

令和3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

令和5年3月

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	
令和3年度末の資産額と資産構成割合	6
(1) G P I F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	6
(2) K K R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	7
(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) G P I F等の運用収益額と運用収益率	10
(2) K K Rの運用収益額と運用収益率	12
(3) 地共連の運用収益額と運用収益率	13
(4) 私学事業団の運用収益額と運用収益率	14
2.2 積立金全体の運用収益額と運用収益率	15
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	17
(1) 年金積立金の運用とその評価	17
(2) 実質的な運用利回りによる評価	17
(3) 公的年金における財政検証とその前提	17
(4) 公的年金における長期的な運用目標との比較による評価	18
3.2 運用実績が年金財政に与える影響の評価	20
(1) 平成13年度から令和3年度までの運用実績	20
(2) 平成13年度から令和3年度までの21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）	23
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	24
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	30
4.5 保険給付等に必要な流動性の確保	31
4.6 運用手法の見直し及び運用受託機関の評価・選定等	31
4.7 パッシブ運用とアクティブ運用	32
4.8 非財務的要素であるE S Gの考慮	32
4.9 管理積立金の管理運用状況の評価	33

4.10 情報公開及び広報活動	35
4.11 受託者責任の徹底等	35
4.12 管理運用主体間の連携	37

【付属資料】

- 令和3年度 厚生年金保険法第79条の8第2項に基づくGPIF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
- 令和3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
- 令和3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
- 令和3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

【用語の定義】

- ・管理積立金 : 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
- ・特別会計積立金 : GPIF及び年金特別会計で管理及び運用される厚生年金保険の積立金
- ・積立金 : 管理積立金並びに年金特別会計で管理及び運用される厚生年金保険の積立金

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」（平成24年法律第63号。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したものである。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ることとなった。

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。）が管理及び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及び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。

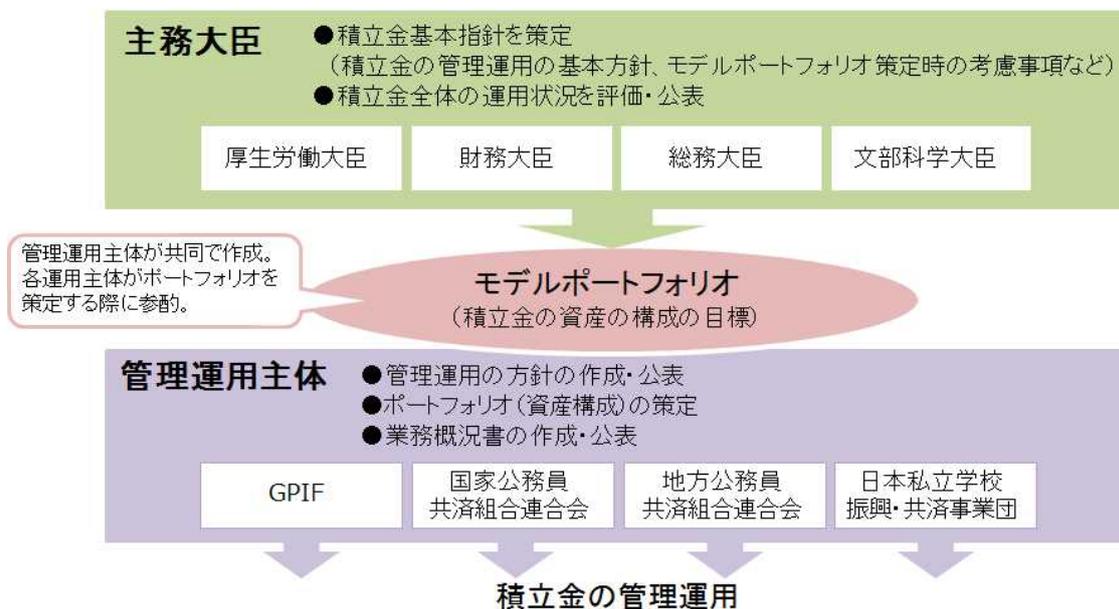
この共通のルールでは、主務大臣（厚生労働大臣、財務大臣、総務大臣及び文部科学大臣）が共同で「積立金基本指針」^(※)を策定し、積立金全体の運用状況を評価及び公表することとなっている。また、管理運用主体は、各管理運用主体がそれぞれの基本ポートフォリオを定めるに当たって参酌すべきモデルポートフォリオを共同で作成することとなっている。

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、管理積立金の管理及び運用、さらに業務概況書の作成及び公表を行っている。

(※) 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、特に断りが無い限り、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及び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、私学事業団で管理及び運用される管理積立金を合わせた令和3年度末の厚生年金保険に係る積立金の資産額は、230兆5,528億円となっている。

また、厚生年金保険に係る積立金全体の令和3年度の運用実績は、運用収益額が11兆3,692億円、運用収益率が5.19%であった。

(1) 令和3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 230兆5,528億円

【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（令和3年度末）】

	特別会計 積立金	KKR	地共連	私学 事業団	計	(単位：億円) 資産構成 割合
国内債券	527,771	24,662	64,041	7,811	624,285	27.1%
国内株式	469,617	19,726	62,217	7,285	558,845	24.2%
外国債券	461,694	18,679	58,585	6,712	545,670	23.7%
外国株式	481,532	21,685	64,662	8,848	576,728	25.0%
計	1,940,615	84,751	249,506	30,656	2,305,528	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) 令和3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 11兆3,692億円
// 運用収益率 5.19%

【積立金全体の運用収益額と運用収益率（令和3年度）】

(単位：億円)

	特別会計 積立金	KKR	地共連	私学 事業団	計
運用収益額	95,174	4,308	12,582	1,628	113,692
令和2年度末 積立金額	1,841,927	81,607	241,401	28,486	2,193,421
令和3年度末 積立金額	1,940,615	84,751	249,506	30,656	2,305,528
令和3年度 運用収益率					5.19%

(注1) 収益額及び収益率は運用手数料等控除後のものである。

(注2) 運用収益率は、運用元本平均残高を「{令和2年度末特別会計積立金、KKR、地共連及び私学事業団の積立金額+（令和3年度末特別会計積立金、KKR、地共連及び私学事業団の積立金額-令和3年度特別会計積立金、KKR、地共連及び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。

2 運用実績が年金財政に与える影響の評価

特別会計積立金の自主運用が開始された平成13年度から令和3年度までの運用実績は、長期の運用目標を上回っており、年金財政上必要な運用利回りを確保している。

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、運用収入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」と、長期の運用目標を比較して行う。

	実質的な 運用利回り			平成27年度 以降の長期の 運用目標
		名目運用 利回り	名目賃金 上昇率	
平成13～令和3年度平均 (自主運用開始以降(過去21年))	3.88%	3.73%	△0.15%	1.7%

(注1) 名目運用利回りは、運用手数料等控除後のものである。

(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（共済組合分を含む）であり、年金改定率の算出のもととなるものである。

(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) 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管理積立金の管理及び運用について、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

令和3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及び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、厚生年金保険と国民年金の積立金を合わせて市場運用を行っている。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厚生年金保険と国民年金の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。）で管理及び運用されている特別会計積立金の令和3年度末の資産額は194兆615億円となっている。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（令和3年度末）】

(単位：億円)		
GPIF	年金特別会計	計
1,864,601	76,014	1,940,615

(注) GPIF分は、独立行政法人会計基準に基づく資産額である。

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（令和3年度末）】

(単位：億円)		
	資産額	構成割合
国内債券	527,771	27.2%
（うち年金特別会計（短期預託金））	76,014	3.9%
国内株式	469,617	24.2%
外国債券	461,694	23.8%
外国株式	481,532	24.8%
計	1,940,615	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) 年金特別会計（短期預託）は決算額（出納整理を含む）である。

(注4) 国内債券及び外国債券にはGPIFの短期資産を含む。

(2) KKRの管理積立金の資産額と資産構成割合

KKRの令和3年度末の管理積立金の資産額は8兆4,751億円となっている。

また、KKRの令和3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。）1兆7,825億円が含まれており、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付けられていたが、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（令和3年度末）】

(単位：億円)

	資産額	構成割合
国内債券	24,662	29.1%
（うち財投預託金）	17,825	21.0%
国内株式	19,726	23.3%
外国債券	18,679	22.0%
外国株式	21,685	25.6%
計	84,751	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) 財投預託金の簿価額は1兆6,140億円となっている。なお、この場合の構成割合は、国内債券 27.7%（うち財投預託金 19.4%）、国内株式 23.8%、外国債券 22.5%、外国株式 26.1%となる。

(注3) 国内債券には短期資産を含む。

(3) 地共連の管理積立金の資産額と資産構成割合

地共連の令和3年度末の管理積立金の資産額は24兆9,506億円となっている。

また、地共連の令和3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（昭和29年法律第115号）第79条の3第3項ただし書の規定に基づく運用として、地方公務員等共済組合法（昭和37年法律第152号。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、令和3年度末の資産額は5,382億円となっている。

【地共連の管理積立金の内訳と資産構成割合（令和3年度末）】

(単位：億円)

	資産額	構成割合
国内債券	64,041	25.7%
（うち機構債	5,382	2.2%）
国内株式	62,217	24.9%
外国債券	58,585	23.5%
外国株式	64,662	25.9%
計	249,506	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) 国内債券には短期資産を含む。

(4) 私学事業団の管理積立金の資産額と資産構成割合

私学事業団の令和3年度末の管理積立金の資産額は3兆656億円となっている。

また、私学事業団の令和3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項ただし書の規定に基づく運用として、私立学校教職員共済法（昭和28年法律第245号。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（平成9年法律第48号。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、令和3年度末の資産額は822億円となっている。

【私学事業団の管理積立金の内訳と資産構成割合（令和3年度末）】

(単位：億円)

	資産額	構成割合
国内債券	7,811	25.5%
（うち貸付金	822	2.7%）
国内株式	7,285	23.8%
外国債券	6,712	21.9%
外国株式	8,848	28.9%
計	30,656	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) 国内債券には短期資産を含む。

(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、特別会計積立金並びにKKR、地共連及び私学事業団の管理積立金で構成されており、これらを合わせた令和3年度末の資産額は230兆5,528億円となっている。

また、厚生年金保険に係る積立金の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（令和3年度末）】

	特別会計 積立金	KKR	地共連	私学 事業団	計	(単位：億円) 資産構成 割合
国内債券	527,771	24,662	64,041	7,811	624,285	27.1%
国内株式	469,617	19,726	62,217	7,285	558,845	24.2%
外国債券	461,694	18,679	58,585	6,712	545,670	23.7%
外国株式	481,532	21,685	64,662	8,848	576,728	25.0%
計	1,940,615	84,751	249,506	30,656	2,305,528	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) 各管理運用主体の国内債券には短期資産のほか、KKRにおいては財投預託金、地共連においては機構債、私学事業団においては貸付金を含む。

(注3) 特別会計積立金の外国債券には短期資産を含む。

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) G P I F等の運用収益額と運用収益率

G P I F等で管理及び運用されている特別会計積立金の令和3年度の運用収益額（収益額）は、9兆5,174億円となっている。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（令和3年度）】

(単位：億円)		
G P I F (市場運用)	年金特別会計	計
95,174	0	95,174

(注1) G P I F（市場運用）の収益額は運用手数料等控除後のものである。

(注2) 独立行政法人会計基準に基づく収益額である。

令和3年度のG P I Fの厚生年金保険に係る積立金の運用収益額は、9兆5,174億円になっている。

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。

【G P I Fの各資産の運用収益額（令和3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	1,978	474	△ 71	△ 7,080	△ 4,698
国内株式	△ 994	24,530	△ 7,650	△ 5,603	10,296
外国債券	8,398	△ 3,872	11,428	△ 5,806	10,156
外国株式	37,771	△ 3,374	47,764	△ 2,376	79,828
計	47,153	17,757	51,472	△ 20,865	95,583
運用手数料等					△ 409
収益額					95,174

(注1) 国内債券及び外国債券には短期資産を含む。

(注2) 収益額は総合収益額である。

(注3) 運用手数料等は、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。

G P I F の厚生年金保険に係る積立金の令和3年度の運用収益率（収益率：年率）は、運用手数料等控除前で5.42%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の内訳は以下のとおりとなっている。

【G P I F の各資産の運用収益率（令和3年度）】

	第1四半期	第2四半期	第3四半期	第4四半期	年度
時間加重収益率	2.68%	0.98%	2.81%	△ 1.10%	5.42%
国内債券	0.47%	0.11%	△ 0.02%	△ 1.54%	△ 0.99%
国内株式	△ 0.25%	5.35%	△ 1.62%	△ 1.22%	2.12%
外国債券	1.87%	△ 0.85%	2.52%	△ 1.22%	2.29%
外国株式	8.62%	△ 0.77%	10.54%	△ 0.55%	18.48%

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

（注2）収益率は運用手数料等控除前のものである。

（注3）国内債券及び外国債券には短期資産を含む。

(2) KKRの運用収益額と運用収益率

令和3年度のKKRの管理積立金の運用収益額（総合収益額）は、4,308億円となっている。

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（令和3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
総合収益額	1,999	956	2,372	△ 1,018	4,308
国内債券	68	△ 5	△ 19	△ 236	△ 193
国内株式	△ 75	1,054	△ 363	△ 408	207
外国債券	267	△ 163	458	△ 229	334
外国株式	1,738	70	2,297	△ 145	3,960

(注1) 「年度計」は令和3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及び短期資産を含む。

(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4,800億円となる。

KKRの管理積立金の令和3年度の運用収益率（修正総合収益率：年率）は、5.35%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（令和3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	2.49%	1.17%	2.94%	△ 1.22%	5.35%
国内債券	0.27%	△ 0.02%	△ 0.08%	△ 0.95%	△ 0.76%
国内株式	△ 0.39%	5.53%	△ 1.81%	△ 2.11%	1.06%
外国債券	1.69%	△ 0.98%	2.56%	△ 1.25%	1.96%
外国株式	8.77%	0.34%	12.76%	△ 0.72%	21.20%

(注1) 「第1四半期」～「第4四半期」は期間率（3か月間の率）であり、「年度」は令和3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) 国内債券には財投預託金及び短期資産を含む。

(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、令和3年度の年率で6.12%となる。

(3) 地共連の運用収益額と運用収益率

令和3年度の地共連の管理積立金の運用収益額（総合収益額）は、1兆2,582億円となっている。

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令和3年度の総合収益額は、△1億円となっている。

【地共連の運用収益額（令和3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
総合収益額	6,240	2,318	6,946	△ 2,923	12,582
国内債券	246	48	△ 27	△ 778	△ 511
国内株式	△ 97	3,218	△ 1,028	△ 1,003	1,090
外国債券	948	△ 447	1,508	△ 608	1,402
外国株式	5,143	△ 500	6,493	△ 534	10,601

(注1) 「年度計」は令和3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) 国内債券には機構債及び短期資産を含む。

(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。

地共連の管理積立金の令和3年度の運用収益率（修正総合収益率：年率）は、5.19%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令和3年度の収益率は、△0.02%となっている。

【地共連の運用収益率（令和3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	2.62%	0.95%	2.82%	△ 1.16%	5.19%
国内債券	0.41%	0.08%	△ 0.04%	△ 1.21%	△ 0.82%
国内株式	△ 0.16%	5.32%	△ 1.61%	△ 1.59%	1.77%
外国債券	1.70%	△ 0.78%	2.63%	△ 1.02%	2.46%
外国株式	8.31%	△ 0.78%	10.53%	△ 0.81%	17.24%

(注1) 「第1四半期」～「第4四半期」は期間率（3か月間の率）であり、「年度」は令和3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) 国内債券には機構債及び短期資産を含む。

(4) 私学事業団の運用収益額と運用収益率

令和3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、1,628億円となっている。

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貸付金の令和3年度の収益額は、5億円となっている。

【私学事業団の運用収益額（令和3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
総合収益額	765	319	868	△ 324	1,628
国内債券	14	3	0	△ 35	△ 19
国内株式	△ 1	399	△ 157	△ 209	31
外国債券	122	△ 21	198	△ 20	280
外国株式	630	△ 62	827	△ 60	1,335

（注1）「年度計」は令和3年度の収益額である。

（注2）収益額は運用手数料等控除後のものである。

（注3）国内債券には貸付金及び短期資産を含む。

（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。

私学事業団の管理積立金の令和3年度の運用収益率（修正総合収益率：年率）は、5.70%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令和3年度の収益率は、0.59%となっている。

【私学事業団の運用収益率（令和3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	2.73%	1.11%	2.96%	△ 1.07%	5.70%
国内債券	0.20%	0.04%	△ 0.01%	△ 0.49%	△ 0.27%
国内株式	△ 0.02%	5.47%	△ 2.04%	△ 2.79%	0.42%
外国債券	1.98%	△ 0.31%	3.02%	△ 0.29%	4.35%
外国株式	8.34%	△ 0.76%	10.16%	△ 0.67%	17.35%

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

（注2）収益率は運用手数料等控除後のものである。

（注3）国内債券には貸付金及び短期資産を含む。

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令和3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令和3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、1兆3,692億円となる。

また、令和3年度の積立金全体の運用収益率を計算すると、5.19%となる。

【積立金全体の運用収益額と運用収益率（令和3年度）】

	(単位：億円)				
	特別会計 積立金	KKR	地共連	私学 事業団	計
運用収益額	95,174	4,308	12,582	1,628	113,692
令和2年度末 積立金額	1,841,927	81,607	241,401	28,486	2,193,421
令和3年度末 積立金額	1,940,615	84,751	249,506	30,656	2,305,528
令和3年度 運用収益率					5.19%

(注1) 収益額及び収益率は運用手数料等控除後のものである。

(注2) 運用収益率は、運用元本平均残高を「{令和2年度末特別会計積立金、KKR、地共連及び私学事業団の積立金額＋(令和3年度末特別会計積立金、KKR、地共連及び私学事業団の積立金額－令和3年度特別会計積立金、KKR、地共連及び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。

GPIF等の特別会計積立金の令和3年度の運用収益額とKKR、地共連及び私学事業団の管理積立金の令和3年度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（令和3年度）】

(単位：億円)

	特別会計 積立金	KKR	地共連	私学 事業団	計
国内債券	△ 4,697	△ 193	△ 511	△ 19	△ 5,420
国内株式	10,296	207	1,090	31	11,624
外国債券	10,156	334	1,402	280	12,172
外国株式	79,828	3,960	10,601	1,335	95,725
計	95,583	4,308	12,582	1,628	114,101

(注1) 特別会計積立金及び各管理積立金の運用収益額は令和3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等控除前、KKR及び地共連は運用手数料控除後、私学事業団は運用手数料等控除後のものである。

(注3) 各管理運用主体の国内債券には短期資産のほか、KKRにおいては財投預託金、地共連においては機構債、私学事業団においては貸付金を含む。

(注4) 特別会計積立金の外国債券には短期資産を含む。

(注5) 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、長期的な観点から安全かつ効率的に行うこととされており、株式市場や為替市場を含む市場の一時的・短期的な変動に過度にとらわれるべきものではない。

したがって、運用実績の年金財政に与える影響については、長期的な観点から評価することが重要である。

(2) 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、受給後は物価上昇率に応じて改定されることが基本であるが、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変動することとなる。

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」に着目することが適切である。

(3) 公的年金における財政検証とその前提

平成16年年金制度改正では、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(2017)年度まで段階的に引き上げるとともに、マクロ経済スライドにより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、令和元年財政検証についても、このような推計を行ったところである。

令和元年財政検証では、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について（検討結果の報告）」（平成31年3月）及び「2019（令和元）年財政検証に用いる経済前提における内閣府の「中長期の経済財政に関する試算（2019年7月）」の取扱いにつ

いて」（令和元年8月）に基づいて次のように設定されたものである。

- ・ 足下（令和10（2028）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」（令和元年7月）の「成長実現ケース」、「ベースラインケース」に準拠して設定している。（表3-1）
 - ・ 長期（令和11（2029）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（6ケース）を設定している。（表3-2）

（4）公的年金における長期的な運用目標との比較による評価

令和元年財政検証では、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6通りの経済状況を設定して検証を行っているが、各管理運用主体については、令和元年財政検証における長期の経済前提における実質的な運用利回りのうち最も大きな値である1.7%を長期の運用目標として設定している。

年金積立金の運用は、長期的な観点から安全かつ効率的に行うこととされており、長期的な運用利回りの実績が確保されているかを確認することが重要である。

したがって、この章において、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、長期的に見たときの実質的な運用利回りの実績と各管理運用主体の長期の運用目標である1.7%を比較することとする。

(表3-1) 令和元年財政検証の足下(令和10(2028)年度まで)の経済前提

○内閣府 成長実現ケースに接続するケース(ケースI~ケースIII)

年度		2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
物価上昇率(※1)		0.7%	0.8%	1.0%	1.4%	1.7%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
賃金上昇率(実質<対物価>)(※2)		0.4%	0.4%	0.4%	0.8%	1.2%	1.3%	1.4%	1.3%	1.3%	1.3%
運用利回り(※3)	実質<対物価>	1.0%	0.9%	0.7%	0.3%	0.0%	△0.3%	0.0%	0.3%	0.5%	0.6%
	スプレッド<対賃金>	0.6%	0.5%	0.3%	△0.5%	△1.2%	△1.6%	△1.4%	△1.0%	△0.8%	△0.7%
(参考)全要素生産性(TFP)上昇率		0.4%	0.6%	0.8%	1.0%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%

○内閣府 ベースラインケースに接続するケース(ケースIV~ケースVI)

年度		2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
物価上昇率(※1)		0.7%	0.8%	0.7%	0.7%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
賃金上昇率(実質<対物価>)(※2)		0.4%	0.4%	0.1%	0.3%	0.5%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
運用利回り(※3)	実質<対物価>	1.0%	0.9%	1.0%	1.0%	0.7%	0.6%	0.7%	0.9%	0.9%	0.8%
	スプレッド<対賃金>	0.6%	0.5%	0.9%	0.7%	0.2%	△0.1%	0.0%	0.2%	0.2%	0.1%
(参考)全要素生産性(TFP)上昇率		0.4%	0.6%	0.7%	0.7%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%

- (※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) 賃金上昇率は、内閣府試算に準拠して労働生産性上昇率を基に設定。
 (※3) 運用利回りは、内閣府試算の長期金利に、内外の株式等の分散投資による効果を加味し、長期金利上昇による国内債券への影響を考慮して設定。
 (※4) 賃金上昇率については、男女の賃金水準の差が過去(2012~2017年度)の傾向で2030年度まで縮小するものと仮定。(男女の差が約10%解消)

(表3-2) 令和元財政検証の長期(令和11(2029)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) 経済成長率 (実質) 2029年度以降 20~30年
		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%

3.2 運用実績が年金財政に与える影響の評価

(1) 平成13年度から令和3年度までの運用実績

年金積立金の自主運用を開始した平成13年度から令和3年度までの運用実績等は表3-3のとおりである。

(表3-3) 平成13年度から令和3年度までの運用実績

厚生年金

	実質的な 運用利回り	名目運用 利回り		年度末 積立金	運用 収益
		名目運用 利回り	名目賃金 上昇率		
	%	%	%	兆円	兆円
平成13年度	1.60	1.99	0.38	134.6	2.7
平成14年度	0.88	0.21	△ 0.66	132.1	0.3
平成15年度	5.55	4.91	△ 0.61	135.9	6.4
平成16年度	2.92	2.73	△ 0.18	138.2	3.7
平成17年度	7.08	6.82	△ 0.24	140.3	9.2
平成18年度	3.36	3.10	△ 0.25	139.8	4.3
平成19年度	△ 3.09	△ 3.54	△ 0.46	130.2	△ 4.9
平成20年度	△ 6.37	△ 6.83	△ 0.49	116.6	△ 8.7
平成21年度	10.90	7.54	△ 3.03	120.8	8.6
平成22年度	0.18	△ 0.26	△ 0.44	114.2	△ 0.3
平成23年度	2.25	2.17	△ 0.08	111.5	2.4
平成24年度	9.92	9.57	△ 0.32	117.9	10.5
平成25年度	8.37	8.22	△ 0.14	123.6	9.5
平成26年度	10.44	11.61	1.06	136.7	14.3
平成27年度	△ 3.46	△ 3.14	0.33	162.7	△ 4.8
平成28年度	5.36	5.30	△ 0.05	173.7	8.7
平成29年度	6.23	6.50	0.26	185.8	11.3
平成30年度	0.62	1.42	0.79	188.2	2.6
令和元年度	△ 5.52	△ 4.96	0.60	178.3	△ 9.3
令和2年度	24.54	23.90	△ 0.52	219.3	42.4
令和3年度	4.10	5.19	1.04	230.6	11.4
平成13～令和3年度平均	3.88	3.73	△ 0.15	-	5.7

(注1) 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2) 名目運用利回りは、運用手数料等控除後の数値である。

(注3) 名目賃金上昇率は、性・年齢構成の変動による影響を控除した名目標準報酬上昇率(共済組合分を含む)であり、年金改定率の算出のもととなるものである。

(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みなし、各管理積立金の平成27年10月1日以降の運用収益額を年間の運用収益額とみなして計算している。

(注6) 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7) 平成27年度の名目運用利回りは、運用元本平均残高を

$\frac{(H26年度末特別会計積立金額 + H27年度末特別会計積立金額 - H27年度特別会計積立金額 - \text{運用収益額}) \div 2 + (\text{KKR、地共連、私学事業団の概算仕分け額} + H27年度末管理積立金額 - H27年度下期管理積立金 - \text{運用収益額}) \div 4}$ で求め、これに対する収益率として算出している。

(注8) 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

	実質的な 運用利回り	名目運用 利回り		年度末 積立金	運用 収益
		名目運用 利回り	名目賃金 上昇率		
	%	%	%	兆円	兆円
平成13年度	0.91	1.29	0.38	9.7	0.1
平成14年度	0.27	△ 0.39	△ 0.66	9.5	△ 0.0
平成15年度	5.42	4.78	△ 0.61	9.7	0.4
平成16年度	2.96	2.77	△ 0.18	9.7	0.3
平成17年度	7.14	6.88	△ 0.24	9.7	0.6
平成18年度	3.33	3.07	△ 0.25	9.4	0.3
平成19年度	△ 2.93	△ 3.38	△ 0.46	8.5	△ 0.3
平成20年度	△ 6.83	△ 7.29	△ 0.49	7.2	△ 0.6
平成21年度	10.84	7.48	△ 3.03	7.5	0.5
平成22年度	0.19	△ 0.25	△ 0.44	7.7	△ 0.0
平成23年度	2.23	2.15	△ 0.08	7.9	0.2
平成24年度	9.87	9.52	△ 0.32	8.1	0.7
平成25年度	8.46	8.31	△ 0.14	8.4	0.7
平成26年度	10.62	11.79	1.06	9.3	1.0
平成27年度	△ 4.04	△ 3.72	0.33	8.8	△ 0.3
平成28年度	5.68	5.63	△ 0.05	9.0	0.5
平成29年度	6.42	6.70	0.26	9.2	0.6
平成30年度	0.66	1.46	0.79	9.2	0.1
令和元年度	△ 5.63	△ 5.07	0.60	8.5	△ 0.5
令和2年度	25.04	24.39	△ 0.52	10.3	2.0
令和3年度	4.14	5.23	1.04	10.6	0.5
平成13～令和3年度平均	3.82	3.67	△ 0.15	-	0.3

(注1) 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2) 名目運用利回りは、運用手数料等控除後の数値である。

(注3) 名目賃金上昇率は、性・年齢構成の変動による影響を控除した名目標準報酬上昇率(共済組合分を含む)であり、年金改定率の算出のもととなるものである。

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

(参考)年金積立金全体の実績(厚生年金と国民年金の合計)

	実質的な 運用利回り	名目運用 利回り		年度末 積立金	運用 収益
		名目運用 利回り	名目賃金 上昇率		
	%	%	%	兆円	兆円
平成13年度	1.55	1.94	0.38	144.3	2.8
平成14年度	0.84	0.17	△ 0.66	141.5	0.2
平成15年度	5.54	4.90	△ 0.61	145.6	6.9
平成16年度	2.92	2.73	△ 0.18	148.0	4.0
平成17年度	7.09	6.83	△ 0.24	150.0	9.8
平成18年度	3.36	3.10	△ 0.25	149.1	4.6
平成19年度	△ 3.08	△ 3.53	△ 0.46	138.6	△ 5.2
平成20年度	△ 6.40	△ 6.86	△ 0.49	123.8	△ 9.3
平成21年度	10.90	7.54	△ 3.03	128.3	9.2
平成22年度	0.18	△ 0.26	△ 0.44	121.9	△ 0.3
平成23年度	2.25	2.17	△ 0.08	119.4	2.6
平成24年度	9.91	9.56	△ 0.32	126.0	11.2
平成25年度	8.38	8.23	△ 0.14	132.1	10.2
平成26年度	10.45	11.62	1.06	145.9	15.3
平成27年度	△ 3.50	△ 3.18	0.33	171.5	△ 5.1
平成28年度	5.37	5.32	△ 0.05	182.6	9.2
平成29年度	6.24	6.51	0.26	195.0	11.9
平成30年度	0.62	1.42	0.79	197.3	2.8
令和元年度	△ 5.53	△ 4.96	0.60	186.8	△ 9.8
令和2年度	24.57	23.92	△ 0.52	229.7	44.5
令和3年度	4.10	5.19	1.04	241.1	11.9
平成13～令和3年度平均	3.88	3.72	△ 0.15	-	6.1

(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により求めている。

(注2) 名目運用利回りは、運用手数料等控除後の数値である。

(注3) 名目賃金上昇率は、性・年齢構成の変動による影響を控除した名目標準報酬上昇率(共済組合分を含む)であり、年金改定率の算出のもととなるものである。

(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みなし、各管理積立金の平成27年10月1日以降の運用収益額を年間の運用収益額とみなして計算している。

(注6) 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7) 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-H27年度特別会計積立金額運用収益額)÷2
+(KKR、地共連、私学事業団の概算仕分け額+H27年度末管理積立金額-H27年度下期管理積立金運用収益額)÷4」
で求め、これに対する収益率として算出している。

(注8) 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。

(2) 平成13年度から令和3年度までの21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）

年金積立金の自主運用を開始した平成13年度から令和3年度までの21年間の運用実績と、各管理運用主体の長期の運用目標を比較すると表3-4のとおりである。

令和3年度までの21年間の平均収益率（名目運用利回り）は3.73%となっており、この期間における平均名目賃金上昇率は△0.15%であるから、実質的な運用利回りの平均は3.88%となる。

各管理運用主体の長期の運用目標は1.7%であることから、実績が各管理運用主体の長期の運用目標を2.18%上回っており、年金財政上必要な運用利回りを確保している。

(表3-4)

		厚生年金保険	(参考) 国民年金	(参考) 年金積立金全体
実 績	名目運用利回り	3.73%	3.67%	3.72%
	名目賃金上昇率	△0.15%	△0.15%	△0.15%
	実質的な運用利回り	3.88%	3.82%	3.88%
各管理運用主体の長期の運用目標		1.7%	1.7%	1.7%
実績と各管理運用主体の長期の運用目標との差		2.18%	2.12%	2.18%

(注1) 名目運用利回りは、運用手数料等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（共済組合分を含む）であり、年金改定率の算出のもととなるものである。

(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。

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、「第二の一から第三の三まで」、「第三の五から十二まで」、「第四の二から五まで」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「4.1.2 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及び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】

管理運用主体は、令和元年財政検証結果の公表に伴い、令和元年度中に共同してモデルポートフォリオの変更を行っており、令和2年4月からは、以下のモデルポートフォリオが適用されている。

資産	国内債券	外国債券	国内株式	外国株式
モデルポートフォリオ	25%	25%	25%	25%
中心値範囲	上記±4%	上記±4%	上記±4%	上記±4%

(備考)

- 1 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。
- 2 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。
- 3 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、国内債券の数値から短期資産の割合を控除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ついては、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。令和3年度においては、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において見直しが必要との判断に至らなかったことを踏まえ、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、令和元年財政検証結果が公表されたことに伴い、令和元年度中に基本ポートフォリオを見直し、令和2年4月1日から適用している。この基本ポートフォリオは、令和元年財政検証を踏まえたモデルポートフォリオとも整合したものであり、運用目標（名目賃金上昇率+1.7%）を満たしつつ、下振れリスクの最小化を図った最も効率的なポートフォリオであるとしている。

GPIF

	国内債券	外国債券	国内株式	外国株式
資産構成割合	25%	25%	25%	25%
乖離許容幅(各資産)	±7%	±6%	±8%	±7%
乖離許容幅(債券・株式)	±11%		±11%	

KKR

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

地共連

	国内債券	外国債券	国内株式	外国株式
資産構成割合	25%	25%	25%	25%
許容乖離幅	±20%	±9%	±12%	±11%

私学事業団

	国内債券	外国債券	国内株式	外国株式
資産配分割合	25%	25%	25%	25%
許容乖離幅	±10%	±6%	±8%	±7%

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、有識者からなる外部委員会（※）において議論を行ったところ、資産構成割合の変更は行われなかった。

（※） 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。

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】

長期的な運用においては、短期的な市場の動向により資産構成割合を変更するよりも、基本となる資産構成割合（基本ポートフォリオ）を決めて長期間維持していく方が、効率的で良い結果をもたらすことが知られており、長期の運用実績の大半は基本ポートフォリオによって決まるとされていることから、基本ポートフォリオが運用リスク管理の根幹となる。

このため、各管理運用主体では、基本ポートフォリオを適切に管理するとともに、複数の資産への分散投資、資産全体・各資産クラス・各運用受託機関等のそれぞれの段階でリスク管理を行いつつ、資産全体及び資産ごとのベンチマーク収益率を確保できるよう、様々な指標を複眼的にモニタリングしている。

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適時適切に把握し、その幅を一定範囲内に収めるよう管理している。GPIFでは、令和3年度から、機動的なリバランスのため株価指数先物取引を開始した。

各管理運用主体では、令和3年度においては、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、VaR（バリュー・アット・リスク）などの統計的手法やストレステスト及び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、資産管理機関の適正な管理を図っている。

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、集約の上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に、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、取引金融機関別に預貯金についての運用規制を設けること等による短期資産の適切な管理により、運用効率を維持しつつ、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に当たって、伝統的4資産全てにマネジャー・エントリー制を活用し、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、オルタナティブ資産に係る運用受託機関の選定についても、マネジャー・エントリー制を活用した公募により、プライベートエクイティ分野において日本市場対象の1社を新規に選定している。
- ・ KKRでは、全資産の運用ファンドにおいてマネジャー・エントリー制を活用している。令和3年度は、全資産の運用マネジャーについて、中長期的な視点からの評価に基づき運用受託機関構成の見直しの検討及びマネジャー・エントリーファンドのモニタリングを行い、ファンドの解約、既存の運用受託機関への追加投資及び新たなファンドの契約を行った。また、オルタナティブ資産においてもマネジャー・エントリー制を活用しており、令和3年12月にオルタナティブ資産に関するマネジャー・エントリー制を改定し、従来の国内不動産、国内外インフラストラクチャー、バンクロー

ーンに加え、新たに海外不動産を募集対象としている。

- ・ 地共連では、伝統的4資産及びオルタナティブ資産においてマネジャー・エントリー制を活用し、運用機関から随時登録を受け付けるとともに、必要に応じて評価・選定を行えるようにしている。
- ・ 私学事業団では、国内株式・外国債券・外国株式のアクティブファンド及びオルタナティブ資産について、公募によりファンドの選考を行っている。令和3年度においては、外国債券及びオルタナティブ資産で新たなファンドが運用を開始した。また、運用受託機関や管理受託機関について、月次で受領する報告書やミーティング等において、管理運用ガイドラインの遵守状況等を確認している。

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、積立金の運用において、投資先及び市場全体の持続的成長が、運用資産の長期的な投資収益の拡大に必要なとの考え方を踏まえ、被保険者の利益のために長期的な収益を確保する観点から、財務的な要素に加えて、非財務的要素であるESG（環境、社会、ガバナンス）を考慮した投資を推進することについて、個別に検討した上で、必要な取組を行うこと。

【遵守状況】

各管理運用主体は、厚生年金保険の被保険者の利益のために長期的な収益を確保する観点から、財務的な要素に加えて、非財務的要素であるESGを考慮した投資を推進することについて検討した上で、以下のとおり取組を行っている。

- ・ G P I Fでは、インデックスに関する情報を常時受け付ける仕組みである「インデックス・ポスティング」を活用した情報収集・分析の結果、令和3年度は、国内株E S G総合指数を1指数選定し、運用を開始した。令和3年度末までに採用したE S G指数は、国内・海外合わせて合計8指数となり、投資額も過去最高の約12.1兆円となった。
- ・ K K Rは、運用受託機関にE S G要素の考慮を要請しているほか、株式投資においては、E S Gインデックスファンドの受付も行っている。また、債券投資においては、E S Gファンドの受付を行うとともに、国際機関の発行する債券（グリーンボンドを含む。）を購入できるよう、運用受託機関向けのガイドラインの変更を行っている。
- ・ 地共連では、公募等により超過収益の獲得が見込めるアクティブプロダクトや、株式市場全体の価値向上につながるような底上げ効果を期待するパッシブプロダクトを採用している。令和3年度は、外国株式において、E S Gアクティブプロダクトの選考を行った。このほか、既存のアクティブプロダクトについては、その多くが運用プロセスにおいてE S G要素を考慮していることを確認している。さらに、プロダクト採用のみならず、プロダクト採用後もE S Gに関する取組について評価分析等を行っている。
- ・ 私学事業団では、国内債券について、信用格付けやスプレッドを確認した上でE S G関連の債券を購入し、発行体のホームページで投資表明をしている。また、委託運用においては、ほぼすべてのアクティブ運用の投資プロセスにおいて、E S G要素が考慮されていることを確認していることに加え、国内株式では、超過収益の獲得を目的に選考したアクティブファンドの中で、S（社会）を付加価値の源泉としているファンドを採用している。

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、管理運用主体の資産全体及び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、管理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：NOMURA-BPI「除くABS」

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、中国、ヘッジなし・円ベース）

※ 令和3年9月までは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、GPIFの配当課税要因考慮前）

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、配当課税前）

※ 外国株式ベンチマークは、令和4年4月から、MSCI ACWI（除く日本、円ベース、配当込み、配当課税前）に変更

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、中国、ヘッジなし・円ベース）

※ 令和3年12月までは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インデックス（配当込み）

外国債券：ブルームバーグ・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、管理積立金の運用に対する厚生年金保険の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（ホームページ上においては保有する全銘柄の情報を含む。）や四半期ごとの運用状況の速報を公表している。

このほか、

- ・ G P I Fでは、ホームページにおける管理積立金の管理及び運用の状況や経営委員会の議事要旨の開示のほか、T w i t t e r、Y o u T u b e等の非対面のコミュニケーションツールやオンラインを中心とする講演会等の機会を活用した年金制度における積立金の役割、E S G投資、オルタナティブ投資関連も含めた幅広い情報発信
- ・ K K Rでは、ホームページにおける資産運用委員会の議事要旨の開示や組合員向け広報紙への管理積立金の運用に関する記事の掲載
- ・ 地共連では、ホームページにおける資金運用委員会の議事要旨の開示や広報誌等での解説
- ・ 私学事業団では、ホームページにおける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。

- ・ G P I Fでは、投資原則や行動規範をはじめとする関係法令、業務方針等の内部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、コンプライアンス研修を実施するなど、役職員の意識の向上を図っている。さらに、オルタナティブ投資に対する適時適切な対応、内部統制機能の強化に向けた法務体制・機能の拡充・強化に必要な人材の採用や、運用の多様化・リスク管理の強化などに伴う専門人材の採用を行うとともに、適正な人事評価を行うための研修の実施、給与水準の調査・公表等、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。
- ・ K K Rでは、運用部門から独立した「運用リスク管理室」を設置し牽制機能の強化を図っているほか、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」を毎月開催し、運用リスク管理業務の機能強化を図っている。さらに、全ての役職員を対象とする行動規範を定めるなどによりコンプライアンスの周知徹底を図っている。受託者責任を徹底するための機能を確保する観点から国内株式・外国債券・外国株式アクティブ運用のマネジャーについて、中長期的な視点からの評価に基づき運用受託機関構成の見直しを実施したほか、パッシブ運用マネジャーについても見直しを実施した。また、全資産のマネジャーについて、マネジャー・エントリーファンドのモニタリングを行った。また、専門人材の採用、職員研修等を通じて必要な人材確保に努めている。
- ・ 地共連では、受託者責任を徹底するための機能の確保の観点から、専門人材を含めた増員の実施や、運用リスク管理の方法、対象、基本的な考え方を定める「積立金の運用に関するリスク管理の実施方針」の策定とともに、運用に関するリスク管理の適切な実施・内部統制の強化のため、理事長、理事（資金運用担当）等をメンバーとした「運用リスク管理会議」を設置し、四半期に一度開催（必要に応じて随時開催）している。また、総務部に監査室を置き、積立金運用リスク管理体制及び内部監査体制の強化のため、月に一度監査を実施している。
- ・ 私学事業団では、運用の多様化への取組と並行してリスク管理の高度化を図る観点から、運用リスク管理室を設置して専門人材を増員するとともに、独立した運用リスク管理監を設置し、運用資産のリスク等について、客観性をもって管理監督し、理事長へ報告する体制を整備している。また、令和3年度からは、資産運用部に新たに専門人材を配置し、さらに体制を整備している。

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係る情報について、業務上必要な連携を適宜図りながら協力している。令和3年度においては、4管理運用主体間で、各主体の基本ポートフォリオの検証結果について相互に共有する等、情報連携に努めた。