53	29,452.66	28,791.71	27,821.43
	TOPIX (ポイント)	1,954.00	1,943.57	2,030.16	1,992.33	1,946.40
外国債券	米10年国債利回り (%)	1.74	1.45	1.52	1.52	2.32
	独10年国債利回り (%)	-0.29	-0.21	-0.20	-0.18	0.55
世界株式	NYダウ (ドル)	32,981.55	34,502.51	33,843.92	36,338.30	34,678.35
	S&P 500 (ポイント)	3,972.89	4,297.50	4,307.54	4,766.18	4,530.41
	独DAX (ポイント)	15,008.34	15,531.04	15,260.69	15,884.86	14,414.75
為替	円/ドル (円)	110.50	110.99	111.58	115.16	121.38
	円/ユーロ (円)	129.87	131.62	129.31	130.95	135.05

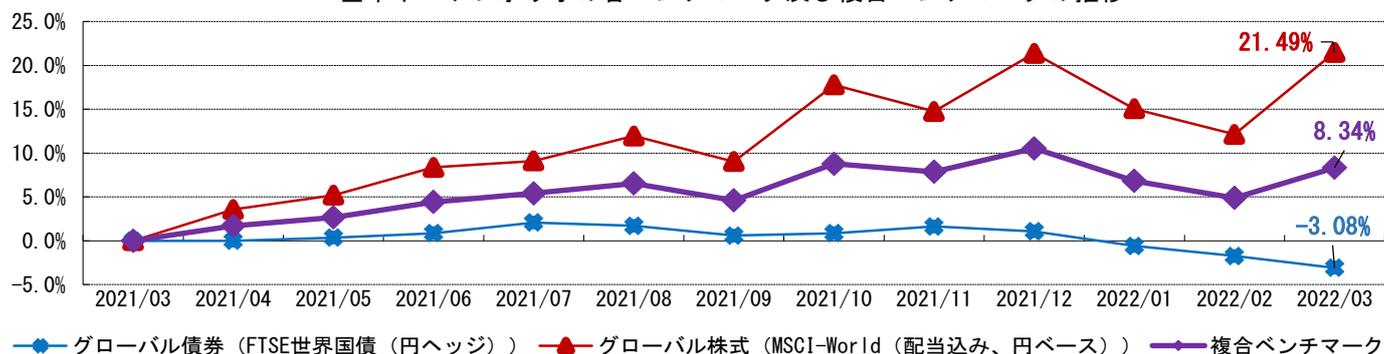
### 【市場インデックスの推移】

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



※実践ポートフォリオの複合ベンチマークは、国内債券：外国債券（円ヘッジ）：外国債券：国内株式：世界株式を17%：26%：9%：12%：36%の割合にて構成

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



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

### 【コメント】

通期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5.52%となりました。

主要国株式市場は、上期は、企業業績の改善や新型コロナウイルスワクチン接種の進展を背景に上昇しました。下期に入ると、欧米の金融引締め姿勢の高まりやロシアのウクライナ侵攻を受けた商品市況の高騰による景気減速懸念から下落しました。その後、原油価格の上昇が一服したことや停戦に向けた協議への期待から上昇し、通期でも上昇しました。

## 2. 2021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、上期は国内の景気下振れ懸念から低下基調で推移しましたが、米国の量的金融緩和の縮小開始観測を背景に金利は反転しました。下期に入ると、米国の金融政策正常化の前倒しを背景に上昇し、ウクライナ情勢の悪化から低下する局面もありましたが、物価上昇等を背景に欧米で金融引締め観測が高まる中、国内長期金利は上昇しました。

国内長期金利は、上期は、国内の新型コロナウイルスの感染拡大を背景にリスク回避姿勢が高まり低下しました。9月に入ると、国内株式の反発や米国長期金利の上昇を受けて、国内金利も上昇しました。下期に入ると、欧米の長期金利低下や変異株への警戒感から一時低下しましたが、1月に入ると、米国の金融政策正常化の前倒しを背景に上昇基調で推移しました。その後は、ウクライナ情勢の悪化によるリスク回避の買いで利回りが低下する局面もありましたが、物価上昇等を背景に欧米で金融引締め観測が高まり、国内長期金利は上昇に転じ、10年国債利回りは0.210%で終了しました。

### 【国内株式】

要約：国内株式は、上期は変異株の感染拡大懸念から下落しましたが、菅首相の退陣表明を受けて上昇しました。下期に入ると、変異株の感染拡大等を背景に下落しましたが、株価の割安感が意識されたことから反発に転じました。1月に入ると、米国の金融政策正常化の前倒し観測やロシアのウクライナ侵攻から下落しました。その後、急速な円安・米ドル高の進行等を背景に上昇しました。

国内株式は、上期初は、新型コロナウイルス感染者の増加やワクチンの接種ペースの遅延が懸念され下落しましたが、上期末にかけては、菅首相の事実上の退陣表明を受けて上昇しました。下期に入ると、中国恒大集団の債務問題や変異株の感染拡大、欧米の金融政策の正常化に伴う先行きの資金流出などが懸念され下落基調で推移しました。1月以降は、米国の金融政策正常化の前倒し観測やウクライナ情勢の急騰を背景に更に下落基調で推移しました。その後、中国当局の企業規制の見直しや急速な円安・米ドル高の進行等を背景に上昇し、通期でもTOPIX（配当込み）は上昇しました。

### 【外国債券】

要約：米国長期金利は、上期は量的金融緩和の早期縮小懸念の後退や景気減速懸念から低下しました。下期に入ると、新たな変異株の出現でリスク回避気運が高まり、低下基調で推移しました。その後は、保有資産の早期縮小開始や将来の連続利上げなど金融引き締めペースの加速が警戒され、利回りは上昇基調で推移し、ウクライナ情勢の深刻化や商品価格の高騰等を背景に利回りは更に上昇しました。

米国長期金利は、上期初は、国債需給悪化に対する過度な懸念が後退したこと、消費者物価の伸びが想定内に収まったことで米国債を買い戻す動きが強まり低下しました。8月以降は、FRBが量的金融緩和の縮小を開始するとの観測が強まり、長期金利は上昇しました。下期に入ると、変異株の重症化リスクが低いとの分析や、FOMCにおいてテーバリングのペース加速が決定され、参加者の利上げ予想も前倒しされたことを背景に利回りは上昇しました。2月に入ると、金融引締めペースの加速が懸念され、利回りが上昇しましたが、ウクライナ情勢の深刻化を背景に、一時利回りは低下しました。その後は、商品価格の高騰によるインフレ加速が警戒され、利回りは上昇基調で推移し、米10年国債利回りは2.32%で終了しました。

### 【世界株式】

要約：米国株式は、上期は、経済指標の改善やワクチン接種の進展から上昇しました。下期に入ると、金融引き締めペースの加速が警戒されたことや、ウクライナでの戦闘激化や商品価格の急騰を背景に下落基調で推移しました。その後、原油価格の上昇が一服したことやロシア・ウクライナの停戦交渉の進展への期待等から反発し、通期でも上昇しました。

欧州株式(DAX(独))は、市場予想を上回る決算が続いたことやワクチン接種の進展を背景に上昇基調で推移しました。下期に入ると、ECBやBOEが金融引き締め姿勢を強めたことや、商品価格の急騰を背景に下落しました。その後、原油高が一服したことや反発しましたが、通期では下落しました。

(米国株式) 上期初は、経済指標の改善が続いたことや、新型コロナウイルスワクチン接種の進展を背景に上昇基調で推移しましたが、上期末にかけては、中国恒大集団の債務問題を背景に中国経済の減速懸念の高まりや、米与野党協議の難航から米連邦政府の閉鎖や米国債の債務不履行が警戒されたことから、軟調な展開となりました。下期に入ると、好調な企業決算の発表、小売売上高の改善などを背景に株価は上昇しました。1月に入ると、保有資産の早期縮小開始や将来の連続利上げなど金融引き締めペースの加速が警戒され、将来の景気や企業業績への懸念が強まり、大幅に下落しました。その後は、ウクライナでの戦闘激化や商品価格の急騰を背景にリスク回避機運が高まり、下落しましたが、原油価格の上昇が一服したことやロシア・ウクライナの停戦交渉の進展への期待等から、市場心理が改善し反発しました。

(欧州株式) 欧州株式のDAX(独)は、上期は、新型コロナウイルス感染者数が減少し上昇基調で推移しました。9月に入ると、ECBが金融政策の正常化に向かうとの観測から、上値の重い展開となりましたが、中国恒大集団の債務問題から軟調に推移する一方で、好調な経済指標が株式市場を下支えしました。下期に入ると、米国の金融引き締め観測の高まりから下落し、ECB(欧州中央銀行)やBOE(英国中央銀行)が金融引き締め姿勢を強めたことが重荷となった一方で、好業績銘柄への買いが下支えとなりました。2月に入ると、ロシアのウクライナ侵攻が警戒され、経済制裁によるロシア金融市場の混乱や商品価格の急騰を背景に悲観的な見方が強まり下落しましたが、原油高が一服したことや停戦交渉の進展への期待等から反発しました。しかし、通期では下落しました。

### 【為替】

要約：ドル/円は、上期は、米国長期金利の低下を背景に日米金利差の縮小が意識され円高となりましたが、米国の量的金融緩和の縮小開始が強く示唆されたこと等から円安が進行しました。下期に入ると、米国の金融引き締め観測の高まりやウクライナ情勢の深刻化が円安材料となり、円安基調で推移しました。その後は、原油高を背景に更に円安が進行し、1ドル=121.38円で終了しました。

ユーロ/円は、上期は、ECBの金融緩和縮小観測から円安が進行しましたが、中国恒大集団の債務問題から円高が進行しました。下期に入ると、ECBがFRBに比べ金融政策の正常化に慎重との見方や、欧州と地理的に近いウクライナ情勢の緊迫化がユーロの売り材料となり、円高が進行しました。その後、ウクライナ情勢の悪化から円高が進行する局面もありましたが、原油高の一服や停戦交渉の継続で欧州経済の減速に対する過度な警戒感が和らぎ、ユーロを買い戻す動きが加速し、1ユーロ=135.05円で終了しました。

(ドル/円) 期初は、米国長期金利の低下で日米金利差の縮小が意識され、円高が進行しました。6月に入ると、FOMCで利上げ開始時期が前倒しされたことを背景に日米金利差の拡大が意識され、円安が進行しました。9月に入ると、FOMCで年内の量的金融緩和の縮小開始が強く示唆されたことを受けて、円安が進行しました。11月以降は、新型コロナウイルスの新たな変異株への警戒感からリスク回避の円買いが強まる局面もありましたが、オミクロン株の重症化リスクが低いとの分析等から、円安が進行しました。その後は、米国の金融引き締め観測の高まりやウクライナ情勢の深刻化が円安材料となり円安基調で推移し、原油高を背景に更に円安が進行し、1ドル=121.38円で終了しました。

(ユーロ/円) 期初は、ユーロ圏の貿易黒字拡大や日欧の新型コロナウイルスワクチン接種ペースの差異等を背景に円安が進行しました。6月に入ると、米欧の金融政策の方向性の違いが意識され、円高が進行しました。9月に入ると、中国恒大集団の債務問題によるリスク回避機運の高まりから、円高が更に進行しました。下期に入ると、ECBがFRBに比べ金融政策の正常化に慎重との見方や、欧州と地理的に近いウクライナ情勢の緊迫化がユーロの売り材料となり、円高が進行しました。ウクライナ情勢の悪化から円高が進行する局面もありましたが、原油高の一服や停戦交渉の継続で欧州経済の減速に対する過度な警戒感が和らぎ、ユーロを買い戻す動きが加速し、1ユーロ=135.05円で終了しました。

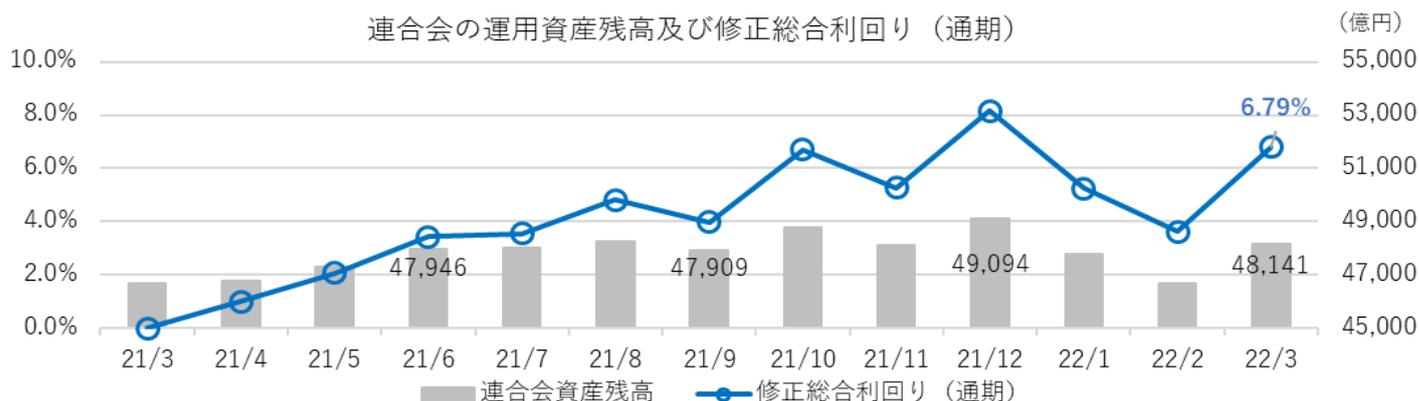
### 3. 2021年度の運用状況

#### 【運用実績】

(1) 連合会の積立金残高及び修正総合利回り (億円)

	第1Q	第2Q	第3Q	第4Q	通期
収益率	3.44%	0.54%	4.14%	-1.37%	6.79%
積立金残高	47,946	47,909	49,094	48,141	48,141

連合会の運用資産残高及び修正総合利回り (通期) (億円)



(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
<b>グローバル債券</b>	0.97%	0.08%	0.70%	-2.82%	-1.12%	-2.27%	1.16%
国内債券	0.32%	0.10%	-0.06%	-1.56%	-1.20%	-1.22%	0.02%
外国債券 (円ヘッジ)	0.86%	-0.08%	-0.05%	-5.42%	-4.73%	-4.91%	0.18%
外国債券	2.01%	-0.49%	2.90%	-1.03%	3.37%	3.44%	-0.07%
その他	2.02%	2.48%	3.78%	5.39%	14.35%	-	-
<b>グローバル株式</b>	5.81%	1.07%	7.32%	0.29%	15.10%	14.21%	0.89%
国内株式	0.22%	5.33%	-1.27%	0.95%	5.21%	1.99%	3.23%
世界株式	7.62%	-0.41%	10.10%	0.05%	18.06%	18.34%	-0.28%

※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】

2021年度の時間加重収益率は、グローバル債券がマイナス1.12%、グローバル株式がプラス15.10%となりました。超過収益率はグローバル債券がプラス1.16%、グローバル株式がプラス0.89%となりました。

### 3. 2021年度の運用状況(資産構成割合)

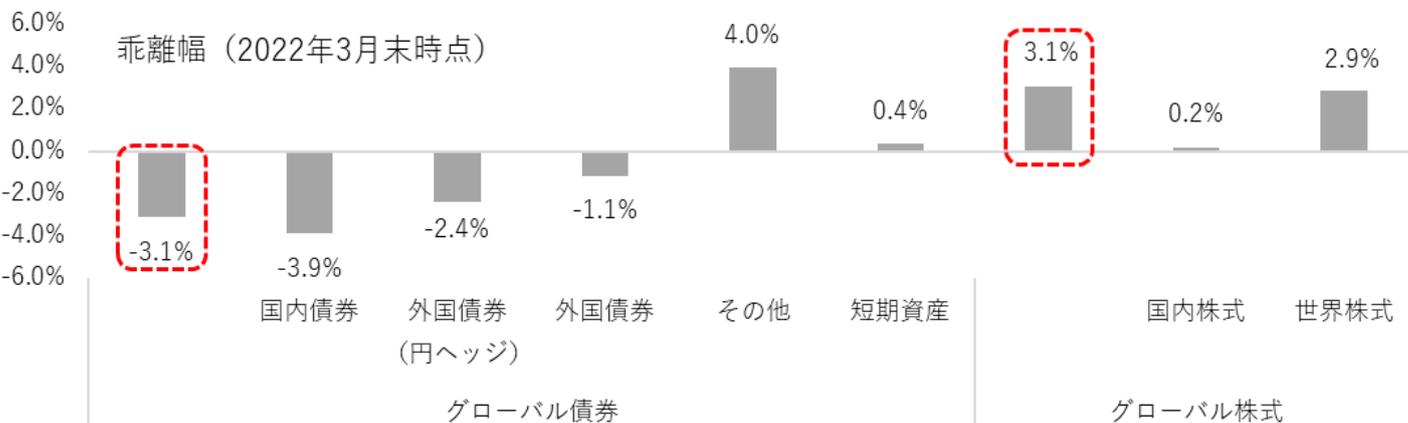
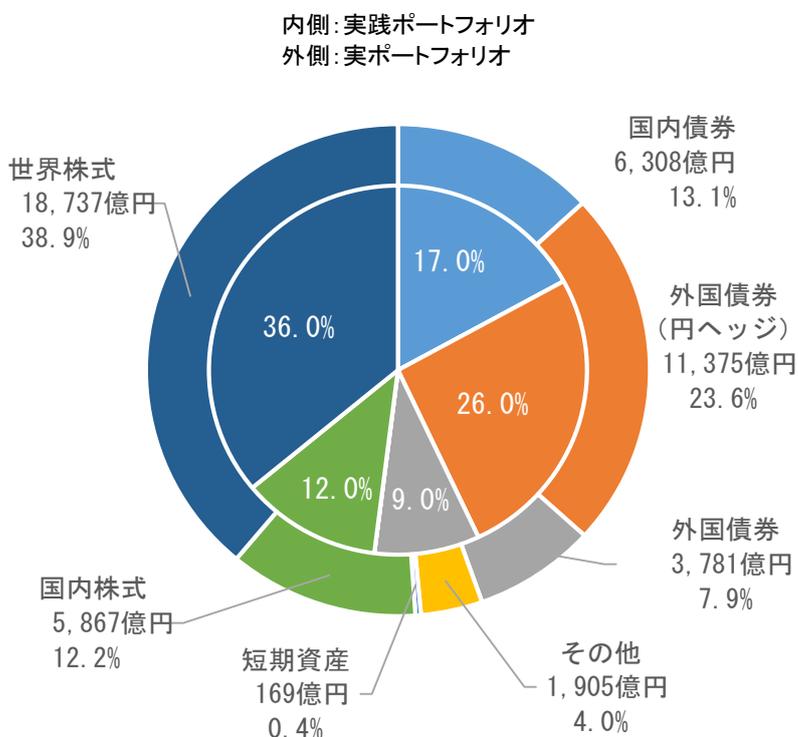
#### 【資産構成割合】

	通期 (2022年3月末)		
	資産額 (億円)	構成割合 (%)	乖離幅 (%)
<b>グローバル債券</b>	23,538	48.9%	-3.1%
国内債券	6,308	13.1%	-3.9%
外国債券 (円ヘッジ)	11,375	23.6%	-2.4%
外国債券	3,781	7.9%	-1.1%
その他	1,905	4.0%	4.0%
短期資産	169	0.4%	0.4%
<b>グローバル株式</b>	24,604	51.1%	3.1%
国内株式	5,867	12.2%	0.2%
世界株式	18,737	38.9%	2.9%

※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、バンクローンや不動産が含まれます。



#### 【コメント】

2021年度は、主要国株式市場は、上期は、企業業績の改善や新型コロナウイルスワクチン接種の進展を背景に上昇しました。下期に入ると、欧米の金融引締め姿勢の高まりやロシアのウクライナ侵攻を受けた商品市況の高騰による景気減速懸念から下落しました。その後、原油価格の上昇が一服したことや停戦に向けた協議への期待から上昇し、通期でも上昇したことから、グローバル株式のウエイトが増加しました。

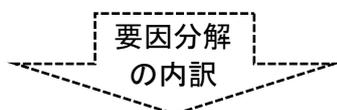
なお、6月及び1月に、グローバル債券とグローバル株式の許容乖離幅(±5%)を超えたことから、グローバル株式(国内株式、世界株式)からグローバル債券(国内債券、外国債券(円ヘッジ)、外国債券)へのリバランスを実施しました。なお年度末時点は、グローバル債券-3.1%、グローバル株式3.1%となっています。

### 3. 2021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	7.07%	5.52%	1.55%	0.89%	0.59%	0.07%	1.55%
国内債券	-0.90%	-1.22%	0.31%	0.05% (a)	0.16%	0.01%	0.22%
外国債券 (円ヘッジ)	-3.12%	-4.91%	1.80% (a)	0.48%	0.05%	0.02%	0.55%
外国債券	4.41%	3.44%	0.96%	0.09%	0.00%	0.01%	0.09%
国内株式	5.21%	1.99%	3.23% (a)	0.38%	-0.01%	0.01%	0.37%
世界株式	18.06%	18.34%	-0.28% (b)	-0.10%	0.38% (a)	0.03%	0.32%

※連合会の収益率は時間加重収益率を使用。



#### 【個別資産要因①の分解】

	個別資産 要因①	超過収益要因		
		ベンチマーク 選択効果	ファンド 選択効果	その他要因
国内債券	0.05%	0.00%	0.02%	0.03%
外国債券 (円ヘッジ) (a)	0.48%	-0.02%	0.07%	0.43%
外国債券	0.09%	-0.01%	0.01%	0.09%
国内株式 (a)	0.38%	0.26%	0.12%	0.00%
世界株式 (b)	-0.10%	0.07%	-0.21%	0.04%

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

#### 【資産配分要因②の分解】

	資産配分 要因②	構成割合		ベンチマーク	
		連合会ポート フォリオ	実践ポート フォリオ	複合ベンチ マーク収益率	資産別ベンチ マーク収益率
国内債券 (a)	0.16%	14.83%	17.00%	5.52%	-1.22%
外国債券 (円ヘッジ)	0.05%	25.02%	26.00%		-4.91%
外国債券	0.00%	8.93%	9.00%		3.44%
国内株式	-0.01%	12.33%	12.00%		1.99%
世界株式 (a)	0.38%	38.88%	36.00%		18.34%

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

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

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

#### 【コメント】

##### 【市場環境】

主要国株式市場は、上期は、企業業績の改善や新型コロナウイルスワクチン接種の進展を背景に上昇しました。下期に入ると、欧米の金融引締め姿勢の高まりやロシアのウクライナ侵攻を受けた商品市況の高騰による景気減速懸念から下落しました。その後、原油価格の上昇が一服したことや停戦に向けた協議への期待から上昇し、通期でも上昇しました。

##### 【運用状況】

通期は、資産全体でプラス1.55%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、国内債券をアンダーウェイト、世界株式をオーバーウェイトとしていたことから、国内債券、世界株式の資産配分要因がプラス寄与となりました。

また、外国債券（円ヘッジ）の代替投資である海外不動産の投資効果がプラス寄与となりました。

加えて、国内株式でスマートベータファンドの採用がプラス寄与したことや、アクティブファンドが超過収益を獲得したことから、国内株式の個別資産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》

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ファンド選択効果が、アクティブファンドの対BMアンダーパフォーマンスにより、マイナス寄与したことによるものです。（(b)をご参照。）

### 3. 2021年度の運用状況(運用受託機関構成)

【運用受託機関】

2022年3月末現在

	国内債券 (BM: NOMURA-BPI総合)	外国債券 (円ヘッジ) (BM: BGA (除く円、円ヘッジ))	外国債券 (BM: BGA (除く円))
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 (BM: TOPIX)	世界株式 (BM: MSCI ACWI)	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※※	フロントベル・アセット・マネジメント※ ブラックロック・ジャパン 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】

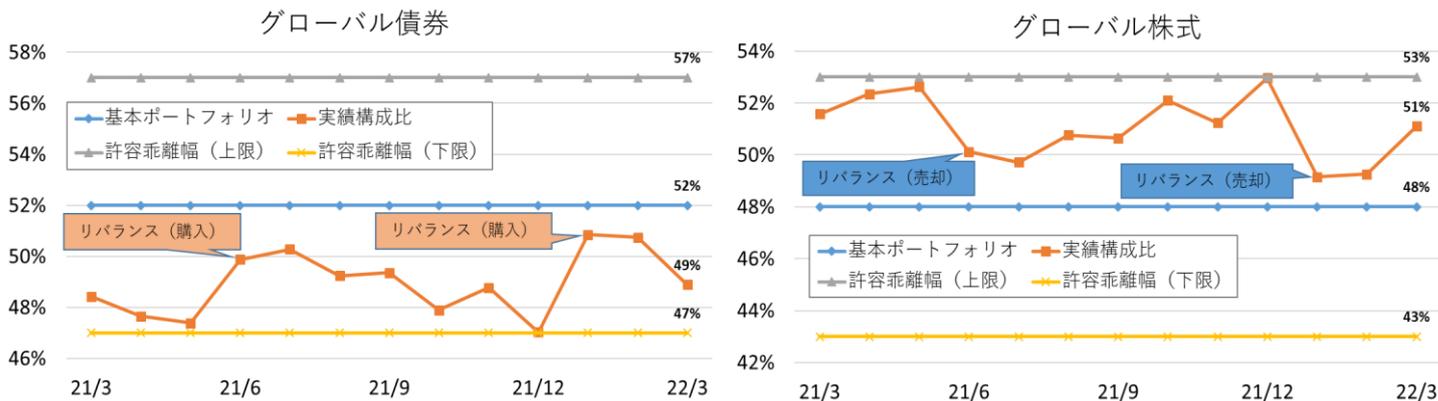
・2022年3月末に国内債券パッシブ運用のりそな銀行、ヘッジ外債パッシブ運用の三菱UFJ信託銀行、国内株式スマートベータ運用（最小分散ファンド）の三井住友信託銀行、国内株式スマートベータ運用（ラージバリューフアンド）の三菱UFJ信託銀行を解約しました。

## 4. 2021年度のリスク管理状況（資産全体）

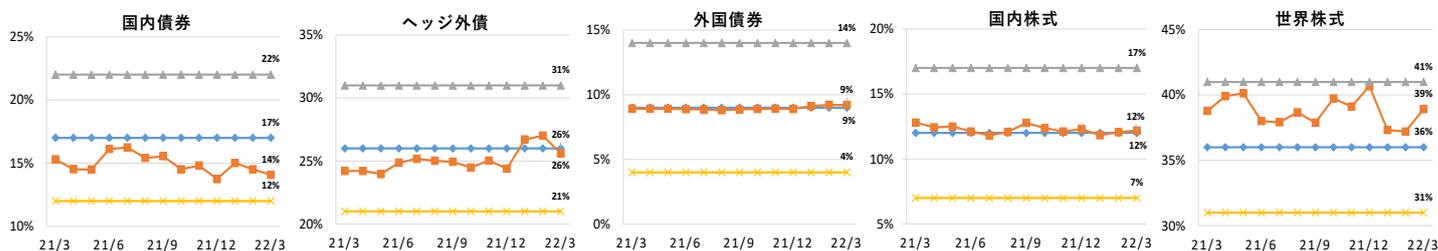
～リスク管理の考え方について～

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）】

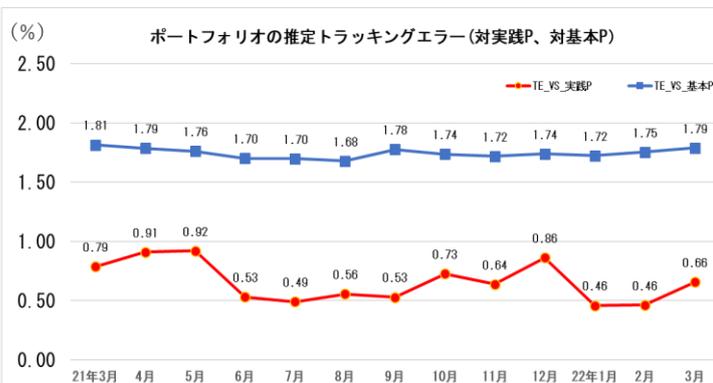


### 【ご参考（内訳）】各資産科目の構成割合の推移（実践ポートフォリオ）



※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。

### 【推定トラッキングエラー（TE）の推移】



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

### 【コメント】

#### 【資産構成割合の推移】

2021年度の資産構成割合は、リバランスを実施したことから、年度を通じて許容乖離幅内に収まりました。

#### 【リバランス】

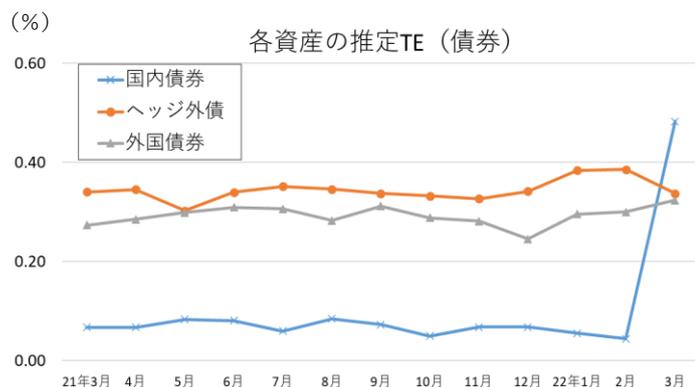
2021年6月及び2022年1月に、グローバル債券とグローバル株式の許容乖離幅(±5%)を超えたことから、グローバル株式(国内株式、世界株式)からグローバル債券(国内債券、外国債券(円ヘッジ)、外国債券)へのリバランスを実施しました。

#### 【推定トラッキングエラー】

年金積立金全体の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。

## 4. 2021年度のリスク管理状況(債券)

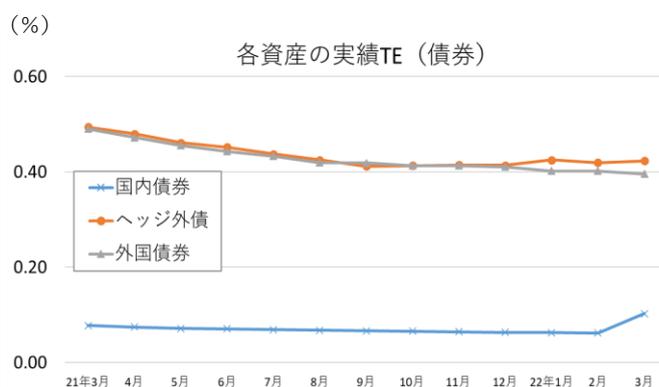
### 【推定トラッキングエラーの推移】



#### ≪推定TEとは(再掲)≫

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

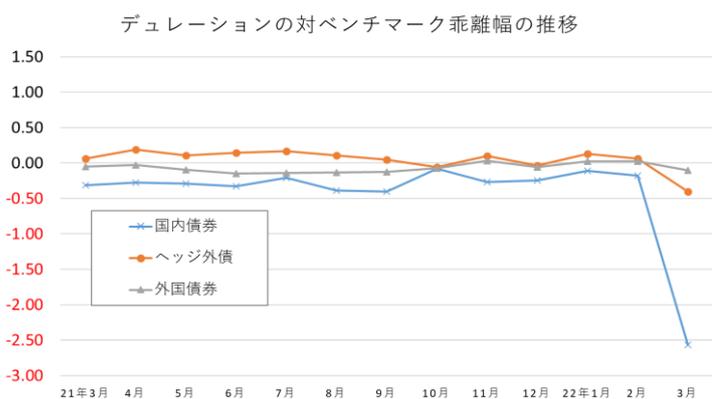
### 【実績トラッキングエラーの推移】



#### ≪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、各科目とも概ね大きな変動はなく、安定的に推移しました。ただし、2022年3月の国内債券は、移受管の影響で大きく上昇しました。

#### 【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-2.57から-0.08の幅で推移しました。なお、2022年3月の国内債券は、移管資産のキャッシュ化の影響で大きく低下しました。

ヘッジ外債運用におけるデュレーションの対ベンチマーク乖離幅は-0.40から0.19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-0.14から0.03の幅で推移しました。

### 【信用リスク】

#### ○格付別保有状況

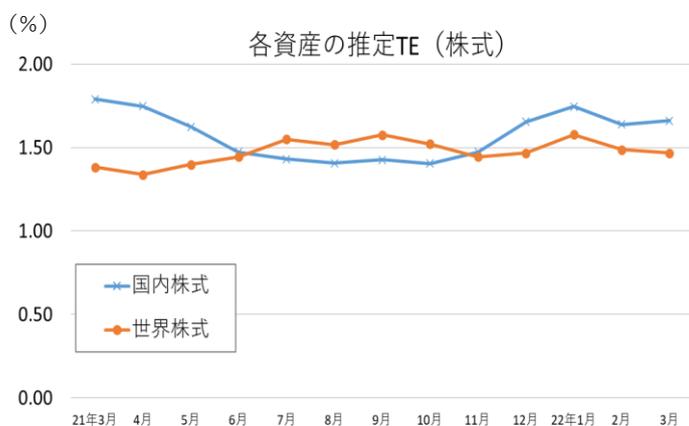
債券への投資は、BBB格以上の格付けを得ている銘柄とすることとしています。ただし、ヘッジ外債及び外国債券について、運用手法の特性によりこの格付に満たない銘柄とする場合等上記によらない合理的な理由があることを連合会が事前に承認したときは、この限りではないとしています。2021年度において、ヘッジ外債及び外国債券について、運用手法の特性によりBBB格以上の格付を得ていない債券への投資を行っております。

#### ○同一発行体の債券保有状況

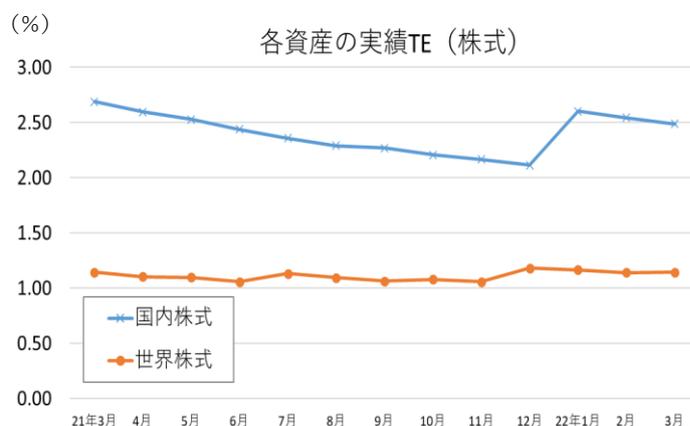
同一発行体の債券(国債等を除く)への投資は、国内債券はポートフォリオの時価の10%を上限、ヘッジ外債及び外国債券はポートフォリオの時価の5%を上限としています。2021年度においては、各科目とも基準を超えるものはありませんでした。

## 4. 2021年度のリスク管理状況(株式)

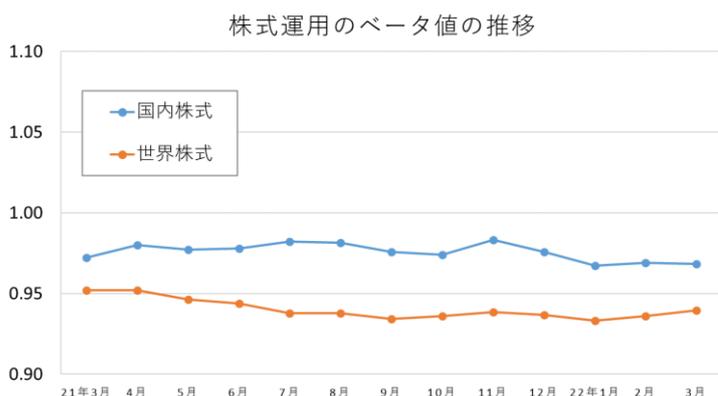
### 【推定トラッキングエラーの推移】



### 【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】



### 【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。

※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。

### 【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。2021年度においては、各科目とも基準を超えるものではありませんでした。

## 5. オルタナティブの運用状況(バンクローン)

### (1) バンクローン

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

ファンド収益率（円ベース、%）

	2018年度	2019年度	2020年度	2021年度	評価開始来
米国バンクローン	4.86	▲7.83	16.73	12.86	27.33
超過収益率	▲0.02	3.54	▲6.82	▲0.55	▲2.93
欧州バンクローン	-	▲11.18	24.90	5.64	17.18
超過収益率	-	-	-	-	-
合算	4.86	▲8.43	19.03	12.06	28.07

投資残高（億円）

2022年3月末
476
175
651

※ 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カ月間の数字

※ 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カ月間の数字

※ 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	2021年度	評価開始来
S&P/LSTA	4.88	▲11.37	23.55	13.42	30.26
BGA（除く円、円ベース）	3.45	1.96	8.54	3.44	18.43
FTSE-WGBI（日本除く、円ベース）	2.85	4.37	5.43	1.96	15.40

※ S&P/LSTAは、米国バンクローンの代表的なインデックス

※ BGAは、非国債を含む外国債券の総合型インデックス

※ FTSE-WGBIは、先進国のみで構成された外国債券の国債インデックス

(総括)

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

## 5. オルタナティブの運用状況(不動産)

### (2) 不動産

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

収益率（円ベース、%）

	2017年度	2018年度	2019年度	2020年度	2021年度	設定来	投資残高（億円）
国内不動産 全体の収益率（円ベース）	3.70	6.64	7.96	6.31	5.53	33.93	2022年3月末 301
国内不動産 インカム収益率（円ベース）	1.13	4.35	4.97	4.19	4.09	20.13	
目標収益率（インカム収益率）	3.00	4.00	4.00	4.00	4.00	20.50	
海外不動産 全体の収益率（円ベース）	▲0.90	7.37	0.51	2.70	20.34	32.18	2022年3月末 954
海外不動産 現地通貨ベース	5.18	5.93	7.71	3.38	20.72	49.76	
目標収益率（現地通貨ベース）	4.50	6.00	6.00	6.00	6.00	31.93	
							1,255

※ 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月から為替ヘッジを開始している

(参考) インデックス収益率 (%)

	2017年度	2018年度	2019年度	2020年度	2021年度	設定来	※2021年度の収益率
AJFI (AJFI-OURS) 円ベース	6.31	8.49	9.13	6.78	5.70	42.06	1月末まで (非年率)
国内債券 NomuraBPI総合 円ベース	0.88	1.89	▲0.18	▲0.70	▲1.22	0.65	3月末まで
NFI-ODCE 現地通貨ベース (グロス)	6.26	7.52	4.88	2.31	28.47	57.50	3月末まで
外国債券 FTSE-WGBI, BGA	▲0.51	2.46	▲0.17	1.11	▲4.91	▲2.16	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BGA (ヘッジ無)、2019年9月から直近はBGA (ヘッジ有)

(総括)

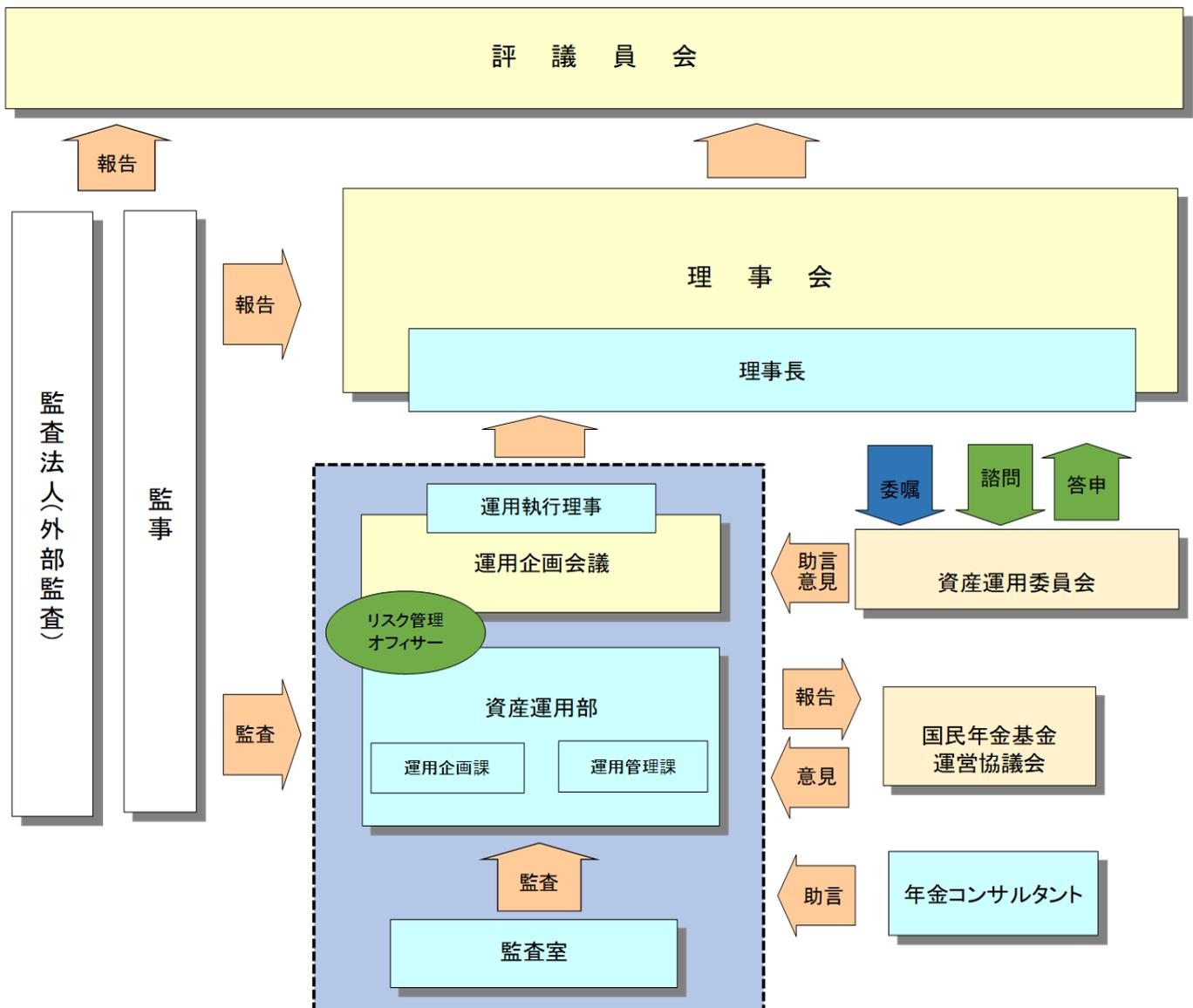
- ・ 国内不動産は、設定来で概ね目標収益率と同程度になりました。
- ・ 海外不動産は、設定来で目標収益率を上回る収益率になりました。
- ・ 国内不動産は、設定来で国内債券を大幅に上回る収益率になりました。
- ・ 海外不動産は、設定来で外国債券を大幅に上回る収益率になりました。

## 6. 組織体制(ガバナンスの仕組み)

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

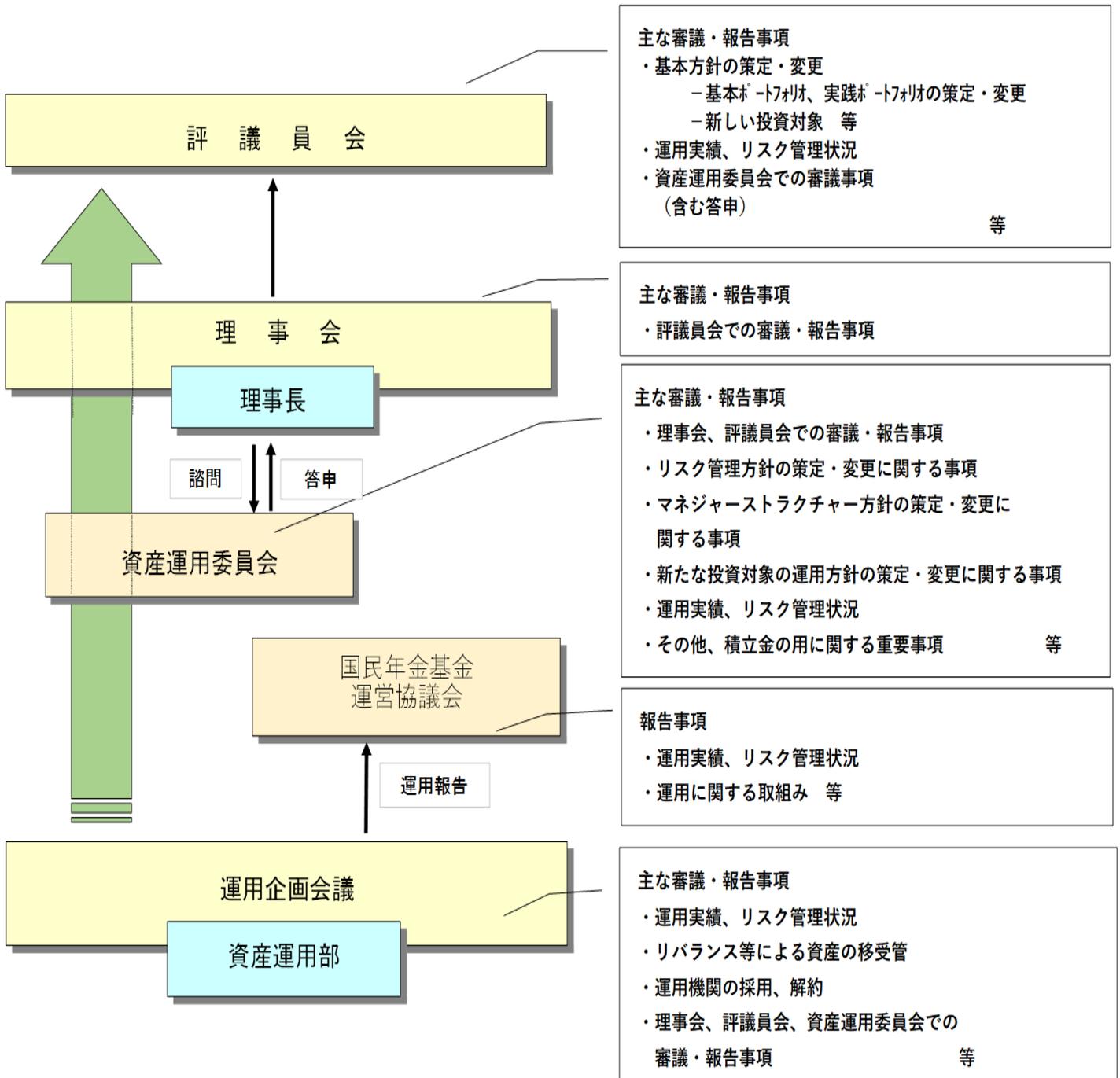
資産運用部では、運用企画会議の開催を行い、連合会の執行部に対して、積立金運用が適切に行われているかを報告するとともに、理事会・評議員会及び資産運用委員会に附する議案について審議を行います。その後、資産運用委員会にて、理事会・評議員会に附する議案の審議を行う運営になっています。

### 【連合会の組織体制】



## 6. 組織体制(意思決定プロセス)

### 【運用における各意思決定プロセス】



## 6. 組織体制(資産運用委員会)

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

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

### 【資産運用委員会参加者名簿】 (令和4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 研究理事	
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47回	令和3年6月2日	1.オルタナティブ投資の実施方針について 2.実践ポートフォリオの改善の検討について 3.低金利環境下での債券運用の在り方について(中間報告) 4.2020年度の積立金運用実績報告
第48回	令和3年10月5日	1.実践ポートフォリオの改善の検討について 2.2021年度第1四半期までの積立金運用状況報告 3.その他の報告事項
第49回	令和3年12月24日	1.基本ポートフォリオの検証と実践ポートフォリオの改善と検証について 2.低金利環境下での債券運用の在り方について(中間報告) 3.アセットオーナーとしてのPDCA項目について 4.2021年4月から10月までの積立金運用状況報告
第50回	令和4年2月7日	1.積立金運用の基本方針の一部変更について 2.低金利環境下での債券運用の在り方について 3.2020年度スチュワードシップ活動報告について 4.2021年第3四半期までの積立金運用状況報告

## 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、運用しています。

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

### 【資産運用に関する投資原則】

#### 1 長期投資

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

#### 2 分散投資

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

#### 3 意思決定の重点

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

#### 4 市場認識とマネジャー分散

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

#### 5 リスク管理

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

#### 6 持続可能性

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

#### 7 組織のあり方

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

### 【ポートフォリオの考え方】

#### 《基本ポートフォリオ》

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

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

#### 《実践ポートフォリオ》

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

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

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

### 【リバランスルール】

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

## 8. その他

### 【用語集】

#### ◆ 修正総合利回り ◆

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

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

(ご参考)

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

#### ◆ 時間加重収益率 ◆

運用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