

[4] 基本ポートフォリオの定期検証

基本ポートフォリオについては、中期計画において定期的に検証することとしています。2018年度末時点を基準に、ポートフォリオとしての特性を、直近の経済・市場データで更新の上、検証しました。その結果、現行基本ポートフォリオの資産構成割合は依然として効率的であり、実質的なリターン（運用利回りから賃金上昇率を差し引いたもの）が、想定する二つのシナリオにおいて、目標利回りを満たしていることを確認しました（経済中位ケースで1.98%、市場基準ケースで2.36%）。

~~なお、賃金上昇率を基本ポートフォリオ策定時のまま更新しない場合には、経済中位ケースでは目標利回りを下回りますが（実質的なリターンが、経済中位ケースで1.28%、市場基準ケースで1.96%）、そのような場合でも、財政計画上の予定積立金額を確保できないリスクは小さくなりました。~~

以上を踏まえ、経営委員会（2019年6月6日）において、資産構成割合を変更する必要はないと判断しました。

基本ポートフォリオは、長期的な観点から評価することが適切ですが、今後、市場の急激な変動などが生じた場合には、必要に応じて見直しの検討を行います。

①各資産の期待リターンと賃金上昇率の想定

国内長期金利の見通しについて、内閣府の「中長期の経済財政に関する試算」等を踏まえ、前回の検証（2017年度末時点）から更に引き下げました。その結果、国内債券のリターンや短期金利が低下しました。国内株式のリスクプレミアム（短期金利を上回る期待リターン）については変更していません。外国債券と外国株式のリスクプレミアムについては、直近までのデータを反映してそれぞれ引き下げあるいは引き上げました。賃金上昇率については、昨年度の検証に引き続き、直近の経済情勢を踏まえて賃金上昇率を引き下げた場合についても試算しました。この際、賃金との相関が高い、金利及び1人当たり実質GNI（国民総所得）成長率を参考にしました。

	賃金上昇率 前提	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
経済中位 ケース(%)	更新	-1.0 (1.3)	3.0 (5.3)	1.2 (3.5)	5.6 (7.9)	-1.5 (0.8)	(2.3)
	(参考)非更新	-1.7 (1.3)	2.3 (5.3)	0.5 (3.5)	4.9 (7.9)	-2.2 (0.8)	(3.0)
市場基準 ケース(%)	更新	-0.4 (0.9)	2.7 (4.0)	1.8 (3.1)	6.2 (7.5)	-0.7 (0.6)	(1.3)
	(参考)非更新	-0.8 (0.9)	2.3 (4.0)	1.4 (3.1)	5.8 (7.5)	-1.1 (0.6)	(1.7)

（注）数値は、実質的なリターン、カッコ内は、これに賃金上昇率を加えた名目リターンです。

②各資産の標準偏差と相関係数

標準偏差と相関係数については、2018年までの過去20年のデータ等（注）を用いて更新しました。

	国内債券	国内株式	外国債券	外国株式	賃金上昇率
標準偏差(%)	3.60	25.21	11.60	25.99	1.71

相関係数	国内債券	国内株式	外国債券	外国株式	賃金上昇率
国内債券	1.00				
国内株式	-0.16	1.00			
外国債券	-0.26	0.14	1.00		
外国株式	-0.33	0.79	0.52	1.00	
賃金上昇率	-0.12	0.18	-0.06	0.05	1.00

（注）国内債券の標準偏差の計算においては、将来のデュレーションの長期化を考慮しています。

③基本ポートフォリオの属性

基本ポートフォリオの策定においては、運用目標を満たしつつ、下方確率（運用利回りが賃金上昇率を下回る確率）が全額国内債券運用の場合を下回り、条件付平均不足率（運用利回りが賃金上昇率を下回る場合における両者の差の平均）が最も小さいポートフォリオを選定しました。

中期計画で定める運用目標は、実質的なリターンで1.7%を確保することですが、年金給付等に必要な短期資産によるリターンの減少分を勘案すると、経済中位ケースで1.77%、市場基準ケースで1.76%を確保することが必要です。今回の検証において、賃金上昇率を直近のデータに更新すると、基本ポートフォリオの実質的なリターンは運用目標を満たしております。

また、基本ポートフォリオの下方確率については、基本ポートフォリオ策定時と同様に全額国内債券運用の場合の水準を下回っており、条件付平均不足率については、基本ポートフォリオ策定時よりも低い水準となっております。

	賃金上昇率 前提	実質的な リターン	名目リターン	標準偏差 (正規分布)	下方確率 (正規分布)	条件付平均 不足率 (正規分布)	条件付平均 不足率 (経験分布)
経済中位 ケース(%)	更新	1.98	4.28	12.52	43.69	9.26	10.62
	(参考)非更新	1.28	4.28		45.91	9.50	10.74
市場基準 ケース(%)	更新	2.36	3.66		42.51	9.14	10.57
	(参考)非更新	1.96	3.66		43.77	9.27	10.63

(参考)全額国内債券ポートフォリオの属性

経済中位 ケース(%)	更新	-1.00	1.30	3.60	59.49	3.71	3.99
	(参考)非更新	-1.70	1.30		65.85	4.02	4.31
市場基準 ケース(%)	更新	-0.40	0.90		53.83	3.47	3.74
	(参考)非更新	-0.80	0.90		57.62	3.63	3.90

(参考)策定時

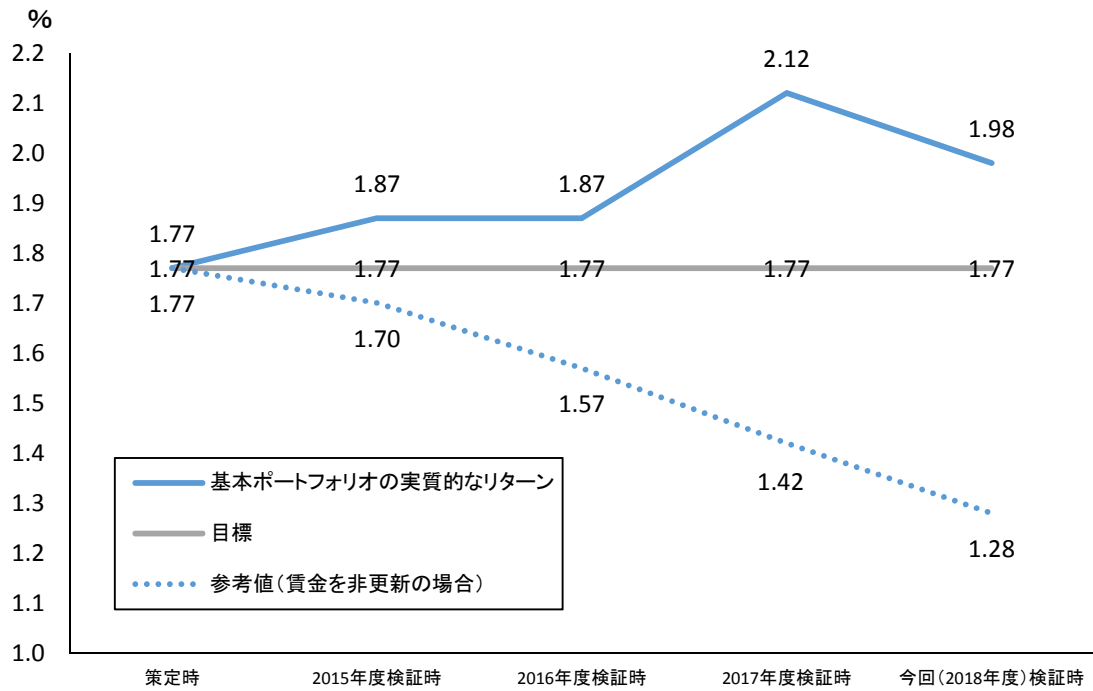
	実質的な リターン	名目リターン	標準偏差 (正規分布)	下方確率 (正規分布)	条件付平均 不足率 (正規分布)	条件付平均 不足率 (経験分布)
経済中位ケース(%)	1.77	4.57	12.75	44.44	9.45	11.23
市場基準ケース(%)	1.98	4.08		43.78	9.38	11.19

(参考)全額国内債券ポートフォリオの属性

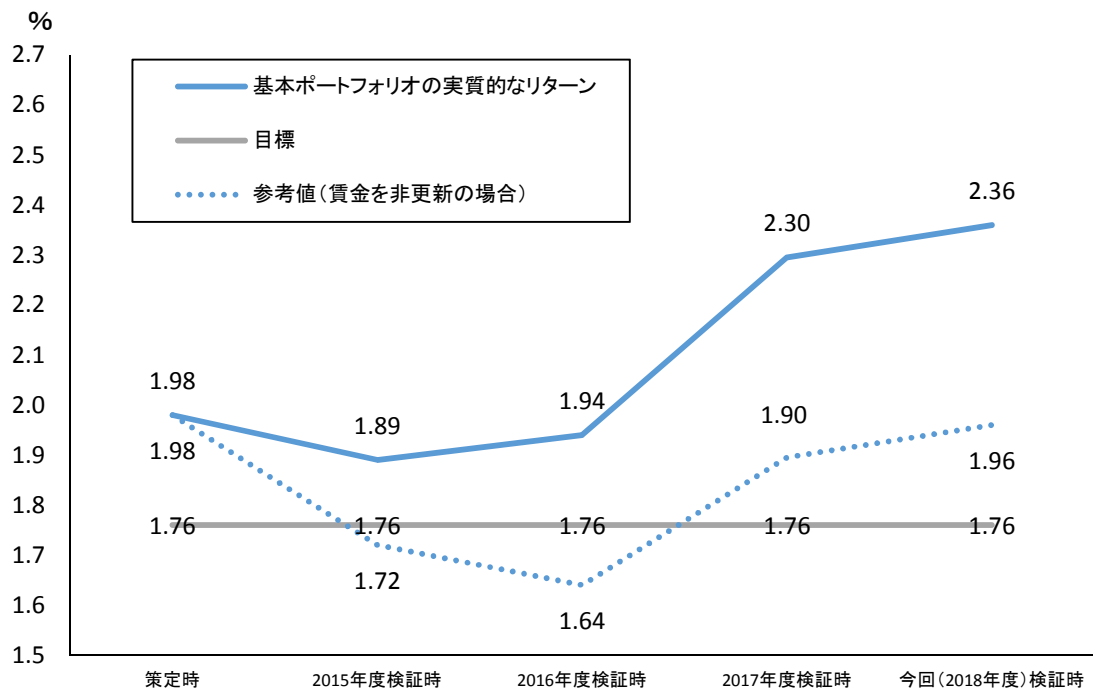
経済中位ケース(%)	-0.20	2.60	4.70	51.68	3.86	3.52
市場基準ケース(%)	-0.10	2.00		50.84	3.83	3.48

(注)「条件付平均不足率(経験分布)」は、株式等は想定よりも下振れ確率が高い場合(いわゆる「テールリスク」)もあることを考慮し、正規分布に替えて、過去20年のデータ(経験分布)から一定の仮定を置いて乱数を発生させ計算したものです。

基本ポートフォリオの実質的なリターン（経済中位ケース）



基本ポートフォリオの実質的なリターン（市場基準ケース）

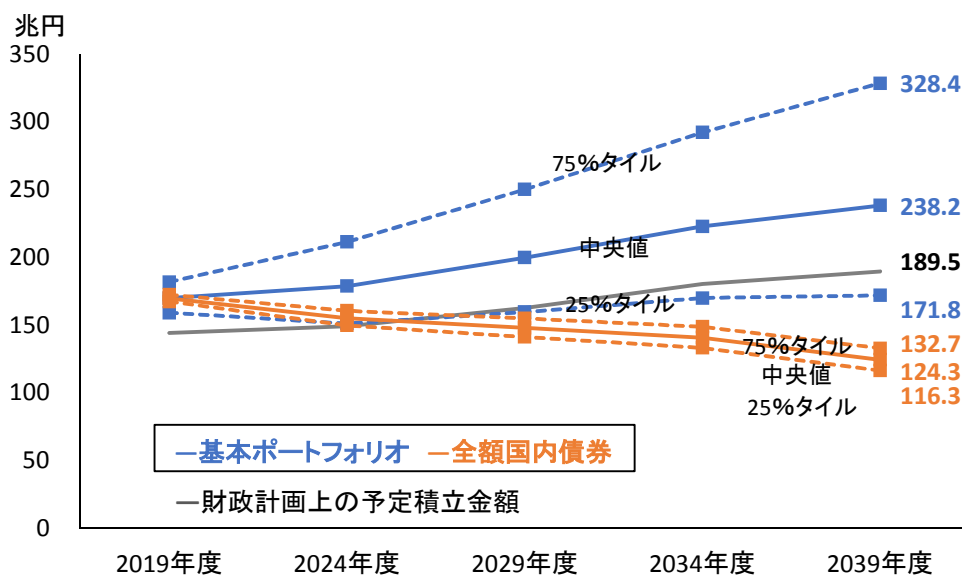


④ 予定積立金額の確保

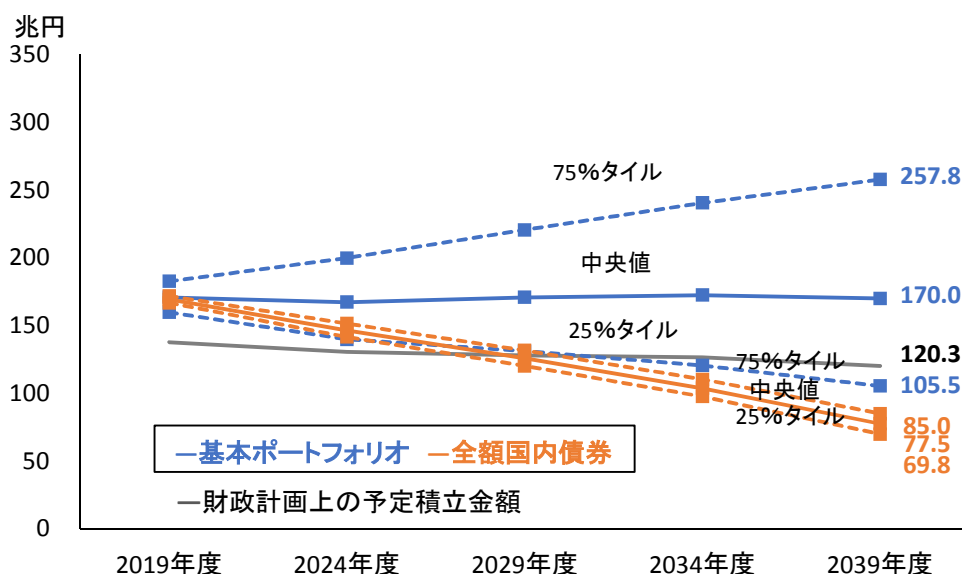
年金財政が予定している積立金を確保できないリスクがどの程度あるか検証するため、今回の検証の諸前提を用いて、**2018**年度末を起点に、基本ポートフォリオで運用した場合と、全額国内債券で運用した場合それぞれの積立金の分布を調べるシミュレーションを行いました。この結果、想定運用期間の最終年度（2039年度）において、基本ポートフォリオが予定積立金額を確保できない確率（リスク）は、「経済中位ケース」と「市場基準ケース」のいずれにおいても低いことを確認しました。~~なお、今回から新たに、シミュレーション上で確率的に発生させる賃金・物価に応じて、キャッシュフロー（厚生年金及び国民年金における収入と支出の差）を推定するモデルを導入しました。~~

前述の下方確率、条件付平均不足率とあわせて総合的に評価すると、基本ポートフォリオは、必要な積立金を確保しつつ、リスクの最小化を図った効率的なポートフォリオといえます。

積立金見込み（経済中位ケース）



積立金見込み（市場基準ケース）



5 | 基本ポートフォリオの定期検証

[1] 各資産の期待リターンと賃金上昇率の想定

今回(2018年度)検証時

	外国資産 リスクプレミアム	賃金上昇率 前提	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
経済中位 ケース(%)	更新	更新	-1.0 (1.3)	3.0 (5.3)	1.2 (3.5)	5.6 (7.9)	-1.5 (0.8)	(2.3)
		(参考)非更新	-1.7 (1.3)	2.3 (5.3)	0.5 (3.5)	4.9 (7.9)	-2.2 (0.8)	(3.0)
	(参考)非更新	(参考)更新	-1.0 (1.3)	3.0 (5.3)	0.7 (3.0)	3.4 (5.7)	-1.5 (0.8)	(2.3)
		(参考)非更新	-1.7 (1.3)	2.3 (5.3)	0.0 (3.0)	2.7 (5.7)	-2.2 (0.8)	(3.0)
市場基準 ケース(%)	更新	更新	-0.4 (0.9)	2.7 (4.0)	1.8 (3.1)	6.2 (7.5)	-0.7 (0.6)	(1.3)
		(参考)非更新	-0.8 (0.9)	2.3 (4.0)	1.4 (3.1)	5.8 (7.5)	-1.1 (0.6)	(1.7)
	(参考)非更新	(参考)更新	-0.4 (0.9)	2.7 (4.0)	1.3 (2.6)	4.0 (5.3)	-0.7 (0.6)	(1.3)
		(参考)非更新	-0.8 (0.9)	2.3 (4.0)	0.9 (2.6)	3.6 (5.3)	-1.1 (0.6)	(1.7)

(参考)2017年度検証時

	外国資産 リスクプレミアム	賃金上昇率 前提	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
経済中位 ケース(%)	更新	更新	-0.8 (1.5)	3.2 (5.5)	1.5 (3.8)	5.5 (7.8)	-1.4 (0.9)	(2.3)
		(参考)非更新	-1.5 (1.5)	2.5 (5.5)	0.8 (3.8)	4.8 (7.8)	-2.1 (0.9)	(3.0)
	(参考)非更新	(参考)更新	-0.8 (1.5)	3.2 (5.5)	0.9 (3.2)	3.6 (5.9)	-1.4 (0.9)	(2.3)
		(参考)非更新	-1.5 (1.5)	2.5 (5.5)	0.2 (3.2)	2.9 (5.9)	-2.1 (0.9)	(3.0)
市場基準 ケース(%)	更新	更新	-0.4 (1.0)	2.7 (4.1)	1.9 (3.3)	5.9 (7.3)	-0.8 (0.6)	(1.4)
		(参考)非更新	-0.8 (1.0)	2.3 (4.1)	1.5 (3.3)	5.5 (7.3)	-1.2 (0.6)	(1.8)
	(参考)非更新	(参考)更新	-0.4 (1.0)	2.7 (4.1)	1.3 (2.7)	4.0 (5.4)	-0.8 (0.6)	(1.4)
		(参考)非更新	-0.8 (1.0)	2.3 (4.1)	0.9 (2.7)	3.6 (5.4)	-1.2 (0.6)	(1.8)

(参考)2016年度検証時

	外国資産 リスクプレミアム	賃金上昇率 前提	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
経済中位 ケース(%)	更新	更新	-0.7 (2.0)	3.1 (5.8)	1.4 (4.1)	4.5 (7.2)	-1.7 (1.0)	(2.7)
		(参考)非更新	-1.0 (2.0)	2.8 (5.8)	1.1 (4.1)	4.2 (7.2)	-2.0 (1.0)	(3.0)
	(参考)非更新	(参考)更新	-0.7 (2.0)	3.1 (5.8)	0.8 (3.5)	3.5 (6.2)	-1.7 (1.0)	(2.7)
		(参考)非更新	-1.0 (2.0)	2.8 (5.8)	0.5 (3.5)	3.2 (6.2)	-2.0 (1.0)	(3.0)
市場基準 ケース(%)	更新	更新	-0.4 (1.2)	2.5 (4.1)	1.7 (3.3)	4.8 (6.4)	-1.0 (0.6)	(1.6)
		(参考)非更新	-0.7 (1.2)	2.2 (4.1)	1.4 (3.3)	4.5 (6.4)	-1.3 (0.6)	(1.9)
	(参考)非更新	(参考)更新	-0.4 (1.2)	2.5 (4.1)	1.1 (2.7)	3.8 (5.4)	-1.0 (0.6)	(1.6)
		(参考)非更新	-0.7 (1.2)	2.2 (4.1)	0.8 (2.7)	3.5 (5.4)	-1.3 (0.6)	(1.9)

(参考)2015年度検証時

	外国資産リスクプレミアム	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
経済中位 ケース(%)	更新	-0.4 (2.3)	3.2 (5.9)	1.4 (4.1)	4.0 (6.7)	-1.6 (1.1)	(2.7)
	(参考)非更新			0.9 (3.6)	3.6 (6.3)		
市場基準 ケース(%)	更新	-0.4 (1.5)	2.8 (4.7)	1.7 (3.6)	4.3 (6.2)	-1.1 (0.8)	(1.9)
	(参考)非更新			1.2 (3.1)	3.9 (5.8)		

(参考)策定時

	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
経済中位ケース(%)	-0.2 (2.6)	3.2 (6.0)	0.9 (3.7)	3.6 (6.4)	-1.7 (1.1)	(2.8)
市場基準ケース(%)	-0.1 (2.0)	3.1 (5.2)	1.4 (3.5)	4.1 (6.2)	-1.1 (1.0)	(2.1)

(注) 数値は、実質的なリターン、カッコ内は、これに賃金上昇率を加えた名目リターンです。

[2] 各資産の標準偏差と相関係数

今回(2018年度)検証時

	国内債券	国内株式	外国債券	外国株式	賃金上昇率
標準偏差(%)	3.60	25.21	11.60	25.99	1.71

相関係数	国内債券	国内株式	外国債券	外国株式	賃金上昇率
国内債券	1.00				
国内株式	-0.16	1.00			
外国債券	-0.26	0.14	1.00		
外国株式	-0.33	0.79	0.52	1.00	
賃金上昇率	-0.12	0.18	-0.06	0.05	1.00

(参考)2017年度検証時

	国内債券	国内株式	外国債券	外国株式	賃金上昇率
標準偏差(%)	4.10	24.86	11.46	25.70	1.77

相関係数	国内債券	国内株式	外国債券	外国株式	賃金上昇率
国内債券	1.00				
国内株式	-0.17	1.00			
外国債券	-0.26	0.12	1.00		
外国株式	-0.36	0.78	0.50	1.00	
賃金上昇率	-0.08	0.23	-0.04	0.02	1.00

(参考)2016年度検証時

	国内債券	国内株式	外国債券	外国株式	賃金上昇率
標準偏差(%)	4.30	25.17	11.62	26.21	1.85

相関係数	国内債券	国内株式	外国債券	外国株式	賃金上昇率
国内債券	1.00				
国内株式	-0.22	1.00			
外国債券	-0.16	0.08	1.00		
外国株式	-0.18	0.69	0.52	1.00	
賃金上昇率	0.14	0.11	0.01	0.06	1.00

(参考)2015年度検証時

	国内債券	国内株式	外国債券	外国株式	賃金上昇率
標準偏差(%)	4.20	25.23	11.82	26.78	1.85

相関係数	国内債券	国内株式	外国債券	外国株式	賃金上昇率
国内債券	1.00				
国内株式	-0.23	1.00			
外国債券	-0.04	0.06	1.00		
外国株式	-0.09	0.66	0.55	1.00	
賃金上昇率	0.20	0.10	0.09	0.11	1.00

(参考)策定時

	国内債券	国内株式	外国債券	外国株式	賃金上昇率
標準偏差(%)	4.70	25.10	12.58	27.25	1.93

相関係数	国内債券	国内株式	外国債券	外国株式	賃金上昇率
国内債券	1.00				
国内株式	-0.16	1.00			
外国債券	0.25	0.04	1.00		
外国株式	0.09	0.64	0.57	1.00	
賃金上昇率	0.18	0.12	0.07	0.10	1.00

(注) 国内債券の標準偏差の計算においては、将来のデフレーションの長期化を考慮しています。

[3] 基本ポートフォリオの属性

今回(2018年度)検証時

	外国資産 リスクプレミアム	賃金上昇率 前提	実質的な リターン	名目リターン	標準偏差 (正規分布)	下方確率 (正規分布)	条件付平均 不足率 (正規分布)	条件付平均 不足率 (経験分布)
経済中位 ケース(%)	更新	更新	1.98	4.28	12.52	43.69	9.26	10.62
		(参考)非更新	1.28	4.28		45.91	9.50	10.74
	(参考)非更新	(参考)更新	1.36	3.66		45.67	9.47	10.73
		(参考)非更新	0.66	3.66		47.91	9.71	10.86
		更新	2.36	3.66		42.51	9.14	10.57
市場基準 ケース(%)	更新	(参考)非更新	1.96	3.66		43.77	9.27	10.63
		(参考)更新	1.73	3.03		44.48	9.35	10.66
	(参考)非更新	(参考)非更新	1.33	3.03		45.75	9.48	10.73
		(参考)更新						

(参考)全額国内債券ポートフォリオの属性

経済中位 ケース(%)	更新	更新	-1.00	1.30	3.60	59.49	3.71	3.99
		(参考)非更新	-1.70	1.30		65.85	4.02	4.31
	(参考)非更新	(参考)更新	-1.00	1.30		59.49	3.71	3.99
		(参考)非更新	-1.70	1.30		65.85	4.02	4.31
		更新	-0.40	0.90		53.83	3.47	3.74
市場基準 ケース(%)	更新	(参考)非更新	-0.80	0.90		57.62	3.63	3.90
		(参考)更新	-0.40	0.90		53.83	3.47	3.74
	(参考)非更新	(参考)非更新	-0.80	0.90		57.62	3.63	3.90
		(参考)更新						

(参考)2017年度検証時

	外国資産 リスクプレミアム	賃金上昇率 前提	実質的な リターン	名目リターン	標準偏差 (正規分布)	下方確率 (正規分布)	条件付平均 不足率 (正規分布)	条件付平均 不足率 (経験分布)
経済中位 ケース(%)	更新	更新	2.12	4.42	12.24	43.08	8.98	10.28
		(参考)非更新	1.42	4.42		45.35	9.21	10.36
	(参考)非更新	(参考)更新	1.56	3.86		44.91	9.16	10.34
		(参考)非更新	0.86	3.86		47.20	9.40	10.43
		更新	2.30	3.70		42.52	8.92	10.27
市場基準 ケース(%)	更新	(参考)非更新	1.90	3.70		43.81	9.05	10.31
		(参考)更新	1.73	3.13		44.35	9.11	10.32
	(参考)非更新	(参考)非更新	1.33	3.13		45.65	9.24	10.37
		(参考)更新						

(参考)全額国内債券ポートフォリオの属性

経済中位 ケース(%)	更新	更新	-0.80	1.50	4.10	56.92	3.97	4.42
		(参考)非更新	-1.50	1.50		62.82	4.26	4.73
	(参考)非更新	(参考)更新	-0.80	1.50		56.92	3.97	4.42
		(参考)非更新	-1.50	1.50		62.82	4.26	4.73
		更新	-0.40	1.00		53.47	3.81	4.25
市場基準 ケース(%)	更新	(参考)非更新	-0.80	1.00		56.92	3.97	4.42
		(参考)更新	-0.40	1.00		53.47	3.81	4.25
	(参考)非更新	(参考)非更新	-0.80	1.00		56.92	3.97	4.42
		(参考)更新						

(参考)2016年度検証時

	外国資産 リスクプレミアム	賃金上昇率 前提	実質的な リターン	名目リターン	標準偏差 (正規分布)	下方確率 (正規分布)	条件付平均 不足率 (正規分布)	条件付平均 不足率 (経験分布)
経済中位 ケース(%)	更新	更新	1.87	4.57	12.23	43.91	9.06	10.45
		(参考)非更新	1.57	4.57		44.88	9.16	10.50
	(参考)非更新	(参考)更新	1.53	4.23		45.01	9.17	10.50
		(参考)非更新	1.23	4.23		45.99	9.27	10.55
		更新	1.94	3.54		43.66	9.03	10.45
市場基準 ケース(%)	更新	(参考)非更新	1.64	3.54		44.64	9.13	10.49
		(参考)更新	1.60	3.20		44.77	9.15	10.49
	(参考)非更新	(参考)非更新	1.30	3.20		45.74	9.25	10.53
		(参考)更新						

(参考)全額国内債券ポートフォリオの属性

経済中位 ケース(%)	更新	更新	-0.70	2.00	4.30	56.27	3.81	4.14
		(参考)非更新	-1.00	2.00		58.92	3.93	4.27
	(参考)非更新	(参考)更新	-0.70	2.00		56.27	3.81	4.14
		(参考)非更新	-1.00	2.00		58.92	3.93	4.27
		更新	-0.40	1.20		53.59	3.69	4.01
市場基準 ケース(%)	更新	(参考)非更新	-0.70	1.20		56.27	3.81	4.14
		(参考)更新	-0.40	1.20		53.59	3.69	4.01
	(参考)非更新	(参考)非更新	-0.70	1.20		56.27	3.81	4.14
		(参考)更新						

(参考)2015年度検証時

	外国資産 リスクプレミアム	実質的な リターン	名目リターン	標準偏差 (正規分布)	下方確率 (正規分布)	条件付平均 不足率 (正規分布)	条件付平均 不足率 (経験分布)
経済中位 ケース(%)	更新	1.87	4.57	12.39	43.94	9.13	10.81
	(参考)非更新	1.70	4.40		44.50	9.19	10.83
市場基準 ケース(%)	更新	1.89	3.79		43.87	9.13	10.81
	(参考)非更新	1.72	3.62		44.44	9.19	10.82

(参考)全額国内債券ポートフォリオの属性

経済中位ケース(%)	-0.40	2.30	4.20	53.76	3.53	4.10
市場基準ケース(%)	-0.40	1.50		53.76	3.53	4.10

(参考)策定時

	実質的な リターン	名目リターン	標準偏差 (正規分布)	下方確率 (正規分布)	条件付平均 不足率 (正規分布)	条件付平均 不足率 (経験分布)
経済中位ケース(%)	1.77	4.57	12.75	44.44	9.45	11.23
市場基準ケース(%)	1.98	4.08		43.78	9.38	11.19

(参考)全額国内債券ポートフォリオの属性

経済中位ケース(%)	-0.20	2.60	4.70	51.68	3.86	3.52
市場基準ケース(%)	-0.10	2.00		50.84	3.83	3.48

- (注1) 中期計画で定める運用目標は、実質的なリターンで1.7%を確保することですが、年金給付等に必要な短期資産を2%保有するとみなし、そのリターンの減少分を勘案すると、経済中位ケースで1.77%、市場基準ケースで1.76%を確保することが必要です。
- (注2) 「下方確率」は、名目リターンが名目賃金上昇率を下回る確率であり、「条件付平均不足率」は、名目リターンが名目賃金上昇率を下回る場合における平均的な不足率のことです。
- (注3) 「条件付平均不足率(経験分布)」は、株式等は想定よりも下振れ確率が大きい場合(いわゆる「テールリスク」)もあることを考慮し、正規分布に替えて、過去20年のデータ(経験分布)から一定の仮定を置いて乱数を発生させ計算したものです。

[4] 予定積立金額の確保

2039 年度末に予定積立金額（注 1）を確保できない確率（リスク）

	外国資産 リスクプレミアム	賃金上昇率 前提	キャッシュフ ロー※2	今回(2018年度) 検証時	(参考) 2017年度検証時	(参考) 2016年度検証時	(参考) 2015年度検証時	(参考) 策定時
経済中位 ケース(%)	更新	更新	更新	32	28	31	25	40
			(参考)非更新	24	25			
		(参考)非更新	(参考)更新	42	38	37		
			(参考)非更新	35	36			
	(参考)非更新	(参考)更新	(参考)更新	42	38	37	28	
			(参考)非更新	34	34			
		(参考)非更新	(参考)更新	53	49	43		
			(参考)非更新	47	46			
市場基準 ケース(%)	更新	更新	更新	31	28	23	17	25
			(参考)非更新	12	16			
		(参考)非更新	(参考)更新	30	27	26		
			(参考)非更新	15	20			
	(参考)非更新	(参考)更新	(参考)更新	39	36	28	22	
			(参考)非更新	19	22			
		(参考)非更新	(参考)更新	39	35	32		
			(参考)非更新	23	27			

(注 1) 策定時及び前々回-2015 年度検証時は厚生年金のみの積立金額であり、前回及び今回検証時-2016 年度検証以降は厚生年金に国民年金を加えた積立金額です。

(注 2) シミュレーションで用いるキャッシュフロー（厚生年金及び国民年金における収入と支出の差）については、従来通り、シミュレーション上で確率的に発生させる賃金・物価にかかわらず、財政検証上見込まれた固定のキャッシュフローを用いた試算（キャッシュフロー「非更新」）を行うとともに、新たに-2017 年度検証より、シミュレーション上の賃金・物価に応じてキャッシュフローを推定するモデルを導入し、推定されたキャッシュフローを用いた試算を行いましたっています（キャッシュフロー「更新」）。これにより、より整合性の高い推計ができるようになりました。

(注 3) [1] から [4] を含む詳細データについては、GPIF のホームページ (<http://www.gpif.go.jp/operation/last-years-results.html>) をご参照ください。

[6] 現在の基本ポートフォリオ策定について

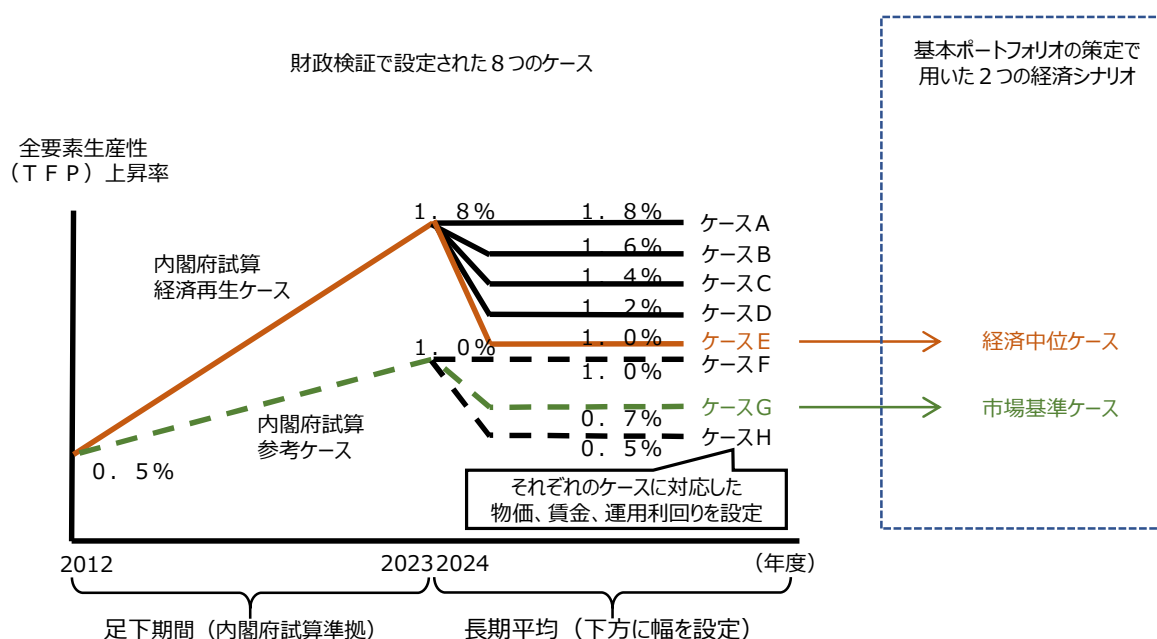
[1] 公的年金制度

日本の公的年金制度（厚生年金及び国民年金）は、現役世代の保険料を高齢者世代の年金給付に充てる世代間扶養の考え方を基本として運営されています。

一方で、日本の公的年金制度では、一定の積立金を保有しており、少子高齢化が進む中で、将来の現役世代の過重な負担を回避する観点から、この積立金を後世代の給付に充てていくための財政の枠組みが導入されています。（概ね100年間で財政均衡を図る方式として、財政均衡期間の終了時に給付費1年分程度の積立金を残して活用していくこととしています。）

[2] 財政検証

政府は少なくとも5年ごとに、財政の現況及び見通し（いわゆる「財政検証」）を作成し、年金財政の健全性を検証することとされています。直近の平成26年財政検証では、内閣府の「中長期の経済財政に関する試算」を参考にしつつ、長期的な経済状況を見通す上で重要となる全要素生産性上昇率を軸として幅広い複数のケースが設定されました。^(注)



(注) それぞれのケースの詳細については、厚生労働省の「国民年金及び厚生年金に係る財政の現況及び見通し—平成26年財政検証結果—」をご参照ください。

[3] 基本ポートフォリオの策定

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います。このため、公的年金運用では、各資産の期待収益率やリスクなどを考慮したうえで、積立金の基本となる資産構成割合（基本

ポートフォリオ)を定めています。

厚生労働大臣から示された中期目標^(注)では、積立金の運用目標について、次のことが定められました。

- ① 財政検証を踏まえ、保険給付に必要な流動性を確保しつつ、必要となる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)1.7%を最低限のリスクで確保すること。
- ② 基本ポートフォリオは、資産運用に関し一般に認められている専門的な知見や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設定すること。
- ③ 名目賃金上昇率からの下振れリスクが全額国内債券運用の場合を超えないこと。株式等は想定よりも下振れ確率が大きい場合があることも十分に考慮すること。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、リスクシナリオ等による検証について、より踏み込んだ複数のシナリオで実施するなど一層の充実を行うこと。

(注) 第2期(2010年度からの5カ年計画)。現在の基本ポートフォリオに関わる部分については、第2期の途中(2014年10月)で変更

GPIFでは、中期目標及び公表された財政検証の結果を踏まえ、以下の基本ポートフォリオ策定方針を立てました。

- I. 想定運用期間は25年間としました。財政計画上、積立金の継続的な取り崩しが予定される25年後以降の局面においては、流動性の確保に重点を置く必要があるなど、運用に求められる条件が現在と大きく異なると考えられるためです。
- II. 経済シナリオは、財政検証における最も高い実質的な運用利回りを前提とする「経済中位ケース」と、現在の市場に織り込まれた将来の金利水準を前提とする「市場基準ケース」の二つを想定しました。両ケースとも、フォワードルッキングなリスク分析を踏まえ、足下から向こう10年間の金利上昇シナリオを想定しました。
- III. リスク制約は、運用利回りが名目賃金上昇率を下回るリスクが全額国内債券運用の場合を超えないこととしたほか、賃金上昇率を下回った場合の平均的な不足率をリスク尺度としました。また、基本ポートフォリオで運用した場合に、想定運用期間の最終年度において年金財政が予定している積立金額を下回る可能性の大きさも評価することとしました。
- IV. 目標となる実質的な運用利回りは、年金給付等に必要な短期資産によるリターンの減少分を勘案し、経済中位ケースで1.77%、市場基準ケースで1.76%としました。

GPIFでは、デフレ脱却など、長期的に経済・運用環境が変化し、物価・賃金の上昇が想定される中で、従来の国内債券中心のポートフォリオでは、年金財政上必要な運用利回りを達成することは困難と判断しました。

以上の状況を踏まえ、長期的な経済環境の変化を念頭に、必要な積立金を確保しつつ、目標となる実質的な運用利回りを満たし、かつ、最もリスクの小さいポートフォリオとして現在の基本ポートフォリオが選定されました。

この基本ポートフォリオは、GPIFの運用委員会及びその下に設けられた検討作業班において詳細な検討を行い、議決を経た上で、決定しました。

(2014年9月以前)

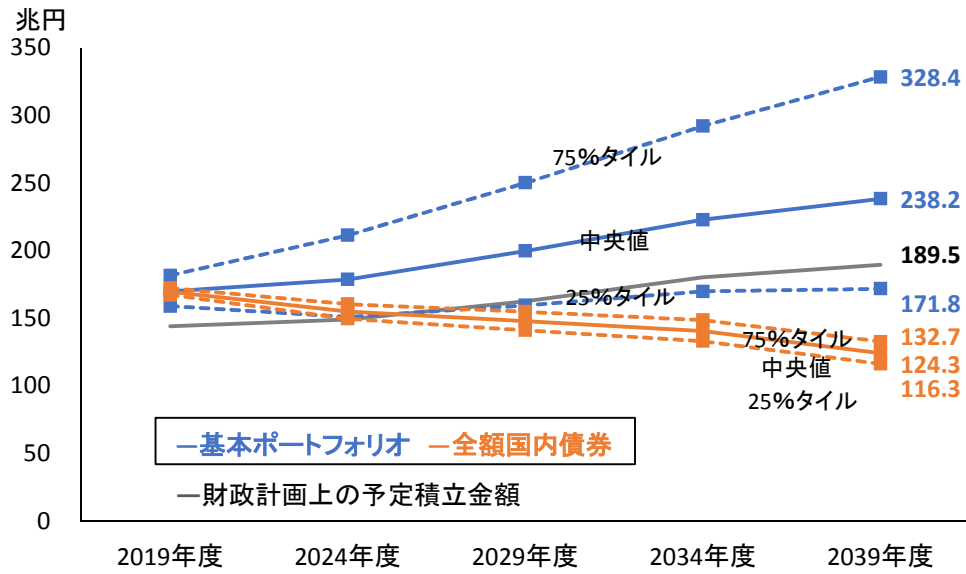
	国内債券	国内株式	外国債券	外国株式	短期資産
資産構成割合	60%	12%	11%	12%	5%
乖離許容幅	±8%	±6%	±5%	±5%	—



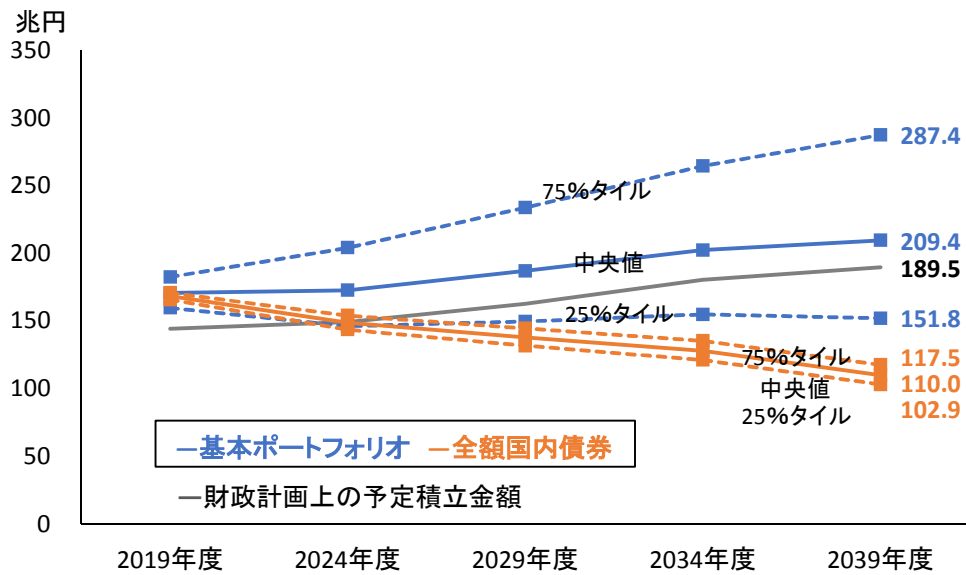
(2014年10月以後)

	国内債券	国内株式	外国債券	外国株式
資産構成割合	35%	25%	15%	25%
乖離許容幅	±10%	±9%	±4%	±8%

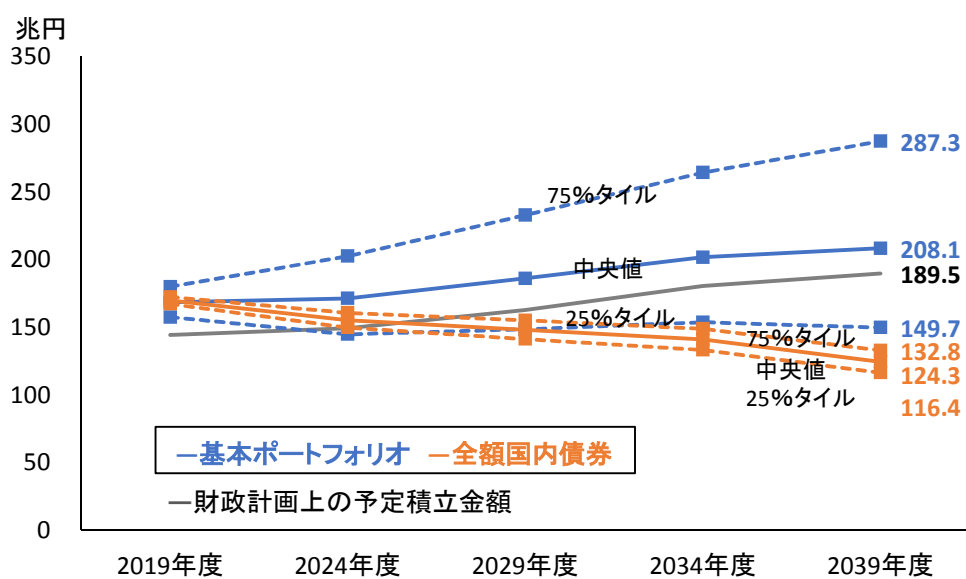
積立金見込み（経済中位ケース・外国資産リスクプレミアム更新・賃金上昇率更新・キャッシュフロー更新）



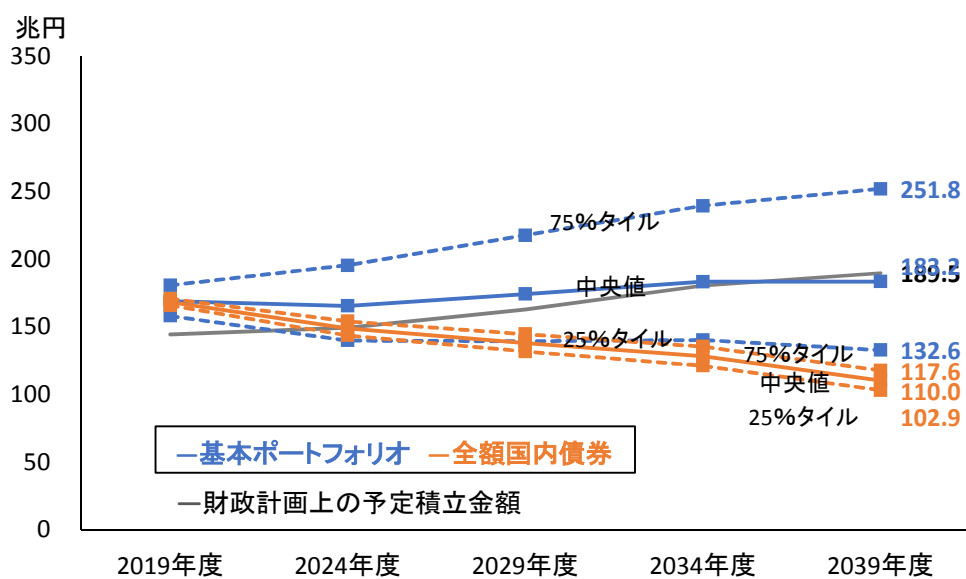
積立金見込み（経済中位ケース・外国資産リスクプレミアム更新・賃金上昇率非更新・キャッシュフロー更新）



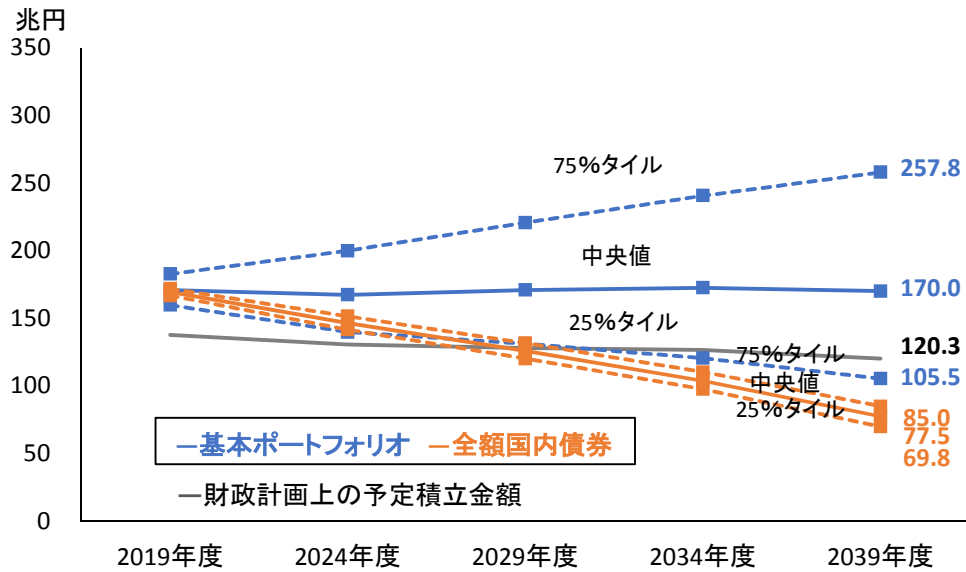
積立金見込み（経済中位ケース・外国資産リスクプレミアム非更新・賃金上昇率更新・キャッシュフロー更新）



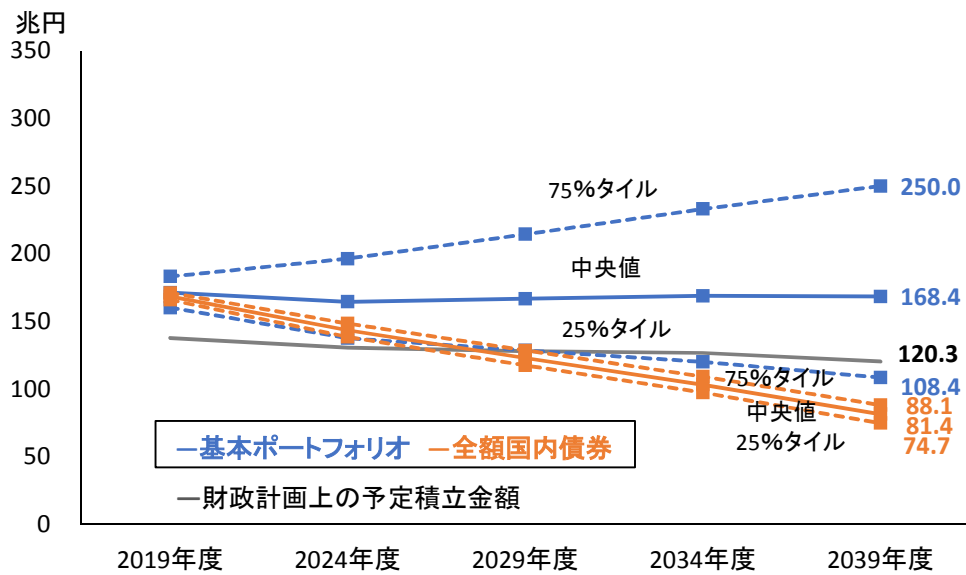
積立金見込み（経済中位ケース・外国資産リスクプレミアム非更新・賃金上昇率非更新・キャッシュフロー更新）



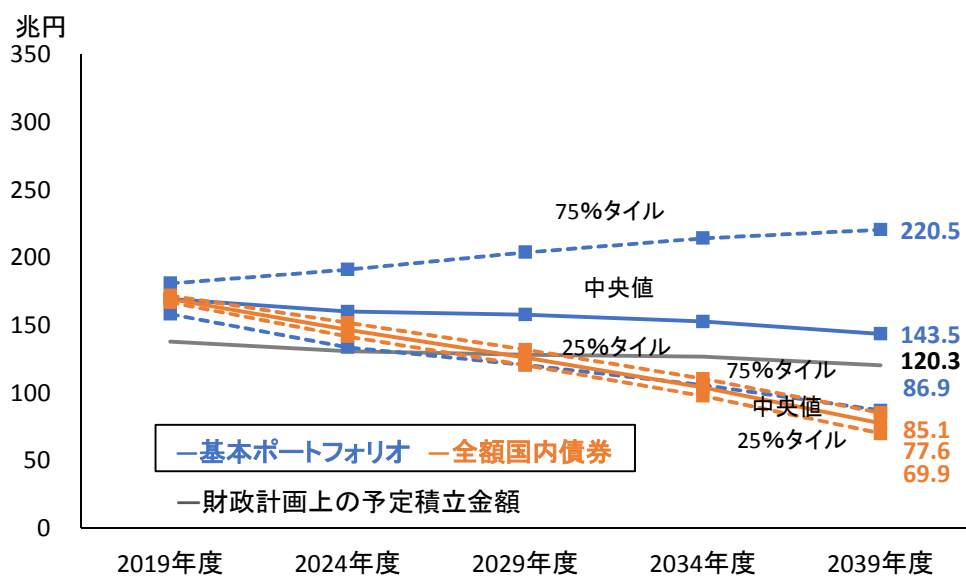
積立金見込み（市場基準ケース・外国資産リスクプレミアム更新・賃金上昇率更新・キャッシュフロー更新）



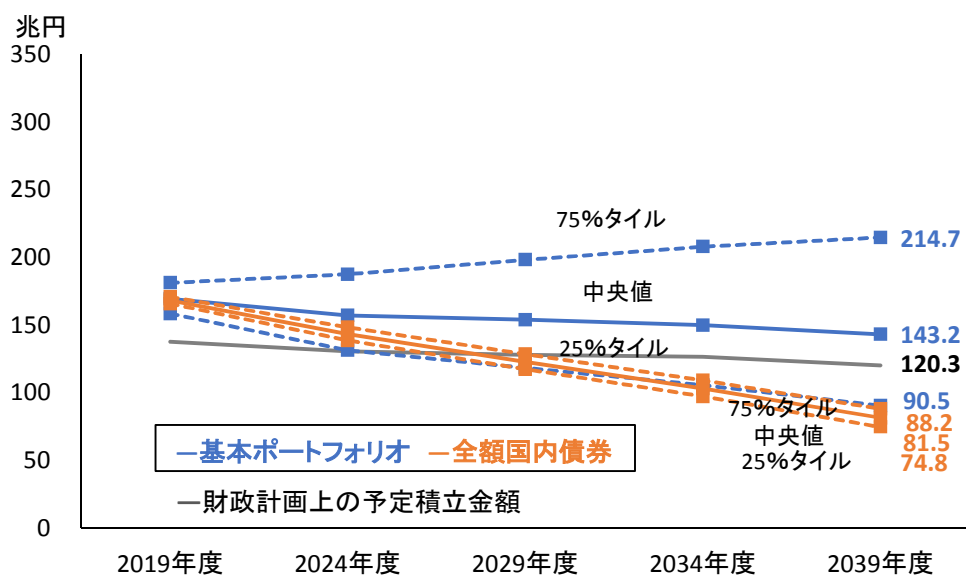
積立金見込み（市場基準ケース・外国資産リスクプレミアム更新・賃金上昇率非更新・キャッシュフロー更新）



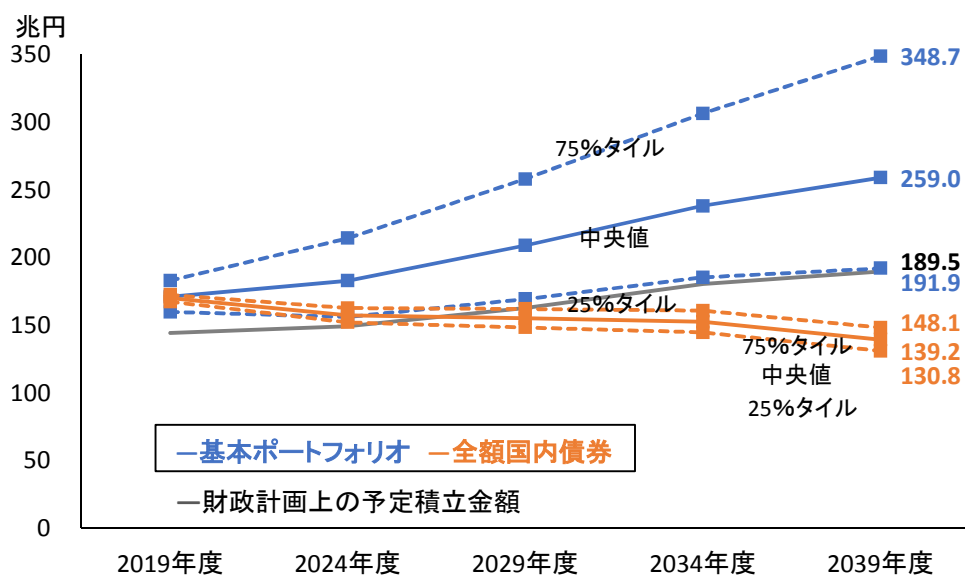
積立金見込み（市場基準ケース・外国資産リスクプレミアム非更新・賃金上昇率更新・キャッシュフロー更新）



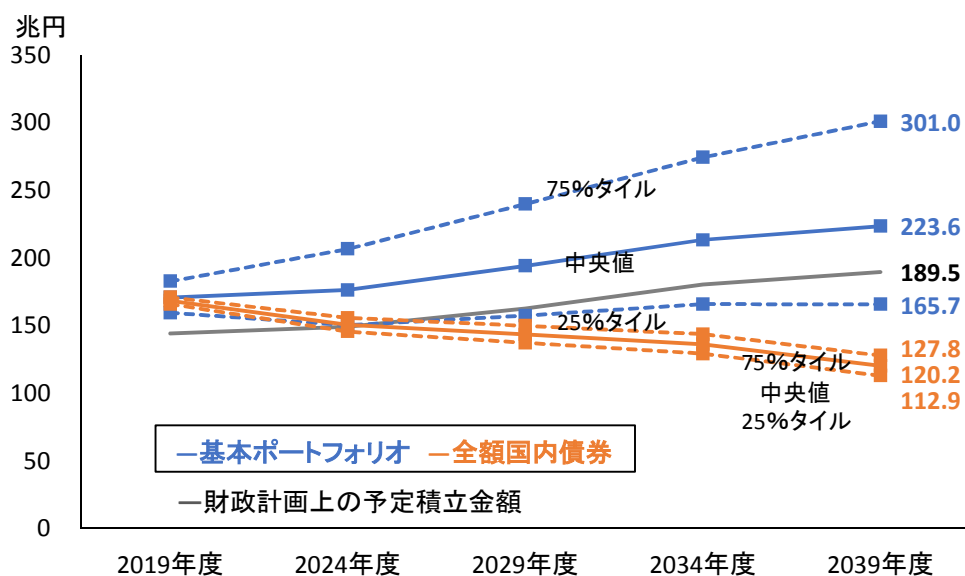
積立金見込み（市場基準ケース・外国資産リスクプレミアム非更新・賃金上昇率非更新・キャッシュフロー更新）



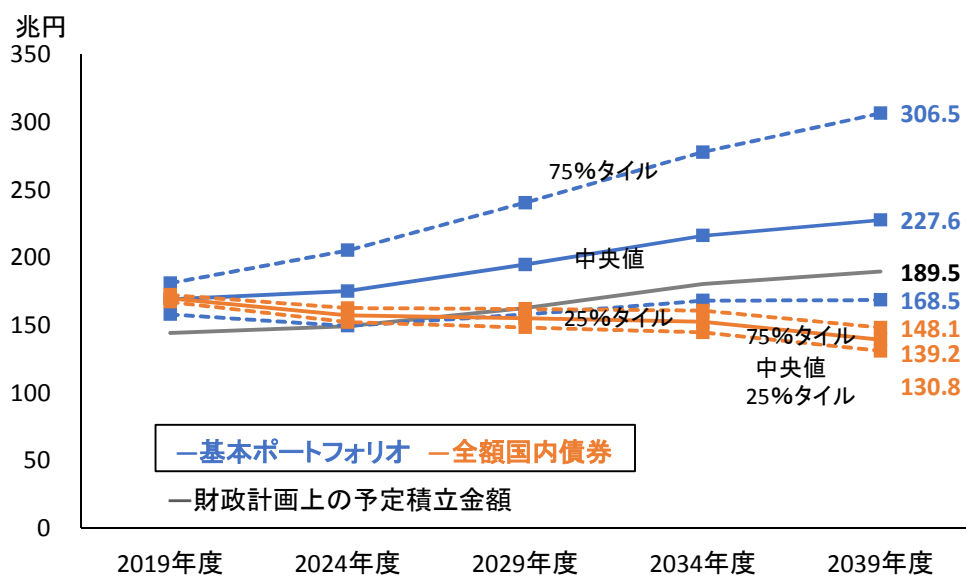
積立金見込み（経済中位ケース・外国資産リスクプレミアム更新・賃金上昇率更新・キャッシュフロー非更新）



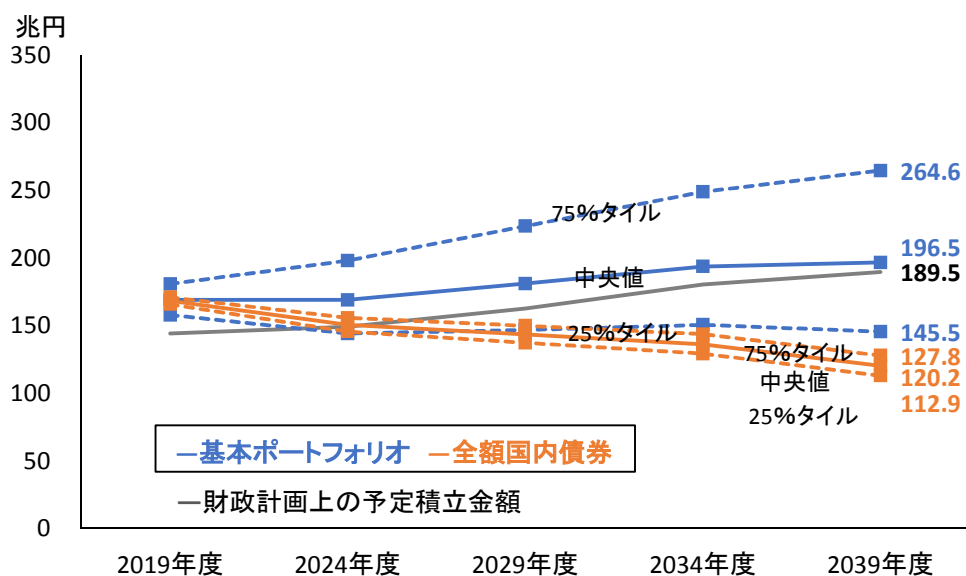
積立金見込み（経済中位ケース・外国資産リスクプレミアム更新・賃金上昇率非更新・キャッシュフロー非更新）



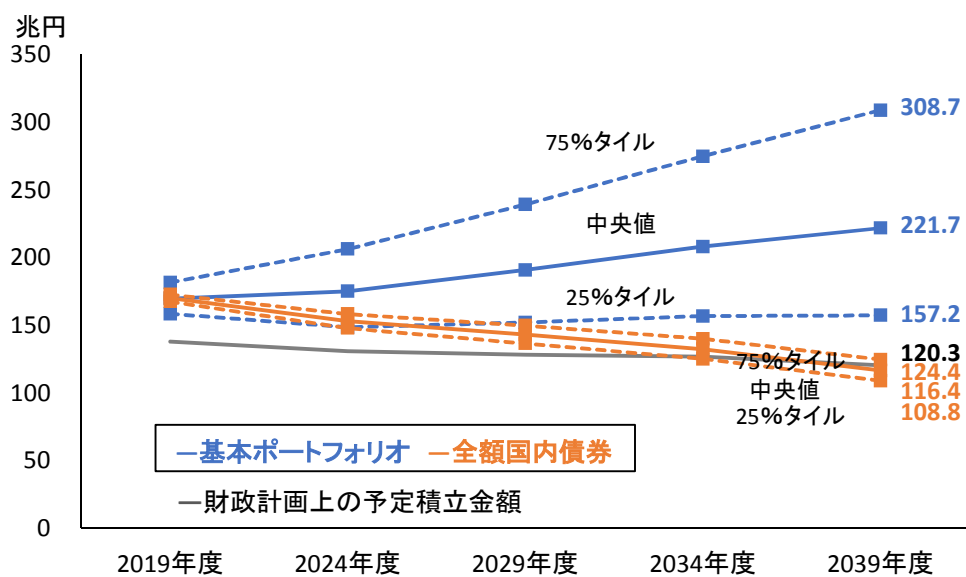
積立金見込み（経済中位ケース・外国資産リスクプレミアム非更新・賃金上昇率更新・キャッシュフロー非更新）



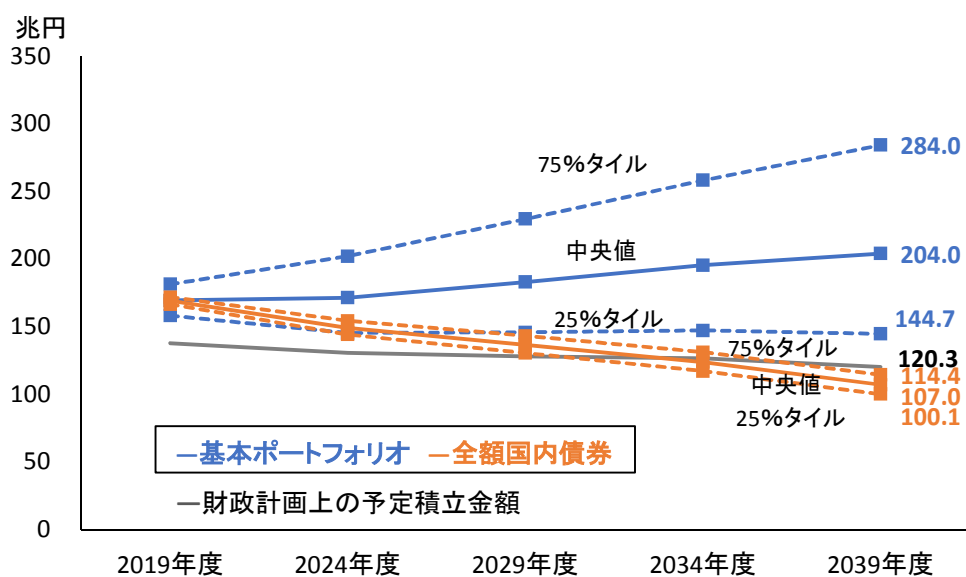
積立金見込み（経済中位ケース・外国資産リスクプレミアム非更新・賃金上昇率非更新・キャッシュフロー非更新）



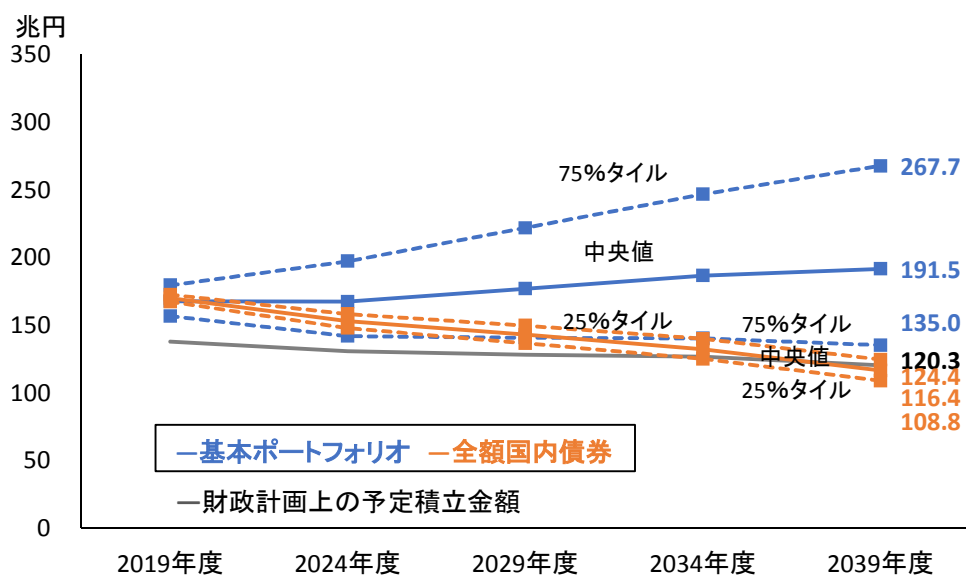
積立金見込み（市場基準ケース・外国資産リスクプレミアム更新・賃金上昇率更新・キャッシュフロー非更新）



積立金見込み（市場基準ケース・外国資産リスクプレミアム更新・賃金上昇率非更新・キャッシュフロー非更新）



積立金見込み（市場基準ケース・外国資産リスクプレミアム非更新・賃金上昇率更新・キャッシュフロー非更新）



積立金見込み（市場基準ケース・外国資産リスクプレミアム非更新・賃金上昇率非更新・キャッシュフロー非更新）

