

平成29年度

厚生年金保険法第79条の9第1項に基づく  
積立金の管理及び運用の状況に関する  
報告書

平成31年3月

令和2年3月一部修正

厚生労働省

財務省

総務省

文部科学省



# 目 次

|   |    |
|---|----|
| はじめに  | 1  |
| 概 要   | 3  |
| 第1章 積立金の資産額と資産構成割合  |    |
| 平成29年度末の資産額と資産構成割合  | 6  |
| (1) GPIF及び年金特別会計で管理運用する特別会計積立金の<br>資産額と資産構成割合                       | 6  |
| (2) KKRの管理積立金の資産額と資産構成割合  | 7  |
| (3) 地共連の管理積立金の資産額と資産構成割合  | 8  |
| (4) 私学事業団の管理積立金の資産額と資産構成割合  | 8  |
| (5) 厚生年金保険に係る積立金の資産額と資産構成割合   | 9  |
| 第2章 積立金の運用収益額と運用収益率   |    |
| 2.1 各管理運用主体の運用収益額と運用収益率   | 10 |
| (1) GPIF等の運用収益額と運用収益率   | 10 |
| (2) KKRの運用収益額と運用収益率   | 11 |
| (3) 地共連の運用収益額と運用収益率   | 12 |
| (4) 私学事業団の運用収益額と運用収益率   | 13 |
| 2.2 積立金全体の運用収益額と運用収益率   | 14 |
| 第3章 積立金の運用状況の評価   |    |
| 3.1 年金財政からみた運用実績の評価の考え方   | 16 |
| (1) 年金積立金の運用とその評価   | 16 |
| (2) 公的年金における財政見通しとの比較による評価  | 16 |
| (3) 実質的な運用利回りによる評価  | 16 |
| (4) 平成26年財政検証における運用利回り等の前提  | 17 |
| 3.2 運用実績が年金財政に与える影響の評価  | 19 |
| (1) 平成29年度の運用実績が年金財政に与える影響の評価                                       | 19 |
| (2) 平成13年度から平成29年度までの17年間の運用実績が年金財政に<br>与える影響の評価（年金積立金の自主運用開始からの評価） | 21 |
| 第4章 積立金基本指針に定める事項の遵守の状況について   |    |
| 4.1 積立金の資産の構成の目標（モデルポートフォリオ）について                                    | 25 |
| 4.2 基本ポートフォリオの策定  | 26 |
| 4.3 運用リスク管理   | 28 |
| 4.4 市場の価格形成や民間の投資行動への配慮   | 29 |
| 4.5 保険給付等に必要な流動性の確保   | 30 |
| 4.6 運用手法の見直し及び運用受託機関の評価・選定等   | 30 |
| 4.7 パッシブ運用とアクティブ運用  | 31 |
| 4.8 非財務的要素であるESGの考慮   | 31 |
| 4.9 管理積立金の管理運用状況の評価   | 32 |

|                 |    |
|-----------------|----|
| 4.10 情報公開及び広報活動 | 33 |
| 4.11 受託者責任の徹底等  | 34 |
| 4.12 管理運用主体間の連携 | 35 |

#### 【付属資料】

- 平成29年度 厚生年金保険法第79条の8第2項に基づくGPIFにかかる管理積立金の管理及び運用の状況についての評価の結果
  
- 平成29年度 厚生年金保険法第79条の8第2項に基づく国家公務員共済組合連合会にかかる管理積立金の管理及び運用の状況についての評価の結果
  
- 平成29年度 厚生年金保険法第79条の8第2項に基づく地方公務員共済組合連合会に係る管理積立金の管理及び運用の状況についての評価の結果
  
- 平成29年度 厚生年金保険法第79条の8第2項に基づく日本私立学校振興・共済事業団にかかる管理積立金の管理及び運用の状況についての評価の結果

#### 【用語の定義】

- 管理積立金 : 管理運用主体で管理運用される厚生年金保険の積立金
- 特別会計積立金 : GPIF及び年金特別会計で管理運用される厚生年金保険の積立金
- 積立金 : 管理積立金及び年金特別会計積立金

## はじめに

### ～被用者年金制度の一元化後の積立金の管理及び運用～

平成27年10月に施行された「被用者年金制度の一元化等を図るための厚生年金保険法等の一部を改正する法律」(以下「被用者年金一元化法」という。)は、被用者年金制度の公平性を確保し安定性を高めるという観点から、被用者年金各制度を厚生年金保険制度へ統一するものである。これにより、国家公務員共済組合の組合員、地方公務員共済組合の組合員、私立学校教職員共済制度の加入者である公務員等の被用者年金各制度の保険料率や給付内容が民間サラリーマン等と同一化された。

平成27年10月の被用者年金制度の一元化後は、国家公務員共済組合制度、地方公務員共済組合制度、私立学校教職員共済制度のそれぞれの実施機関が保有している年金積立金のうち、厚生年金保険制度に係るものについては、厚生年金保険制度における年金積立金の運用の目的に沿ってそれぞれ運用されることとなった。そして、給付費について各実施機関がそれぞれの積立金残高等に応じて負担し、各実施機関の運用収益は厚生年金保険の共通財源に充てられることとなった。

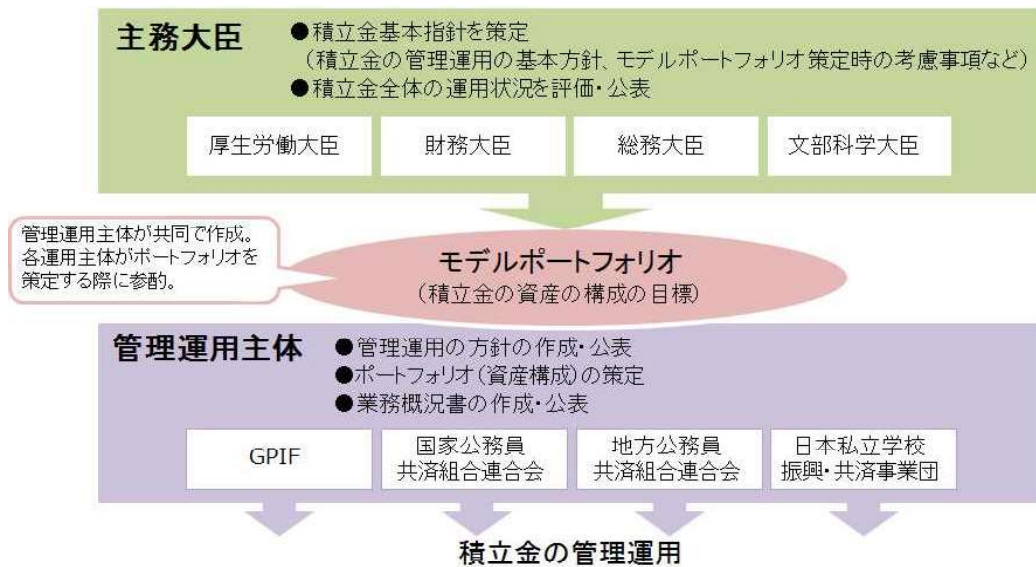
被用者年金制度の一元化後の厚生年金保険に係る積立金の管理及び運用においては、年金積立金管理運用独立行政法人(以下「GPIF」という。)が管理運用する年金積立金だけではなく、国家公務員共済組合連合会(以下「KKR」という。)、地方公務員共済組合連合会(以下「地共連」という。)及び日本私立学校振興・共済事業団(以下「私学事業団」という。)といったそれぞれの管理運用主体で管理及び運用される厚生年金保険の積立金(以下「管理積立金」という。)も、その共通財源として一元的に管理運用する必要があることから、管理積立金の管理及び運用について共通のルールを設けている。

この共通のルールでは、主務大臣(厚生労働大臣、財務大臣、総務大臣及び文部科学大臣)が共同で「積立金基本指針」<sup>(※)</sup>を策定し、積立金全体の運用状況を評価・公表することとなっている。また、管理運用主体は、各管理運用主体がそれぞれの基本ポートフォリオを定めるに当たって参酌すべきモデルポートフォリオを共同で作成することとなっている。

共通ルールに基づき、各管理運用主体で、それぞれ基本ポートフォリオを含む管理運用の方針の作成や、積立金の管理運用、さらに業務概況書の作成・公表を行っている。

(※) 積立金の管理及び運用が長期的な観点から安全かつ効率的に行われるようにするための基本的な指針(平成26年総務省、財務省、文部科学省、厚生労働省告示第1号)

(注) 積立金の運用状況については、原則として時価評価することとされていることから、本資料においては、特に断りがない限り、数値については全て時価評価としている。



## 概 要

### 1 厚生年金保険に係る積立金の資産額及び運用実績

GPIF及び年金特別会計で管理運用される厚生年金保険に係る積立金(以下「特別会計積立金」という。)とKKR、地共連、私学事業団で管理運用される管理積立金を合わせた平成29年度末の厚生年金保険に係る積立金の資産額は、185兆7,518億円となっている。また、厚生年金保険に係る積立金の全体の平成29年度の運用実績は、運用収益額が11兆3,176億円、運用収益率が6.50%であった。

#### (1) 平成29年度末の積立金の資産額と資産構成割合

厚生年金保険に係る積立金の資産額 185兆7,518億円

#### 【厚生年金保険に係る積立金の資産額の内訳と資産構成割合(平成29年度末)】

|      | 特別会計<br>積立金 | KKR    | 地共連     | 私学<br>事業団 | 計         | (単位:億円)<br>資産構成<br>割合 |
|------|-------------|--------|---------|-----------|-----------|-----------------------|
| 国内債券 | 419,546     | 34,833 | 73,161  | 6,651     | 534,192   | 28.8%                 |
| 国内株式 | 383,660     | 15,139 | 53,724  | 5,614     | 458,136   | 24.7%                 |
| 外国債券 | 225,400     | 4,872  | 29,075  | 2,783     | 262,129   | 14.1%                 |
| 外国株式 | 364,461     | 14,318 | 45,811  | 5,203     | 429,794   | 23.1%                 |
| 短期資産 | 155,968     | 3,525  | 11,806  | 1,968     | 173,266   | 9.3%                  |
| 計    | 1,549,035   | 72,687 | 213,577 | 22,219    | 1,857,518 | 100.0%                |

(注)四捨五入のため、各数値の合算は合計額と必ずしも一致しない。

#### (2) 平成29年度の運用実績

厚生年金保険に係る積立金の運用収益額 11兆3,176億円  
〃 運用収益率 6.50%

## 【積立金全体の運用収益額と運用収益率(平成29年度)】

(単位:億円)

|                | 特別会計<br>積立金 | KKR    | 地共連     | 私学<br>事業団 | 計         |
|----------------|-------------|--------|---------|-----------|-----------|
| 運用収益額          | 94,401      | 3,626  | 13,744  | 1,405     | 113,176   |
| H28年度末<br>積立金額 | 1,444,462   | 71,145 | 200,478 | 20,562    | 1,736,648 |
| H29年度末<br>積立金額 | 1,549,035   | 72,687 | 213,577 | 22,219    | 1,857,518 |
| H29年度<br>運用収益率 |             |        |         |           | 6.50%     |

(注1) 運用手数料控除後の数値である。

(注2) 運用収益率は、運用元本平均残高を「(H28年度末特別会計、KKR、地共連、私学事業団の積立金額+H29年度末特別会計、KKR、地共連、私学事業団の積立金額-H29年度特別会計、KKR、地共連、私学事業団の運用収益額)÷2」で求め、これに対する収益率として算出している。

(注3) 四捨五入のため、各数値の合算は合計額と必ずしも一致しない。

## 2 運用実績が年金財政に与える影響の評価

厚生年金保険に係る積立金の運用実績は、平成29年度では名目賃金上昇率を6.23%上回っており、平成13年度からの17年間の平均では名目賃金上昇率を3.54%上回っている。

年金積立金の自主運用開始(平成13年度)からこれまでの運用実績は、厚生年金保険の財政再計算・財政検証上の前提を上回っており、年金積立金の運用が年金財政にプラスの影響を与えている。

公的年金の年金給付額は、長期的にみると名目賃金上昇率に連動して増加することとなるため、運用収益のうち名目賃金上昇率を上回る分が、年金財政上の実質的な収益となる。このため、運用実績の評価は、名目運用利回りから名目賃金上昇率を差し引いた「実質的な運用利回り」について、運用実績と、財政再計算及び財政検証上の前提を比較して行う。



|                 | 実績           |             |             | 前提(※)            |       | 差引<br>(A-B) |
|-----------------|--------------|-------------|-------------|------------------|-------|-------------|
|                 | (A)実質的な運用利回り |             |             | (B)実質的な<br>運用利回り |       |             |
|                 |              | 名目運用<br>利回り | 名目賃金<br>上昇率 |                  |       |             |
| 平成29年度          | 6.23%        | 6.50%       | 0.26%       | △0.99%           | 7.22% |             |
| 平成13～<br>29年度平均 | 3.54%        | 3.23%       | △0.29%      | 0.16%            | 3.38% |             |

(※) 財政再計算及び財政検証上の前提

(注1) 名目運用利回りは、運用手数料控除後の数値である。

(注2) 名目賃金上昇率は、性・年齢構成の変動による影響を控除した名目標準報酬上昇率である。

(注3) 実質的な運用利回りの実績値は  $(1 + \text{名目運用利回り} \div 100) \div (1 + \text{名目賃金上昇率} \div 100) \times 100 - 100$  により求めている。

(注4) 平成26年財政検証上の実質的な運用利回り等の前提は、女性や高齢者の労働市場への参加が進み日本経済が再生するケースを用いている。

(注5) 名目運用利回りは、被用者年金の一元化に伴い仕分けられた積立金の精算額に係る評価損益を含めたものである。

### 3 積立金基本指針の遵守状況

GPIF、KKR、地共連及び私学事業団の各管理運用主体は、厚生年金保険に係る積立金の管理運用について、積立金基本指針に規定されている事項を遵守していると評価できる。

## 第1章 積立金の資産額と資産構成割合

### 平成29年度末の資産額と資産構成割合

#### (1) GPIF及び年金特別会計で管理運用する特別会計積立金の資産額と資産構成割合

GPIFでは、積立金を市場での運用及び財投債の満期保有運用を行っている。財投債は、財投改革の際に、経過的に、郵便貯金やGPIFに寄託される年金積立金で引き受けることとされたものである。また、年金特別会計では、年金給付に必要な一時的な資金として積立金の一部を管理している。GPIFと年金特別会計(以下「GPIF等」という。)で管理運用されている特別会計積立金の平成29年度末の資産額は154兆9,035億円となっている。また、内訳は以下のとおりとなっている。

#### 【特別会計積立金の資産額(平成29年度末)】

| (単位:億円)   |       |        |           |
|-----------|-------|--------|-----------|
| GPIF      |       | 年金特別会計 | 計         |
| 市場運用      | 財投債   |        |           |
| 1,465,717 | 8,343 | 74,975 | 1,549,035 |

(注1)市場運用及び財投債は、独立行政法人会計基準に基づく資産額である。

(注2)財投債は、独立行政法人会計基準に従い、取得価額(取得価額と券面額に差がある場合には、償却原価法)に基づき評価を行っている。ただし、年金積立金の適正な管理に資するため、時価評価額も併せて開示している。

GPIFでは、厚生年金保険と国民年金の積立金を合わせて運用しており、GPIFの業務概況書における資産ごとの内訳額及び資産構成割合は、厚生年金保険と国民年金を合わせた数値となっている。GPIFの業務概況書における資産構成割合と厚生年金保険の短期預託金をもとに、特別会計積立金の資産ごとの内訳額を算出すると以下のとおりとなる。

**【特別会計積立金の内訳と資産構成割合(平成29年度末)】**

(単位:億円)

|                   | 資産額       | 構成割合   |
|-------------------|-----------|--------|
| 国内債券              | 419,546   | 27.1%  |
| (うち国内債券(市場運用))    | 411,203   | 26.5%  |
| (うち財投債)           | 8,343     | 0.5%   |
| 国内株式              | 383,660   | 24.8%  |
| 外国債券              | 225,400   | 14.6%  |
| 外国株式              | 364,461   | 23.5%  |
| 短期資産              | 155,968   | 10.1%  |
| (うち短期資産(市場運用))    | 80,994    | 5.2%   |
| (うち年金特別会計(短期預託金)) | 74,975    | 4.8%   |
| 計                 | 1,549,035 | 100.0% |

(注1) 四捨五入のため、各数値の合算は合計額と必ずしも一致しない。

(注2) GPIFの未払金・未収金等も各資産に按分している。

(注3) 短期資産の年金特別会計(短期預託)分は決算額(出納整理を含む)である。

**(2) KKRの管理積立金の資産額と資産構成割合**

KKRの平成29年度末の管理積立金の資産額は7兆2,687億円となっている。また、KKRの平成29年度末の管理積立金の資産構成割合は以下のとおりとなっている。国内債券には、財政融資資金への預託金(以下「財投預託金」という。)3兆137億円が含まれており、市場金利を参照して時価評価を行っている。

財投預託金については、被用者年金制度の一元化前にはKKRの前年度末積立金の34%を財政融資資金に預託することが義務づけられていたが、被用者年金制度の一元化に際し預託義務は廃止されている。

**【KKRの管理積立金の内訳と資産構成割合(平成29年度末)】**

(単位:億円)

|           | 資産額    | 構成割合   |
|-----------|--------|--------|
| 国内債券      | 34,833 | 47.9%  |
| (うち財投預託金) | 30,137 | 41.5%  |
| 国内株式      | 15,139 | 20.8%  |
| 外国債券      | 4,872  | 6.7%   |
| 外国株式      | 14,318 | 19.7%  |
| 短期資産      | 3,525  | 4.8%   |
| 計         | 72,687 | 100.0% |

(注) 財投預託金の簿価額は2兆6,774億円となっている。なお、この場合の構成割合は、国内債券45.4%(うち財投預託金38.6%)、国内株式21.8%、外国債券7.0%、外国株式20.7%、短期資産5.1%となる。

### (3) 地共連の管理積立金の資産額と資産構成割合

地共連の平成29年度末の管理積立金の資産額は21兆3,577億円となっている。また、地共連の平成29年度末の管理積立金の資産構成割合は以下のとおりとなっている。

地共連は、厚生年金保険法第79条の3第3項ただし書きの規定に基づく運用として、地方公務員等共済組合法(以下「地共済法」という。)の目的に沿って地方公共団体金融機構の発行する債券(以下「機構債」という。)を取得して運用している。機構債は国内債券に区分されており、平成29年度末の額は1兆1,818億円となっている。

#### 【地共連の管理積立金の内訳と資産構成割合(平成29年度末)】

|         | (単位:億円) |        |
|---------|---------|--------|
|         | 資産額     | 構成割合   |
| 国内債券    | 73,161  | 34.3%  |
| (うち機構債) | 11,818  | 5.5%)  |
| 国内株式    | 53,724  | 25.2%  |
| 外国債券    | 29,075  | 13.6%  |
| 外国株式    | 45,811  | 21.4%  |
| 短期資産    | 11,806  | 5.5%   |
| 計       | 213,577 | 100.0% |

### (4) 私学事業団の管理積立金の資産額と資産構成割合

私学事業団の平成29年度末の管理積立金の資産額は2兆2,219億円となっている。また、私学事業団の平成29年度末の管理積立金の資産構成割合は以下のとおりとなっている。

私学事業団は、厚生年金保険法第79条の3第3項ただし書きの規定に基づく運用として、私立学校教職員共済法(以下「私学共済法」という。)の目的に沿って、日本私立学校振興・共済事業団法(以下「私学事業団法」という。)等に基づき予算の定めるところにより行われる助成勘定への長期貸付金(以下「貸付金」という。)により運用している。貸付金は国内債券に区分されており、平成29年度末の額は1,117億円となっている。

【私学事業団の管理積立金の内訳と資産構成割合(平成29年度末)】

(単位:億円)

|         | 資産額    | 構成割合   |
|---------|--------|--------|
| 国内債券    | 6,651  | 29.9%  |
| (うち貸付金) | 1,117  | 5.0%   |
| 国内株式    | 5,614  | 25.3%  |
| 外国債券    | 2,783  | 12.5%  |
| 外国株式    | 5,203  | 23.4%  |
| 短期資産    | 1,968  | 8.9%   |
| 計       | 22,219 | 100.0% |

(5) 厚生年金保険に係る積立金の資産額と資産構成割合

被用者年金一元化後の厚生年金保険に係る積立金は、特別会計積立金及びKKR、地共連、私学事業団の管理積立金で構成されており、これらを合わせた平成29年度末の資産額は185兆7,518億円となっている。厚生年金保険に係る積立金内訳及び資産構成割合等は以下のとおりとなっている。

【厚生年金保険に係る積立金の内訳等(平成29年度末)】

(単位:億円)

|      | 特別会計<br>積立金 | KKR    | 地共連     | 私学<br>事業団 | 計         | 資産構成<br>割合 |
|------|-------------|--------|---------|-----------|-----------|------------|
| 国内債券 | 419,546     | 34,833 | 73,161  | 6,651     | 534,192   | 28.8%      |
| 国内株式 | 383,660     | 15,139 | 53,724  | 5,614     | 458,136   | 24.7%      |
| 外国債券 | 225,400     | 4,872  | 29,075  | 2,783     | 262,129   | 14.1%      |
| 外国株式 | 364,461     | 14,318 | 45,811  | 5,203     | 429,794   | 23.1%      |
| 短期資産 | 155,968     | 3,525  | 11,806  | 1,968     | 173,266   | 9.3%       |
| 計    | 1,549,035   | 72,687 | 213,577 | 22,219    | 1,857,518 | 100.0%     |

(注)四捨五入のため、各数値の合算は合計額と必ずしも一致しない。

## 第2章 積立金の運用収益額と運用収益率

### 2.1 各管理運用主体の運用収益額と運用収益率

#### (1) GPIF等の運用収益額と運用収益率

GPIF等で管理運用されている特別会計積立金の平成29年度の運用収益額(総合収益額)は、9兆4,401億円となっている。内訳は以下のとおりとなっている。

#### 【特別会計積立金の運用収益額(平成29年度)】

| (単位:億円) |     |        |        |
|---------|-----|--------|--------|
| GPIF    |     | 年金特別会計 | 計      |
| 市場運用    | 財投債 |        |        |
| 94,180  | 218 | 3      | 94,401 |

(注1)市場運用の収益額は運用手数料等控除後の数値である。

(注2)独立行政法人会計基準に基づく収益額である。

(注3)財投債の収益額は、償却原価法に基づく収益額である。

GPIFの平成29年度第1四半期から第4四半期並びに平成29年度の厚生年金保険にかかる運用収益額と資産ごとの収益額の内訳は以下のとおりとなっている。

#### 【GPIFの各資産の運用収益額(平成29年度)】

| (単位:億円) |        |        |        |         |        |
|---------|--------|--------|--------|---------|--------|
|         | 第1四半期  | 第2四半期  | 第3四半期  | 第4四半期   | 年度計    |
| 国内債券    | -14    | 703    | 1,659  | 1,059   | 3,409  |
| 財投債     | 68     | 58     | 50     | 42      | 218    |
| 国内株式    | 21,776 | 16,888 | 32,060 | -18,939 | 51,840 |
| 外国債券    | 8,283  | 5,077  | 2,593  | -9,623  | 6,344  |
| 外国株式    | 17,981 | 19,136 | 20,603 | -24,691 | 33,076 |
| 短期資産    | 0      | 0      | 0      | 0       | 0      |
| 計       | 48,095 | 41,864 | 56,965 | -52,153 | 94,888 |
| 運用手数料等  |        |        |        |         | -490   |
| 収益額     |        |        |        |         | 94,398 |

(注1)満期保有としている財投債は償却原価法により評価し、その他の資産は時価評価している。

(注2)運用手数料及び外貨建て投資信託受益証券ファンドの為替差損等は、各資産の運用収益額の合計から一括して控除している。

(注3)財投債以外の各資産の収益額は総合収益額である。

(注4)四捨五入のため、各資産及び各四半期の数値の合算は収益額及び年度計の数値と必ずしも一致しない。

GPIFの平成29年度の運用収益率(総合収益率:年率)は、運用手数料控除前で6.90%となっている。また、四半期ごと及び資産ごとの収益率は以下のとおりとなっている。

### 【GPIFの各資産の運用収益率(平成29年度)】

|      | 第1四半期  | 第2四半期 | 第3四半期 | 第4四半期  | 年度     |
|------|--------|-------|-------|--------|--------|
| 収益率  | 3.54%  | 2.97% | 3.92% | -3.49% | 6.90%  |
| 国内債券 | -0.01% | 0.16% | 0.39% | 0.25%  | 0.80%  |
| 財投債  | 0.45%  | 0.45% | 0.46% | 0.48%  | 1.82%  |
| 国内株式 | 6.59%  | 4.79% | 8.68% | -4.72% | 15.66% |
| 外国債券 | 4.45%  | 2.49% | 1.21% | -4.28% | 3.71%  |
| 外国株式 | 5.48%  | 5.55% | 5.65% | -6.35% | 10.15% |
| 短期資産 | 0.00%  | 0.00% | 0.00% | -0.00% | -0.00% |

(注1)「第1四半期」～「第4四半期」は期間率(3ヶ月間の率)であり、「年度」は平成29年度の年率である。

(注2)運用手数料控除前の数値である。

(注3)収益率は、財投債とその他の資産の投下元本平均残高等で加重平均により算出している。財投債以外の各資産別の収益率は時間加重収益率である。

### (2) KKRの運用収益額と運用収益率

平成29年度のKKRの管理積立金の運用収益額(総合収益額)は、3,626億円となっている。また、各資産の収益額と四半期ごとの収益額の内訳は以下のとおりとなっている。なお、国内債券に含まれる財投預託金は、市場金利を参照して時価評価し収益額を算出している。

### 【KKRの運用収益額(平成29年度)】

|       | 第1四半期 | 第2四半期 | 第3四半期 | 第4四半期  | 年度計   |
|-------|-------|-------|-------|--------|-------|
| 総合収益額 | 1,717 | 1,550 | 2,239 | -1,879 | 3,626 |
| 国内債券  | 13    | 47    | 94    | 89     | 242   |
| 国内株式  | 858   | 702   | 1,284 | -719   | 2,125 |
| 外国債券  | 191   | 109   | 60    | -215   | 144   |
| 外国株式  | 655   | 692   | 800   | -1,033 | 1,115 |
| 短期資産  | 0     | 0     | 0     | 0      | 0     |

(注1)「年度計」は平成29年度の収益額である。

(注2)収益額は運用手数料控除後のものである。

(注3)国内債券には財投預託金の運用収益額を含む。

(注4)四捨五入のため、各数値の合算は合計額と必ずしも一致しない。

(注5)財投預託金を簿価評価とした場合の全体の総合収益額は4,000億円となる。

また、KKRの管理積立金の平成29年度の運用収益率(修正総合収益率:年率)は、5.20%となっている。また、各資産の収益率と四半期ごとの収益率は以下のとおりとなっている。なお、国内債券に含まれる財投預託金は、市場金利を参照して時価評価し収益率を算出している。

### 【KKRの運用収益率(平成29年度)】

|         | 第1四半期 | 第2四半期 | 第3四半期 | 第4四半期  | 年度     |
|---------|-------|-------|-------|--------|--------|
| 修正総合収益率 | 2.46% | 2.17% | 3.13% | -2.53% | 5.20%  |
| 国内債券    | 0.03% | 0.13% | 0.26% | 0.25%  | 0.66%  |
| 国内株式    | 6.87% | 5.27% | 9.14% | -4.73% | 16.69% |
| 外国債券    | 4.72% | 2.47% | 1.29% | -4.38% | 3.34%  |
| 外国株式    | 5.16% | 5.18% | 5.66% | -6.90% | 8.58%  |
| 短期資産    | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00%  | 0.00%  |

(注1)「第1四半期」～「第4四半期」は期間率(3ヶ月間の率)であり、「年度」は平成29年度の年率である。

(注2)収益率は運用手数料控除後のものである。

(注3)国内債券の収益率に財投預託金の収益も含めて算出している。

(注4)財投預託金を簿価評価とした場合の全体の修正総合収益率は、平成29年度の年率で6.06%となる。

### (3) 地共連の運用収益額と運用収益率

平成29年度の地共連の管理積立金の運用収益額(総合収益額)は、1兆3,744億円となっている。また、各資産の収益額と四半期ごとの収益額の内訳は以下のとおりとなっている。なお、国内債券に含まれる機構債の平成29年度の総合収益額は45億円となっている。

### 【地共連の運用収益額(平成29年度)】

|       | 第1四半期 | 第2四半期 | 第3四半期 | 第4四半期  | 年度計    |
|-------|-------|-------|-------|--------|--------|
| 総合収益額 | 6,724 | 5,910 | 7,894 | -6,784 | 13,744 |
| 国内債券  | 62    | 257   | 253   | 184    | 756    |
| 国内株式  | 3,193 | 2,560 | 4,704 | -2,547 | 7,910  |
| 外国債券  | 1,220 | 681   | 388   | -1,299 | 990    |
| 外国株式  | 2,248 | 2,412 | 2,549 | -3,122 | 4,088  |
| 短期資産  | 0     | 0     | 0     | -0     | 0      |

(注1)「年度計」は平成29年度の収益額である。

(注2)収益額は運用手数料控除後のものである。

(注3)四捨五入のため、各数値の合算は合計額と必ずしも一致しない。



また、地共連の管理積立金の平成29年度の運用収益率(修正総合収益率:年率)は、6.83%となっている。また、各資産の収益率と四半期ごとの収益率は以下のとおりとなっている。なお、国内債券に含まれる機構債の平成29年度の収益率は、0.35%となっている。

**【地共連の運用収益率(平成29年度)】**

|         | 第1四半期 | 第2四半期 | 第3四半期 | 第4四半期  | 年度     |
|---------|-------|-------|-------|--------|--------|
| 修正総合収益率 | 3.40% | 2.89% | 3.73% | -3.08% | 6.83%  |
| 国内債券    | 0.08% | 0.35% | 0.35% | 0.25%  | 1.01%  |
| 国内株式    | 6.86% | 5.13% | 8.97% | -4.49% | 16.57% |
| 外国債券    | 4.80% | 2.45% | 1.31% | -4.25% | 3.64%  |
| 外国株式    | 5.51% | 5.56% | 5.54% | -6.39% | 9.74%  |
| 短期資産    | 0.00% | 0.00% | 0.00% | -0.00% | 0.00%  |

(注1)「第1四半期」～「第4四半期」は期間率(3ヶ月間の率)であり、「年度」は平成29年度の年率である。

(注2)収益率は運用手数料控除後のものである。

**(4) 私学事業団の運用収益額と運用収益率**

平成29年度の私学事業団の管理積立金の運用収益額(総合収益額)は、1,405億円となっている。また、各資産の収益額と四半期ごとの収益額の内訳は以下のとおりとなっている。なお、国内債券には貸付金の収益額も含まれている。貸付金の平成29年度の収益額は15億円となっている。

**【私学事業団の運用収益額(平成29年度)】**

|       | 第1四半期 | 第2四半期 | 第3四半期 | 第4四半期 | 年度計   |
|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 総合収益額 | 698   | 609   | 838   | -740  | 1,405 |
| 国内債券  | -3    | 18    | 9     | 16    | 40    |
| 国内株式  | 336   | 254   | 499   | -252  | 837   |
| 外国債券  | 101   | 57    | 35    | -147  | 46    |
| 外国株式  | 263   | 280   | 295   | -357  | 481   |
| 短期資産  | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |

(注1)「年度計」は平成29年度の収益額である。

(注2)収益額は運用手数料控除後のものである。

(注3)国内債券には貸付金の収益額を含む。

(注4)四捨五入のため、各数値の合算は合計額と必ずしも一致しない。

また、平成29年度の私学事業団の管理積立金の運用収益率(修正総合収益率:年率)は、6.89%となっている。また、各資産の収益率と四半期ごとの収益率は以下のとおりとなっている。なお、国内債券に含まれる貸付金の平成29年度の収益率は、1.28%となっている。

**【私学事業団の運用収益率(平成29年度)】**

|         | 第1四半期  | 第2四半期 | 第3四半期 | 第4四半期  | 年度     |
|---------|--------|-------|-------|--------|--------|
| 修正総合収益率 | 3.48%  | 2.93% | 3.90% | -3.30% | 6.89%  |
| 国内債券    | -0.04% | 0.27% | 0.14% | 0.24%  | 0.61%  |
| 国内株式    | 7.16%  | 5.04% | 9.27% | -4.28% | 17.25% |
| 外国債券    | 4.26%  | 2.30% | 1.29% | -5.15% | 1.82%  |
| 外国株式    | 5.65%  | 5.71% | 5.60% | -6.39% | 10.07% |
| 短期資産    | 0.03%  | 0.00% | 0.00% | 0.00%  | 0.03%  |

(注1)「第1四半期」～「第4四半期」は期間率(3ヶ月間の率)であり、「年度」は平成29年度の年率である。

(注2)収益率は運用手数料控除後のものである。

(注3)国内債券には貸付金を含む。

## 2.2 積立金全体の運用収益額と運用収益率

GPIF等の特別会計積立金の平成29年度の運用収益額とKKR、地共連、私学事業団の管理積立金の平成29年度の運用収益額を合わせた積立金全体の運用収益額は、11兆3,176億円となる。また、平成29年度の積立金全体の運用収益率を計算すると6.50%となる。

**【積立金全体の運用収益額と運用収益率(平成29年度)】**

|                | (単位:億円)     |        |         |           |           |
|----------------|-------------|--------|---------|-----------|-----------|
|                | 特別会計<br>積立金 | KKR    | 地共連     | 私学<br>事業団 | 計         |
| 運用収益額          | 94,401      | 3,626  | 13,744  | 1,405     | 113,176   |
| H28年度末<br>積立金額 | 1,444,462   | 71,145 | 200,478 | 20,562    | 1,736,648 |
| H29年度末<br>積立金額 | 1,549,035   | 72,687 | 213,577 | 22,219    | 1,857,518 |
| H29年度<br>運用収益率 |             |        |         |           | 6.50%     |

(注1)運用手数料控除後の数値である。

(注2)運用収益率は、運用元本平均残高を「(H28年度末特別会計、KKR、地共連、私学事業団の積立金額+H29年度末特別会計、KKR、地共連、私学事業団の積立金額-H29年度特別会計、KKR、地共連、私学事業団の運用収益額)÷2」で求め、これに対する収益率として算出している。  
 (注3)四捨五入のため、各数値の合算は合計額と必ずしも一致しない。

また、GPIF等の特別会計積立金の運用収益額とKKR、地共連、私学事業団の管理積立金の運用収益額を合わせた積立金全体の運用収益額の資産ごとの運用収益額は以下のとおりとなる。

**【積立金全体の各資産の運用収益額(平成29年度)】**

(単位:億円)

|      | 特別会計<br>積立金 | KKR   | 地共連    | 私学<br>事業団 | 計       |
|------|-------------|-------|--------|-----------|---------|
| 国内債券 | 3,628       | 242   | 756    | 40        | 4,666   |
| 国内株式 | 51,840      | 2,125 | 7,910  | 837       | 62,712  |
| 外国債券 | 6,344       | 144   | 990    | 46        | 7,524   |
| 外国株式 | 33,076      | 1,115 | 4,088  | 481       | 38,759  |
| 短期資産 | 3           | 0     | 0      | 0         | 4       |
| 計    | 94,891      | 3,626 | 13,744 | 1,405     | 113,666 |

(注1)特別会計積立金及び各管理積立金の運用収益額は平成29年度の運用収益額である。

(注2)特別会計積立金は運用手数料控除前、KKR、地共連及び私学事業団は運用手数料等控除後の数値である。

(注3)四捨五入のため、各数値の合算は合計額と必ずしも一致しない。

## 第3章 積立金の運用状況の評価

### 3.1 年金財政からみた運用実績の評価の考え方

#### (1) 年金積立金の運用とその評価

年金積立金の運用は、長期的な視点から安全かつ効率的に行うこととされており、運用実績の年金財政に与える影響についても、長期的な観点から評価することが重要である。

#### (2) 公的年金における財政見通しとの比較による評価

平成16年の年金制度改正では、年金財政の均衡を確保するため、保険料水準の上限を定め、平成29年度まで段階的に引き上げるとともに、社会経済状況の変動に応じて給付水準を自動調整する保険料固定方式が導入された。併せて、少なくとも5年に1度、概ね100年間を視野に入れて財政状況を検証し、マクロ経済スライドにより給付水準がどこまで調整されるかの見通しを示すこととなった。

少なくとも5年ごとに行うこととされている財政検証では、将来の加入、脱退、死亡、障害等の発生状況(人口学的要素)や運用利回り、賃金上昇、物価上昇の状況(経済的要素)等について、一定の前提を置いて、今後概ね100年間にわたる収支状況を推計し、財政見通しを公表しており、直近の平成26年財政検証でもこのような推計を行っている。

なお、平成26年財政検証では、経済前提について高成長ケースから低成長ケースまで幅の広い経済状況を設定して検証を行っており、女性や高齢者の労働市場への参加が進み日本経済が再生するケースでは、年金の給付水準は、所得代替率50%が確保できることが確認されている。

実績がこの財政検証で置いた前提どおりに推移すれば、収入、支出等の実績値は財政検証における予測どおりに推移し、見通しどおりの給付水準を確保することができる。

したがって、平成29年度の年金積立金の運用実績が年金財政に与える影響を評価するに当たっては、実現された運用収益率と、平成26年財政検証の女性や高齢者の労働市場への参加が進み日本経済が再生するケースが前提としている運用利回り(予定運用利回り)を比較することが適当である。

#### (3) 実質的な運用利回りによる評価

公的年金の年金額は、年金を受け取り始めるときの年金額は名目賃金上昇率に応じて改定され、受給後は物価に応じて改定されることが基本である。このような仕組みの下では、長期的にみると年金給付費は名目賃金上昇率に連動して増加する。

したがって、運用収入のうち賃金上昇率を上回る分が、年金財政上の実質的な収益となる。

このため、運用実績が年金財政に与える影響の評価をする際には、収益率(名目運用利回り)から名目賃金上昇率を差し引いた「実質的な運用利回り」の実績と、平成26年財政検証が前提としている「実質的な運用利回り」を比較することが適当である。

なお、平成16年改正において、マクロ経済スライドによる給付水準の自動調整が導入されたことにより、マクロ経済スライドを行う特例期間中は、基本的にはスライド調整率分、年金給付費の伸びが抑えられることとなる。

マクロ経済スライドは人口学的要素(被保険者数の減少と平均余命の伸び)に基づいて給付水準を調整する仕組みであるが、運用実績が年金財政に及ぼす影響の評価には、このような人口学的要素の予定と実績の差を反映せず経済的要素の予定と実績の差に着目することが適切と考えられることから、特例期間中も名目賃金上昇率を差し引いた実質的な運用利回りで評価している。

#### (4) 平成26年財政検証における運用利回り等の前提

平成26年財政検証では、運用利回り等の経済前提については、社会保障審議会年金部会の下に設置された年金財政における経済前提と積立金運用のあり方に関する専門委員会において作成された「年金財政における経済前提と積立金運用のあり方について(検討結果の報告)」(平成26年3月)に基づいて設定された。

- ・ 足下(平成35年度まで)の経済前提は、内閣府が作成した「中長期の経済財政に関する試算」(平成26年1月20日)の「経済再生ケース」、「参考ケース」に準拠して設定している。(表3-1)
- ・ 長期(平成36年度以降)の経済前提は、マクロ経済に関する試算(コブ・ダグラス型生産関数を用いた長期的な経済成長率等の推計)に基づいて設定している。
  - ※ 長期的な経済状況を見通す上で重要な全要素生産性(TFP)上昇率を軸とした、幅の広い複数ケース(8ケース)を設定している。(表3-2)

この章において、年金積立金の運用実績と財政検証上の実質的な運用利回りを比較する際に用いる財政検証の経済前提は、女性や高齢者の労働市場への参加が進み日本経済が再生するケース、具体的には足下(平成35年度まで)について内閣府の中長期の経済財政に関する試算の経済再生ケースに準拠するもの、を用いることとする。

(表3-1) 平成26年財政検証の足下(平成35年度まで)の経済前提

## ○ 内閣府 経済再生ケースに準拠する経済前提

|                         | 平成26<br>(2014) | 平成27<br>(2015) | 平成28<br>(2016) | 平成29<br>(2017) | 平成30<br>(2018) | 平成31<br>(2019) | 平成32<br>(2020) | 平成33<br>(2021) | 平成34<br>(2022) | 平成35<br>(2023) |
|-------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 物価上昇率(暦年※1)             | 2.60%          | 2.70%          | 2.70%          | 2.20%          | 2.00%          | 2.00%          | 2.00%          | 2.00%          | 2.00%          | 2.00%          |
| 賃金上昇率<br>実質<対物価>        | ▲ 1.60%        | ▲ 0.23%        | ▲ 0.18%        | 1.36%          | 1.73%          | 1.79%          | 1.94%          | 1.88%          | 2.18%          | 2.11%          |
| 運用利回り<br>実質<対物価>(※2)    | ▲ 1.26%        | ▲ 0.82%        | ▲ 0.53%        | 0.37%          | 1.08%          | 1.55%          | 1.95%          | 2.32%          | 2.64%          | 2.89%          |
| 運用利回り<br>スプレッド<対賃金>(※2) | 0.34%          | ▲ 0.59%        | ▲ 0.35%        | ▲ 0.99%        | ▲ 0.65%        | ▲ 0.24%        | 0.01%          | 0.44%          | 0.46%          | 0.78%          |

## ○ 内閣府 参考ケースに準拠する経済前提

|                         | 平成26<br>(2014) | 平成27<br>(2015) | 平成28<br>(2016) | 平成29<br>(2017) | 平成30<br>(2018) | 平成31<br>(2019) | 平成32<br>(2020) | 平成33<br>(2021) | 平成34<br>(2022) | 平成35<br>(2023) |
|-------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 物価上昇率(暦年※1)             | 2.60%          | 2.30%          | 2.00%          | 1.40%          | 1.20%          | 1.20%          | 1.20%          | 1.20%          | 1.20%          | 1.20%          |
| 賃金上昇率<br>(実質<対物価>)      | ▲ 1.60%        | ▲ 0.67%        | 0.27%          | 1.46%          | 1.56%          | 1.47%          | 1.44%          | 1.26%          | 1.45%          | 1.49%          |
| 運用利回り<br>実質<対物価>(※2)    | ▲ 1.26%        | ▲ 0.69%        | ▲ 0.12%        | 0.73%          | 1.22%          | 1.51%          | 1.71%          | 1.89%          | 2.04%          | 2.18%          |
| 運用利回り<br>スプレッド<対賃金>(※2) | 0.34%          | ▲ 0.02%        | ▲ 0.39%        | ▲ 0.73%        | ▲ 0.34%        | 0.04%          | 0.27%          | 0.63%          | 0.59%          | 0.69%          |

(※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) 運用利回りの設定は、長期金利に内外の株式等による分散投資でどのくらい上積みできるか(分散投資効果)を0.4%(平成36(2024)年度以降の長期の経済前提における設定を参考)として、これを加味して設定。また、平成21年財政検証における設定と同様、長期金利上昇による国内債券への影響を考慮して設定。

(表3-2) 平成26年財政検証の長期(平成36年度以降)の経済前提

|      | 将来の経済状況の仮定                        |                              | 経済前提  |                    |             |                | (参考)<br>経済成長率<br>(実質<対物価>)<br>2024年度以降20~30年 |       |
|------|-----------------------------------|------------------------------|-------|--------------------|-------------|----------------|--|-------|
|      | 労働力率                              | 全要素生産性<br>(TFP)上昇率           | 物価上昇率 | 賃金上昇率<br>(実質<対物価>) | 運用利回り       |                |  |       |
|      |                                   |                              |       |                    | 実質<br><対物価> | スプレッド<br><対賃金> |  |       |
| ケースA | 内閣府試算<br>「経済再生<br>ケース」に<br>接続するもの | 労働市場へ<br>の参加が<br>進むケース       | 1.8%  | 2.0%               | 2.3%        | 3.4%           | 1.1%   | 1.4%  |
| ケースB |                                   |                              | 1.6%  | 1.8%               | 2.1%        | 3.3%           | 1.2%   | 1.1%  |
| ケースC |                                   |                              | 1.4%  | 1.6%               | 1.8%        | 3.2%           | 1.4%   | 0.9%  |
| ケースD |                                   |                              | 1.2%  | 1.4%               | 1.6%        | 3.1%           | 1.5%   | 0.6%  |
| ケースE |                                   |                              | 1.0%  | 1.2%               | 1.3%        | 3.0%           | 1.7%   | 0.4%  |
| ケースF | 内閣府試算<br>「参考<br>ケース」に<br>接続するもの   | 労働市場へ<br>の参加が<br>進まない<br>ケース | 1.0%  | 1.2%               | 1.3%        | 2.8%           | 1.5%   | 0.1%  |
| ケースG |                                   |                              | 0.7%  | 0.9%               | 1.0%        | 2.2%           | 1.2%   | ▲0.2% |
| ケースH |                                   |                              | 0.5%  | 0.6%               | 0.7%        | 1.7%           | 1.0%   | ▲0.4% |

## 3.2 運用実績が年金財政に与える影響の評価

### (1) 平成29年度の運用実績が年金財政に与える影響の評価

年金積立金の運用実績の評価は、長期的な観点から行うべきものであるが、平成29年度単年度における運用実績と、財政検証上の実質的な運用利回りを比較すると表3-3のとおりであり、厚生年金保険の実績の内訳は表3-4のとおりである。

平成29年度の収益率(名目運用利回り)は6.50%となっており、名目賃金上昇率は0.26%であるから、実質的な運用利回りは6.23%となる。

平成26年財政検証の女性や高齢者の労働市場への参加が進み日本経済が再生するケースでは平成29年度の実質的な運用利回りは $\Delta 0.99\%$ としている。その結果、財政検証の前提と運用実績の比較差は7.22%となっている。

(注)年金財政に影響を及ぼす要素としては、実質的な運用利回りのほか、賃金上昇率、死亡率、出生率などがある。運用実績の評価は、本文にあるように実質的な運用利回りの実績を財政検証の前提と比較することとなるが、年金財政全体の影響を考える場合には、出生率の変化等の運用以外の要素も考慮が必要となる。これら全ての要素の年金財政への影響は、少なくとも5年に1度行われる財政検証で検証される。

(表3-3) 平成29年度の運用実績

|                                  |           | 厚生年金   | (参考)<br>国民年金 | (参考)<br>年金積立金全体 |
|----------------------------------|-----------|--------|--------------|-----------------|
| 実績                               | 名目運用利回り   | 6.50%  | 6.70%        | 6.51%           |
|                                  | 名目賃金上昇率   | 0.26%  | 0.26%        | 0.26%           |
|                                  | 実質的な運用利回り | 6.23%  | 6.42%        | 6.24%           |
| 財政再計算及び<br>財政検証上の前提              | 実質的な運用利回り | △0.99% | △0.99%       | △0.99%          |
| 実質的な運用利回りの財政再計算及び<br>財政検証上の前提との差 |           | 7.22%  | 7.41%        | 7.23%           |

(注1) 名目運用利回りは、運用手数料控除後の数値である。

(注2) 名目賃金上昇率は、性・年齢構成の変動による影響を控除した名目標準報酬上昇率である。

(注3) 実質的な運用利回りの実績値は $(1 + \text{名目運用利回り} \div 100) \div (1 + \text{名目賃金上昇率} \div 100) \times 100 - 100$ により求めている。

(注4) 平成26年財政検証上の実質的な運用利回り等の前提は、女性や高齢者の労働市場への参加が進み日本経済が再生するケースを用いている。

(表3-4) 平成29年度の運用実績の内訳

|                                  |           | 厚生年金保険 | 特別会計積立金 | KKR    | 地共連    | 私学事業団  |
|----------------------------------|-----------|--------|---------|--------|--------|--------|
| 実績                               | 名目運用利回り   | 6.50%  | 6.51%   | 5.20%  | 6.83%  | 6.89%  |
|                                  | 名目賃金上昇率   | 0.26%  | 0.26%   | 0.26%  | 0.26%  | 0.26%  |
|                                  | 実質的な運用利回り | 6.23%  | 6.23%   | 4.93%  | 6.55%  | 6.61%  |
| 財政再計算及び<br>財政検証上の前提              | 実質的な運用利回り | △0.99% | △0.99%  | △0.99% | △0.99% | △0.99% |
| 実質的な運用利回りの財政再計算及び<br>財政検証上の前提との差 |           | 7.22%  | 7.22%   | 5.92%  | 7.54%  | 7.60%  |

(注1) 名目運用利回りは、運用手数料控除後の数値である。

(注2) 名目賃金上昇率は、性・年齢構成の変動による影響を控除した名目標準報酬上昇率である。

(注3) 実質的な運用利回りの実績値は $(1 + \text{名目運用利回り} \div 100) \div (1 + \text{名目賃金上昇率} \div 100) \times 100 - 100$ により求めている。

(注4) 平成26年財政検証上の実質的な運用利回り等の前提は、女性や高齢者の労働市場への参加が進み日本経済が再生するケースを用いている。



(2) 平成13年度から平成29年度までの17年間の運用実績が年金財政に与える影響の評価(年金積立金の自主運用開始からの評価)

特別会計積立金の自主運用を開始した平成13年度から平成29年度までの17年間の運用実績と、財政再計算及び財政検証上の実質的な運用利回りを比較すると表3-5のとおりである。

平成29年度までの17年間の平均収益率(名目運用利回り)は3.23%となっており、この期間における平均名目賃金上昇率は△0.29%であるから、実質的な運用利回りの平均は3.54%となる。

財政再計算及び財政検証の前提では平成13年度から平成29年度までの17年間の実質的な運用利回りの平均は0.16%としている。その結果、実績が財政再計算及び財政検証の前提を3.38%上回っており、年金財政上必要な運用利回りを十分確保してきている。

(表3-5)

|                                  |           | 厚生年金   | (参考)<br>国民年金 | (参考)<br>年金積立金全体 |
|----------------------------------|-----------|--------|--------------|-----------------|
| 実 績                              | 名目運用利回り   | 3.23%  | 3.13%        | 3.23%           |
|                                  | 名目賃金上昇率   | △0.29% | △0.29%       | △0.29%          |
|                                  | 実質的な運用利回り | 3.54%  | 3.44%        | 3.53%           |
| 財政再計算及び<br>財政検証上の前提              | 実質的な運用利回り | 0.16%  | 0.11%        | 0.16%           |
| 実質的な運用利回りの財政再計算及び<br>財政検証上の前提との差 |           | 3.38%  | 3.32%        | 3.37%           |

(注1) 名目運用利回りは、運用手数料控除後の数値である。

(注2) 名目運用利回りは、平成26年度まではKKR、地共連及び私学事業団で運用される積立金に係る分は含まれていない。

(注3) 名目賃金上昇率は、性・年齢構成の変動による影響を控除した名目標準報酬上昇率である。

(注4) 実質的な運用利回りの実績値は $(1 + \text{名目運用利回り} \div 100) \div (1 + \text{名目賃金上昇率} \div 100) \times 100 - 100$ により求めている。

(注5) 平成26年財政検証上の実質的な運用利回り等の前提は、女性や高齢者の労働市場への参加が進み日本経済が再生するケースを用いている。

(表3-6)運用実績と財政検証上の前提との比較

## 厚生年金

|                      | 実績                   |       |                    |       | 財政検証上の前提          |       |                 |      | 実質的な運用<br>利回りの実績<br>と財政検証上<br>の前提との差<br>(I)=(A)-(F)<br>% |                      |   |                    |   |                    |   |
|----------------------|----------------------|-------|--------------------|-------|-------------------|-------|-----------------|------|--|----------------------|---|--------------------|---|--------------------|---|
|                      | 実質的な<br>運用利回り<br>(A) |       | 名目賃金<br>上昇率<br>(C) |       | 年度末<br>積立金<br>(D) |       | 運用<br>収益<br>(E) |      |  | 実質的な<br>運用利回り<br>(F) |   | 名目運用<br>利回り<br>(G) |   | 名目賃金<br>上昇率<br>(H) |   |
|                      | %                    | %     | %                  | %     | 兆円                | 兆円    | 兆円              | 兆円   |  | %                    | % | %                  | % | %                  | % |
| 【平成11年財政再計算との比較】     |                      |       |                    |       |                   |       |                 |      |  |                      |   |                    |   |                    |   |
| 平成13年度               | 1.60                 | 1.99  | 0.38               | 134.6 | 2.7               | 1.00  | 3.52            | 2.50 | 0.61   |                      |   |                    |   |                    |   |
| 平成14年度               | 0.88                 | 0.21  | △0.66              | 132.1 | 0.3               | 0.97  | 3.49            | 2.50 | △0.09  |                      |   |                    |   |                    |   |
| 【平成16年財政再計算との比較】     |                      |       |                    |       |                   |       |                 |      |  |                      |   |                    |   |                    |   |
| 平成15年度               | 5.55                 | 4.91  | △0.61              | 135.9 | 6.4               | 1.99  | 1.99            | 0.00 | 3.56   |                      |   |                    |   |                    |   |
| 平成16年度               | 2.92                 | 2.73  | △0.18              | 138.2 | 3.7               | 1.08  | 1.69            | 0.60 | 1.83   |                      |   |                    |   |                    |   |
| 平成17年度               | 7.08                 | 6.82  | △0.24              | 140.3 | 9.2               | 0.50  | 1.81            | 1.30 | 6.57   |                      |   |                    |   |                    |   |
| 平成18年度               | 3.36                 | 3.10  | △0.25              | 139.8 | 4.3               | 0.21  | 2.21            | 2.00 | 3.15   |                      |   |                    |   |                    |   |
| 平成19年度               | △3.09                | △3.54 | △0.46              | 130.2 | △4.9              | 0.21  | 2.51            | 2.30 | △3.30  |                      |   |                    |   |                    |   |
| 平成20年度               | △6.37                | △6.83 | △0.49              | 116.6 | △8.7              | 0.29  | 3.00            | 2.70 | △6.66  |                      |   |                    |   |                    |   |
| 【平成21年財政検証との比較】      |                      |       |                    |       |                   |       |                 |      |  |                      |   |                    |   |                    |   |
| 平成21年度               | 10.90                | 7.54  | △3.03              | 120.8 | 8.6               | 1.42  | 1.47            | 0.05 | 9.48   |                      |   |                    |   |                    |   |
| 平成22年度               | 0.18                 | △0.26 | △0.44              | 114.2 | △0.3              | △1.58 | 1.78            | 3.41 | 1.76   |                      |   |                    |   |                    |   |
| 平成23年度               | 2.25                 | 2.17  | △0.08              | 111.5 | 2.4               | △0.72 | 1.92            | 2.66 | 2.97   |                      |   |                    |   |                    |   |
| 平成24年度               | 9.92                 | 9.57  | △0.32              | 117.9 | 10.5              | △0.76 | 2.03            | 2.81 | 10.68  |                      |   |                    |   |                    |   |
| 平成25年度               | 8.37                 | 8.22  | △0.14              | 123.6 | 9.5               | △0.36 | 2.23            | 2.60 | 8.73   |                      |   |                    |   |                    |   |
| 【平成26年財政検証との比較】      |                      |       |                    |       |                   |       |                 |      |  |                      |   |                    |   |                    |   |
| 平成26年度               | 10.44                | 11.61 | 1.06               | 136.7 | 14.3              | 0.34  | 1.34            | 1.00 | 10.10  |                      |   |                    |   |                    |   |
| <被用者年金制度一元化後> (注6、7) |                      |       |                    |       |                   |       |                 |      |  |                      |   |                    |   |                    |   |
| 平成27年度 (注8)          | △3.46                | △3.14 | 0.33               | 162.7 | △4.8              | △0.59 | 1.88            | 2.47 | △2.87  |                      |   |                    |   |                    |   |
| 平成28年度 (注9)          | 5.36                 | 5.30  | △0.05              | 173.7 | 8.7               | △0.35 | 2.17            | 2.52 | 5.71   |                      |   |                    |   |                    |   |
| 平成29年度               | 6.23                 | 6.50  | 0.26               | 185.8 | 11.3              | △0.99 | 2.57            | 3.56 | 7.22   |                      |   |                    |   |                    |   |
| 平成13～29年度平均          | 3.54                 | 3.23  | △0.29              | -     | 4.3               | 0.16  | 2.21            | 2.05 | 3.38   |                      |   |                    |   |                    |   |
| 平成26～29年度平均          | 4.51                 | 4.93  | 0.40               | -     | 7.4               | △0.39 | 1.99            | 2.38 | 4.90   |                      |   |                    |   |                    |   |

(注1) 実質的な運用利回りの実績値は(1+名目運用利回り÷100)÷(1+名目賃金上昇率÷100)×100により求められている。

(注2) 名目運用利回りは、運用手数料控除後(私学事業団は運用手数料等精算後)の数値である。

(注3) 名目賃金上昇率は、性・年齢構成の変動による影響を控除した名目標準報酬上昇率である。

(注4) 年度末積立金は時価で表示しており、年度末積立金 = 前年度末積立金 + 運用収益 + 歳入(運用収益、積立金より受入)を除く等 - 給付費等 という関係になっている。

(注5) 名目運用利回りの実績値は、女性や高齢者の労働市場への参加が進み日本経済が再生するケースを用いている。

(注6) 名目運用利回りは、平成26年度まではKKR、地共連及び私学事業団の労働市場への参加が進み日本経済が再生するケースを用いている。

(注7) 平成27年度以降の年度末積立金は、被用者年金一元化により、年金特別会計(厚生年金制度)の積立金にKKR、地共連、私学事業団の管理積立金を合わせたもの。

(注8) 平成27年度の名目運用利回りは、運用元本平均残高を(H26年度末特別会計積立金額+H27年度末特別会計積立金額)÷4で求め、これに対する収益率として算出している。

(注9) 平成28年度の名目運用利回り及び運用収益は、被用者年金の一元化に伴い仕分けられた積立金の精算額に係る評価損益を含めたものである。

(参考)国民年金

|                  | 実績                   |       |                    |     | 財政検証の前提            |       |                   |      | 実質的な運用<br>利回りの実績<br>と財政検証上<br>の前提との差<br>(I)=(A)-(F)<br>% |                 |   |                      |   |                    |   |                    |   |
|------------------|----------------------|-------|--------------------|-----|--------------------|-------|-------------------|------|--|-----------------|---|----------------------|---|--------------------|---|--------------------|---|
|                  | 実質的な<br>運用利回り<br>(A) |       | 名目運用<br>利回り<br>(B) |     | 名目賃金<br>上昇率<br>(C) |       | 年度末<br>積立金<br>(D) |      |  | 運用<br>収益<br>(E) |   | 実質的な<br>運用利回り<br>(F) |   | 名目運用<br>利回り<br>(G) |   | 名目賃金<br>上昇率<br>(H) |   |
|                  | %                    | %     | %                  | %   | %                  | 兆円    | 兆円                | %    |  | %               | % | %                    | % | %                  | % | %                  | % |
| 【平成11年財政再計算との比較】 |                      |       |                    |     |                    |       |                   |      |  |                 |   |                      |   |                    |   |                    |   |
| 平成13年度           | 0.91                 | 1.29  | 0.38               | 9.7 | 0.1                | 0.75  | 3.27              | 2.50 | 0.81   |                 |   |                      |   |                    |   |                    |   |
| 平成14年度           | 0.27                 | △0.39 | △0.66              | 9.5 | △0.0               | 0.76  | 3.28              | 2.50 | 0.01   |                 |   |                      |   |                    |   |                    |   |
| 【平成16年財政再計算との比較】 |                      |       |                    |     |                    |       |                   |      |  |                 |   |                      |   |                    |   |                    |   |
| 平成15年度           | 5.42                 | 4.78  | △0.61              | 9.7 | 0.4                | 1.90  | 1.90              | 0.00 | 3.52   |                 |   |                      |   |                    |   |                    |   |
| 平成16年度           | 2.96                 | 2.77  | △0.18              | 9.7 | 0.3                | 0.96  | 1.57              | 0.60 | 1.99   |                 |   |                      |   |                    |   |                    |   |
| 平成17年度           | 7.14                 | 6.88  | △0.24              | 9.7 | 0.6                | 0.43  | 1.74              | 1.30 | 6.70   |                 |   |                      |   |                    |   |                    |   |
| 平成18年度           | 3.33                 | 3.07  | △0.25              | 9.4 | 0.3                | 0.18  | 2.18              | 2.00 | 3.15   |                 |   |                      |   |                    |   |                    |   |
| 平成19年度           | △2.93                | △3.38 | △0.46              | 8.5 | △0.3               | 0.20  | 2.50              | 2.30 | △3.13  |                 |   |                      |   |                    |   |                    |   |
| 平成20年度           | △6.83                | △7.29 | △0.49              | 7.2 | △0.6               | 0.29  | 3.00              | 2.70 | △7.13  |                 |   |                      |   |                    |   |                    |   |
| 【平成21年財政検証との比較】  |                      |       |                    |     |                    |       |                   |      |  |                 |   |                      |   |                    |   |                    |   |
| 平成21年度           | 10.84                | 7.48  | △3.03              | 7.5 | 0.5                | 1.42  | 1.47              | 0.05 | 9.42   |                 |   |                      |   |                    |   |                    |   |
| 平成22年度           | 0.19                 | △0.25 | △0.44              | 7.7 | △0.0               | △1.58 | 1.78              | 3.41 | 1.77   |                 |   |                      |   |                    |   |                    |   |
| 平成23年度           | 2.23                 | 2.15  | △0.08              | 7.9 | 0.2                | △0.72 | 1.92              | 2.66 | 2.95   |                 |   |                      |   |                    |   |                    |   |
| 平成24年度           | 9.87                 | 9.52  | △0.32              | 8.1 | 0.7                | △0.76 | 2.03              | 2.81 | 10.63  |                 |   |                      |   |                    |   |                    |   |
| 平成25年度           | 8.46                 | 8.31  | △0.14              | 8.4 | 0.7                | △0.36 | 2.23              | 2.60 | 8.82   |                 |   |                      |   |                    |   |                    |   |
| 【平成26年財政検証との比較】  |                      |       |                    |     |                    |       |                   |      |  |                 |   |                      |   |                    |   |                    |   |
| 平成26年度           | 10.62                | 11.79 | 1.06               | 9.3 | 1.0                | 0.34  | 1.34              | 1.00 | 10.36  |                 |   |                      |   |                    |   |                    |   |
| 平成27年度           | △4.04                | △3.72 | 0.33               | 8.8 | △0.3               | △0.59 | 1.88              | 2.47 | △3.45  |                 |   |                      |   |                    |   |                    |   |
| 平成28年度           | 5.68                 | 5.63  | △0.05              | 9.0 | 0.5                | △0.35 | 2.17              | 2.52 | 6.03   |                 |   |                      |   |                    |   |                    |   |
| 平成29年度           | 6.42                 | 6.70  | 0.26               | 9.2 | 0.6                | △0.99 | 2.57              | 3.56 | 7.41   |                 |   |                      |   |                    |   |                    |   |
| 平成13～29年度平均      | 3.44                 | 3.13  | △0.29              | -   | 0.3                | 0.11  | 2.16              | 2.05 | 3.32   |                 |   |                      |   |                    |   |                    |   |
| 平成26～29年度平均      | 4.53                 | 4.95  | 0.40               | -   | 0.4                | △0.39 | 1.99              | 2.38 | 4.92   |                 |   |                      |   |                    |   |                    |   |

(注1)実質的な運用利回りの実績値は(1+名目運用利回り÷100)÷(1+名目賃金上昇率÷100)×100により求められている。

(注2)名目運用利回りは、運用手数料控除後の数値である。

(注3)名目賃金上昇率は、性・年齢構成の影響を控除した名目標準報酬上昇率である。

(注4)年度末積立金は時価で表示しており、年度末積立金 = 前年度末積立金 + 運用収益 + 歳入(運用収益、積立金より受入)を除く等 - 給付費等 という関係になっている。

(注5)平成26年財政検証上の実質的な運用利回り等の前提は、女性や高齢者の労働市場への参加が進み日本経済が再生するケースを用いている。

(参考)年金積立金全体の実績(厚生年金と国民年金の合計)

|                     | 実績                   |       |                    |       |                    | 財政検証上の前提 |                   |      |                 |   | 実質的な運用<br>利回りの実績<br>と財政検証上<br>の前提との差<br>(I)=(A)-(F)<br>% |                      |   |                    |   |                    |   |
|---------------------|----------------------|-------|--------------------|-------|--------------------|----------|-------------------|------|-----------------|---|--|----------------------|---|--------------------|---|--------------------|---|
|                     | 実質的な<br>運用利回り<br>(A) |       | 名目運用<br>利回り<br>(B) |       | 名目賃金<br>上昇率<br>(C) |          | 年度末<br>積立金<br>(D) |      | 運用<br>収益<br>(E) |   |  | 実質的な<br>運用利回り<br>(F) |   | 名目運用<br>利回り<br>(G) |   | 名目賃金<br>上昇率<br>(H) |   |
|                     | %                    | %     | %                  | %     | %                  | 兆円       | 兆円                | %    | %               | % |  | %                    | % | %                  | % | %                  | % |
| 【平成11年財政再計算との比較】    |                      |       |                    |       |                    |          |                   |      |                 |   |  |                      |   |                    |   |                    |   |
| 平成13年度              | 1.55                 | 1.94  | 0.38               | 144.3 | 2.8                | 0.98     | 3.50              | 2.50 | 1.24            |   |  |                      |   |                    |   |                    |   |
| 平成14年度              | 0.84                 | 0.17  | △0.66              | 141.5 | 0.2                | 0.96     | 3.48              | 2.50 | 0.38            |   |  |                      |   |                    |   |                    |   |
| 【平成16年財政再計算との比較】    |                      |       |                    |       |                    |          |                   |      |                 |   |  |                      |   |                    |   |                    |   |
| 平成15年度              | 5.54                 | 4.90  | △0.61              | 145.6 | 6.9                | 1.98     | 1.98              | 0.00 | 3.56            |   |  |                      |   |                    |   |                    |   |
| 平成16年度              | 2.92                 | 2.73  | △0.18              | 148.0 | 4.0                | 1.07     | 1.68              | 0.60 | 1.84            |   |  |                      |   |                    |   |                    |   |
| 平成17年度              | 7.09                 | 6.83  | △0.24              | 150.0 | 9.8                | 0.50     | 1.81              | 1.30 | 6.58            |   |  |                      |   |                    |   |                    |   |
| 平成18年度              | 3.36                 | 3.10  | △0.25              | 149.1 | 4.6                | 0.21     | 2.21              | 2.00 | 3.15            |   |  |                      |   |                    |   |                    |   |
| 平成19年度              | △3.08                | △3.53 | △0.46              | 138.6 | △5.2               | 0.21     | 2.51              | 2.30 | △3.29           |   |  |                      |   |                    |   |                    |   |
| 平成20年度              | △6.40                | △6.86 | △0.49              | 123.8 | △9.3               | 0.29     | 3.00              | 2.70 | △6.69           |   |  |                      |   |                    |   |                    |   |
| 【平成21年財政検証との比較】     |                      |       |                    |       |                    |          |                   |      |                 |   |  |                      |   |                    |   |                    |   |
| 平成21年度              | 10.90                | 7.54  | △3.03              | 128.3 | 9.2                | 1.42     | 1.47              | 0.05 | 9.48            |   |  |                      |   |                    |   |                    |   |
| 平成22年度              | 0.18                 | △0.26 | △0.44              | 121.9 | △0.3               | △1.58    | 1.78              | 3.41 | 1.76            |   |  |                      |   |                    |   |                    |   |
| 平成23年度              | 2.25                 | 2.17  | △0.08              | 119.4 | 2.6                | △0.72    | 1.92              | 2.66 | 2.97            |   |  |                      |   |                    |   |                    |   |
| 平成24年度              | 9.91                 | 9.56  | △0.32              | 126.0 | 11.2               | △0.76    | 2.03              | 2.81 | 10.67           |   |  |                      |   |                    |   |                    |   |
| 平成25年度              | 8.38                 | 8.23  | △0.14              | 132.1 | 10.2               | △0.36    | 2.23              | 2.60 | 8.74            |   |  |                      |   |                    |   |                    |   |
| 【平成26年財政検証との比較】     |                      |       |                    |       |                    |          |                   |      |                 |   |  |                      |   |                    |   |                    |   |
| 平成26年度              | 10.45                | 11.62 | 1.06               | 145.9 | 15.3               | 0.34     | 1.34              | 1.00 | 10.11           |   |  |                      |   |                    |   |                    |   |
| <被用者年金制度一元化後>(注6、7) |                      |       |                    |       |                    |          |                   |      |                 |   |  |                      |   |                    |   |                    |   |
| 平成27年度(注8)          | △3.50                | △3.18 | 0.33               | 171.5 | △5.1               | △0.59    | 1.88              | 2.47 | △2.91           |   |  |                      |   |                    |   |                    |   |
| 平成28年度(注9)          | 5.37                 | 5.32  | △0.05              | 182.6 | 9.2                | △0.35    | 2.17              | 2.52 | 5.72            |   |  |                      |   |                    |   |                    |   |
| 平成29年度              | 6.24                 | 6.51  | 0.26               | 195.0 | 11.9               | △0.99    | 2.57              | 3.56 | 7.23            |   |  |                      |   |                    |   |                    |   |
| 平成13～29年度平均         | 3.53                 | 3.23  | △0.29              | -     | 4.6                | 0.16     | 2.21              | 2.05 | 3.37            |   |  |                      |   |                    |   |                    |   |
| 平成26～29年度平均         | 4.51                 | 4.93  | 0.40               | -     | 7.8                | △0.39    | 1.99              | 2.38 | 4.90            |   |  |                      |   |                    |   |                    |   |

(注1)実質的な運用利回りの実績値は(1+名目運用利回り÷100)÷(1+名目賃金上昇率÷100)×100-100により求められている。

(注2)名目賃金上昇率は、運用手数料控除後(私学事業団は運用手数料等精算後)の数値である。

(注3)名目運用利回りは、性・年齢構成の変動による影響を控除した名目標準報酬上昇率である。

(注4)年度末積立金は時価で表示しており、年度末積立金 = 前年度末積立金 + 運用収益

(注5)平成26年財政検証上の実質的な運用利回り等の前提は、女性や高齢者の労働市場への参加が進み日本経済が再生するケースを用いている。

(注6)名目運用利回りは、平成26年度まではKKR、地共連及び私学事業団で運用される積立金に係る分は含まれていない。平成27年度は、平成27年10月1日の各管理積立金の

概算仕分けの額を厚生年金保険に係る積立金への資金流入と見なし、各実施機関の平成27年10月1日以降の運用収益額を年間の運用収益額と見なして計算している。

(注7)平成27年度以降の年度末積立金は、被用者年金一元化により、年金特別会計(厚生年金勘定)の積立金にKKR、地共連、私学事業団の管理積立金を合わせている。

(注8)平成27年度の名目運用利回りは、運用元本平均残高を「(H26年度末特別会計積立金額+H27年度末特別会計積立金額)÷2」で求め、これに対する収益率として算出している。

(注9)平成28年度の名目運用利回り及び運用収益は、被用者年金の一元化に伴い仕分けられた積立金の精算額に係る評価損益を含めたものである。

## 第4章 積立金基本指針に定める事項の遵守の状況について

積立金基本指針のうち各管理運用主体について個別に評価を行うべき、「第二.一から第三.三」、「第三.五から十二」、「第四.二から五」までについて、以下の「4.1 積立金の資産の構成の目標(モデルポートフォリオ)について」から「4.12 管理運用主体間の連携」までの12項目に分類し、評価を行った。

### 4.1 積立金の資産の構成の目標(モデルポートフォリオ)について

#### 【積立金基本指針】

##### 第二 積立金の資産の構成の目標に関する基本的な事項

- 一 管理運用主体(法第七十九条の四第二項第三号に規定する管理運用主体をいう。以下同じ。)は、本指針に適合するよう、共同して、管理運用の方針(法第七十九条の六第一項に規定する管理運用の方針をいう。以下同じ。)において基本ポートフォリオ(同条第二項第三号に規定する管理積立金(同条第一項に規定する管理積立金をいう。以下同じ。))の管理及び運用における長期的な観点からの資産の構成をいう。以下同じ。)を定めるに当たって参酌すべき積立金の資産の構成の目標(以下「モデルポートフォリオ」という。)を定めること。その際、積立金等の今後の見通しと整合的な形でのリスク検証を行うこと。
- 二 モデルポートフォリオは、厚生年金保険事業の財政上の諸前提と整合性をもつ積立金の実質的な運用利回りとして、財政の現況及び見通しを作成する際に積立金の運用利回りとして示される積立金の実質的な運用利回りを長期的に確保する構成とすること。
- 三 管理運用主体は、モデルポートフォリオを定めるに当たっては、資産の管理及び運用に関し一般に認められている専門的な知見並びに内外の経済動向を考慮すること。その際、今後の経済状況の見通しを踏まえ、フォワード・ルッキングなリスク分析を行うこと。
- 四 管理運用主体は、モデルポートフォリオを定めるに当たっては、モデルポートフォリオを参酌して管理運用主体が定める基本ポートフォリオとの関係も併せて検討すること。その際、モデルポートフォリオの乖離許容幅の範囲内で基本ポートフォリオを定める等、管理運用主体が管理積立金の運用において、厚生年金保険事業の共通財源として一体性を確保しつつ、自主性及び創意工夫を発揮できるようなものとなるよう配慮すること。
- 五 管理運用主体は、財政の現況及び見通しが作成されたときその他必要があると認めるときは、共同して、モデルポートフォリオに検討を加え、必要に応じ、これを変更しなければならないこと。また、管理運用主体は、モデルポートフォリオ策定時に想定した運用環境が現実から乖離していないか等についての定期的な検証の必要性について検討すること。

#### 【遵守状況】

管理運用主体(GPIF、KKR、地共連及び私学事業団)は共同して、平成27年3月20日に以下のとおりモデルポートフォリオを定め、公表している。

| 資産         | 国内債券   | 国内株式  | 外国債券  | 外国株式  |
|------------|--------|-------|-------|-------|
| モデルポートフォリオ | 35%    | 25%   | 15%   | 25%   |
| 中心値範囲      | 上記±10% | 上記±9% | 上記±4% | 上記±8% |

(備考)

- 1 この表の数値は、短期資産を含む管理積立金(厚生年金保険法第79条の6第1項に規定する管理積立金をいう。以下同じ。)全体に対する各資産の割合である。
- 2 この表において「中心値範囲」とは、管理運用主体が管理積立金の運用において厚生年金保険事業の共通財源としての一体性を確保する観点から定められた、基本ポートフォリオにおける各資産の中心値が含まれるべき範囲をいう。
- 3 この表に掲げる資産(以下「伝統的4資産」という。)以外の資産は、リスク・リターン特性に応じて、伝統的4資産のいずれかに区分して管理するものとする。ただし、短期資産は、伝統的4資産とは別に区分して管理することができる。
- 4 基本ポートフォリオにおいて短期資産の割合を定めるときは、この表の数値は、それぞれの数値に、1から短期資産の割合を控除した割合を乗じ、小数第一位を四捨五入した数値に読み替えることができるものとする。

モデルポートフォリオは、積立金基本指針 第一に記載される目的を達成できるよう資産の管理及び運用に関し一般に認められている専門的な知見並びに内外の経済動向等を考慮して策定されている。また、モデルポートフォリオは、各管理運用主体が独自の資産やオルタナティブ資産を、そのリスク・リターン特性に応じて伝統的4資産のいずれかに区分して保有することができることなど、各管理運用主体がそれぞれの管理積立金の運用において、厚生年金保険事業の共通財源としての一体性を確保しつつ、自主性及び創意工夫を発揮できるようなものとなるよう配慮されたものとなっている。なお、モデルポートフォリオの見直しに関し、各管理運用主体は、モデルポートフォリオ策定時に想定した運用環境が現実から乖離していないか等についての検証を少なくとも基本ポートフォリオの定期的な検証において必要と判断されたときに実施するとしている。この各管理運用主体が実施した基本ポートフォリオの検証等を踏まえ、モデルポートフォリオの見直しは行われていない。

## 4.2 基本ポートフォリオの策定

### 【積立金基本指針】

#### 第三 積立金の管理及び運用に関し管理運用主体が遵守すべき基本的な事項

- 一 管理運用主体は、管理積立金の管理及び運用を適切に行うため、本指針に適合するように、かつ、モデルポートフォリオに即して、基本ポートフォリオを含む管理運用の方針を定めること。その際、基本ポートフォリオについては、積立金等の今後の見通しと整合的な形でのリスク検証を行うこと。
- 二 管理運用主体は、本指針が変更されたときその他必要があると認めるときは、管理運用の方針に検討を加え、必要に応じ、これを変更しなければならないこと。特に、基本ポートフォリオについては、策定時に想定した運用環境が現実から乖離していないか等についての検証を定期的に行い、必要に応じ、随時見直すこと。
- 三 管理運用主体が基本ポートフォリオを定めるに当たっては、資産の管理及び運用に関し一般に認められている専門的な知見並びに内外の経済動向を考慮すること。その際、今後の経済状況の見通しを踏まえ、フォワード・ルッキングなリスク分析を行うこと。

## 【遵守状況】

各管理運用主体では、平成27年10月1日の被用者年金一元化法施行に向け、同日までに管理運用の方針を定めている。この管理運用の方針における、各管理運用主体の基本ポートフォリオは以下のとおりである。

### GPIF

|        | 国内債券 | 国内株式 | 外国債券 | 外国株式 |
|--------|------|------|------|------|
| 資産構成割合 | 35%  | 25%  | 15%  | 25%  |
| 乖離許容幅  | ±10% | ±9%  | ±4%  | ±8%  |

### KKR

|       | 国内債券 | 国内株式 | 外国債券 | 外国株式 |
|-------|------|------|------|------|
| 資産配分  | 35%  | 25%  | 15%  | 25%  |
| 乖離許容幅 | ±30% | ±10% | ±10% | ±10% |

### 地共連

|        | 国内債券 | 国内株式 | 外国債券 | 外国株式 |
|--------|------|------|------|------|
| 資産構成割合 | 35%  | 25%  | 15%  | 25%  |
| 許容乖離幅  | ±15% | ±14% | ±6%  | ±12% |

### 私学事業団

|        | 国内債券 | 国内株式 | 外国債券 | 外国株式 |
|--------|------|------|------|------|
| 資産配分割合 | 35%  | 25%  | 15%  | 25%  |
| 許容乖離幅  | ±10% | ±9%  | ±4%  | ±8%  |

これらの基本ポートフォリオは、平成26年財政検証を踏まえたもので、モデルポートフォリオとも整合したものとなっており、各管理運用主体に設けられた外部の有識者からなる委員会において十分な検討が行なわれ、最も効率的なポートフォリオであるとして策定されたものである※。

※KKRの基本ポートフォリオについて、国内債券の乖離許容幅が±30%と大きく設定されているが、これは、基本ポートフォリオの見直し前において積立金の大宗を占める国内債券(財投預託金を含む)の割合を基本ポートフォリオの中心値に向けて低下させるための資産の移動に時間を要することが見込まれることから、そうした設定としているものである。

また、基本ポートフォリオの検証については、各管理運用主体が、それぞれの基本ポートフォリオについて、直近の運用環境を踏まえ、外部の有識者からなる委員会(GPIFにおいては経営委員会、KKRにおいては資産運用委員会、地共連においては資金運用委員会、私学事業団においては資産運用検討委員会)において議論を行い、その結果、現行の資産構成割合は効率的であり、目標利回りを概ね満たしていることなどから、資産構成割合を変更する必要はないと判断している。

## 4.3 運用リスク管理

### 【積立金基本指針】

#### 第三 積立金の管理及び運用に関し管理運用主体が遵守すべき基本的な事項

- 五 管理運用主体は、分散投資による運用管理を行うこと。その際、ポートフォリオの管理を適切に行うとともに、資産全体、各資産、各運用受託機関及び各資産管理機関等のリスク管理を行うこと。

### 【遵守状況】

各管理運用主体では、基本ポートフォリオを維持し、長期的な期待収益率の確保を行っていく上で、市場リスク、流動性リスク、信用リスク等の様々なリスク要因について、統計的手法や定性的情報を活用した管理を行っている。

特に重要なものとして、基本ポートフォリオの資産構成割合と実際のポートフォリオの資産構成割合との乖離幅の管理があげられる。資産価格の変動によって資産構成割合の変動は常に発生することから、各管理運用主体では、資産構成割合の値と基本ポートフォリオで定めた資産構成割合との乖離状況を毎月把握し、その幅を一定範囲内に収めるよう管理している。

各管理運用主体では、平成29年度中の資産構成割合について、年度を通じてすべての資産で乖離許容幅内に収まっていることを確認している。

### 資産ごとのリスク管理の状況

各管理運用主体では、資産ごとの市場リスク(各資産市場に投資するリスク、各資産市場の価格変動リスク等)、流動性リスク(取引量が低下し売買が困難になるリスク)、信用リスク(債務不履行リスク)等について、トラッキングエラーなど統計的手法や定性的情報を活用した分析・評価を行うなど、各資産のリスク管理を行っている。

### 運用受託機関についてのリスク管理の状況

各管理運用主体では、運用受託機関に対し、運用目標、運用手法等に関する運用ガイドライン等を提示している。その上で、その遵守状況や運用結果等について、定期的に又は随時に報告を求め、必要に応じて適切な措置を講じている。

### 資産管理機関についてのリスク管理の状況

各管理運用主体では、資産管理機関に対し、管理手法及び体制等に関する資産管理ガイドラインを提示している。その上で、資産管理状況等について、定期的に又は随時に、報告を求めることなどにより、内容を確認している。



## 4. 4 市場の価格形成や民間の投資行動への配慮

### 【積立金基本指針】

#### 第三 積立金の管理及び運用に関し管理運用主体が遵守すべき基本的な事項

- 六 管理運用主体による管理積立金の運用に当たっては、管理運用主体の資産の規模に応じ、市場規模を考慮し、自ら過大なマーケット・インパクトを被ることがないように努めるとともに、市場の価格形成や民間の投資行動等を歪めないよう配慮すること。
- 七 管理運用主体は、企業経営に対して過度に影響を及ぼさないよう配慮するとともに、企業経営等に与える影響を考慮しつつ、株主等の長期的な利益の最大化を目指す観点から、株主議決権の行使等の適切な対応を行うこと。その際、「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》（平成二十六年二月二十六日日本版スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会取りまとめ）を踏まえ、スチュワードシップ責任（機関投資家が、投資先の日本企業やその事業環境等に関する深い理解に基づく建設的なエンゲージメント等を通じて、当該企業の企業価値の向上や持続的成長を促すことにより、顧客・受益者の中長期的な投資収益の拡大を図る責任をいう。）を果たす上での基本的な方針の策定及び公表についても検討を行うこと。
- 八 管理運用主体は、企業経営等に与える影響を考慮し、自家運用で株式運用を行う場合においては、個別銘柄の選択は行わないこと。

### 【遵守状況】

各管理運用主体は、管理積立金の運用に当たって、投資時期、投資額等を検討して分散執行に努め、運用受託機関の解約に伴い当該資金を回収し再配分する際には原則として現物移管により実施するなどの取組を通じて、自ら過大なマーケット・インパクトを被ることがないように努めるとともに、市場の価格形成や民間の投資行動等を歪めないよう配慮を行っている。

また、各管理運用主体は、運用受託機関ごとの同一企業発行株式の保有に一定の制約を設けるなど、企業経営に対して過度に影響を及ぼさないよう配慮している。運用受託機関における株主議決権の行使等を含むスチュワードシップ責任に関しては、各管理運用主体は、スチュワードシップ責任を果たすための方針やコーポレートガバナンス原則においてスチュワードシップ責任を果たす上での基本的な方針を公表している。さらに、各管理運用主体は、これらの方針に沿って、運用受託機関に対し株主議決権の行使状況などを含むスチュワードシップ活動に係る取組内容や実績などについて報告を求め、集約のうえその内容を公表している。

なお、各管理運用主体は、自家運用において株式運用を実施していない。

## 4.5 保険給付等に必要な流動性の確保

### 【積立金基本指針】

#### 第三 積立金の管理及び運用に関し管理運用主体が遵守すべき基本的な事項

- 九 管理運用主体は、年金財政の見通し及び収支状況を踏まえ、保険給付等に支障を生じさせることがないよう、保険給付等に必要な流動性を確保すること。

### 【遵守状況】

各管理運用主体は、保険給付等に必要な収支見通しや資金計画等の作成、キャッシュアウト対応ファンド等の満期償還金・利金等の活用、取引金融機関別に預貯金についての運用規則を設けること等により、流動性を確保している。

## 4.6 運用手法の見直し及び運用受託機関の評価・選定等

### 【積立金基本指針】

#### 第三 積立金の管理及び運用に関し管理運用主体が遵守すべき基本的な事項

- 十 管理運用主体は、実質的な運用利回りを確保することができるよう、運用手法の見直し並びに運用受託機関等の選定機能及び管理の強化のための取組を進めること。この場合において、運用受託機関等については、定期的に評価を行い、資金配分の見直し等の必要な措置を採ること。

### 【遵守状況】

各管理運用主体は、運用受託機関等に対し運用ガイドライン等を提示し、定期的に報告を受けるとともに、定期ミーティングを実施し、その遵守状況を確認するなど適切に運用受託機関等を管理・評価している。また、以下のように運用手法の見直し並びに運用受託機関等の選定機能及び管理の強化のための取組を適切に行っている。

- ・ GPIFでは、運用受託機関の選定方法として、外国株式運用及び国内株式パッシブ運用に加え、国内債券運用、外国債券運用及び国内株式アクティブ運用においても、マネジャー・エントリー制を活用した運用機関の公募を開始し、既存の運用受託機関とも同一条件で比較することで競争を促している。また、運用受託機関の評価をこれまでの定性評価及び定量評価に基づく総合評価から、定量的な実績を勘案した定性評価による総合評価へ見直しを行っている。
- ・ KKRでは、外国株式アクティブ運用においてマネジャー・エントリー制を導入し、応募を受け付け、選定手続きを開始した。
- ・ 地共連では、国内債券アクティブ運用においてマネジャー・エントリー制を実施し、ファンドを採用した。
- ・ 私学事業団では、外国債券におけるアクティブ運用のスタイル構成の改善や、運用機関の大幅入替え等を行った。

## 4.7 パッシブ運用とアクティブ運用

### 【積立金基本指針】

#### 第三 積立金の管理及び運用に関し管理運用主体が遵守すべき基本的な事項

- 十一 管理運用主体は、パッシブ運用とアクティブ運用を併用することを原則とすること。その上で、アクティブ運用に取り組むことにより超過収益の獲得を目指すものとする。ただし、アクティブ運用については、過去の運用実績も勘案し、超過収益が獲得できるとの期待を裏付ける十分な根拠を得ることを前提に行うこと。

### 【遵守状況】

各管理運用主体ともパッシブ運用とアクティブ運用を併用した運用を行っている。また、アクティブ運用を行う運用受託機関の選定においては、過去の超過収益の実績のほか、運用責任者との面談などを通じ、投資方針や運用プロセスの合理性・納得性などを確認の上実施している。

## 4.8 非財務的要素であるESGの考慮

### 【積立金基本指針】

#### 第三 積立金の管理及び運用に関し管理運用主体が遵守すべき基本的な事項

- 十二 管理運用主体は、株式運用において、財務的な要素に加えて、収益確保のため、非財務的要素であるESG(環境、社会、ガバナンス)を考慮することについて、個別に検討すること。

### 【遵守状況】

各管理運用主体は、株式運用において、財務的な要素に加えて、収益確保のため、非財務的要素であるESGを考慮することについて、以下のとおり、取組を行っている。

- ・ GPIFでは、平成28年度にESG要素を考慮した国内株式パッシブ運用の実現可能性を探ることを目的に、ESGの効果により中長期的なリスク低減効果や超過収益の獲得が期待される指数の公募を行い、平成29年7月に日本株の3つの指数を選定し、その指数に基づくパッシブ運用を開始している。また、同年11月には、新たにグローバル環境株式指数の公募を行っている。さらに、世界銀行グループと協働して、債券投資におけるESGの考慮について研究を行うとともに、GPIFにおけるESGに関する取組みとその効果を「ESG活動報告」として刊行している。
- ・ KKRは、国内株式アクティブファンドにおいて、銘柄選択プロセスにESGの評価を活用しているファンドを採用しており、毎年、ESGに関する取組みについての評価分析を行っている。
- ・ 地共連では、公募等により超過収益の獲得が見込めるファンドについて採用を行い、ファンド採用後もESGに関する取り組みについて評価分析等を行っている。
- ・ 私学事業団では、運用受託機関から各ファンドにおけるESGへの取り組み状況についてヒアリングを実施しているほか、国内株式においてESGに特化したファンドを1ファンド採用している。

## 4.9 管理積立金の管理運用状況の評価

### 【積立金基本指針】

#### 第四 その他積立金の管理及び運用に関する重要事項

- 二 主務大臣(法第百条の三の三第一項に規定する主務大臣をいう。以下同じ。)及び管理運用主体は、積立金の運用の状況については、原則として時価評価し、実質的な運用利回りによる評価を行うこと。また、管理運用主体の各資産の運用利回りについては、ベンチマーク収益率による評価を行うこと。ただし、これにより難しい場合にあっては、管理運用の方針においてその評価方法を明らかにすること。

### 【遵守状況】

各管理運用主体は、積立金の運用の状況について、原則として時価評価し、実質的な運用利回りによる評価を行っている。また、各資産の運用利回りについては、ベンチマーク収益率による評価を行っている。なお、各管理運用主体が採用している資産ごとのベンチマークは以下のとおりとなっている。

#### GPIF

国内債券:平成30年1月までは、NOMURA-BPI「除くABS」、NOMURA-BPI国債及びNOMURA-BPI/GPIF Customized及びNOMURA物価連動国債(フロアあり)のそれぞれの運用金額による構成比で加重平均した複合インデックス、平成30年2月以降はNOMURA-BPI物価連動国債プラスを含めた複合インデックス

国内株式:TOPIX(配当込み)

外国債券:FTSE世界国債インデックス(除く日本、ヘッジなし・円ベース)

外国株式:外国株式は、MSCI ACWI(除く日本、円ベース、配当込み、GPIFの配当課税要因考慮後)

#### KKR

国内債券:NOMURA-BPI(総合)

国内株式:TOPIX(配当込み)

外国債券:FTSE世界国債インデックス(除く日本、ヘッジなし、円ベース)

外国株式:MSCI KOKUSAI(円ベース、配当込み)

#### 地共連

国内債券:NOMURA-BPI(総合)

国内株式:TOPIX(配当込み)

外国債券:FTSE世界国債インデックス(除く日本、ヘッジなし、円ベース)

外国株式:MSCI ACWI(除く日本、円ベース、配当込み)

#### 私学事業団

国内債券:NOMURA-BPI/Ladder 10年を60%、NOMURA-BPI/Ladder 20年を40%で合成したベンチマーク

国内株式:Russell/Nomura Total Market(配当込み)

外国債券:バークレイズ・グローバル総合(日本円除く、ヘッジなし、円ベース)

外国株式:MSCI ACWI(除く日本、配当込み、円ベース)

## 4. 10 情報公開及び広報活動

### 【積立金基本指針】

#### 第四 その他積立金の管理及び運用に関する重要事項

- 三 主務大臣及び管理運用主体は、積立金の運用に対する被保険者の理解を促進するため、被保険者に対する情報公開及び広報活動を積極的に行うこと。特に、管理運用主体が作成する業務概況書、所管大臣(法第七十九条の六第四項に規定する所管大臣をいう。)が行う管理積立金の管理及び運用の状況の評価の結果並びに主務大臣が作成する報告書等については、分かりやすいものとなるよう工夫すること。

### 【遵守状況】

各管理運用主体は、積立金の運用に対する被保険者の理解を促進するため、金融市場への影響等を考慮した上で年度の業務概況書や四半期の運用状況の速報を公表している。

このほか、

- ・ GPIFでは、運用委員会及び経営委員会の議事要旨の開示のほか、ホームページ、Twitter や YouTube を活用した積立金の管理・運用状況、保有する全銘柄についての情報公開
- ・ KKRでは、ホームページにおける業務概況書(保有する全銘柄の情報を含む)等の公表に加え、資産運用委員会の議事要旨の開示や運用状況の広報誌等での解説
- ・ 地共連では、ホームページにおける業務概況書(保有する全銘柄の情報を含む)等の公表に加え、資金運用委員会の議事要旨の開示、広報誌等での解説や組合員等を対象にした全国説明会の開催
- ・ 私学事業団では、ホームページにおける業務概況書(保有する全銘柄の情報を含む)の公表に加え、資産運用検討委員会の議事要旨の開示や広報誌等での解説

などの積極的な情報公開や分かりやすい広報活動に取り組んでいる。

## 4. 11 受託者責任の徹底等

### 【積立金基本指針】

#### 第四 その他積立金の管理及び運用に関する重要事項

- 四 管理運用主体は、受託者責任(忠実義務及び善良なる管理者としての注意義務を遵守することをいう。)を徹底するための機能を確保するとともに、業務を的確に遂行する上で必要となる人材の確保に努めること。

### 【遵守状況】

各管理運用主体は、受託者責任を徹底するための機能を確保するとともに、業務を的確に遂行する上で必要となる人材を確保するため、以下の取組を行っている。

- ・ GPIFでは、行動規範をはじめとする関係法令及び業務方針等のネットワークシステムへの掲載、コンプライアンス委員会でのコンプライアンス推進施策の審議などを通じ、受託者責任の徹底を図っている。また、GPIFでは、運用多様化やリスク管理の強化などに伴う専門人材の採用や研修の実施、給与水準の調査など、業務を的確に遂行する上で必要となる人材の確保のために必要な取組を行っている。
- ・ KKRでは、平成28年4月に「運用リスク管理方針」、「運用リスク管理要領」を制定するとともに、運用部門に対する牽制機能を強化するため、平成28年7月にリスク管理の担当を資金運用部から分離し、独立した新たな組織である「運用リスク管理室」を設置した。また、運用リスク管理業務の機能強化を目的として、平成28年10月に運用リスク管理担当役員、運用リスク管理担当者等で構成される「運用リスク検討会議」を設置し、毎月会議を開催しているほか、専門人材を含めた増員の継続的な実施を行っている。また、コンプライアンス体制の整備、行動規範の制定、運用担当役職員にかかる株式等の取引の自粛措置についての規定改正を実施している。
- ・ 地共連では、内部統制の強化のため、平成27年10月に運用リスク管理会議及びリスク管理室を設置しリスク管理体制を拡充するとともに、リスク管理担当を含む専門人材の増員など実施している。平成28年4月には、リスク管理室をリスク管理課に格上げし、リスク管理体制の更なる拡充を図っている。
- ・ 私学事業団では、リスク管理、運用機関評価、運用対象の高度化などの業務を担当する専門人材を継続的に配置するとともに、専門人材を含めた増員の検討や、リスク管理体制を充実させる必要から、平成30年度における運用リスク管理室の設置に向けた手続きを開始している。

## 4. 12 管理運用主体間の連携

### 【積立金基本指針】

#### 第四 その他積立金の管理及び運用に関する重要事項

- 五 管理運用主体は、積立金の運用に係る業務の実施に関して、必要な情報の提供を行う等、相互に連携を図りながら協力するよう努めること。

### 【遵守状況】

GPIF、KKR、地共連及び私学事業団は、運用及びリスク管理に関する意見交換やフォーラムの開催など、業務上必要な連携を図りながら協力している。