

基本ポートフォリオの定期検証について

1. 平成 29 年度の検証について

- 基本ポートフォリオの検証は、中期計画に基づき毎年度実施することとされ、現状の運用環境を含む経済諸条件が、基本ポートフォリオ策定時と異なっているか検証することとしている。
- 平成 29 年度の検証では、「2. 検討事項」に示すように、現行基本ポートフォリオの実質的な運用利回りが目標利回り（1.7%）を達成しているか等を評価した。その結果、現行基本ポートフォリオは、目標利回りを概ね満たしており、基本ポートフォリオは効率的であるとの結論を得た。

2. 検討事項

実質的な運用利回りは、ポートフォリオの「名目運用利回り」と「名目賃金上昇率」の差として求められる。

- 名目運用利回り：マイナス金利政策等で金利は依然低位にあり、内閣府の足元の金利見通し（「中長期の経済財政に関する試算」：平成 30 年 1 月 23 日経済財政諮問会議提出）でも、基本ポートフォリオ策定時および前回検証時に比べ下方シフトしている。これによって、国内債券の名目運用利回りが低下する他、国内株式・外国債券・外国株式の名目運用利回りのベースとなる国内短期金利の部分が低下することとなる。その一方外貨資産のリスクプレミアムは上昇している。この結果、ポートフォリオの名目運用利回りは、前回検証時と比較して、経済中位ケースでやや低下、市場基準ケースでやや上昇する（「別紙」表 3 参照）。

- 名目賃金上昇率：直近の水準は足踏み状態にあるものの、平成 26 年財政検証での名目賃金上昇率シナリオを参照しているため、結果として高止りしている。

この結果、前回検証時と同様、ポートフォリオの実質的な運用利回りに低下圧力がかかる形となる。

- 前回検証に引き続き、足元の名目賃金上昇率シナリオを当法人で推計した。推計した賃金上昇率を用い、外貨建て資産のリスクプレミアムの更新を含めて、基本ポートフォリオの実質的な運用利回りを複数パターンで算出した（「別紙」参照）。

3. 結果

実質的な運用利回りの確保、ポートフォリオ効率性、流動性の確保について、基本ポートフォリオの妥当性を検証した。

① 実質的な運用利回りの確保

- 経済中位ケースは財政検証のケースE、市場基準ケースは直近のインプライドフォワードレートを踏まえ、ケースHとした。
- 名目賃金上昇率シナリオ、外貨建て資産リスクプレミアムのシナリオ等により 目標利回り達成、未達成のケースが並存（但し、現状の市場金利は日銀の金融政策の影響が極めて大きく、今回の結果を、基本ポートフォリオの長期的な見通しと見做すべきか慎重に判断する必要がある）。

（表1）基本ポートフォリオのシナリオ別期待リターン

経済中位ケース

シナリオ ラベル	外貨建て資産 リスクプレミアム	足元賃金上昇率 シナリオ	実質的リターン			
			(参考) 前回	(参考) 前々回	(参考) 策定時	目標
Ea0	更新(a)	更新せず(0)	1.42%	1.57%	1.87%	1.77%
Ea1		更新(1)	2.12%	1.87%	—	
Eb0	(参考) 更新せず(b)	更新せず(0)	0.86%	1.23%	1.70%	
Eb1		更新(1)	1.56%	1.53%	—	

市場基準ケース

シナリオ ラベル	外貨建て資産 リスクプレミアム	足元賃金上昇率 シナリオ	実質的リターン				
			(参考) 前回	(参考) 前々回	(参考) 策定時	目標	
Ha0	更新(a)	更新せず(0)	1.90%	1.64%	1.89%	1.98%	1.76%
Ha1		更新(1)	2.30%	1.94%	—		
Hb0	(参考) 更新せず(b)	更新せず(0)	1.33%	1.30%	1.72%		
Hb1		更新(1)	1.73%	1.60%	—		

②ポートフォリオの効率性

- ポートフォリオの期待リターンが賃金上昇率を下回る確率（下方確率）は、正規分布・経験分布とも、全額国内債券を下回っている。なお、ポートフォリオの条件付き期待平均不足率は策定時より小さくなっているが、これはポートフォリオの実質的リターンは策定時より低くなっているものの、各資産の標準偏差も小さくなっていることが主因である。
- シナリオごとの効率的曲線と基本ポートフォリオの関係を計算した（「グラフ集」図 10 参照）。いずれのケースにおいても、基本ポートフォリオは概ね効率的曲線の近傍に位置しており、効率性に問題はないと考えられる。
- 以上から、現行基本ポートフォリオは 引き続き高い効率性がある と言える。

（表2）正規分布
＜今回＞

シナリオ ラベル	経済 シナリオ	外貨建て資産 リスクプレミアム	賃金上昇率 シナリオ	条件付き 平均不足率		下方確率		標準偏差	
				基本ポート	国内債券	基本ポート	国内債券	基本ポート	国内債券
Ea0	経済中位 ケース(E)	更新(a) (参考) 更新せず(b)	更新せず(0)	9.21%	4.26%	45.35%	62.82%	12.24%	4.10%
Ea1			更新(1)	8.98%	3.97%	43.08%	56.92%		
Eb0			更新せず(0)	9.40%	4.26%	47.20%	62.82%		
Eb1			更新(1)	9.16%	3.97%	44.91%	56.92%		
Ha0	市場基準 ケース(H)	更新(a) (参考) 更新せず(b)	更新せず(0)	9.05%	3.97%	43.81%	56.92%		
Ha1			更新(1)	8.92%	3.81%	42.52%	53.47%		
Hb0			更新せず(0)	9.24%	3.97%	45.65%	56.92%		
Hb1			更新(1)	9.11%	3.81%	44.35%	53.47%		

＜策定時＞

経済 シナリオ	条件付き 平均不足率		下方確率		標準偏差	
	基本ポート	国内債券	基本ポート	国内債券	基本ポート	国内債券
経済中位ケース	9.45%	3.86%	44.44%	51.68%	12.75%	4.70%
市場基準ケース	9.38%	3.83%	43.78%	50.84%		

（表3）経験分布
＜今回＞

シナリオ ラベル	経済 シナリオ	外貨建て資産 リスクプレミアム	賃金上昇率 シナリオ	条件付き 平均不足率		下方確率		標準偏差	
				基本ポート	国内債券	基本ポート	国内債券	基本ポート	国内債券
Ea0	経済中位 ケース(E)	更新(a) (参考) 更新せず(b)	更新せず(0)	10.36%	4.73%	41.36%	62.59%	13.02%	5.33%
Ea1			更新(1)	10.28%	4.42%	38.92%	57.44%	13.02%	5.33%
Eb0			更新せず(0)	10.43%	4.73%	43.35%	62.59%	13.02%	5.33%
Eb1			更新(1)	10.34%	4.42%	40.88%	57.44%	13.02%	5.33%
Ha0	市場基準 ケース(H)	更新(a) (参考) 更新せず(b)	更新せず(0)	10.31%	4.42%	39.70%	57.44%	13.02%	5.33%
Ha1			更新(1)	10.27%	4.25%	38.32%	54.41%	13.02%	5.33%
Hb0			更新せず(0)	10.37%	4.42%	41.67%	57.44%	13.02%	5.33%
Hb1			更新(1)	10.32%	4.25%	40.27%	54.41%	13.02%	5.33%

＜策定時＞

経済 シナリオ	条件付き 平均不足率		下方確率		標準偏差	
	基本ポート	国内債券	基本ポート	国内債券	基本ポート	国内債券
経済中位ケース	11.23%	3.52%	41.90%	57.98%	14.29%	5.27%
市場基準ケース	11.19%	3.48%	41.26%	57.03%	14.30%	5.27%

③流動性についての検証

- 前回検証時と同じく、現行基本ポートフォリオは、流動性の低い証券（オルタナティブ資産・社債・小型株等）の占める割合は非常に低く、また年金給付のためのキャッシュアウト等対応ファンドは十分な流動性を確保している。

（表 4）

＜キャッシュアウトの見通し及び実績＞

（兆円）

		平成26年度 (2014)	平成27年度 (2015)	平成28年度 (2016)	平成29年度 (2017)	平成30年度 (2018)	平成31年度 (2019)	平成32年度 (2020)	平成33年度 (2021)	平成34年度 (2022)	平成35年度 (2023)	平成36年度 (2024)
財政検証※1	ケースE	-5.6	-5.4	-4.8	-4.1	-3.2	-2.4	-1.7	-1.3	-0.7	0.1	0.4
	ケースG	-6.0	-6.1	-5.7	-5.0	-4.5	-3.9	-3.4	-3.1	-2.6	-2.1	-1.8
	ケースH	-7.1	-7.1	-6.7	-5.9	-5.3	-4.6	-4.0	-3.7	-3.1	-2.4	-2.3
実績推計※2		-4.4	-3.7	-2.6	-	-	-	-	-	-	-	-
（参考）当法人におけるキャッシュアウトの実績※3		-4.4	2.6	2.3	1.4	-	-	-	-	-	-	-
（参考）解散厚生年金基金の代行返上額		2.1	4.7	4.4	-	-	-	-	-	-	-	-

○ 当法人の保有時価総額について、キャッシュアウトファンド15.4兆円、短期資産ファンド7.8兆円（平成30年3月15日時点）となっている。

※1 「平成26年財政検証」（厚生労働省）の結果を用い、「運用収入以外の収入」－「支出」を計算したもの（旧厚生年金＋国民年金）。

※2 「厚生年金（国民年金）財政状況報告」（厚生労働省）に記載の実績推計（実績を財政検証ベースに補正したもの）を用いて、財政検証のキャッシュアウト（※1）と比較が可能な数値を計算したもの。

※3 当法人における「新規寄託金－寄託金償還－国庫納付」の実績。

- 「財政検証※1」は、平成26年財政検証で見込まれている制度全体に対する資金の出入りを示す一方で、「（参考）当法人におけるキャッシュアウトの実績※3」は、当法人の運用資産に対する資金の出入りを示している。
- 「財政検証※1」と「（参考）当法人におけるキャッシュアウトの実績※3」の差の要因としては、財政検証での見込みと実績の差異や、解散厚生年金基金の代行返上などが考えられる。このため、今回の検証においては、「実績推計※2」及び「（参考）解散厚生年金基金の代行返上額」を追加掲載した。

4. 予定積立金額の確保の評価

- 年金財政が予定している積立金を確保できないリスクを評価するため、2017（平成 29）年度末の推定積立金を起点に、基本ポートフォリオで運用した場合についての積立金推移の分布を調べるシミュレーションを行った（「付属」参照）。
- 予定積立金額を下回る可能性は、従来通り賃金・物価の変動にかかわらず固定のキャッシュフローを使用する場合と賃金・物価の変動に応じて変動するキャッシュフローを使用する場合のいずれにおいても、大きいとは認められなかった。

（表5）ケースごとの積立金を下回る確率

	外国資産 リスクプレミアム	賃金上昇率 前提	今回		③前回 (CF固定)	④策定時 (CF固定)
			①CF推定モ デルを使用	②CF固定		
経済中位 ケース	更新	更新	28%	25%	31%	40%
		非更新	38%	36%	37%	
	非更新	更新	37%	34%	37%	
		非更新	48%	46%	43%	
市場基準 ケース	更新	更新	27%	16%	23%	25%
		非更新	26%	20%	26%	
	非更新	更新	35%	22%	28%	
		非更新	35%	27%	32%	

5. 今回検証のまとめ

- 運用利回りについては、シナリオにより目標を下回る可能性がある。
- 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る。

6. 今後の予定

本件については、業務概況書により公表予定（7月発行）。なお、業務概況書の記載内容については、別途経営委員会にて検討の予定。

以上