Pension Fund Association
企業年金連合会

企業年金の明日を担う

2024

2024年度(令和6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

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。

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ました。

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ます。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）を行っています。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ます。

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す。

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
2024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 48
プライベートエクイティ 57
ヘッジファンド 64
不動産 67
インフラ・インカム投資 69
アドミニストレーション 73
スチュワードシップ活動 80
共同運用事業 82

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

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

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

1998年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

2001～2005

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

2002年9月
•プライベートエクイティ投資開始

2002年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）

2005年7月
•マネジャー・エントリー制度開始

2005年10月
•企業年金連合会に改組

2006～2008

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

2006年8月
•基本方針を変更し、実施戦略を策定

2006年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年1月
•為替オーバーレイ戦略導入

2007年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

2009～2014

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

2010年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

2014年4月
•基本年金等資産と通算企業年金資産を分割
•通算企業年金資産の政策アセットミックスを策定

2014年5月
•「日本版スチュワードシップ・コード」の受入れを表明

2016～2024

2016年5月
•国連「責任投資原則」（UN-PRI）へ署名

2016年10月
•共同運用事業開始

2016年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

2024年8月
•「企業年金スチュワードシップ推進協議会」を設立

2024年9月
•「アセットオーナー・プリンシプル」の受入れを表明

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（2025年4月1日現在）

運用執行理事 ― 年金運用部長

グループ	人員
投資管理グループ（共同運用事業室）	8名（専門職3名）
株式グループ	7名（専門職7名）
債券・為替・資金グループ	6名（専門職5名）
プライベートエクイティグループ	3名（専門職3名）
ヘッジファンドグループ	3名（専門職3名）
不動産グループ	1名（専門職1名、併任1名）
インフラ・インカムグループ	5名（専門職5名、併任4名）
リスク管理担当	1名（専門職1名）

年金運用部職員：計30名

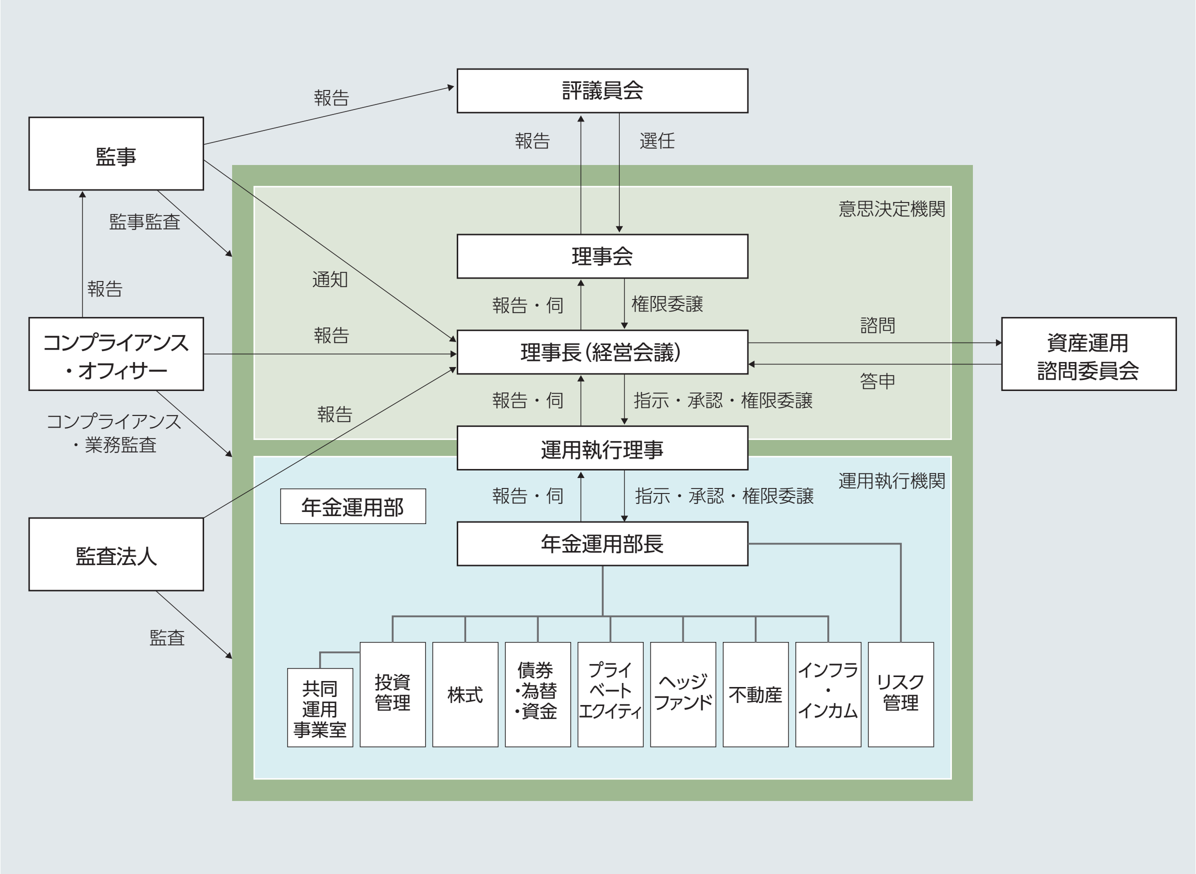
自家運用の管理運用体制（厚生労働大臣に届出をしている者）

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	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 永田 泰子 太刀原 亮晴 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ています。『年金資産運用の基本方針』は理事会において決定しますが、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ます。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ます。

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）にて決定しますが、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ます。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ます。

＜『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受けています。

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遵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います。

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ます。

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します。

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します。

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します。

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ます。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ます。

監査法人は監査の結果を理事長に報告します。

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ます。

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

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す。

連合会では、1983年11月に連合会役職員で組織した「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ました。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、今日に至っています。

（2025年4月現在、敬称略、五十音順）

外部委員	明田 雅昭	元・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 大学院経営学研究科 教授
	西出 勝正	早稲田大学 大学院経営管理研究科 教授

2024年度の開催状況 （計5回）

6月12日開催（書面審議）	▶ 2023年度運用状況（速報）について
7月16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 ▶ インハウス株主議決権行使について ▶ 資産運用立国に係るその後の状況と連合会の取組みについて
8月28日開催（書面審議）	▶ アセットオーナー・プリンシプルに関する取組方針について
11月12日開催	▶ 運用状況について ▶ 資産運用立国に係るその後の状況について ▶ 受託機関のスチュワードシップ活動について ▶ 企業年金連合会のエンゲージメントについての活動報告
2月10日開催	▶ 運用状況について

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ます。

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ます。

災害に強いシステムインフラの整備

企業年金連合会のシステム基盤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されています。また、年金運用業務で用いるシステムの多くはクラウドサービスであり、オフィス・在宅を問わずアクセス可能となっており、万が一の災害の際には自宅から業務を継続できる態勢を整えています。

2024年度運用用状況

2024年度は、中東情勢の不透明感や米連邦準備制度理事会による金融引き締め長期化懸念等があったものの、米国景気が堅調だったことや年明け以降の利下げ転換期待、米国経済のソフトランディング観測等があり、また国内においては東京証券取引所の要請による企業改革への期待感やデフレ脱却期待等があり、内外株式相場が上昇する展開となりました。

このような投資環境の中、2024年度の修正総合利回りは、基本年金等で1.06%、通算企業年金で0.04%となりました。

	基本年金等	通算企業年金
資産残高 （対前年度）	12兆3,978億円 (-6,502億円)	5,231億円 (-36億円)
合計（対前年度）	12兆9,209億円　(-6,538億円)	
資産構成割合 株式 国内株式 外国株式 債券 国内債券 外国債券	 41.1% 16.0% 25.1% 58.9% 37.3% 21.6%	 16.1% 83.9%
リターン（修正総合利回り）	1.06%	0.04%
リスク	7.57%	3.07%
積立水準	128.1%	113.6%

基本年金等

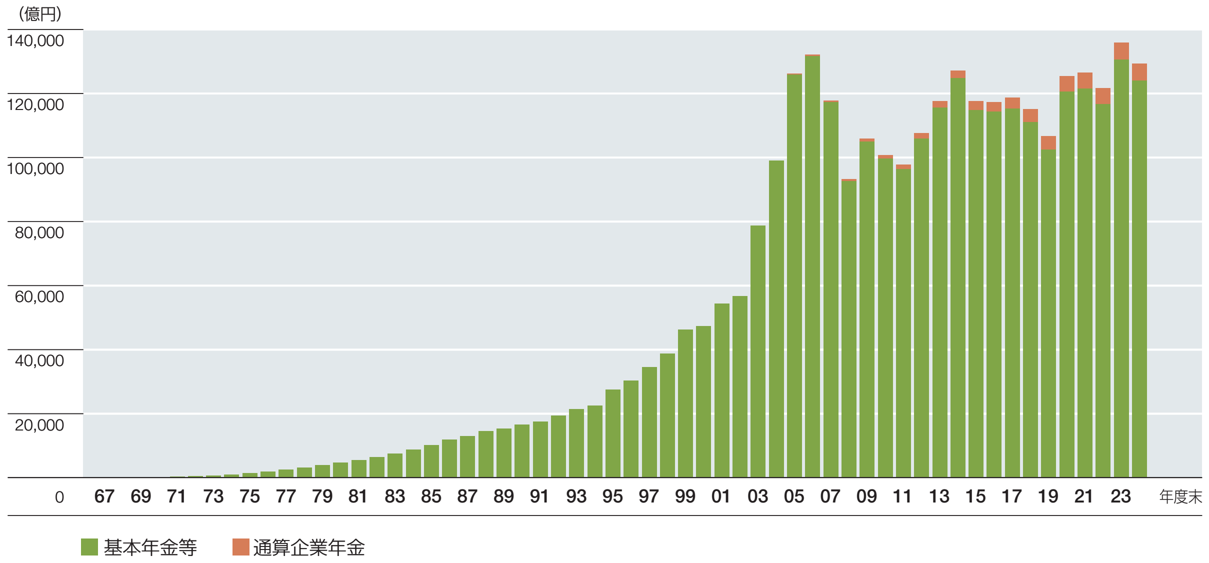
2014年3月までに厚生年金基金から移転申出された基本年金と厚生年金基金の解散により徴収した代行年金、及び2005年9月までに移換された脱退一時金相当額（中脱）や残余財産分配金（解散）に基づく年金給付等にかかる資産で、基本年金と代行年金には国に代わって厚生年金の一部を支給するための原資（代行部分）が含まれています。

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す。

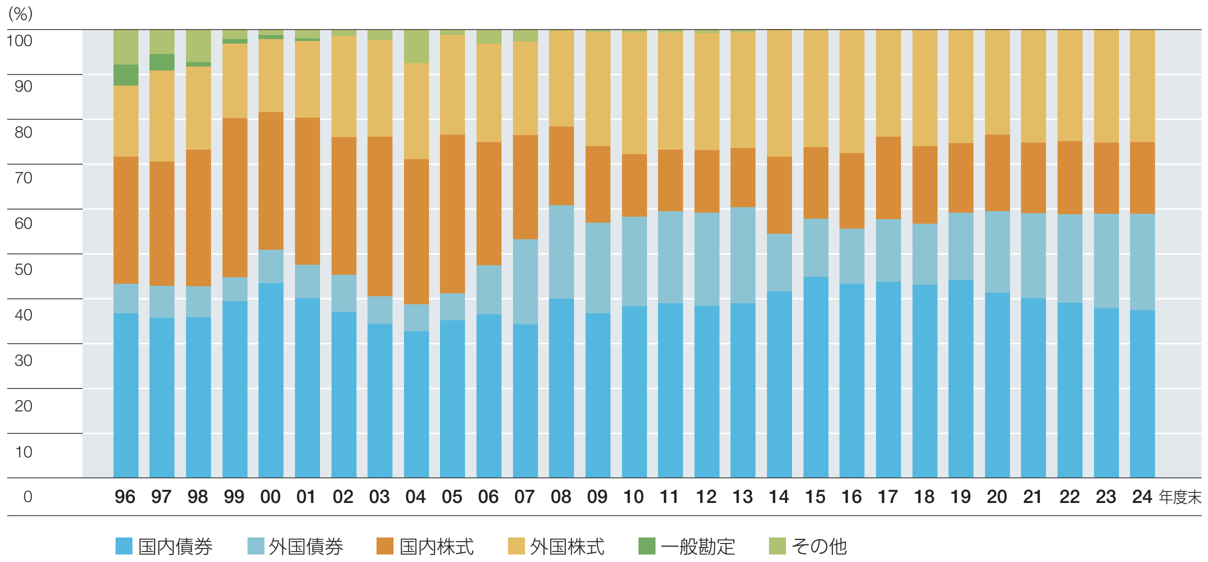
資産残高の推移

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、2024年度末では、合計12兆9,209億円の資産残高となっています。



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す。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ました。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ます。



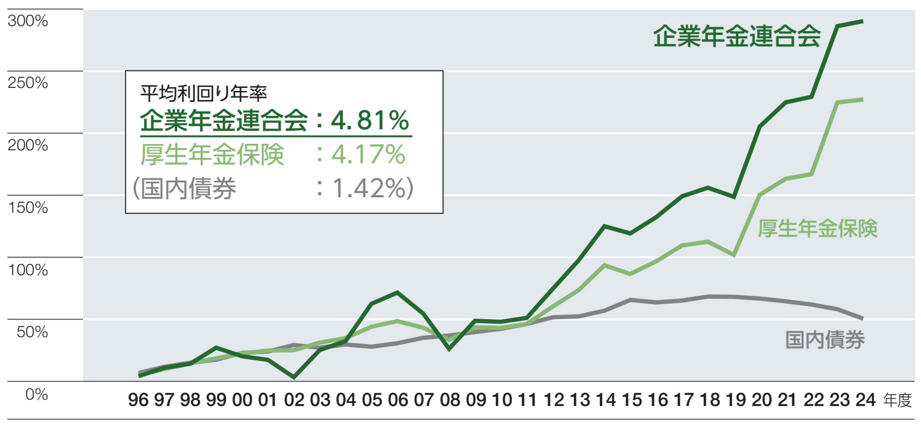
運用利回りの推移

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って以降)の修正総合利回りは、以下のとおり推移しており、29年間の平均(年率)は4.81%となっています。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ので、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ります。(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ます。)

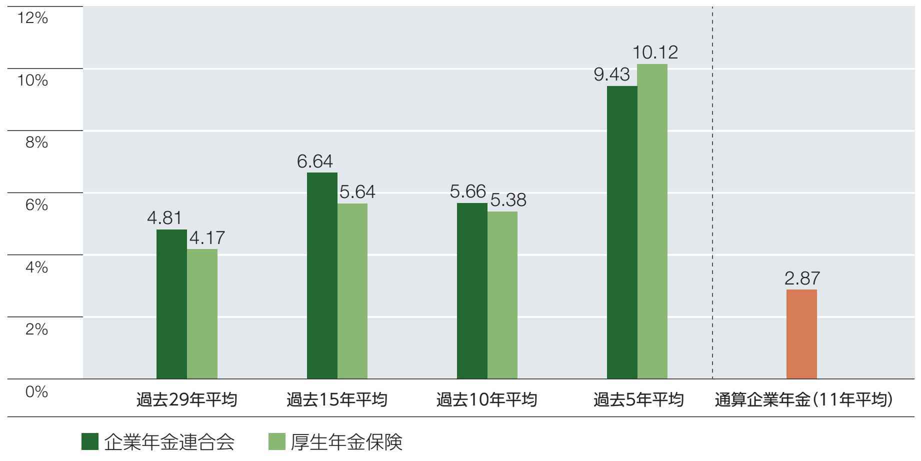
なお、2005年10月から開始した通算企業年金は、効率的な運用が可能な資産規模となるまで、基本年金等と合算して運用を行ってきましたが、2014年度から分離し別のポートフォリオで運用を行っています。分離後11年間の修正総合利回りは、年率で2.87%と平均予定利率の約2.0%を上回る状況となっています。

修正総合利回り推移



※2014年度以降は基本年金等ポートフォリオの修正総合利回りです。

修正総合利回り比較



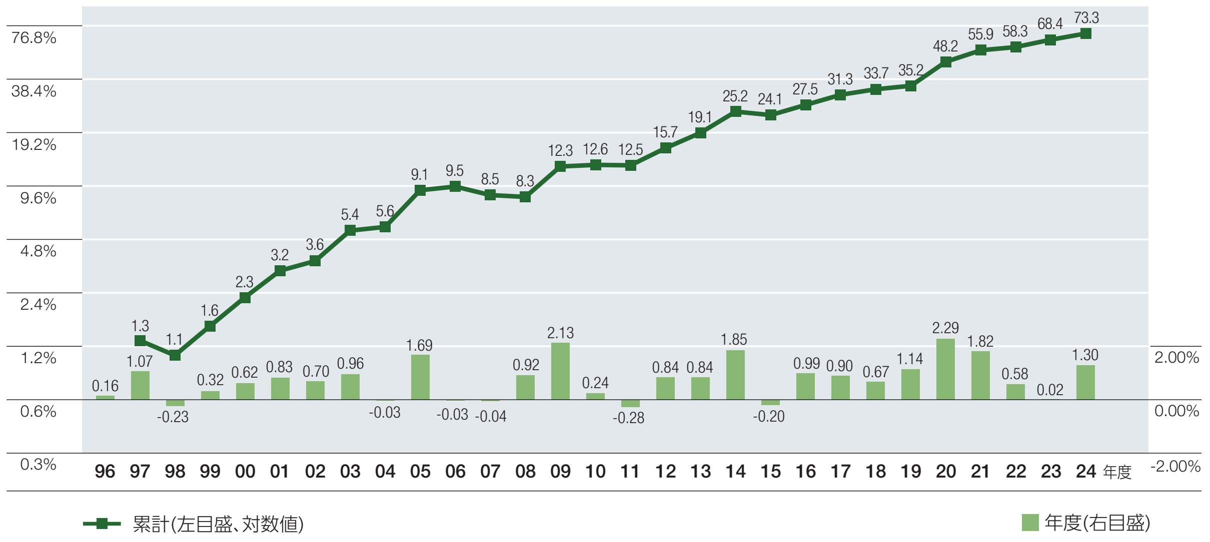
厚生年金保険の利回りを中長期的に上回って推移

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29年間の累積で73.27%、年率0.74%の超過リターンを得ることができました。

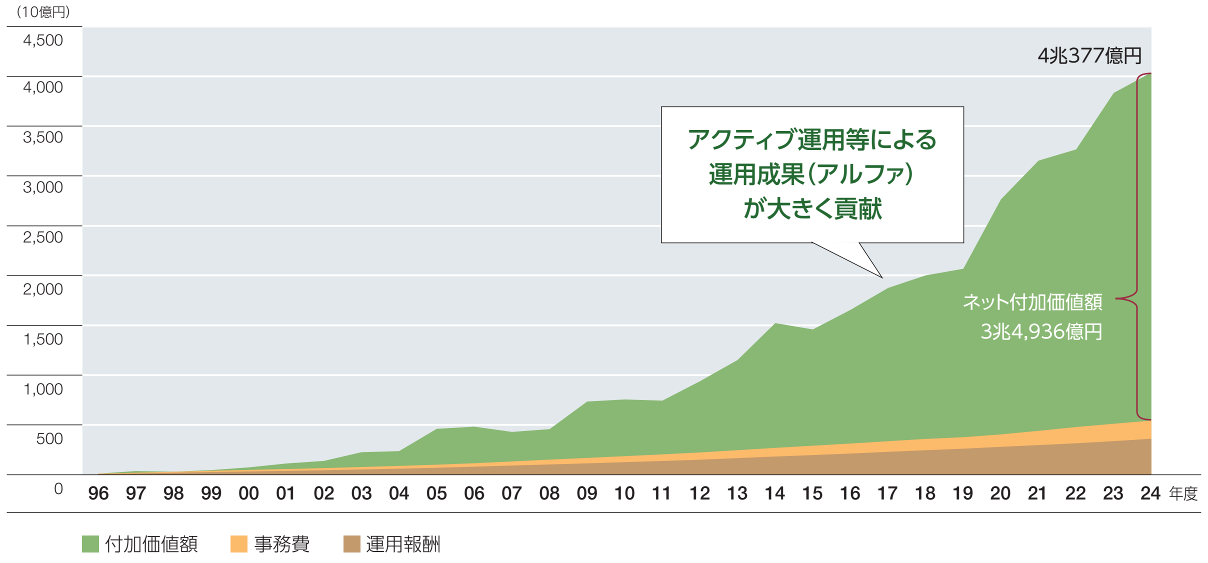
また、超過リターンが得られた年度は、29年間で23回(79%)と高い頻度となっています。

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29年間コロガシ計算した累積の付加価値額は4兆377億円となり、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3兆4,936億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ます。

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通しを行わず、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しています。アクティブ運用によってもたらされるアルファは、運用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ません。しかし、アクティブ運用を否定しているわけではなく、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、積立水準の向上と年金財政の安定に寄与するものと期待しています。(アルファの実績は前頁参照)

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ます。富の創造は企業の経済活動によりもたらされ、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でき、長期的な投資は報われると考えます。

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ます。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が重要であり、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2次的に決定します。

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ますが、これは資産サイドだけに着目したリスクです。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ます。将来の年金給付に必要となる十分な積立水準を安定的に維持することを目指しています。

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いますが、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います。

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ます。

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ます。

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います。
- 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います。

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します。
- 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しますが、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います。

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示しています。
- 受託者責任、議決権行使、法令遵守体制、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ます。

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ます。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)です。

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、従前より管理運用している基本年金等にかかる資産(基本年金等ポートフォリオ)と、2005年の連合会改組後からとなる通算企業年金にかかる資産(通算企業年金ポートフォリオ)を分けて、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ます。(政策アセットミックスについては19頁参照)

当初、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ましたが、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運用を始めました。

基本年金等ポートフォリオ 12兆3,978億円 (2024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 5,231億円 (2024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

投資戦略

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ます。

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ません。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て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ます。なお、各資産クラスのベンチマークは以下のとおりです。

資産クラス区分と各ベンチマーク

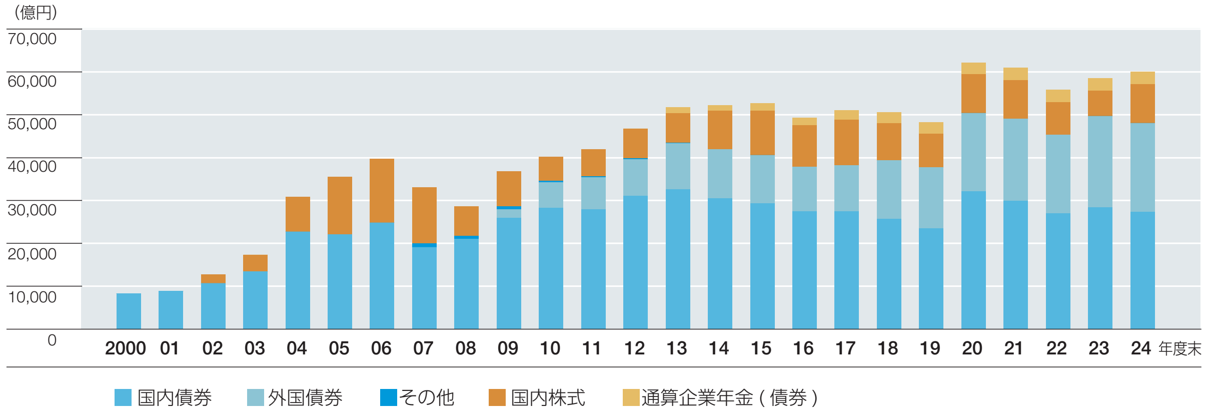
基本年金等ポートフォリオ		通算企業年金ポートフォリオ	
内外債券（複合ベンチマーク）	内外株式（複合ベンチマーク）	債券	グローバル株式
ブルームバーグ 日本総合インデックス 65%	TOPIX（配当込） 40%	ブルームバーグ 日本総合インデックス	MSCI-ACWI （円換算、配当再投資、Net）
FTSE世界国債インデックス （日本を除く、円換算） 35%	MSCI-ACWI （円換算、配当再投資、Net） 60%		

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）を行っています。

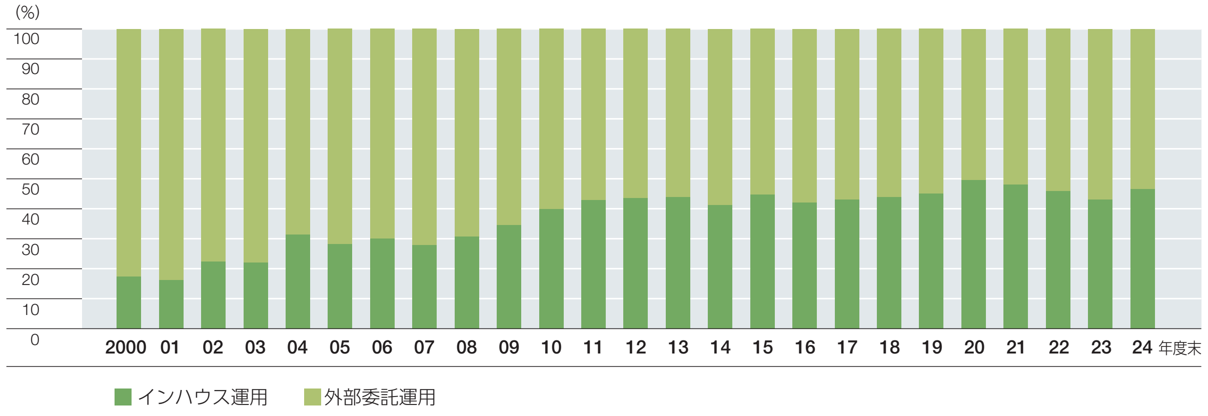
インハウス運用の位置づけ

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ます。

インハウス運用残高の推移



連合会ポートフォリオにおけるインハウス運用割合の推移



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ます。このような外部キャッシュフローへの対応は、インハウス運用の中で行っており、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ます。

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します。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、トータルの売買コストを削減しています。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ます。

リバランス機能（ポートフォリオ・オーバーレイ戦略）

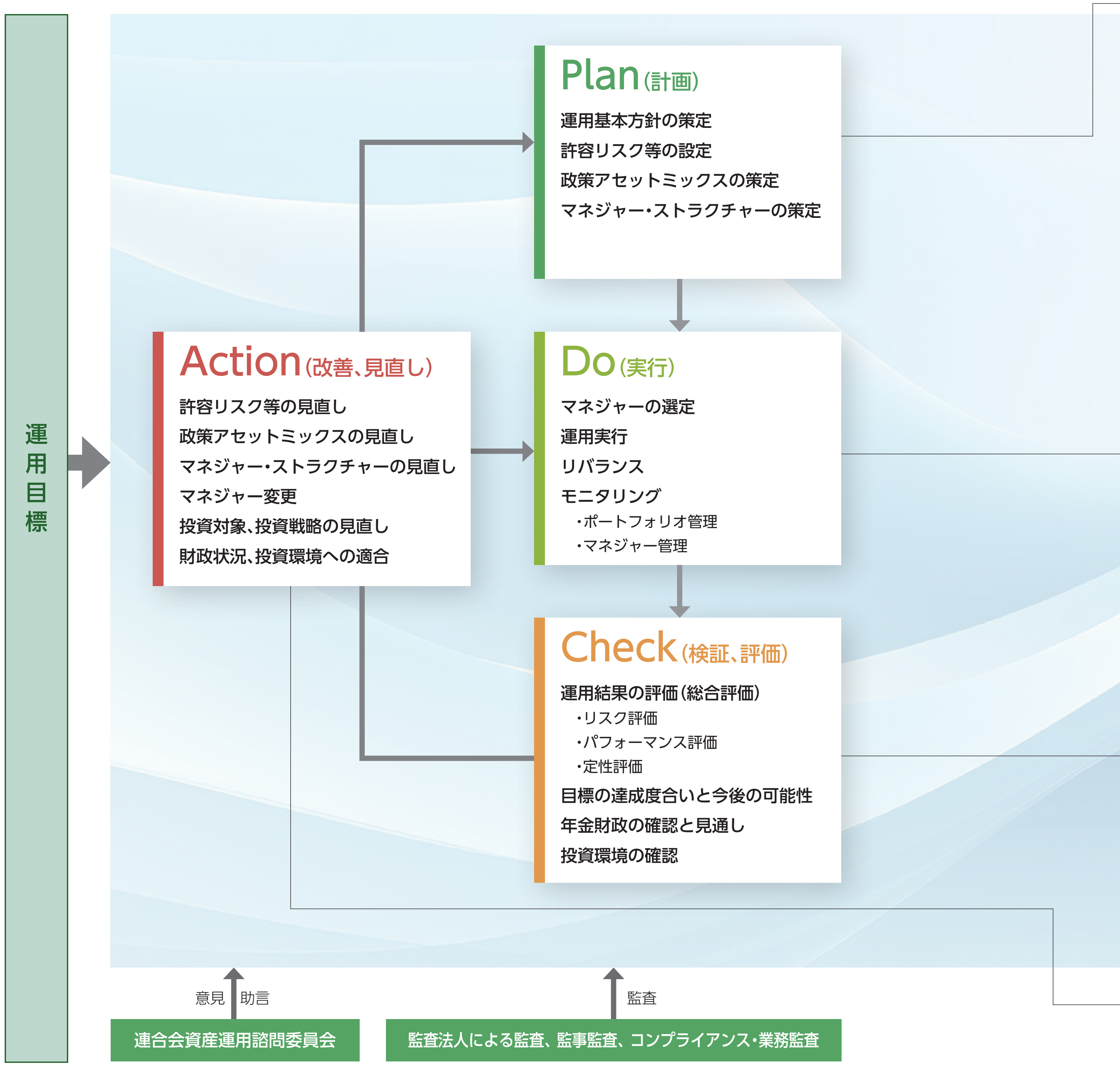
政策アセットミックスからの乖離を調整するリバランスでは、インハウス運用を積極的に活用しながら、タイムリーで効率的なリバランスを行っています。現在、インハウスが投資している資産は、国内債券、外国債券、国内株式であり、この3資産の調整はインハウスで行い、インハウスで運用することができない外国株式は、外部のパッシブ・マネジャーで調整を行います。

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・オーバーレイ戦略も活用しながら、基本的に株式（国内株式と外国株式）の売買により比率調整を行います。株式が上方乖離している場合は、現物の株式を売却しその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の引き上げを行います。国内株式の調整では、株式先物を使ったポートフォリオ・オーバーレイ戦略を含め、インハウス運用において実行します。

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ます。



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います。基本方針は、理事会において決定されます。

政策アセットミックスの策定・変更

運用リスクの大宗が政策アセットミックスで決まります。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す。

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）追求のため、適切なマネジャー・ストラクチャーの構築を図ります。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、資産クラスごとに最も効率的で実行可能なストラクチャーを構築します。

マネジャーの選定・変更

運用スキルの高いマネジャーの選定を行います。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を選定します。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ます。

＊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す。2024年度より、手続き業務の効率性の向上と調査対象となるプロダクトのユニバースをより拡大させるため、Nasdaq eVestmentに登録されているプロダクトをマネジャー・エントリー制度登録のプロダクトと見做し、評価の対象としています。

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います。

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います。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りますが、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ます。

様々なリスク指標やリスク・モデルを使って、リスク管理を行います。

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します。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します。

評価

運用の結果については常に評価を行います。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います。

連合会全体の運用成果は積立水準により評価します。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、死亡率など基礎率の想定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になります。

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います。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します。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います。

見直し

評価結果に基づき、必要に応じて見直しを行います。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ています。

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ます。

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ありませんが、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ります。

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場合があるため、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います。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、確認を行います。

基本年金等ポートフォリオの政策アセットミックス

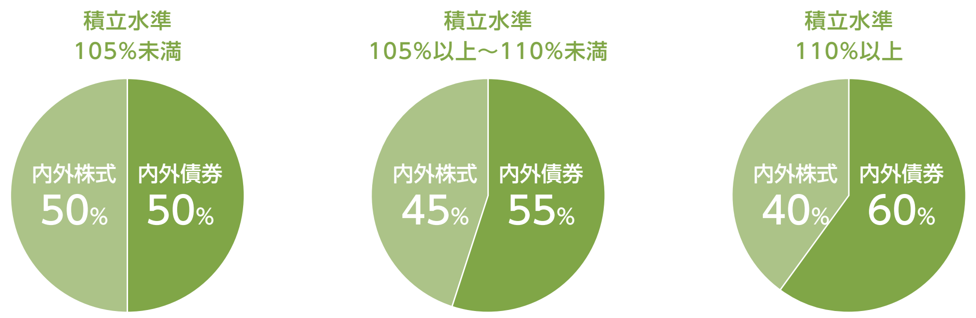
基本年金等ポートフォリオは、国に代わって厚生年金の一部を支給するための原資（代行部分）が含まれており、この代行部分の債務は厚生年金本体の利回りで評価することになっています。

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ります。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ありませんが、約4分の3が代行部分であり、基本年金等ポートフォリオの政策アセットミックスは、代行部分については債務ヘッジのため年金積立金管理運用独立行政法人(GPIF)の基本ポートフォリオを一定程度意識しつつも、加算部分についての必要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しています。

加算部分の予定利率は4%台ですが、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、リスクも減らすことができます。

このように基本年金等では、代行部分の債務ヘッジを行いつつ、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、積立水準に適したリスク量となるよう複数の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ます。

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ます。

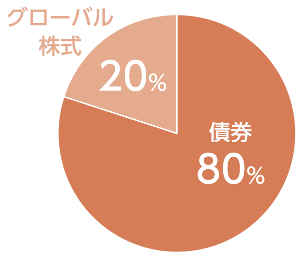
※上記の構成割合に対して、±10%の範囲で調整を行うことができます。外貨建資産に係わる為替リスクは、ポートフォリオ全体の30%（代行債務の外貨部分を除くネット外貨エクスポージャー）を許容範囲とします。

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、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ます。

通算企業年金では、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ではありません。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ます。

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ますが、為替リスクは、債券全体の20%を許容範囲とします。グローバル株式は、日本株式と新興国株式を含みます。
※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%としています。

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ます。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ます。

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します。

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います。

ダウンサイドリスク・モデルにも様々な方法がありますが、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す。

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年分の各リターンの組合せを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します。
- ▶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します。
- ▶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ます。

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りますが、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得ません。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します。

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ます。

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います。

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、検討します。

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します。

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います。

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ます。

Ⅰ 概要・沿革
Ⅱ 運用体制
Ⅲ 運用状況
Ⅳ 各資産・グループ別の運用内容・業務内容等

投資戦略

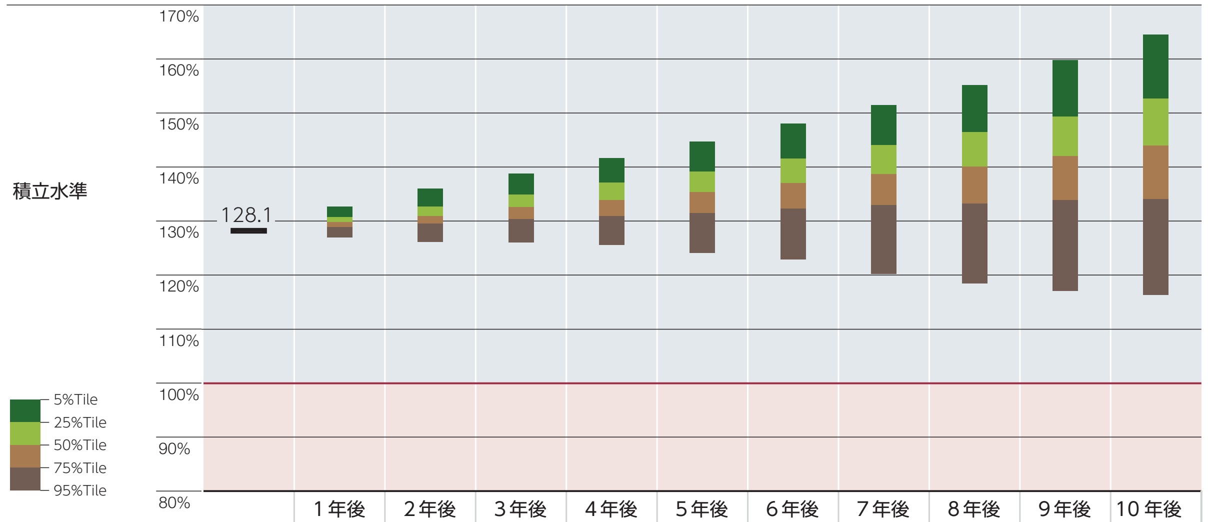
検証結果（2025年3月末時点）

2025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ました。

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、積み立て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ます。

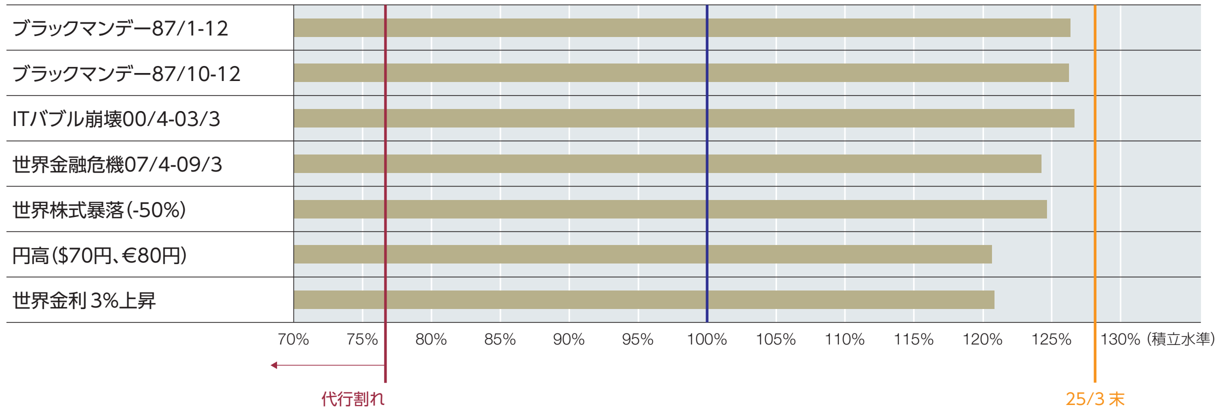
基本年金等ポートフォリオ

ALM分析検証結果



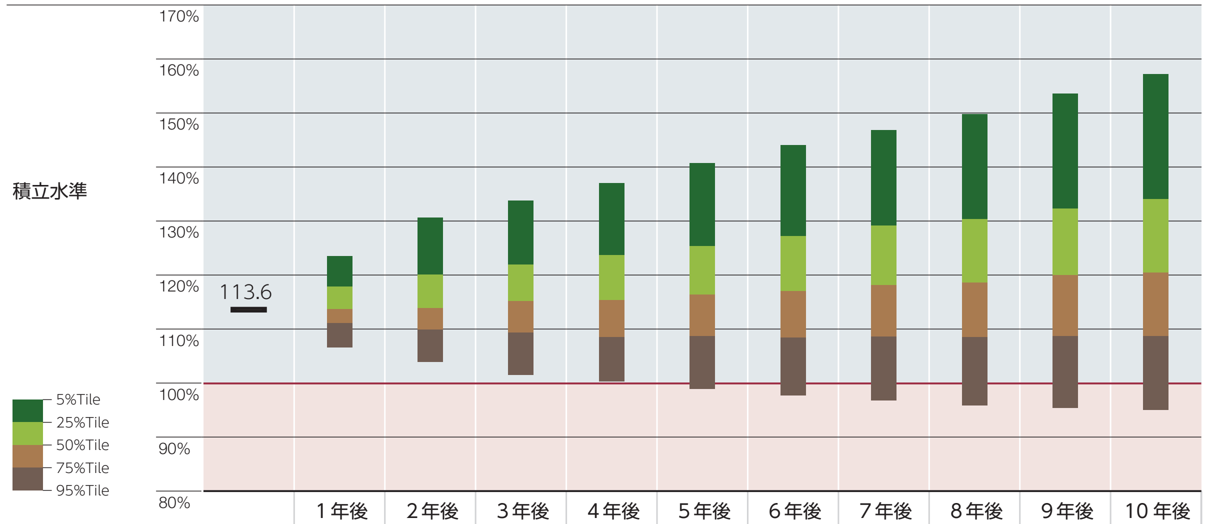
	1年後	2年後	3年後	4年後	5年後	6年後	7年後	8年後	9年後	10年後
5%Tile値	132.6	136.0	138.8	141.7	144.7	147.9	151.3	155.2	159.7	164.5
25%Tile値	130.7	132.7	134.9	137.1	139.2	141.5	144.0	146.5	149.4	152.8
50%Tile値	129.7	131.0	132.6	133.9	135.4	137.1	138.6	140.1	142.0	144.0
75%Tile値	128.8	129.6	130.4	130.9	131.5	132.3	132.9	133.3	133.9	134.1
95%Tile値	127.0	126.2	126.1	125.6	124.1	122.9	120.3	118.5	117.1	116.4
非達成確率	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.01	0.01	0.07
代行割れ確率	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

ストレステスト結果



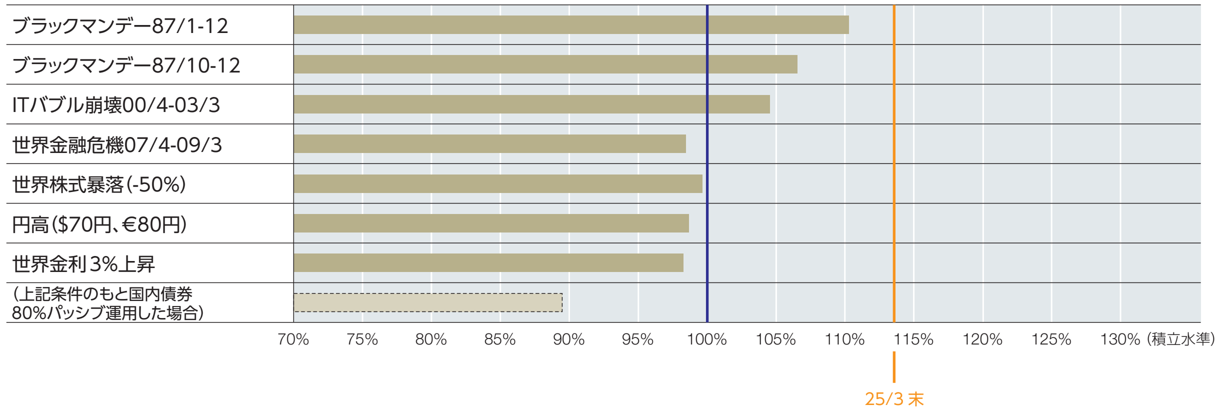
通算企業年金ポートフォリオ

ALM分析検証結果



	1年後	2年後	3年後	4年後	5年後	6年後	7年後	8年後	9年後	10年後
5%Tile値	123.5	130.6	133.7	137.1	140.7	144.1	146.8	149.8	153.6	157.2
25%Tile値	117.9	120.0	121.9	123.7	125.4	127.2	129.2	130.5	132.3	134.1
50%Tile値	113.8	113.9	115.1	115.4	116.4	117.0	118.2	118.6	120.0	120.5
75%Tile値	111.1	109.9	109.4	108.5	108.7	108.4	108.6	108.6	108.6	108.6
95%Tile値	106.6	103.9	101.6	100.3	98.9	97.7	96.8	95.9	95.4	95.0
非達成確率	0.89	2.15	3.38	4.63	6.29	7.58	8.57	9.58	9.89	10.59

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ます。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測し、積立水準を推計したうえで、役員及び運用各部門の責任者に報告を行います。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います。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ます。

この結果に基づきリバランスの実施を決定します。

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います。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います。

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います。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します。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ります（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います。

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いますが、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ます。

2024年度のリバランス実施状況

2024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で外国株式を中心に計3回、内外株式合計で約4,000億円売却するリバランスを実施しました。

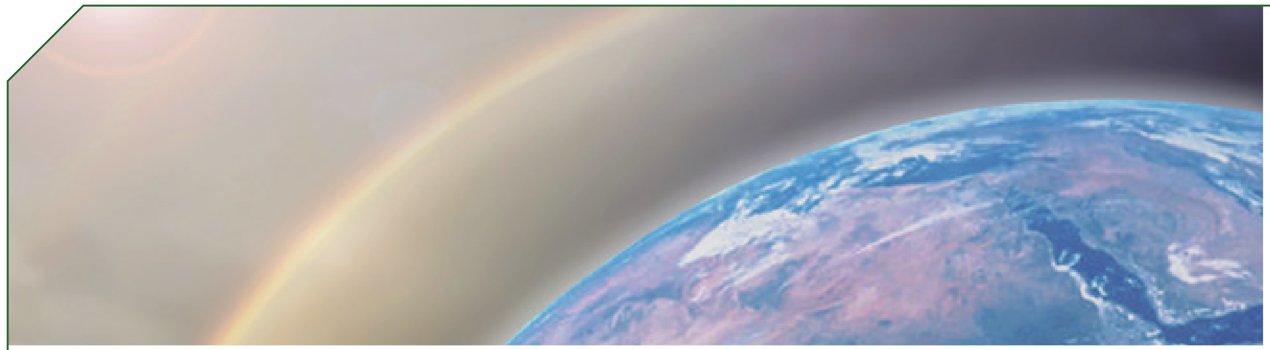
通算企業年金ポートフォリオでは、グローバル株式約100億円を売却し債券に移管するリバランスを実施して、政策アセットミックスの維持を図りました。

＜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	12兆3,978億円	5,231億円
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77% 加算債務の平均予定利率 ……… 約4.7%	平均予定利率 ……… 約1.8%
積立水準	128.1%	113.6%
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 ……… 10.3% 9.5% 8.7%	期待リターン ……… 2.6% 想定リスク ……… 4.7%
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46%）	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54%）
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

※2025/3/31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ます。

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ります。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す。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ます。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ります。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ます。

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ます。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ます。

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ます。

オルタナティブ投資では、インフラストラクチャー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ます。不動産投資では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にはガバナンスファンドの要素があります。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、インパクト性のある投資として期待しています。

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割程度が実質的なESG投資と言えるのではないかと考えています。

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ます。

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します。

地球環境、気候変動

エナジートランジッ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ります。

- 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（CO_2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りますが、
世界の健康に寄与しながら高いリターンの獲得を目指しています。

- 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ます。

- 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）
- 業務のデジタル化、効率化を進めるために必要なソリューション（AI関連技術やソフトウェアサービス等）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ます。
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ます。
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ます。
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ます。
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ます。
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年を超えますが、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す。

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ます。

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・運用を行っています。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ます。

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、日本に拠点の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ます。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ます。

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ます。

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を採用していますが、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ます。

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ます。

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、モニタリング及び管理を行っています。

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ます。

初めに、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ます。

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ます。

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に際しては、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ます。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、トータルの売買執行コストを削減しています。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ます。

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ます。

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ます。

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ます。

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ます。

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ます。

運用実績

(単位:%)

	2020年度	2021年度	2022年度	2023年度	2024年度	過去5年
インハウスⅠファンド	+43.38	+1.92	+5.58	+41.18	-1.27	+16.55
Russell/Nomura Prime	+43.38	+1.88	+5.56	+41.24	-1.26	+16.55
超過収益率	-0.00	+0.05	+0.02	-0.06	-0.00	+0.00
年度末残高(百万円)	255,116	259,989	274,467	387,447	382,486	

	2020年度	2021年度	2022年度	2023年度	2024年度	過去5年
インハウスⅡファンド	+42.03	+2.25	+5.79	+38.49	-0.41	+16.20
TOPIX	+42.13	+1.99	+5.81	+41.34	-1.55	+16.37
超過収益率	-0.10	+0.26	-0.03	-2.85	+1.14	-0.17
年度末残高(百万円)	477,871	465,785	486,183	198,322	523,652	

※ 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
※ 1年超の収益率については年率換算済

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ます。

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ます。

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ます。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ます。

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を行います。

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します。
運用機関情報の収集・分析、候補先絞り込み	確定した候補先から、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います。
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します。
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します（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ません）。
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います。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います。

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ます。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マネジャーを含め幅広く募ることが可能になっています。

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ます。

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ます。

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を活用しています。

具体的なモニタリングの内容・頻度は以下のとおりです。

日次（全て各マネジャーごとに）	月次
▶ 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	▶ 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（2025年3月末現在）

①国内株式

業種配分（東証33業種、非製造業） BM:TOPIX（%）

	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	0.06	1.08	3.14	0.69	2.14	0.32	0.15	0.05	7.46	4.21	8.65	8.08	0.65	3.10	0.97	3.93	6.59
BM	0.08	0.27	2.20	1.29	2.41	0.67	0.35	0.15	7.58	6.73	4.53	9.52	0.89	3.52	1.14	1.94	4.56
Active	-0.02	0.81	0.94	-0.60	-0.26	-0.35	-0.20	-0.10	-0.12	-2.51	4.13	-1.44	-0.24	-0.42	-0.18	1.99	2.03
24/3末	-0.02	1.58	-0.01	-0.65	-1.25	-0.50	-0.09	-0.03	0.96	-3.26	3.48	-0.79	-0.28	0.63	-0.02	0.91	-0.18
23/3末	-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

業種配分（東証33業種、製造業） BM:TOPIX（%）

	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	3.84	0.76	0.19	4.19	2.95	0.19	1.27	0.80	0.89	1.05	0.59	5.48	14.05	5.83	1.99	1.63	2.41
BM	3.11	0.43	0.14	4.90	4.23	0.55	0.65	0.64	0.88	0.77	0.50	5.56	17.41	7.23	2.19	2.98	0.00
Active	0.73	0.34	0.05	-0.71	-1.27	-0.36	0.61	0.16	0.01	0.28	0.08	-0.08	-3.36	-1.40	-0.20	-1.35	2.41
24/3末	0.87	0.25	-0.04	0.46	-1.10	-0.32	0.52	0.02	0.42	0.50	0.16	0.95	-2.72	-2.56	0.00	-0.46	2.05
23/3末	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

ポートフォリオ特性

	PFA	BM
配当利回り	2.56	2.49
P/E	13.62	13.52
P/E（今後1年）	13.85	13.76
P/E（今後2年）	12.40	12.82
P/B	1.14	1.28
ROE	9.90	11.13
EPS成長（今後3-5年）	8.70	9.06

Barraリスク特性

	PFA	BM	差
グロース	-0.04	0.01	-0.05
バリュー	0.19	0.02	0.17
益回り	0.14	0.03	0.11
サイズ	-0.21	0.07	-0.28
サイズ非線形	0.33	-0.06	0.39
流動性	0.15	0.10	0.05
モーメンタム	-0.07	0.06	-0.13
センチメント	-0.13	0.02	-0.15
長期リバーサル	0.28	-0.06	0.34
ベータ	-0.08	0.14	-0.22
レジデュアル・ボラティリティ	-0.01	0.02	-0.03
財務レバレッジ	-0.01	0.03	-0.04
海外経済感応度	-0.15	0.06	-0.21
マクロ感応度	0.11	0.06	0.05
利益クオリティ	0.12	-0.03	0.14
インダストリー・モーメンタム	0.08	0.03	0.04

推定リスク

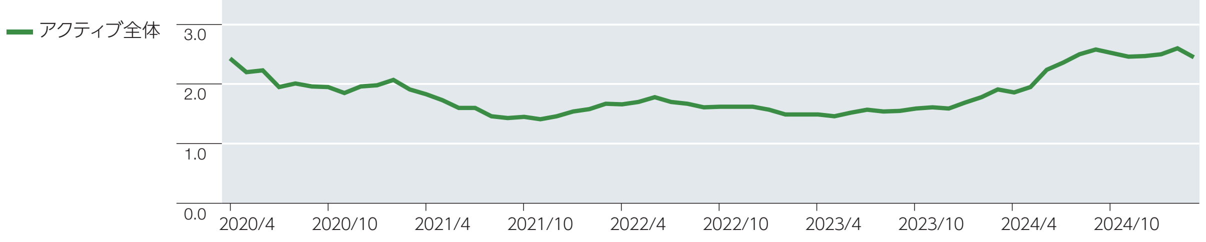
	TE	β
三井住友DS	5.46	0.94
Orbis	7.40	0.73
SOMPO	5.41	0.88
Harris	6.45	0.83
Russell	1.44	1.01
Capital	3.40	1.06
東京海上AM	3.93	1.09
NVIC	7.33	0.98
BG	4.93	1.03
T.Rowe	2.85	1.03

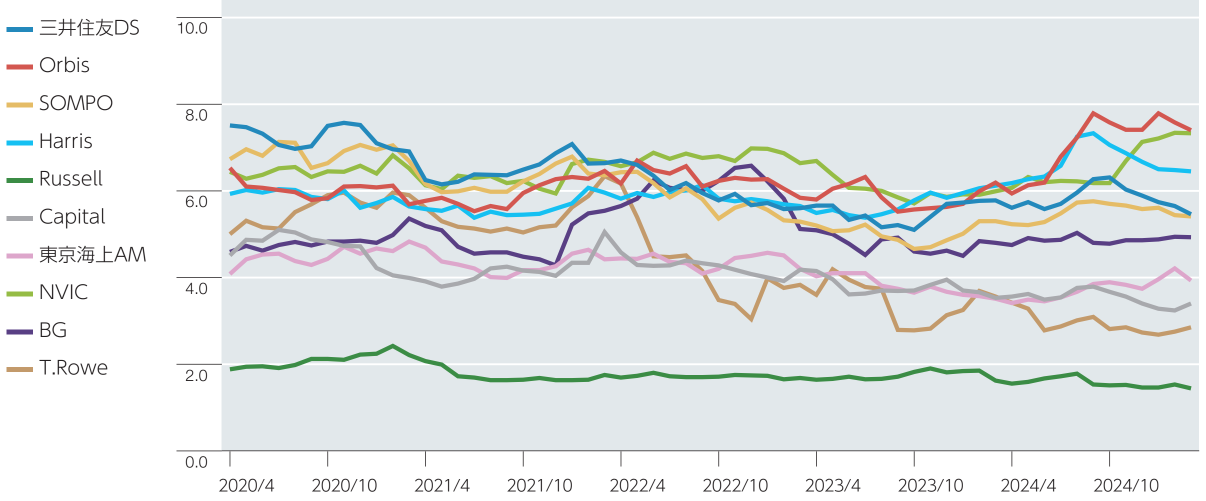
<アクティブ>

	TE	β
アクティブ全体	2.45	0.93

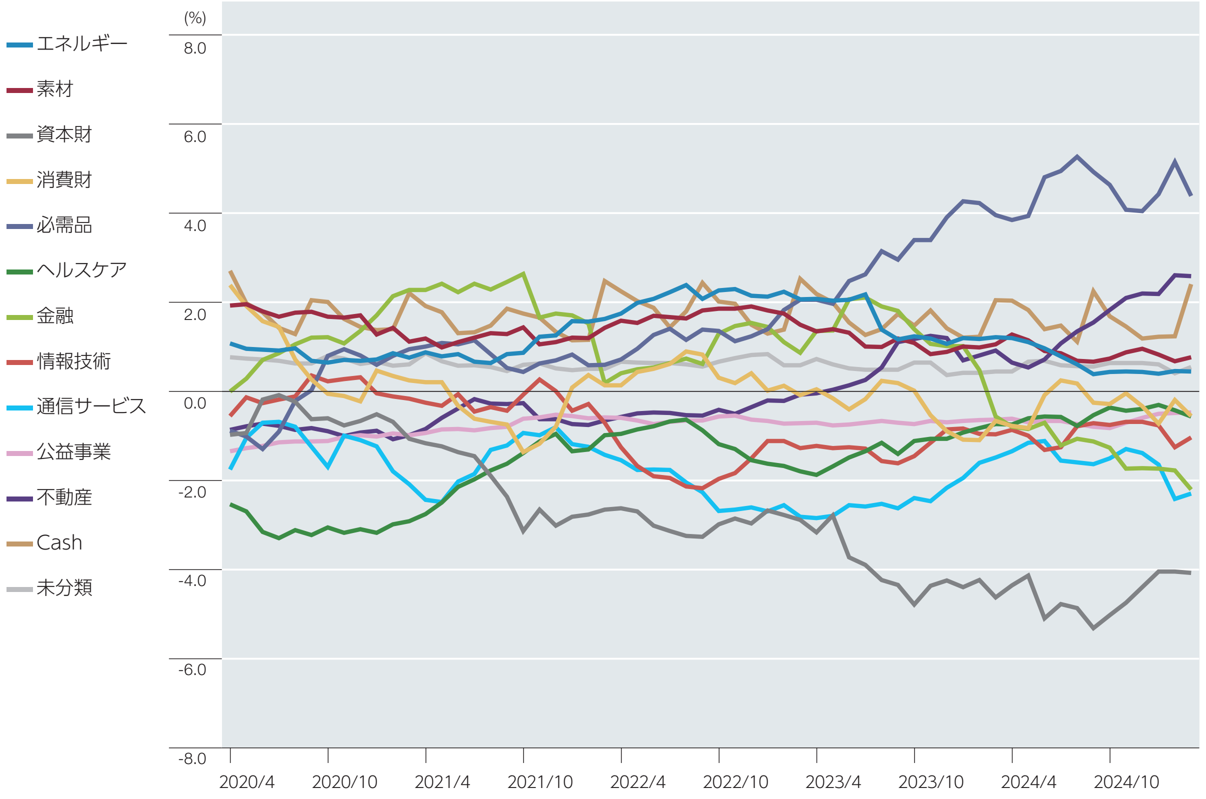
※ 推定TE、βについては、キャッシュ及び先物を含む未分類銘柄を除外

推定トラッキング・エラーの推移





業種配分推移



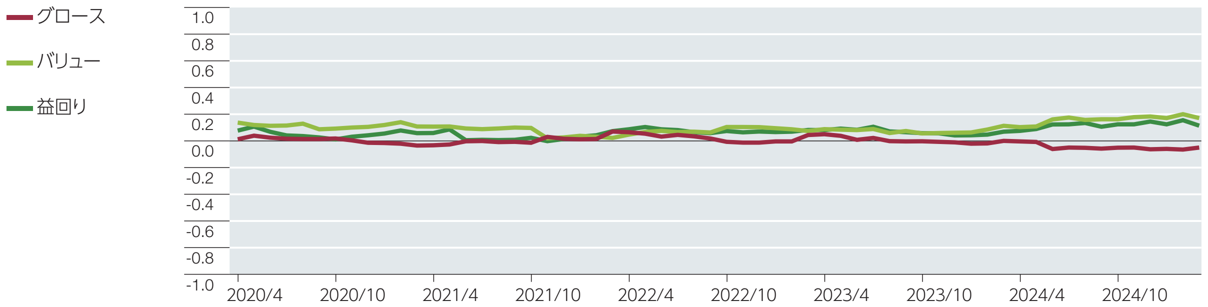
※ 推定TEについては、キャッシュ及び先物を含む未分類銘柄を除外
委託前の数値は、委託会社提供データを使用

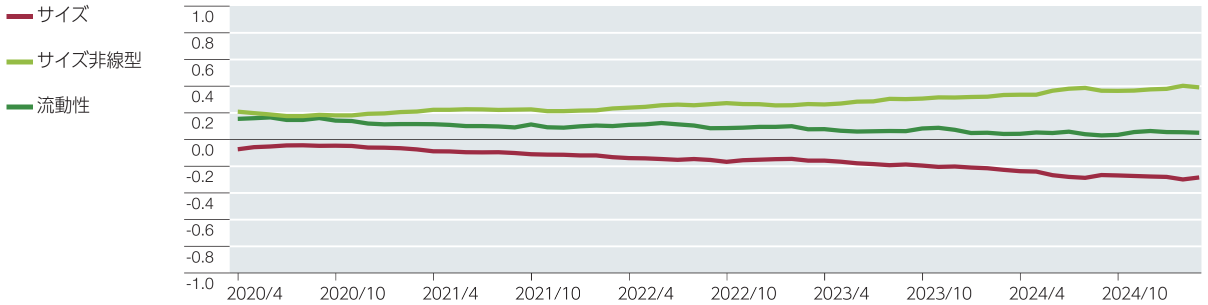
Ⅰ 概要・沿革
Ⅱ 運用体制
Ⅲ 運用状況
Ⅳ 各資産・グループ別の運用内容・業務内容等

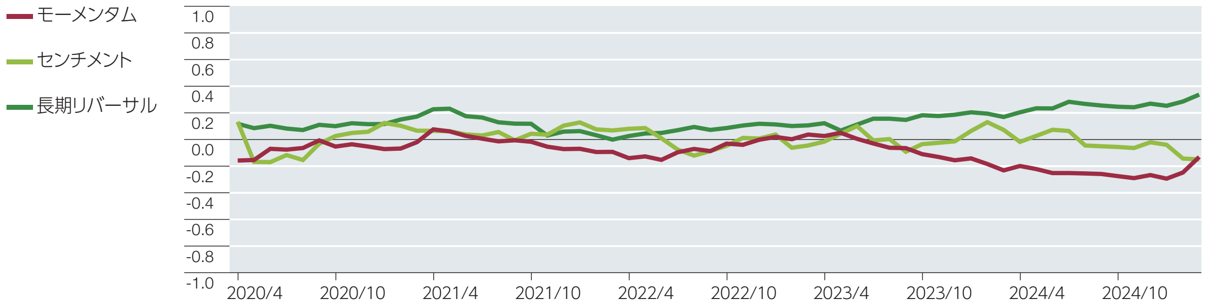
株式

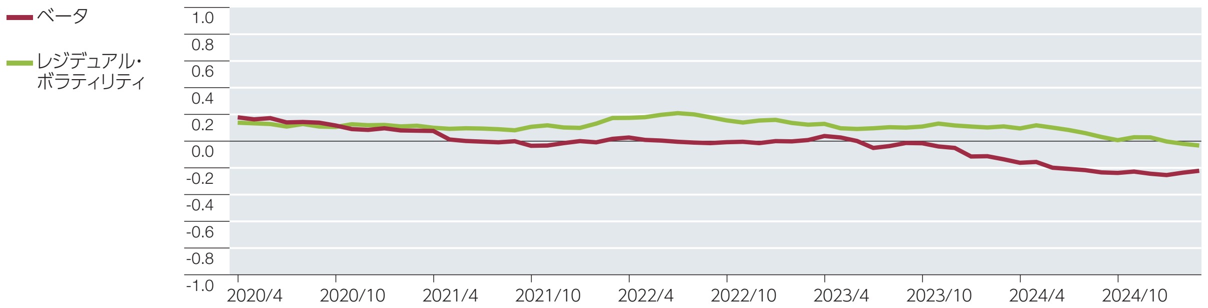
基本年金等

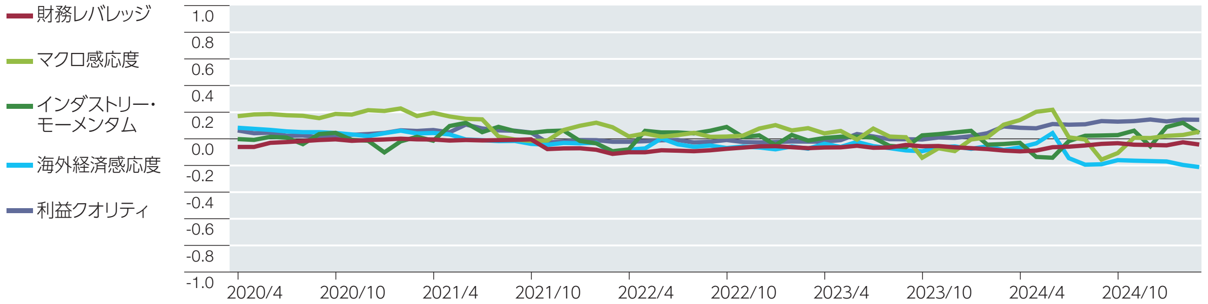
主要リスクエクスポージャー推移











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	4.70	56.90	19.16	1.88	11.09	2.93	3.35
BM	4.85	67.33	15.14	2.34	10.34	0.00	0.00
Active	-0.15	-10.43	4.02	-0.46	0.75	2.93	3.35
24/3末	-0.53	-6.07	3.24	-1.16	-0.90	2.57	2.84
23/3末	-0.30	-7.66	4.96	-1.46	-0.40	1.98	2.89

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	4.91	4.01	9.80	11.64	5.47	10.21	18.61	15.90	9.98	2.12	1.10	2.93	3.35
BM	4.16	3.63	10.57	10.64	6.29	10.32	18.07	23.37	8.16	2.69	2.12	0.00	0.00
Active	0.75	0.38	-0.77	1.00	-0.83	-0.11	0.54	-7.47	1.82	-0.57	-1.02	2.93	3.35
24/3末	0.80	-0.27	-0.47	1.25	-2.23	-0.52	-0.19	-2.24	0.68	-1.01	-1.16	2.57	2.81
23/3末	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

ポートフォリオ特性

	PFA	BM
配当利回り	1.9	1.9
P/E	23.9	25.9
P/E(今後1年)	20.6	22.0
P/E(今後2年)	17.7	19.3
P/B	4.1	4.7
ROE	17.9	18.9
EPS成長(今後3-5年)	11.4	11.3

Barraリスク特性

	PFA	BM	差
Beta	0.02	0.07	-0.05
Residual Volatility	0.01	-0.06	0.08
Size	0.03	0.26	-0.23
Mid Capitalization	-0.01	-0.07	0.06
Liquidity	0.07	-0.03	0.10
Leverage	0.07	0.01	0.07
Growth	0.09	0.02	0.07
Book-to-Price	0.07	-0.05	0.12
Dividend Yield	-0.03	0.00	-0.04
Earnings Yield	0.09	0.00	0.09
Momentum	0.09	0.05	0.05
Earnings Variability	0.13	-0.05	0.17
Earnings Quality	0.11	-0.02	0.13
Investment Quality	0.05	0.03	0.01
Long-Term Reversal	0.03	-0.05	0.08
Profitability	-0.01	0.04	-0.05
Industries	1.01	1.05	-0.04
Countries	0.81	0.84	-0.03
Currencies	1.00	1.00	0.00
Market	0.94	1.00	-0.06

推定リスク

<Global>

	TE	β
Wellington	1.61	1.01
Russell	3.88	0.97
BG	10.95	1.27
Sanders	4.22	0.95
Jennison	7.88	1.18
Polaris	5.65	0.94
Sands	7.89	1.21
GQG	8.06	0.75
Hosking	5.97	1.04
Arrow	3.27	0.97

<US>

	TE	β
Brown	3.72	0.97
Sound	4.78	1.02
Harris	4.90	1.13
Jennison	2.81	0.99
Southeastern	9.76	0.97
Donald	10.29	0.94
Arrow	2.80	0.97
GQG	9.51	0.70
Jacobs	2.43	1.00
Brandywine	4.34	1.01

<Europe>

	TE	β
Schroders	4.55	1.04
Comgest	5.82	1.00
Alken	10.39	1.16

<Asia>

	TE	β
UBS	3.57	1.05
JOH	7.00	1.03

<EM>

	TE	β
Coronation	7.95	1.08
Oaktree	6.95	1.12

<Active>

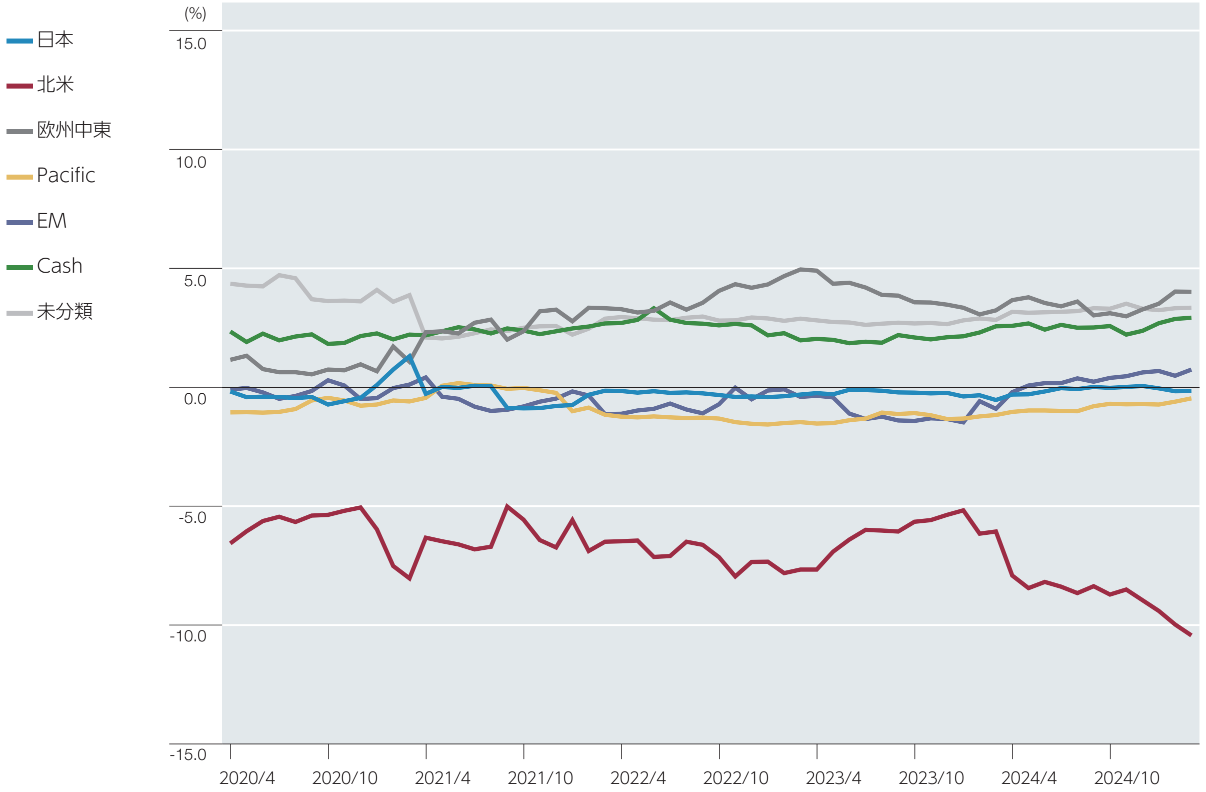
	TE	β
Active All	1.82	0.99

※ 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

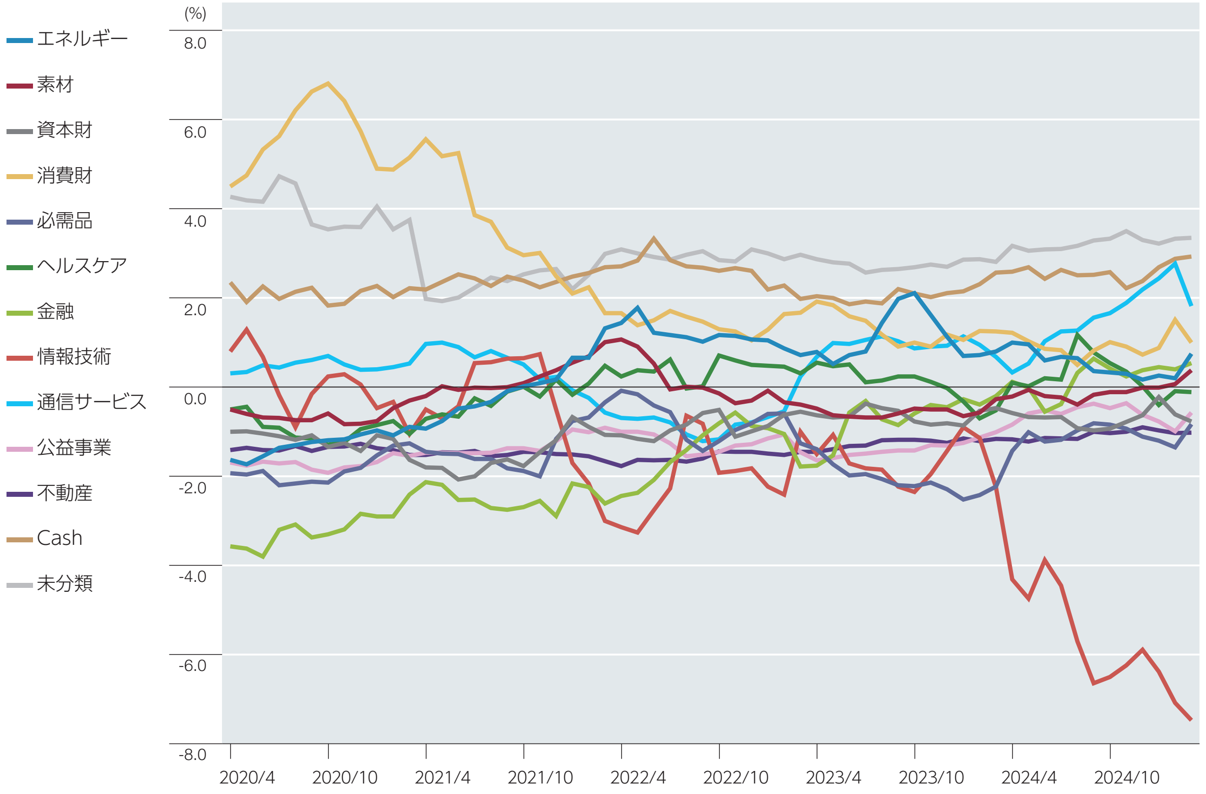
株式

基本年金等

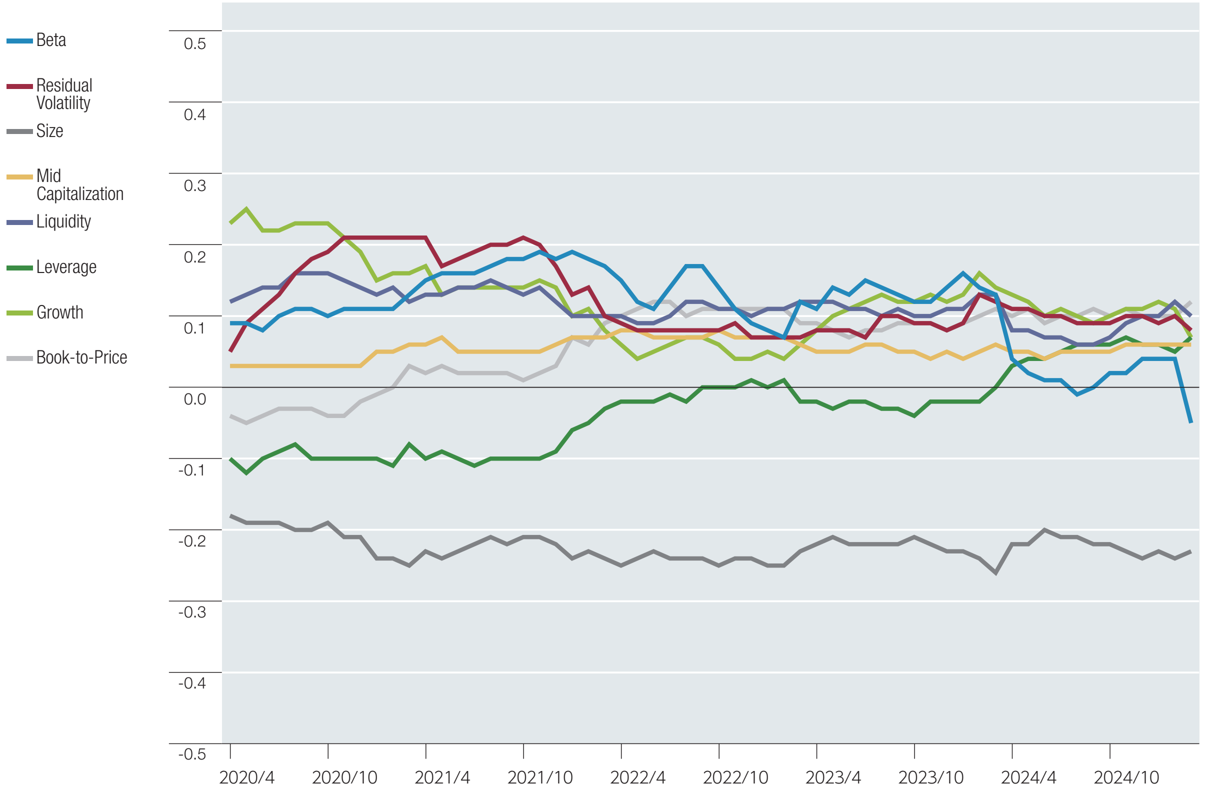
地域配分推移



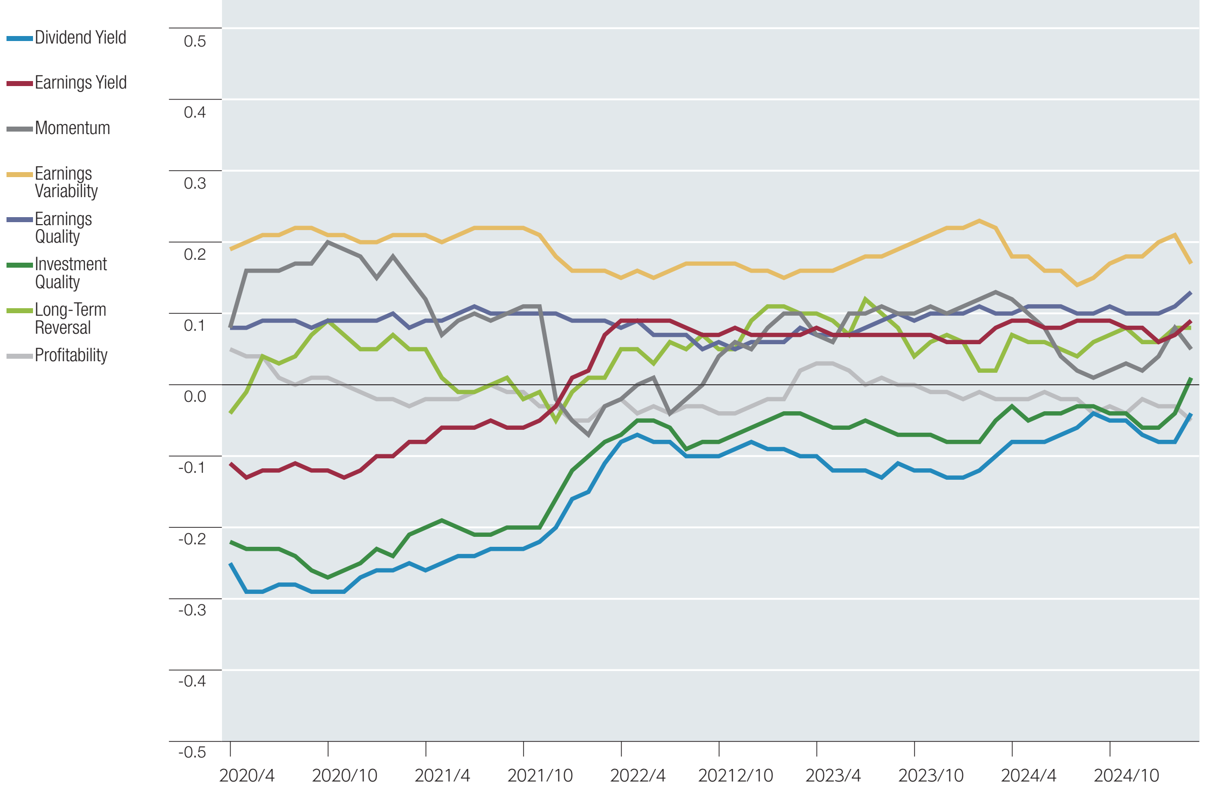
業種配分推移



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



株式

基本年金等

＜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	4.59	56.76	18.05	1.89	10.67	2.41	5.62
BM	4.85	67.33	15.14	2.34	10.34	0.00	0.00
Active	-0.26	-10.56	2.92	-0.45	0.33	2.41	5.62
24/3末	-0.61	-7.05	2.03	-1.00	-1.05	2.03	5.65
23/3末	-0.35	-6.93	3.05	-1.11	-0.43	1.42	4.35

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	4.67	3.84	9.63	11.17	5.43	9.94	18.00	16.50	9.45	2.13	1.20	2.41	5.62
BM	4.16	3.63	10.57	10.64	6.29	10.32	18.06	23.37	8.16	2.69	2.12	0.00	0.00
Active	0.51	0.21	-0.94	0.53	-0.86	-0.38	-0.06	-6.87	1.29	-0.55	-0.92	2.41	5.62
24/3末	0.48	-0.36	-0.73	0.62	-1.98	-0.80	-0.70	-2.57	0.29	-0.89	-1.00	2.03	5.62
23/3末	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

ポートフォリオ特性

	PFA	BM
配当利回り	1.9	1.9
P/E	24.2	25.9
P/E(今後1年)	20.8	22.0
P/E(今後2年)	18.0	19.3
P/B	4.2	4.7
ROE	18.1	18.9
EPS成長(今後3-5年)	11.4	11.3

Barraリスク特性

	PFA	BM	差
Beta	0.02	0.07	-0.05
Residual Volatility	0.00	-0.06	0.07
Size	0.06	0.26	-0.20
Mid Capitalization	-0.02	-0.07	0.05
Liquidity	0.05	-0.03	0.08
Leverage	0.06	0.01	0.05
Growth	0.08	0.02	0.06
Book-to-Price	0.05	-0.05	0.10
Dividend Yield	-0.03	0.00	-0.03
Earnings Yield	0.08	0.00	0.08
Momentum	0.08	0.05	0.04
Earnings Variability	0.10	-0.05	0.15
Earnings Quality	0.09	-0.02	0.11
Investment Quality	0.04	0.03	0.01
Long-Term Reversal	0.02	-0.05	0.07
Profitability	-0.01	0.04	-0.05
Industries	0.99	1.05	-0.06
Countries	0.79	0.84	-0.05
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

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
				2020	2021	2022	2023	2024		
日本	三井住友DS	TOPIX	1,769	+6.14	+1.68	+8.41	+10.73	+3.88	+7.37	+5.89
日本	Orbis	TOPIX	2,270	+3.01	+3.36	+6.03	+10.41	+4.88	+6.83	+5.43
日本	SOMPO AM	TOPIX	471			+4.27	-0.70	+1.16		
日本	Harris	TOPIX	384			-2.73	-7.21	+8.67		
日本	Russell	TOPIX	2,380	+4.25	-0.40	+0.75	-5.37	+4.03	+0.32	+0.79
日本	Capital	TOPIX	518	+13.66	-2.64	+2.07	-11.18	-2.53	-3.33	-0.55
日本	東京海上AM	TOPIX	987	+13.29	+0.72	-4.22	-4.68	-4.16	-4.37	-0.49
日本	NVIC	TOPIX	333	-3.91	-3.46	-0.95	-13.77	-13.49	-9.41	-7.24
日本	Baillie Gifford	TOPIX	273	+18.13	-10.62	-8.83	-14.25	-4.23	-8.65	-5.17
日本	T.Rowe	TOPIX	225	+14.10	-15.56	-5.67	-18.13	+5.52	-5.11	-4.76
	合計	カスタムベンチマーク	9,610	+8.14	-1.80	+1.69	-3.25	+1.90	+0.44	+1.16

(参考)	アクティブパッシブ合計	TOPIX	18,671	+3.88	-1.03	+0.74	-2.55	+1.28	+0.06	+0.43

※ 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
※ 2024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

2024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1.90%上回りました。

国内株式市場は、良好な企業収益環境が続く中で、円安の進行などを背景に、7月には史上最高値を更新しましたが、その後日米の金融政策動向や米国の関税政策への警戒感などもあり、年度では1.5%程下落しました。

こうした環境下、前年度に引き続き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相対的に好調でした。

過去3年間の超過リターンはベンチマークを0.44%(年率換算後)上回り、過去5年間では1.16%(年率換算後)上回りました。

なお、当年度中は2社の解約を実施しました。

株式

基本年金等

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
				2020	2021	2022	2023	2024		
グローバル	Wellington	MSCI ACWI	1,599	+2.72	-0.06	-0.18	+1.75	-1.02	+0.04	+0.43
	Russell	MSCI ACWI	3,447	+8.82	-1.59	+1.54	-0.29	+1.29	+0.96	+1.63
	Baillie Gifford	MSCI ACWI	357	+52.95	-27.06	-11.27	+4.52	+1.24	-2.80	-1.14
	Sanders	MSCI ACWI	1,543	+19.13	+0.32	+6.95	+5.04	+1.84	+4.63	+5.93
	Jennison	MSCI ACWI	781	+30.26	-9.60	-7.03	+17.31	-12.73	-3.14	+0.16
	Polaris	MSCI ACWI	456	+19.02	-6.78	+3.18	-4.58	-2.84	-1.12	+0.61
	Sands	MSCI ACWI	363	+21.65	-17.73	-11.49	+4.42	-8.61	-6.46	-5.03
	GQG	MSCI ACWI	975	-18.09	+14.61	-1.04	+27.90	-4.55	+4.97	+3.06
	Hosking	MSCI ACWI	378	+22.33	-4.73	-1.33	+2.36	-4.73	-1.60	+1.21
	Arrowstreet	MSCI ACWI	783		+0.62	+7.59	+8.12	+5.22	+6.95	
	グローバル計	カスタムベンチマーク	10,683	+14.24	-5.57	-0.31	+4.23	-1.13	+0.61	+1.33
米国	Brown Advisory	Russell1000	600	+6.18	-4.94	+1.63	+10.30	+0.96	+3.65	+2.27
	Sound Shore	Russell1000V	481	+15.47	+0.20	-0.98	+20.56	-2.96	+3.96	+4.96
	Harris	Russell1000V	887	+29.14	+0.99	+3.66	+18.36	-0.83	+5.98	+8.42
	Jennison	Russell1000G	390	+7.90	-11.65	-5.79	+9.13	-3.47	-1.49	-2.25
	Southeastern	S&P500	125	+27.79	-11.76	-4.29	-10.94	-8.42	-7.62	-3.48
	Donald Smith	Russell2000V	209	+21.33	+25.13	+29.63	+33.65	+7.76	+22.48	+23.43
	Arrowstreet	Russell3000	862	+8.37	+7.61	+5.36	+5.42	+1.16	+3.90	+5.37
	GQG	Russell1000	513	-17.70	+13.44	-1.57	+24.32	-2.91	+4.31	+2.49
	Jacobs Levy	Russell3000	510	+10.61	+6.74	+4.13	+6.23	-1.36	+2.70	+4.73
	Brandywine	Russell1000V	321					-2.93		
	米国計	カスタムベンチマーク	4,898	+8.62	+0.29	+2.40	+13.10	-0.95	+3.96	+3.94
欧州	Schroders	MSCI Europe	347	+15.11	-6.32	-10.24	+1.59	-9.23	-6.55	-3.24
	Comgest	MSCI Europe	274	-1.76	+4.49	+0.66	+7.70	-17.98	-4.62	-2.30
	Alken	MSCI Europe	232	-1.99	+24.32	+3.50	-0.85	+19.92	+7.82	+9.47
	欧州計	カスタムベンチマーク	854	+5.20	+2.35	-3.13	+3.06	-6.00	-2.42	-0.21

(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
				2020	2021	2022	2023	2024		
アジア	UBS	MSCI AC Asia exJ	182	+5.29	-1.70	-4.61	+2.70	-4.09	-2.25	-1.11
	JOHambro	MSCI AC Asia exJ	122	+17.26	+0.76	+5.10	+0.30	-1.92	+1.27	+3.36
	アジア計	カスタムベンチマーク	304	+9.08	-0.77	-1.28	+1.82	-3.20	-0.98	+0.45
エマージング	Coronation	MSCI Emerging	125	+8.69	-23.98	+9.41	+0.60	-3.53	+2.31	-3.80
	Oaktree	MSCI Emerging	165				+0.73	-0.70		
	エマージング計	カスタムベンチマーク	290	-1.28	-3.70	+2.40	+1.61	-1.94	+0.69	-0.64
	合計	カスタムベンチマーク	17,029	+12.16	-3.71	+0.28	+6.27	-1.40	+1.28	+1.85
(参考)	アクティブパッシブ合計	MSCI ACWI	21,299	+7.01	-3.51	+0.39	+3.69	-1.07	+0.75	+0.81

※ 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
※ 2024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

2024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1.40%下回りました。

グローバル株式市場は、生成AIや関税などのテーマが強く意識された市場環境の中、円建てで6%近く上昇しました。地域では、先進国では米国、カナダを含む北米が好調で、新興国では韓国やブラジルといった国が大きく下落した一方、昨年度不調だった中国が大きく反発しました。

このような環境下、グローバル運用、地域特化運用ともに、パフォーマンスが振るわないマネジャーが多く、全ての地域で超過収益がマイナスとなりました。

過去3年間の超過リターンは、ベンチマークを1.28%(年率換算後)上回り、過去5年間では1.85%(年率換算後)上回りました。

なお、当年度中は1社の新規採用を実施しました。

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ますが、基本年金等と同様の考え方に基づいた運営を行っています。

2 運用状況

アクティブポートフォリオの状況(2025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	1.94	50.04	22.63	1.62	17.47	2.29	4.00
BM	4.85	67.33	15.14	2.34	10.34	0.00	0.00
Active	-2.91	-17.28	7.50	-0.73	7.13	2.29	4.00
24/3末	-3.55	-12.68	3.58	-0.66	6.11	2.29	4.90
23/3末	-3.80	-18.47	6.12	-1.25	9.57	2.02	5.81

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	4.66	5.69	12.22	12.12	4.61	7.80	18.90	15.72	8.35	2.44	1.19	2.29	4.00
BM	4.16	3.63	10.57	10.64	6.29	10.32	18.06	23.37	8.16	2.69	2.12	0.00	0.00
Active	0.50	2.06	1.65	1.49	-1.69	-2.52	0.84	-7.64	0.19	-0.25	-0.94	2.29	4.00
24/3末	1.45	1.13	0.45	1.70	-1.97	-3.39	0.30	-5.53	-0.15	-0.19	-0.99	2.29	4.90
23/3末	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

ポートフォリオ特性

	PFA	BM
配当利回り	1.8	1.9
P/E	24.1	25.9
P/E(今後1年)	21.0	22.0
P/E(今後2年)	18.2	19.3
P/B	4.1	4.7
ROE	16.3	18.9
EPS成長(今後3-5年)	11.5	11.3

推定リスク

<Global>

	TE	β
Russell	3.22	1.01

<Active>

	TE	β
通算Active	3.22	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

Barraリスク特性

	PFA	BM	差
Beta	0.04	0.07	-0.03
Residual Volatility	0.11	-0.06	0.18
Size	-0.02	0.26	-0.29
Mid Capitalization	0.06	-0.07	0.13
Liquidity	0.12	-0.03	0.15
Leverage	0.01	0.01	0.00
Growth	0.09	0.02	0.07
Book-to-Price	0.03	-0.05	0.08
Dividend Yield	-0.10	0.00	-0.10
Earnings Yield	0.04	0.00	0.04
Momentum	0.10	0.05	0.05
Earnings Variability	0.18	-0.05	0.23
Earnings Quality	0.14	-0.02	0.17
Investment Quality	-0.15	0.03	-0.18
Long-Term Reversal	0.10	-0.05	0.15
Profitability	-0.14	0.04	-0.18
Industries	0.98	1.05	-0.07
Countries	0.81	0.84	-0.03
Currencies	1.00	1.00	0.00
Market	0.94	1.00	-0.06

<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	2.45	52.99	21.30	1.74	14.40	2.01	5.11
BM	4.85	67.33	15.14	2.34	10.34	0.00	0.00
Active	-2.40	-14.34	6.16	-0.60	4.06	2.01	5.11
24/3末	-2.65	-9.50	2.61	-0.50	1.99	1.88	6.17
23/3末	-3.11	-15.09	4.98	-1.02	5.82	1.66	6.75

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	4.49	5.22	11.80	11.58	4.81	8.17	18.30	16.65	8.12	2.43	1.32	2.01	5.11
BM	4.16	3.63	10.57	10.64	6.29	10.32	18.06	23.37	8.16	2.69	2.12	0.00	0.00
Active	0.33	1.59	1.23	0.95	-1.48	-2.15	0.23	-6.72	-0.04	-0.26	-0.80	2.01	5.11
24/3末	0.94	0.65	0.14	0.93	-1.62	-2.62	-0.38	-4.76	-0.34	-0.22	-0.77	1.88	6.17
23/3末	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

ポートフォリオ特性

	PFA	BM
配当利回り	1.8	1.9
P/E	24.5	25.9
P/E(今後1年)	21.3	22.0
P/E(今後2年)	18.5	19.3
P/B	4.2	4.7
ROE	16.8	18.9
EPS成長(今後3-5年)	11.5	11.3

Barraリスク特性

	PFA	BM	差
Beta	0.05	0.07	-0.02
Residual Volatility	0.07	-0.06	0.14
Size	0.02	0.26	-0.24
Mid Capitalization	0.04	-0.07	0.11
Liquidity	0.09	-0.03	0.12
Leverage	0.01	0.01	0.00
Growth	0.08	0.02	0.06
Book-to-Price	0.02	-0.05	0.07
Dividend Yield	-0.08	0.00	-0.08
Earnings Yield	0.04	0.00	0.04
Momentum	0.09	0.05	0.04
Earnings Variability	0.14	-0.05	0.19
Earnings Quality	0.11	-0.02	0.14
Investment Quality	-0.12	0.03	-0.15
Long-Term Reversal	0.07	-0.05	0.12
Profitability	-0.11	0.04	-0.14
Industries	0.97	1.05	-0.07
Countries	0.80	0.84	-0.04
Currencies	1.00	1.00	0.00
Market	0.93	1.00	-0.07

株式

通算企業年金

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 2020	2021	2022	2023	2024	過去3年	過去5年
	Russell	MSCI ACWI	730	+3.62	-0.62	+2.63	-0.69	+0.41	+0.94	+1.03
	アクティブ計	MSCI ACWI	730	+3.62	-0.62	+2.63	-0.69	+0.41	+0.94	+1.03
(参考)	アクティブパッシブ合計	MSCI ACWI	885	+2.00	-0.87	+1.94	-0.59	+0.58	+0.77	+0.62

※ 運用期間1年超の収益率については年率換算済み
※ 2024年度末時点で運用を継続中の委託先を記載

2024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0.41%上回りました。

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7マネジャーのうち、2マネジャーが超過収益を獲得しました。この2マネジャーが大きく超過収益を稼いだことで全体としてはベンチマークを上回りました。

過去3年間の超過リターンはベンチマークを0.94%(年率換算後)上回り、過去5年間では1.03%(年率換算後)上回りました。

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ました。

収益率の追求

2000~2024年度までの25年間、国内債券の旗艦ファンドにおいてアクティブ運用を行い、安定的な超過収益(年率平均21bps)を獲得してきました。また、エマージング市場も投資対象とした本格的なグローバル債券のアクティブ運用を2015年度中から開始し、2016~2024年度の超過収益率は年率平均49bpsとなっています。

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しました。

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ます。
▶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しています。
▶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しています。

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しています。

債券・為替・資金

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
2024年	委託国内債券ファンドを指図人変更によりインハウス債券Ⅲとして運用開始

運用規模

1990年4月より運用開始。
2025年3月末現在　約5兆688億円

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　6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ます。
（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

▶アクティブ運用（インハウス債券Ⅰ及びⅢ）

　債券Ⅰは、ブルームバーグ日本総合インデックスをベンチマークとするアクティブ運用です。債券Ⅲは、日本国債のイールドカーブの割高・割安判断に基づき構築したカスタムベンチマークを採用するアクティブ運用です。
　ともに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します。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します。

▶絶対リターン運用（インハウス債券Ⅱ及び通算企業年金）

　市場ベンチマークに囚われず、長期的に絶対リターンを獲得するために構築した日本国債のみのカスタムベンチマークを採用しています。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します。
　また、通算企業年金の債券運用においても当該カスタムベンチマークを採用し、長期的に年率1.5％の絶対リターンを目標としています。厳格な為替管理のもと、外国債券への投資も可能としています。
　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け払いのほか、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ます。

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します。

▶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や業種別ウェイトのコントロール、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等を行い運営しています。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に対して超過リターンの獲得を目指します。

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、その間、外部の専門人材の採用や運用インフラの高度化を進めてきました。国内債券アクティブ運用（債券Ⅰ）では、運用体制が変更になった2000年度以降、平均超過収益率はプラス21bp（年率）となっています。また、外国債券アクティブ運用（グローバル債券統合ファンド）では、投資対象拡大以降（8年間）の平均超過収益率がプラス49bp（年率）と、こちらも市場を有意に上回っています。

インハウス国内債券ファンド運用実績

（単位：%）

	年度					過去3年	過去5年	過去10年
	2020	2021	2202	2023	2024			
インハウス債券Ⅰ	-0.43	-1.02	-1.67	-1.83	-4.62	-2.72	-1.92	-0.16
ベンチマーク	-0.84	-1.32	-1.54	-2.37	-4.84	-2.93	-2.19	-0.41
超過収益率	0.41	0.31	-0.13	0.54	0.22	0.21	0.27	0.26

※ 1年超の収益率については年率換算済

（単位：%）

	年度					過去3年	過去5年	過去10年
	2020	2021	2202	2023	2024			
インハウス債券Ⅱ	-0.07	-0.86	-1.45	-1.64	-5.14	-2.76	-1.85	0.01
ベンチマーク	-0.10	-0.69	-1.25	-2.33	-5.35	-2.99	-1.96	-0.08
超過収益率	0.02	-0.17	-0.20	0.68	0.21	0.23	0.11	0.08

※ 1年以上の収益率については年率換算済

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、2024年度までの過去10年の年率平均で0.26%、過去5年が0.27%、過去3年が0.21%と、それぞれプラスの超過収益を獲得しています。インハウス債券Ⅱは外部キャッシュフローの受け払いによるキャッシュフローの影響もあり、超過収益率はインハウス債券Ⅰより小さいですが、市場ベンチマークに囚われない絶対リターンを目指した運用であり、ポートフォリオ・リターンの絶対水準は中長期的に債券Ⅰを上回っています。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ます。

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ました。2024年度の絶対収益率は▲0.26%、過去3年の年率平均で▲0.07%となりました。

インハウス外国債券ファンド運用実績

（単位：%）

	年度					過去3年	過去5年	過去10年
	2020	2021	2202	2023	2024			
インハウスグローバル債券統合	5.43	1.17	0.07	14.51	0.54	4.83	4.21	2.63
ベンチマーク	4.22	1.34	-0.82	12.76	0.88	4.10	3.57	2.18
超過収益率	1.21	-0.16	0.89	1.75	-0.34	0.73	0.64	0.45

※ 1年超の収益率については年率換算済

（単位：%）

	年度					過去3年	過去5年
	2020	2021	2202	2023	2024		
インハウスクレジット特化型	7.03	0.97	-0.41	9.55	-0.20	2.88	3.31
ベンチマーク	0.79	-0.39	-0.06	6.95	-0.05	2.23	1.41
超過収益率	6.24	1.36	-0.35	2.60	-0.15	0.65	1.90

※ 1年以上の収益率については年率換算済

インハウスのグローバル債券運用は、2008年12月からパッシブ運用を開始し、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ました。さらにその後、エマージング債券等にも投資対象を拡大し、2015年12月から「グローバル統合債券ファンド」として運用を開始し、現在に至ります。運用結果は、過去8年の年率平均で0.49%、過去5年で0.64%、過去3年の年率平均で0.73%の超過収益を獲得しています。また、2019年8月より運用を開始したクレジット特化型運用は、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（ベンチマーク）を、2024年度は▲0.15%、過去5年の年率平均で1.90%、過去3年で0.65%同リターンを上回りました。

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ます。

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ます。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います。

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います。

3 内外債券ポートフォリオの運用方針と運用状況

内外債券のベンチマークは、基本年金等が国内債券(ブルームバーグ日本総合インデックス)65%、外国債券(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で、通算企業年金がブルームバーグ日本総合インデックス100%です。

内外債券ポートフォリオ全体については、内部のガイドラインで、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、運用しています。これにより、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ます。

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%程度を上限の目途としています。

基本年金等(内外債券ポートフォリオ)の運用実績及びポートフォリオの状況

運用実績

(単位:%)

	年度					過去3年	過去5年	過去10年
	2020	2021	2022	2023	2024			
内外債券ポートフォリオ	3.31	0.00	-1.10	5.72	-2.01	0.81	1.14	1.31
ベンチマーク	1.34	-0.16	-1.11	3.53	-2.49	-0.06	0.20	0.71
超過収益率	1.97	0.16	0.01	2.19	0.48	0.87	0.94	0.59

※ 1年以上の収益率については年率換算済

ポートフォリオの状況

通貨構成比

(単位:%)

	日本円	米ドル	ユーロ	中国元	英ポンド	メキシコペソ	その他	残差
ポートフォリオ	57.18	25.01	11.88	2.97	2.05	0.63	1.19	-0.91
ベンチマーク	65.00	16.62	10.28	3.95	1.86	0.25	2.04	0.00
Active	-7.82	8.39	1.60	-0.98	0.20	0.38	-0.86	-0.91

国別構成比

(単位:%)

	日本	アメリカ	フランス	中国	イギリス	カナダ	ドイツ	その他
ポートフォリオ	64.26	13.25	3.08	1.76	1.64	1.44	1.24	13.32
ベンチマーク	64.69	16.72	2.64	3.95	1.88	0.68	1.98	7.46
Active	-0.43	-3.47	0.44	-2.19	-0.10	-0.44	-1.26	5.86

種別構成比

(単位:%)

	国債	事業債	政府機関債等	資産担保証券	商業用不動産ローン担保証券	現金等	その他
ポートフォリオ	56.26	17.46	6.95	3.80	0.71	14.91	-0.09
ベンチマーク	97.38	0.83	1.79	0.00	0.00	0.00	0.00
Active	-41.12	16.63	5.16	3.80	0.71	14.91	-0.09

※ 現金等には、デリバティブ取引(先物、オプション)による金利エクスポージャーを含む

年限別デュレーション構成

(単位:年)

	2年	5年	10年	30年	全体
ポートフォリオ	0.25	1.66	5.71	0.72	8.34
ベンチマーク	0.35	2.32	3.42	1.76	7.86

債券・為替・資金

通貨別デュレーション構成 (単位:年)

	日本円	米ドル	ユーロ	英ポンド	その他	全体
ポートフォリオ	5.45	1.33	0.92	0.20	0.44	8.34
ベンチマーク	5.64	0.96	0.73	0.16	0.37	7.86

スプレッドデュレーション (単位:年)

ポートフォリオ	1.56
ベンチマーク	0.73

1年所有期間利回り (単位:%)

ポートフォリオ	3.49
ベンチマーク	2.58

リスク(標準偏差) (単位:%)

ポートフォリオ	4.60
ベンチマーク	3.85

推定リスク (単位:%)

推定トラッキングエラー	0.89

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

(単位:%)

	年度					過去3年	過去5年
	2020	2021	2022	2023	2024		
内外債券(通算企業年金)	0.34	-2.06	-5.66	-1.42	-4.50	-3.88	-2.68

※ 1年以上の収益率については年率換算済

ポートフォリオの状況

通貨構成比 (単位:%)

	日本円	米ドル	ユーロ	メキシコペソ	インドルピー	英ポンド	その他	残差
ポートフォリオ	98.13	4.26	2.01	1.03	0.98	0.74	-7.49	0.33

国別構成比 (単位:%)

	日本	アメリカ	カナダ	フランス	イギリス	メキシコ	オーストラリア	その他
ポートフォリオ	72.54	9.49	5.05	2.79	2.05	1.36	1.18	5.53

種別構成比 (単位:%)

	国債	事業債	政府機関債等	資産担保証券	現金等	その他
ポートフォリオ	61.08	24.61	3.82	3.50	6.64	0.35

※ 現金等には、デリバティブ取引(先物、オプション)による金利エクスポージャーを含む

年限別デュレーション構成 (単位:年)

	2年	5年	10年	30年	全体
ポートフォリオ	0.28	0.92	7.56	0.47	9.23

通貨別デュレーション構成 (単位:年)

	日本円	米ドル	ユーロ	英ポンド	その他	全体
ポートフォリオ	7.64	0.50	0.50	0.29	0.31	9.23

スプレッドデュレーション (単位:年)

ポートフォリオ	1.30

1年所有期間利回り (単位:%)

ポートフォリオ	2.77

リスク(標準偏差) (単位:%)

ポートフォリオ	3.86

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ます。

「プライベートエクイティ投資は、主に非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します。

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ます。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ます。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ります。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ます。

3 投資スキーム

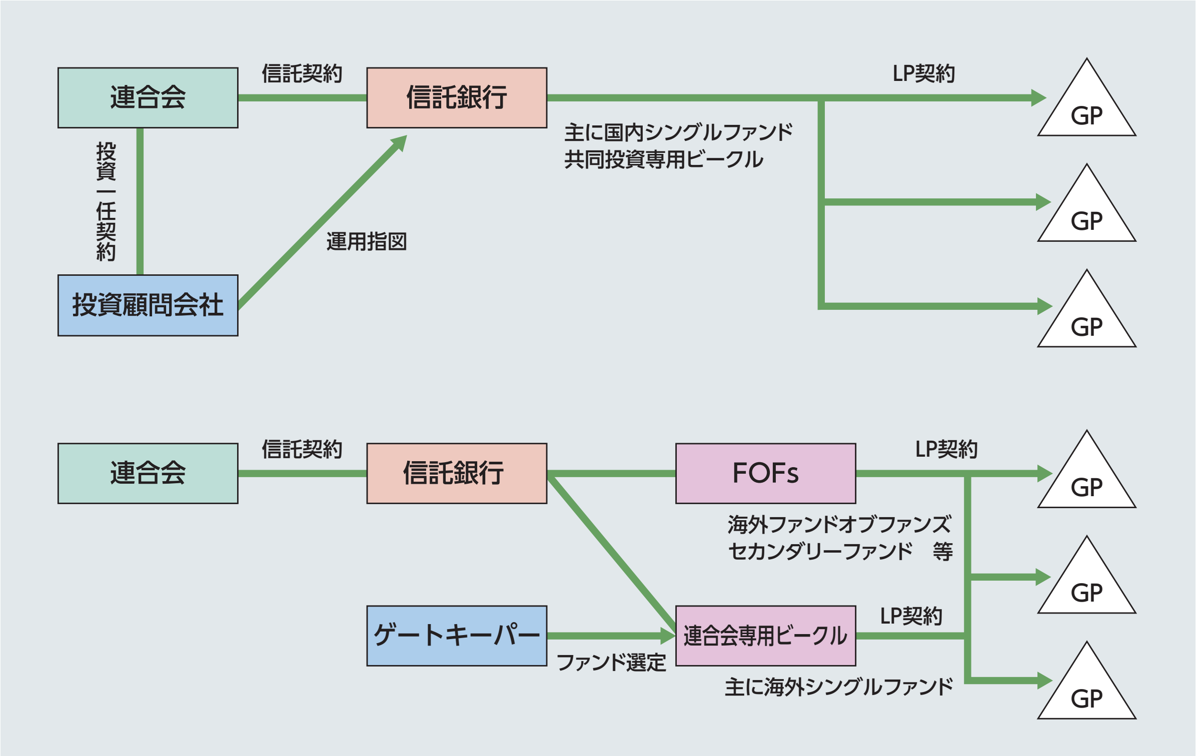
連合会では、パートナーシップ、いわゆるファンド形態への投資を実施しています。プライベートエクイティファンドは、他の多くのアセットクラスと異なり、通常3年から5年ごとに周期的に募集が行われ、募集活動も限られた期間に行われます。中長期的な観点から投資エクスポージャーを維持し、ビンテージ分散を図るため、毎年度、20～30程度のファンドに対して合計1,000億円前後の新規のコミットメントを継続的に実施しています。

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ます。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(2024年度はオンラインを含めて延べ約400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)を実施しています。

- ▶ 現地オフィス訪問、運用者インタビュー
- ▶ 投資先企業経営者や他の機関投資家との面談(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ます。

スキーム概要



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（2025年3月末）

投資時価残高	1兆901億円
未消化コミットメント残高（Unfunded残高）	4,741億円

（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	19
海外シングルファンド	95
国内シングルファンド	38

（※）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ます。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ます。

2024年度　収益率（円ベース）

IRR	8.55%

パフォーマンスの詳細については後述。

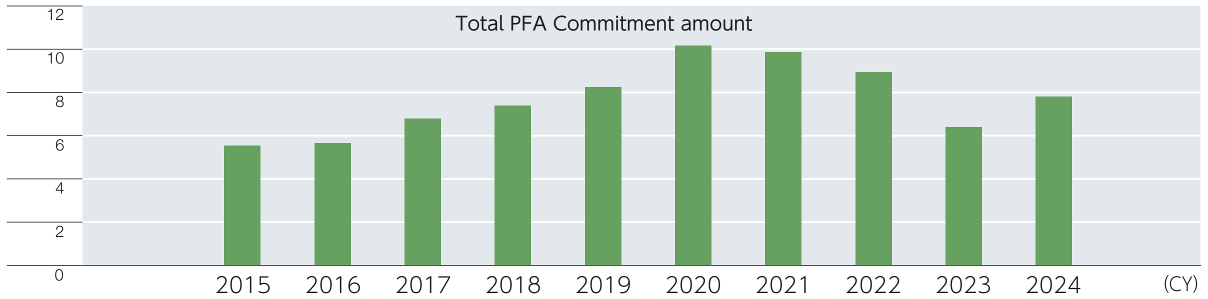
2024年度　キャッシュフロー

2024年度は、約1,090億円が新規投資（キャピタルコール）され、約1,675億円の分配金（ディストリビューション）を受領しました。

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」の状態にあります。一般的に、2022年以降ファンドによる投資先企業の売却や新規上場などによるEXITが減速する中でも、分散ポートフォリオから幅広く分配金を受領することができたため、引き続き投資プログラムとしてのキャッシュフローはポジティブであり、セルフサステイニングの状態を継続することができています。

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



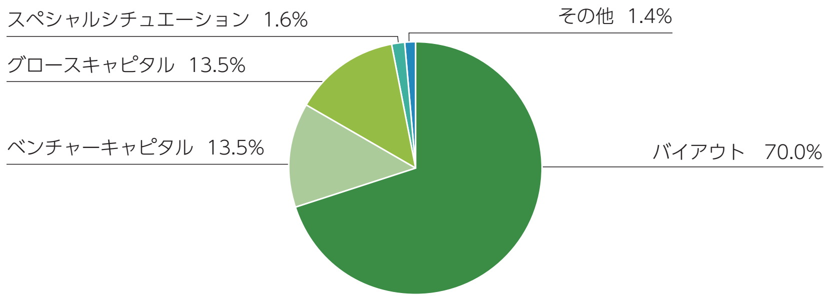
上記ビンテージイヤー（投資年）は実際に最初のキャピタルコール（投資開始）がかかった年により集計しています。ファンド募集のタイミング（コミットメントの意思決定のタイミング）と実際の投資開始までにタイムラグがあるケースがあり、なるべく実際のビンテージイヤーベースでの分散に留意しつつコミットメント活動を実施しています。

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それぞれのビンテージイヤー毎にさらに向こう数年にかけて分散されることになります。

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ます。

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ます。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ます。

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	5～10%（投資機会に応じて適宜）

プライベートエクイティ

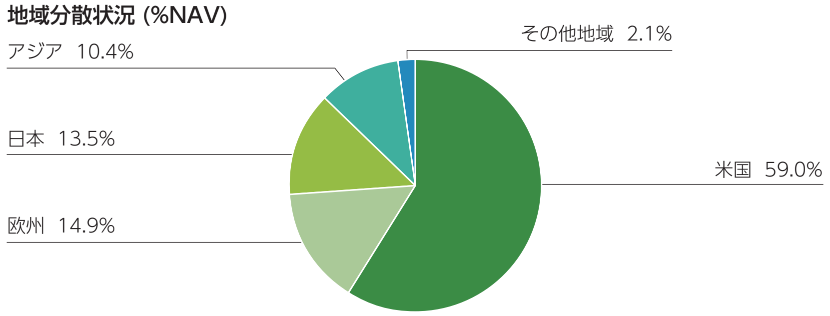
7 地域分散状況

全世界の市場規模を勘案して地域分散を図っていますが、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ます。

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ます。

アジア及びその他地域についても、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（アジア、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ます。

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います。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ますが、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ます。

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

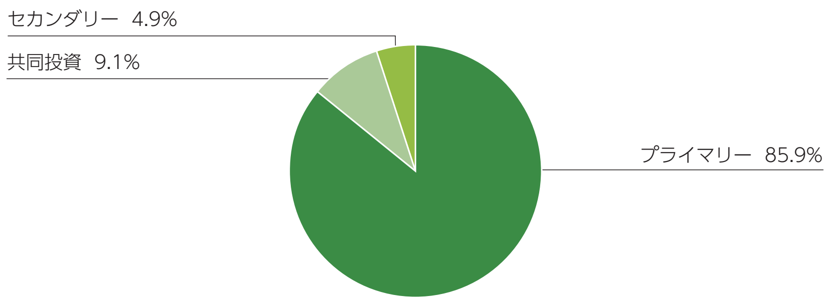
8 投資形態別の状況

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ます。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す。

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ます。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ました。特に金融危機後に意識的に比率を高めていましたが、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ます。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です。

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さらなる向上が期待できるため、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ます。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ます。

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ます（受託機関：三井住友信託銀行及びエー・アイ・キャピタル）。国内バイアウト及びグロース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です。

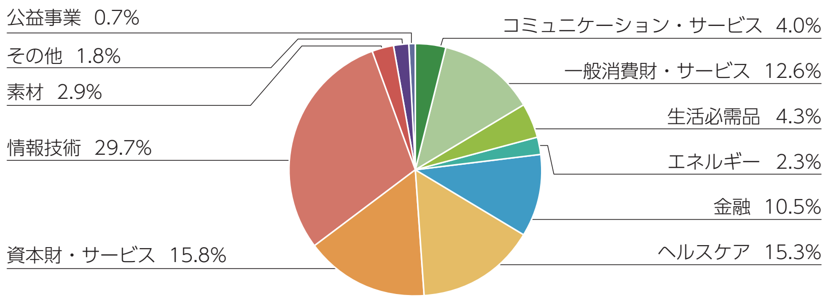
なお、直接共同投資においては一般的に対象個別案件に対するポジション集中リスク（結果的に特定企業に集中投資してしまうリスク）に留意が必要ですが、連合会のプライベートエクイティ投資プログラムはすでに実投資額ベースの規模も大きく、十分な分散が進んでいるため、このようなリスクを負うことなくポートフォリオリターンのさらなる向上を図ることが可能となっています。

9 業種分散状況

投資戦略やファンド規模にもよりますが、通常、各ファンドは、10～15件程度の企業に投資を実行します。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ります。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ませんが、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てポートフォリオを構築するよう配慮しています。

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ます。

業種分散状況 (%NAV)



※投資額時価（NAV）を使用（2024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

2024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8.42％となりました。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5.87％でした。

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8.55％となりました。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6.04％でした。

下表のとおり、引き続き長期的なアルファを創出しています。

（単位：％）

	2020年度	2021年度	2022年度	2023年度	2024年度
連合会PE投資プログラム 円Net IRR	**18.83**	**55.24**	**3.90**	**17.13**	**8.55**
ベンチマークPME（MSCI-ACWI 配当込・円換算を使用）	57.93	17.77	1.27	40.26	6.04
（参考）MSCI-ACWI（配当込・円換算）	58.24	17.84	1.50	40.12	5.87
アルファ（対PMEベンチマーク）	-39.10	37.47	2.63	-23.13	2.51

（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	**9.67**	**19.98**	**15.73**	**14.72**
ベンチマークPME（MSCI-ACWI 配当込・円換算を使用）	14.58	23.39	11.23	11.47
（参考）MSCI-ACWI（配当込・円換算）	14.61	22.93	11.27	—
アルファ（対PMEベンチマーク）	-4.91	-3.42	4.50	3.25

※ 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）です。

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2024年9月末時点（一部は2024年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ます。

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：Total Value to Paid In capital）があります。これは、投入した投資資金（報酬や諸費用も含む）が、現時点での評価額も考慮して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ます。2025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1.88倍となっています。

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の獲得（ベンチマーク：SOFR）を目的に、債券エクスポージャーの一部として投資を行います。

2 運用概要

2024年度末のヘッジファンド残高は1兆1,129億円、基本年金等の資産に占める割合は9.0％となりました。通算企業年金は762億円、通算企業年金の資産に占める割合は13.8％となりました。投資先ヘッジファンド数は、計97です。

パフォーマンス推移

（2025年3月末時点、米ドルベース）（単位：％）

	2022年度		2023年度		2024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
ヘッジファンド投資全体	6.01	2.66	10.19	4.80	8.03	2.89	8.06	3.44
ベンチマーク 3MLibor（USD）/SOFR(2023.4～)	3.35		5.39		5.14		4.62	
通算企業年金	5.58	2.23	8.89	3.50	8.72	3.58	7.72	3.10
ベンチマーク 3MLibor（USD）/SOFR(2023.4～)	3.35		5.39		5.14		4.62	

※ 1年超の収益率については年率換算済

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・テンプルトン・ジャパン	K2/D&Sマネジメント	SOFR	2018年4月	1,870
基本年金等	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・アセット・マネジメント・エル・ピー	SOFR	2018年4月	1,606
基本年金等	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	SOFR	2018年4月	631
基本年金等	東京海上アセットマネジメント	—	SOFR	2010年4月	1,505
基本年金等	東京海上アセットマネジメント	アバディーン・インク	SOFR	2010年8月	1,819
基本年金等	その他（流動化中資産及びキャッシュ運用）		SOFR		2
基本年金等	ヘッジファンド投資合計		SOFR		7,432
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	SOFR	2014年3月	507

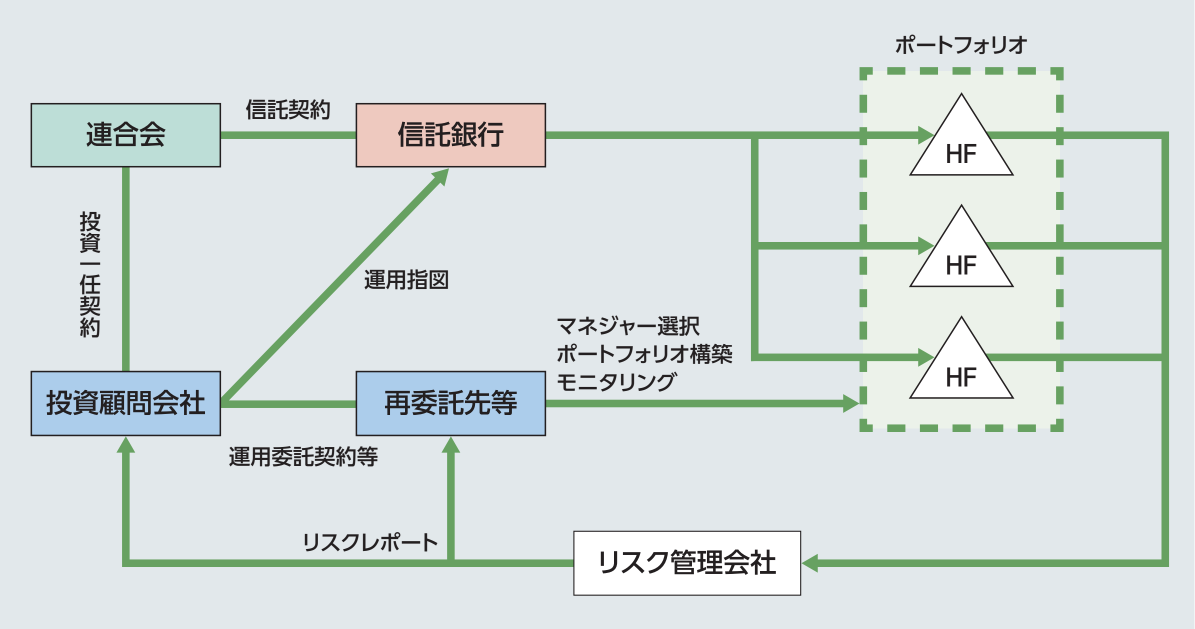
3 投資スキーム

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、リスク管理等に関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ます。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ます。

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、アルボーン社及び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ます。

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99億ドル。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36名(うち、リサーチやポートフォリオ運用などに係るプロフェッショナルが13名)。本拠地は米国コネチカット州スタンフォード、ニューヨークにも運用拠点があります。

▶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。ゴールドマン・サックス・アセット・マネジメント全体の資産額は約28,542億ドル。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2,416名。本拠地は米国ニューヨーク、東京を始め世界主要都市に拠点があります。

▶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3,319億ドル。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1,565名。本拠地は米国ワシントン州シアトル、世界主要都市に拠点があります。

▶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9.0兆円、役職員数は401名。

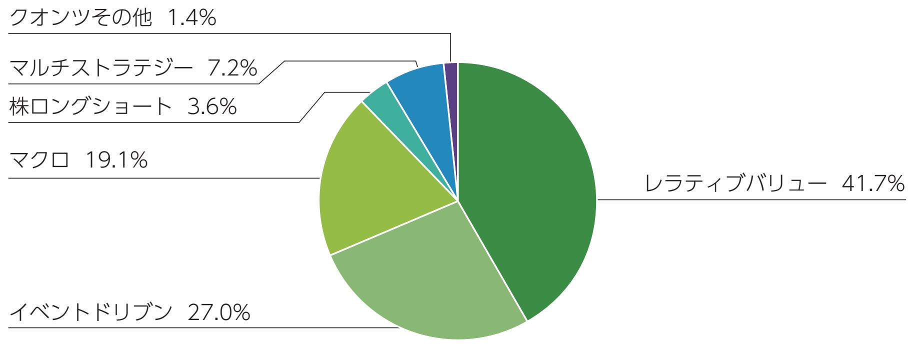
▶abrdn Inc.

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4,641億ドル、グローバルに4,388名の従業員を擁しています。

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の獲得を目標としています。

2025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ます。

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・定性評価を定期的に実施しています。

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ます。

不動産

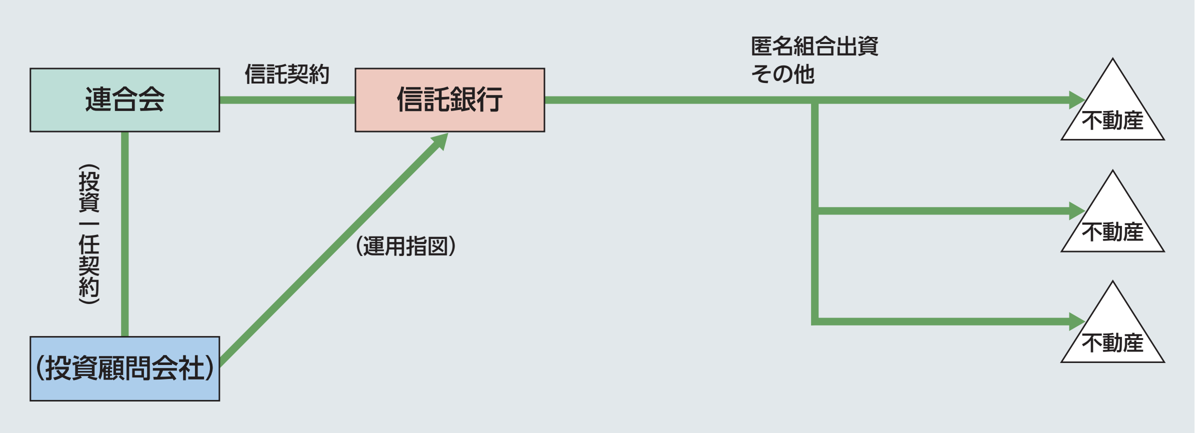
1 運用の基本方針

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ます。（「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ます。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提示したうえで、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ます。

2025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（東京海上アセットマネジメント、三井不動産投資顧問、三菱地所投資顧問、DBJアセットマネジメント）の5社です。



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を基本としており、いわゆる「コア型」の投資戦略を中心に運用しています。投資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における、オフィスビル、住宅、物流施設その他の安定稼働の見込まれるものとしています。

投資形態としては、対象不動産にかかるエクイティ投資（信託受益権や特定目的会社の優先出資等）に加えて、いわゆる私募ファンド（匿名組合出資等）、私募REIT、上場REITへの投資や不動産デット投資も対象としています。

4 運用の概況

2025年3月末の投資残高は基本年金で約1,079億円、通算企業年金で約170億円となりました。保有物件の稼働状況は良好であり、引き続き安定した運用状況となっています。

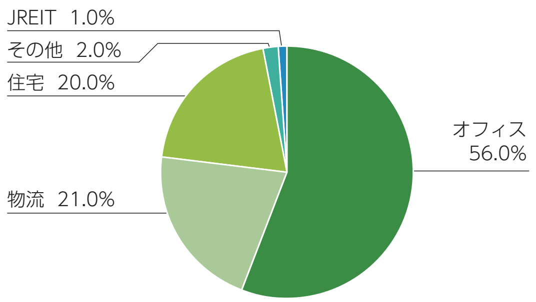
時間加重収益率

	2024年度	3年平均
基本年金	4.68%	5.35%
通算企業年金	6.87%	6.70%

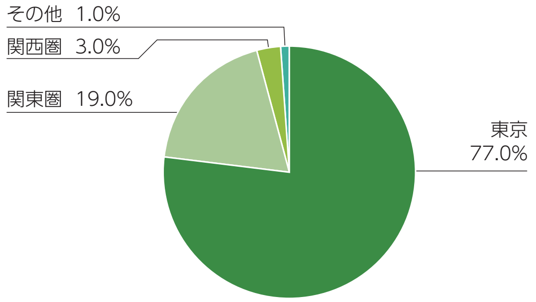
5 不動産投資ポートフォリオの現況（2025年3月末時点）

- 現在のポートフォリオは主にオフィス、住宅及び物流施設で構築されています。（私募ファンド、私募REITについても物件タイプや地域ごとに集計）
- オフィス及び住宅については東京都心部に所在するアセットが中心となっており、物流施設については首都圏と関西圏を中心に組み入れられています。

アセットタイプ



地域



Ⅰ 概要・沿革
Ⅱ 運用体制
Ⅲ 運用状況
Ⅳ 各資産・グループ別の運用内容・業務内容等

インフラ・インカム投資

1 運用の基本方針

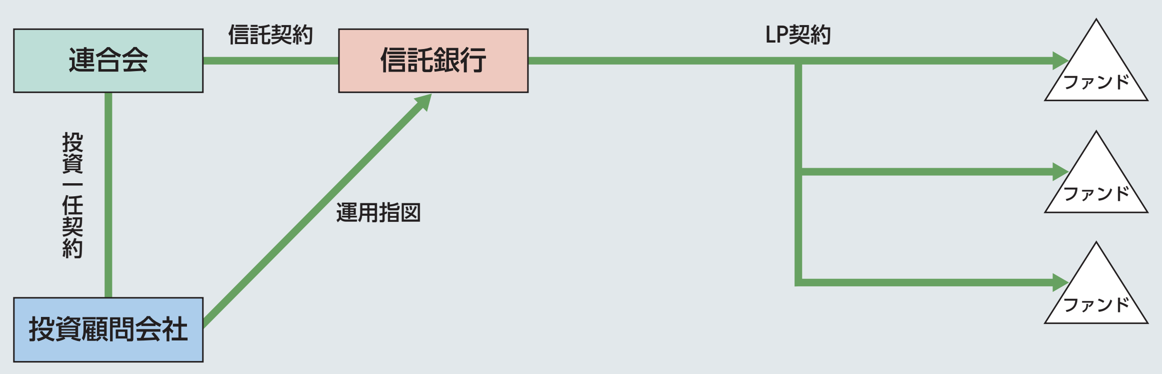
長期的なインカムゲインの獲得を主たる目的に、債券エクスポージャーの一部としてインフラストラクチャー投資及び安定的インカム投資を行います。

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ます。

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いますが、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ます。

<運用スキーム概要>



3 運用対象

・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ます。

4 運用の概況

2024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いました。2025年3月末の投資資産残高は2,204億円となっています。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ます。

投資リターン（2025年3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 9.8%、投資倍率1.69倍	IRR 12.0%、投資倍率1.40倍	IRR 8.7%、投資倍率1.29倍	IRR 11.1%、投資倍率1.45倍

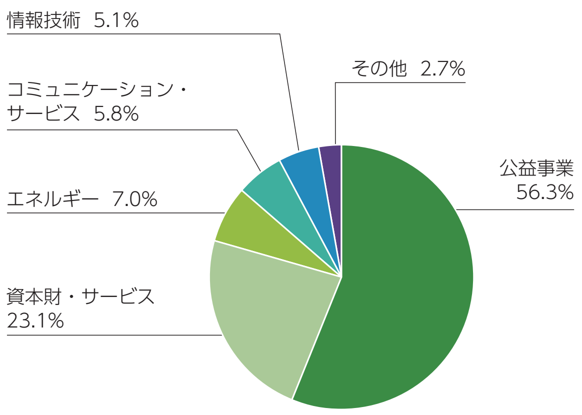
インフラ・インカム投資

全体の分散状況（2025年3月末実績）（円ベース）

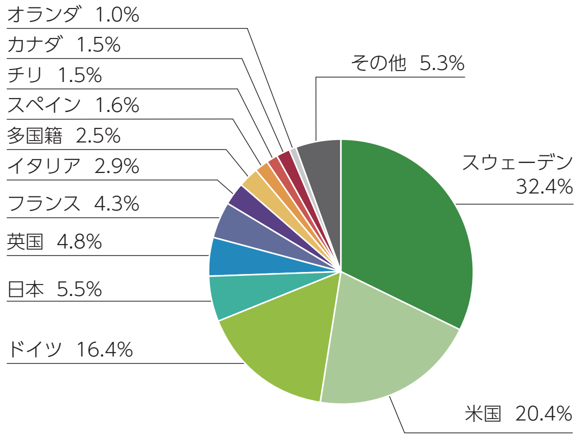
基本年金等

インフラ

業種別

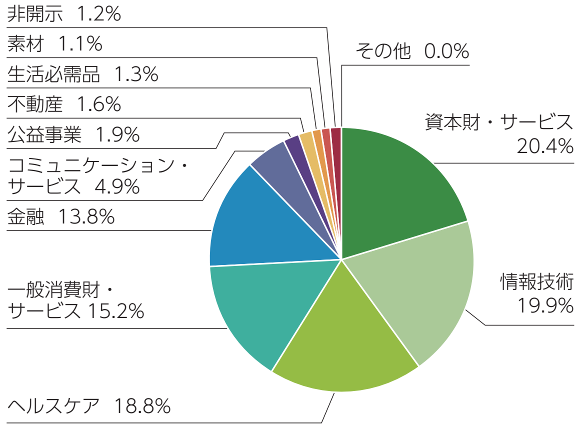


地域別

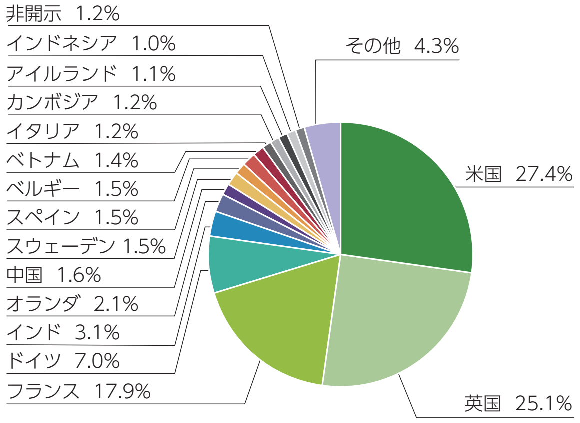


安定的インカム

業種別



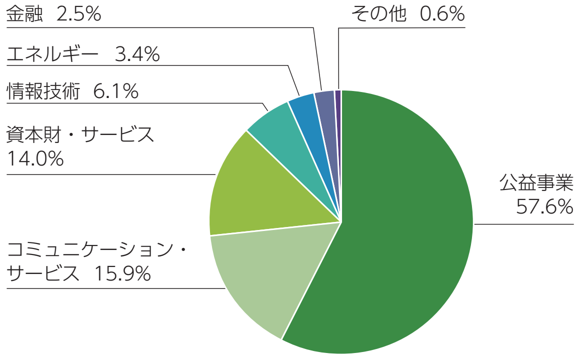
地域別



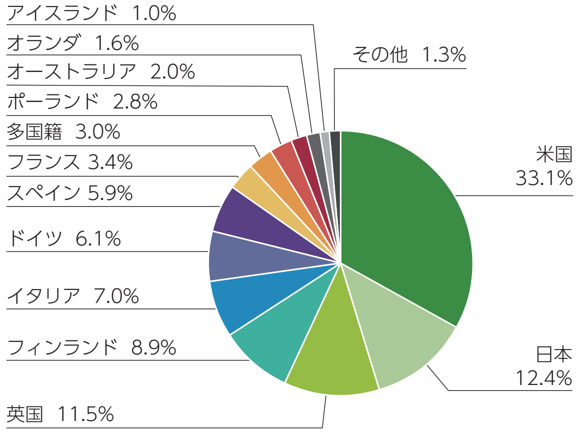
通算企業年金

インフラ

業種別

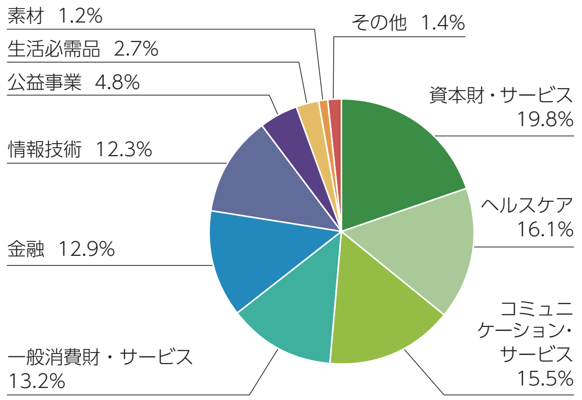


地域別

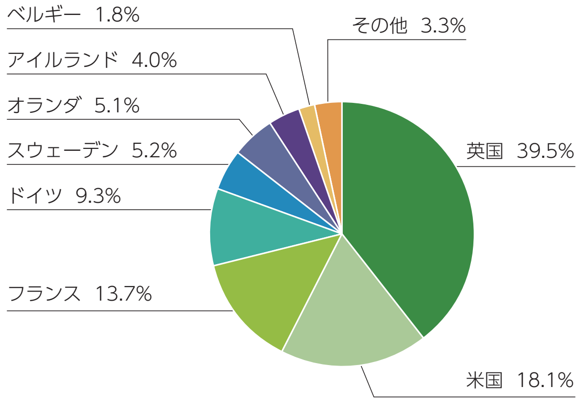


安定的インカム

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ファンドに上ります（2025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ます。

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ます。

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ます。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ります。

資産管理機関別資産残高（2025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	740,762	5.7
みずほ信託銀行株式会社	180,956	1.4
三井住友信託銀行株式会社	31,958	0.2
小計	953,676	7.4
年金特定信託		
日本マスタートラスト信託銀行株式会社	8,989,209	69.4
株式会社日本カストディ銀行	1,695,209	13.1
みずほ信託銀行株式会社	1,305,506	10.1
小計	11,989,924	92.6
合計	12,943,600	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ます。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ます。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ます。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ます。

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ます。

運用受託機関別の資産残高は、次頁『運用受託機関一覧』のとおりです。

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	2025年3月末残高
委託運用	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	237,970
		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	227,021
		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	176,914
		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	98,709
		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	51,769
		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	47,062
		ナティクシス・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	38,449
		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	33,331
		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	27,267
		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	22,484
		みずほ信託銀行株式会社	Nuveen	−	75
		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	58
	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	357,493
		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	344,734
		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	159,942
		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	154,307
		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	97,505
		ナティクシス・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	88,681
		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	86,163
		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	78,285
		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	78,141
		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	69,524
		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	60,021
		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	51,337
		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	50,956
		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	48,109
		みずほ信託銀行株式会社	Polaris	−	45,624
		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	39,008
		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	37,788
		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	36,259
		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	35,738
		シュローダー・インベストメント・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	34,744
		ラッセル・インベストメント株式会社	Brandywine	日本マスタートラスト信託銀行株式会社	32,095
		みずほ信託銀行株式会社	Comgest	−	27,392
		みずほ信託銀行株式会社	Alken	−	23,234
		みずほ信託銀行株式会社	Donald Smith	−	20,902
		UBS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	18,236
		ラッセル・インベストメント株式会社	Oaktree	日本マスタートラスト信託銀行株式会社	16,512
		みずほ信託銀行株式会社	Southeastern	−	12,498
		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	12,483
		みずほ信託銀行株式会社	JOHambro	−	12,171
		ラッセル・インベストメント株式会社	トランジション・マネジメント	日本マスタートラスト信託銀行株式会社	443
		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	89

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	2025年3月末残高
委託運用	国内債券	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	99,465
		マニュライフ・インベストメント・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	91,531
		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	78,708
		マニュライフ・インベストメント・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	19,494
		ロンバー・オディエ信託株式会社	MIM	日本マスタートラスト信託銀行株式会社	16,132
		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	611
	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	267,056
		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	190,477
		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	121,849
		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	75,699
		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	75,237
		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	73,153
	PE	三菱UFJ信託銀行株式会社		–	740,762
		エー・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	322,388
		三井住友信託銀行株式会社		–	31,958
	HF	フランクリン・テンプルトン・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	279,771
		東京海上アセットマネジメント株式会社	abrdn	日本マスタートラスト信託銀行株式会社	273,383
		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	240,961
		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	224,099
		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	94,408
		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	275
		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
	不動産	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	40,442
		みずほ信託銀行株式会社		–	22,078
		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	20,080
		みずほ信託銀行株式会社		–	10,482
		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	8,274
		みずほ信託銀行株式会社		–	4,804
		みずほ信託銀行株式会社		–	1,695
	インフラ・インカム	エー・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	118,360
		エー・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	46,342
自家運用	国内株式	インハウス株式Ⅱ		みずほ信託銀行株式会社	523,652
		インハウス株式Ⅰ		株式会社日本カストディ銀行	382,486
	国内債券	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	1,504,524
		インハウス債券Ⅰ		株式会社日本カストディ銀行	1,053,763
		インハウス債券Ⅲ		日本マスタートラスト信託銀行株式会社	145,208
	外国債券	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	1,907,561
		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	168,800
	その他	インハウス為替1		日本マスタートラスト信託銀行株式会社	26,380
		インハウス為替3		日本マスタートラスト信託銀行株式会社	2,010
		インハウス為替2		日本マスタートラスト信託銀行株式会社	1,829
		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	85
		インハウス入出金T		みずほ信託銀行株式会社	6
		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	2025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	73,039
		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	15,491
	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	12,389
		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	4,442
	HF	東京海上アセットマネジメント株式会社	abrdn	みずほ信託銀行株式会社	76,196
	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	13,452
		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	3,596
	インフラ・インカム	エー・アイ・キャピタル株式会社		みずほ信託銀行株式会社	34,022
		エー・アイ・キャピタル株式会社		みずほ信託銀行株式会社	21,661
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	189,378
	その他	インハウス為替1		みずほ信託銀行株式会社	1,458
		インハウス為替2		みずほ信託銀行株式会社	645
		インハウス為替3		みずほ信託銀行株式会社	420
		インハウス入出金		みずほ信託銀行株式会社	1
	国内債券	インハウス債券－加算		みずほ信託銀行株式会社	99,609

※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

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ます。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ます。

基本年金等ポートフォリオ

2024年度報酬		
報酬総額（消費税込）		238.9億円
	年金信託	3.2億円
	特定信託	14.1億円
	投資顧問	221.7億円
報酬率		18.7bp

通算企業年金等ポートフォリオ（共同運用事業分を含む）

2024年度報酬		
報酬総額（消費税込）		7.9億円
	投資顧問	7.9億円
報酬率		17.5bp

※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53百万円（消費税込）を支払っています。

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します。投資管理グループでは、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ます。

	2022年度	2023年度	2024年度
移受管件数	121件	97件	100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します。また、運用報酬等契約条件の変更も発生します。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ます。

	2022年度	2023年度	2024年度
新規契約・口座開設件数	4件	7件	3件
解約・口座閉鎖件数	6件	4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ます。

7 運用コンサルタントの利用

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

8 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ます。2025年3月末時点で係争中の案件は以下のとおりです（名称、訴訟額は訴訟提起時のものです）。

フォルクスワーゲン	
提訴	：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	：ブラウンシュワ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	：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

BHPビリトン	
提訴	：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	：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

アドミニストレーション

以下の事案については和解が成立しました。

ドイツ銀行	
提訴	: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
和解	:2024年8月

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≫の受入れを表明しました。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」を改定してきています。

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ます。

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ます。

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)を開始しています。2025年3月末現在、機関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)を継続しています。

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りました。「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ます。2017年分(暦年ベース)より活動報告をUN-PRIに提出しています。

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ました。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、改定を重ねています。2024年4月からは行使指図に係る業務をISS社(Institutional Shareholder Services Inc.)に一部委託し、業務の効率化を図っています。

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ます。

インハウス運用する国内株式について、2024年7月から2025年6月までの1年間(2024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りました。連合会Webサイトでは、議案種類別集計開示の他、会社ごと・議案ごとの行使結果を公開(個別開示)しています。

議決権行使結果(2024年度、子議案ベース)

議案種類	賛成	反対	棄権	合計	反対・棄権比率(%)
取締役の選解任	13,182	1,803	26	15,011	12.2
監査役の選解任	1,005	61	0	1,066	5.7
会計監査人の選解任	48	0	0	48	0.0
役員報酬(※1)	598	80	0	678	11.8
退任役員の退職慰労金の支給	34	17	0	51	33.3
剰余金の処分	1,218	0	0	1,218	0.0
組織再編関連(※2)	30	0	0	30	0.0
買収防衛策の導入・更新・廃止	0	38	0	38	100.0
その他資本政策に関する議案(※3)	36	0	0	36	0.0
定款に関する議案	387	0	0	387	0.0
その他の議案	0	0	0	0	—
会社提案　合計	16,538	1,999	26	18,563	10.9
株主提案	9	377	0	386	(※4) 2.3

※1 役員報酬額改定、ストックオプションの発行、業績連動型報酬制度の導入・改訂、役員賞与等
※2 合併、営業譲渡・譲受、株式交換、株式移転、会社分割等
※3 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、種類株式の発行等
※4 株主提案については賛成比率を記載

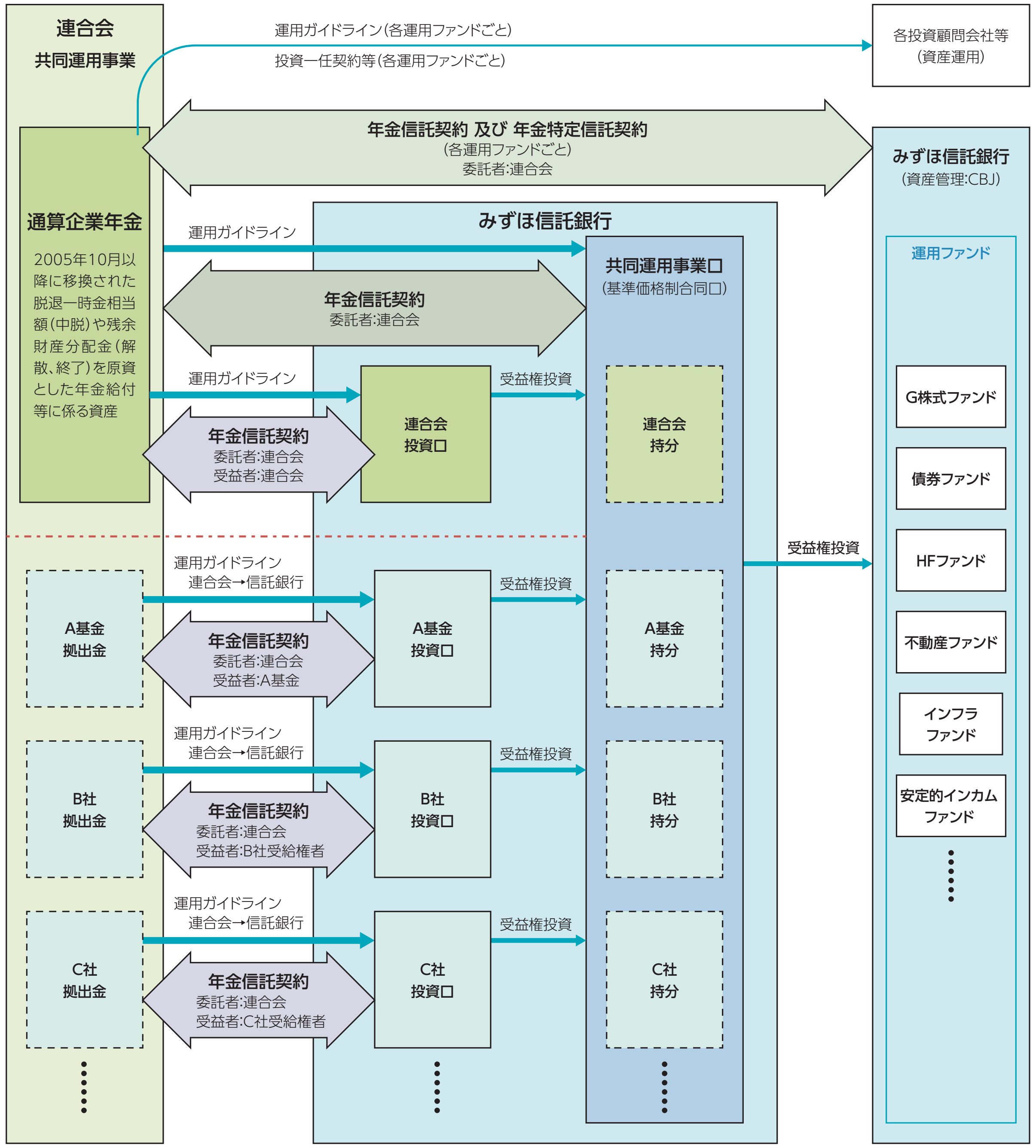
共同運用事業

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ます。

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ます。



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します。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ます。

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	4.7%

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しますが、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%））を許容範囲とします。

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しますが、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投資及び安定的インカム投資も投資対象とします。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ります。

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います。

3 運用実績

共同運用事業口における運用実績は、次のとおりです。

パフォーマンスの推移

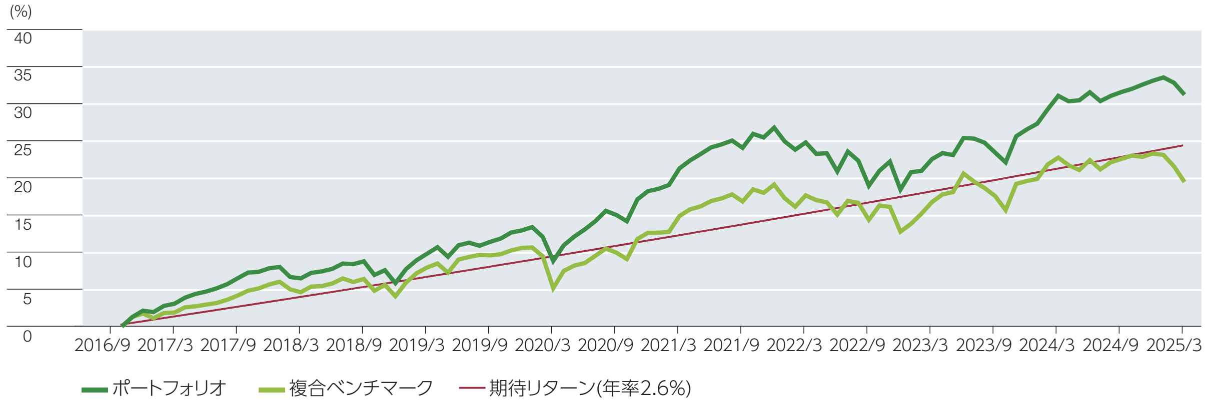
事業開始（2016年10月）以来、2025年3月末現在において平均収益率は3.27%、リスクは3.74%となっており、複合ベンチマーク（債券80%、グローバル株式20%）に対しては累積で1.13%の超過リターンとなっています。

（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
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
2023年度	0.66	-0.21	1.86	-0.07	-0.44	-1.06	-1.07	2.86	0.73	0.62	1.53	1.40	6.95
2024年度	-0.56	0.11	0.83	-0.90	0.54	0.40	0.33	0.43	0.40	0.33	-0.54	-1.21	0.11

（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）	3.27	3.74	+1.13	1.28	MSCI-ACWI20%＋ブルームバーグ日本総合80%
			+0.67	—	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

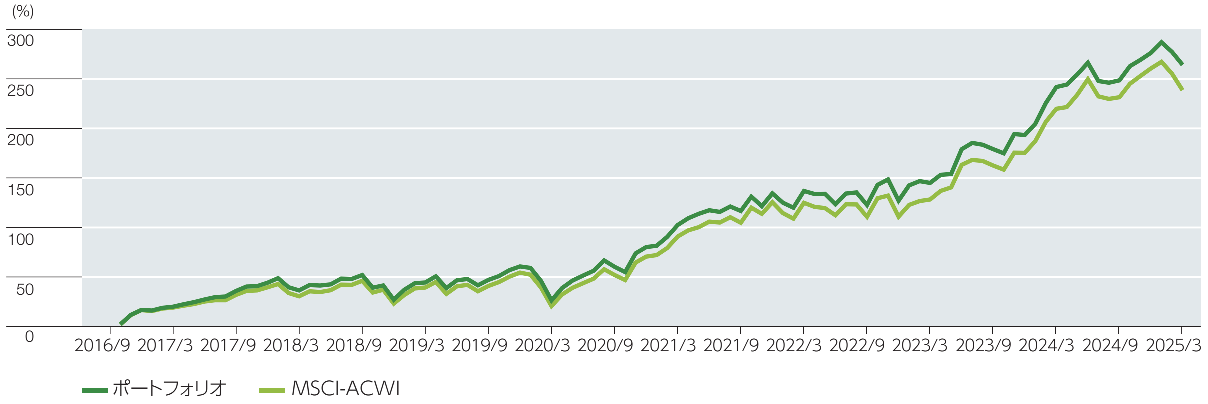
（単位：%）

	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
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
2023年度	3.33	0.35	9.84	2.29	-0.65	-1.57	-1.50	7.08	-0.36	3.86	6.88	4.97	39.52
2024年度	0.74	2.99	3.30	-5.03	-0.50	0.70	4.11	1.75	1.93	2.82	-2.50	-3.46	6.56

（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）	16.42	15.52	+0.99	1.79	MSCI-ACWI

共同運用事業



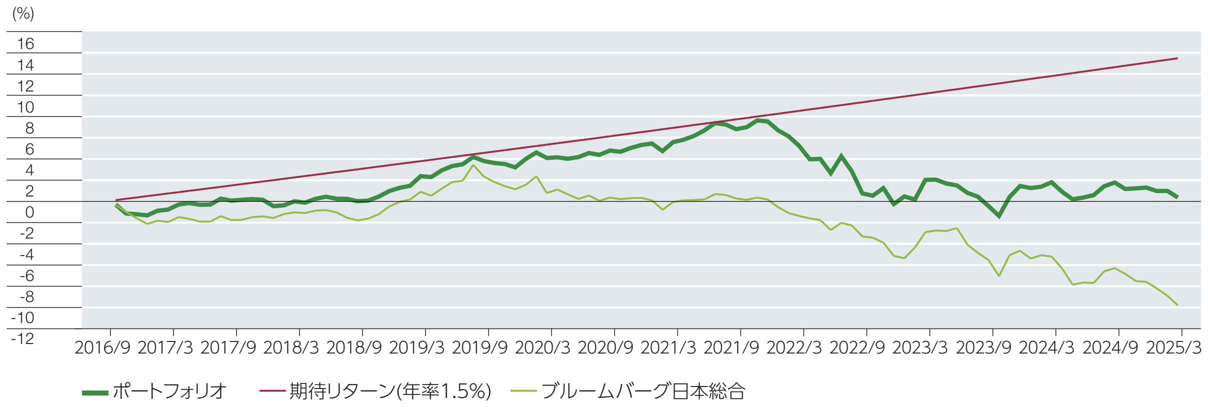
債券（債券代替投資含む）

（単位：%）

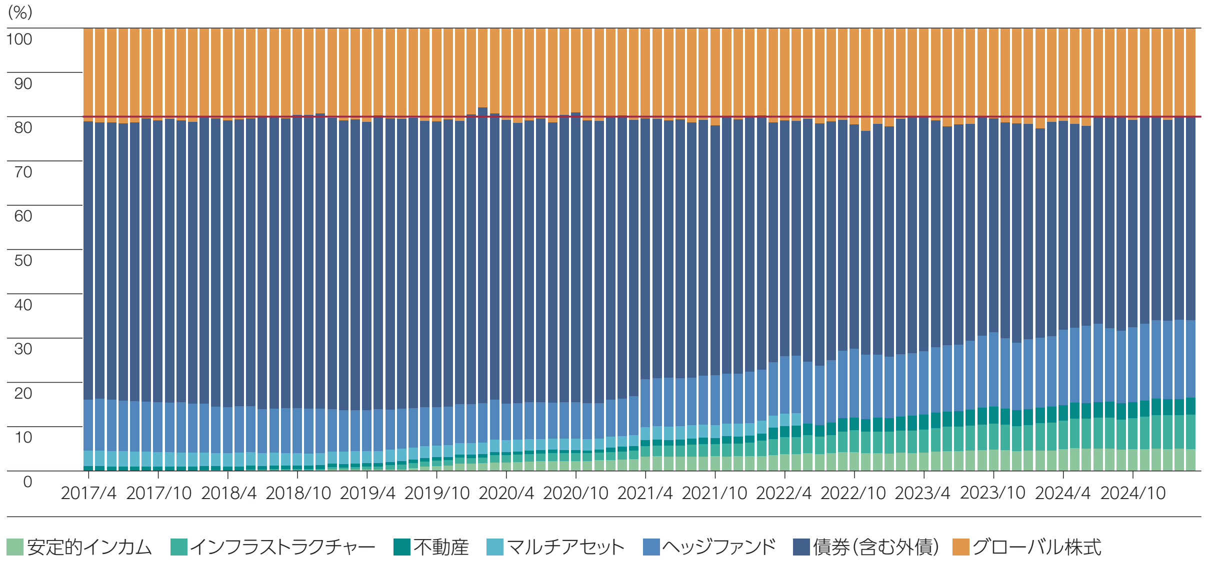
	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	1月	2月	3月	年度
2020年度	0.05	-0.12	0.14	0.37	-0.16	0.38	-0.10	0.34	0.27	0.13	-0.68	0.80	1.43
2021年度	0.22	0.34	0.50	0.64	-0.12	-0.41	0.18	0.59	-0.09	-0.79	-0.52	-0.86	-0.34
2022年度	-1.19	0.04	-1.30	1.55	-1.36	-2.03	-0.21	0.70	-1.48	0.72	-0.30	1.85	-3.03
2023年度	0.02	-0.36	-0.18	-0.69	-0.36	-0.88	-0.93	1.82	1.02	-0.19	0.13	0.41	-0.23
2024年度	-0.88	-0.70	0.16	0.23	0.83	0.35	-0.60	0.05	0.08	-0.31	0.01	-0.62	-1.41

（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）	0.04	2.15	-1.46	—	期待リターン：1.5%（運用目標）
			+1.25	1.49	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
2023	13件	203億円
2024	13件	222億円

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。