

GPIFの次期運用目標等について

1. **実質的な運用利回りの目標**
2. 基本ポートフォリオのリスク制約
3. ベンチマーク収益率の確保

年金積立金の運用目的

- 年金積立金は、厚生年金保険法等に基づき、将来にわたって、年金保険事業の運営の安定に資することを目的として、専ら被保険者の利益のために、長期的な観点から、安全かつ効率的に運用することとされている。
- 公的年金の給付水準は、長期的に見ると名目賃金上昇率に連動するため、年金積立金の運用では、その運用利回りが名目賃金上昇率をどれだけ上回ることができるかが重要である。
- このため、年金積立金の運用は、財政検証の諸前提を踏まえ、必要となる「実質的な運用利回り（年金積立金の運用利回りから名目賃金上昇率を差し引いたもの）」を最低限のリスクで確保することを目的として行うこととされている。

● **厚生年金保険法（昭和29年法律第115号）（抄）** ※ 国民年金法にも同趣旨の規定が存在。

（運用の目的）

第79条の2（略）積立金の運用は、積立金が厚生年金保険の被保険者から徴収された保険料の一部であり、かつ、将来の保険給付の貴重な財源となるものであることに特に留意し、専ら厚生年金保険の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により、将来にわたって、厚生年金保険事業の運営の安定に資することを目的として行うものとする。

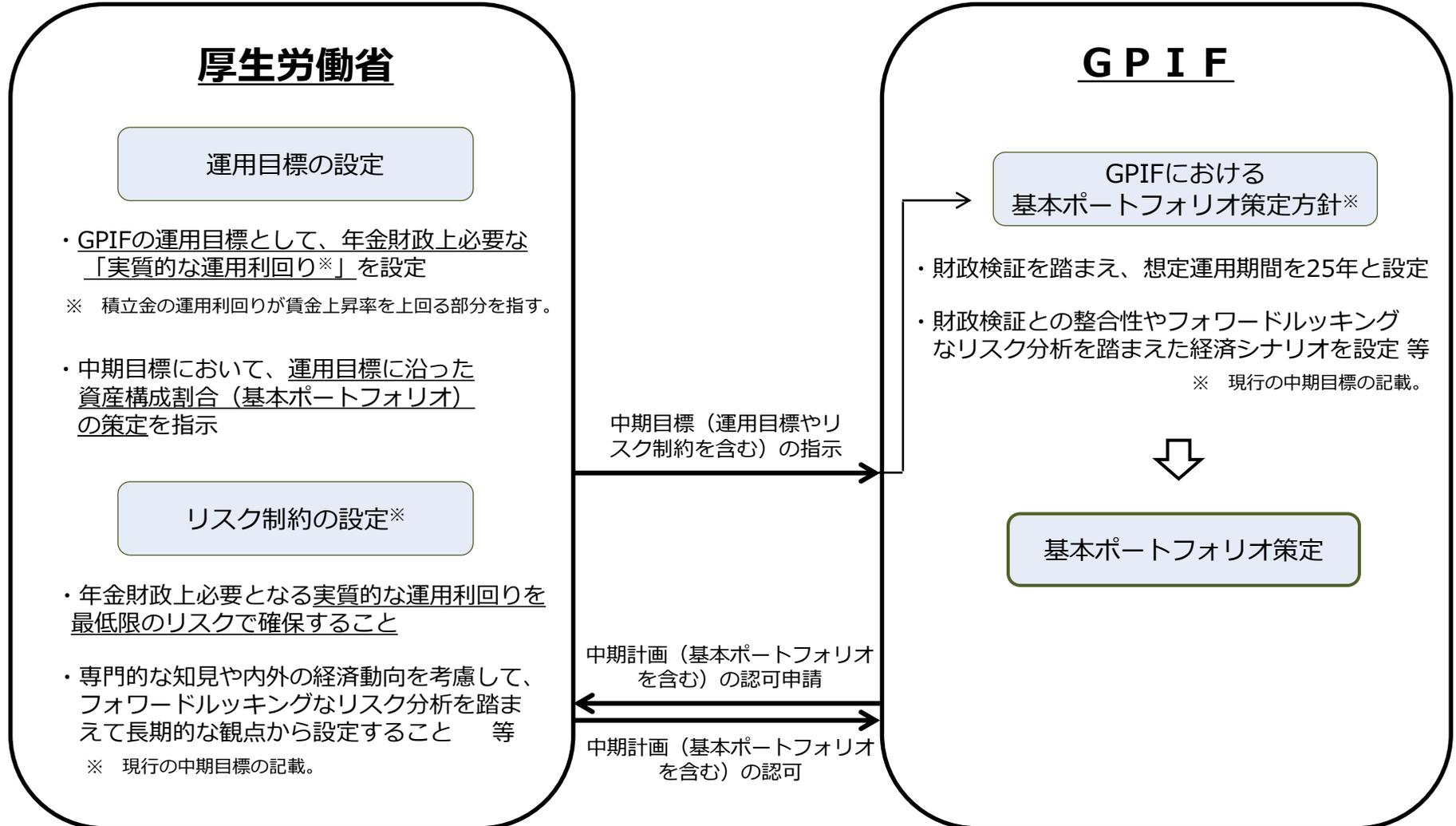
● **積立金の管理及び運用が長期的な観点から安全かつ効率的に行われるようにするための基本的な指針（平成26年総務省・財務省・文部科学省・厚生労働省告示第1号）（抄）**

第1 積立金の管理及び運用に関する基本的な方針

1 （略）

2 積立金の運用は、厚生年金保険事業の財政上の諸前提（法第二条の四第一項に規定する財政の現況及び見通し（以下「財政の現況及び見通し」という。）を作成する際に用いられる厚生年金保険事業の財政上の諸前提をいう。以下同じ。）を踏まえ、保険給付等に必要な流動性を確保しつつ、必要となる積立金の実質的な運用利回り（積立金の運用利回りから名目賃金上昇率を差し引いたものをいう。以下同じ。）を、最低限のリスクで確保することを目的として行うこと。

運用目標と基本ポートフォリオの関係



現行の中期目標における実質的な運用利回りの目標

- GPIFの現行の中期目標においては、2019年財政検証における経済前提において設定された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、「実質的な運用利回り 1.7%」を長期的に確保すべき運用目標として設定。

【2019年財政検証：2029年度以降の長期の前提】

		将来の経済状況の仮定		経済前提				(参考)
		労働力率	全要素生産性 (TFP) 上昇率	物価上昇率	賃金上昇率 (実質<対物価>)	運用利回り		
						実質 <対物価>	スプレッド <対賃金>	
ケースⅠ	内閣府試算「成長実現ケース」に接続するもの	経済成長と労働参加が進むケース	1.3%	2.0%	1.6%	3.0%	1.4%	0.9%
ケースⅡ			1.1%	1.6%	1.4%	2.9%	1.5%	0.6%
ケースⅢ			0.9%	1.2%	1.1%	2.8%	1.7%	0.4%
ケースⅣ	内閣府試算「ベースラインケース」に接続するもの	経済成長と労働参加が一定程度進むケース	0.8%	1.1%	1.0%	2.1%	1.1%	0.2%
ケースⅤ			0.6%	0.8%	0.8%	2.0%	1.2%	0.0%
ケースⅥ			0.3%	0.5%	0.4%	0.8%	0.4%	▲0.5%

年金積立金管理運用独立行政法人 中期目標 (抄) (令和2年4月～令和7年3月)

第3 国民に対して提供するサービスその他の業務の質の向上に関する事項

3. 基本的な運用手法及び運用目標

(1) 長期的な観点からの資産構成割合に基づく運用

年金積立金の運用は、厚生年金保険法第2条の4第1項及び国民年金法第4条の3第1項に規定する財政の現況及び見通しを踏まえ、長期的に年金積立金の実質的な運用利回り（年金積立金の運用利回りから名目賃金上昇率を差し引いたものをいう。）1.7%を最低限のリスクで確保することを目標とし、この運用利回りを確保するよう、年金積立金の管理及び運用における長期的な観点からの資産構成割合（以下「基本ポートフォリオ」という。）を定め、これに基づき管理を行うこと。

その際、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。

令和6年財政検証の経済前提について（検討結果の報告）

令和6年4月12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関する専門委員会

5. 長期の実質賃金上昇率及び実質運用利回りの設定

- (3) 長期の運用利回りの設定については、全てのケースにおいて GPIF の運用実績を活用し設定する。ただし、過去の実績を活用するに当たっては、単に過去の実績をそのまま利用するのではなく、フォワードルッキングな視点も導入し、GPIFの運用実績を基礎に、経済モデルから推計される利潤率倍率を乗じて推計する。

$$\text{将来の実質運用利回り（対物価）} = \text{GPIF 実質運用利回りの実績（対物価）} \times \text{将来の利潤率の推計値} / \text{利潤率の実績}$$

この結果、賃金上昇率を上回る実質的な運用利回り（スプレッド）については、上式により設定された実質運用利回りから(1)により設定された実質賃金上昇率を控除することにより計算されることとなる。

なお、令和元年財政検証においては、最も低い経済成長を仮定するケースVIにおいては、イールドカーブを用いた方法を採用していたが、GPIF のポートフォリオにおいて、金利と関係の深い国内債券の割合は低下し 25%となっていることに加え、イールドカーブから求められたフォワードレートの動きは不安定であり、ある特定の時点のイールドカーブを用いて長期の運用利回りの設定することは適当ではないため、全てのケースにおいて、GPIFの運用実績を活用する方法を用いることとした。

【2024年財政検証：2034年度以降の長期の経済前提】

		将来の経済状況の仮定		経済前提				(参考)	
		労働力率	全要素生産性 (TFP) 上昇率	物価上昇率	賃金上昇率 (実質<対物価>)	運用利回り		実質経済成長率	人口1人当たり実質経済成長率
						実質 <対物価>	スプレッド <対賃金>		
高成長実現 ケース	中長期試算 成長実現 ケースに接続	成長実現・労働参加 進展シナリオ	1.4%	2.0%	2.0%	3.4%	1.4%	1.6%	2.3%
成長型経済 移行・継続 ケース	中長期試算 参考ケース に接続		1.1%	2.0%	1.5%	3.2%	1.7%	1.1%	1.8%
過去30年 投影ケース	中長期試算 ベースライン ケースに接続	成長率ベースライン・労働参加 漸進シナリオ	0.5%	0.8%	0.5%	2.2%	1.7%	▲0.1%	0.7%
1人当たり ゼロ成長 ケース		一人当たりゼロ 成長・労働参加 現状シナリオ	0.2%	0.4%	0.1%	1.4%	1.3%	▲0.7%	0.1%

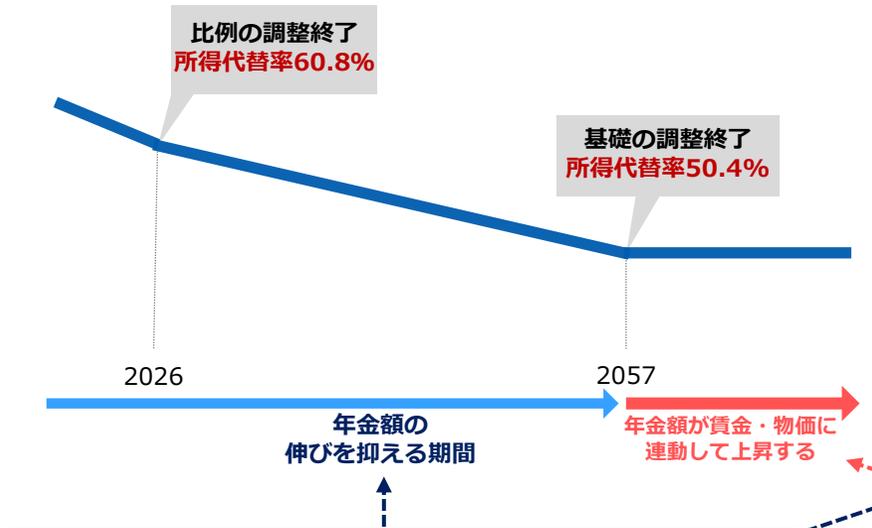
基礎年金のマクロ経済スライドによる給付調整の早期終了の背景・必要性

- 現行の年金制度では、マクロ経済スライドによる給付調整により、賃金や物価の伸びより年金額の伸びが抑えられている。これは、少子高齢化が進む中であっても持続可能性を確保(将来にわたり現役世代の保険料負担の上昇を抑えるとともに、将来の年金額を確保)するために必要な仕組み。
- 他方、デフレ経済が続いたことで、マクロ経済スライドによる給付調整の期間は長期化。特に、基礎年金(1階)の給付調整は、過去30年の状況を投影した経済前提では、30年以上にわたり続き、その水準は長期にわたって低下する見込み。これにより、将来においては、厚生年金の受給者を含めた年金額が低下するとともに、所得再分配機能が低下(低所得層ほど年金額が低下)。
- 今後継続的な賃金や物価の上昇も想定される中、年金制度の持続可能性を確保しつつ、将来の公的年金全体の給付水準の向上を図る観点から、基礎年金(1階)と報酬比例部分(2階)の調整期間を一致させることにより、公的年金全体としてマクロ経済スライドによる給付調整をできる限り早期に終了させ、年金額が賃金や物価に連動して伸びるようにしていくことが必要。

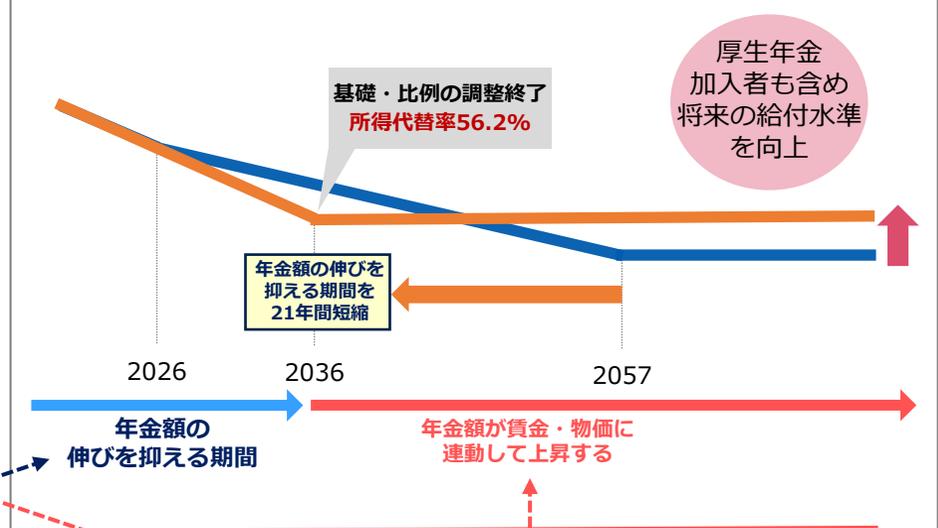
基礎年金のマクロ経済スライドによる給付調整の早期終了

継続的な賃金や物価の上昇が想定される中、現行の年金制度はマクロ経済スライドによる調整(少子高齢化が進む中でも、持続可能性を確保する仕組み)により、賃金や物価の伸びより年金額の伸びが抑えられている。年金制度の持続可能性を確保しつつ、マクロ経済スライドを公的年金全体で早期終了した場合、年金額は賃金・物価に連動して上昇するようになる。

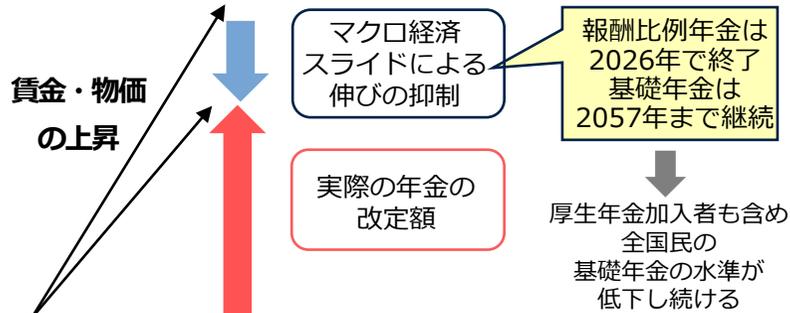
将来の年金水準 (現行制度の場合) 【2024年財政検証結果】



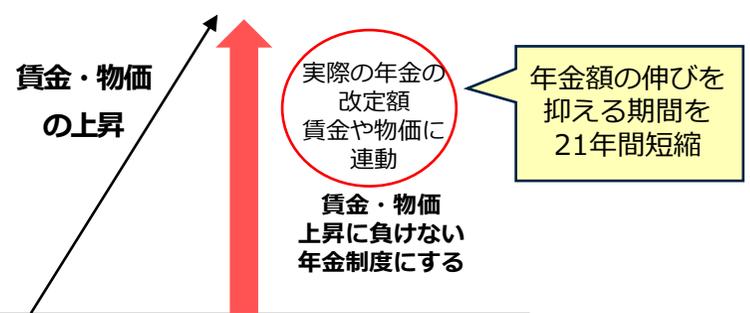
将来の年金水準 (基礎年金のマクロ経済スライドを早期終了した場合)



現行の年金額の改定のイメージ



マクロ経済スライドの調整終了後のイメージ



GPIFの実質運用利回り(対物価)のバックテスト

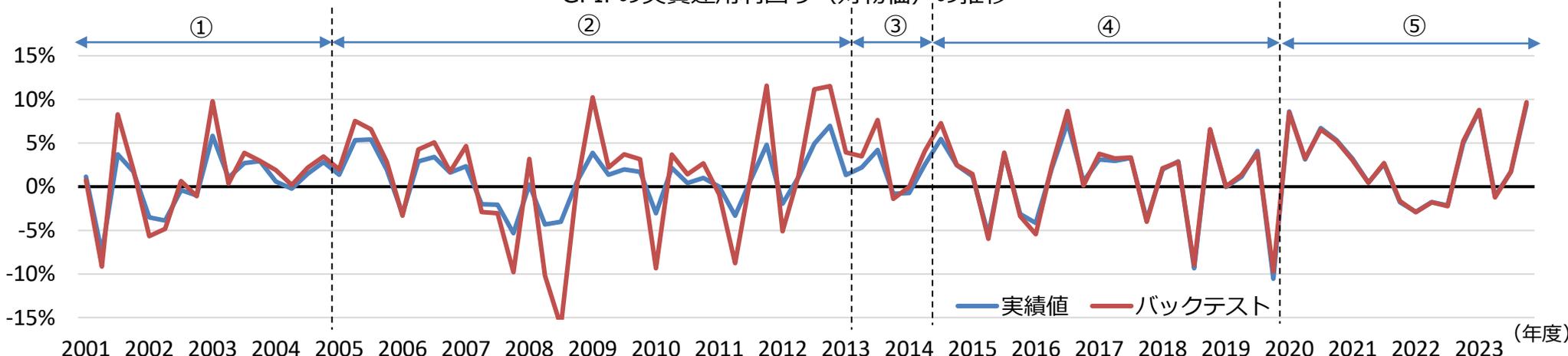
第21回社会保障審議会 年金部会
令和6年11月25日

○ GPIFの実質運用利回り(対物価)の10年移動平均の分布の上位80%タイル(※1)は、バックテストの方が実績よりも+0.2%高い。 ※1 令和6年財政検証の過去30年投影ケースにおける実質運用利回り(対物価)の仮定。

(参考) 仮に運用利回りが+0.2%改善すると、マクロ経済スライドの給付調整は更に3年程度早く終了すると見込まれる(※2)。

※2 過去30年投影ケースで基礎年金の給付調整の早期終了を前提とした場合。

GPIFの実質運用利回り(対物価)の推移



【基本ポートフォリオの推移】

	①	②	③	④	⑤
国内債券	68%	67%	60%	35%	25%
外国債券	7%	8%	11%	15%	25%
国内株式	12%	11%	12%	25%	25%
外国株式	8%	9%	12%	25%	25%
短期資産	5%	5%	5%	-	-

①2001年4月～2005年3月 ②2005年4月～2013年6月
③2013年6月～2014年9月 ④2014年10月～2020年3月 ⑤2020年4月～

【GPIFの運用利回り】
(10年移動平均)

GPIF実質運用利回り (上位80%タイル値)	
実績値	2.6%
バックテスト	2.8%

↓ +0.2%

【令和6年財政検証の前提となるスプレッド】
(過去30年投影ケース)

$$\begin{array}{ccc}
 \mathbf{2.6\%} & \times & 0.88 & = & \mathbf{2.2\%} \\
 \text{GPIFの実績} & & \text{利潤率倍率} & & \text{将来の} \\
 \text{上位80\%タイル値} & & & & \text{実質運用利回り(対物価)} \\
 & & \text{実質賃金上昇率} & \rightarrow & \mathbf{1.7\%} \\
 & & \text{(0.5\% 控除)} & & \text{スプレッド}
 \end{array}$$

(注1) 運用利回りは、2007年度までは市場運用分、2008年度以降は資産全体に係る四半期の収益率(運用手数料控除前)。

(注2) 10年移動平均は、年率換算したものを幾何平均により算出している。

(注3) 直近のデータの分布及びパーセンタイル値は、2012年度以降の手数料の最大値が0.04%(2020年度)であることに鑑み、手数料として0.04%を控除した値としている。

(注4) 実績については、業務概況書(GPIF)及び「消費者物価指数」(総務省)における四半期平均の前期比を基に作成。また、バックテストは、各資産のベンチマーク収益率に基づき作成。

(注5) 利潤率倍率は、マクロ経済モデルから推計される将来の利潤率に対するGPIFの運用実績期間の利潤率の実績の比率であり、スプレッドは実質運用利回り(対物価)から実質賃金上昇率(過去30年投影ケースでは0.5%)を控除したもの。

- 本バックテストに用いた名目運用利回りに関するデータは、厚生労働省年金局の委託により、野村フィデューシャリー・リサーチ&コンサルティング株式会社が作成。
- GPIFの現行基本ポートフォリオによる運用利回りのバックテストにおいては、
 - ① ポートフォリオについては、GPIFの現行の基本ポートフォリオである
国内債券:外国債券:国内株式:外国株式 = 25%: 25%: 25%: 25%
とし、
 - ② ベンチマーク収益率については、GPIFの現行の政策ベンチマークである
 - ・ 国内債券: NOMURA-BPI「除くABS」
 - ・ 外国債券: FTSE世界国債インデックス(除く日本、中国、円ベース)
 - ・ 国内株式: TOPIX(配当込み)
 - ・ 外国株式: MSCI ACWI(除く日本、円ベース、配当込み)を使用した。
- 名目運用利回りは、各月の収益率を
(各資産のベンチマーク収益率(各月) × 各資産の現行基本ポートフォリオの構成比)の和
により算出し、これを四半期分累積することにより算出している。
実質運用利回りは、総務省の「消費者物価指数」による四半期平均の物価上昇率により
実質化している。

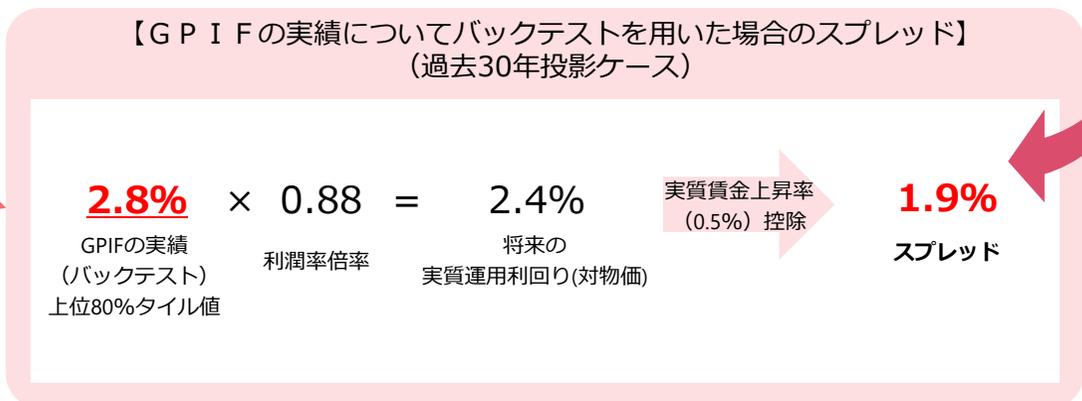
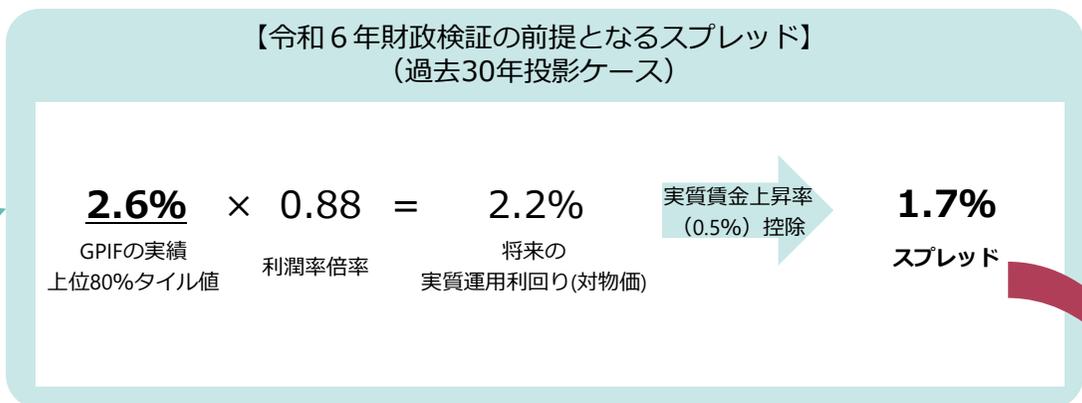
(※)バックテストの結果は、運用開始時から現行の基本ポートフォリオで運用していたと想定した場合の運用利回りであり、現行の基本ポートフォリオよりリスクを高める想定をした場合の運用利回りではない。

GPIFの實質運用利回り（対物価）のバックテストを踏まえたスプレッド

- 財政検証の過去30年投影ケースで用いている實質運用利回り（対物価）の設定（上位80%タイル）について、実績値（2.6%）からバックテストを用いた場合の値（2.8%）に変更した場合、スプレッドも+0.2%上昇し、1.9%となる。

【GPIFの運用利回り】 （10年移動平均）

GPIF實質運用利回り （上位80%タイル値）	
実績値	2.6%
バックテスト	2.8%



次期中期目標における実質的な運用利回りの目標について（案）

<背景>

- 11月25日の社会保障審議会年金部会において、公的年金全体としてマクロ経済スライドによる給付調整をできる限り早期に終了させ、年金額が賃金や物価に連動して伸びるようにしていく必要性が示された。その際、マクロ経済スライドの給付調整について、GPIFの実質運用利回り（対物価）のバックテストの結果を踏まえ、仮に運用利回りが+0.2%改善すると、マクロ経済スライドの給付調整は更に3年程度早く終了すると見込まれるということが示された。
- GPIFの現行の基本ポートフォリオに基づくバックテストは、現行の基本ポートフォリオに基づく市場運用から将来的に期待できる運用利回りの推計値を示している。財政検証の過去30年投影ケースで用いている実質運用利回り（対物価）の設定（上位80%タイル）をバックテストと実績と比較すると、バックテストの方が+0.2%高くなり、それを踏まえたスプレッドも+0.2%高くなる。
(※) バックテストの結果は、運用開始時から現行の基本ポートフォリオで運用していたと想定した場合の運用利回りであり、現行の基本ポートフォリオよりリスクを高める想定をした場合の運用利回りではない。

<次期中期目標における実質的な運用利回りの目標設定の方向性（案）>

- GPIFに与える運用目標は、GPIFの運用において将来合理的に期待できる現実的な運用利回りの水準に留意し、年金財政上必要な運用利回りを設定するという性格のものである。
- 財政検証における運用利回りの想定については、過去におけるGPIFの平均的な運用実績をそのまま用いて設定しているところ、GPIFの運用目標は、次期中期目標期間に適用されるポートフォリオの前提となるものであり、運用資産額が増大する中でポートフォリオの連続性にも留意しつつ、現行の基本ポートフォリオの管理運用能力も含めたGPIFの足下の実力を運用目標により適切に反映する観点からは、GPIFの運用において将来合理的に期待できる現実的な運用利回りの水準の設定方法として、現行の基本ポートフォリオのバックテストの結果を基礎に設定する方法が考えられるのではないかと。
- 上記の背景も踏まえ、GPIFの次期中期目標における実質的な運用利回りの目標について、GPIFの運用において将来合理的に期待できる現実的な運用利回りの水準として、現行の基本ポートフォリオのバックテストの結果を基礎に、運用目標を1.9%とすることについてどのように考えるか。
(※) 運用目標を1.9%とし、今後2024年財政検証の想定を上回る運用利回りが確保されれば、財政検証の想定より公的年金財政が改善し、マクロ経済スライドの給付調整の更なる早期終了に資することになる。

1. 実質的な運用利回りの目標
- 2. 基本ポートフォリオのリスク制約**
3. ベンチマーク収益率の確保

基本ポートフォリオのリスク制約

- 基本ポートフォリオについては、目標となるリターンとリスク制約を踏まえて策定される。
- 中期目標においては、目標となるリターンとして「実質的な運用利回り」を設定した上で、年金積立金の特性やその運用目的等を踏まえ、この運用目標を確保するための基本ポートフォリオを策定するに当たってのリスク制約を示している。

年金積立金管理運用独立行政法人 中期目標（抄）（令和2年4月～令和7年3月）

第3 国民に対して提供するサービスその他の業務の質の向上に関する事項

3. 基本的な運用手法及び運用目標

（1）長期的な観点からの資産構成割合に基づく運用

年金積立金の運用は、厚生年金保険法第2条の4第1項及び国民年金法第4条の3第1項に規定する財政の現況及び見通しを踏まえ、長期的に年金積立金の実質的な運用利回り（年金積立金の運用利回りから名目賃金上昇率を差し引いたものをいう。）1.7%を最低限のリスクで確保することを目標とし、この運用利回りを確保するよう、年金積立金の管理及び運用における長期的な観点からの資産構成割合（以下「基本ポートフォリオ」という。）を定め、これに基づき管理を行うこと。

その際、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。

（4）基本ポートフォリオの策定及び見直し

経営委員会は、基本ポートフォリオを、モデルポートフォリオを参酌して、運用の目標に沿った資産構成とし、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して、フォワード・ルッキングなリスク分析を踏まえて長期的な観点から策定すること。

その際、名目賃金上昇率から下振れするリスクが全額国内債券運用の場合を超えないこととするとともに、株式等は想定よりも下振れ確率が高い場合があることも十分に考慮すること。また、予定された積立金額を下回る可能性の大きさを適切に評価するとともに、より踏み込んだ複数のシナリオで実施する等、リスクシナリオ等による検証を行うこと。

市場動向を踏まえた適切なリスク管理等を行い、基本ポートフォリオの策定時に想定した運用環境が現実から乖離している等、必要があると認めるときは、中期目標期間中であっても、必要に応じて基本ポートフォリオの見直しの検討を行うこと。なお、市場への影響等に鑑み必要があると認めるときは、ポートフォリオを見直し後の基本ポートフォリオに円滑に移行させるため、移行ポートフォリオ（基本ポートフォリオを実現するまでの経過的な資産の構成をいう。）を策定すること。

基本ポートフォリオのリスク制約①

<現行の中期目標の考え方>

- 年金積立金の運用は、厚生年金保険法等に基づき、年金積立金が被保険者から徴収された保険料の一部であり、かつ、将来の年金給付の貴重な財源となるものであることを踏まえ、年金事業の運営の安定化に資することを目的として、専ら被保険者の利益のため、長期的な観点から、安全かつ効率的に行うこととされている。
- これを踏まえ、現行の中期目標においては、財政検証を踏まえ、実質的な運用利回り（名目運用利回り－名目賃金上昇率）を最低限のリスクで確保することを目標とし、基本ポートフォリオを策定するよう求めている。

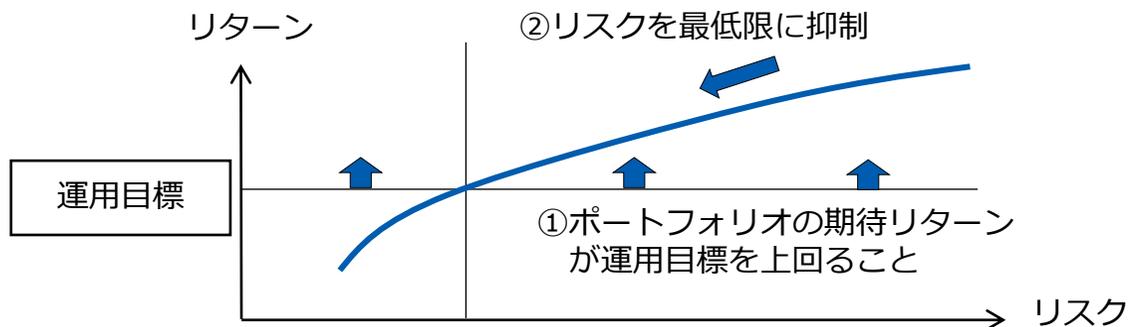
<次期中期目標における方向性（案）>

- 運用目標の与え方については、「許容できるリスク量の範囲内でリターンの最大化を目指す」という考え方もあるが、この考え方を採用する場合、まず許容可能なリスク量（※）を具体的に定める必要があり、公的年金財政において許容可能なリスク量をどのように設定し、合意を得るか等の課題について慎重な検討が必要である。

（※）許容可能なリスク量の設定については、ALM分析（資産と負債のバランスが保てるように将来推計をするシミュレーションのこと。）等を踏まえて設定する方法等がある。

- 公的年金の場合、安定的な財政運営を確保することが最優先の課題であり、国民への分かりやすさ等の観点からも、次期中期目標においては、まず年金財政上必要とされる運用利回りを明確に設定した上で、それを下回るリスクを最低限に抑制するという現在の運用目標の考え方を引き続き維持し、GPIFにおける基本ポートフォリオの策定について「実質的な運用利回り（名目運用利回り－名目賃金上昇率）を最低限のリスクで確保すること」を目標として行うことを求めることとする。

【基本ポートフォリオのリスク・リターンのイメージ】



基本ポートフォリオのリスク制約②

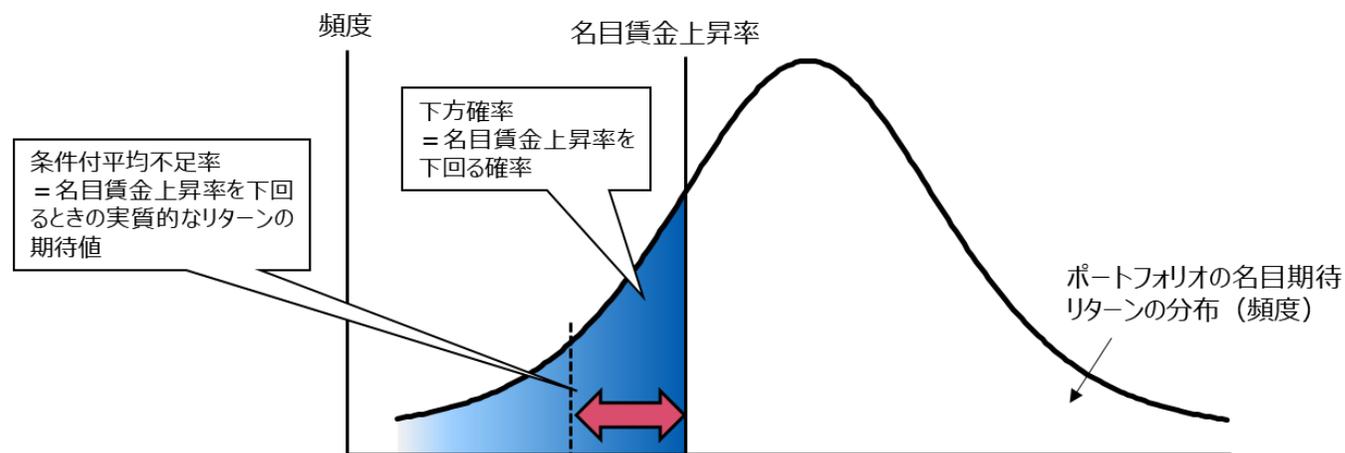
<現行の中期目標の考え方>

- リスクには様々なものがあり、適切なリスク管理が求められるが、年金事業の運営の安定化の観点からは、「市場の一時的な変動による短期的なリスク」以上に、「年金財政上必要とされる長期的な収益が得られず、財政検証の積立金額から下振れるリスク」をできるだけ抑制することが重要。
- こうした観点から、現行の基本ポートフォリオの策定においては、
 - ・ 「名目賃金上昇率から下振れするリスク（下方確率）が全額国内債券の場合を超えないこと」をリスク制約として中期目標で示すとともに、
 - ・ 「運用目標を最低限のリスクで確保する」ポートフォリオの最適化に際して、GPIFにおいて、賃金上昇率を下回った場合の平均的な不足額（条件付平均不足率）をリスク尺度として採用している

<次期中期目標における方向性（案）>

- 運用資産残高が大幅に増加する中で、ポートフォリオの下振れリスクを適切に管理することは引き続き重要であることから、現行の中期目標の考え方と同様に、中期目標において「名目賃金上昇率から下振れするリスク（下方確率）が全額国内債券の場合を超えないこと」をリスク制約として示すこととする。「条件付平均不足率」等の適切なリスク尺度については、今後、GPIFにおいて次期基本ポートフォリオを策定するに当たって検討する。

【下方確率と条件付平均不足率】



基本ポートフォリオのリスク制約③

<現行の中期目標の考え方>

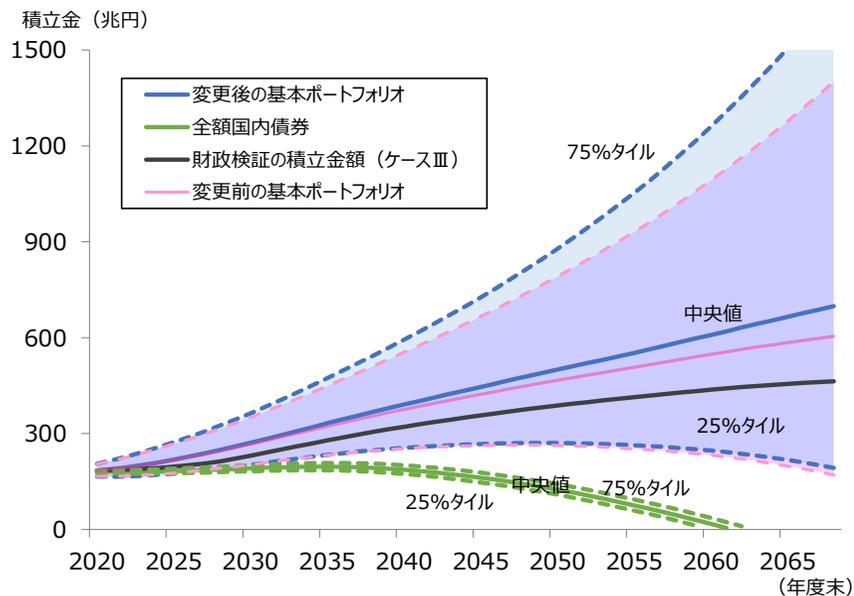
○現行中期目標においては、「年金財政上必要とされる長期的な収益が得られず、財政検証の積立金額から下振れるリスク」をできるだけ抑制する観点から、以下のとおり基本ポートフォリオの下振れリスクの評価・検証を行うことを求めている

- ・株式等は想定よりも下振れ確率が高い場合があることも十分に考慮すること（テールリスク・経験分布によるリスク評価）
- ・予定された積立金額を下回る可能性の大きさを適切に評価すること（予定積立金額を下回る確率）
- ・より踏み込んだ複数のシナリオで実施する等、リスクシナリオ等による検証を行うこと（ストレステスト）

<次期中期目標における方向性（案）>

○運用資産残高が大幅に増加する中で、ポートフォリオの下振れリスクを適切に管理することは引き続き重要であることから、ポートフォリオの下振れリスクの管理の重要性は高まっており、現行の中期目標の考え方と同様に、基本ポートフォリオの下振れリスクの評価・検証（テールリスク・経験分布によるリスク評価、予定積立金額を下回る確率、ストレステスト）を求める。

【予定積立金額との比較】



【予定積立金額を下回る確率（リスク）】

	25年後 (2043年度末時点)	50年後 (2068年度末時点)
基本ポートフォリオ	38.1%	39.8%
全額国内債券	100.0%	100.0%

(参考)

変更前	40.0%	43.0%
-----	-------	-------

1. 実質的な運用利回りの目標
2. 基本ポートフォリオのリスク制約
- 3. ベンチマーク収益率の確保**

ベンチマーク収益率の確保

- 中期目標においては、長期的に確保すべき実質的な運用利回りとは別に、中期目標期間中におけるGPIFの運用を評価する観点から、ベンチマーク収益率（市場平均収益率）の確保についても目標として定めている。
 - ポートフォリオ管理の観点からは、ベンチマーク収益率による評価において、複合ベンチマーク等によって資産全体の運用利回りに対する評価を行うことにより、基本ポートフォリオ対比での資産配分要因の評価も行うことが重要であることから、現行の中期目標においては、各資産毎に加えて、新たに資産全体でのベンチマーク収益率の確保を目標として設定し、複合ベンチマーク収益率（※）によって運用資産全体の運用成果に対する評価を行うこととした。
- (※) 複合ベンチマーク収益率とは、資産（国内債券・外国債券・国内株式・外国株式）全体のベンチマーク収益率であり、各資産のベンチマーク収益率（月次ベース）を基本ポートフォリオの割合で加重平均した「複合ベンチマーク収益率（月次ベース）」をもとに年間収益率を算出したもの。
- 具体的には、現行の中期目標においては、
 - ・ 各年度の努力目標として、資産全体及び各資産ごとに、各々のベンチマーク収益率（市場平均収益率）を確保するよう努めることを求めるとともに、
 - ・ 中期目標期間において、資産全体及び各資産ごとに、各々のベンチマーク収益率（市場平均収益率）を確保することを求めている。

年金積立金管理運用独立行政法人 中期目標（抄）（令和2年4月～令和7年3月）

第3 国民に対して提供するサービスその他の業務の質の向上に関する事項

3. 基本的な運用手法及び運用目標

(2) ベンチマーク収益率の確保

各年度において、資産全体及び各資産ごとに、各々のベンチマーク収益率（市場平均収益率）を確保するよう努めるとともに、中期目標期間において、各々のベンチマーク収益率を確保すること。

ベンチマークについては、市場を反映した構成であること、投資可能な有価証券により構成されていること、その指標の詳細が開示されていること等を勘案しつつ適切な市場指標を用いること。

ベンチマーク収益率（市場平均収益率）の確保に向けた取組状況

これまでの取組状況

- GPIFにおいては、複合ベンチマーク収益率の確保のため、以下のような取組により、基本ポートフォリオに沿った機動的・効率的なリバランスの検討・実施等を可能とするためのリスク管理体制の高度化を推進。
 - ・ パフォーマンス・リスク管理指標を日次で把握し、週次で投資行動のPDCAサイクルを回す体制を定着
 - ・ インハウスでの株価指数先物取引の開始による価格変動リスクの抑制
 - ・ 資産特性を踏まえ、「インフラ+不動産」と「伝統資産+PE」の区分管理によるリスク管理の高度化
- こうした取組等の結果、GPIFは、市場の変動が大きかった第4期中期目標期間中においても、これまで、運用リスクを低水準に抑制しつつ、複合ベンチマーク収益率を確保している。

【4年間の超過収益率】

(単位：%)

	超過収益率				
	2020年度	2021年度	2022年度	2023年度	通期見込 (年率)
全体	+0.32	-0.06	-0.06	+0.04	+0.05
国内債券	+0.02	+0.23	-0.09	+0.20	+0.09
外国債券	+1.63	+0.41	+0.44	+0.51	+0.75
国内株式	-0.59	+0.13	-0.27	+0.07	-0.15
外国株式	-0.79	-0.90	-0.05	-0.57	-0.55

- ✓ 現中期目標の見込評価期間（2020年度～2023年度）において、資産全体でプラスの超過収益率（複合ベンチマーク収益率を上回る収益率）を確保
- ✓ 各資産ごとの収益率については、4資産中2資産について、プラスの超過収益率（各資産クラスの政策ベンチマークを上回る収益率）を確保

ベンチマーク収益率の確保の目標に関する課題と次期中期目標における方向性（案）

課題

- 現中期目標から各資産のベンチマーク収益率の確保と資産全体でのベンチマーク収益率の確保を並列で目標としているが、資産全体のベンチマーク収益率確保のため、資産間の相関等を踏まえ分散投資を行った場合には、必ずしも資産毎でのベンチマーク収益率は確保されない。
- このため、現行の中期目標におけるベンチマーク収益率の確保の目標の設定方法の下では、GPIFにおける基本ポートフォリオに基づく管理運用業務の実施やその業務実績評価に当たり、資産毎と資産全体でのベンチマーク収益率の確保の優先順位が明確ではないという課題が生じている。

(※) 例えば、2020年度・2023年度は資産全体ではベンチマーク収益を確保している一方で、2020年度は国内株式・外国株式について、2023年度は外国株式について、それぞれベンチマーク収益率を確保できていない。



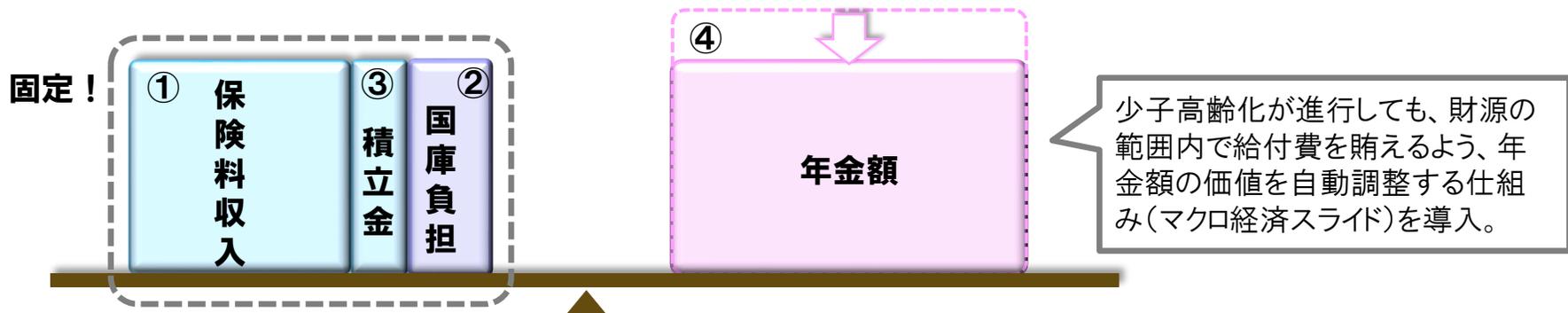
次期中期目標における方向性（案）

- 各年度におけるベンチマーク収益率の確保の努力目標については、GPIFのパフォーマンスについて、中期目標期間中の業務実績評価における評価や要因分析を適切に行い、運用の改善等につなげる観点から、引き続き、各資産毎と資産全体のそれぞれについてベンチマーク収益率の確保に努めることを求めることとしてはどうか。
- 中期目標期間におけるベンチマーク収益率の確保に関する目標については、年金積立金全体の管理運用の最適化の観点からは、資産毎よりも資産全体でのベンチマーク収益率の確保が重要であるとの認識の下、その優先順位を明確化する観点から、資産全体でのベンチマーク収益率の確保を求めることとしてはどうか。
- その上で、要因分析の精緻化や透明性の向上等の観点から、個別資産要因、ベンチマーク要因、ファンド要因に限らず、投資戦略毎など、投資行動に沿った要因分解の開示に努めることを求めてはどうか。

參考資料

平成16(2004)年改正による年金制度における長期的な財政の枠組み

- 平成16年の制度改正で、今後、更に急速に進行する少子高齢化を見据えて、将来にわたって、制度を持続的で安心できるものとするための年金財政のフレームワークを導入。
- 保険料の上げが終了したことで、基礎年金国庫負担の2分の1への引上げと合わせ、収入面では、財政フレームは完成をみている。



① 上限を固定した上での保険料の引上げ

平成29(2017)年度以降の保険料水準の固定。(保険料水準は、引上げ過程も含めて法律に明記)

・厚生年金 : 18.3%(労使折半)(平成16年10月から毎年0.354%引上げ)

・国民年金 : 17,000円※平成16年度価格(平成17年4月から毎年280円引上げ) ※現在の国民年金保険料 : 16,980円(令和6年4月~)

※産前産後期間の保険料免除に伴う引上げ分(100円)を含む。

② 基礎年金国庫負担の2分の1への引上げ

平成21年度以降、基礎年金給付費に対する国庫負担割合を2分の1とする。

平成24年「社会保障・税一体改革」により消費税財源確保。

③ 積立金の活用

概ね100年間で財政均衡を図る方式とし、財政均衡期間の終了時に給付費1年分程度の積立金を保有することとして、積立金を活用し後世代の給付に充てる。

平成24年年金額の特例水準の解消(法改正)により、マクロ経済スライドが機能する前提条件を整備。

④ 財源の範囲内で給付水準を自動調整する仕組み(マクロ経済スライド)の導入

現役世代の人口減少とともに年金の給付水準を調整。標準的な年金の給付水準について、今後の少子高齢化の中でも、年金を受給し始める時点で、現役サラリーマン世帯の平均所得の50%を上回る。

※所得代替率:61.2%(令和6年度)

⇒ 56.9%(2039年度)【高成長実現ケース】、57.6%(2037年度)【成長型経済移行・継続ケース】、50.4%(2057年度)【過去30年投影ケース】

財政検証について

平成16(2004)年年金制度改革における年金財政のフレームワーク

- 上限を固定した上での保険料の引上げ
(最終保険料(率)は国民年金17,000円(2004年度価格)、厚生年金18.3%)
※産前産後期間の保険料免除による保険料の引上げ100円分含む(国民年金)
- 負担の範囲内で給付水準を自動調整する仕組み(マクロ経済スライド)の導入
- 積立金の活用 (おおむね100年間で財政均衡を図る方式とし、財政均衡期間の終了時に給付費1年分程度の積立金を保有することとし、積立金を活用して後世代の給付に充てる)
- 基礎年金国庫負担の2分の1への引上げ

人口や経済の動向

少なくとも5年ごとに、

- 財政見通しの作成
 - 給付水準の自動調整(マクロ経済スライド)の開始・終了年度の見通しの作成
- を行い、年金財政の健全性を検証する

→ 次の財政検証までに所得代替率(※)が50%を下回ると見込まれる場合には、給付水準調整の終了その他の措置を講ずるとともに、給付及び負担の在り方について検討を行い、所要の措置を講ずる

※所得代替率… 公的年金の給付水準を示す指標。現役男子の平均手取り収入額に対する年金額の比率により表される。

所得代替率 = (夫婦2人の基礎年金 + 夫の厚生年金) / 現役男子の平均手取り収入額

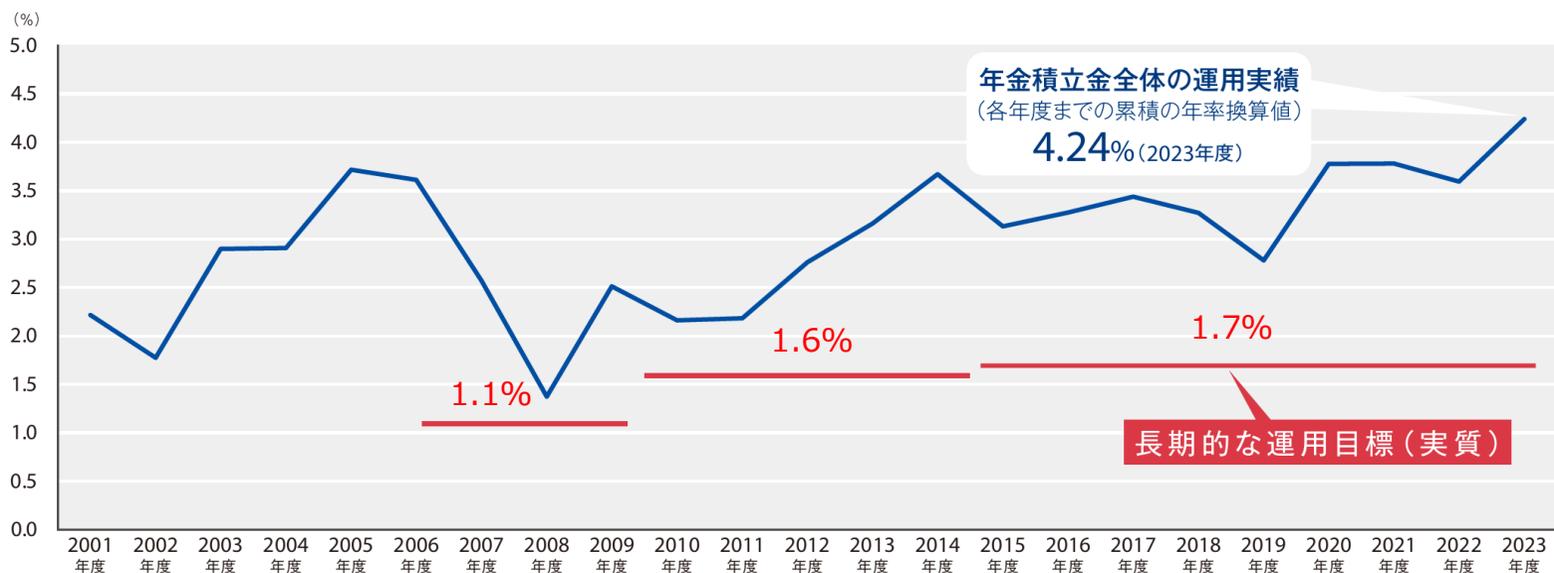
2024年度:	61.2%	13.4万円	9.2万円	37.0万円
---------	-------	--------	-------	--------

注: 所得代替率に用いる年金額は、平成16年改正法附則第2条の規定に基づき前年度までの実質賃金上昇率を全て反映したもの。

長期的な運用目標と運用実績

年金積立金全体の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」は、市場運用を開始した2001年度以降の23年間の平均（年率）で+4.24%となり、長期的な運用目標を上回っている。

※GPIFの運用目標は、厚生労働大臣が定めた中期目標において、長期的に実質的な運用利回り+1.7%を最低限のリスクで確保することとされており、単年度ごと、あるいは一定の期間（中期計画の5年間など）での目標達成が求められているわけではない点に留意が必要。



年金積立金全体の運用実績

(単位:%)

	2001年度	2002年度	2003年度	2004年度	2005年度	2006年度	2007年度	2008年度	2009年度	2010年度	2011年度	2012年度	2013年度	2014年度	2015年度	2016年度	2017年度	2018年度	2019年度	2020年度	2021年度	2022年度	2023年度	23年間(年率)	
実績	名目運用利回り	1.94	0.17	4.90	2.73	6.83	3.10	-3.53	-6.86	7.54	-0.26	2.17	9.56	8.23	11.62	-3.64	5.48	6.52	1.43	-5.00	23.98	5.17	1.42	21.70	4.33
	名目賃金上昇率	-0.27	-1.15	-0.27	-0.20	-0.17	0.01	-0.07	-0.26	-4.06	0.68	-0.21	0.21	0.13	0.99	0.50	0.03	0.41	0.95	0.70	-0.51	1.26	1.67	1.84	0.09
	実質的な運用利回り	2.22	1.34	5.18	2.94	7.01	3.09	-3.46	-6.62	12.09	-0.93	2.39	9.33	8.09	10.53	-4.12	5.45	6.09	0.48	-5.66	24.62	3.86	-0.25	19.50	4.24

(注1) 実質的な運用利回りは $\{(1 + \text{名目運用利回り} / 100) / (1 + \text{名目賃金上昇率} / 100)\} \times 100 - 100$ で算出している。

(注2) 名目運用利回りは、運用手数料等（2010年度までは承継資金運用勘定における借入金利息を含みます。）控除後の収益率であり、年金積立金全体の収益額を年金積立金全体の運用元本平均残高「{前年度末資産額 + (当年度末資産額 - 収益額)} / 2」で除して算出している。

(注3) 長期的な運用目標は、2006年度から2009年度までは名目賃金上昇率+1.1%、2010年度から2014年度までは名目賃金上昇率+1.6%、2015年度以降は名目賃金上昇率+1.7%

(注4) 2001年度から各年度時点までの累積利回りを用いて幾何平均により算出している（年率換算値）。