

企業年金の明日を担う

2025

2025年度(令和7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

Ⅰ 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

2025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	33
債券・為替・資金	52
プライベートエクイティ	61
ヘッジファンド	68
不動産	71
インフラ・インカム投資	73
アドミニストレーション	77
スチュワードシップ活動	83
共同運用事業	85

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

・「基金主導の資産運用をめざして」公表（運用規制緩和撤廃の契機に）

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・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(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

・PRI(責任投資原則)に署名

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

I

概要・沿革

II

運用体制

III

運用状況

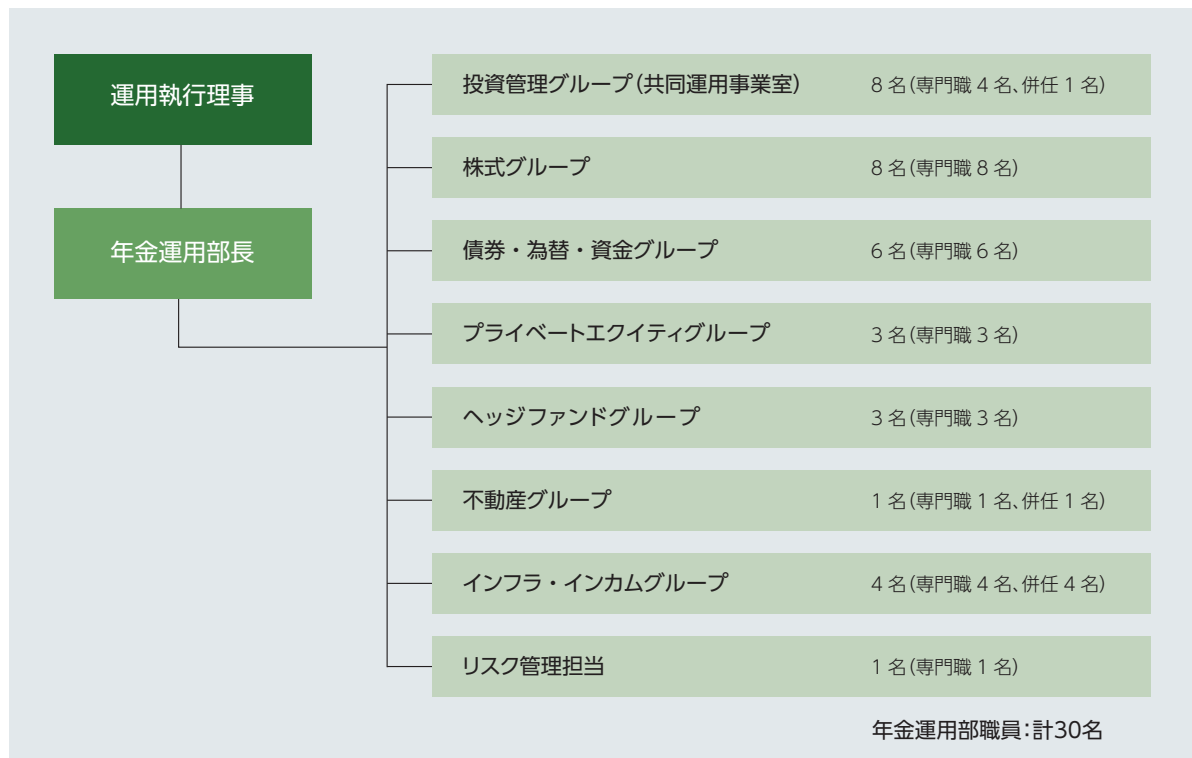
IV

各資産・グループ別の運用内容・業務内容等

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（2026年4月1日現在）



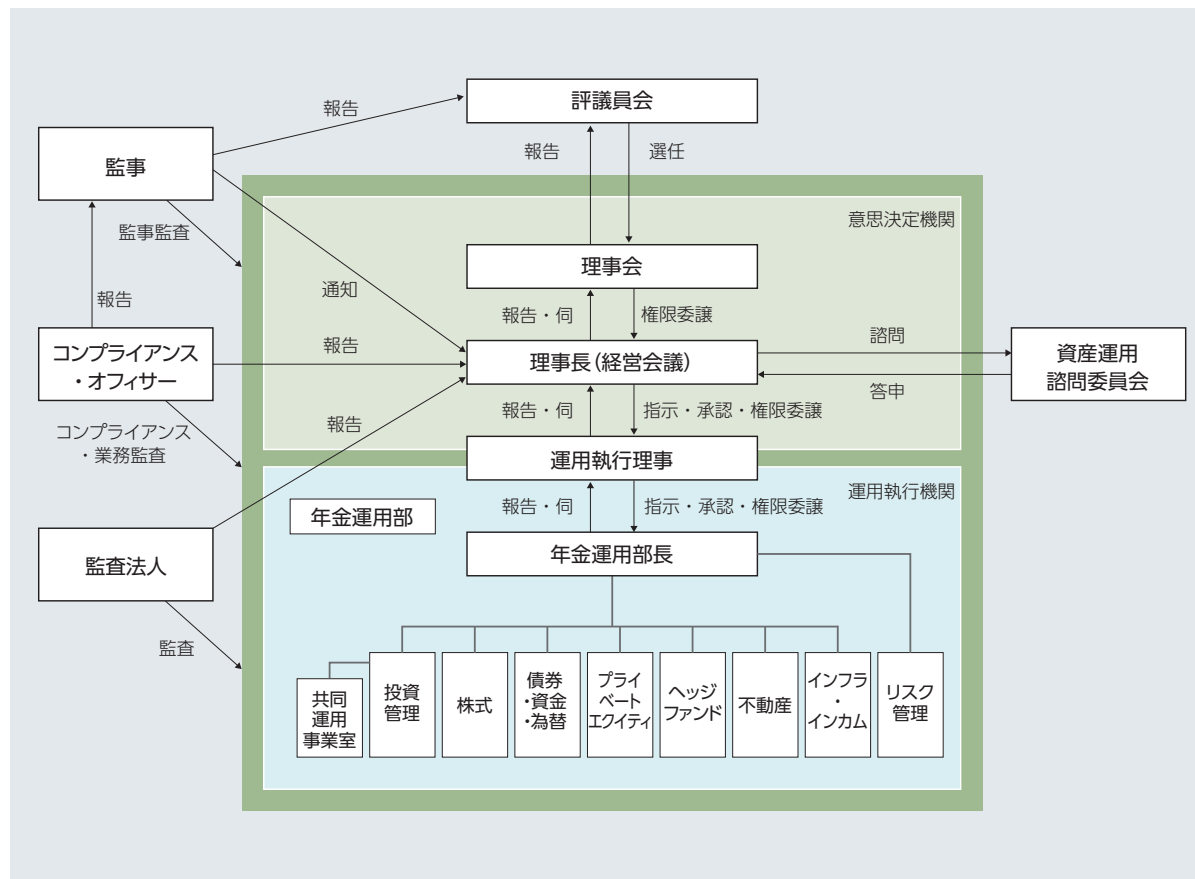
自家運用の管理運用体制（厚生労働大臣に届出をしている者）

運用執行理事	改正前厚生年金保険法第164条第3項において準用する、改正前厚生年金保険法第136条の3第1項第5号に掲げる方法による運用業務に係る運用執行理事	中村 明弘
管理運用担当者 (ファンドマネージャー)	改正前厚生年金保険法第164条第3項において準用する改正前厚生年金保険法第136条の3第1項第5号に掲げる方法による運用に係る業務の執行に係る事務を的確に遂行することができる専門的知識及び経験を有する者	国内普通債券ファンドマネージャー 外貨建債券ファンドマネージャー 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。

（2026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

2025年度の開催状況

(計5回)

- | | |
|---------------|---|
| 6月11日開催(書面審議) | ▶ 2024年度運用状況(速報)について |
| 7月14日開催 | ▶ 運用状況について
▶ 「年金資産運用の実施戦略」の変更について
▶ 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 |
| 11月18日開催 | ▶ 運用状況について
▶ 受託機関のスチュワードシップ活動について
▶ 「スチュワードシップ責任を果たすための方針」の改定
及び第三次改訂版の受入れについて
▶ プライベート・エクイティについて |
| 2月9日開催 | ▶ 運用状況について
▶ 企業年金連合会における上場株式投資について
▶ スチュワードシップ活動報告 |

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。



2025年度運用状況

2025年度は、米国を中心とした金融緩和への転換期待や、AI関連投資を背景とした企業業績の底堅さを受け、内外株式相場は上昇しました。債券相場は、日本銀行の金融政策正常化の進展を受け、日本の長期金利は大きく上昇（債券価格は下落）しました。海外金利は、米国ではインフレ沈静化と金融緩和への転換を織り込み、金利はやや低下しましたが、欧州ではインフレの粘着性を背景に、金融政策の慎重姿勢が維持され金利は概ね横ばい圏で推移しました。

このような投資環境のなか、2025年度の修正総合利回りは、基本年金等で12.44%、通算企業年金で4.58%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)	13兆2,174億円 (+8,196億円)	5,421億円 (+190億円)
合計（対前年度）	13兆7,594億円	(+8,386億円)
資産構成割合		
株式	41.9%	20.1%
国内株式	16.2%	
外国株式	25.7%	
債券	58.1%	79.9%
国内債券	36.3%	
外国債券	21.8%	
リターン（修正総合利回り）	12.44%	4.58%
リスク	7.71%	3.83%
積立水準	129.8%	116.8%

基本年金等

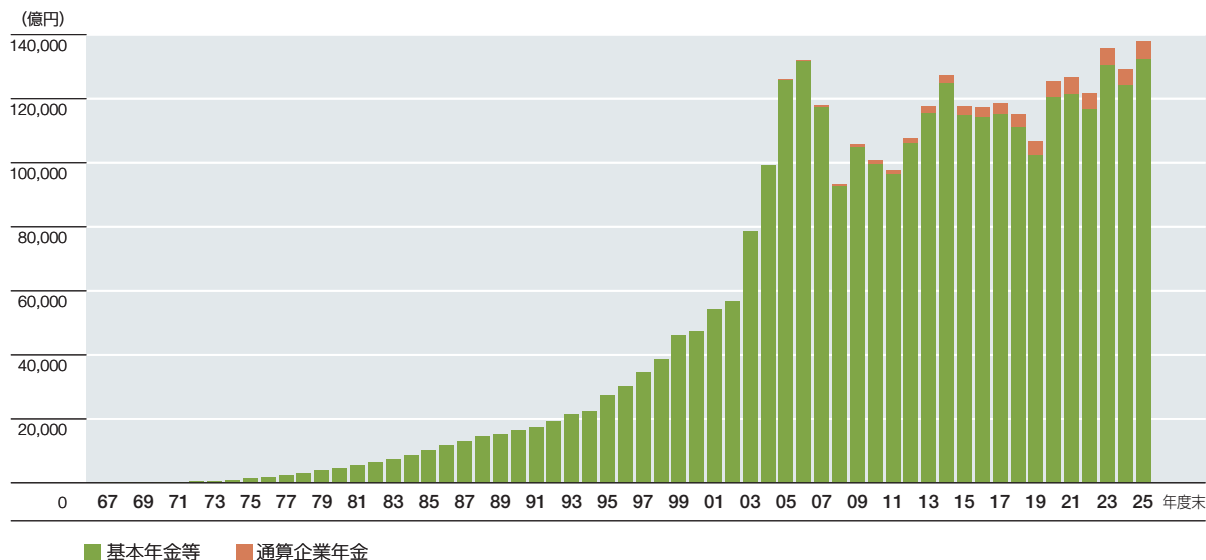
2014年3月までに厚生年金基金から移転申出された基本年金と厚生年金基金の解散により徴収した代行年金、及び2005年9月までに移換された脱退一時金相当額（中脱）や残余財産分配金（解散）に基づく年金給付等にかかる資産で、基本年金と代行年金には国に代わって厚生年金の一部を支給するための原資（代行部分）が含まれています。

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。

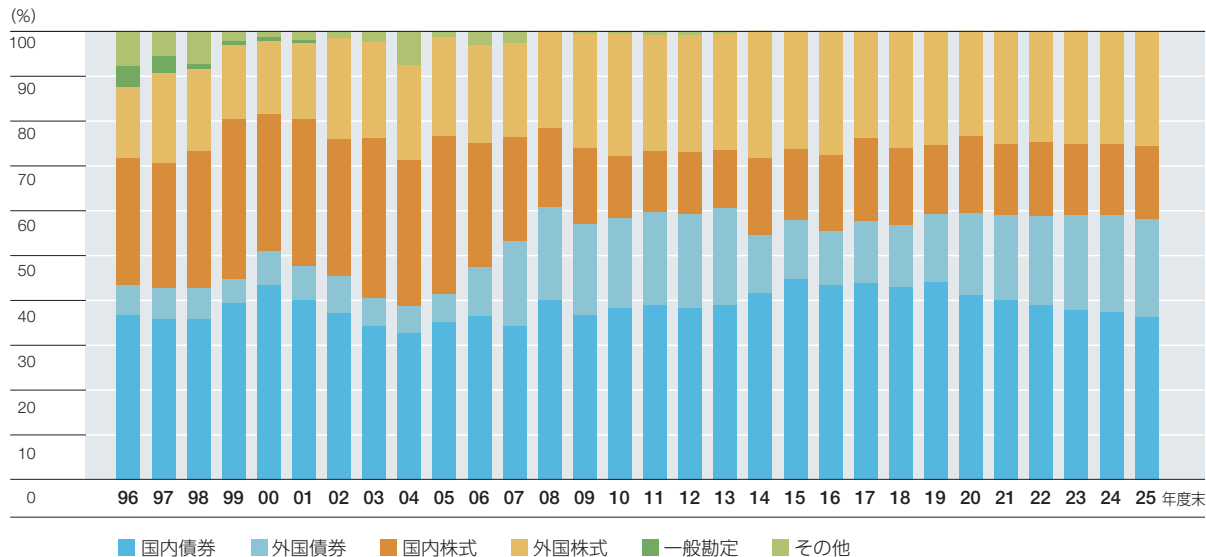
資産残高の推移

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、2025年度末では、合計13兆7,594億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。



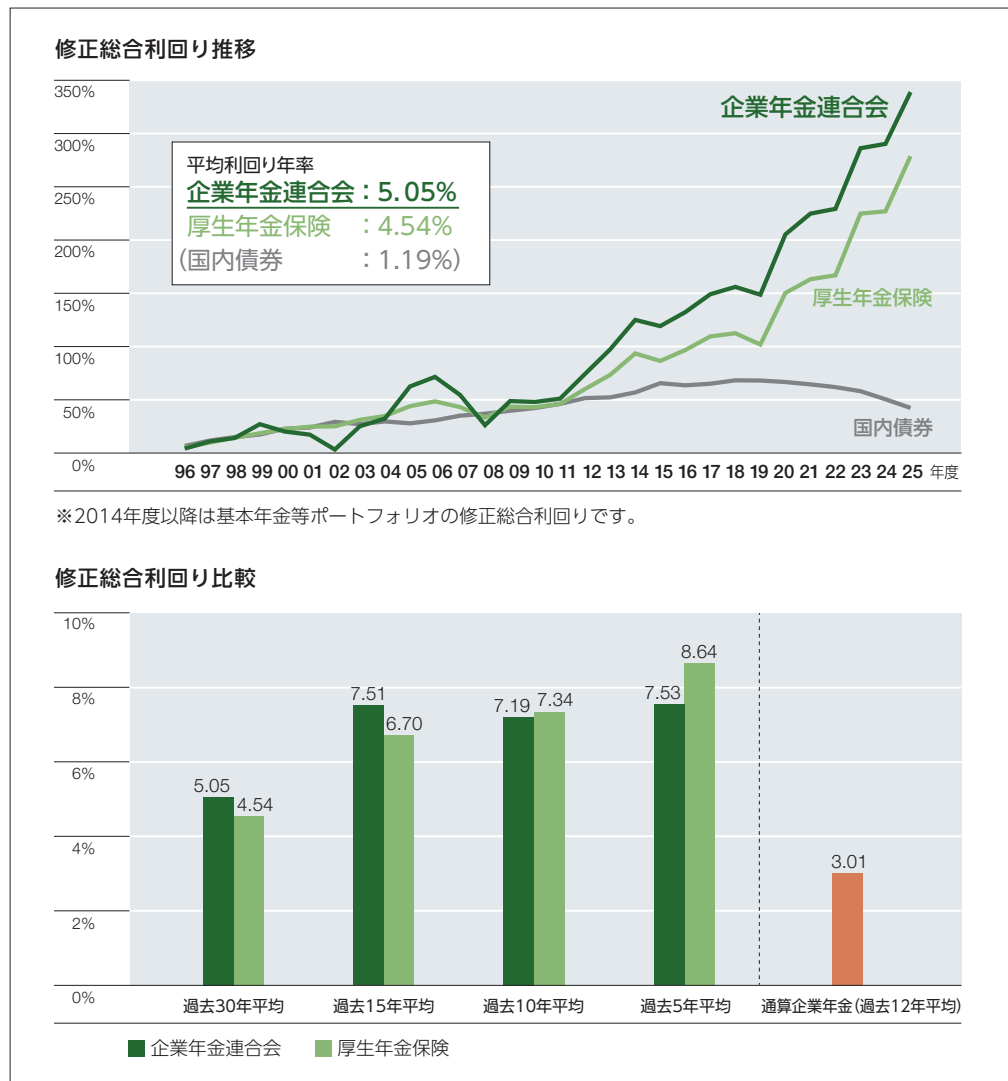
運用利回りの推移

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つて以降)の修正総合利回りは、以下のとおり推移しており、30年間の平均(年率)は5.05%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12年間の修正総合利回りは、年率で3.01%と平均予定利率の約2.0%を上回る状況となっています。



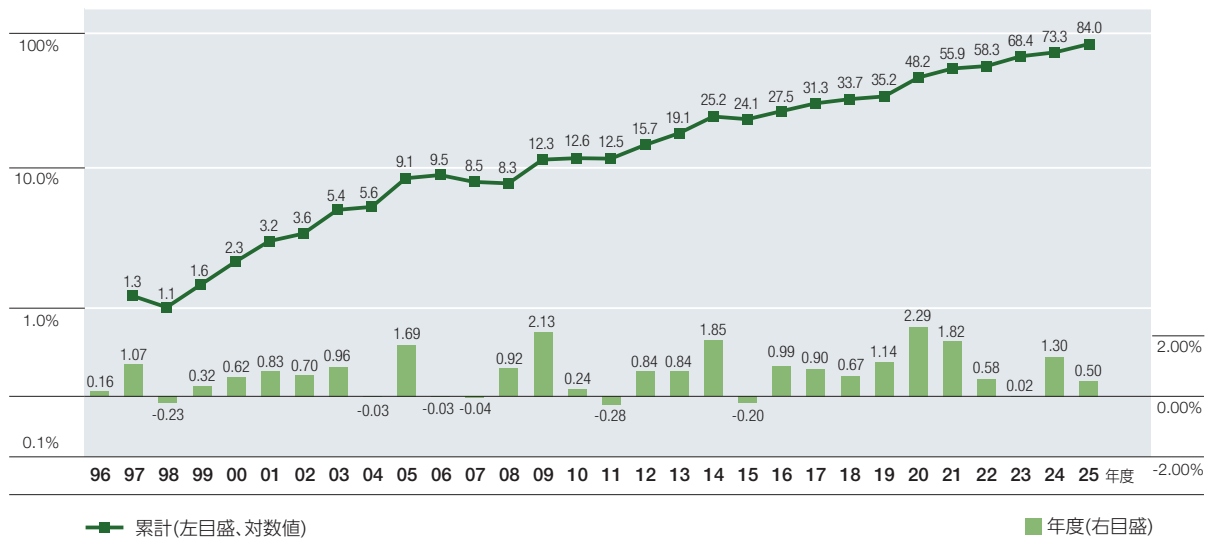
厚生年金保険の利回りを
中長期的に上回って推移

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30年間の累積で83.98%、年率0.73%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、30年間で24回(80%)と高い頻度となっています。

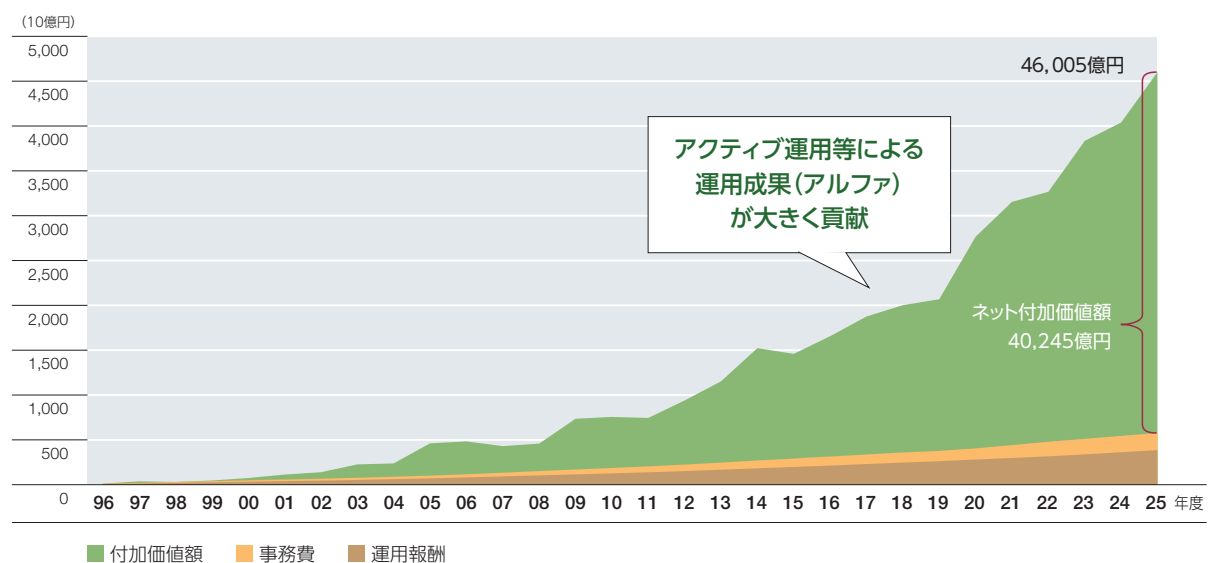
超過リターン推移



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30年間コロガシ計算した累積の付加価値額は4兆6,005億円となり、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4兆245億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



投資戰略

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。

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な十分な積立水準を安定的に維持することを目指しています。

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二次的に決定します。

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。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льфа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

13兆2,174億円
(2025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

5,421億円
(2025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%		

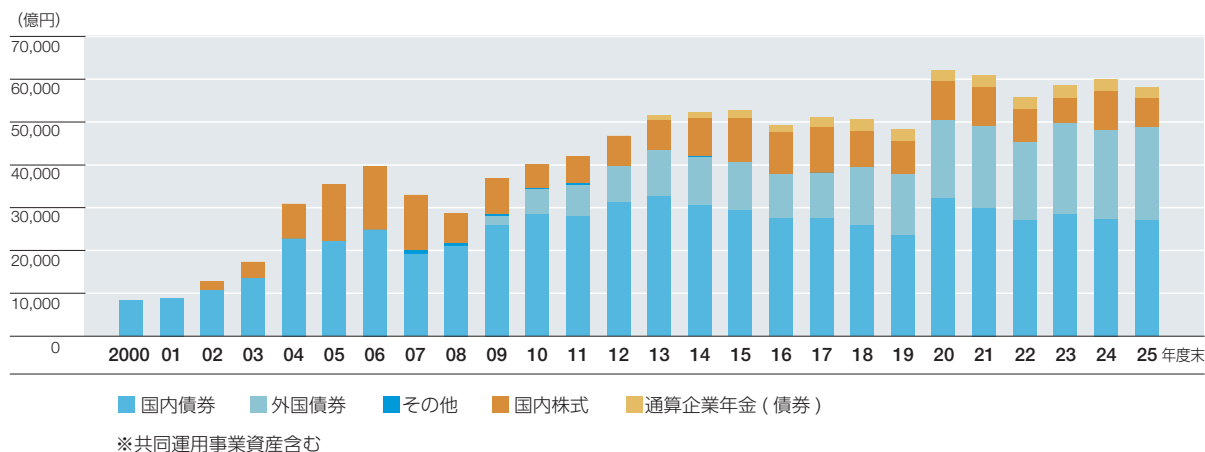
また、政策アセットミックスを効率的に管理する目的から、ポートフォリオ・オーバーレイ戦略と為替オーバーレイ戦略を採用しており、基本年金等ポートフォリオのリバランス(市場変動によるポートフォリオの政策アセットミックスからの乖離の調整)は、国内

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。

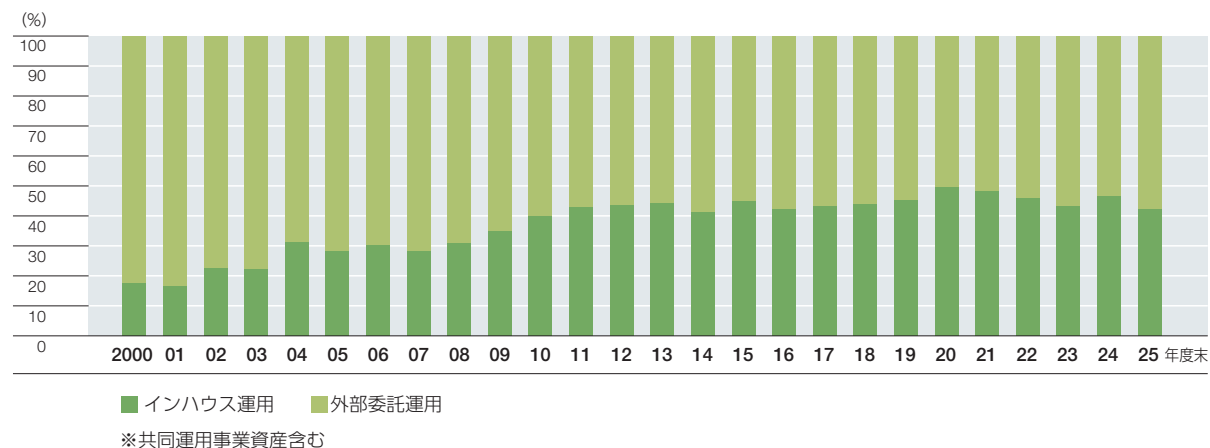
インハウス運用の位置づけ

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



連合会資産運用残高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、外部との資金の流入出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、インハウス運用のなかで行っており、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。





Plan

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。



Do

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に、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。



Check

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。



Action

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りますため、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。

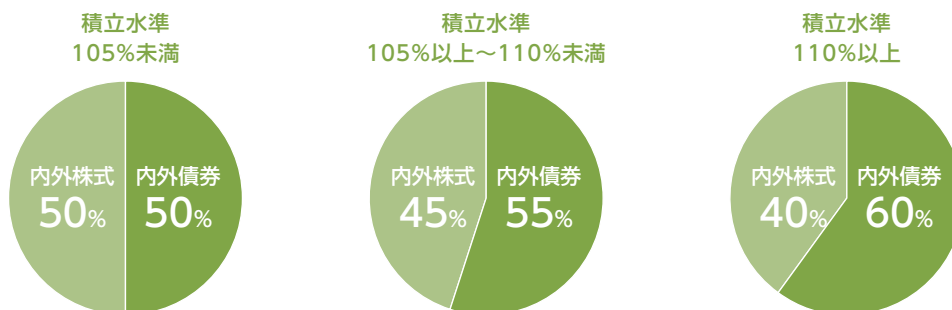
一方、加算部分(代行部分を除いた企業年金独自の上乗せ部分)は予定利率に基づき毎年度年金債務が増加していくので、予定利率(4%台)を上回るリターンが必要になります。代行部分と加算部分の債務の割合は、キャッシュフローの変化や積立水準の変動により一定ではありませんが、約4分の3が代行部分であり、基本年金等ポートフォリオの政策アセットミックスは、代行部分については債務ヘッジのため年金積立金管理運用独立行政法人(GPIF)の基本ポートフォリオ

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。

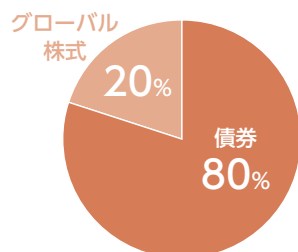
通算企業年金ポートフォリオの政策アセットミックス

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な管理は行わず、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。

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に過去データの分布を使った移動ブロック・ブートストラップ法により発生させます。

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（2026年3月末時点）

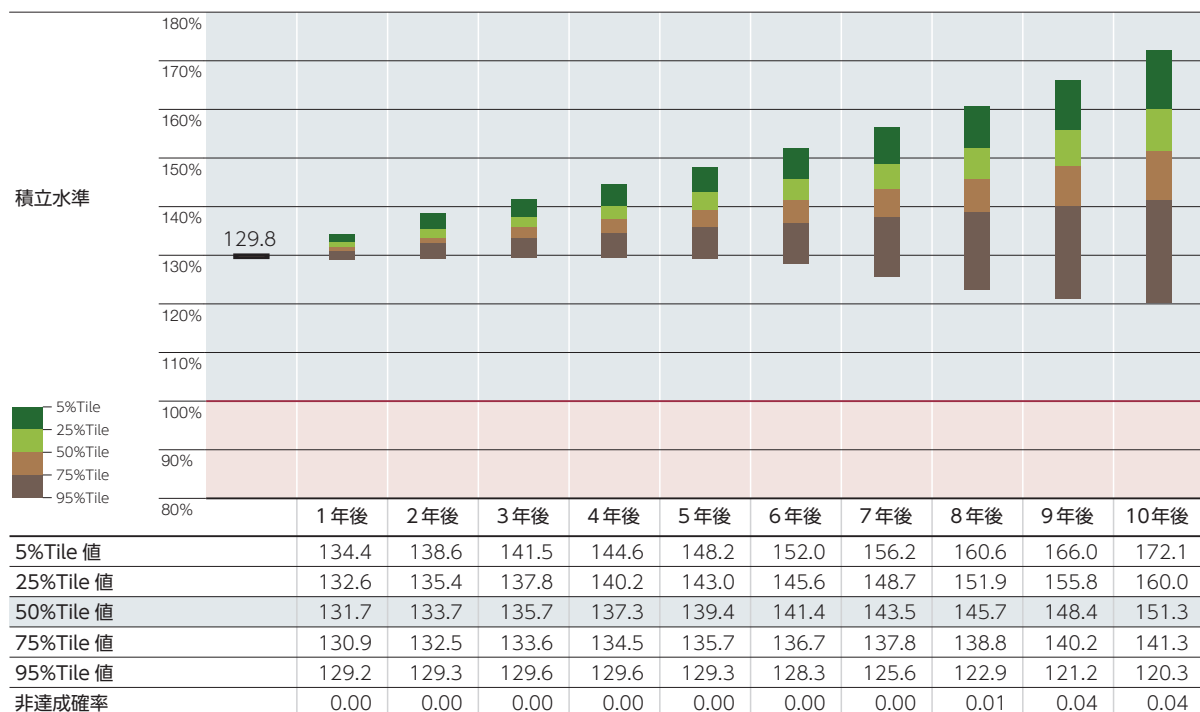
2026年3月末を基準としたALM分析とストレステストを行った結果、現状の政策アセットミックスについて見直す必要の無いことを確認しました。

連合会では、運用の基本方針において、十分な積立

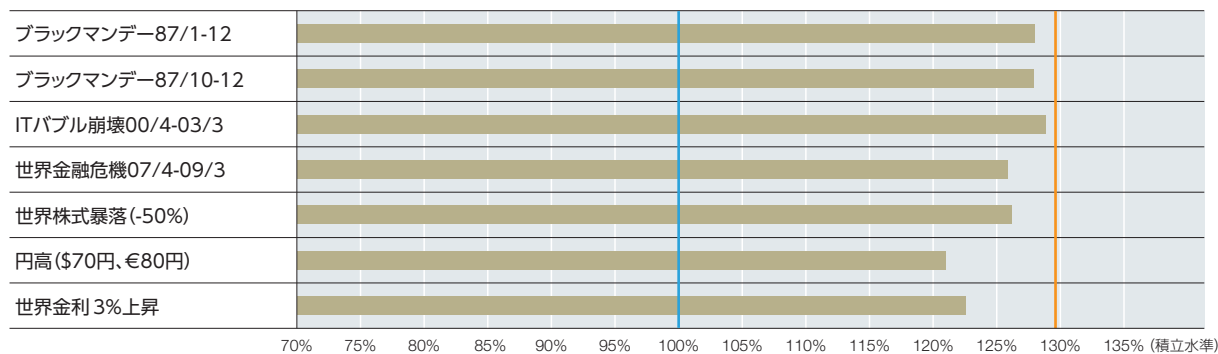
水準を安定的に維持することを目標に、積み立て不足に陥る確率を極小化させることを目指した運用を行うこととしており、ALM分析及びストレステストの結果は、その目標と整合的な結果を示しています。

基本年金等ポートフォリオ

ALM分析検証結果



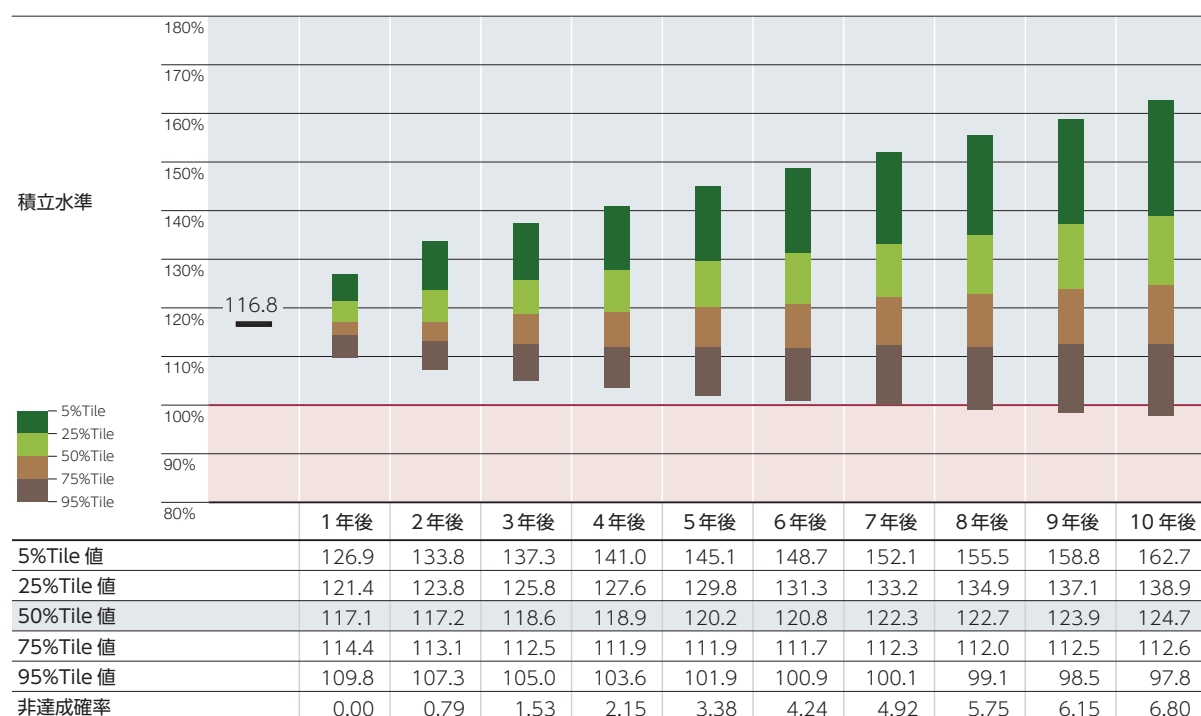
ストレステスト結果



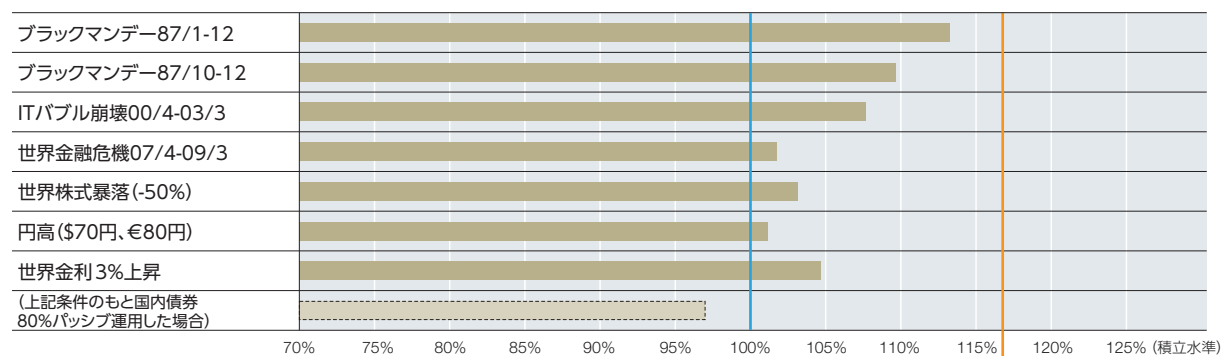
26/3 末

通算企業年金ポートフォリオ

ALM分析検証結果



ストレステスト結果



26/3 末

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。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。

2025年度のリバランス実施状況

2025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計16回、内外株式合計で約7,700億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340億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	13兆2,174億円	5,421億円
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78% 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	129.8%	116.8%
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% 9.4% 8.6%	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42%)	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45%)
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

※2026/3/31現在。

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

7 「アセットオーナー・プリンシプルに関する取組方針」とその進捗状況について

取組方針	進捗状況(2025年度)
1. 運用目的に合った運用目標及び運用方針 連合会は、専ら中途脱退者等の利益の増大を図るため運用目的を定め、経済・金融環境等を踏まえつつ、運用目的に合った運用目標及び運用方針を定め、状況変化に応じて適切に見直しを行います。 連合会は、他の国内機関投資家に先駆けて、1985年3月に「運用の基本方針」を定め、長期運用を前提に、必要な見直しを経ながら当該方針に基づき規律正しい運用を行っています。 連合会の運用の目的は、運用の基本方針において「給付が、将来にわたり確実にいえるよう、長期的に必要な年金資産の積み立てを目的として運用を行う」と定めています。 この目的を達成するため、積立状況、将来のキャッシュフロー予測、将来の各資産のリターン分布の予測から、A L M分析等に基づき、政策アセットミックスを策定し運用の基本方針に規定しています。 政策アセットミックスの策定及び管理のため、連合会年金資産全体を管理する責任者の職員として、政策アセットミックスの策定実務の経験を有し、当該策定に必要な経済、金融、証券投資の知識を有する資産管理職員を配置するなど、十分な知見の下で意思決定できる体制を整えています。 運用の基本方針及び政策アセットミックスの策定・変更は、外部の学識経験者及び連合会役職員で構成される「連合会資産運用諮問委員会」に諮問のうえ、理事会において議決します。 また、政策アセットミックスは、毎年度、検証を行い、A L M分析やストレステストなどによる積立水準の変化や前提となる諸条件の変化を踏まえ、必要に応じて見直しを行います。 * 基本方針等についての参照先 https://www.pfa.or.jp/activity/shisan/shisan05.html	■ 2025年度は、「運用の基本方針」についての見直しは行いませんでした。 ■ 2024年度末の財政状況に基づき、将来のキャッシュフロー予測及び将来の各資産のリターン分布の予測を用いてA L M分析を実施しました。また、ストレステストによる積立水準の確認を行いました。 ■ これらの結果は、経営会議、資産運用諮問委員会、理事会、評議員会に報告のうえ、現在の政策アセットミックスの継続を確認しました。 ■ なお、この結果については、「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」に掲載し公表しています。 ■ 政策アセットミックスの策定及び管理のため、連合会年金資産全体を管理する責任者の職員として、政策アセットミックスの策定実務の経験を有し、必要となる知識を有する資産管理職員を2名配置しています。（変更なし） ■ 2025年度は、外部の学識経験者4名を含む「連合会資産運用諮問委員会」を4回開催し、議題及び議事要旨をWebサイトに公表しました。
2. 運用目標・運用方針に照らして必要な人材確保などの体制整備 連合会は、運用の基本方針に定める運用目標・運用方針に照らして必要な人材確保などの体制整備を行い、その体制が適切に機能するよう取り組みます。 連合会は、1990年4月より年金資産運用に関する知識と経験を有する運用執行理事を配置（それ以前は、顧問として1985年から配置）するとともに、自家運用のファンドマネジャーとして3年以上の経験を有する職員等を配置しています。	■ 運用体制について、運用執行理事の交代はなく、2026年4月1日現在、年金運用部の職員は30名、うち26名が運用専門職で、自家運用のファンドマネジャーとして8名を配置しています。



取組方針	進捗状況(2025年度)
また、自家運用の管理運用体制に限らず、2006年に運用専門職制を導入し、外部の専門人材の採用に加え、内部職員の専門性向上に取り組んでいます。 年金資産の管理運用は、運用執行理事のもと年金運用部がその具体的な執行に当たり、執行状況について理事会が監督する体制により行われています。また、理事長は、連合会資産運用諮問委員会に、定期的に運用状況の報告を行い、運用方針等、年金資産の運用に関する重要事項について諮問のうえ助言を受け、また、内部のコンプライアンス業務監査、監事による監事監査による執行の適正性について報告を受けるなど、第三者による客観的かつ専門的な助言及びチェックに基づきガバナンス体制の強化を図っています。 運用担当責任者等のそれぞれの権限については、内部規程を定め明確化を図っています。 運用に関する専門人材の登用・育成等に関しては、上記のとおり運用専門職制を導入し、専門人材を登用しながら運用体制の強化を図っているところですが、海外の同規模の機関投資家と比べ少人数の体制であり、更に専門人材を確保しながら、人員の増強を含めた体制強化を図っていきます。併せて、優秀な専門人材の獲得及び定着を図れるよう、運用専門職の処遇を改善し競争力を高めていきます。 なお、運用受託機関の選定について、運用コンサルタント会社と契約しており、また、スチュワードシップ活動について、外部専門機関（エンゲージメントの外部委託、協働エンゲージメント・プログラムへの参加、議決権行使助言会社への業務委託）と契約を締結しています。	■ 2025年度の運用状況について、四半期ごとと理事会及び資産運用諮問委員会に報告を行いました。また、前年度の運用状況については、書面により公表前に事前に報告を行いました。 ■ 年金資産の管理運用業務に係る2025年度の監査については、月次で内部のコンプライアンス業務監査を、四半期で監事による監事監査を受監しました。 ■ 運用に関する専門人材の登用・育成等に関して、運用専門職の採用を進めていますが、優秀な専門人材の獲得競争が厳しくなっており、競争力を高めるべく必要な対応を継続していくこととしています。 ■ なお、運用受託機関の選定に係る運用コンサルタント会社との契約、及びスチュワードシップ活動に係る外部専門機関との契約を継続しています。
3. 運用方法の選択、投資先の分散等リスク管理、最適な運用委託先の選定 連合会は、受託者責任を果たしながら運用目標の実現を図るため、運用方針に基づき、運用方法の適切な選択、投資先の分散、適切なリスク管理、最適な委託先の選定を行い、定期的に委託先の見直しを行います。 連合会は、2005年にマネジャーエントリー制度を導入し、独自に情報収集するとともに、外国株式を中心に、運用コンサルタント会社からの情報提供を受けながら、運用受託機関及び運用方法について、幅広く比較検討し総合的に評価したうえで、委託先の選定及び運用方法の選択を行っています。 投資先の分散は、運用の目的を達成するために最も重要なリスク管理であり、運用対象資産の多様化、運用手法・スタイルや運用受託機関の分散など、あらゆる分散に努めています。運用対象資産の多様化については、伝統的資産や伝統的運用手法に加え、プライベート・エクイティ投資（バイアウト、ベンチャー等）、ヘッジファンド投資、不動産投	■ 2025年度は、委託先運用機関について、5件解約し5件採用しました。 ■ これらの委託先の見直しは、マネジャーエントリー制度及び委託先の運用コンサルタントからの情報を踏まえ、運用責任者、投資判断者等との面談を通じ総合的に評価した結果によるものです。

投資戦略

取組方針	進捗状況(2025年度)
資、インフラストラクチャー投資、プライベートデット等安定的インカム投資といったオルタナティブ投資への運用により、運用対象資産の多様化を図るとともに、為替オーバーレイ戦略やポートフォリオ・オーバーレイ戦略によるリスク管理及びポートフォリオ管理に取り組んでいます。年金資産の管理は、資産管理専門信託銀行との契約により、全て分別管理されています。 ポートフォリオの定量的なリスク管理は、各種リスクモデルを活用したリスクファクター、VaR、ストレステストなどを継続的に計測し、モニタリングしています。 なお、連合会は、独立した組織であり、運用受託機関との資本関係、人的関係、取引関係等に起因する利益相反は存在しません。 また、運用受託機関に支払う運用報酬は、それぞれの付加価値(期待アルファ)に応じた報酬を支払っており、一部では、成功報酬制を採用しています。 新興運用業者については、単に業歴が短いことのみで排除することなく、これまでも外国株式、プライベート・エクイティ投資、ヘッジファンド投資において採用実績を有し、ヘッジファンド投資では、エマージングマネジャープログラムへの投資実績も有ります。 委託先の運用受託機関については、日次でポートフォリオを管理し、必要に応じてミーティングを行うとともに、マネジャーエントリー制度とコンサルタント会社からの情報も含め、常に定量評価と定性評価による総合的な評価を行いながら、いつでも委託先の見直しが可能な体制を整えており、必要に応じて見直しを行っています。	■伝統的資産や伝統的運用手法に加え、アルファ源泉の多様化を目的にオルタナティブ投資への運用を継続しました。2025年度末時点で合計約3兆円投資しています。 ■各資産の特性に応じた各種モデルにより、各ポートフォリオのリスク管理を常時行いました。年金資産全体については、月次でトータルリスクの管理を行いました。 ■2025年度分の運用報酬は、243億円、うち成功報酬は67億円でした。 ■2026年3月末時点の委託先運用機関のうち、採用時点で業歴が10年未満の運用機関は9社。また、ヘッジファンド投資では設立5年以内のファンドに7ファンド投資しています。なお、プライベート・エクイティ投資では、2号ファンドまでのファンドに24ファンド投資しています。
4. 運用状況についての情報提供(「見える化」) 連合会は、中途脱退者等への説明責任を果たすため、運用状況についての情報提供(「見える化」)を行います。 運用概況については、年度末3か月後を目途に、詳しい運用状況の説明書については、年度末6か月後を目途にホームページに掲載し、一般に公表しています。 加えて、年金資産運用の基本的考え方、資産運用に関する基本方針等(年金資産運用の基本方針、年金資産運用の実施戦略、年金資産運用に関する実務ガイドライン、スチュワードシップ責任を果たすための方針、株主議決権行使基準)、資産運用諮問委員会の議事要旨、株主議決権行使結果などのスチュワードシップ活動についても、ホームページに掲載し、一般に公表しています。 * 連合会の資産運用についての参照先 https://www.pfa.or.jp/activity/shisan/	■2025年度は、6月27日に「年金資産の運用状況(概況)」を、10月8日に「年金資産運用状況説明書」をそれぞれ公表しました。 ■2025年度は、8月8日にインハウス運用における株主議決権行使結果(議案別集計開示及び個別開示)を、12月24日に委託先運用機関の株主議決権行使結果(議案別集計開示)をそれぞれ公表しました。



取組方針	進捗状況(2025年度)
5. スチュワードシップ活動 連合会は、中途脱退者等のために運用目標の実現を図るにあたり、自ら並びに委託先である運用受託機関の行動を通じてスチュワードシップ活動を実施します。 連合会は、1990年代後半から日本企業に対するコーポレート・ガバナンスの向上に向けた取組を行ってきました。1999年に運用の基本方針の中で運用受託機関に対して議決権の適正な行使を求め、2001年には、「株主議決権行使に関する実務ガイドライン」を策定のうえ、株主議決権行使に関する連合会の基本的な考え方を提示し、運用受託機関に対して、体制の整備、株主議決権行使に関する基準の策定、株主議決権行使に関する規程と行使状況の報告を求め、その内容を評価してきました。 また、2002年から国内株式で自家運用によるパッシブ運用を開始し、翌年には「株主議決権行使基準」を策定のうえ、自家運用において、投資先企業に対する株主議決権の行使を開始しました。 自家運用における投資先企業とのエンゲージメントについては、連合会自ら実施するほか、外部のエンゲージメントサービス、及び「機関投資家協働対話フォーラム」への参加による協働エンゲージメントを活用しながら、パッシブ運用の低コストのメリットを阻害することなく、効率的かつ有効的な投資先企業とのエンゲージメントを実施しています。 運用受託機関のスチュワードシップ活動については、運用の基本方針及びスチュワードシップ責任を果たすための方針において、日本版スチュワードシップ・コードに基づくスチュワードシップ活動を求め、定期的な報告とミーティングを通じて、運用受託機関との対話、評価、フィードバックを行っています。 連合会では、2014年の日本版スチュワードシップ・コードの公表を受け、「スチュワードシップ責任を果たすための方針」を策定のうえ、金融庁に同コードの受入れ表明を行い、2016年には、国連「責任投資原則」(PRI)に署名しています。 また、運用受託機関におけるスチュワードシップ活動のモニタリングについて、企業年金が協働して実施する「協働モニタリング」を目的として、「企業年金スチュワードシップ推進協議会」を設置し、運営しています。	■ 2025年度は、日本版スチュワードシップ・コード第三次改訂を受け12月1日に「企業年金連合会 スチュワードシップ責任を果たすための方針」を改訂し、金融庁に受入れの連絡を行いました。

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上向をもたらし、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（CO₂排出量の可視化、管理、削減サポートなど）
- ▶ 環境負荷の小さいリサイクル蓄電池ビジネス
- ▶ エネルギー問題のより根本的な解決につながる可能性のある技術（核融合関連など）
- ▶ 宇宙ゴミ問題の解決に取り組む企業（宇宙の環境破壊に対する対策も長期的には重要な課題）



ヘルスケア、ライフサイエンス

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

- ▶ 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30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に、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。

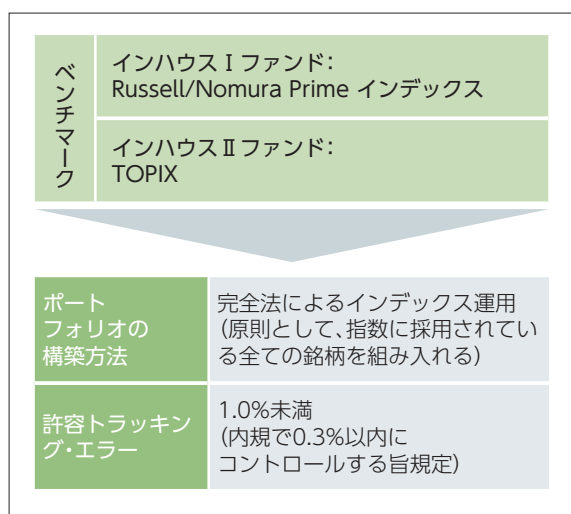
最後に、トランジション・マネジャーとしての役割では、国内株式のマネジャー・ストラクチャー変更に

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。



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8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: %)

	2021年度	2022年度	2023年度	2024年度	2025年度	過去5年
インハウス I ファンド	+1.92	+5.58	+41.18	-1.27	+35.86	+15.30
Russell/Nomura Prime	+1.88	+5.56	+41.24	-1.26	+35.89	+15.31
超過収益率	+0.05	+0.02	-0.06	-0.00	-0.03	-0.00
年度末残高(百万円)	259,989	274,467	387,447	382,486	519,584	

	2021年度	2022年度	2023年度	2024年度	2025年度	過去5年
インハウス II ファンド	+2.25	+5.79	+38.49	-0.41	+32.76	+14.65
TOPIX	+1.99	+5.81	+41.34	-1.55	+34.65	+15.12
超過収益率	+0.26	-0.03	-2.85	+1.14	-1.89	-0.47
年度末残高(百万円)	465,785	486,183	198,322	523,652	153,339	

※ 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(2026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	0.02	0.24	3.00	0.71	2.09	0.29	0.17	0.14	8.98	4.97	6.72	9.66	0.62	2.96	0.92	4.37	7.08
BM	0.08	0.52	2.51	1.51	2.13	0.64	0.27	0.15	6.17	9.05	4.26	10.55	0.94	3.56	1.18	2.03	3.12
Active	-0.06	-0.27	0.49	-0.79	-0.04	-0.35	-0.11	-0.01	2.81	-4.08	2.46	-0.90	-0.32	-0.60	-0.26	2.35	3.96
25/3末	-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

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	2.40	0.56	0.25	4.64	3.16	0.30	0.51	0.78	0.54	2.39	0.73	5.40	13.60	5.23	1.94	1.98	2.20
BM	2.89	0.33	0.14	4.71	3.96	0.60	0.56	0.72	0.73	2.33	0.42	6.31	17.23	6.23	1.96	2.21	0.00
Active	-0.49	0.22	0.10	-0.07	-0.80	-0.30	-0.05	0.06	-0.19	0.05	0.31	-0.92	-3.63	-1.00	-0.02	-0.23	2.20
25/3末	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

ポートフォリオ特性

	PFA	BM
配当利回り	2.20	2.09
P/E	15.84	16.67
P/E(今後1年)	15.31	16.17
P/E(今後2年)	14.02	14.96
P/B	1.42	1.57
ROE	11.17	11.93
EPS成長(今後3-5年)	10.06	9.75

Barraリスク特性

	PFA	BM	差
グロース	-0.09	-0.01	-0.09
バリュー	0.13	-0.01	0.14
益回り	0.12	0.00	0.11
サイズ	-0.21	0.08	-0.29
サイズ非線形	0.33	-0.06	0.39
流動性	0.08	0.05	0.03
モーメンタム	-0.19	0.03	-0.21
センチメント	0.05	-0.03	0.08
長期リパースル	0.28	-0.06	0.34
ベータ	-0.07	0.10	-0.17
レジデュアル・ボラティリティ	-0.02	-0.01	-0.01
財務レバレッジ	0.00	0.04	-0.03
海外経済感応度	-0.14	0.02	-0.16
マクロ感応度	0.01	-0.02	0.03
利益クオリティ	0.06	-0.01	0.07
インダストリー・モーメンタム	0.02	0.03	-0.02

推定リスク

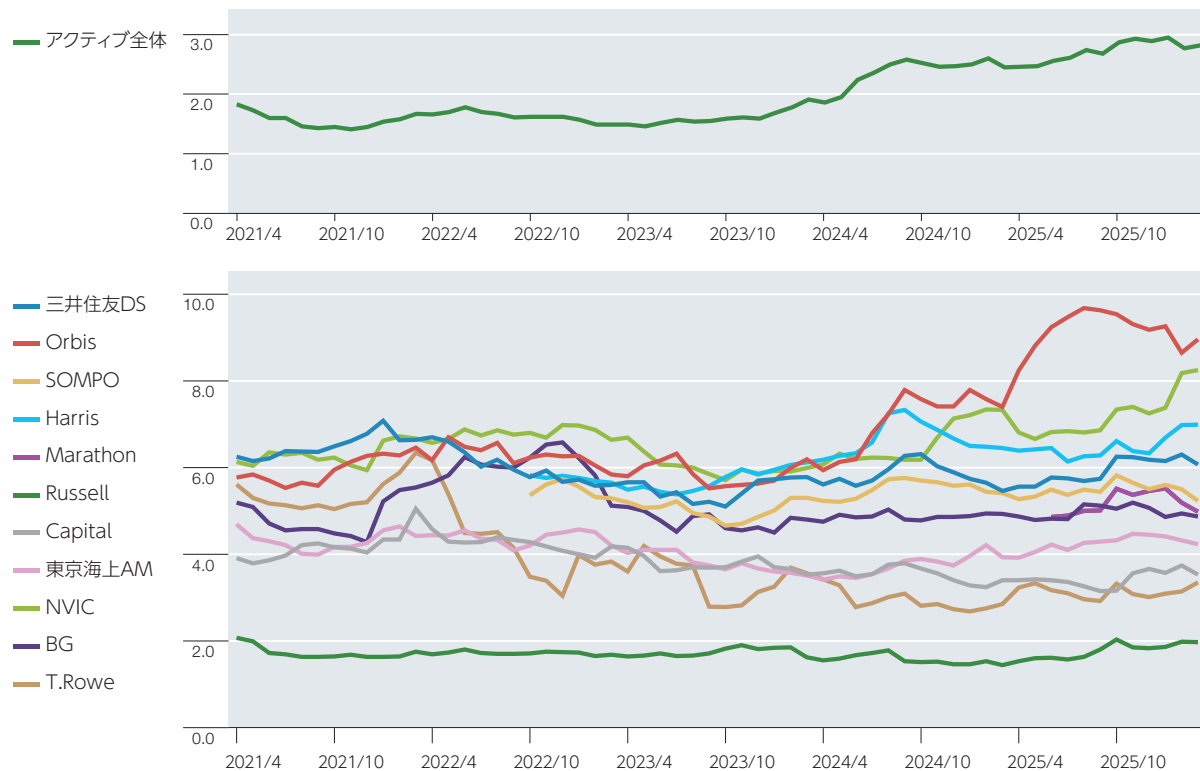
	TE	β
三井住友DS	6.07	0.96
Orbis	8.96	0.70
SOMPO	5.23	0.95
Harris	6.99	0.86
Marathon	4.98	0.92
Russell	1.97	1.02
Capital	3.53	1.03
東京海上AM	4.23	1.08
NVIC	8.25	0.81
BG	4.87	1.01
T.Rowe	3.35	1.02

<アクティブ>

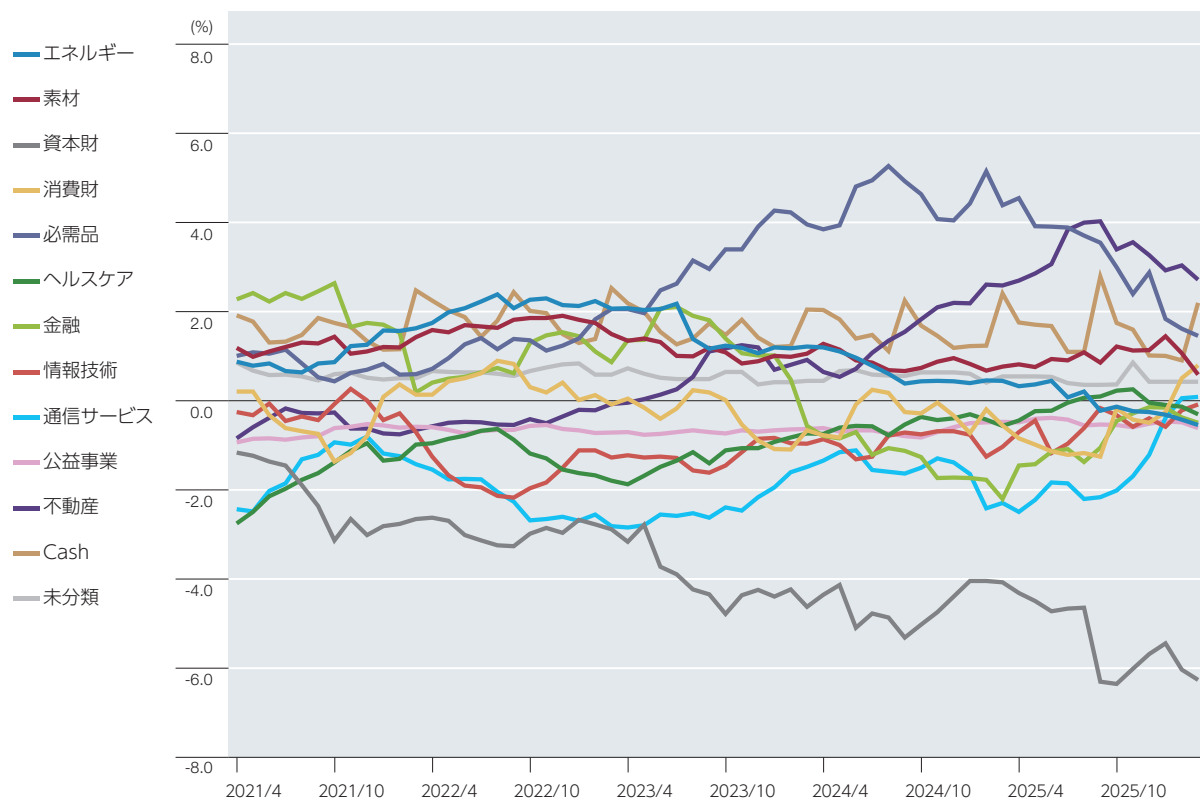
	TE	β
アクティブ全体	2.82	0.93

※ 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	5.25	55.65	18.13	1.50	12.79	2.40	4.29
BM	5.05	66.34	14.88	2.37	11.36	0.00	0.00
Active	0.20	-10.69	3.26	-0.88	1.42	2.40	4.29
25/3末	-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

BM:MSCI-ACWI

ACWI投資先:日本・北米・欧州中東・Pacific・EM

ADR、GDR(預託証券):原株式発行国で分類

未分類:分類不能証券、ETF、先物等
(先物分のキャッシュはオフセット済)

※ アロケーションファンド含む

業種配分(GICS11)

(単位: %)

	エネルギー	素材	資本財	一般 消費財	生活 必需品	ヘルス ケア	金融	情報 技術	通信	公益 事業	不動産	Cash	未分類
PFA	5.52	4.31	11.38	9.27	5.28	9.11	15.76	20.19	8.71	2.63	1.05	2.40	4.38
BM	4.65	4.03	11.28	9.39	5.42	8.89	16.88	26.41	8.44	2.85	1.77	0.00	0.00
Active	0.86	0.28	0.11	-0.13	-0.14	0.22	-1.12	-6.21	0.28	-0.21	-0.72	2.40	4.38
25/3末	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

ポートフォリオ特性

	PFA	BM
配当利回り	1.8	1.7
P/E	18.4	21.1
P/E(今後1年)	15.1	17.7
P/E(今後2年)	13.1	15.4
P/B	2.7	3.4
ROE	20.9	24.4
EPS成長(今後3-5年)	12.2	12.1

推定リスク

<Global>

	TE	β
Wellington	1.74	1.03
Russell	4.56	1.02
BG	11.16	1.24
Sanders	4.73	1.01
Jennison	9.46	1.27
Polaris	6.73	0.90
Sands	8.13	1.18
GQG	13.27	0.54
Hosking	7.14	1.03
Arrow	3.68	1.06
Orbis	7.13	1.08
Lingotto	15.50	1.33

<US>

	TE	β
Brown	4.38	0.97
Sound	5.68	1.07
Harris	5.50	1.09
Jennison	2.93	0.99
Southeastern	11.58	0.84
Donald	10.17	0.95
Arrow	3.30	1.03
GQG	14.95	0.50
Jacobs	2.89	1.02
Brandywine	4.40	0.97

<Europe>

	TE	β
Comgest	6.61	1.00
Alken	9.34	1.11

<Asia>

	TE	β
UBS	3.91	1.05
JOH	6.08	0.95

	TE	β
Coronation	9.34	0.94
Oaktree	7.79	1.06

<Active>

	TE	β
Active All	1.99	1.00

※ 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

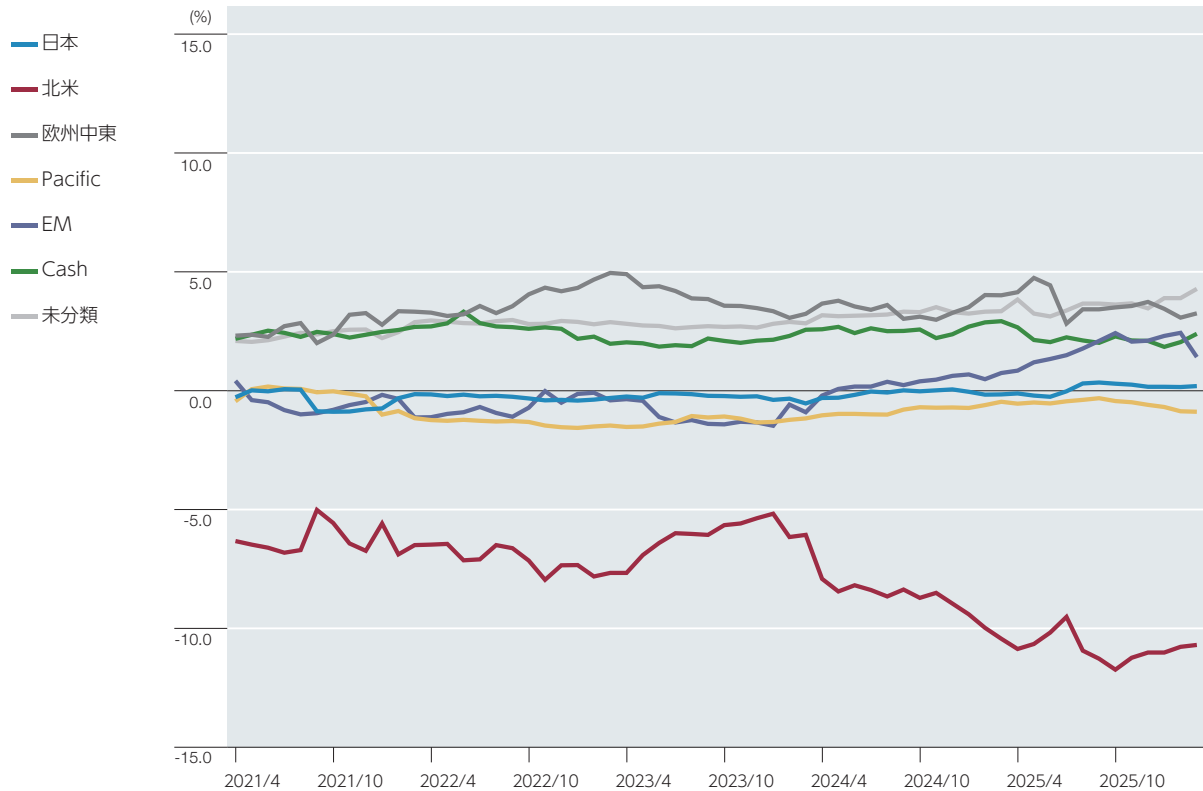
Barraリスク特性

	PFA	BM	差
Beta	0.05	0.09	-0.04
Residual Volatility	0.02	-0.09	0.11
Size	-0.02	0.27	-0.29
Mid Capitalization	-0.00	-0.07	0.07
Liquidity	0.09	-0.06	0.15
Leverage	0.07	0.00	0.06
Growth	0.04	0.04	0.00
Book-to-Price	0.08	-0.05	0.13
Dividend Yield	-0.01	-0.00	-0.01
Earnings Yield	0.12	0.01	0.11
Momentum	0.05	0.01	0.04
Earnings Variability	0.09	-0.05	0.14
Earnings Quality	0.12	-0.04	0.17
Investment Quality	0.06	0.03	0.03
Long-Term Reversal	0.03	-0.09	0.11
Profitability	-0.01	0.05	-0.06
Industries	1.01	1.05	-0.04
Countries	0.84	0.87	-0.03
Currencies	1.00	1.00	0.00
Market	0.94	1.00	-0.06

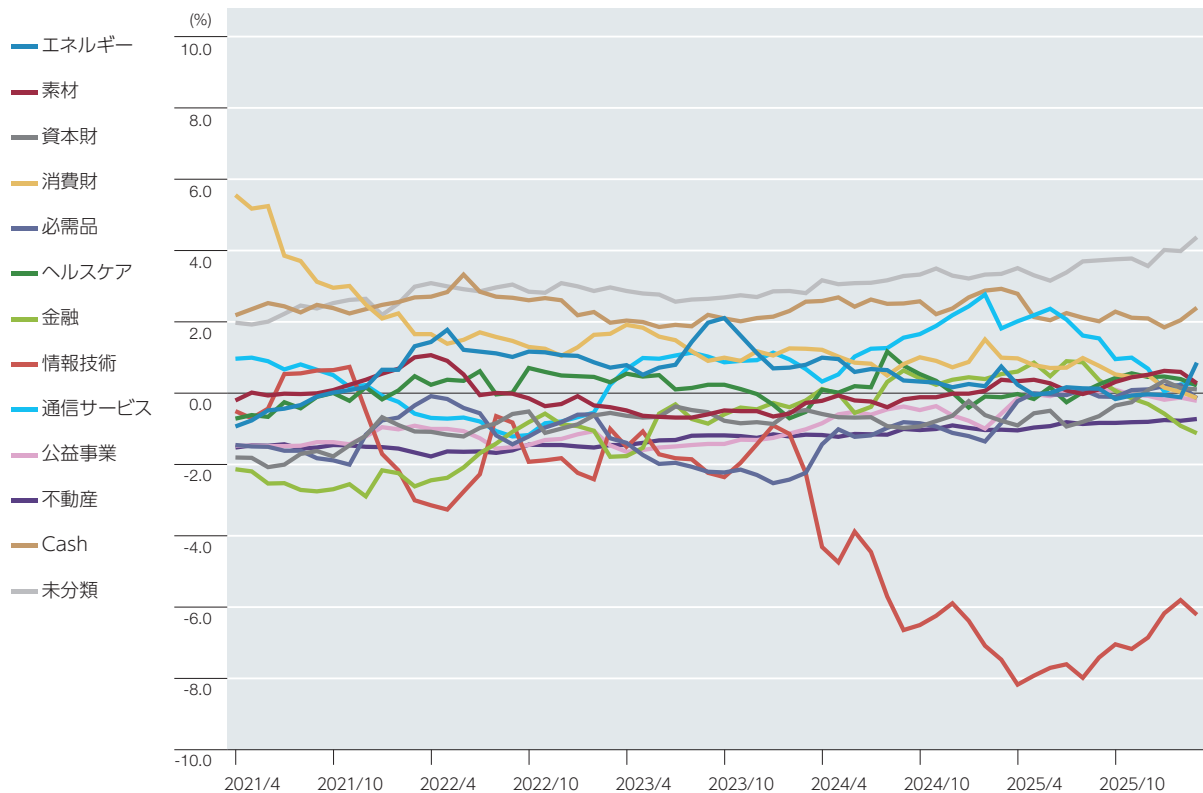
株式

基本年金等

地域配分推移

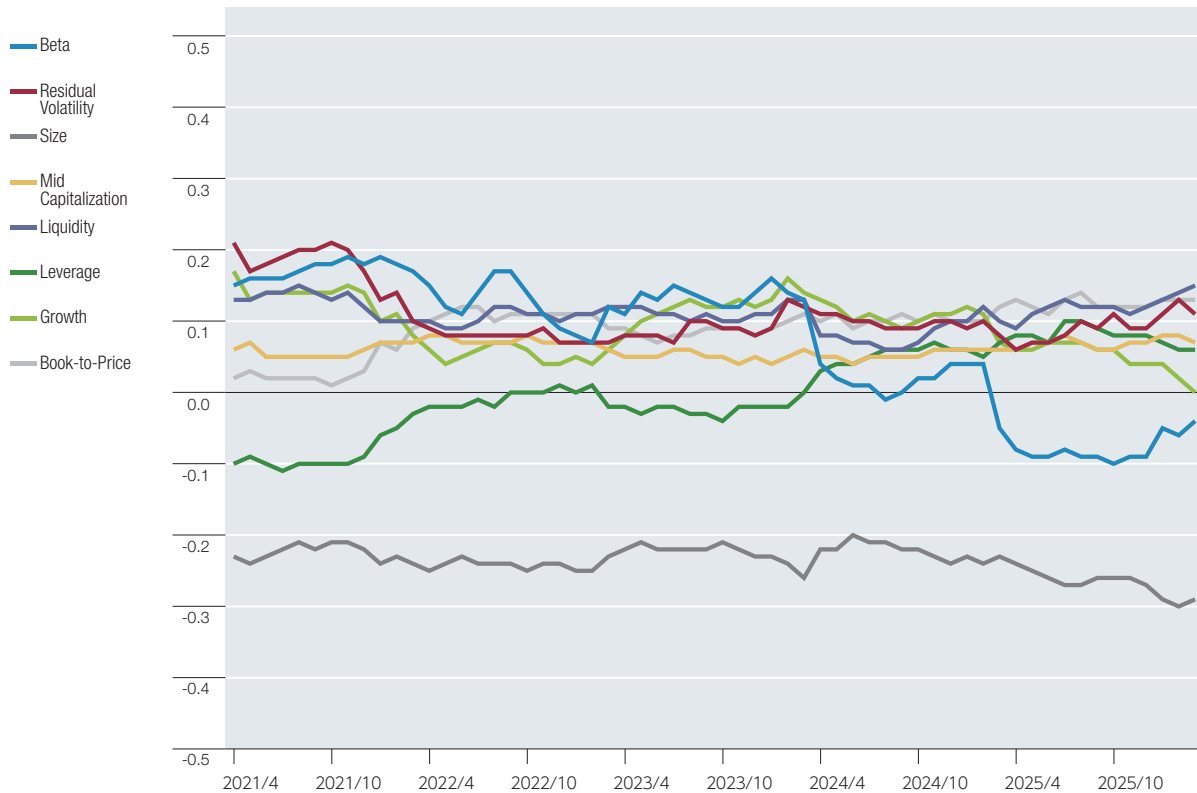


業種配分推移

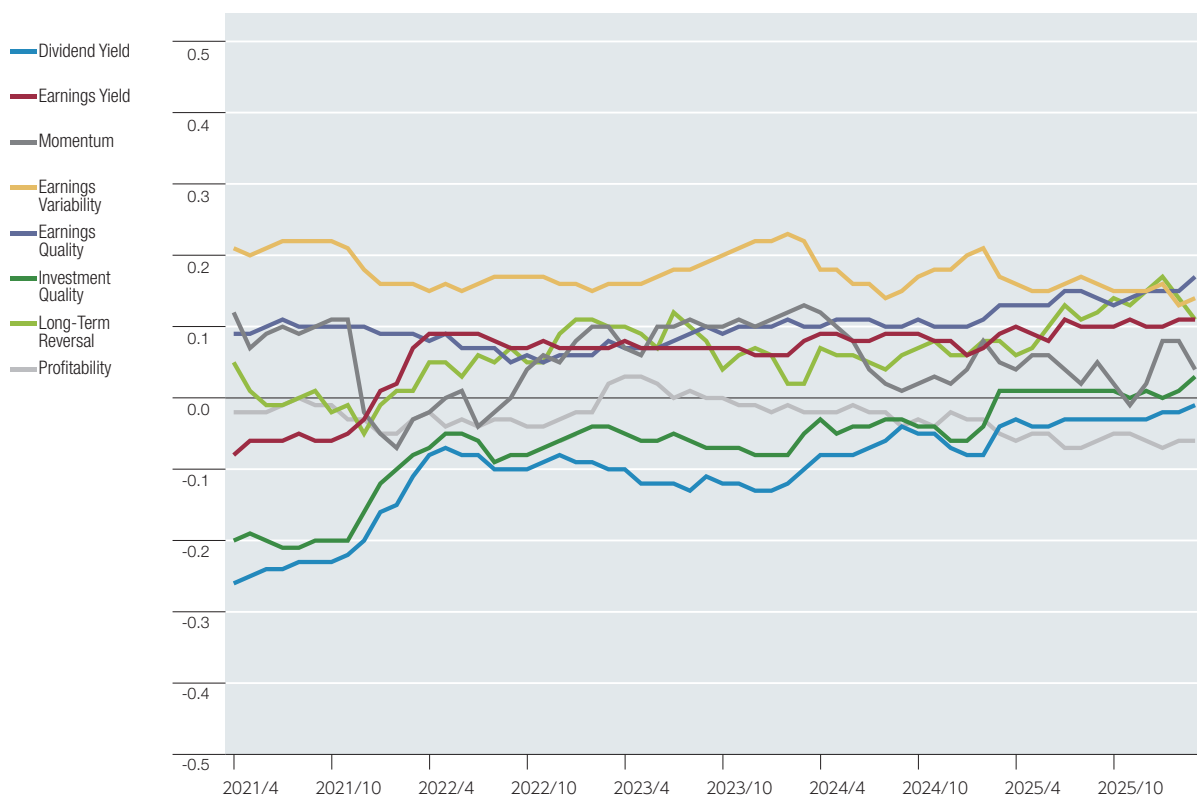




リスクエクスポージャー推移①



リスクエクスポージャー推移②



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

<参考 外国株式ポートフォリオ全体(パッシブ運用含む)の状況>

地域配分

(単位:%)

	日本	北米	欧州 中東	Pacific	EM	Cash	未分類
PFA	5.12	56.90	17.13	1.65	12.26	1.85	5.09
BM	5.05	66.34	14.88	2.37	11.36	0.00	0.00
Active	0.07	-9.44	2.25	-0.72	0.90	1.85	5.09
25/3末	-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

BM:MSCI-ACWI

ACWI投資先:日本・北米・欧州中東・Pacific・EM

ADR、GDR(預託証券):原株式発行国で分類

未分類:分類不能証券、ETF、先物等
(先物分のキャッシュはオフセット済)

※ アロケーションファンド含む

業種配分(GICS11)

(単位:%)

	エネルギー	素材	資本財	一般 消費財	生活 必需品	ヘルス ケア	金融	情報 技術	通信	公益 事業	不動産	Cash	未分類
PFA	5.24	4.17	11.16	9.13	5.22	8.91	15.72	21.11	8.51	2.63	1.18	1.85	5.16
BM	4.65	4.03	11.28	9.39	5.42	8.89	16.88	26.41	8.44	2.85	1.77	0.00	0.00
Active	0.59	0.14	-0.12	-0.26	-0.20	0.02	-1.16	-5.29	0.07	-0.22	-0.59	1.85	5.16
25/3末	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

ポートフォリオ特性

	PFA	BM
配当利回り	1.8	1.7
P/E	18.9	21.1
P/E(今後1年)	15.6	17.7
P/E(今後2年)	13.6	15.4
P/B	2.8	3.4
ROE	21.7	24.4
EPS成長(今後3-5年)	12.2	12.1

Barraリスク特性

	PFA	BM	差
Beta	0.06	0.09	-0.03
Residual Volatility	-0.00	-0.09	0.09
Size	0.04	0.27	-0.23
Mid Capitalization	-0.02	-0.07	0.06
Liquidity	0.06	-0.06	0.12
Leverage	0.05	0.00	0.05
Growth	0.04	0.04	0.00
Book-to-Price	0.05	-0.05	0.11
Dividend Yield	-0.01	-0.00	-0.01
Earnings Yield	0.10	0.01	0.09
Momentum	0.04	0.01	0.03
Earnings Variability	0.06	-0.05	0.11
Earnings Quality	0.09	-0.04	0.13
Investment Quality	0.05	0.03	0.02
Long-Term Reversal	0.00	-0.09	0.09
Profitability	0.00	0.05	-0.05
Industries	1.00	1.05	-0.05
Countries	0.83	0.87	-0.04
Currencies	1.00	1.00	0.00
Market	0.93	1.00	-0.07

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
				2021	2022	2023	2024	2025		
日本	三井住友DS	TOPIX	2,573	+1.68	+8.41	+10.73	+3.88	+10.93	+8.06	+6.70
	Orbis	TOPIX	2,815	+3.36	+6.03	+10.41	+4.88	-8.44	+2.27	+3.33
	SOMPO AM	TOPIX	646		+4.27	-0.70	+1.16	+3.21	+1.25	
	Harris	TOPIX	452		-2.73	-7.21	+8.67	-16.79	-4.09	
	Marathon	TOPIX	389					+1.61		
	Russell	TOPIX	3,229	-0.40	+0.75	-5.37	+4.03	+2.20	+0.72	+0.48
	Capital	TOPIX	656	-2.64	+2.07	-11.18	-2.53	-7.64	-6.67	-3.93
	東京海上AM	TOPIX	1,343	+0.72	-4.22	-4.68	-4.16	+1.60	-2.64	-2.25
	NVIC	TOPIX	379	-3.46	-0.95	-13.77	-13.49	-20.36	-15.88	-10.06
	Baillie Gifford	TOPIX	330	-10.62	-8.83	-14.25	-4.23	-13.35	-10.03	-9.94
	T.Rowe	TOPIX	296	-15.56	-5.67	-18.13	+5.52	-2.70	-4.16	-7.21
	合計	カスタム ベンチマーク	13,108	-1.80	+1.69	-3.25	+1.90	-1.22	-0.54	-0.35
(参考)	アクティブ パッシブ合計	TOPIX	19,837	-1.03	+0.74	-2.55	+1.28	-0.80	-0.46	-0.33

- ※ 再委託・助言による運用商品については運用再委託先・助言運用機関の名称を記載
- ※ 運用期間1年超の収益率については年率換算済み
- ※ 2025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

2025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1.22%下回りました。

国内株式市場は、底堅い企業業績に加え、米国の関税政策への懸念が和らいだことや高市内閣の誕生、生成AI関連の需要拡大への期待を追い風に、TOPIXが2月には史上最高値を更新するなか、年度では34.6%上昇しました。

市場が大きく上昇するなか、利益成長を重視するマネジャーが苦戦したほか、割安な企業への投資を行うマネジャーの間でも業種配分によって明暗が分かれる形となりました。

過去3年間の超過リターンはベンチマークを0.54%(年率換算後)下回り、過去5年間では0.35%(年率換算後)下回りました。

なお、当年度中は1社の新規採用を実施しました。

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
				2021	2022	2023	2024	2025		
グローバル	Wellington	MSCI ACWI	1,384	-0.06	-0.18	+1.75	-1.02	+1.79	+0.69	+0.34
	Russell	MSCI ACWI	3,574	-1.59	+1.54	-0.29	+1.29	+3.10	+1.41	+0.84
	Baillie Gifford	MSCI ACWI	150	-27.06	-11.27	+4.52	+1.24	-15.91	-3.65	-10.53
	Sanders	MSCI ACWI	1,789	+0.32	+6.95	+5.04	+1.84	+8.17	+4.82	+4.41
	Jennison	MSCI ACWI	725	-9.60	-7.03	+17.31	-12.73	-16.01	-5.86	-6.91
	Polaris	MSCI ACWI	504	-6.78	+3.18	-4.58	-2.84	+11.52	+1.08	-0.06
	Sands	MSCI ACWI	298	-17.73	-11.49	+4.42	-8.61	-20.64	-9.13	-11.49
	GQG	MSCI ACWI	1,113	+14.61	-1.04	+27.90	-4.55	-12.30	+1.51	+3.41
	Hosking	MSCI ACWI	430	-4.73	-1.33	+2.36	-4.73	+20.76	+5.12	+1.60
	Arrowstreet	MSCI ACWI	1,013	+0.62	+7.59	+8.12	+5.22	+3.41	+5.51	+5.01
	Orbis	MSCI ACWI	440					+15.29		
	Lingotto	MSCI ACWI	267					-0.03		
	グローバル計	カスタム ベンチマーク	11,688	-5.57	-0.31	+4.23	-1.13	+0.88	+1.07	-0.60
米国	Brown Advisory	Russell1000	567	-4.94	+1.63	+10.30	+0.96	-12.85	-1.32	-1.34
	Sound Shore	Russell1000V	479	+0.20	-0.98	+20.56	-2.96	+1.93	+5.26	+2.84
	Harris	Russell1000V	828	+0.99	+3.66	+18.36	-0.83	-4.25	+3.41	+3.00
	Jennison	Russell1000G	364	-11.65	-5.79	+9.13	-3.47	-6.84	-1.39	-4.53
	Southeastern	S&P500	122	-11.76	-4.29	-10.94	-8.42	-10.42	-9.88	-8.96
	Donald Smith	Russell2000V	291	+25.13	+29.63	+33.65	+7.76	+26.84	+20.97	+23.83
	Arrowstreet	Russell3000	646	+7.61	+5.36	+5.42	+1.16	+3.71	+3.22	+4.58
	GQG	Russell1000	337	+13.44	-1.57	+24.32	-2.91	-12.41	+0.86	+2.60
	Jacobs Levy	Russell3000	448	+6.74	+4.13	+6.23	-1.36	-5.52	-0.68	+1.86
	Brandywine	Russell1000V	343				-2.93	+3.09		
	米国計	カスタム ベンチマーク	4,425	+0.29	+2.40	+13.10	-0.95	-3.52	+2.06	+1.80
欧州	Comgest	MSCI Europe	268	+4.49	+0.66	+7.70	-17.98	-28.47	-14.42	-7.67
	Alken	MSCI Europe	276	+24.32	+3.50	-0.85	+19.92	+16.21	+12.05	+12.60
	欧州計	カスタム ベンチマーク	544	+2.35	-3.13	+3.06	-6.00	-11.92	-5.25	-3.28

(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
				2021	2022	2023	2024	2025		
アジア	UBS	MSCI AC Asia exJ	196	-1.70	-4.61	+2.70	-4.09	+5.75	+1.05	-0.87
	JOHambro	MSCI AC Asia exJ	123	+0.76	+5.10	+0.30	-1.92	-16.25	-5.59	-1.84
	アジア計	カスタムベンチマーク	320	-0.77	-1.28	+1.82	-3.20	-3.50	-1.61	-1.35
エマージング	Coronation	MSCI Emerging	126	-23.98	+9.41	+0.60	-3.53	-19.71	-7.22	-8.04
	Oaktree	MSCI Emerging	199			+0.73	-0.70	+6.48		
	エマージング計	カスタムベンチマーク	325	-3.70	+2.40	+1.61	-1.94	-4.96	-1.70	-1.25
	合計	カスタムベンチマーク	17,302	-3.71	+0.28	+6.27	-1.40	-0.86	+0.98	-0.13
(参考)	アクティブパッシブ合計	MSCI ACWI	23,519	-3.51	+0.39	+3.69	-1.07	-0.67	+0.44	-0.37

※ 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

※ 2025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

2025年度の外国株式アクティブマネジャーのリターンは、ベンチマークを0.86%下回りました。

グローバル株式市場は、AI関連銘柄が上昇をけん引したことに加え、円安の進展もあり、円建てで27%以上と大きく上昇しました。地域では、新興国が相対的に堅調であり、韓国や台湾といった国のほか、昨年度不調だったブラジルなどが上昇しました。

このような環境下、グローバル運用は、割安な企業への投資を行うマネジャーを中心にプラスの超過収益を獲得したものの、地域特化運用は、全ての地域で超過収益がマイナスとなりました。

この結果、過去3年間の超過リターンは、ベンチマークを0.98% (年率換算後) 上回ったものの、過去5年では0.13% (年率換算後) 下回りました。

なお、当年度中は1社の解約と2社の新規採用を実施しました。

株式

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(2026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	2.02	40.20	28.90	1.31	20.20	2.63	4.75
BM	5.05	66.34	14.88	2.37	11.36	0.00	0.00
Active	-3.02	-26.14	14.02	-1.06	8.83	2.63	4.75
25/3末	-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

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	4.84	5.73	16.39	8.49	4.33	6.67	14.58	19.47	9.23	1.91	1.00	2.63	4.72
BM	4.65	4.03	11.28	9.39	5.42	8.89	16.88	26.41	8.44	2.85	1.77	0.00	0.00
Active	0.19	1.70	5.12	-0.91	-1.09	-2.22	-2.30	-6.93	0.80	-0.94	-0.77	2.63	4.72
25/3末	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

ポートフォリオ特性

	PFA	BM
配当利回り	1.8	1.7
P/E	18.5	21.1
P/E(今後1年)	14.8	17.7
P/E(今後2年)	12.7	15.4
P/B	2.7	3.4
ROE	20.1	24.4
EPS成長(今後3-5年)	12.6	12.1

Barraリスク特性

	PFA	BM	差
Beta	0.07	0.09	-0.02
Residual Volatility	0.09	-0.09	0.18
Size	-0.06	0.27	-0.33
Mid Capitalization	0.07	-0.07	0.14
Liquidity	0.16	-0.06	0.22
Leverage	0.02	0.00	0.01
Growth	0.16	0.04	0.12
Book-to-Price	-0.02	-0.05	0.03
Dividend Yield	-0.11	-0.00	-0.11
Earnings Yield	0.04	0.01	0.03
Momentum	0.11	0.01	0.10
Earnings Variability	0.10	-0.05	0.14
Earnings Quality	0.16	-0.04	0.20
Investment Quality	-0.13	0.03	-0.16
Long-Term Reversal	-0.01	-0.09	0.07
Profitability	-0.00	0.05	-0.06
Industries	0.97	1.05	-0.08
Countries	0.85	0.87	-0.01
Currencies	1.00	1.00	0.00
Market	0.93	1.00	-0.07

推定リスク

<Global>

	TE	β
Russell	4.13	1.02

<Active>

	TE	β
通算Active	4.13	1.02

※ 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

<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	2.59	45.13	26.20	1.50	18.49	2.17	3.91
BM	5.05	66.34	14.88	2.37	11.36	0.00	0.00
Active	-2.45	-21.21	11.33	-0.87	7.13	2.17	3.91
25/3末	-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

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	4.80	5.41	15.41	8.65	4.53	7.08	15.01	20.76	9.07	2.08	1.14	2.17	3.89
BM	4.65	4.03	11.28	9.39	5.42	8.89	16.88	26.41	8.44	2.85	1.77	0.00	0.00
Active	0.15	1.38	4.13	-0.74	-0.89	-1.81	-1.87	-5.64	0.64	-0.76	-0.63	2.17	3.89
25/3末	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

ポートフォリオ特性

	PFA	BM
配当利回り	1.8	1.7
P/E	19.0	21.1
P/E(今後1年)	15.3	17.7
P/E(今後2年)	13.1	15.4
P/B	2.8	3.4
ROE	21.0	24.4
EPS成長(今後3-5年)	12.5	12.1

Barraリスク特性

	PFA	BM	差
Beta	0.08	0.09	-0.01
Residual Volatility	0.06	-0.09	0.14
Size	0.00	0.27	-0.27
Mid Capitalization	0.04	-0.07	0.12
Liquidity	0.12	-0.06	0.18
Leverage	0.02	0.00	0.01
Growth	0.13	0.04	0.10
Book-to-Price	-0.03	-0.05	0.03
Dividend Yield	-0.09	-0.00	-0.09
Earnings Yield	0.03	0.01	0.02
Momentum	0.09	0.01	0.08
Earnings Variability	0.07	-0.05	0.12
Earnings Quality	0.12	-0.04	0.16
Investment Quality	-0.10	0.03	-0.13
Long-Term Reversal	-0.03	-0.09	0.06
Profitability	0.01	0.05	-0.05
Industries	0.99	1.05	-0.07
Countries	0.86	0.87	-0.01
Currencies	1.00	1.00	0.00
Market	0.94	1.00	-0.06

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

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					過去3年	過去5年
				2021	2022	2023	2024	2025		
	Russell	MSCI ACWI	920	-0.62	+2.63	-0.69	+0.41	-0.93	-0.34	+0.28
	アクティブ計	MSCI ACWI	920	-0.62	+2.63	-0.69	+0.41	-0.93	-0.34	+0.28
(参考)	アクティブ パッシブ合計	MSCI ACWI	1,137	-0.87	+1.94	-0.59	+0.58	-1.67	-0.49	-0.01

※ 運用期間1年超の収益率については年率換算済み

※ 2025年度末時点で運用を継続中の委託先を記載

2025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0.93%下回りました。

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8マネジャーのうち、5マネジャーが超過収益を獲得したものの、苦戦したファンドの

マイナスが大きかったため、全体としてはベンチマークを下回りました。

過去3年間の超過リターンはベンチマークを0.34%(年率換算後)下回り、過去5年間では0.28%(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てきました。

収益率の追求

運用体制が概ね現在の形となった2000～2025年度までの26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、安定的な超過収益率(年率平均19bps)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、2016～2025年度の超過収益率は年率平均52bps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

- ▶ インハウスファンドで、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、インハウスファンドを活用することで、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。

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

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
2025年	クレジット特化型ファンドのベンチマークを金利スワップから内外クレジット市場ベンチマーク に変更
2026年	給付専用ファンド及び通算企業年金のベンチマークをブルームバーグ日本総合に、債券Ⅲのベンチ マークをFTSE日本国債に変更

運用規模

1990年4月より運用開始。

2026年3月末現在 約5兆1,230億円

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

▶債券Ⅰ

- ・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。
- ・ベンチマークを意識しつつ、中長期的な視点に立ち、リスク・リターンバランスを踏まえた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・種別構成等を調整することで、ベンチマークに対する超過収益率の獲得を目指します。

▶債券Ⅱ

- ・2025年度までは主に超低金利環境への対応としてカスタムベンチマークを採用していましたが、2026年度から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を行っています。
- ・一方で、給付専用ファンドとして、年金給付やリバランス等に伴うキャッシュフローの受け皿としての役割を担います。
- ・債券ポートフォリオ全体のバランサーとして、デュレーションや通貨ポジションなどのエクスポージャー調整も行っています。

▶債券Ⅲ

- ・2025年度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していましたが、2026年度からはFTSE日本国債インデックスをベンチマークとするアクティブ運用を行っています。
- ・日本国債のイールドカーブポジションを主要な超過収益率の源泉としつつ、外国債券や外国為替のエクスポージャーも活用し、より高い超過収益率の獲得を目指しています。

▶通算企業年金

- ・2025年度までは主に超低金利環境への対応としてカスタムベンチマークを採用していましたが、2026年度から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を行っています。
- ・投資対象は、円債ベンチマークの構成銘柄に囚われず、グローバル債券としています。厳格なリスク管理のもと、多様な投資対象を活用することで、超過収益率の向上を図っています。

債券・為替・資金

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収益率を目指します。

▶クレジット特化型運用

- ・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。
- ・Bloomberg Global Aggregate Corporate Indexの通貨別サブ指数(円30%、米ドル50%、ユーロ20%)を組み合わせたベンチマーク(為替ヘッジなし・円ベース)に対して超過収益率の獲得を目指します。

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、36年にわたる運用実績を有しています。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19bp(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(10年間)の平均超過収益率がプラス52bp(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
	2021	2022	2023	2024	2025			
インハウス債券Ⅰ	-1.02	-1.67	-1.83	-4.62	-5.55	-4.01	-2.95	-1.31
ベンチマーク	-1.32	-1.54	-2.37	-4.84	-5.35	-4.19	-3.10	-1.50
超過収益率	0.31	-0.13	0.54	0.22	-0.20	0.18	0.14	0.19

※ 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
	2021	2022	2023	2024	2025			
インハウス債券Ⅱ	-0.86	-1.45	-1.64	-5.14	-7.29	-4.72	-3.31	-1.43
ベンチマーク	-0.69	-1.25	-2.33	-5.35	-6.13	-4.62	-3.17	-1.35
超過収益率	-0.17	-0.20	0.68	0.21	-1.15	-0.10	-0.13	-0.07

※ 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、2025年度までの過去10年の年率平均で0.19%、過去5年が0.14%、過去3年が0.18%と、プラスの超過収益率を獲得しています。
- ・過去10年の年率平均では、カスタムベンチマーク

に対して▲0.07%の超過収益率となっています。なお、インハウス債券Ⅱは外部キャッシュフローの受け皿であるとともに、債券ポートフォリオ全体のエクスポージャーを調整する役割も担っているため、必ずしも個別ポートフォリオとしての超過収益率を追求する位置づけではありません。

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
	2021	2022	2023	2024	2025			
インハウスグローバル債券統合	1.17	0.07	14.51	0.54	11.17	8.57	5.32	3.79
ベンチマーク	1.34	-0.82	12.76	0.88	10.38	7.88	4.76	3.27
超過収益率	-0.16	0.89	1.75	-0.34	0.79	0.69	0.56	0.52

※ 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
	2021	2022	2023	2024	2025		
インハウスクレジット特化型	0.97	-0.41	9.55	-0.20	8.98	6.01	3.68
ベンチマーク	-0.39	-0.06	6.95	-0.05	9.97	5.54	3.20
超過収益率	1.36	-0.35	2.60	-0.15	-0.99	0.48	0.49

※ 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10年の年率平均で0.52%、過去5年で0.56%、過去3年の年率平均で0.69%の超過収益を獲得しています。

- ・クレジット特化型運用は、グローバル投資適格事業債中心に投資を行っています。従来、ベンチマークを円・米ドル・ユーロの金利スワップとしていましたが、2025年6月から、本格的なクレジットの運用を行うため、Bloomberg Global Aggregate Corporate Indexの通貨別サブ指数(円30%、米ドル50%、ユーロ20%)を組み合わせたベンチマーク(為替ヘッジなし・円ベース)を採用しました。ベンチマーク変更後(2025年6月から2026年3月)の超過収益率は、▲0.02%(年率化前)となっています。

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、基本年金等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、基本年金等及び通算企業年金の債券ポートフォリオの目標トラッキング・エラーについては、100bps程度としています。

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
	2021	2022	2023	2024	2025			
内外債券ポートフォリオ	0.00	-1.10	5.72	-2.01	2.00	1.85	0.88	1.17
ベンチマーク	-0.16	-1.11	3.53	-2.49	0.59	0.51	0.05	0.42
超過収益率	0.16	0.01	2.19	0.48	1.41	1.34	0.83	0.74

※ 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	ハンガリーフォリント	その他
ポートフォリオ	58.14	21.99	12.02	3.34	2.35	0.51	0.42	1.23
ベンチマーク	65.00	16.08	10.08	4.33	1.93	0.30	0.00	2.27
Active	-6.86	5.90	1.94	-0.98	0.20	0.20	0.42	-1.04

国別構成比

(単位: %)

	日本	アメリカ	フランス	中国	イギリス	スペイン	イタリア	その他
ポートフォリオ	61.19	14.98	3.79	2.17	1.83	1.44	1.28	13.32
ベンチマーク	64.73	16.18	2.55	4.33	1.95	1.50	2.26	6.50
Active	-3.55	-1.20	1.25	-2.16	-0.10	-0.44	-1.26	6.82

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	56.99	19.07	5.76	3.17	0.64	14.18	0.19
ベンチマーク	97.29	0.88	1.83	0.00	0.00	0.00	0.00
Active	-40.30	18.20	3.92	3.17	0.64	14.18	0.19

※ 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	1.92	4.91	0.70	7.78
ベンチマーク	0.37	2.38	3.21	1.39	7.35

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

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	4.76	1.37	0.94	0.19	0.52	7.78
ベンチマーク	5.18	0.91	0.70	0.16	0.40	7.35

スプレッドデュレーション

(単位:年)

ポートフォリオ	1.73
ベンチマーク	0.70

1年所有期間利回り

(単位:%)

ポートフォリオ	3.94
ベンチマーク	3.23

リスク(標準偏差)

(単位:%)

ポートフォリオ	3.77
ベンチマーク	3.14

推定リスク

(単位:%)

推定トラッキングエラー	0.77
-------------	------



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	過去10年
	2021	2022	2023	2024	2025			
内外債券(通算企業年金)	-2.06	-5.66	-1.42	-4.50	-4.58	-3.51	-3.66	-1.48

※ 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	コロンビア ペソ	ハンガリー フォリント	インド ルピー	英ポンド	その他
ポートフォリオ	98.14	4.86	1.59	1.06	1.01	0.98	0.85	-8.49

国別構成比

(単位: %)

	日本	アメリカ	カナダ	フランス	オースト ラリア	イギリス	オランダ	その他
ポートフォリオ	72.26	10.94	3.43	2.32	1.91	1.66	1.54	5.96

種別構成比

(単位: %)

	国債	事業債	政府機関 債等	現金等	その他
ポートフォリオ	69.64	23.29	3.19	3.48	0.39

※ 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	0.18	1.25	6.15	0.95	8.53

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	7.30	0.19	0.39	0.29	0.35	8.53

スプレッドデュレーション

(単位: 年)

ポートフォリオ	0.81
---------	------

1年所有期間利回り

(単位: %)

ポートフォリオ	3.77
---------	------

リスク(標準偏差)

(単位: %)

ポートフォリオ	2.66
---------	------

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

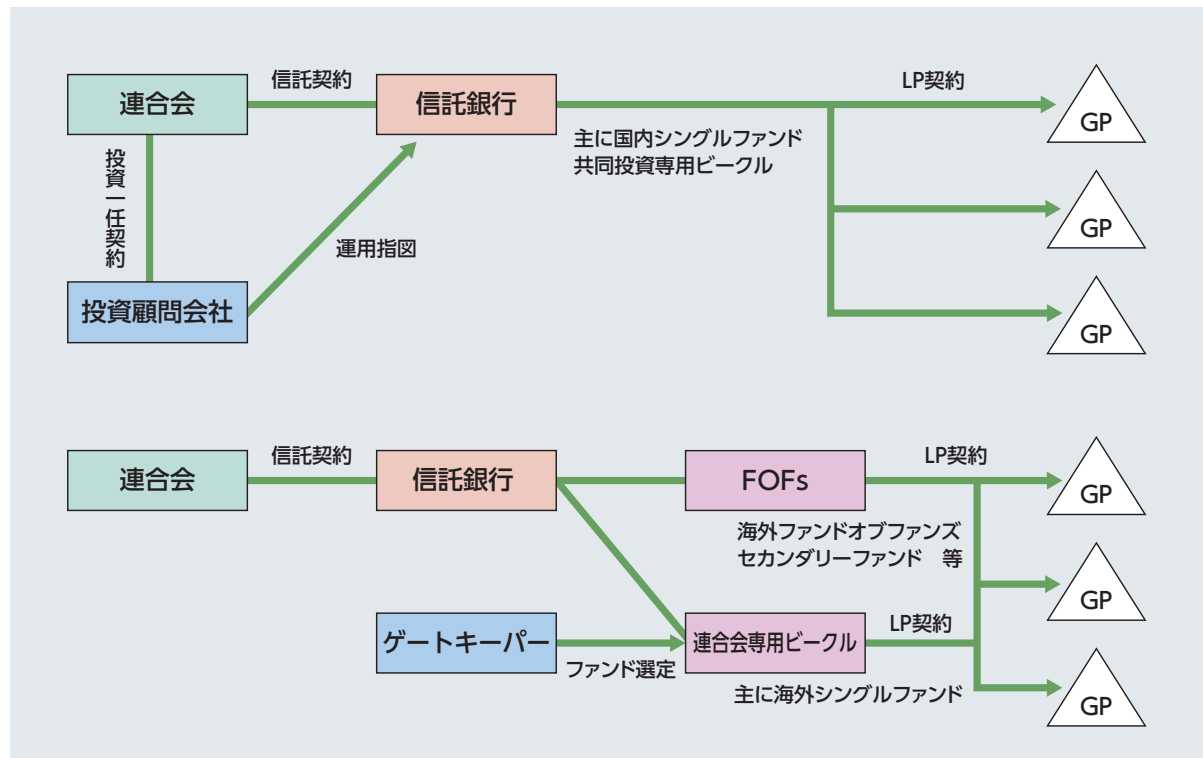
連合会では、パートナーシップ、いわゆるファンド形態への投資を実施しています。プライベートエクイティファンドは、他の多くのアセットクラスと異なり、通常3年から5年ごとに周期的に募集が行われ、募集活動も限られた期間に行われます。中長期的な観点から投資エクスポージャーを維持し、ビンテージ分散を図るため、毎年度、20～30程度のファンドに対して合計1,000億円前後の新規のコミットメントを継続的に実施しています。

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、連合会自からも、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(2025年度はオンラインを含めて延べ約500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 (2026年3月末)

投資時価残高	1兆1,885億円
未消化コミットメント残高(Unfunded残高)	5,986億円

(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	20
海外シングルファンド	97
国内シングルファンド	41

(※) 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。

2025年度 収益率 (円ベース)

IRR	15.43%
-----	--------

パフォーマンスの詳細については後述。

2025年度 キャッシュフロー

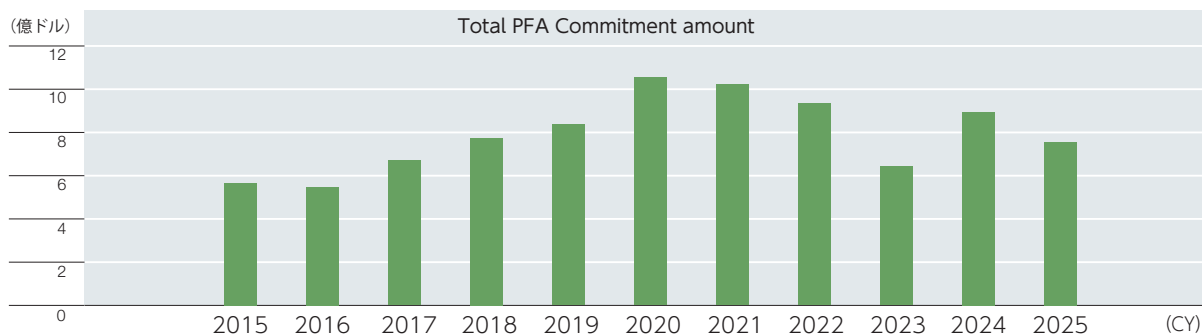
2025年度は、約1,082億円が新規投資(キャピタルコール)され、約1,743億円の分配金(ディストリビューション)を受領しました。

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）がな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

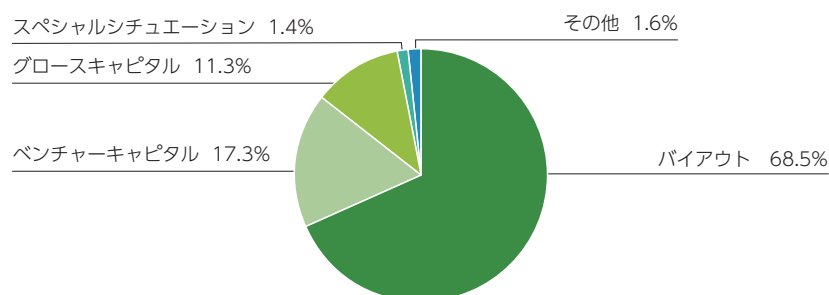
トメント活動を実施しています。

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）



※投資額時価（NAV）を使用（2025年12月末）

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

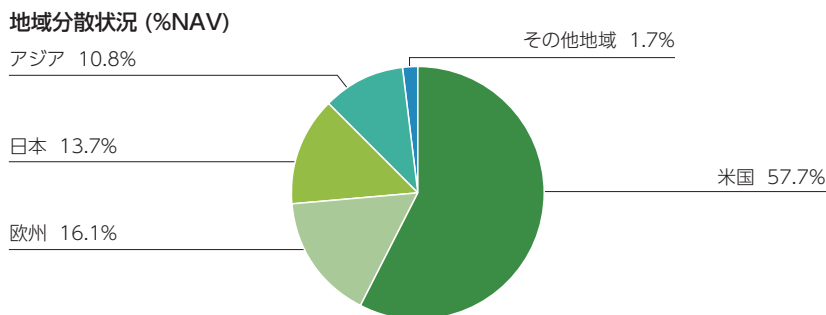
7 地域分散状況

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。



※投資額時価 (NAV) を使用 (2025年12月末)

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で構築しています。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

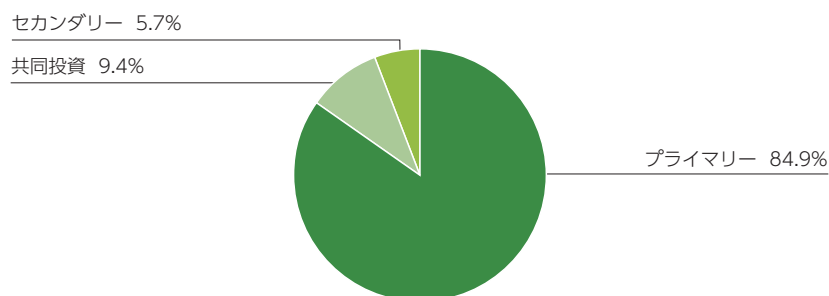
プライマリー及びセカンダリー

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)



※投資額時価 (NAV) を使用 (2025年12月末)

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抑えた上で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。

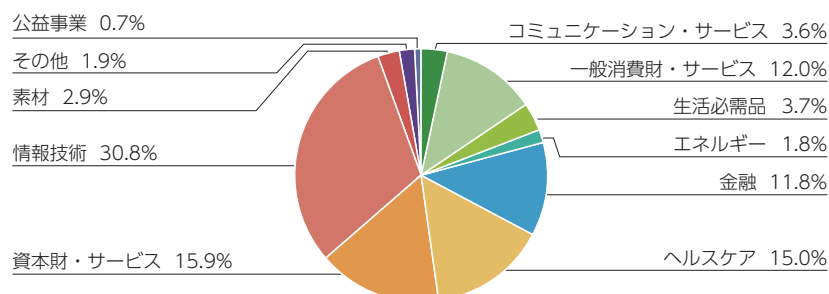
9 業種分散状況

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、10~20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る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 (2025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

2025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15.09%となりました。

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15.43%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27.92%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:%)

	2021年度	2022年度	2023年度	2024年度	2025年度
連合会PE投資プログラム 円Net IRR	55.23	3.86	17.03	8.52	15.43
ベンチマークPME (MSCI-ACWI 配当込・円換算を使用)	17.77	1.27	40.00	6.07	27.92
アルファ (対PMEベンチマーク)	37.46	2.59	-22.97	2.46	-12.49

(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	13.63	19.37	17.20	14.74
ベンチマークPME (MSCI-ACWI 配当込・円換算を使用)	24.01	17.60	15.23	12.18
アルファ (対PMEベンチマーク)	-10.38	1.78	1.97	2.56

※ 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2025年9月末時点(一部は2025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。2026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1.93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を獲得（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

2025年度末のヘッジファンド残高は1兆3,060億円、基本年金等の資産に占める割合は9.9%となりました。通算企業年金は892億円、通算企業年金の資産に占める割合は15.7%となりました。投資先ヘッジファンド数は、計100です。

パフォーマンス推移

（2026年3月末時点、米ドルベース）（単位：％）

	2023年度		2024年度		2025年度		過去3年度（年率）	
	リターン	超過収益	リターン	超過収益	リターン	超過収益	リターン	超過収益
基本年金	10.19	4.80	8.03	2.89	9.39	5.17	9.20	4.28
ベンチマーク SOFR	5.39		5.14		4.22		4.92	
通算企業年金	8.89	3.50	8.72	3.58	10.02	5.80	9.21	4.29
ベンチマーク SOFR	5.39		5.14		4.22		4.92	

※ 1年超の収益率については年率換算済

運用委託先

（単位：百万米ドル）

	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	2,045
	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	1,800
	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	609
	東京海上アセットマネジメント	—	SOFR	2010年4月	1,660
	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	2,021
	その他（流動化中資産及びキャッシュ運用）		SOFR		2
	ヘッジファンド投資合計		SOFR		8,137
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	556

3 投資スキーム

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

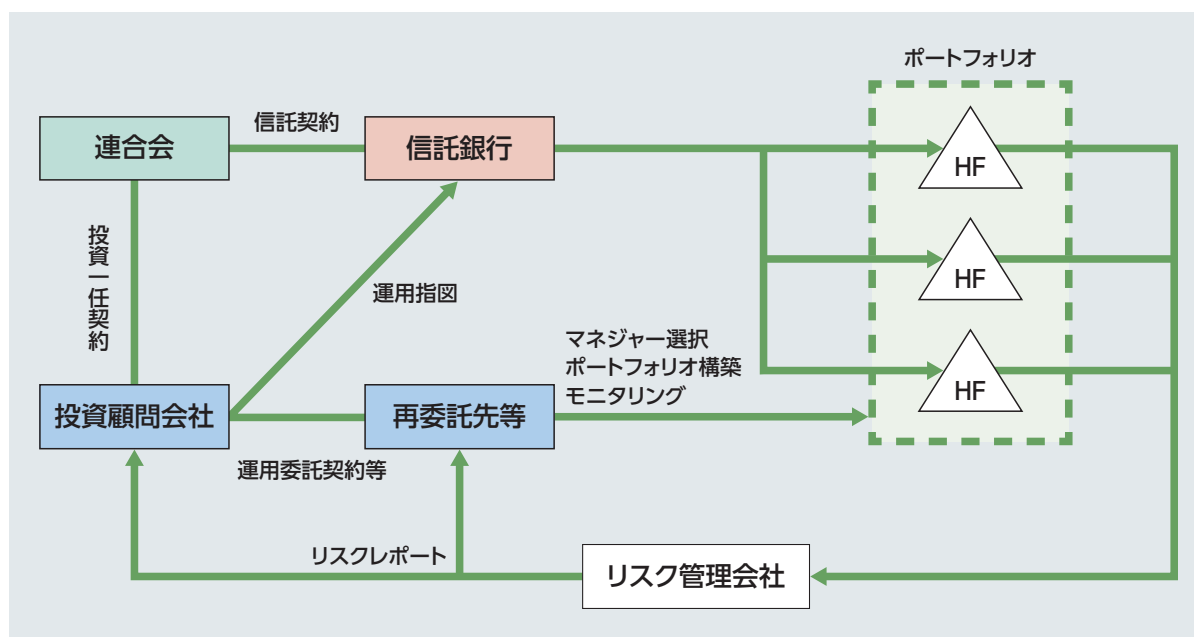
しては主に海外のサブアドバイザーに再委託する投資スキームとしています。複数の運用委託先に分散投資し、プログラム全体のリスク管理のために上述のリスク管理、モニタリングを実施しながら、全体のリスクを抑えつつ、効率的な運用を目指しています。

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99億米ドル。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20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12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33,900億米ドル。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2,794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3,818億米ドル。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1,537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9.6兆円、役職員数は386名。

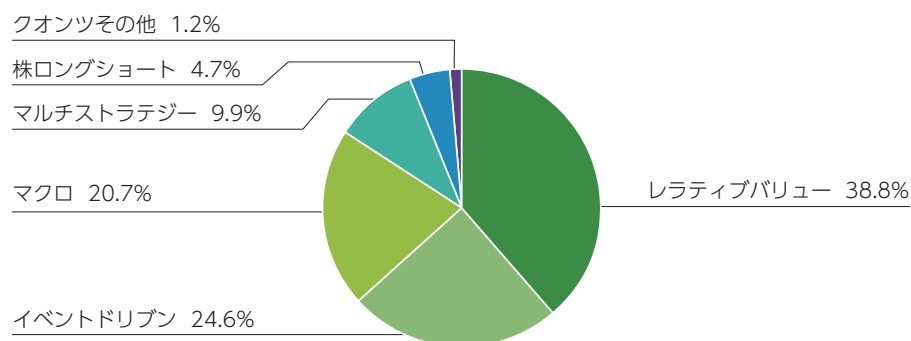
▶abrdn Inc.

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5,056億米ドル、グローバルに4,186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を獲得を目標としています。

2026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

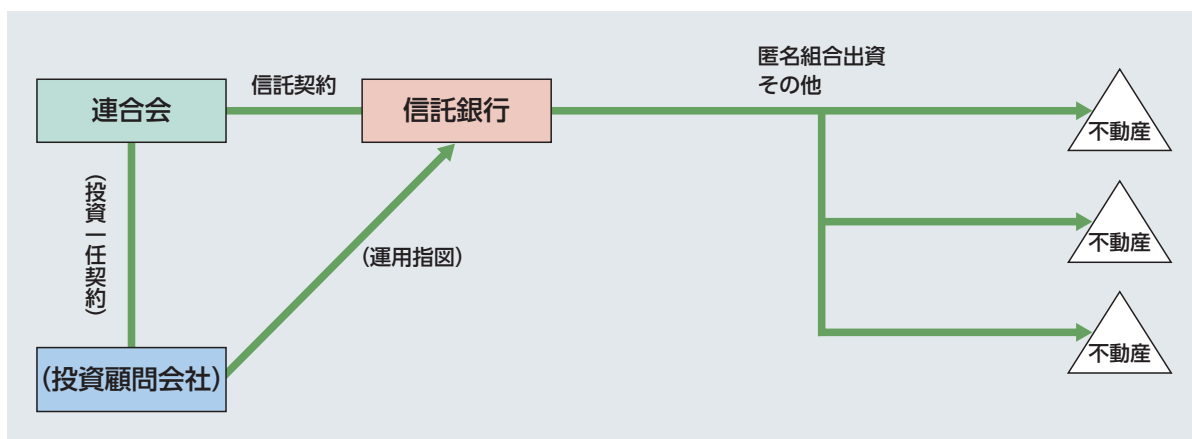
1 運用の基本方針

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。

2026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

2026年3月末の投資残高は基本年金で約1,268億円、通算企業年金で約261億円となりました。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。

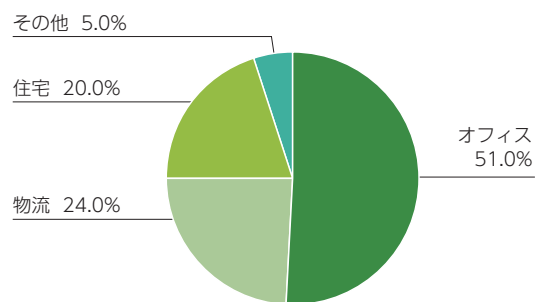
時間加重収益率

	2025年度	過去5年平均
基本年金	6.14%	5.69%
通算企業年金	5.74%	7.52%

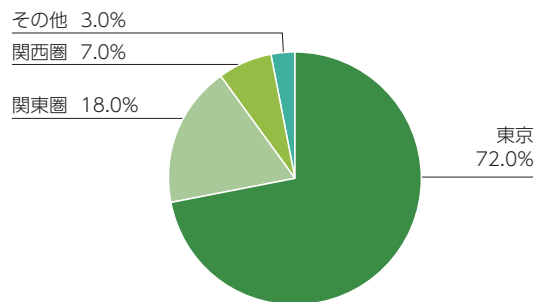
5 不動産投資ポートフォリオの現況 (2026年3月末時点)

- ▶ 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



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

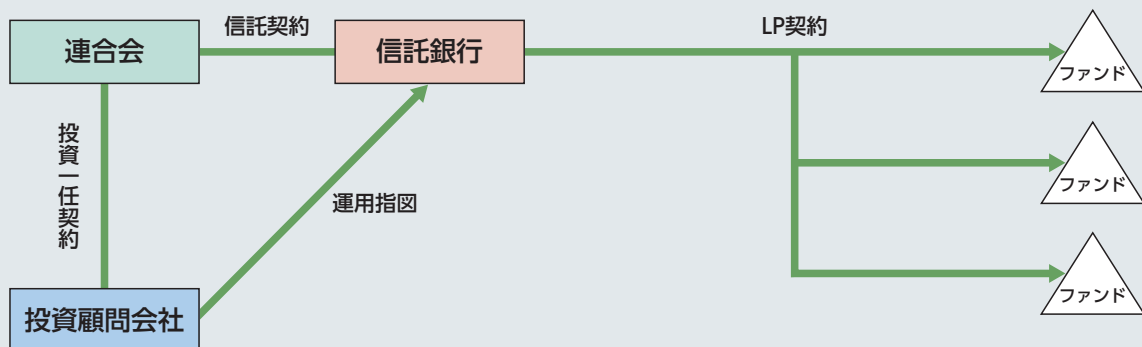
し、超長期の投資が可能な年金資産の特性を生かして、流動性が低い代わりに安定したキャッシュフローの獲得が可能な魅力的な様々なタイプの資産について、リスクに配慮しながら投資を行うこととしています。

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

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

2025年度においては慎重なファンド検討並びにモニタリングの実施を行いました。2026年3月末の投資資産残高は2,504億円となっています。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（2026年3月末実績）（円ベース）（投資開始以来年率）

基本年金等	
インフラ ストラクチャー投資	安定的インカム投資
IRR 10.49%、 投資倍率1.82倍	IRR 12.78%、 投資倍率1.49倍

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
IRR 10.06%、 投資倍率1.42倍	IRR 12.32%、 投資倍率1.52倍

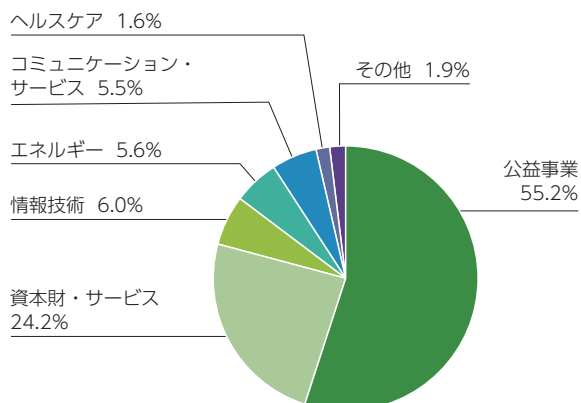
インフラ・インカム投資

全体の分散状況(2026年3月末実績)(円ベース)

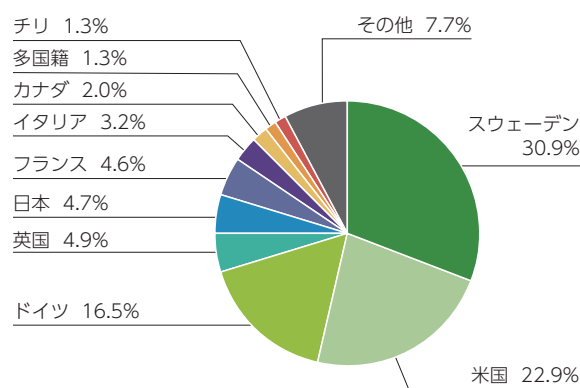
基本年金等

インフラ

業種別

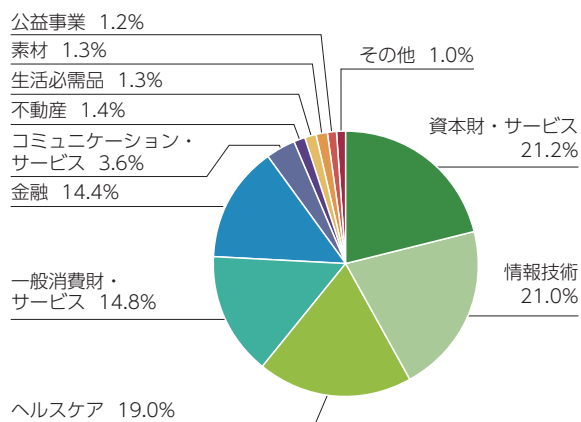


地域別

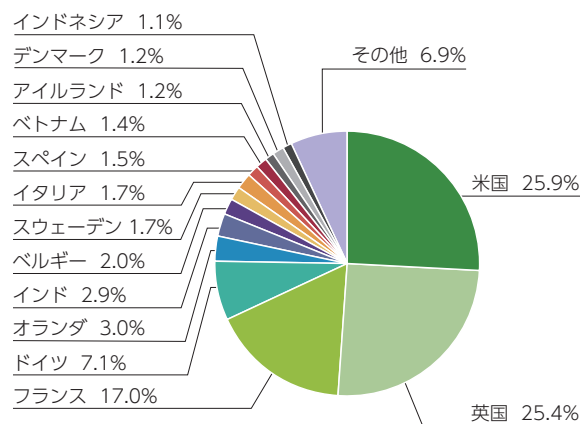


安定的インカム

業種別



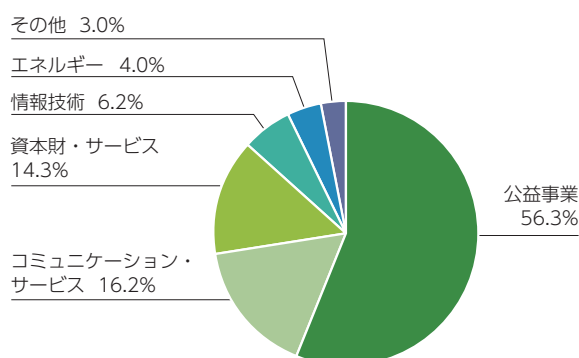
地域別



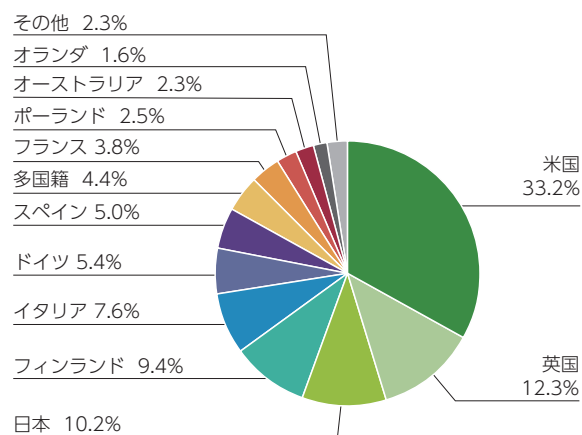
通算企業年金

インフラ

業種別

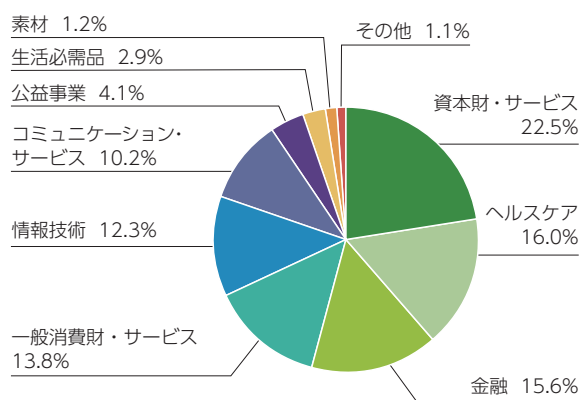


地域別

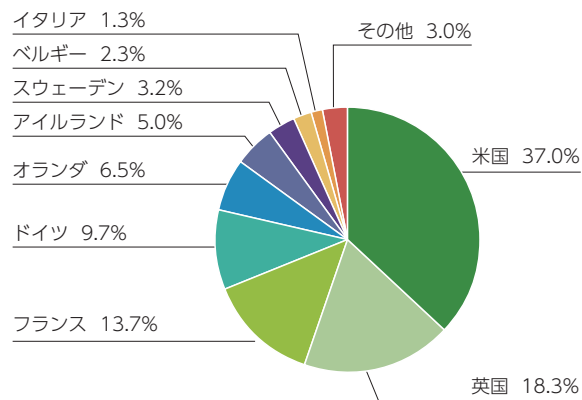


安定的インカム

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(2026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(2026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	801,897	5.8
みずほ信託銀行株式会社	214,129	1.6
三井住友信託銀行株式会社	24,599	0.2
小計	1,040,625	7.5
年金特定信託		
日本マスタートラスト信託銀行株式会社	9,853,478	71.5
株式会社日本カストディ銀行	1,860,264	13.5
みずほ信託銀行株式会社	1,029,567	7.5
小計	12,743,309	92.5
合計	13,783,934	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	2026年3月末 残高
国内株式	ラッセル・インベストメント株式会社	マルチ・マネジャー	日本マスタートラスト信託銀行株式会社	322,929
	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	281,464
	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	257,284
	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	134,289
	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	65,562
	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	64,645
	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	45,151
	みずほ信託銀行株式会社	Marathon	日本マスタートラスト信託銀行株式会社	38,866
	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	37,940
	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	33,021
委託運用	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	29,621
	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	523,076
	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	357,438
	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	178,945
	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	138,433
	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	111,303
	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	101,342
	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	98,712
	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	82,769
	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	72,477
	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	64,568
	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	56,717
	みずほ信託銀行株式会社	Polaris	—	50,432
	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	47,908
	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	44,793
	オービス・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	43,989
	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	43,037
	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	36,373
	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	34,344
	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	33,728
	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	29,755
	みずほ信託銀行株式会社	Donald Smith	—	29,128
	みずほ信託銀行株式会社	Alken	—	27,587
	みずほ信託銀行株式会社	Comgest	—	26,772
	三菱UFJ信託銀行株式会社	Lingotto	日本マスタートラスト信託銀行株式会社	26,700
	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	19,898
	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	19,641
	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	14,979
	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	12,616
	みずほ信託銀行株式会社	JOHambro	—	12,310
	みずほ信託銀行株式会社	Southeastern	—	12,172
	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	466
	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	95

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

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	2026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	93,159
		マニユライフ・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	86,183
		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	77,927
		マニユライフ・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	19,106
		ロンパー・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	16,101
		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	129
	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	304,116
		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	196,941
		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	138,355
		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	86,216
		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	82,854
		ググ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	81,816
	PE	三菱UFJ信託銀行株式会社		－	801,897
		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	371,317
		三井住友信託銀行株式会社		－	24,599
	HF	フランクリン・テンプレートン・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	327,990
		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	321,868
		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	297,122
		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	264,083
		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	94,661
		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	300
		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	41,760
		みずほ信託銀行株式会社		－	37,936
		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	20,778
		みずほ信託銀行株式会社		－	11,038
		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	8,519
		みずほ信託銀行株式会社		－	4,807
		みずほ信託銀行株式会社		－	1,949
	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	133,876
		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	52,482
自家運用	国内株式	インハウス株式Ⅰ		株式会社日本カストディ銀行	519,584
		インハウス株式Ⅱ		みずほ信託銀行株式会社	153,339
	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	1,558,249
		インハウス債券Ⅰ		株式会社日本カストディ銀行	995,178
		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	134,579
	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	1,994,091
		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	184,949
	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	6,053
		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	5,365
		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	2,806
		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	2
		インハウス入出金T		みずほ信託銀行株式会社	0
		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	2026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	92,019
		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	21,650
	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	12,397
		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	4,388
	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	89,187
	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	22,459
		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	3,625
	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	40,179
		エー・アイ・キャピタル株式会社		みずほ信託銀行株式会社	23,878
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	255,986
	その他	インハウス為替3		みずほ信託銀行株式会社	1,412
		インハウス為替2		みずほ信託銀行株式会社	57
		インハウス入出金		みずほ信託銀行株式会社	0
		インハウス為替1		みずほ信託銀行株式会社	-654

※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

2025年度報酬		
報酬総額(消費税込)		233.6億円
	年金信託	3.0億円
	特定信託	14.6億円
	投資顧問	216.1億円
報酬率		18.1bp

通算企業年金等ポートフォリオ(共同運用事業分を含む)

2025年度報酬		
報酬総額(消費税込)		8.8億円
	投資顧問	8.8億円
報酬率		15.5bp

※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50百万円(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、キャッシュ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。

	2023年度	2024年度	2025年度
移受管件数	97件	100件	115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。

	2023年度	2024年度	2025年度
新規契約・口座開設件数	7件	3件	5件
解約・口座閉鎖件数	4件	6件	5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・インベストメンツ株式会社

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。2026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	:ブラウンシュヴァイク上級地方裁判所(ドイツ)
訴訟代理人等	:Kessler Topaz Meltzer & Check :Grant & Eisenhofer :DRRT :Claims Funding Europe
訴訟額	:約26百万ユーロ

ポルシェ	
提訴	: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

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

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。2026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5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。

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、2025年7月から2026年6月までの1年間(2025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(2025年度、子議案ベース)

総会議案	賛成	反対	棄権	合計	反対・棄権比率(%)
取締役の選解任	12,303	1,413	30	13,746	10.5
監査役の選解任	763	40	0	803	5.0
会計監査人の選解任	28	0	0	28	0.0
役員報酬(※1)	545	60	0	605	9.9
退任役員の退職慰労金の支給	19	13	0	32	40.6
剰余金の処分	1,096	0	0	1,096	0.0
組織再編関連(※2)	81	0	0	81	0.0
買収防衛策の導入・更新・廃止	0	49	0	49	100.0
その他資本政策に関する議案(※3)	20	0	0	20	0.0
定款に関する議案	394	0	0	394	0.0
その他の議案	1	0	0	1	0.0
会社提案 合計	15,250	1,575	30	16,855	9.5
株主提案	8	311	1	320	(※4) 2.5

※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

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

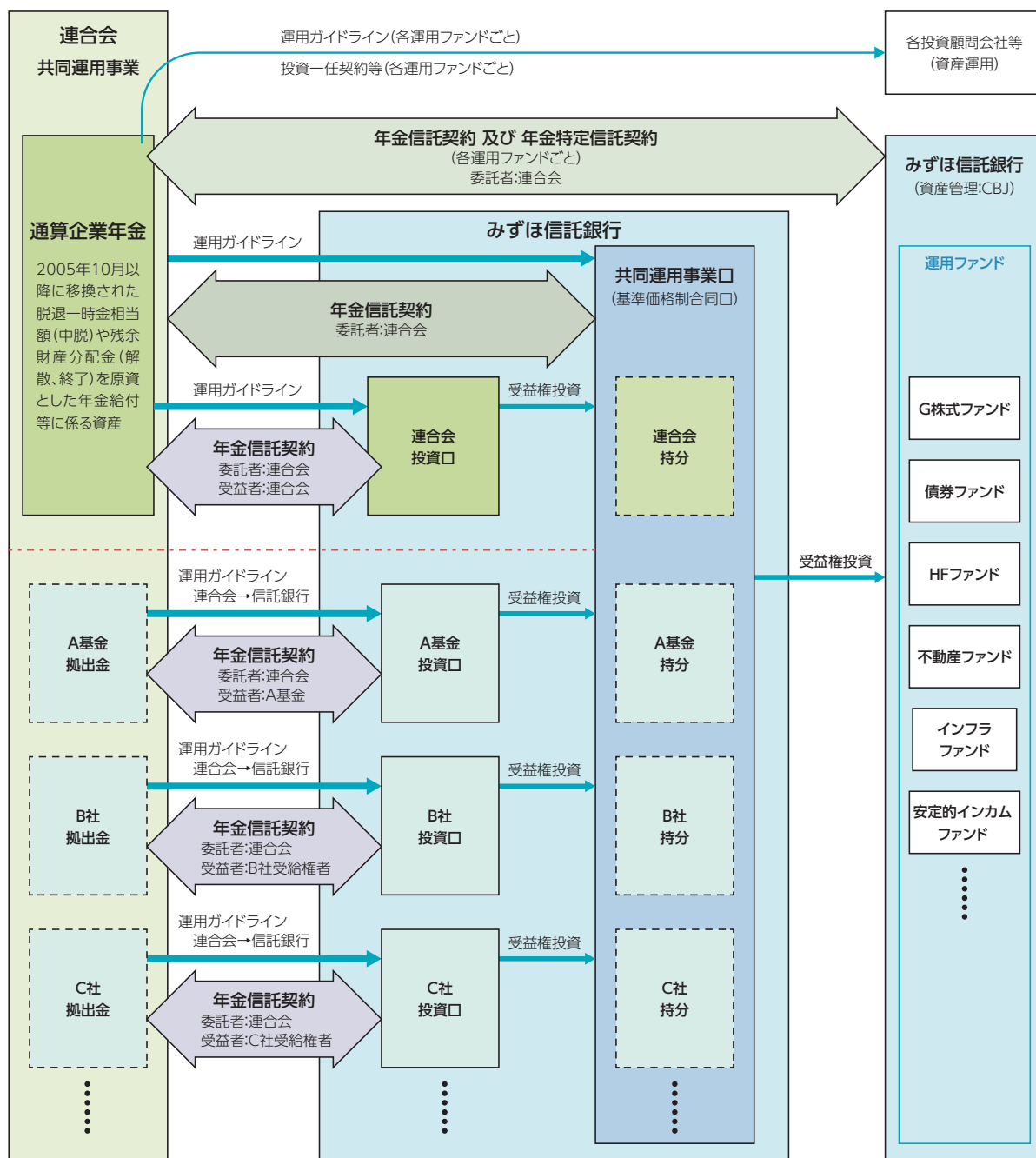
共同運用事業

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。



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。

共同運用事業

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

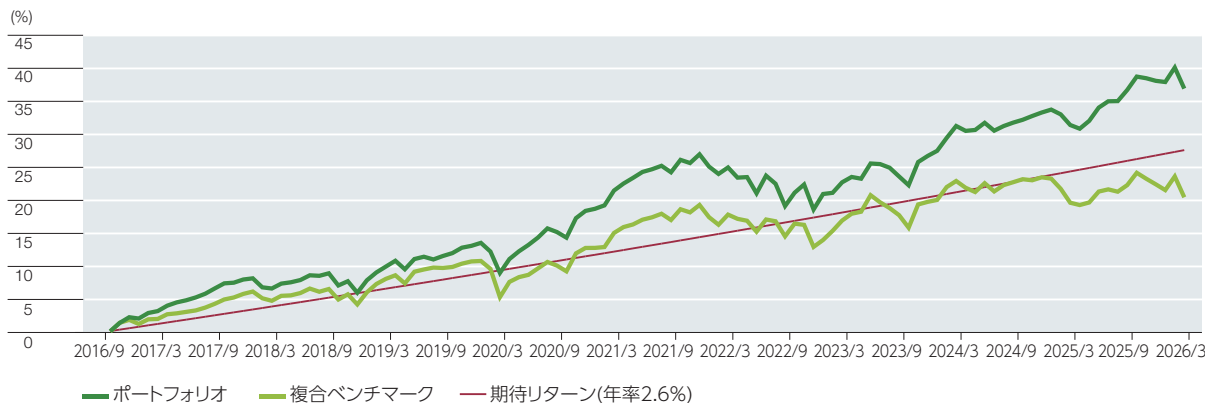
事業開始(2016年10月)以来、2026年3月末現在において平均収益率は3.36%、リスクは3.74%となっており、複合ベンチマーク(債券80%、グローバル株式20%)に対しては累積で1.38%の超過リターンとなっています。

(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
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
2025年度	-0.43	0.91	1.52	0.72	0.02	1.25	1.48	-0.18	-0.28	-0.13	1.59	-2.28	4.19

(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)	3.36	3.74	+1.38	1.26	MSCI-ACWI20%+ ブルームバーグ日本総合80%
			+0.76	—	期待リターン:2.6%



資産別パフォーマンスの推移

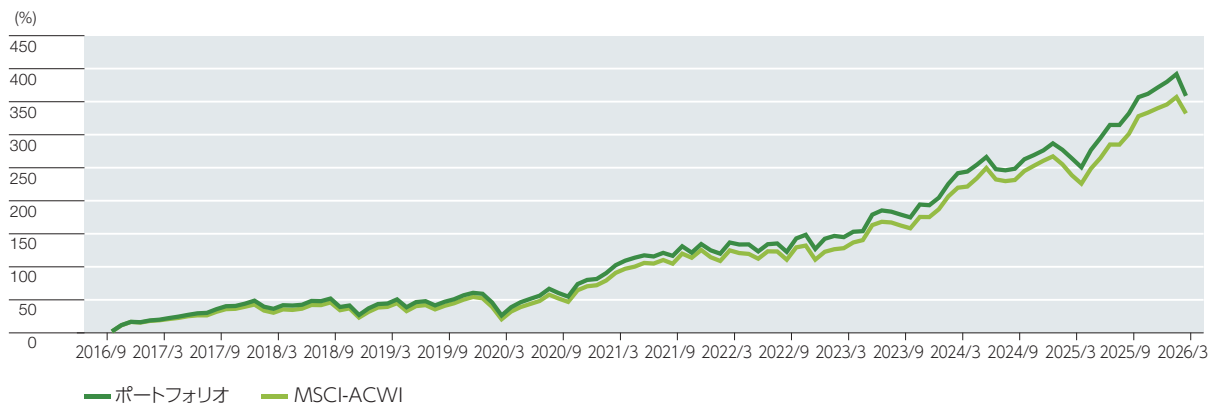
グローバル株式

(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
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
2025年度	-3.70	7.45	4.85	4.99	-0.01	4.23	5.68	1.11	2.01	1.89	2.42	-6.70	26.01

(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)	17.40	15.32	+0.74	1.81	MSCI-ACWI



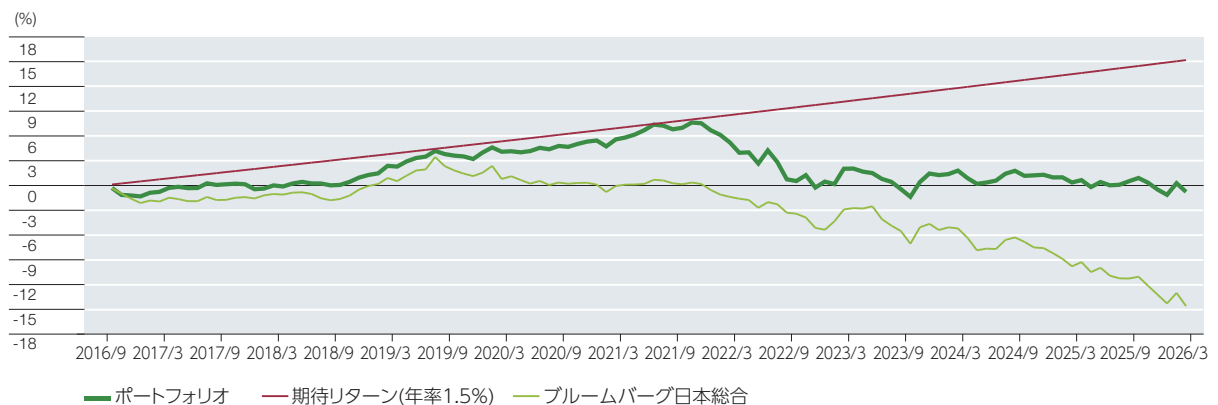
債券(債券代替投資含む)

(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
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
2025年度	0.29	-0.84	0.61	-0.39	0.06	0.43	0.39	-0.56	-0.83	-0.65	1.43	-1.04	-1.13

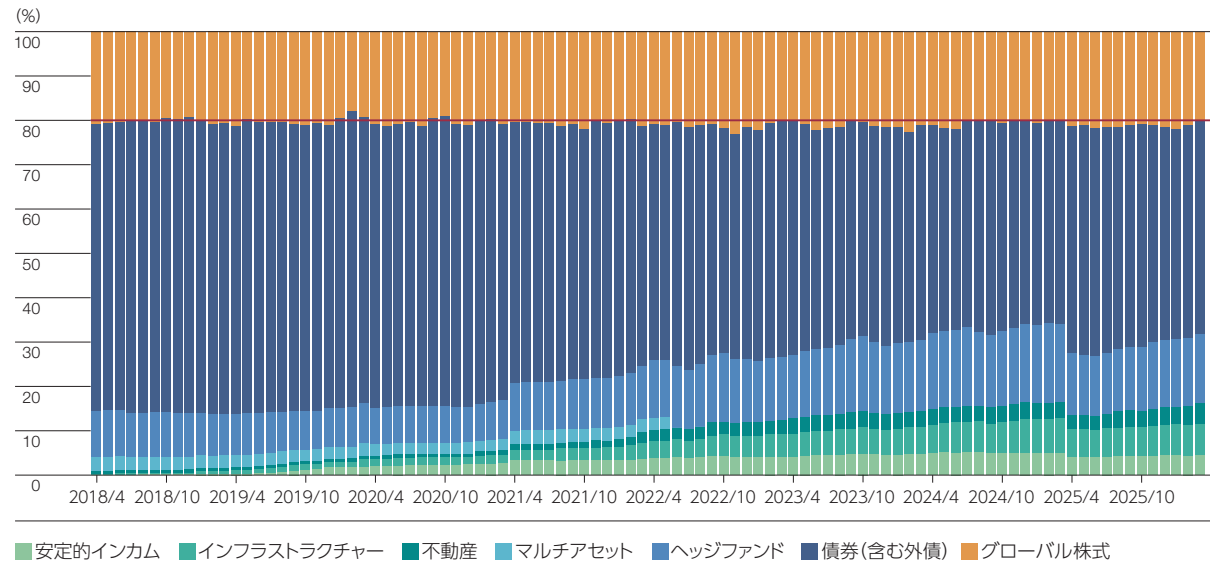
(単位: %)

	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)	-0.08	2.18	-1.58	—	期待リターン: 1.5% (運用目標)
			+1.57	1.48	ブルームバーク日本総合



共同運用事業

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
2025	13件	233億円

行 動 憲 章

1. 加入者・受給者へのサービス

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

2. 会員へのサービス

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

3. 企業年金制度の充実と発展

私たちは、日本の企業年金制度の充実と発展を目指した活動を行います。

4. 資産の安全かつ効率的な管理・運用

私たちは、お預かりした年金資産を安全かつ効率的に管理・運用します。

5. 法規範の遵守

私たちは、高い倫理観を持ち、法規範、社会のルールを遵守して行動します。

6. 個人情報の保護

私たちは、個人情報の重要性を常に認識し、安全な管理を徹底します。

7. 職場環境の充実

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

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

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。

