

# 次期運用目標について

# (1) 現行の運用目標

## 年金積立金管理運用独立行政法人 中期目標 (抄)

(平成18年4月1日 厚生労働大臣)

### 1. 年金積立金の管理及び運用の基本的な方針

#### (1) 運用の基本的考え方

年金積立金の運用は、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に特に留意し、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により、将来にわたって年金事業の運営の安定に資することを目的として行うこと。

#### (2) 運用の目標

##### ①実質的な運用収益の確保

年金財政は、実質的な運用利回り（貸金上昇率を上回る運用利回り）が確保される限り基本的には影響を受けないことから、年金財政上の諸前提（別添）における実質的な運用利回りを確保するよう、長期的に維持すべき資産構成割合（以下「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。

##### ②市場平均収益率の確保（略）

### 2. 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の構成に関する事項

#### (1) ポートフォリオの策定

ポートフォリオは、年金財政上の諸前提（別添）と整合的なものとなるように策定することとし、その際、以下の点に留意すること。

- ・ 年金財政上の諸前提における実質的な運用利回りを確保するような資産構成とすること。
- ・ 年金財政の安定化の観点から、変動リスクを一定範囲に抑える資産構成とすること。その際、株式のリターン・リスクについては、そのリスク特性に配慮しつつ、慎重に推計を行い、ポートフォリオ全体のリスクを最小限に抑制すること。（中略）

#### (2) ポートフォリオの見直し（略）

## ○ 平成16年財政再計算における経済前提

## 物価上昇率

長期(平成21年以降) 1.0%

## 賃金上昇率

長期(平成21年以降) 2.1%(実質1.1%)

## 運用利回り

長期(平成21年以降) 3.2%(実質的な運用利回り 1.1%)

## (参考)

(単位:%)

	平成18 (2006)	平成19 (2007)	平成20 (2008)	平成21 (2009)
物価上昇率	1.2	1.5	1.9	1.0
賃金上昇率 〔実質〕	2.0 〔0.8〕	2.3 〔0.8〕	2.7 〔0.8〕	2.1 〔1.1〕
運用利回り 〔実質(対賃金上昇率)〕	2.3 〔0.3〕	2.6 〔0.3〕	3.0 〔0.3〕	3.2 〔1.1〕

注1:物価上昇率は各年の数値、賃金上昇率及び運用利回りは各年度の数値を記載

注2:運用利回りは自主運用分の利回りの前提である。平成19年度までの運用利回りは、これに財投預託分の運用利回り(平成14年度末の預託実績より算出)を勘案した数値となる。

## (2) 次期中期目標における運用目標

### (第2回検討会における議論を踏まえた整理)

◎ 運用目標の在り方について、検討会では、大きく次の二つの考え方が示された。

(1) 年金財政との整合性を重視し、年金給付は賃金上昇率に連動することから、賃金上昇率に連動した目標とする考え方(現行の運用目標と同じ考え方) → 「賃金上昇率 +  $\alpha$ 」との考え方

(指摘事項)

- ① 賃金上昇率と完全に連動する運用資産がないため、ポートフォリオの策定プロセスにおいて賃金上昇率をどう勘案するかが難しい。
- ② 賃金下落する局面では、国債より低い利回りで目標が達成されてしまう。

(2) これに対して、年金財政と切り離して、実際の運用環境やリスク許容度のみを考慮した目標とする考え方 → 「長期金利 +  $\alpha$ 」との考え方

(指摘事項)

- 長期的な年金財政への影響が測れないため、年金財政にプラスになるのか、マイナスになるのか、分りにくい。

※ なお、「21年財政検証」で用いられた長期の名目運用利回り(4.1%)を目標とすると、現下の経済情勢では、相当な積極運用が必要になるとの意見があった。

※ ただし、「21年財政検証」は、おおむね100年間にわたる長期の年金財政の状況を見通すものであり、その長期の平均的な運用利回りとして4.1%と設定したものであり、足下の、例えば平成22年度からの5年間の平均では、名目2.1%が前提となっている。

① 「賃金上昇率 +  $\alpha$ 」(現行の中期目標では、名目運用利回りとの整合性も問われているが、名目運用利回りとの整合性は問わない)  
(課題)

- $\alpha$ をどの程度に設定するか。 → 「21年財政検証」の長期の前提に立てば「+1.6%」、足下の前提では、より低い数値(例:5年間で「-0.7%」、10年間で「+0.1%」)
- 賃金に完全に連動する運用資産が無い場合、賃金上昇率の設定など、ポートフォリオ策定上の技術的課題がある(※)。  
※現在、賃金と債券等の間には一定の相関が認められるという考え方に基づき、ポートフォリオ策定の議論が行われている。

② 「長期金利 +  $\alpha$ 」

(名目運用利回りは問わない)

(課題)

- $\alpha$ をどの程度に設定するか(どの程度までリスクが許容されるか)  
→ 国内債券と同程度のリスクとした場合、「21年財政検証」では「+0.3%」～「+0.5%」
- $\alpha$ の設定如何では、より積極的なポートフォリオの設定となる。

## 現行の運用目標について

### 国民年金法（抄）

※厚生年金保険法においても同様の規定

#### 第75条（運用の目的）

積立金の運用は、積立金が国民年金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、専ら国民年金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、将来にわたつて、国民年金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。

### 年金積立金管理運用独立行政法人法（抄）

#### 第3条（管理運用法人の目的）

年金積立金管理運用独立行政法人（以下「管理運用法人」という。）は、厚生年金保険法（昭和二十九年法律第百十五号）及び国民年金法（昭和三十四年法律第百四十一号）の規定に基づき厚生労働大臣から寄託された積立金（以下「年金積立金」という。）の管理及び運用を行うとともに、その収益を国庫に納付することにより、厚生年金保険事業及び国民年金事業の運営の安定に資することを目的とする。

# 年金積立金管理運用独立行政法人 中期目標（抄）

（平成18年4月1日 厚生労働大臣）

## 1. 年金積立金の管理及び運用の基本的な方針

### （1）運用の基本的考え方

年金積立金の運用は、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に特に留意し、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により、将来にわたって年金事業の運営の安定に資することを目的として行うこと。

### （2）運用の目標

#### ①実質的な運用収益の確保

年金財政は、実質的な運用利回り（賃金上昇率を上回る運用利回り）が確保される限り基本的には影響を受けないことから、年金財政上の諸前提（別添）における実質的な運用利回りを確保するよう、長期的に維持すべき資産構成割合（以下「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。

#### ②市場平均収益率の確保

各年度において、各資産ごとに、各々のベンチマーク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の条件を満たす適切な市場指標を用いること。

## 2. 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の構成に関する事項

### (1) ポートフォリオの策定

ポートフォリオは、年金財政上の諸前提（別添）と整合的なものとなるように策定することとし、その際、以下の点に留意すること。

- ・ 年金財政上の諸前提における実質的な運用利回りを確保するような資産構成とすること。
- ・ 年金財政の安定化の観点から、変動リスクを一定範囲に抑える資産構成とすること。その際、株式のリターン・リスクについては、そのリスク特性に配慮しつつ、慎重に推計を行い、ポートフォリオ全体のリスクを最小限に抑制すること。

なお、財投債の引受けが平成19年度まで、財政融資資金に預託された年金積立金の償還が平成20年度まで継続することを踏まえて、年金積立金全体についてのポートフォリオを策定すること。

### (2) ポートフォリオの見直し

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ないかなどについての検証を行い、必要に応じて随時見直すこと。

## 3. 年金積立金の管理及び運用に関し遵守すべき事項

### (1) リスク管理の徹底

ポートフォリオ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のリスク管理を行うこと。

### (2) 運用手法

長期保有を前提としたインデックス運用等のパッシブ運用を中心とし、例外は確たる根拠がある場合に限るものとする。

(以下略)

## ○ 平成16年財政再計算における経済前提

## 物価上昇率

長期(平成21年以降) 1.0%

## 賃金上昇率

長期(平成21年以降) 2.1%(実質1.1%)

## 運用利回り

長期(平成21年以降) 3.2%(実質的な運用利回り 1.1%)

## (参考)

(単位:%)

	平成18 (2006)	平成19 (2007)	平成20 (2008)	平成21 (2009)
物価上昇率	1.2	1.5	1.9	1.0
賃金上昇率 〔実質〕	2.0 〔0.8〕	2.3 〔0.8〕	2.7 〔0.8〕	2.1 〔1.1〕
運用利回り 〔実質(対賃金上昇率)〕	2.3 〔0.3〕	2.6 〔0.3〕	3.0 〔0.3〕	3.2 〔1.1〕

注1:物価上昇率は各年の数値、賃金上昇率及び運用利回りは各年度の数値を記載

注2:運用利回りは自主運用分の利回りの前提である。平成19年度までの運用利回りは、これに財投預託分の運用利回り(平成14年度末の預託実績より算出)を勘案した数値となる。

## 年金積立金管理運用独立行政法人法（抄）

### 第20条（中期計画の記載事項）

- 1 管理運用法人は、中期計画に、次に掲げる事項を定めるものとする。
  - 一 年金積立金の管理及び運用の基本的な方針
  - 二 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の構成に関する事項
  - 三 年金積立金の管理及び運用に関し遵守すべき事項
- 2 前項各号に掲げる事項は、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とともに、年金積立金の運用が市場その他の民間活動に与える影響に留意しつつ、安全かつ確実を基本とし、年金積立金の運用が特定の方法に集中せず、かつ、厚生年金保険法第七十九条の二及び国民年金法第七十五条の目的に適合するものでなければならない。
- 3 第一項第二号に掲げる事項は、厚生年金保険法第二条の四第一項に規定する財政の現況及び見通し及び国民年金法第四条の三第一項に規定する財政の現況及び見通しを勘案し、かつ、年金積立金の運用収入の変動の可能性に留意したものでなければならない。
- 4 （略）

2. 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の構成に関する事項

(1) 基本ポートフォリオの基本的考え方

基本ポートフォリオは、年金財政上の諸前提（別添）と整合的なものとなるように策定することとする。

その際、年金財政上の諸前提における実質的な運用利回りを確保するような資産構成とし、年金財政の安定化の観点から変動リスクを一定範囲に抑える。

併せて、株式のリターン・リスクについては、そのリスク特性に配慮しつつ、慎重に推計を行い、基本ポートフォリオ全体のリスクを最小限に抑制する。

(2) 基本ポートフォリオ

基本ポートフォリオを構成する資産区分については、国内債券、国内株式、外国債券、外国株式及び短期資産とする。

財政融資資金に預託された年金積立金が全額償還される平成20年度に実現することを目標として、基本ポートフォリオを次のとおり定める。また、各資産に固有の収益率の変動の大きさ、基本ポートフォリオにおける組入比率の大きさ、取引コスト等を総合的に勘案し、乖離許容幅を次のとおり設定する。

国内債券	国内株式	外国債券	外国株式	短期資産
67%	11%	8%	9%	5%

（目標収益率3.37%、リスク（標準偏差）5.55%）  
（%）

	国内債券	国内株式	外国債券	外国株式
乖離許容幅	±8%	±6%	±5%	±5%
資産の変動幅	59~67~75	5~11~17	3~8~13	4~9~14

(3) 移行ポートフォリオ（略）

(4) 基本ポートフォリオの見直し

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ないかなどについての検証を毎年1回行うとともに、必要に応じて随時見直す。

# 現行の運用目標の考え方

年金財政は、実質的な運用利回り（賃金上昇率を上回る運用利回り）が確保される限り基本的には影響を受けない。したがって、ポートフォリオ策定にあたっては、

- ①年金財政上の諸前提と整合的なものとなるようにし、
- ②実質的な運用利回りを確保するような資産構成とすることとされた。

<平成16年財政再計算における長期の運用利回りの前提>

$$\left( \underline{\text{長期金利}3.0\%} + \underline{\text{分散投資効果}0.2\%} \right) - \underline{\text{賃金上昇率}2.1\%}$$

名目運用利回り3.2%

賃金上昇率を1.1%上回る水準  
(実質的な運用利回り)

分散投資効果を見込むにあたっては、全額国内債券で運用する場合と同程度の利回り変動リスクをとりつつ、国内債券の期待収益率を0.5%上回る期待収益率を見込んで、0~0.5%の範囲で堅めに見込んで0.2%とした。

年金財政にとって必要な運用利回りは、賃金上昇率を1.1%上回る水準。

※ なお、平成16年財政再計算においては、平成20年度までは、内閣府の「改革と展望－2003年度改定」に準拠したものであり、推計初年度である平成15年から平成20年度までの賃金上昇率を上回る実質的な運用利回りは、平均で0.71%と、長期の前提である1.1%よりも低く設定している。

# 運用の評価（年金財政に与える影響の評価）

- 賃金上昇率を上回る運用利回り(実質的な運用利回り)の実績について、平成16年度財政再計算における経済前提との比較により評価。

平成20年度の単年度では、6.91%下回っているものの、過去6年間（平成16年財政再計算の推計初年度(平成15年度)以降)では、年金積立金全体で、年平均0.53%、財政再計算上の前提を上回っている。

## 〔積立金全体の運用実績〕

	実 績			財政再計算上の前提	差 (①-②)
	賃金上昇率を上回る利回り①	名目運用利回り	名目賃金上昇率	賃金上昇率を上回る利回り②	
平成15～20年度平均 (16年財政再計算(推計初年度)から(過去6年))	1.24%	1.08%	-0.16%	0.71%	<u>0.53%</u>

(注) 平成16年財政再計算における運用利回り等の経済前提は、平成21年度以降、賃金上昇率を上回る運用利回りを約1.1%としているが、平成20年度までは、「改革と展望－2003年度改定」に準拠したものであり、平成16年財政再計算の推計初年度である平成15年度から平成20年度までの賃金上昇率を上回る運用利回りは平均で0.71%となっている。

## 〔(参考)年金積立金管理運用独立行政法人の運用実績〕

	実 績			財政再計算上の前提	差 (①-②)
	賃金上昇率を上回る利回り①	名目運用利回り	名目賃金上昇率	賃金上昇率を上回る利回り②	
平成15～20年度平均 (16年財政再計算(推計初年度)から(過去6年))	2.16%	2.00%	-0.16%	0.71%	<u>1.45%</u>

# 平成21年財政検証の経済前提における運用利回り

## <長期の経済前提>

※ 日本経済及び世界経済が現下の金融危機に起因する混乱を脱した後、再び安定的な成長軌道に復帰することを想定した上で、その段階での平均的な経済の姿を見通したもの。

$$\left( \text{長期金利}3.7\% + \text{分散投資効果}0.4\% \right) - \text{賃金上昇率}2.5\%$$

名目利回り4.1%

賃金上昇率を1.6%上回る水準  
(実質的な運用利回り)

## <足下の経済前提>

※ 足下の経済前提は、内閣府「経済財政の中長期方針と10年展望比較試算」(平成21年1月)に準拠し、より低い前提としている。

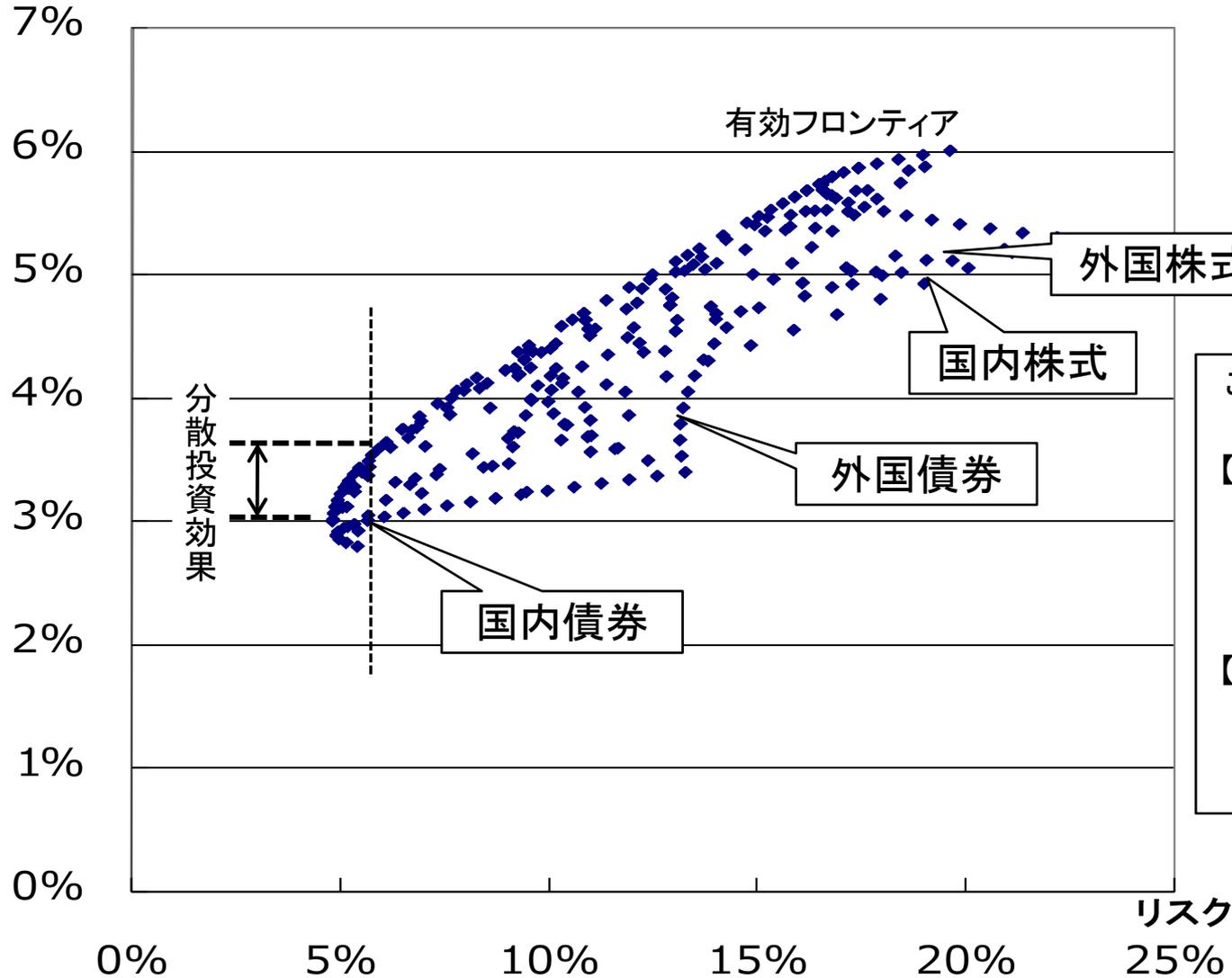
(単位:%)

	H20 (2008)	H21 (2009)	H22 (2010)	H23 (2011)	H24 (2012)	H25 (2013)	H26 (2014)	H32以降 (2020~)
物価上昇率	1.2	-0.4	0.2	1.4	1.5	1.8	2.2	1.0
賃金上昇率 [実質]	-0.1	0.1 [0.5]	3.4 [3.1]	2.7 [1.3]	2.8 [1.3]	2.6 [0.8]	2.7 [0.5]	2.5 [1.5]
運用利回り [実質(対賃金 上昇率)]	-	1.5 [1.4]	1.8 [-1.6]	1.9 [-0.8]	2.0 [-0.8]	2.2 [-0.4]	2.6 [-0.2]	4.1 [1.6]

\* なお、平成22年から平成26年度までの賃金上昇率を上回る実質的な運用利回りは、平均で-0.7%となっている。

# 分散投資効果について（イメージ）

期待リターン



これまでの分散投資効果の前提

【16年財政再計算】

0%~0.5%の範囲

→ 0.2%と設定

※株式投資をしないことも考慮

【21年財政検証】

0.3%~0.5%の範囲

→ 0.4%と設定

※既に株式投資をしていることを考慮

# 分散投資効果とリスクについて

平成16年財政再計算においては、全額国内債券で運用する場合と同程度のリスクの下、分散投資により得られる追加的な運用収益を見込んだところ。この考え方は、平成21年財政検証において運用収益を見込む際においても踏襲されている。

なお、公的年金の運用において、どこまでリスクをとれるかについては、下記のような意見がある。

## a. もっとリスクをとれるのではないか？

- 長期運用であるから、「安全」運用の範囲はより広く考えることが可能ではないか。
- より積極的、効率的な運用によって得られるはずの収益をみすみす損なっているのではないか。より積極的、効率的な運用により、運用利回りの向上を図ることによって、将来の年金給付の引下げや保険料負担の引上げのリスクを低くできるのではないか。
- カナダ、スウェーデンなどの年金基金では、より高いリスクをとっている。

## b. もっとリスクを抑制すべきではないか？

- 公的年金の運用に高いリスクを持ち込むべきではない（必要はない）のではないか。
- どこまでリスクをとってよいか、という国民のコンセンサスがないうちでは、リスクは最小限にとどめるべきではないか。
- 他に例を見ない巨額の資金であり、すでに株式等のリスク資産は実額では大きいことから、これ以上のリスクを取ることは慎重であるべきではないか。
- 米国の公的年金は全額を非市場性の財務省証券で保有している。

# 諸外国・共済組合の運用目標について

## 諸外国の年金基金との比較

# ○ 諸外国の年金基金における運用目標等（未定稿）

基金	運用目標等の考え方	(参考) 10年国債金利(名目) 過去5年平均(2004-2008) (直近(2008年末))
① OASDI(米国) 〔老齢・遺族・障害保険制度〕	すべて非市場性財務省証券で運用。 (参考) 財政見通しにおける前提（長期・中位ケース） 名目 5.7%、実質 2.9%	3.9% (2.2%)
② CPPIB(カナダ) 〔カナダ年金制度投資委員会〕	CPPIB独自の年金財政シミュレーションシステムを用い、年金保険料率変更等の制度変更確率を抑えることを最適化の目標とし、ポートを策定。 ※ 当該ポートの予測利回り：実質4.2%	3.8% (2.7%)
③ GPF-G(ノルウェー) 〔ノルウェー政府年金基金〕	財務省から株式6割、債券4割のポートが与えられ、それに基づき運用。 当該ポートのベンチマーク収益率を上回ることが目標。 ※ 年金財政の観点からは、基金の運用収益を政府の財源に移転する際の仮想的収益率として実質4%（外貨建て）が設定されている。	4.1% (3.9%)
④ AP基金(スウェーデン) 〔国民年金基金〕	各基金は、給付の自動調整（減額など）が起きにくくなることを目標。 具体的には、各基金固有の分析システムに経済変数や負債の情報をインプットし、年金財政の状況シュミレーションを多数行い、ポートを策定。 ※ 各基金のポートの予測利回り AP1：名目 5.5%、AP2：実質 5.0% AP3：実質 4.0%、AP4：実質 4.5%	3.6% (2.4%)
⑤ ABP (オランダ) 〔オランダ公務員総合年金基金〕	名目 7.0%を目標 賃金上昇率（2.5～3%と予測）に（4.0～4.5%）を加え、期待運用利回り名目7.0%を設定（2007-2009 新戦略投資計画）。（2006年以前の目標；「賃金インフレ率+4%」）	3.8% (3.5%)
⑥ CalPERS(米国) 〔カリフォルニア州職員退職年金〕	名目 7.75%を目標 2004年4月の理事会において、8.25%→7.25%に引き下げられている。当時の基金の資産構成割合に基づいて算出（当時の債券利回りの推定値6.0%）	3.9% (2.2%)

# 国内の公的年金積立金との比較

	厚生年金・国民年金	国家公務員共済組合連合会	地方公務員共済組合
積立金の額(時価) (平成20年度末)	123.8兆円	8.3兆円	36.4兆円
運用の目的	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。	事業の目的及び資金の性質に応じ、安全かつ効率的に行う。	長期給付に充てるための貴重な財源であることから、長期的な観点にたつて、安全かつ効率的な方法により運用する。
資産構成割合 (基本ポートフォリオ)	国内債券 67% 国内株式 11% 外国債券 8% 外国株式 9% 短期資産 5%	国内債券 78% 国内株式 5% 外国債券 0% 外国株式 5% 貸付金 6% 不動産 3% 短期資産 3%	※ 全国市町村職員共済組合連合会 国内債券 61% 国内株式 9% 外国債券 4% 外国株式 9% 貸付金 12% 短期資産 5%
	期待リターン：3.37%	期待リターン：2.5%	期待リターン：3.25%
運用実績 (平成20年度)	-6.9% ※ GPIFのみ -7.6%	-3.9%	-6.9%
運用実績 (過去5年平均)	0.3% ※ GPIFのみ 0.8% (手数料等控除前)	1.2%	0.9%

○ **国家公務員共済組合連合会、全国市町村職員共済組合連合会における運用目標**

運  
用  
目  
標

**国家公務員共済組合連合会**

**全国市町村職員共済組合連合会**

＜国家公務員共済組合連合会「積立金等の運用の基本方針」（平成20年4月1日改正）＞

＜全国市町村職員共済組合連合会「長期給付積立金に関する基本運用方針」（平成21年2月23日改正）＞

総合収益の運用利回りの目標は、長期的な観点から、少なくとも5年ごとに行われる財政再計算において財務大臣の定める予定運用利率を実質的に上回ることである。

総合収益の運用利回りの目標は、長期的な観点から、少なくとも5年ごとに行われる財政再計算で示される総務大臣の定める予定運用利率を実質的に上回ることとする。

平成16年財政再計算において採用された予定運用利率は、下表のとおりであり、平成17年度から平成21年度までの5年間にわたり毎年上昇するものとしている。

長期給付積立金の運用利回りが当該予定運用利率を下回る局面にあつては、乖離幅の縮小に極力努めるが、そのためにリスクを過度に取る運用は行わないものとする。

なお、積立金等の運用利回りが当該予定運用利率を下回る局面にあつては、その乖離幅を極力縮小するものとするが、この場合運用上のリスクを過度に取る運用を行ってはならない。

※ 総務大臣の定める予定運用利率  
「地方公務員共済組合の長期給付に要する費用の再計算について（通知）」（平成16年8月3日）

(参考) 平成16年財政再計算における予定運用利率 (単位：%)

	平成 17年度	18年度	19年度	20年度	21年度 以降
物 価 上 昇 率	0.5	1.2	1.5	1.9	1.0
貨 金 上 昇 率 [ 実 質 ]	1.3 [0.8]	2.0 [0.8]	2.3 [0.8]	2.7 [0.8]	2.1 [1.1]
運 用 利 回 り [実質 (対貨金上昇率)] [実質 (対物価上昇率)]	1.6 [0.3] [1.1]	2.3 [0.3] [1.1]	2.6 [0.3] [1.1]	3.0 [0.3] [1.1]	3.2 [1.1] [2.2]

8 財政の見通しを作成する際に用いる基礎率（経済的要素）や、いわゆるマクロ経済スライドによる給付の調整を行う期間及びスライド調整率については、厚生年金の平成16年財政再計算において用いられた前提と同様とすること。