

## 運用目標、基本ポートフォリオについて

### 1. 中期目標における運用目標、基本ポートフォリオ

	現行中期目標（平成22年4月～27年3月）	〈参考〉旧中期目標（平成18年4月～22年3月）
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、 <b>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、年金積立金の管理及び運用の具体的方針を策定して行うこと。</b>	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、 <b>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。</b>
運用の目標	<p>今後年金制度の抜本的な見直しを予定しているとともに、年金積立金管理運用独立行政法人の運営の在り方について検討を進めていることから、この運用目標は、<b>暫定的なものであることに留意し、安全・効率的かつ確実を旨とした資産構成割合（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。</b>その際、市場に急激な影響を与えないこと。</p> <p><b>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（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。</b></p>	<p>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、<b>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。</b></p> <p><b>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を勘案しつつ、適切な市場指標を用いること。</b></p>

<p><b>リスク管理</b></p>	<p>年金積立金については、<b>分散投資による運用管理</b>を行い、また、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<b>各種リスク管理を行う</b>こと。適切かつ円滑なリバランスの実施に必要な機能の強化を図るとともに、<b>複合ベンチマーク収益率（各資産のベンチマーク収益率をポートフォリオで加重したもの）によるリスク管理を行う</b>こと。</p>	<p>年金積立金については、<b>分散投資による運用管理</b>とともに、年金積立金の管理及び運用に伴う<b>各種リスクの管理を行う</b>こと。</p>
<p><b>ポートフォリオの策定</b></p>	<p>ポートフォリオの策定に当たっては、<b>運用目標に沿った資産構成とし、安全・効率的かつ確実なポートフォリオとすること</b>。その際、世界経済の動向を注視し、それに適切に対応するとともに、特に株式のリターン・リスクについては、そのリスク特性に配慮しつつ、慎重に推計を行うこと。</p>	<p>ポートフォリオは、<b>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</b>とし、その際、以下の点に留意すること。</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・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。</li> <li>・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。</li> </ul>
<p><b>ポートフォリオの見直し</b></p>	<p><b>市場動向を踏まえた適切なリスク管理等を行い、急激な市場の変動があった場合には、中期目標期間中であっても、必要に応じて見直しの検討を行う</b>こと。</p>	<p>ポートフォリオの<b>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</b>こと。</p>

## 2. 運用目標、基本ポートフォリオの策定プロセス

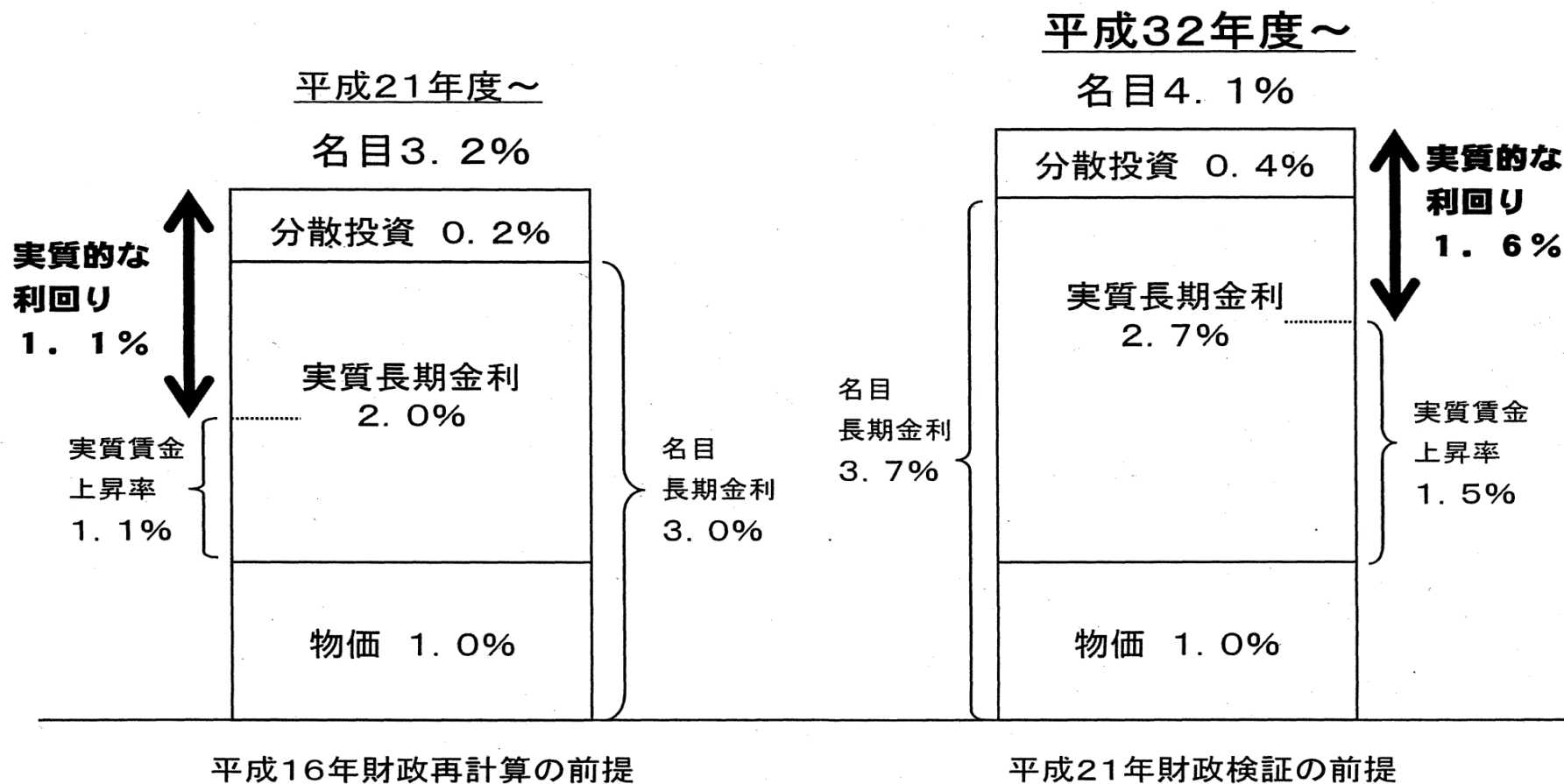
	現行中期目標（平成 21 年財政検証）	〈参考〉平成 16 年財政再計算時
政府（厚生労働大臣） と運用組織の関係	<ul style="list-style-type: none"> <li>厚生労働大臣が運用目標を策定、運用組織（GPIF）に提示</li> <li>運用組織（GPIF）は、運用目標を踏まえた基本ポートフォリオを策定。厚生労働大臣の認可を得た上で、当該基本ポートフォリオに沿って管理運用を執行。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>厚生労働大臣が運用の基本方針（運用目標、基本ポートフォリオを含む）を制定。</li> <li>運用組織（GPIF）は、厚生労働大臣から提示された基本ポートフォリオに基づき管理運用を実施。</li> </ul>
厚生労働省における 議論の場	<p><b>社会保障審議会 年金部会経済前提専門委員会</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>社会保障審議会年金部会の議決に基づき設置（任意設置）</li> <li>厚生年金及び国民年金の財政検証における経済前提について、社会保障審議会年金部会における討議に資するため、<b>専門的・技術的な事項について検討</b>を行う。</li> </ul>	<p><b>社会保障審議会 年金資金運用分科会</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>社会保障審議会令に基づき設置（必置）</li> <li>厚生年金保険法及び国民年金保険法に基づく<b>法定付議事項（運用の基本方針の制定・変更、運用報告等）を審議</b></li> </ul>
基本ポートフォリオ 策定までの経過	<p>平成 18 年 12 月 年金部会において経済前提専門委員会の設置を決定</p> <p>平成 19 年 3 月～平成 20 年 11 月 経済前提専門委員会での審議、検討結果の部会への報告（平成 21 年度財政検証における経済前提の範囲について）</p> <p>※上記の経済前提の議論と並行して GPIF では次期基本ポートフォリオについて運用委員会における検討を継続。</p> <p>平成 22 年 3 月 厚生労働大臣より運用目標の提示</p> <p>平成 22 年 4 月 新中期計画（基本ポートフォリオ含む）実施</p>	<p>平成 15 年 6～8 月 <u>分科会において年金積立金の側から確保できると見込まれる運用利回りの範囲について検討、厚生労働大臣に報告</u></p> <p>平成 15 年 9 月 「平成 16 年年金改革における給付と負担の見通し」公表 分科会において基本ポートフォリオ見直しの検討開始</p> <p>平成 16 年 3 月 運用の基本方針（基本ポート含む）について厚生労働大臣に答申。</p> <p>平成 17 年 4 月 基本ポートフォリオの実施</p>

### 3. 運用目標の設定についてのこれまでの主な指摘（「中間とりまとめ」主な意見より抜粋）

- 将来の年金給付が賃金上昇率あるいは物価上昇率によって変動するため、賃金上昇率若しくはそれを上回る実質的な利回りである「賃金上昇率+ $\alpha$ 」を運用目標とすべき。
- 実際の運用環境を考慮して、どの程度のリスクを取って運用するかを基本に考え、「長期金利（国債の利回り）+ $\alpha$ 」を運用目標とすべき。
- マクロ経済スライド方式の機能不全による年金財政の悪化を糊塗するために、経済や市場の実態からかけ離れた運用目標が設定されたのでは、基本ポートフォリオは策定できず、運用の執行も不可能である。
- 現実的でない運用目標が提示されないようにするために、財政検証を担当する厚労省と運用政策の策定を担当する GPIF が協議して運用目標を設定してはどうか。
- かつて厚生労働省に設置されていた資金運用分科会のような、年金制度や年金財政と、積立金の管理・運用をセットで議論する場が必要。
- 公的年金の積立金は、労使が拠出した保険料であり、運用方針の決定プロセスに労使が参加できる仕組みが必要である。
- 目標運用利回りの設定については、年金制度や年金財政との関係やマクロ経済的な観点からの分析なども含めて考える必要がある。
- 現在の第2期中期目標における目標は、年金制度の抜本的な見直しやこの検討会での検討が進められていることから、暫定的なものとなっているが、今後、どのような過程を経て目標設定がなされるのか、整理が必要。
- 平成21年財政検証の長期の名目運用利回りの前提である、4.1%が目標であり、これを超えないことがリスクである。
- 目標は名目運用利回りではなく、現行制度が成り立つのに必要な利回りを確保するために、最低限のリスクで運用することを考えるべき。
- 平成21年度財政検証における経済前提が現実から乖離しているとした場合、これを達成しようとする余計なリスクを抱え込む恐れがあり、また、そのため、早い段階で財政検証をやり直すべき。

# 長期の経済前提における運用利回りについて

## <長期の前提>



# 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>

※ 概ね100年間にわたる長期の年金財政の状況を見通すため、今後の経済状況について一定の前提を置いたもの。

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

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。

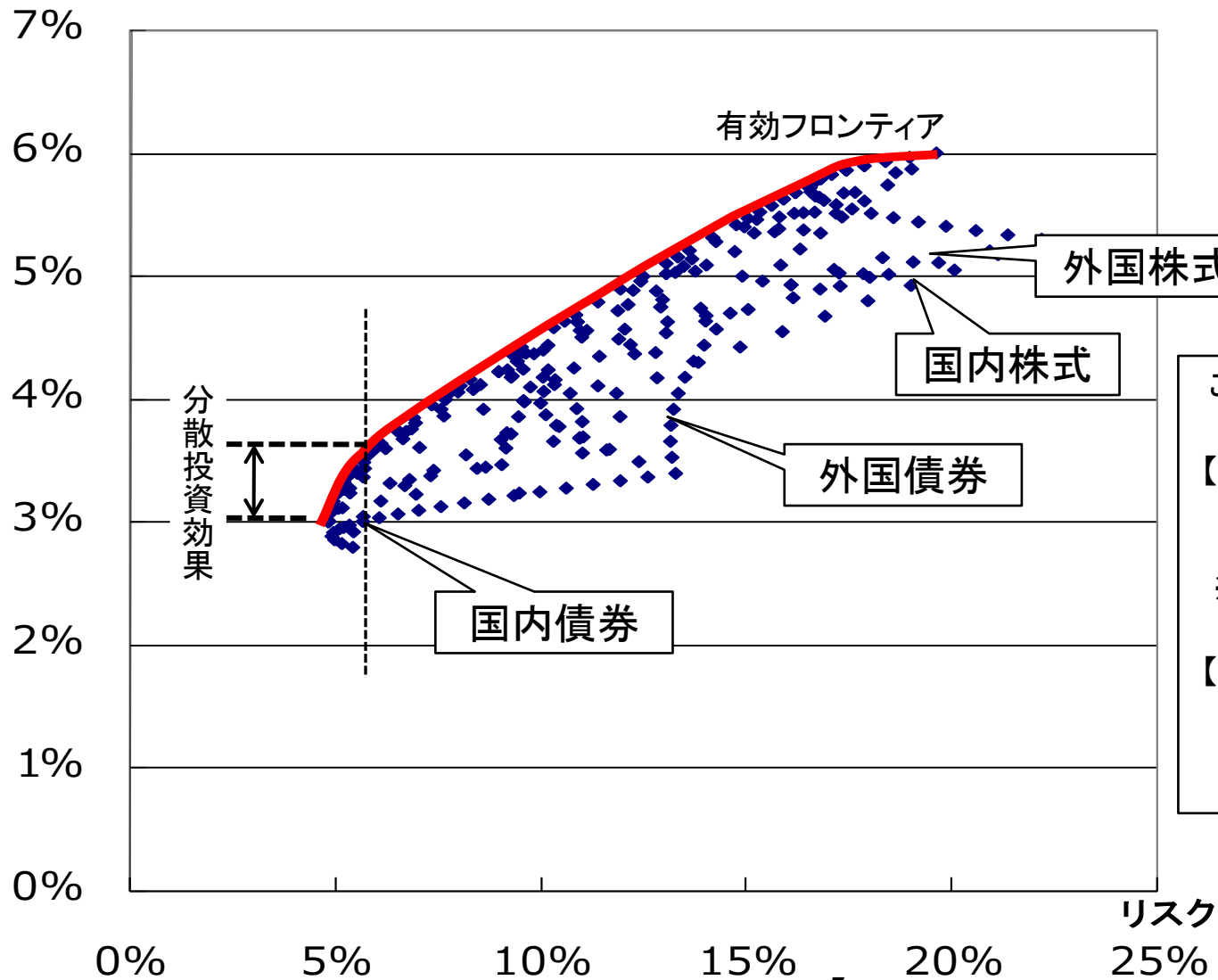
(単位:%)

	H20 (2008)	H21 (2009)	H22 (2010)	H23 (2011)	H24 (2012)	H25 (2013)	H26 (2014)	H32以降 (2020~)
物価上昇率	1.4	-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 [3.2]	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 [-1.5]	1.9 [-0.8]	2.0 [-0.8]	2.2 [-0.4]	2.6 [-0.1]	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】

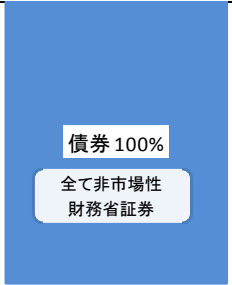
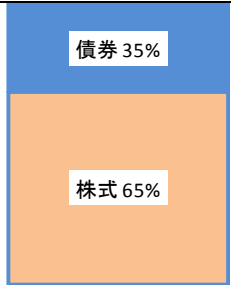
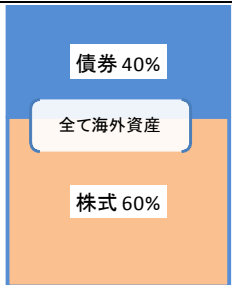
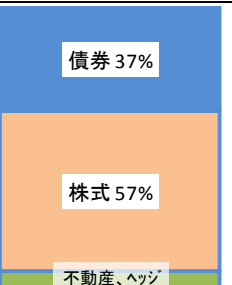
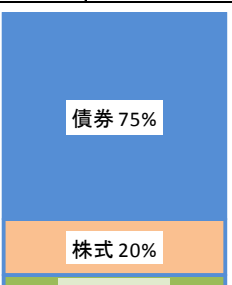
0.3%~0.5%の範囲

→ 0.4%と設定

※既に株式投資をしていることを考慮

# 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

名 称	OASDI (アメリカ)	CPPIB (カナダ)	GPF-G (ノルウェー)	AP1~4 (スウェーデン)	年金積立金全体 (厚生年金・国民年金)		
	ソーシャルセキュリティ	カナダ年金制度投資 委員会	政府年金基金(GPF-G) ノルウェー中央銀行投資 運用局(NBIM)	国民年金基金1~4	(日本)	年金積立金管理 運用独立行政法人	
資産残高	約236兆円 (21年12月末)	約12兆円 (22年3月末)	約43兆円 (22年3月末)	約11兆円(各基金約3兆円) (21年12月末)	約128兆円 (22年3月末)	約123兆円 (22年3月末)	
基本(参照)ポートフォリオ	 <p>債券 100% 全て非市場性 財務省証券</p>	 <p>債券 35% 株式 65%</p>	 <p>債券 40% 全て海外資産 株式 60%</p>	 <p>債券 37% 株式 57% 不動産、ヘッジ ファンド等 6%</p>	 <p>債券 75% 株式 20% 短期資産 5%</p>		
運用実績	2009年度	4.9%	14.9%	25.5%	20.4%	7.5%	7.9%
	直近5年平均 (2005-2009年度) ※各年度の相乗平均	5.2% (暦年(1-12月))	4.0% (4-3月)	3.4% (4-3月)	5.0% (AP1、暦年(1-12月))	1.3% (4-3月)	1.6% ※手数料等控除前 (4-3月)

※ 各基金のHPの数値を基に算出(21年3月末時点)。



# 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21年度末)	128.3兆円	8.3兆円	37.7兆円
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、長期的な観点にたって、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%  22. 3. 31付、第2期中期計画	国内債券 80% 国内株式 5% 外国債券 0% 外国株式 5% 貸付金 4% 不動産 2% 短期資産 4%  22. 4. 1改正	※ 全国市町村職員共済組合連合会 国内債券 63% 国内株式 12% 外国債券 5% 外国株式 9% 貸付金 6% 短期資産 5%  22. 5. 10改正
運用実績 (平成21年度)	7.5% ※ GPIFのみ 7.9%	5.5%	6.8%
運用実績 (17-21年度、過去5年平均)	1.3% ※ GPIFのみ 1.6% (手数料等控除前)	1.8%	1.5%