

基本ポートフォリオの見直しについて (厚生年金保険給付積立金)

令和2年4月1日

国家公務員共済組合連合会

目次

目次	1
(1) モデルポートフォリオ・基本ポートフォリオの見直しの考え方	2
【参考】財務省より次期運用目標及びリスク制約の設定	3
(2) モデルポートフォリオの見直し	5
(3) 基本ポートフォリオの見直しについて	5
(4) 基本ポートフォリオの見直し	5
(5) 施行日	5
計数編	6
主な市場指標の推移(平成27年度以降)	7
ベンチマークの推移(平成27年度以降)	8
基本ポートフォリオについて	9
(参考)	
用語の定義: 本資料において、厚生年金保険給付積立金は「厚年積立金」と表記している	

(1) モデルポートフォリオ・基本ポートフォリオの見直しの考え方

- ・財政の現況及び見通しが作成されたとき(財政検証年度)においては、モデルポートフォリオの検討・見直しが、法令の規定により措置されており、基本ポートフォリオは、モデルポートフォリオに即して定めることとされている
- ・モデルポートフォリオは、厚生年金の財政上の諸前提と整合性をもつ積立金の運用利回りとして財政検証で示される、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必要がある
- ・モデルポートフォリオを定めるにあたっては、資産の管理及び運用に関し一般的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踏まえる

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7月3日 総務省、財務省、文部科学省、厚生労働省 告示第一号)

第二 積立金の資産の構成の目標に関する基本的な事項

- 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。
- 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。

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リスク検証を行うこと。

※根拠条文：厚生年金保険法第七十九条の五(積立金の資産の構成の目標)及び第七十九条の六(管理運用の方針)

【参考】財務省より次期運用目標及びリスク制約の設定(1)

財政の現況及び見通しを踏まえたKKRの次期運用目標の設定 (財政制度等審議会国家公務員共済組合分科会)

【2019年財政検証：2029年以降の長期の前提】

		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		経済成長率 (実質) 2029年度以降 20~30年
						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		経済成長と労働参加が進 まないケース	0.3%	0.5%	0.4%	0.8%	0.4%	▲0.5%

- 経済前提のすべてのケースの実質的な運用利回り（対賃金でのスプレッド）に対応する値は1.7%であることから、積立金の運用目標が「年金財政上必要となる実質的な運用利回り」であることに鑑み、KKRの次期基本ポートフォリオを策定するにあたり、実質的な運用利回り1.7%を運用目標として設定することとする。

5

(出所)2019年12月2日付第29回財政制度等審議会 国家公務員共済組合分科会資料「今後の長期給付事業の見通しについて」

【参考】財務省より次期運用目標及びリスク制約の設定(2)

K K Rの次期基本ポートフォリオのリスク制約の設定 (財政制度等審議会国家公務員共済組合分科会)

現行のK K Rにおける基本ポートフォリオは、社会保障審議会年金部会により厚生年金に対して示された「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」を採用しているとともに、「運用目標を最低限のリスクで確保する」観点から、G P I Fにおいて導入された「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)」を参照している。

- 社会保障審議会資金運用部会(令和元年10月3日)においてG P I Fの次期基本ポートフォリオのリスク制約は現行と同様とされたことから、K K Rの次期基本ポートフォリオを策定するに当たっても、「下方確率」及び「条件付平均不足率」をリスク制約として設定することとする。

その他

- 基本ポートフォリオについては、厚生年金保険事業の共通財源としての一体性を踏まえ策定すること。
- 現行の基本ポートフォリオは、適用時に、国内債券の資産構成割合の中央値と実績に大幅な乖離があったため、乖離許容幅を±30%と置いていたが、次期基本ポートフォリオの策定にあたっては、乖離許容幅を適切な範囲に置くこととする。

現行の基本ポートフォリオ (%)

	国内債券	国内株式	外国債券	外国株式	合計
資産配分	35.0	25.0	15.0	25.0	100.0
乖離幅	±30.0	±10.0	±10.0	±10.0	
(参考) GPIFの乖離幅	±10.0	±9.0	±4.0	±8.0	
(参考) 地共済の乖離幅	±15.0	±14.0	±6.0	±12.0	

6

(出所) 2019年12月2日付第29回財政制度等審議会 国家公務員共済組合分科会資料「今後の長期給付事業の見通しについて」

(2) モデルポートフォリオの見直し

○資産構成割合及び中心値範囲

(単位: %)

現 行		国内債券	国内株式	外国債券	外国株式	合計
	資産配分	35.0	25.0	15.0	25.0	100.0
	中心値範囲	±10.0	±9.0	±4.0	±8.0	



(単位: %)

見直し後		国内債券	国内株式	外国債券	外国株式	合計
	資産配分	25.0	25.0	25.0	25.0	100.0
	中心値範囲	±4.0	±4.0	±4.0	±4.0	

○モデルポートフォリオ見直しについての評価等

見直し後のモデルポートフォリオについては、厚年積立金に与えられた長期的な観点で安全かつ効率的な運用となる所要のリターンの確保を最低限のリスクで獲得するという資産構成割合が導出されている

- ・ 社会保障審議会等で設定された必要な利回り(貸金スプレッド1.7%)を最低限のリスク(条件付平均不足率最小化)で確保
- ・ 専門的な知見を活用し、コンサルティング会社による検証を実施

(3) 基本ポートフォリオの見直しについて

- ・ 基本ポートフォリオについては、モデルポートフォリオに即して、見直しを検討することとされている
- ・ 見直し後のモデルポートフォリオは、厚年積立金に与えられた長期的な観点での安全かつ効率的な運用となる所要のリターンの確保を最低限のリスクで獲得するという資産の構成割合を導出していること、また、厚生年金の共通財源としての一体性確保の観点から、モデルポートフォリオ見直し後の中心値を基本ポートフォリオの中心値として変更し、乖離幅については、内外債券について、現状の資産構成割合を踏まえ、見直しを行う
- ・ モデルポートフォリオ・基本ポートフォリオについては、外部有識者で構成される資産運用委員会での議論を経て、了承

(4) 基本ポートフォリオの見直し

(単位: %)

現 行		国内債券	国内株式	外国債券	外国株式	合計
	資産配分	35.0	25.0	15.0	25.0	100.0
	乖離幅	±30.0	±10.0	±10.0	±10.0	



(単位: %)

見直し後		国内債券	国内株式	外国債券	外国株式	合計
	資産配分	25.0	25.0	25.0	25.0	100.0
	乖離幅	±15.0	±10.0	±15.0	±10.0	

(注)

- ・ 財政融資資金に対する預託金及び共済独自資産については、国内債券に含める。
- ・ 短期資産については、各資産の乖離許容幅の中で管理する。
- ・ 基本ポートフォリオの見直しに伴い資産の大幅な移動が必要であることから、当面、乖離許容幅を超過することがある。なお、本乖離許容幅については、必要に応じ、縮小に向けて見直しを行う。

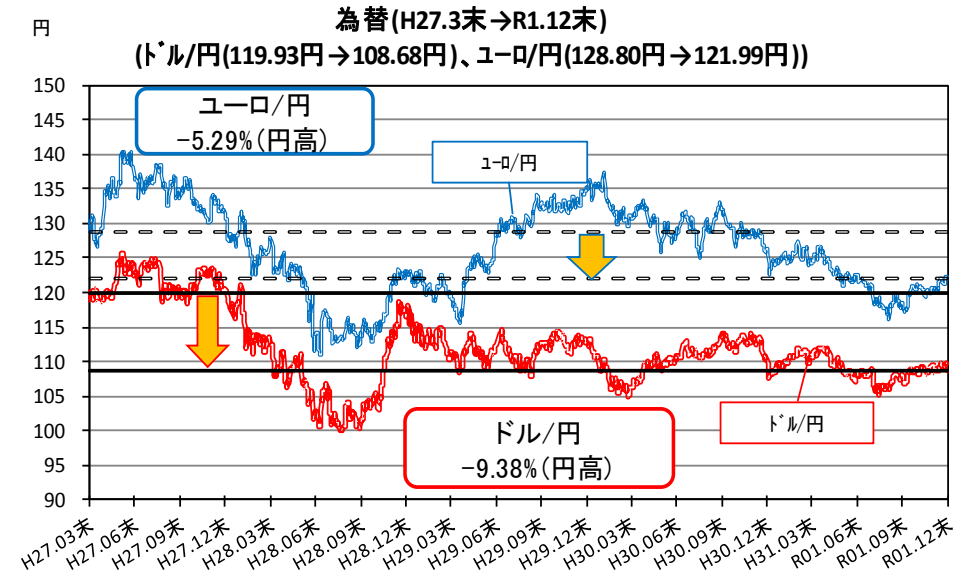
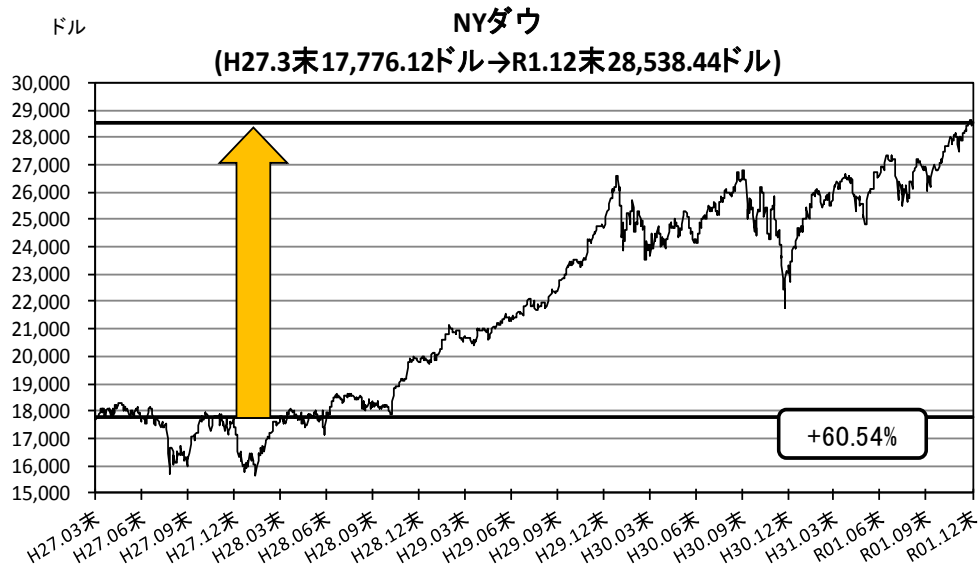
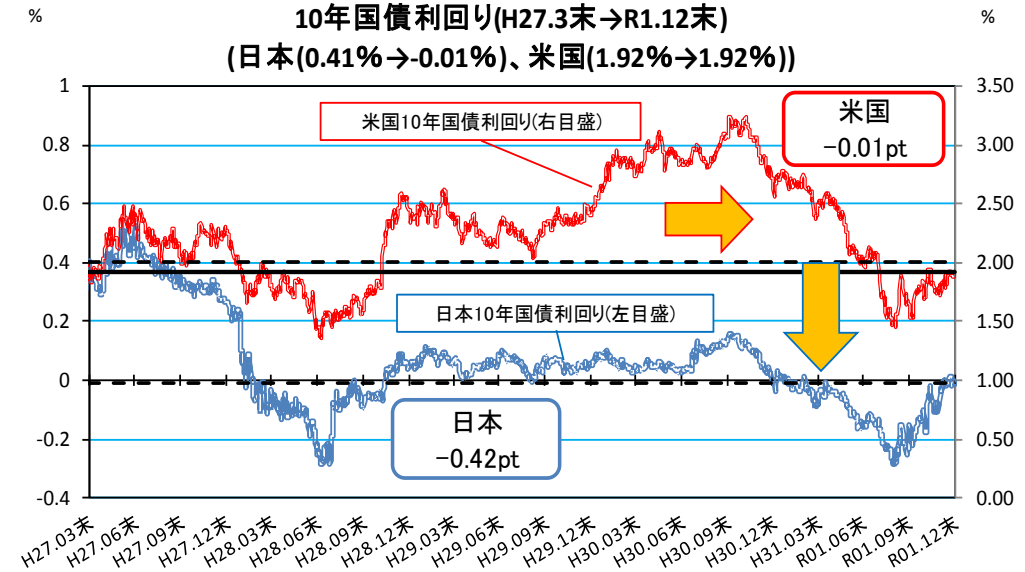
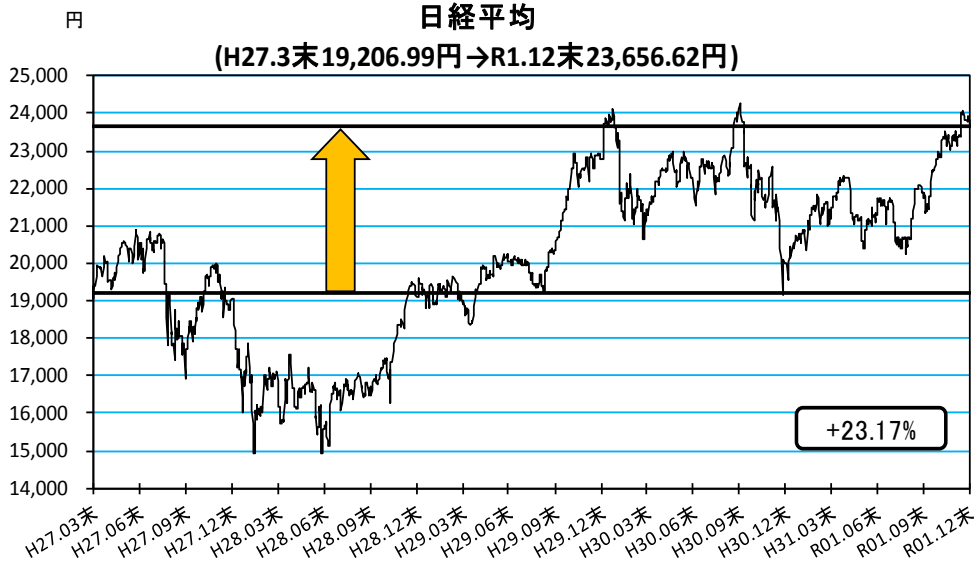
(注)

- ・ 財政融資資金に対する預託金及び共済独自資産については、国内債券に含める。
- ・ 短期資産については、国内債券と合算し、国内債券の乖離許容幅の中で管理する。
- ・ 基本ポートフォリオの見直しに伴い資産の移動が必要であることから、乖離許容幅を超過することがある。

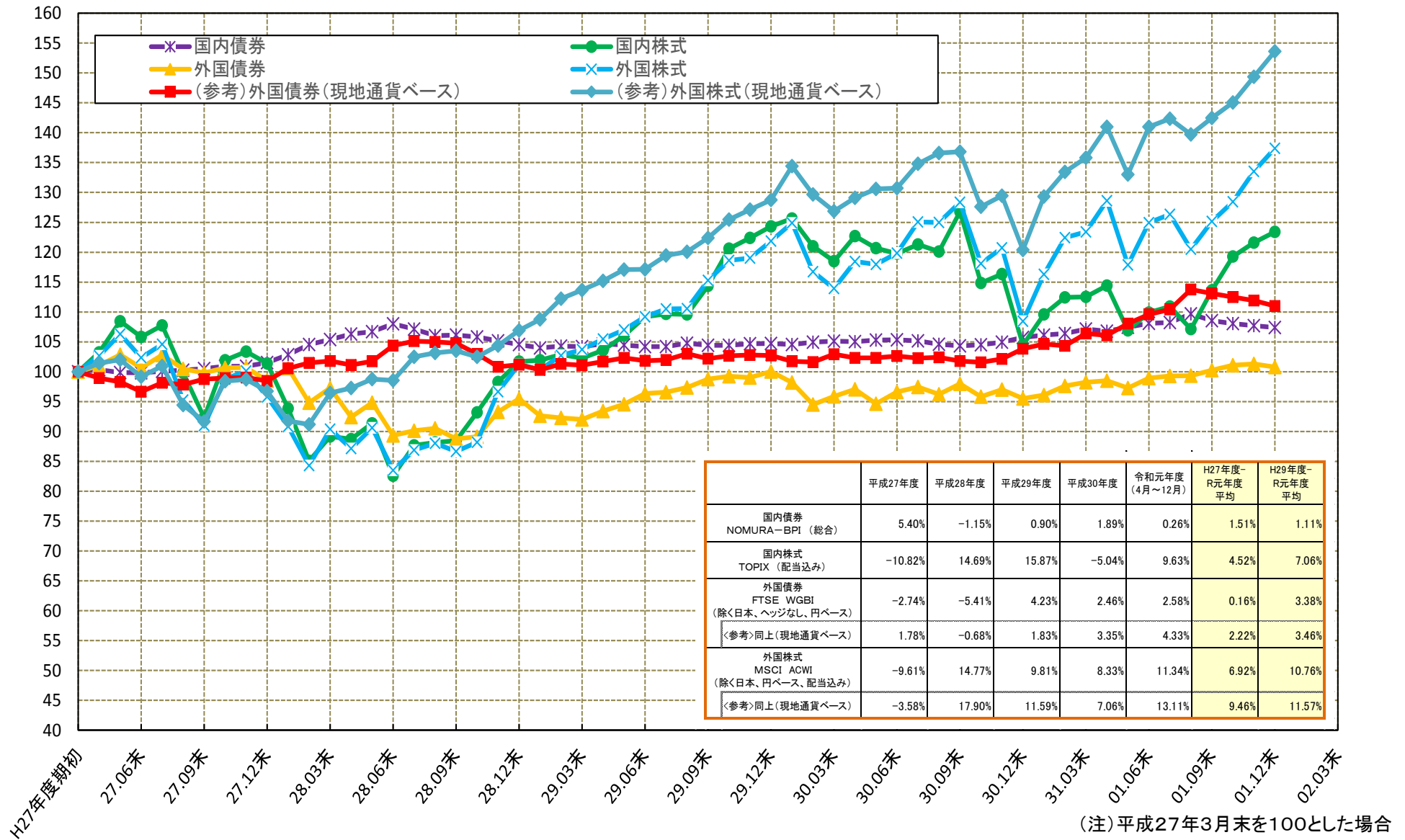
(5) 施行日: 令和2年4月1日

計数編

主な市場指標の推移(平成27年度以降)



ベンチマークの推移(平成27年度以降)



基本ポートフォリオについて

1. 前提条件

○期待リターンはビルディングブロック法をベースに均衡収益率を加味して設定

○リスク及び相関係数は過去25年のデータに基づき推計

○目標リターンを達成し、かつ条件付平均不足率(賃金上昇率を下回った場合の平均的な不足額)が最も小さくなるポートフォリオを最適化により導出

2. 資産構成割合の検討

○厚生年金保険事業の共通財源としての一体性確保の観点、ポートフォリオの特性値等の分析・検証を踏まえ、モデルポートフォリオ中心値を採用

○期待リターン

	国内債券	国内株式	外国債券	外国株式	短期資産	賃金上昇率	ポートフォリオ
名目リターン	0.7%	5.6%	2.6%	7.2%	0.6%	2.3%	4.0%
実質的なリターン	-1.6%	3.3%	0.3%	4.9%	-1.7%		1.7%

○リスク(標準偏差)

国内債券	国内株式	外国債券	外国株式	賃金上昇率	ポートフォリオ
2.56%	23.14%	11.87%	24.85%	1.62%	12.32%

○相関係数

	国内債券	国内株式	外国債券	外国株式	短期資産	賃金上昇率
国内債券	1.000					
国内株式	-0.158	1.000				
外国債券	0.290	0.060	1.000			
外国株式	0.105	0.643	0.585	1.000		
短期資産					1.000	
賃金上昇率	0.042	0.113	-0.010	0.099		1.000

○構成割合

	国内債券	国内株式	外国債券	外国株式
中心値	25%	25%	25%	25%

○ポートフォリオの特性値

ポートフォリオ特性値	現行 (内債35%、外債15%)	変更案 (内債25%、外債25%)	全額国内債券
実質的な期待リターン	1.5%	1.7%	-1.6%
名目期待リターン	3.8%	4.0%	0.7%
標準偏差	11.70%	12.32%	2.56%
リターン/リスク	0.33	0.33	0.27
下方確率	44.8%	44.4%	70.5%
条件付平均不足率	8.7%	9.2%	3.1%