

GPIF2019（令和元）年度業務概況書の読み方について（その 2）

リスクについて国民に対して丁寧に説明を行っていく必要がある

特任研究員 平井 一志¹

《要旨》

●GPIF は、去る 7 月 3 日に「2019 年度業務概況書」を公表したが、先立つ 5 月 28 日の参議院厚生労働委員会において、年金制度改正法案に対する附帯決議として、「国民が理解しやすい情報開示に努めるとともに、会計検査院から開示を求められていたストレステスト等の中長期のリスク情報については、GPIF の業務概況書に記載するなど少なくとも年一回は公表すること。」とされた。

●会計検査院は、2019 年 4 月の報告書において、「GPIF は、収益が減少するリスクについて国民に対して丁寧に説明を行っていく必要があることから、(略) ストレステストの結果等中長期のリスクについて継続して記載すること。」とした経緯がある。

●GPIF は、「2019 年度業務概況書」において、「運用リスク管理に関する基本的考え方等」として 5 頁にわたり説明を施すことにより、運用リスク情報の開示について改善に努めたが、その内容は、「リスクについて国民に対して丁寧に説明を行っていく必要がある」からはほど遠く、さらなる改善に努める必要があると思われる。

○ストレステスト

過去イベントを見るだけで、どのようなシナリオが公的年金の自主運用を脅かすかを特定し、隠されたリスクについて明らかにするには至っていない。

○オルタナティブ資産の分散効果とリスク管理

2019 年 4 月の会計検査院報告は、とりわけ、「オルタナティブ投資における透明性を確保するために、その収益、費用等の具体的な計数を含む運用状況について国民により丁寧に説明すること」を求めたが、一般論に終始しており、具体性がなく、内部収益率の低迷について、その要因分析を実施するには至っていない。

○基本ポートフォリオに基づくリスク管理

リスク管理の“建前”、および乖離許容幅管理のための“手続き”についての解説に止まり、複合ベンチマーク対比のパフォーマンスが、4 年度連続してマイナスの原因を究明し、是正措置を導出するには至っていない。

¹ 筆者は、信託銀行の公的年金運用部長、同システム子会社の役員を務めた後、平成 20 年 7 月から 26 年 3 月まで年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）の情報化統括責任者補佐官の任にあり、26 年 7 月から年金シニアプラン総合研究機構の特任研究員。平成 7 年から 7 年間に亘り日米包括経済協議の所産であるリミテッド・パートナーシップ（LPS）による内外投資顧問の年金福祉事業団資金運用事業参入スキームの立ち上げ、管理、清算のための国家プロジェクトに幹事信託銀行の責任者として参画。なお、本稿は、筆者の個人的な見解であり、属した組織あるいは属する組織の見解ではありません。

《目次》

1. はじめに
2. 年金制度改正法案に対する附帯決議
3. 運用リスク情報の開示についての会計検査院の所見
4. 2019年度業務概況書の「運用リスク管理に関する基本的考え方等」
5. 「ストレステスト」
 - (1) ストレステストとは
 - (2) リバース・ストレス・テスト
 - (3) 6 ケースの経済前提
6. 「オルタナティブ資産の分散効果とリスク管理」
 - (1) オルタナティブ資産保有銘柄
 - (2) マイナスで推移していた内部収益率
 - (3) “ブラックボックス化”に対する備え
 - (4) ガイドラインに基づく再点検の提案
7. 「基本ポートフォリオに基づくリスク管理」
8. まとめ

1. はじめに

年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）は、去る 7 月 3 日に「2019 年度業務概況書」を公表し、2019 年度の運用実績は、新型コロナウイルスの感染拡大の影響で 8 兆 2,831 億円の赤字であったとした。

「2019 年度業務概況書」を読むうえで、注目すべきポイントは、二つある。

第一のポイントは、2019（令和元）年度を最終年度とする、2015（平成 27）年度から 5 年間の GPIF の第 3 期の中期目標の期間における、運用実績とその評価についての総括である。

第二のポイントは、第 201 回通常国会の「年金制度の機能強化のための国民年金法等の一部を改正する法律案」の審議の過程において、「適切な措置を講ずるべきである」とされた、「業務概況書」の運用リスク情報の開示についての妥当性である。

本稿においては、第二のポイントである運用リスク情報の開示について、以下に、論点を整理することにする。

2. 年金制度改正法案に対する附帯決議

先ごろ、2020（令和 2）年 5 月 29 日に、第 201 回通常国会において、「年金制度の機能強化のための国民年金法等の一部を改正する法律」が成立し、2020（令和 2）

年 6 月 5 日に公布されたが、先立つ、2020（令和 2）年 5 月 28 日の参議院厚生労働委員会において、「年金制度の機能強化のための国民年金法等の一部を改正する法律案に対する附帯決議」として、つぎのとおり、「国民が理解しやすい情報開示に努めるとともに、会計検査院から開示を求められていたストレステスト等の中長期のリスク情報については、GPIFの業務概況書に記載するなど少なくとも年一回は公表すること。」とされた。

与党と野党が、ともに GPIF のリスク管理について、国民が理解しやすい情報の開示が不十分であると認識をしたことは重大であり、GPIF および厚生労働省は、かかる付帯決議を真摯に受け止め、是正措置を講ずる必要がある。

年金制度改正法律案に対する附帯決議から抜粋（下線太字筆者）

政府は、本法の施行に当たり、次の事項について適切な措置を講ずるべきである。

(略)

八、年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）等が管理・運用する年金積立金については、専ら被保険者の利益のために、長期的な観点から、安全かつ効率的に行うことから、市場の動向等を踏まえた適切なリスク管理を行うこと。また、国民が理解しやすい情報開示に努めるとともに、会計検査院から開示を求められていたストレステスト等の中長期のリスク情報については、GPIFの業務概況書に記載するなど少なくとも年一回は公表すること。なお、GPIFの経営委員会の委員構成など年金積立金の管理運用に関して、諸外国の実態にも倣い、被保険者の代表の意向が適切に反映されること等を念頭に置いた制度運営や見直しの検討を行うこと。

3. 運用リスク情報の開示についての会計検査院の所見

上記のとおり、年金制度改正法案に対する附帯決議の中に、「会計検査院から開示を求められていた」とあることから、2019（平成 31）年 4 月の会計検査院報告について、見てみることにする。

会計検査院は、2011（平成 23）年 12 月に参議院から、年金積立金の管理運用に係る契約の状況などについて会計検査を行い、その結果を報告するよう要請を受け、2012（平成 24）年 10 月に報告の経緯があるが、そのフォローアップを行うとともに、後の制度改正などによる年金積立金の管理運用に対する影響などについて検査を行い、取りまとめて、2019（平成 31）年 4 月 24 日に衆議院議長、参議院議長および内閣総理大臣に対して報告をしたのである。

会計検査院は、152 頁に及ぶ、その報告書「年金特別会計及び年金積立金管理運用独立行政法人で管理運用する年金積立金の状況等について」の所見において、「運用リスク情報の開示については、」として、つぎのとおり「GPIFは、収益が減少するリスクについて国民に対して丁寧に説明を行っていく必要があることから、(略) ストレステストの結果等中長期のリスクについて継続して記載すること。」、および「長期投資家の視点から VaR 等で示される短期的な損失の可能性に対してどのような対応を執ることとしているのかについて、(略) 国民に丁寧に説明すること」を求めた。

2019 (平成 31) 年 4 月の会計検査院報告書から抜粋 (下線太字筆者)

(※) 運用リスク情報の開示については、基本ポートフォリオの変更により株式の占める割合が増加するなどして、基本ポートフォリオの期待収益率のばらつき具合であるリスク (標準偏差) が大きくなるなどしており、GPIFは、収益が減少するリスクについて国民に対して丁寧に説明を行っていく必要があることから、29 年度の業務概況書に記載されている保有期間 1 年の VaR に加えて、ストレステストの結果等中長期のリスクについて継続して記載すること。また、長期投資家の視点から VaR 等で示される短期的な損失の可能性に対してどのような対応を執ることとしているのかについて、過去の事象等によるストレステストや株価の変化に伴う損益シミュレーション等の結果を踏まえるなどして国民に丁寧に説明すること

4. 2019 年度業務概況書の「運用リスク管理に関する基本的考え方等」

GPIF は、年金制度改正法案に対する附帯決議、あるいは会計検査院報告を踏まえて、「2019 年度業務概況書」に、つぎのとおり大項目として、「運用リスク管理に関する基本的考え方等」を掲げ、5 頁にわたり説明を施すことにより、運用リスク情報の開示について、その改善に努めた。

GPIF 「2019 年度業務概況書」の目次から抜粋

3 運用リスク管理に関する基本的考え方等
[1] 基本的考え方
[2] 基本ポートフォリオに基づくリスク管理
[3] オルタナティブ資産の分散効果とリスク管理
[4] 長期的な観点からのリスク管理
① ストレステスト

② 長期的なリスク管理手段としての ESG
③ 予定積立金額の確保
(コラム) 新型コロナウイルス (COVID-19) 感染拡大

ちなみに、「2018 (平成 30) 年度業務概況書」においては、つぎのとおり、大項目の「運用実績」の内訳として、「運用リスク管理」を取り上げたに過ぎず、コラムを含む説明文は、3 頁であり、ストレステストについては言及していない。

GPIF「2018 (平成 30) 年度業務概況書」の目次から抜粋

2 運用実績
(略)
[3] 運用リスク管理
(コラム) 国別に分類した投資額
資産構成割合、トラッキングエラー及び VaR

以下、「2019 年度業務概況書」の大項目「運用リスク管理に関する基本的考え方等」の内訳である中項目、および小項目の記載内容が、リスクについて国民に対して丁寧に説明を行っているかの観点から、十分であるかを検証することにする。

5. 「ストレステスト」

先ず以て、附帯決議において、「会計検査院から開示を求められていたストレステスト等の中長期のリスク情報については、GPIFの業務概況書に記載するなど少なくとも年一回は公表すること。」とされた、「ストレステスト」について、その記載内容を検証することにする。

GPIFは、「2019年度業務概況書」において、新たに大項目として「運用リスク管理に関する基本的考え方等」を掲げ、中項目の「長期的な観点からのリスク管理」の一つとして、「ストレステスト」について、つぎのとおり説明を施している。

GPIF「2019年度業務概況書」から抜粋 (下線太字筆者)

① ストレステスト
先に述べた様々なリスク指標のうち、ストレステストは、マーケットに大きな変動が発生した際に生じる収益や資本へのインパクトを計測し、必要に応じて適切な対策を講じるための手段を検討するための手法の一つであり、一般的には、マーケットの変動に

よる一時的な影響を把握するためのものとされています。

一方で、年金積立金の運用は、長期的な観点から安全かつ効率的に行うことが重要であり、そのような観点からは、中長期のリスク管理がより大切になります。このため、GPIF では、海外の年金基金等の事例を参考に、ストレステストを行う場合にも、一時的な影響を把握するだけでなく、中長期的にどのような影響が生じるかという点を重点的に分析しています。2019年度については、新しい基本ポートフォリオを用いたストレステストを実施しました。ストレステストでは、客観性を確保するために過去のシナリオを用いており、具体的には、大幅な下落幅となったリーマン・ショックと、市場の回復が遅かったITバブル崩壊シナリオを用いています。その結果、いずれのシナリオについても、市場運用開始からの実質的な運用利回りに一時的な影響はあるものの、その後は市場が回復し、数年後には期待される水準まで運用利回りが回復する結果になりました。

(1) ストレステストとは

ところで、中央銀行をメンバーとする国際決済銀行（BIS）は、2000（平成12）年3月8日公表のレポート「大規模金融機関におけるストレステスト：ストレステストの現状とテスト結果の集計に関する論点」において、「「ストレステスト」とは、例外的ではあるが蓋然性のあるイベントに対して金融機関がどの程度脆弱であるかを測定する様々な手法の総称として用いられる。」とし、「インタビューされた金融機関の大半は、ストレステストをバリュアット・リスク（VaR: Value-at-Risk）を補完するものとして位置付けている。バリュアット・リスクは、特定の保有期間と信頼水準を設定することにより、発生し得る損失の上限を確率的に示すものとして利用されている（例えば、「99%信頼水準で1日のうちに発生し得る最大損失」のように示される）。金融機関は、ポートフォリオ構成が持つ潜在的なリスクを事前に評価するため、また、部門別にみたリスク調整後のパフォーマンスを事後的に評価するために、バリュアット・リスクを採用している。」（日本銀行仮訳）とした経緯がある。

(2) リバース・ストレス・テスト

その後、2008（平成20）年9月15日のリーマン・ショックを契機として世界規模の金融危機が発生したが、国際決済銀行は、危機以前に行われていた「ストレステスト」についての課題・問題点を洗い出し、「健全なストレステスト実務及びその監督のための諸原則」と題するレポートを、2009（平成21）年5月に公表した。

そして、9番目の原則として、「9. ストレステストは、損失の規模や評判の喪失を通じて、最も大きな損害が出るであろうイベントを含む、様々な厳しさのものを取

上げるべきである。ストレス・テスト・プログラムはまた、どのようなシナリオが銀行の存続可能性を脅かすか（リバース・ストレス・テスト）を特定し、それにより隠されたリスク及び様々なリスク間の相互作用を明らかにすべきである。」を掲げたのである。

なお、「リバース・ストレス・テストとは、特定のストレステスト結果（例えば、規制上の最低自己資本比率を下回ることや流動性の枯渇、支払不能）を想定し、どのようなイベントが発生すればそうした結果に陥るかを問うものである。」とした（日本銀行仮訳）。

はたまた、同じく危機以前に行われていた「ストレステスト」について、日本銀行は、2017（平成 29）年 10 月公表の報告書「ストレステストとシナリオ分析」において、形骸化したストレステストとして、「過去の幾つかのショック時の変動を形式的に想定するだけのものであった。」とするとともに、金融危機の教訓として、「より具体的には、過去イベントをみるだけでなく、「フォワード・ルッキングな視点」を持って、将来のリスクに備える。」ことの必要性を訴えた経緯がある。

事ほど左様に、「ストレステスト」については、リーマン・ショックなど過去の幾つかのショック時の変動を形式的に想定するだけではなく、どのようなイベントが発生をすれば、たとえば、年金財政上予定された収益を下回ることにより、将来の保険料率の引上げや給付の引下げを検討しなければならないのか、あるいは流動性の枯渇により、給付のための資金繰りが困難になるのかを特定し、それにより隠されたリスクを明らかにする必要がある（リバース・ストレス・テスト）。

GPIF は、年金福祉事業団の資金運用事業を承継した承継資金運用業務の 2011（平成 23）年 4 月 1 日の終了により、承継勘定に属していた累積利差損（繰越欠損金）、2 兆 9,907 億円の損失処理を余儀なくされた事実について、思い起こす必要があるのではないだろうか。

あるいは、2010（平成 22）年 4 月からの第 2 期の「中期計画」において、寄託金償還ほか、年金給付などに必要な流動性の確保のための機能強化として、2 兆円の短期借入金の導入を謳い、その実現に向けて腐心した事実について、思い起こす必要があるのではないだろうか。

しかしながら、GPIF は、「2019 年度業務概況書」において、“リーマン・ショック”と“IT バブル崩壊”シナリオを用いて、マーケットの変動による一時的、および中長期的な影響について分析し、「いずれのシナリオについても、市場運用開始からの実質的な運用利回りに一時的な影響はあるものの、その後は市場が回復し、数年後には期待される水準まで運用利回りが回復する結果になりました。」と結論付けたのみであり、どのようなシナリオが公的年金の自主運用を脅かすか（リバース・ストレス・テスト）を特定し、それにより隠されたリスクあるいは様々なリスク間の相互作用について明らかにするには至っていない。

ちなみに、企業年金連合会は、「2018年度（平成30年度）年金資産運用状況説明書」において、「政策アセットミックスの検証と見直し」に係わる<検証結果（2019年3月末時点）>として、「ストレステスト結果」について掲載しているが、そのシナリオは、過去イベントのみではない。

すなわち、「マイナス50%の世界株式暴落」、「1ドル70円、1ユーロ80円の円高」あるいは「長期金利3%へ上昇」といった、「フォワード・ルッキングな視点」からのシナリオに基づく、言わば、「リバース・ストレステスト」を実施しており、大いに参考になる。

企業年金連合会「2018年度年金資産運用状況説明書」ストレステスト結果より筆者作成

視点	シナリオ
過去の幾つかのショック (過去イベント)	ブラックマンデー87/1-12
	ブラックマンデー87/10-12
	ITバブル崩壊 00/4-03/3
	世界金融危機 07/4-09/3
フォワード・ルッキングな視点	世界株式暴落 (-50%)
	円高 (\$70円、€80円)
	長期金利3%へ上昇

(3) 6ケースの経済前提

そもそも、2019年財政検証においては、まさしく「フォワード・ルッキングな視点」を持って、技術進歩などの全要素生産性（TFP）上昇率を軸とした、6ケースの経済前提が設定されたのである。

そして、本年4月スタートの第4期の「中期目標」では、経済前提のすべてのケースの実質的な運用利回りに対応する値として、ケースⅢの、1.7%が運用目標として設定されたことを踏まえ、GPIFは、基本ポートフォリオの策定に際して、賃金上昇率の前提となる経済シナリオとして、ケースⅢを用い、期待リターンを設定した経緯がある。

したがって、「過去イベントをみるだけでなく、「フォワード・ルッキングな視点」を持って、将来のリスクに備える。」との観点からは、ケースⅢのみならず、2019年財政検証において設定した、経済前提のすべてのケースについて、シミュレーションを実施して然るべきである。

ところで、2019年財政検証においては、2028年度までの足下の経済前提を、内閣府の中長期試算に準拠して、「成長実現ケース」と、「ベースラインケース」の二とおりとしている。

おって、内閣府が、先ごろ9月8日に発表をした、2020年4～6月期の国内総生産

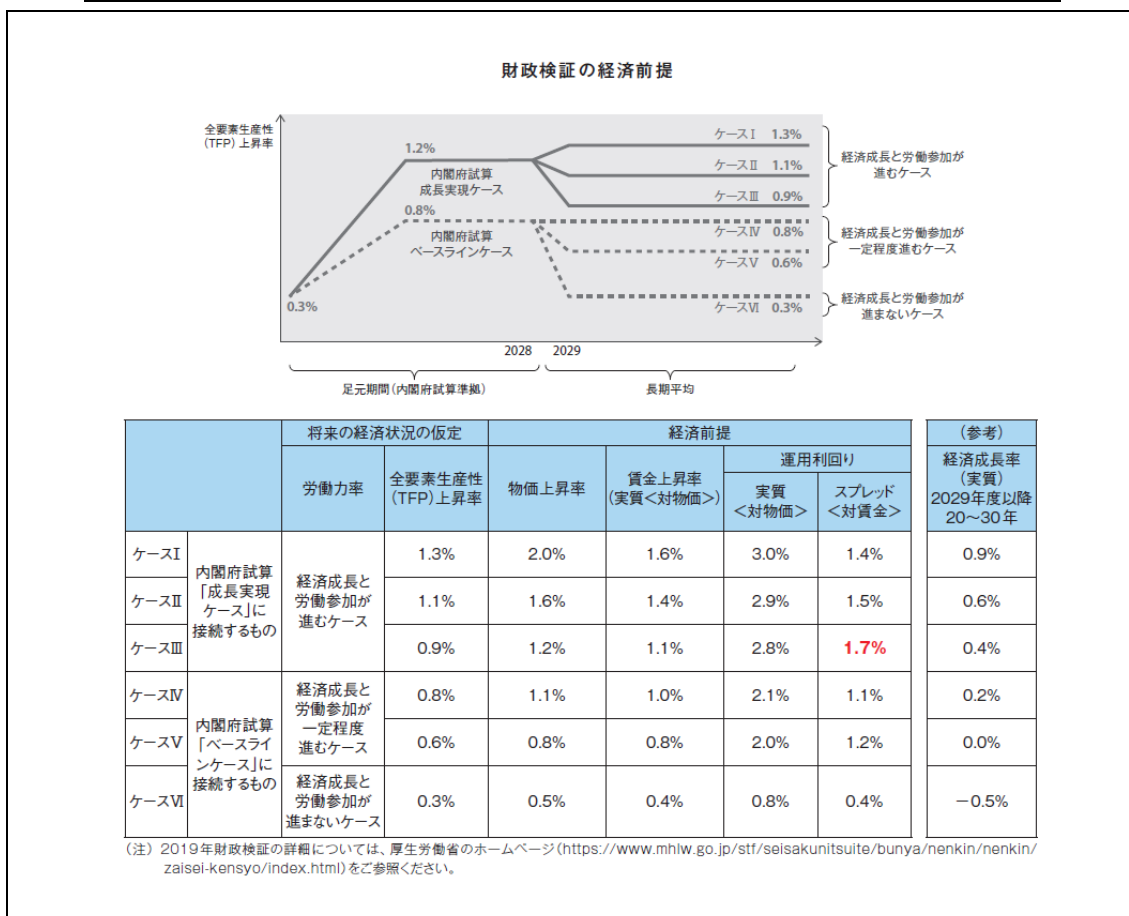
(GDP) 改定値は、物価変動の影響を除いた実質の季節調整値で、1～3月期から、7.9%マイナス、年率換算で、28.1%マイナスとなったのであり、新型コロナウイルスの感染拡大により、リーマン・ショック後の2009年1～3月期における、年率17.8%マイナスを超える、戦後最大の落ち込みとなった。

したがって、内閣府試算の「ベースラインケース」に接続するものとして将来展開をした、ケースIV、V、あるいはVIの経済前提についても検討して置く必要性が出て来たのであり、ケースIIIのみを前提とした「ストレステスト」では、事足らないことになる。

そして、新たな危機の一つに、新型コロナウイルスの感染拡大により一層深刻化した、世界が米国陣営と中国陣営に分かれる、米中のデカップリングがある。

事ほど左様に、リーマン・ショックおよびITバブル崩壊を想定しただけの、今般「2019年度業務概況書」における「ストレステスト」は、会計検査院の改善要求を満たすものではなく、「フォワード・ルッキングな視点」を持って、将来のリスクに備える必要があると思われる。

GPIF「2019年度業務概況書」の「基本ポートフォリオ策定の背景」60頁より



2019年財政検証に用いる経済前提における内閣府の試算の取扱いについてより

3. 具体的な経済前提の設定について

(1) 2028年度までの足下の経済前提を内閣府の中長期試算(7月試算)に準拠して設定する場合、次の通り成長実現ケース、ベースラインケースの2通りを設定

○内閣府 成長実現ケースに接続するケース(ケースI~ケースIII)

年度	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
物価上昇率(※1)	0.7%	0.8%	1.0%	1.4%	1.7%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
賃金上昇率(実質<対物価>)(※2)	0.4%	0.4%	0.4%	0.8%	1.2%	1.3%	1.4%	1.3%	1.3%	1.3%
運用利回り(※3)	実質<対物価>	1.0%	0.9%	0.7%	0.3%	0.0%	▲0.3%	0.0%	0.3%	0.5%
	スプレッド<対賃金>	0.6%	0.5%	0.3%	▲0.5%	▲1.2%	▲1.6%	▲1.4%	▲1.0%	▲0.8%
(参考)全要素生産性(TFP)上昇率	0.4%	0.6%	0.8%	1.0%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%

○内閣府 ベースラインケースに接続するケース(ケースIV~ケースVI)

年度	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
物価上昇率(※1)	0.7%	0.8%	0.7%	0.7%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
賃金上昇率(実質<対物価>)(※2)	0.4%	0.4%	0.1%	0.3%	0.5%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
運用利回り(※3)	実質<対物価>	1.0%	0.9%	1.0%	1.0%	0.7%	0.6%	0.7%	0.9%	0.8%
	スプレッド<対賃金>	0.6%	0.5%	0.9%	0.7%	0.2%	▲0.1%	0.0%	0.2%	0.1%
(参考)全要素生産性(TFP)上昇率	0.4%	0.6%	0.7%	0.7%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%

(※1) 内閣府「中長期の経済財政に関する試算」の公表値は年度ベースであるが、年金額の改定等に用いられる物価上昇率は暦年ベースである。上表は暦年ベースである。
 (※2) 賃金上昇率は、内閣府試算に準拠して労働生産性上昇率を基に設定。
 (※3) 運用利回りは、内閣府試算の長期金利に、内外の株式等の分散投資による効果を加味し、長期金利上昇による国内債券への影響を考慮して設定。

6. 「オルタナティブ資産の分散効果とリスク管理」

GPIFは、「2019年度業務概況書」において、大項目「運用リスク管理に関する基本的考え方等」の内訳として、「オルタナティブ資産の分散効果とリスク管理」を取り上げ、つぎのとおり説明を施している。

GPIF「2019年度業務概況書」から抜粋(下線太字筆者)

[3] オルタナティブ資産の分散効果とリスク管理

インフラストラクチャー、プライベートエクイティ、不動産などを投資対象とするオルタナティブ資産は、伝統的な投資対象である上場株式、債券とは異なるリスク・リターン特性を有しており、株式市場等の価格変動の影響を受けにくいことから、これをポートフォリオに組み入れることにより、分散効果が期待できるとともに、運用の効率性向上に資すると考えられます。

こうしたことから、GPIFでは、2017年度よりオルタナティブ資産運用の充実を図っていますが、それぞれの投資対象に固有の専門性を求められることから、リスク管理面においても、伝統的資産と共通する項目のほか、オルタナティブ投資で特に必要とされる項目もあります。

GPIFでは、この間、GPIF全体のリスク管理部門とオルタナティブ投資室との協働を進めることで、きめ細やかなリスク管理を可能とするなどの体制整備を進めてきましたが、引き続き、網羅的かつきめ細やかなリスク管理に向けた取組を進めていきます。

(1) オルタナティブ資産保有銘柄

GPIFは、「2019年度業務概況書」において、つぎの表-1のとおり、2020年3月末のオルタナティブ資産保有銘柄の時価総額について、インフラストラクチャー投資の合計は、5,451億円、プライベートエクイティ投資は、185億円、および不動産投資の合計は、3,808億円であり、総計は、9,444億円としている。

ただし、「2019年度業務概況書」は、キャピタルコール方式に基づくコミットメント（投資誓約）の未消化残高を記載していない。

流動性リスクを管理する観点から、片手落ちであると言わざるを得ない。

(注) キャピタルコール方式とは、投資先企業を発掘し、資金需要が発生した時点で資金拠出すること。

表-1 オルタナティブ資産保有銘柄 (2020年3月末)

インフラストラクチャー	時価総額
STEPSTONE G INFRASTRUCTURE OPPORTUNITIES, L.P.	2,308億円
GLOBAL ALTERNATIVE CO-INVESTMENT FUND I	1,547億円
PANTHEON G INFRASTRUCTURE OPPORTUNITIES LP	1,013億円
DG INFRASTRUCTURE, ILP	313億円
DG INFRASTRUCTURE OPPORTUNITIES L.P.	270億円
(インフラストラクチャー合計)	(5,451億円)
プライベートエクイティ	時価総額
GLOBAL ALTERNATIVE CO-INVESTMENT FUND II	185億円
(プライベートエクイティ合計)	(185億円)
不動産	時価総額
CBRE GIP G REAL ESTATE INVESTMENTS, LP	2,409億円
MUTB G REAL ESTATE FUND	1,399億円
(不動産合計)	(3,808億円)
総計	9,444億円

GPIF初のオルタナティブ投資は、2014（平成26）年2月に、自家運用で、カナダ・オンタリオ州公務員年金基金および日本政策投資銀行との共同投資協定に基づき

投資を開始した、インフラストラクチャーの外貨建て投資信託受益証券「GLOBAL ALTERNATIVE CO-INVESTMENT FUND I」である。

なお、自家運用では、2015年 6月から、世界銀行グループの国際金融公社および日本政策投資銀行との共同投資協定に基づき、プライベートエクイティに投資する外貨建て投資信託受益証券「GLOBAL ALTERNATIVE CO-INVESTMENT FUND II」を保有している。

(2) マイナスで推移していた内部収益率

運用リスク情報の開示について、「収益が減少するリスクについて国民に対して丁寧に説明を行っていく必要がある」とした、2019（平成 31）年 4 月の会計検査院報告は、オルタナティブ投資についても、つぎのとおり所見を述べている。

すなわち、自家運用の 2 ファンドの内部収益率がマイナスで推移していたことに懸念を抱いて、「オルタナティブ投資における透明性を確保するために、その収益、費用等の具体的な計数を含む運用状況について国民により丁寧に説明すること」としているのである。

2019（平成 31）年 4 月の会計検査院報告書から抜粋（下線太字筆者）

(オ) オルタナティブ投資については、おおむね想定した収益が得られているとしているものの、費用等が先行して発生するという特徴から自家運用による 2 ファンドの内部収益率がマイナスで推移し、1 ファンドのみ 29 年度までに収益が生じている状況を踏まえて、オルタナティブ投資における透明性を確保するために、その収益、費用等の具体的な計数を含む運用状況について国民により丁寧に説明すること

運用開始から 2019（令和元）年度末までの、自家運用の 2 ファンドについての円建ての内部収益率は、表-3 のとおりであり、2014 年 2 月以来のインフラストラクチャーの外貨建て投資信託受益証券は、2.76%、2015 年 6 月以来のプライベートエクイティの外貨建て投資信託受益証券は、2.85%である。

(注) 内部収益率は、投資期間における投資対象ファンドのキャッシュフローの規模やタイミングの影響を考慮して求めた収益率。

表－2 オルタナティブ資産保有銘柄の時価総額

	自家運用	
	インフラストラクチャー	プライベートエクイティ
2013（平成25）年度末	2億円	
2014（平成26）年度末	55億円	
2015（平成27）年度末	814億円	19億円
2016（平成28）年度末	964億円	42億円
2017（平成29）年度末	1,467億円	82億円
2018（平成30）年度末	1,448億円	143億円
2019（令和元）年度末	1,547億円	185億円

表－3 オルタナティブ投資に係る内部収益率（円建て）

	自家運用	
	インフラストラクチャー	プライベートエクイティ
2013（平成25）年度末	－11.04%	
2014（平成26）年度末	－26.70%	
2015（平成27）年度末	－0.20%	－47.89%
2016（平成28）年度末	－3.48%	－14.31%
2017（平成29）年度末	1.68%	－9.57%
2018（平成30）年度末	0.99%	3.03%
2019（令和元）年度末	2.76%	2.85%

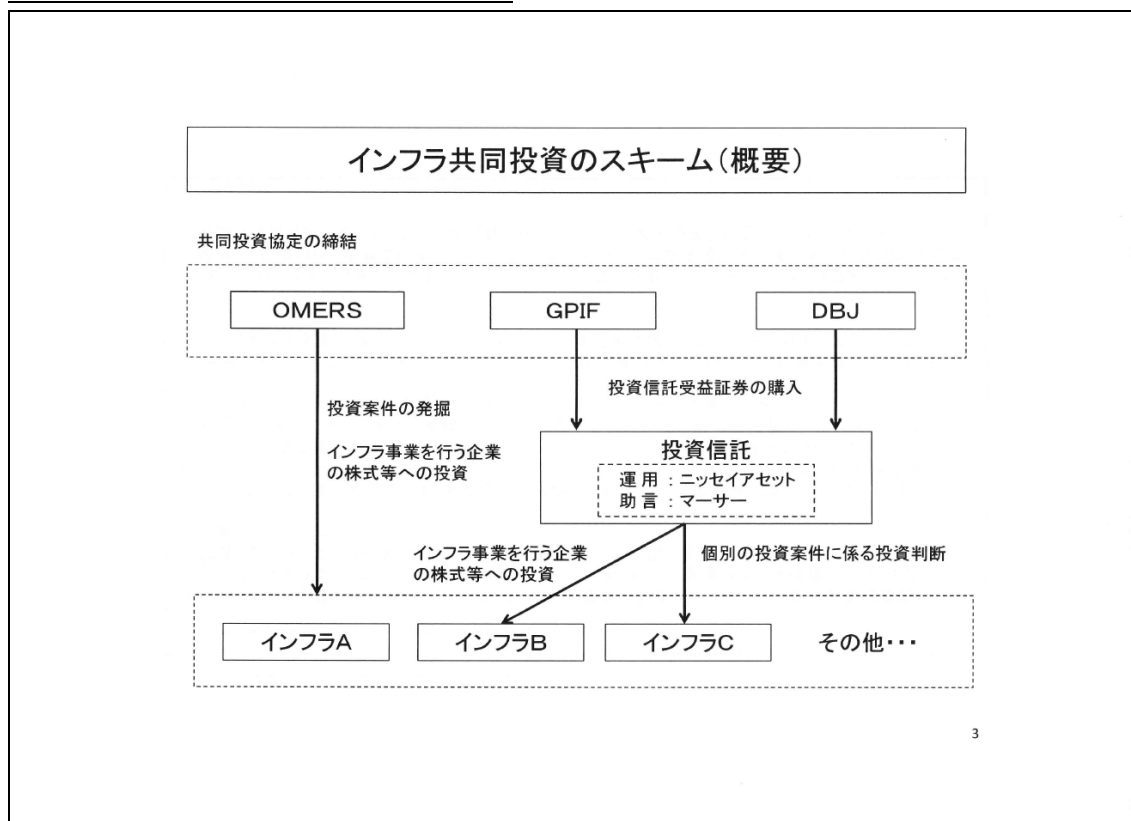
（注）内部収益率は小数点第3位を四捨五入して表示している。

内部収益率は運用開始以来の計数である。

ところで、GPIFは、日本政策投資銀行（DBJ）、およびカナダのオンタリオ州公務員年金基金（OMERS）との共同投資協定に基づき、インフラストラクチャーへの投資を開始するに先立ち、2014（平成26）年2月28日付プレスリリース文「国内外の機関投資家との共同投資協定に基づくインフラ投資の開始について」において、「インフラ投資は、電力送電、ガスパイプライン、鉄道などから、長期にわたり安定した利用料収入等を見込む投資である。長期の投資家にとっては、① 安定したインカムゲインが得られる点で債券に類似したキャッシュフローを持っている、② 利回りが一般の債券より高い、③ 株式市場等の価格変動の影響を受けにくい、といったメリットがあり、海外の年金基金などでは有力な運用手法となっている。」としたうえで、「オンタリオ州公務員年金基金（OMERS）のインフラ投資の収益率 11.0%（2009-13年の年

率、現地通貨ベース)」と付記した。

GPIF 平成 26 年 2 月 28 日付プレスリリース「国内外の機関投資家との共同投資協定に基づくインフラ投資の開始について」より



そして、また、2014（平成 26）年 7 月 18 日に開催の第 44 回独立行政法人評価委員会年金部会において、委員の一人から、「現時点でどのぐらいのリターンを見込まれていて、あるいはこういうことを導入するに当たり、かなりコストがかかるようなスキームになっているのではないかと思います。どのぐらいのコストを見込んでいるのか。」と問われた、GPIF の調査室長が、「まずリターン目線ですけれども、実はこれも具体的な数字については、実際にはカナダの年金がどういうプライシングをするかということと密接に関係する話になります。なかなかきちんとした数字は申し上げられないのですが、大体 1 桁台の後半部分ぐらいが、キャッシュイールドの目線と御理解いただければということです。あとはコストですけれども、こういうインフラの投資をするに当たって、通常はオーストラリアとかでよくあるような、いわゆるファンド投資という形があります。そういう所に払う実際のフィーと比べれば、同じ年金という集まりの共同投資の枠組みを使っているということで、全体としても、かなりフィーの面でも安い形にはなっています。ただ、このフィーの水準についても、実は個別の運用機関のフィーと同じで、その数字はこの場では控えさせていただきます。かなり安い水準には仕

上がっているということで御理解ください。」と回答している。

はたまた、2014（平成26）年2月28日のブルームバーグのニュースが、GPIF調査室長の発言として、インフラ投資は、基本ポートフォリオでは外債に区分され、外債の平均的な期待収益率と流動性リスクプレミアムを合わせて、一桁台後半のリターンを期待していると、報じた経緯がある。

したがって、GPIFは、インフラストラクチャーへの投資を開始するに先立ち、“1桁台の後半”のリターンを見込んでいたものと思われる。

ちなみに、OMERS（オンタリオ州公務員年金基金）の「2019 ANNUAL REPORT」によると、インフラストラクチャー資産に係わる2019年のネットの収益率は、8.7%であり、3年間の平均は、10.5%である。

ところが、GPIFの場合には、インフラストラクチャーへの投資開始から6年が経過をしたにもかかわらず、その資産に係わる円建ての内部収益率は、2.76%に止まっているのである。

かくも収益率が低迷の要因は、何なのか。

つぎのような要因が、考えられる。

① 投資信託の設定費用、あるいは運営費用によるものなのか。

② 為替評価損失によるものなのか。

③ 投資信託を用いた重層的なスキームによる非効率、すなわち高額な手数料によるものなのか。

④ そもそも、Jカーブ効果によるものなのか。

（注）GPIFは、「2019年度業務概況書」のコラム、「PEファンド投資におけるJカーブ」において、「GPIFが行うPEファンドへの投資では、一般的にファンドの投資損益が投資開始初期の数年間マイナス（損失）となり、その後徐々に利益が増加していきます。累計の損益額を年毎にグラフ化した形がアルファベットのJに似ていることから、「Jカーブ」と呼ばれています。」とし、さらに「ファンド運用には様々な経費がかかりますが、当初の損益に直結するのがファンドの組成費用です。PEでは投資対象の業種や所在国の法規制・税制が多岐に亘るため、法律・会計・税務等の専門家に支払うコストがかかります。」としている。

⑤ あるいは、新規の投資スキーム参加（プライマリー）ではなく、既存のスキーム（セカンダリー）への追加投資であったためなのか。

（注）一般的に、セカンダリー投資の場合には、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を期待することが出来るとされるが、情報の非対称性から、不利益を被る恐れもある。

したがって、GPIFは、「2019年度業務概況書」の「オルタナティブ資産の分散効

果とリスク管理」において、これらを念頭に、内部収益率の低迷に係わる要因分析を実施し、その結果について、収益、費用などの具体的な計数を用い、丁寧に説明をして然るべきである。

しかしながら、要因分析についての記載は、見当たらない。

(3) “ブラックボックス化” に対する備え

ところで、投資信託を用いた重層的なスキームによる非効率については、会計検査院の報告に、つぎのような気になる記載がある。

2019（平成31）年4月の会計検査院報告書から抜粋（下線太字筆者）

上記の自家運用による2ファンドは、GPIF法で自家運用の投資対象として当時認められていた投資信託へ投資する形で、それぞれ25年度、27年度から運用が開始されたものである。28年7月25日の第39回社会保障審議会年金部会の資料によれば、投資信託を活用する仕組みは機関投資家によるオルタナティブ投資としては特殊な方法であり、投資信託からファンド・オブ・ファンズに投資する場合には、高額な手数料が生じているなどの課題があるとされている。また、GPIFは、手数料を低減すべく別のスキームへの移行を検討したものの、スキームの変更は共同投資家の同意を必要とするものであり、変更の打診をしたが賛同を得ることができなかつたとしている。

ここに、「手数料を低減すべく別のスキームへの移行を検討したものの、スキームの変更は共同投資家の同意を必要とするものであり、変更の打診をしたが賛同を得ることができなかつたとしている。」とは、まさしくプロ市場における拙速なスキームの構築が招いた、取り返しのつかない事態であり、慎重な専門家の注意義務（法第十一条第二項）が問題になるのではないだろうか。

（注）年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）は、金融商品取引法第二条に規定する内閣府令で定める、有価証券に対する投資に係わる専門的知識および経験を有する、適格機関投資家（プロ）である。

原則として、規制当局による投資家保護の対象ではない、すなわち、共存共栄、弱者保護ではなく、弱肉強食のプロ市場において、参加者は、当然に、十分な情報収集・分析能力、交渉能力があり、情報の非対称性の問題は存在しないか、存在するとしても、交渉において解消が可能であると見なされてしまうことから、プロ市場における投資スキームの構築においては、当初契約に係わる締結交渉が、極めて重要であ

り、契約リスクあるいは法務リスクに対して備えることが、必要不可欠である。

とりわけ、重層的なスキームにおいて懸念されるのは、輻輳した機密保持契約（Non-Disclosure Agreement）、機密保持条項による、スキームの“ブラックボックス化”である。

機密保持契約においては、機密の対象を特定の必要があるものであり、機密保持契約があるからと、すべての情報について、第三者非開示とするのは、過剰防衛と言わざるを得ない。

昨年2019（平成31）年4月の会計検査院報告にもかかわらず、オルタナティブ投資の収益、費用などの具体的な計数を含む運用状況について、いまだ以て丁寧な説明が施されていない原因が、かかるスキームの“ブラックボックス化”にありはしないか、懸念されるところである。

“ブラックボックス化”に対する備えは、オルタナティブ投資において必要不可欠なリスク管理項目であり、投資スキーム構築の初期段階から、契約リスクあるいは法務リスクに対して十二分に備えて置く必要がある。

GPIFは、今般「2019年度業務概況書」の「オルタナティブ資産の分散効果とリスク管理」についての説明文の中で、「リスク管理面においても、伝統的資産と共通する項目のほか、オルタナティブ投資で特に必要とされる項目もあります。」とし、別途「オルタナティブ資産の運用」と題する解説頁において、追加的な説明を施しているが、一般論に終始しており、“ブラックボックス化”に対する備えについての言及は無い。

会計検査院報告において、「オルタナティブ投資における透明性を確保する」ことを求められたGPIFが、一年半近く経過してなお、いまだに、「収益、費用などの具体的な計数を含む運用状況について」開示をしない、あるいは開示することが出来ないのは尋常ではない。

透明性の確保は、オルタナティブ投資における根本命題であることから、GPIFは、それぞれのスキームについて、何が情報開示の障害となっているかについて詳らかにし、リスク対応策を検討する必要があると思われる。

おって、海外では、リーマン・ショック前後の金融危機以降、欧州のオルタナティブ投資ファンドマネージャー指令（AIFMD）あるいは米国のドッド・フランク法などプロ向けファンドに係わる規制が強化され、透明性の確保が図られた（詳細については、平成29年3月28日付拙稿調査研究レポート「GPIF改革成功のカギは、透明性の確保にあり」参照）。

ちなみに、米国においては、ドッド・フランク法で監視強化の権限を得た米証券取引委員会（SEC）による調査の結果、プライベートエクイティ投資会社の大半で、違法な手数料の徴収やコンプライアンス（法令遵守）の重大な欠陥が認められたとされている（2014年5月7日付ブルームバーグニュース）。

なお、500を超える世界の機関投資家が参加するプライベートエクイティに投資する国際的な機関投資家のネットワークキングのための会員組織である、ILPA

(Institutional Limited Partners Association) は、2009年9月に公表した“Private Equity Principles” (プライベートエクイティ原則) において、3つの守るべき原則として、Alignment of Interest (利害の一致)、Governance (ガバナンス) および Transparency (透明性) を掲げるとともに、報酬報告書テンプレート (Fee Reporting Template) を公表している。

ところで、わが国においては、プロ向けファンド (適格機関投資家等特例業務を行うファンド) に関する規制は、金融商品取引法の制定時に導入されたが、届出制、かつ簡素な行為規制とされたことから、投資家に被害を与えるケースが後を絶たず、制度見直しの提言・建議が出されたものの、プロ間の自由な取引を阻害することになるとして、反対する意見もあり、漸く2016 (平成28) 年 3月 1日から、プロ向けファンドに関する「金融商品取引法の一部を改正する法律」および関連する政令、内閣府令が施行されることになり、改正法において、特例業務届出者は、より広く行為規制に服するものとされた。

(4) ガイドラインに基づく再点検の提案

ところで、厚生労働省は、2017 (平成29) 年11月 8日に、「確定給付企業年金に係る資産運用関係者の役割及び責任に関するガイドラインについて (通知)」を改正して、つぎのとおり「オルタナティブ投資を行う場合の留意事項」を新設し、平成30年 4月 1日から適用することとした経緯がある。

「確定給付企業年金に係る資産運用関係者の役割及び責任に関するガイドラインについて (通知)」から抜粋

(オルタナティブ投資を行う場合の留意事項)

- オルタナティブ投資 (株式や債券等の伝統的な資産以外の資産への投資又はデリバティブ等の伝統的投資手法以外の手法を用いる投資) を行う場合は、運用の基本方針に以下の事項を定めなければならない。
 - ① 当該オルタナティブ投資を行う目的
 - ② 政策的資産構成割合における当該オルタナティブ投資の位置付けとその割合
 - ③ 当該オルタナティブ投資に固有のリスク (例えば、流動性リスク) に関する留意事項
- オルタナティブ投資に係る運用受託機関の選任に当たっては、以下の事項に留意しなければならない。
 - ア 当該運用受託機関の組織体制に関する事項

(例)

- ・ 組織の概況、意思決定プロセスの流れ
- ・ コンプライアンス（法令及び運用ガイドラインの遵守状況）等の内部統制体制
- ・ 監査体制（内部監査、外部監査）
- ・ 一般に適正と認められる認証基準等の取得状況

イ 当該運用受託機関の財務状況等に関する事項

(例)

- ・ 財務状況の推移
- ・ 運用受託実績等の推移
- ・ 一般に適正と認められる格付機関等による評価状況

- オルタナティブ投資に係る運用受託機関が用いる運用戦略については、以下の事項を参考にしつつ、運用受託機関に対し、当該運用戦略の内容等についての説明を求め、その内容を確認しなければならない。

(共通事項)

ア 当該運用戦略のリターンの源泉

イ 当該運用戦略のリスク

ウ 当該運用戦略の時価の算出の根拠、報告の方法

エ 当該運用戦略に関し情報開示を求めた場合の態勢

オ 当該運用戦略に係る運用報酬等の運用コスト

(個別運用戦略)

ア 外国籍私募投資信託等、海外のファンドを用いた投資を行う場合

・ ファンド監査の有無

- ・ 当該運用受託機関と資産管理機関及び事務処理機関との役員の兼職等の人的関係や資本関係

イ 先物取引、オプション等のデリバティブ（金融派生商品）を用いた投資を行う場合

- ・ レバレッジ（先物取引、オプション等を利用し、少額の投資でより多くのリターンを目指す運用手法）によるリスク

ウ 証券化の手法を用いた戦略に投資を行う場合

- ・ 当該戦略の仕組み（原資産の特性を含む）とそれに内在するリスク

エ 異なる複数のヘッジファンド（様々な投資手法を用いてリスクを抑えつつ、絶対的収益を目指す運用手法を採用するファンド）に投資する運用戦略（ファンド・オブ・ヘッジファンズ）に投資を行う場合

- ・ それぞれの運用戦略の相関関係

オ 未公開株式や不動産等に投資する場合

・ 換金条件等の流動性に関する事項

たとえば、GPIFの自家運用のインフラストラクチャーの外貨建て投資信託において、GPIFは、運用受託機関に対し、時価の算出の根拠、報告の方法について説明を求め、その内容を確認しているのでしょうか。

運用戦略に関し情報開示を求めているのでしょうか。

運用コストについて説明を求め、その内容を確認しているのでしょうか。

ファンド監査は、実施されているのでしょうか。

したがって、オルタナティブ投資における透明性を確保するために、運用状況について国民により丁寧に説明する観点から、GPIFが、かかるガイドラインに基づいて、現行のスキームを再点検し、課題・問題点を洗い出し、公表することを提言致したい。とりわけ重要なのは、契約書および付属文書の再点検である。

すべての契約書および付属文書について、徹底した再点検を実施し、リスクを洗い出す必要があると思われる。

7. 「基本ポートフォリオに基づくリスク管理」

GPIFは、「2019年度業務概況書」において、大項目「運用リスク管理に関する基本的考え方等」の内訳として、「基本ポートフォリオに基づくリスク管理」を取り上げ、つぎのとおり説明を施している。

GPIF「2019年度業務概況書」から抜粋（下線太字筆者）

[2] 基本ポートフォリオに基づくリスク管理

先に述べたとおり、**GPIF**では、**基本ポートフォリオに基づき資産構成割合を適切に管理していくことが、運用リスク管理の中で最も重要であると考えています。**市場は常に変動するものである以上、実際の運用は、基本ポートフォリオをベースとしながらも、合理的に無理のない範囲で機動的な運用を可能とする仕組みが不可欠です。このため、各資産に乖離許容幅を定め、その範囲内で機動的な運用を行うとともに、乖離許容幅の管理遵守を徹底するため、乖離許容幅内にアラームポイントを設定しています。もっとも、アラームポイントは乖離許容幅とは異なるため、アラームポイント超過によって必ずしもリバランスを要することになるわけではありませんが、管理許容幅の管理・遵守がスムーズに行われるようにするための指標の一つと位置付けるとともに、乖離許容幅やアラームポイント超過時の対応プロセスを明文化しています。2019年度においては、年度中に外国債券がアラームポイントを超過しましたが、あらかじめ定められたプロセスを遵守したうえで、適切に運用しています。また、オルタナティブ資産は資産全体の5%を上限としてい

ますが、同資産についてもアラームポイントを設定し、超過時の対応プロセスを明文化しています。

ところが、2019年度の運用資産全体の収益率は、複合ベンチマーク収益率（各資産のベンチマーク収益率を基本ポートフォリオの割合で加重平均したもの）を、0.25%下回ってしまったのであり、GPIFは、業務概況書の本文において、複合ベンチマーク収益率との乖離の要因分析として、「2019年度の資産配分要因において、特に第4四半期に複合ベンチマーク収益率よりもベンチマーク収益率の高かった国内債券が、基本ポートフォリオに対して平均的にアンダーウェイトとなったこと等がマイナスに寄与し、資産全体で-0.20%となりました。また、個別資産要因は、資産ごとにプラスマイナスがありますが、全体で-0.05%となりました。」と記載している。

そして、業務概況書の「第3期中期計画期間中の運用状況」と題するコラムにおいて、「5年間を通じた運用資産全体の収益率とベンチマーク収益率とを比較すると、国内債券の時価構成割合がベンチマークに比べて低めになっていたこと等から、マイナス(-0.27%)となりました。」と記載している。

すでに、令和2年9月3日付拙稿調査研究レポート「GPIF2019（令和元）年度業務概況書の読み方について」において記載したとおり、GPIFの複合ベンチマーク対比のパフォーマンスは、2015（平成27）年度の0%の後、2016（平成28）年度から2019（令和元）年度まで、4年度連続してマイナスであったのであり、第3期中期目標の期間（平成27年4月から令和2年3月まで）の超過収益額は、累計、マイナス2兆661億円に上る計算になるのである。

表-4 GPIF 第3期中期目標期間中の運用状況（筆者試算）

年度	超過収益率	超過収益額
2015（平成27）年度	0.00%	—
2016（平成28）年度	マイナス0.37%	マイナス5,011億円
2017（平成29）年度	マイナス0.37%	マイナス5,406億円
2018（平成30）年度	マイナス0.40%	マイナス6,262億円
2019（令和元）年度	マイナス0.25%	マイナス3,982億円
累計	マイナス0.28%	マイナス2兆0,661億円

かかる厳しい現実にもかかわらず、国内債券をアンダーウェイトとした“投資判断”に係わる判断の根拠あるいは判断に至った議論の過程を詳らかにすることなく、さらに“投資判断”の誤りについて、その原因を究明し、是正措置を講ずることなく、「基本ポートフォリオに基づくリスク管理」と題し、「基本ポートフォリオに基づき資産構

成割合を適切に管理していくことが、運用リスク管理の中で最も重要であると考えています。」と、その“建前”について解説し、「乖離許容幅の管理遵守を徹底するため、乖離許容幅内にアラームポイントを設定しています。」と、“手続き”を披露したのみである。

“引き分け後、4連敗”を真摯に受け止め、「国民が理解しやすい情報開示」に努めているとは言い難く、慎重な専門家の注意義務(法第十一条第二項)を負っている GPIF の執行部として、当事者意識に欠けていると言わざるを得ない。

結局のところ、乖離許容幅の管理遵守を徹底するため設定した、アラームポイントに、如何なる意味があったのか。

今日、GPIF が問われているのは、“建前”や“手続き”ではなく、“引き分け後、4連敗”に終わってしまった、“投資判断”の誤りについての原因である。

さらに、問われているのは、本来、“投資判断”の誤りを是正すべき、自律的な PDCA サイクルが有効に機能しなかった原因であり、延いては設定したアラームポイントが機能しなかった原因である。

8. まとめ

GPIF は、年金制度改正法案に対する附帯決議あるいは 2019 (平成 31) 年 4 月の会計検査院報告を踏まえ、「2019 年度業務概況書」において、「運用リスク管理に関する基本的考え方等」を掲げ、5 頁にわたり説明を施すことにより、運用リスク情報の開示について、その改善に努めた。

しかしながら、その説明の内容は、一般論に終始しており、具体性がなく、附帯決議にある、「国民が理解しやすい情報開示」、あるいは会計検査院報告にある、「GPIF は、収益が減少するリスクについて国民に対して丁寧に説明を行っていく必要がある」からはほど遠く、いまだ十分ではない。

かてて加えて、会計検査院が求めた、「長期投資家の視点から VaR 等で示される短期的な損失の可能性に対してどのような対応を執ることとしているのかについて、(略)国民に丁寧に説明すること」については、一切言及をしていない。

したがって、運用リスク情報の開示については、さらなる改善を図る必要があります、つぎの二点について提言するものである。

第一に、「ストレステスト」について、「フォワード・ルッキングな視点」を持って、将来のリスクに備えるべく、どのようなイベントが発生すれば、年金財政上予定された収益を下回ることにより、あるいは流動性の枯渇により、公的年金の自主運用が困難になるかを特定し、隠されたリスクを明らかにする (リバース・ストレステスト) ことを提言致したい。

具体的には、2019 年財政検証において設定の、6 ケースの経済前提のすべてについ

て「ストレステスト」を実施することを提言するものである。

加えて、GPIFは、本年 4月からの第4期の「中期計画」において、外国債券の構成割合を引き上げる、新たな基本ポートフォリオを策定のことから、とりわけ為替円高シナリオについて検証の必要があると思われる。

さらに、新たな危機の一つとして、米中のデカップリングについて想定が必要があると思われる。

第二に、オルタナティブ投資の“ブラックボックス化”を回避するために、2017（平成29）年11月8日改正「確定給付企業年金に係る資産運用関係者の役割及び責任に関するガイドラインについて（通知）」の「オルタナティブ投資を行う場合の留意事項」に基づき、現行のスキームを再点検し、課題・問題点を洗い出し、公表することを提言致したい。

とりわけ重要なのは、契約書および付属文書の再点検である。

（付記事項）

おって、本稿は、筆者の個人的な見解であり、属した組織あるいは属する組織の見解ではない。

以上

《参考文献》

- GPIF「2019年度業務概況書」
- GPIF「2018（平成30）年度業務概況書」
- GPIF「2017（平成29）年度業務概況書」
- GPIF「2016（平成28）年度業務概況書」
- GPIF「2015（平成27）年度業務概況書」
- GPIF「2020年度第1四半期運用状況（速報）」
- GPIF第4期「中期目標」および「中期計画」
- GPIF第3期「中期目標」および「中期計画」
- GPIF「令和元年度年金積立金管理運用独立行政法人業務実績報告及び自己評価書」
- GPIFのホームページその他公表資料
- 第44回独立行政法人評価委員会年金部会議事録（2014年7月18日）
- 社会保障審議会年金部会「年金財政における経済前提について」（2019年3月13日）
- 社会保障審議会年金部会「2019（令和元）年財政検証に用いる経済前提における内閣府の「中長期の経済財政に関する試算（2019年7月）」の取扱いについて」（2019年8月16日）
- 社会保障審議会資金運用部会「GPIFの次期運用目標等について」（令和元年10月3日）
- 厚生労働省のホームページその他公表資料

- 会計検査院「年金積立金（厚生年金及び国民年金）の管理運用に係る契約の状況等に関する会計検査の結果について」（平成24年10月）
- 会計検査院「年金特別会計及び年金積立金管理運用独立行政法人で管理運用する年金積立金の状況等について」（平成31年 4月24日）
- 金融審議会投資運用等に関するワーキング・グループ報告「投資家の保護及び成長資金の円滑な供給を確保するためのプロ向けファンドをめぐる制度のあり方」
- 金融庁のホームページその他公表資料
- 企業年金連合会「2018年度（平成30年度）年金資産運用状況説明書」
- ブルームバーグニュース