

企業年金連合会の年金資産運用

2013年9月12日
企業年金連合会



事業概況



● 設立：1967年2月10日

- ・ 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た法人。
- ・ 厚生年金基金を短期間(通常10年未満)で脱退した人などに対する年金給付を一元的に行い、厚生年金基金・確定給付企業年金・確定拠出年金といった企業年金間の**年金通算事業**を行っている。
- ・ 企業年金の発展のための調査研究、提言、要望を行うほか、会員の健全な発展を図るために必要な**支援事業**(情報提供、相談、助言、研修など)を行っている。
- ・ 法律改正により、2005年10月に厚生年金基金連合会から企業年金連合会に改組された。

● 常勤役員(執行理事):3名 職員数: 153名

● 年金通算事業(年金原資受換者数:2,640万人、受給者数:600万人)

● 年金資産の管理・運用(資産残高:10兆7,446億円、ファンド数:141)

● 会員支援事業(会員数:1,496)

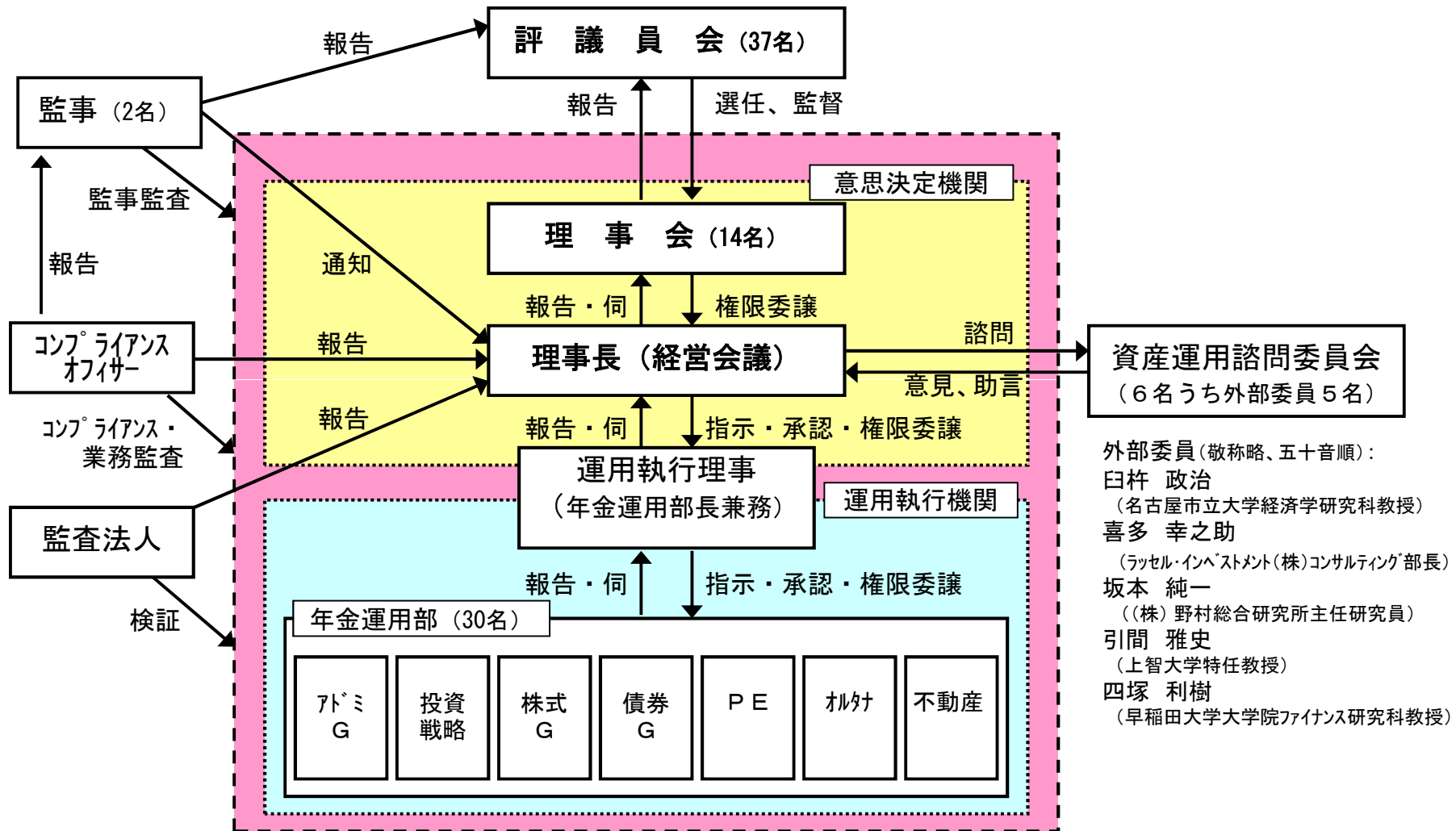
● 運用の目的・目標:必要な年金資産の積立

- ・ 積立水準を基準として、十分な積立水準を安定的に維持 = 積立不足になる確率の極小化
- ・ 負債が市場リスクを有し変動するため、資産のみを対象とした目標利回りなどの数値目標は設定していない。
- ・ 運用の目標、目的は、運用の基本方針において定め、理事会において決定する。

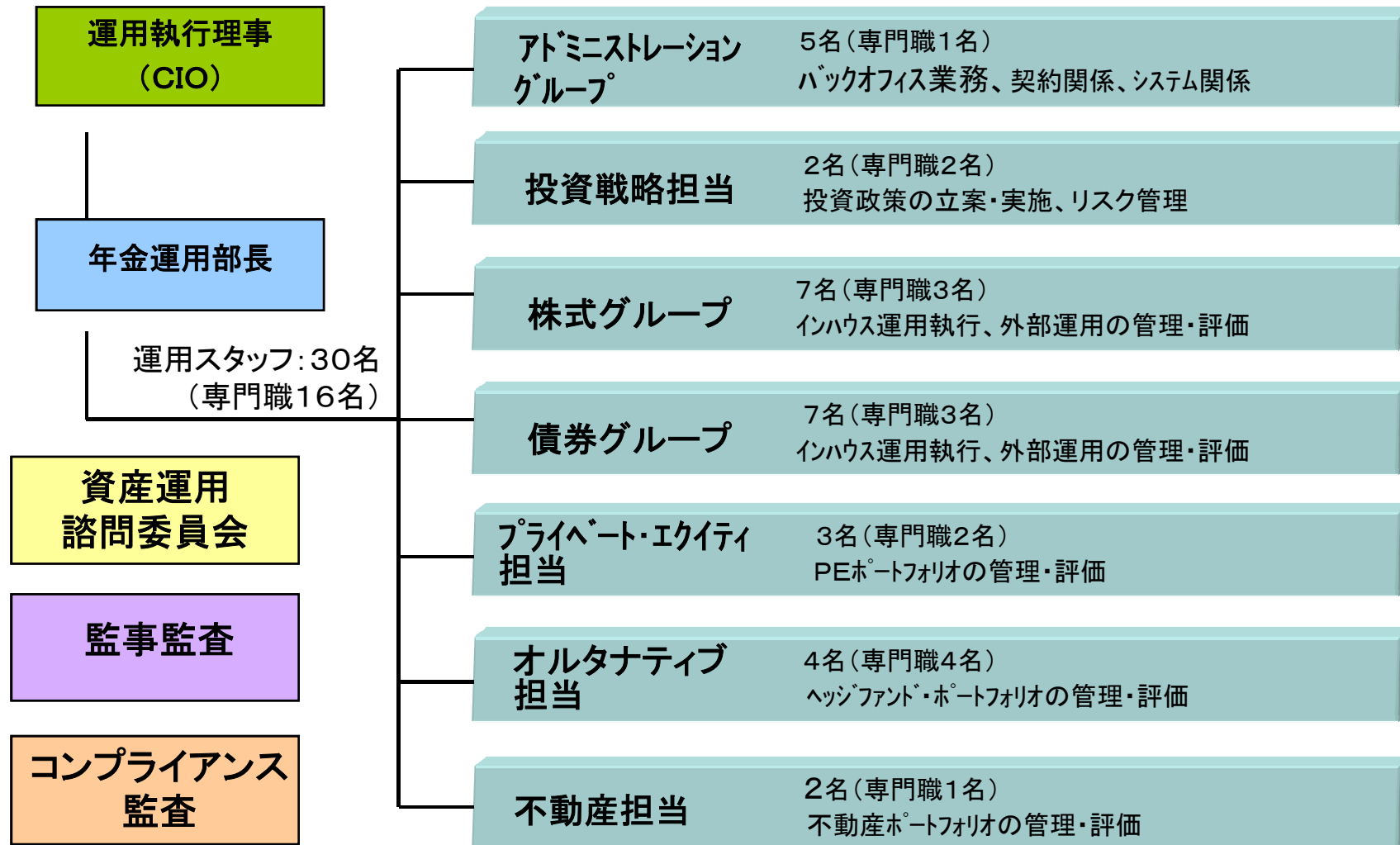
● 運用における法令上の規制等

- ・ 1990年代に徐々に運用規制は緩和され、現時点ではインハウスでの投資規制が一部あるものの(例:外国株式に投資できない、スワップ取引ができない、など)、運用上問題となる規制は課されていない。

ガバナンス体制



運用執行体制



証券アナリスト検定試験合格者 : 15名
運用専門職員の平均経験年数 : 18年

沿革（年金資産運用関係）



- 1967年 2月：厚生年金基金連合会設立（2005年10月企業年金連合会に改組）
- 1985年 3月：「運用の基本方針」策定
- 1990年 4月：運用拡大開始。インハウス運用開始（国内債券運用）
- 1991年 2月：資産運用委員会（現資産運用諮問委員会）設置
- 1996年 4月：運用規制（5:3:3:2規制）の適用除外を受け、政策アセット ミックス策定
エマージング株式特化運用採用
- 1998年11月：セキユーティー・レンディング開始（国内株式）
- 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：インハウス運用による国内株式インデックス運用開始
- 2002年 9月：プライベート・エクイティ投資開始
- 2005年 7月：「マネジャー・エントリー制」導入
- 2006年 4月：運用専門職制度の導入（運用体制の強化。資産別の専門グループに再編）
- 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（ポータブル・アルファ戦略）
- 2007年12月：「積立水準に応じた政策アセットミックス」導入
- 2008年12月：インハウス運用による外国債券運用開始
- 2010年 2月：エマージング債券運用開始（インハウス）
- 2011年11月：インフラストラクチャー投資開始。ポートフォリオ・オーバーレイ戦略導入

基本的な投資スタンス



- 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する。
- ・しかし、アクティブ運用を否定しているわけではない。アクティブ運用によってもたらされるアルファは、スキルに依存することからアクティブ・リスクの見返りとして必ず獲得できるとは限らないので、連合会ポートフォリオ全体の投資戦略の策定に当たっては、事前にアルファの期待値を含めて策定することはしない。
- ・アルファは事後的に達成されることにより、連合会ポートフォリオ全体の付加価値を高め、その後の投資政策におけるリスク低減と積立水準の安定に寄与することができると期待している。(結果はP11、P12のとおり)

- リスク・プレミアムの存在を前提とする

- ・連合会ポートフォリオ全体の投資政策の策定に当たっては、リスク・プレミアムの存在を前提としており、長期的な投資は報われると考えている。

- 積立水準の変動がリスクである

- ・年金債務を重視し、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、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運用を行う。

- 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太宗が決まる。
- ・投資政策の最も重要な意思決定は、内外問わず株式をどの程度組み入れるかであり、内外比率、アクティブ・パッシブ比率、スタイル分散、代替投資の有無と割合、通貨エクスポージャーなどは2次的に決定される。

- オルタナティブ投資はアルファ源泉の多様化を目的とする

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

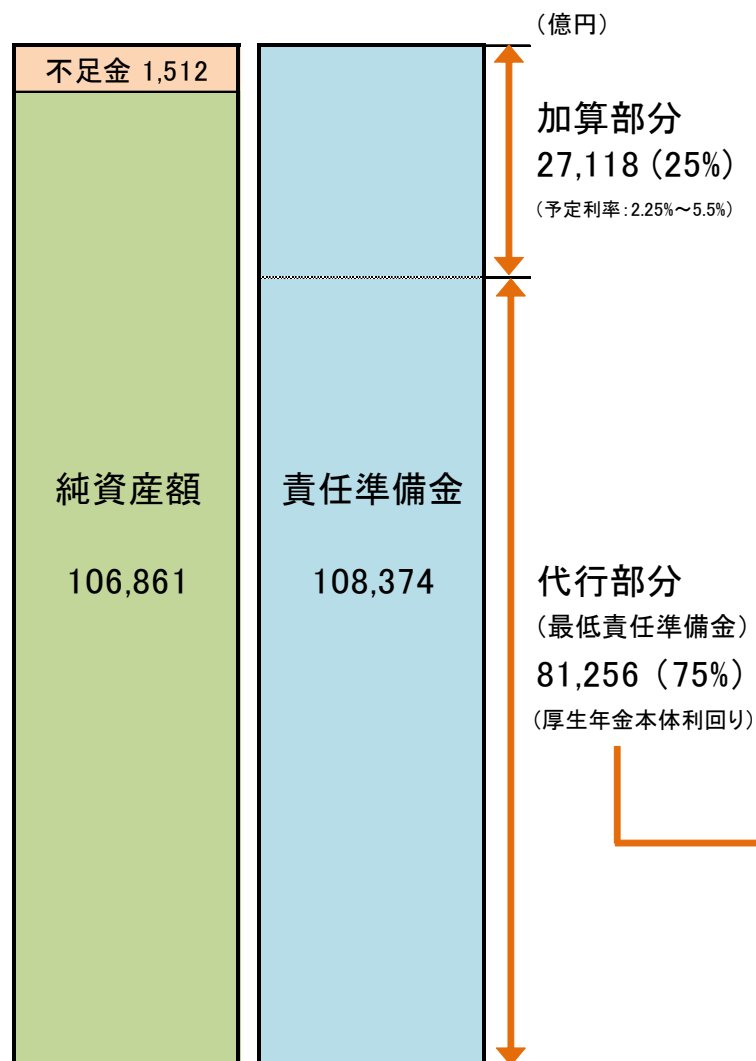
(例)ヘッジファンド:資産配分上の取り扱いは、戦略により外国株式又は外国債券

現投資残高4,500億円＝世界でも最大手の投資家のひとつ

プライベートエクイティ:資産配分上の取り扱いは、国内株式又は外国株式

現投資残高1,600億円＝世界でも大手投資家のひとつ

財政状況・債務構造



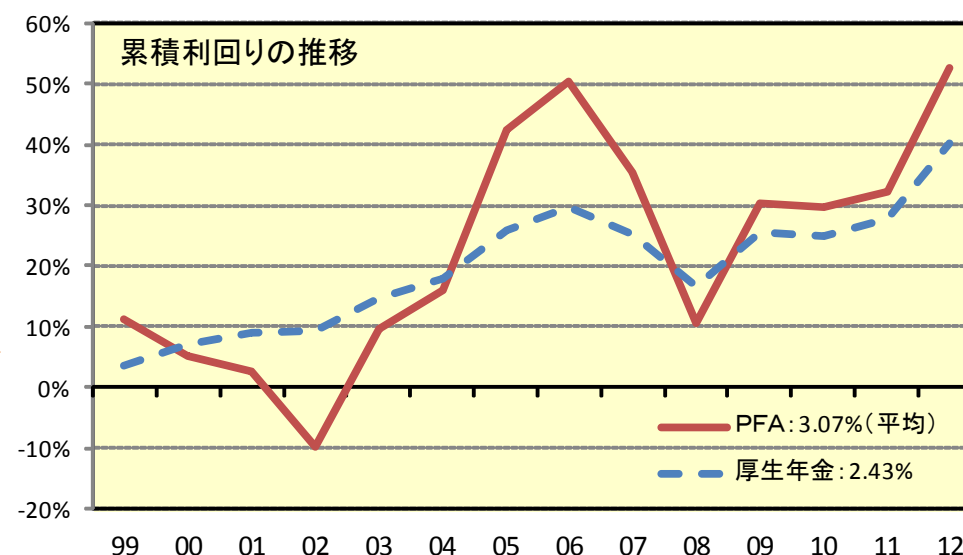
2012年度決算(評議員会、厚生労働省 最終承認手続き中)

(%, 億円)

	年金経理合計			
		基本年金経理 (代行&加算)	厚生年金基金加算 経理(加算のみ)	確定給付企業年金 経理(加算のみ)
積立水準	98.6%	98.5%	103.0%	103.4%
純資産	106,861	105,262	524	1,076
責任準備金	108,374	106,825	508	1,040
余剰(不足)	-1,512	-1,563	15	36

キャッシュフロー -4,771

11回のリバランスを行い、内外株式をネットで5,800億円売却しキャッシュアウトに充てた。



代行債務が厚生年金の利回りで評価されるようになった1999年度から表示。
厚生年金の利回りは各年度の利回りであり、最低責任準備金計算に用いた利回り(期ずれ等)ではない。

政策アセットミックス



● 政策アセットミックスの位置づけ・策定

- 政策アセットミックスを最も重要な投資政策と位置づけ、政策アセットミックスを中心に年金資産の運用とリスク管理を行っている。
- 政策アセットミックスは、運用の基本方針の中で定め、資産運用諮問委員会で意見を聴取したうえで理事会において決定される。

● 最大のリスク要因＝株式比率

- 積立水準に応じて43%～20%の範囲で動的に管理：積立水準に応じて適正なリスク管理を行う。
- 時間の経過（投資期間）ではなく、状況の変化に対応して運用することがリスク管理として重要と考える。

● ハイブリッド・アセットアロケーション

- 積立余剰：動的管理
 - ・積立水準が5%改善することに株式比率を5%低下させ積立状況を安定化させる。
- 積立不足：静的管理
 - ・許容できるリスク（一定の資産構成割合（内外債券57%：内外株式43%））を維持し、積立水準の改善を図る。

● 許容乖離幅＝±5%

● 内外比率（複合ベンチマーク）

- 内外債券＝国内80%：海外20%
- 内外株式＝国内34%：海外66%

● 為替リスク＝30%（上限）

- ポートフォリオ全体で管理
- ネットエクスポージャー基準で管理

積立水準	内外債券	内外株式
100%未満	57%	43%
100%～105%未満	62%	38%
105%～110%未満	67%	33%
110%～115%未満	75%	25%
115%以上	80%	20%

ストラクチャー・マップ



国内株式 14.0%	外国株式 26.1%	国内債券 38.3%	外国債券 20.8%	不動産
パッシブ インハウス (2) 48%	パッシブ (2) 34%	給付専用ファンド(国債と短期資金) インハウス (セミアクティブ) 43%	インハウス (セミアクティブ) (2) 34%	
	グローバル (8) 25%		為替ヘッジ 4.7% アクティブ (6) 40%	
バリュー (2) 18%	米国大型(8) 12%	インハウス (セミアクティブ) 31%		エマーシング(インハウス) 4%
コア (8) 25%	米国小型(5) 2%		アクティブ (6) 21%	
	欧州(7) 8%	ヘッジファンド 7%		ヘッジファンド 11%
	アジア(4) 4%			
	エマーシング(5) 3%			
グロース(2) 7%	PE 5%			
PE 2%				

最先端の運用ノウハウを採り入れる工夫



- **ダウンサイドリスク・モデル**

- ・政策アセットミックス策定においては、ダウンサイドリスク・モデルを2010年から本格導入
- ・正規分布を仮定する平均分散型モデルやALM分析の問題点改善のため、ブートストラップ法を採用
- ・ダウンサイドリスク・モデルとブートストラップ法の採用で、下方リスクをより重視した運用を実施

- **グライドパス・アプローチ**

- ・積立水準に応じて資産配分管理を動的に変化させる方法を最初に導入
(PFA:2007/12、ラッセル(LRAA):2009/4、マーサー(MDDS):2010/8など)
- ・最近では、海外でグライドパス・アプローチ(デ・リスキング・アプローチ)として普及し始めている

- **債券運用の統合管理**

- ・内外債券、インハウス・外部委託、総合型・特化型などを同一のリスク管理プラットフォームで一元的に管理
- ・リスク、アルファ源泉を債券ポートフォリオ全体で管理して分散を図ることでリスクを抑えながら超過収益の拡大を実現
- ・かつキャッシュアウトに対応した資金繰りを効率的に管理

- **マネジャー・エントリー制(2005年7月より導入)**

- ・契約外の運用データをデータベース化し、最新の状況を分析し評価している。(エントリー数:69社(ファンド数:673))
- ・契約外のマネジャーからのアクセスを常時確保し、随時、マネジャーの変更が可能な体制を整備

- **コンサルタントを活用した海外マネジャーへのアクセス**

- ・外国株式ではコンサルタントの情報を活用し、日本に拠点のないマネジャーへのアクセスを確保
- ・より幅広いマネジャー・ユニバースからの選定により、リターン源泉の分散化を実現

- **ゲート・キーパー、サブ・アドバイザーの活用**

- ・オルタナティブ投資では、ゲート・キーパーやサブ・アドバイザーを活用して、重層的なデューデリジェンスを実施、かつファンド・オブ・ファンズなど一任運用に比べコストを削減。またモニタリングにも活用し、リスク管理では更にリスクアグリゲーターも活用。

- **海外大手年金との共同投資**

- ・インフラ投資では、同じ年金投資家の立場で経験豊富な海外大手年金と共同投資することで、ノウハウの取得

- **その他**

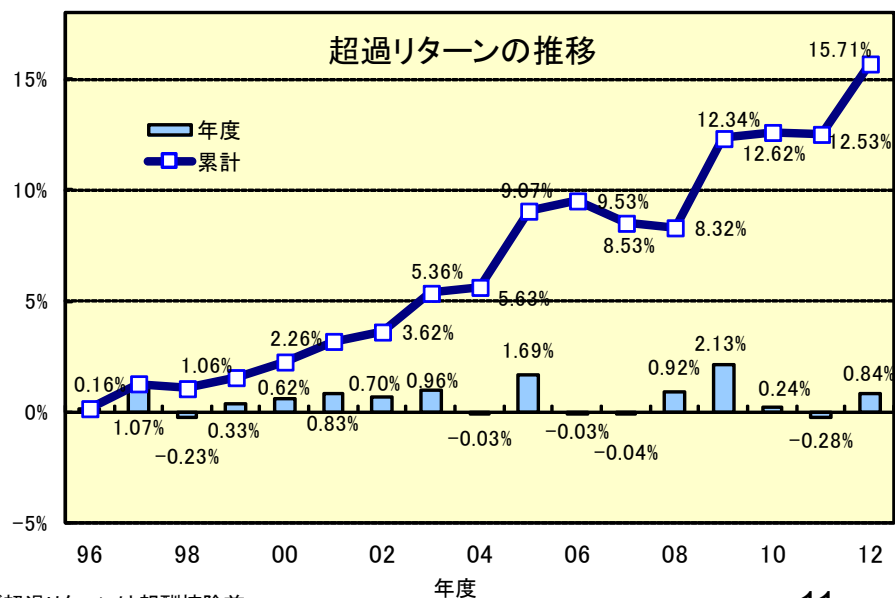
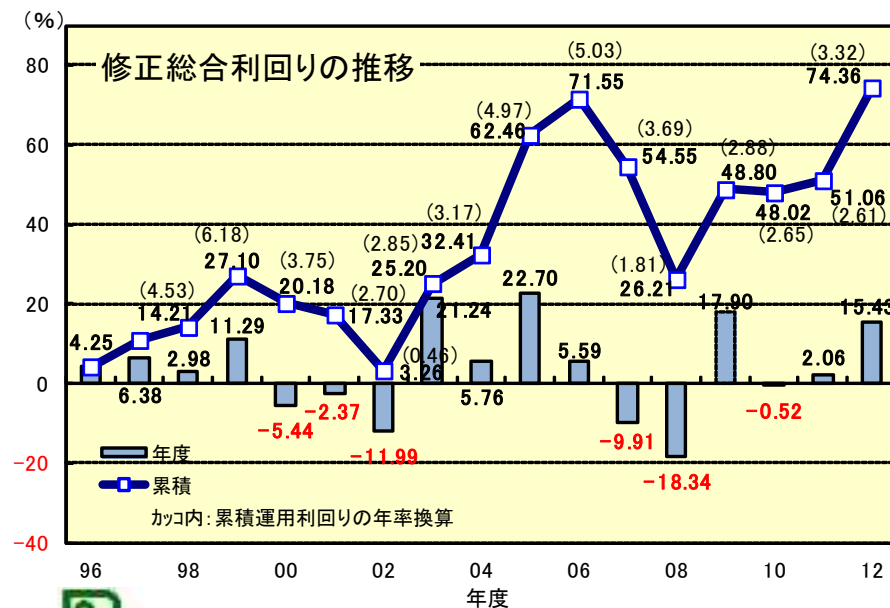
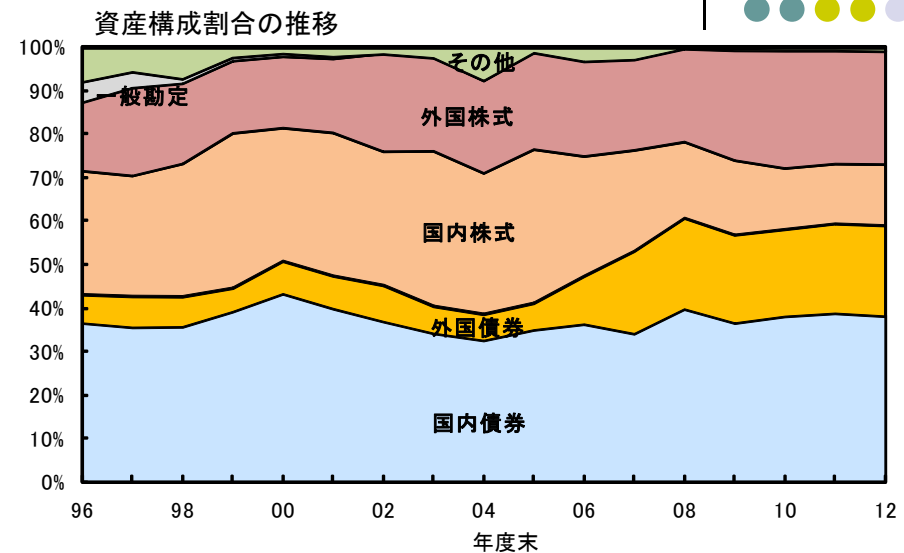
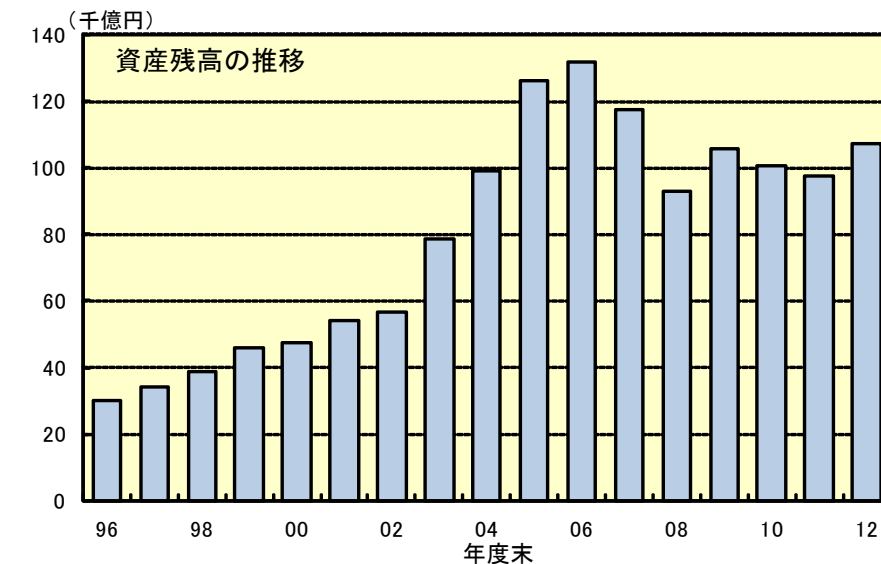
- ・日本で初めてトータルリターン・スワップを活用したポータブル・アルファ戦略を構築
- ・コーポレート・ガバナンス推進への取り組み

運用管理・情報開示



- リスク管理
 - リスク許容度
 - ストレステストによる下方積立水準の確認(限界下方積立水準70%)
 - 各ファンドごと、各資産ごとのトラッキングエラー管理
 - 日次のポートフォリオ管理(リターン、資産配分、取引、積立水準(推計)等)
 - リスク・モデル(ブラックロック・ソリューションズ、ファクトセット、バーラ、リスクメトリックス、メジャーリスク)により外部委託先も含めポジションベースで直接管理
 - 情報収集(シンタックス、ブルームバーグ)
- 監査体制
 - 監事監査: 四半期、コンプライアンス監査: 月次、監査法人検証: 年度
- BCP対応
 - 給付資金の確保(デリバティブを使い、現金を確保しつつフル・インベストメント)
 - データセンターの設置、仮想PCにより災害時等は在宅で業務を継続
- 情報開示
 - ホームページを通じた積極的な情報開示
 - 運用概況(概要説明、基本方針等開示、諮問委員会議事要旨、等)
 - 運用状況(過去10年を超える年度の運用状況(運用結果)を開示)
 - 年金資産運用状況説明書(投資方針、体制、運用内容、結果についての詳細な説明文書)

運用状況 (運用規制適用除外後:1996年度～)



運用実績 (2001年度～)



① 時間加重収益率 (報酬控除前)

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	12年平均	10年平均	5年平均
国内債券	0.94%	4.59%	-1.67%	2.30%	-1.51%	2.28%	3.15%	0.21%	3.98%	2.27%	3.09%	4.35%	1.98%	1.82%	2.77%
国内株式	-15.13%	-25.36%	52.63%	2.37%	47.74%	0.22%	-27.94%	-32.48%	31.93%	-8.01%	0.32%	23.99%	0.62%	5.44%	0.38%
外国債券	8.34%	14.58%	-0.04%	11.30%	8.98%	10.25%	-0.75%	-9.76%	6.33%	-4.52%	4.77%	16.68%	5.23%	4.04%	2.29%
外国株式	5.25%	-32.83%	28.10%	14.84%	29.10%	18.14%	-16.63%	-43.66%	46.00%	2.72%	-0.45%	28.19%	3.00%	7.27%	1.52%
資産合計	-2.71%	-11.94%	21.49%	5.62%	22.68%	5.62%	-9.88%	-18.37%	17.84%	-0.36%	2.30%	15.88%	3.20%	5.46%	2.59%

② ベンチマーク・リターン

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	12年平均	10年平均	5年平均
国内債券	0.95%	4.26%	-1.74%	2.09%	-1.40%	2.17%	3.36%	1.34%	2.04%	1.85%	2.77%	3.68%	1.77%	1.60%	2.33%
国内株式	-16.22%	-24.81%	51.13%	1.42%	47.85%	0.29%	-28.05%	-34.78%	28.47%	-9.23%	0.59%	22.88%	-0.27%	4.39%	-1.23%
外国債券	8.44%	15.47%	0.15%	11.32%	7.73%	10.24%	0.52%	-7.17%	0.18%	-7.54%	4.99%	17.73%	4.88%	3.53%	1.22%
外国株式	3.94%	-32.35%	24.70%	15.70%	28.52%	17.85%	-16.80%	-43.32%	46.75%	2.10%	-0.12%	28.16%	2.78%	7.05%	1.68%
複合BM	-3.54%	-12.64%	20.53%	5.65%	21.00%	5.66%	-9.84%	-19.29%	15.71%	-0.60%	2.57%	15.03%	2.56%	4.86%	1.84%

③ 超過リターン (①-②)

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	12年平均	10年平均	5年平均
国内債券	-0.01%	0.33%	0.08%	0.21%	-0.12%	0.11%	-0.22%	-1.13%	1.93%	0.42%	0.32%	0.67%	0.21%	0.22%	0.43%
国内株式	1.09%	-0.54%	1.50%	0.95%	-0.11%	-0.07%	0.12%	2.30%	3.46%	1.23%	-0.28%	1.11%	0.88%	1.05%	1.61%
外国債券	-0.10%	-0.90%	-0.19%	-0.02%	1.25%	0.01%	-1.27%	-2.58%	6.15%	3.02%	-0.22%	-1.05%	0.36%	0.51%	1.07%
外国株式	1.31%	-0.47%	3.40%	-0.86%	0.58%	0.29%	0.17%	-0.34%	-0.75%	0.62%	-0.33%	0.04%	0.22%	0.22%	-0.16%
資産合計	0.83%	0.70%	0.96%	-0.03%	1.69%	-0.03%	-0.04%	0.92%	2.13%	0.24%	-0.28%	0.84%	0.59%	0.52%	0.60%

運用報酬	0.12%	0.11%	0.13%	0.10%	0.09%	0.08%	0.09%	0.09%	0.12%	0.11%	0.12%	0.14%	0.11%	0.11%	0.12%
------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------

④ 超過累積リターン (①の累積リターン-②の累積リターン)

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
国内債券	-0.01%	0.32%	0.39%	0.62%	0.49%	0.61%	0.40%	-0.84%	1.28%	1.78%	2.20%	3.10%
国内株式	1.09%	0.35%	1.49%	2.42%	3.48%	3.38%	2.61%	4.12%	7.76%	8.20%	8.01%	10.81%
外国債券	-0.10%	-1.08%	-1.32%	-1.50%	0.12%	0.14%	-1.96%	-6.07%	3.06%	7.60%	7.64%	7.34%
外国株式	1.31%	0.38%	2.88%	2.55%	3.89%	4.97%	4.40%	2.05%	2.45%	3.18%	2.80%	3.64%
資産合計	0.83%	1.41%	2.52%	2.63%	5.04%	5.28%	4.70%	4.98%	7.99%	8.23%	8.10%	10.39%



この資料は、企業年金連合会の運用方針等について説明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。

この資料は、企業年金連合会の基本方針等の投資に対する考え方や政策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。これらを複製あるいは模倣して使用する場合、ご自身の責任において最終判断してください。複製または模倣あるいはそれに準ずる行為によって生じたあらゆる損害について、企業年金連合会は一切責任を負いません。

この資料には、企業年金連合会固有の情報や当連合会が信頼できると考えて引用した情報、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および完全性を保証するものではありません。これらの情報に基づき判断する場合には、あらためてご自身で確認の上、最終判断してください。これらの情報に基づき生じたあらゆる損害について、企業年金連合会は一切責任を負いません。

この資料の内容は、作成時点のものであり、今後予告なく変更されることがあります。

この資料は、企業年金連合会の著作物です。この資料を引用する場合は、事前に連絡のうえ出典元が企業年金連合会であることを明らかにしてください。

(参考)企業年金連合会HP「連合会の資産運用」のページ:
<http://www.pfa.or.jp/jigyo/shisan/index.html/>