

地方公務員共済組合の 基本ポートフォリオの見直し

令和7年3月

厚生年金保険給付

基本ポートフォリオの見直し

- 令和7年3月24日に「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)が改正され、積立金の運用目標について、積立金の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をいう。)1.9%とするなどとされました。
- これを踏まえ、管理運用主体(GPIF、国家公務員共済組合連合会、地方公務員共済組合連合会(地共連)及び日本私立学校振興・共済事業団)は、共同して積立金の資産の構成の目標(モデルポートフォリオ)の見直しを行いました。
- 地共連では、モデルポートフォリオを参酌して、地方公務員共済(地共済)全体の基本ポートフォリオ(※)を見直すとともに、これに適合するように地共連の基本ポートフォリオの見直しを行いました。

※「基本ポートフォリオ」

- ・ 基本ポートフォリオとは、必要となる運用利回りを最低限のリスクで確保するように、長期的な観点から定めた積立金の資産構成割合を言います。
- ・ 地共済の各組合等及び地共連では、厚生年金保険給付に係る積立金の運用について、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ため、リスク・リターン等の特性が異なる複数の資産への分散投資をベースとした基本ポートフォリオを策定し、これを基軸とした運用を行っています。

見直し後の基本ポートフォリオ(令和7年度～)

地共済全体

(変更前)

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



(変更後)

	国内債券	国内株式	外国債券	外国株式
資産構成割合	25%	25%	25%	25%
許容乖離幅	±20%	<u>±9%</u>	<u>±7%</u>	<u>±9%</u>

地共連

(変更前)

	国内債券	国内株式	外国債券	外国株式
資産構成割合	25%	25%	25%	25%
許容乖離幅	±10%	±12%	±9%	±11%



(変更後)

	国内債券	国内株式	外国債券	外国株式
資産構成割合	25%	25%	25%	25%
許容乖離幅	<u>±9%</u>	<u>±9%</u>	<u>±7%</u>	<u>±9%</u>

經過的長期給付

基本ポートフォリオの見直し

- 経過的長期給付は、被用者年金一元化に際し仕分けられた旧職域部分の年金です。
- 経過的長期給付制度は、新たな掛金収入のない閉鎖的の年金ですが、受給者への給付は今後も長期に渡って継続するものであることから、受給者となる組合員の利益のために、厚生年金保険給付に係る積立金と同様に経過的長期給付に係る積立金についても、長期的な観点から安全かつ効率的に行う必要があります。
- 令和7年度以降の経過的長期給付に係る積立金の運用については、制度を所管する総務省からの通知を踏まえ、厚生年金保険給付に係る積立金の運用と同じ運用目標(実質的な運用利回り1.9%を最低限のリスクで確保する)とされました。
- 地共連では、これを踏まえ、地方公務員共済(地共済)全体の基本ポートフォリオを見直すとともに、これに適合するように地共連の基本ポートフォリオの見直しを行いました。
- なお、令和6年に実施された経過的長期給付に係る財政の現況及び見通しにおける経済シナリオは、厚生年金保険給付に係る令和6年財政検証と同様としていることや運用目標が同じであることを踏まえ、基本ポートフォリオ見直しの前提条件についても、厚生年金保険給付に係る積立金と同様としました。

見直し後の基本ポートフォリオ(令和7年度～)

地共済全体

(変更前)

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



(変更後)

	国内債券	国内株式	外国債券	外国株式
資産構成割合	25%	25%	25%	25%
許容乖離幅	±9%	±9%	±7%	±9%

地共連

(変更前)

	国内債券	国内株式	外国債券	外国株式
資産構成割合	25%	25%	25%	25%
許容乖離幅	±10%	±12%	±9%	±11%



(変更後)

	国内債券	国内株式	外国債券	外国株式
資産構成割合	25%	25%	25%	25%
許容乖離幅	±9%	±9%	±7%	±9%

参考

基本ポートフォリオ見直しの前提条件(1)

○ 基本ポートフォリオの見直しに際して、前提条件は以下のとおりとしました。

運用目標等

- ▶ **運用目標**は、積立金の実質的な運用利回り1.9%(従前は1.7%)を最低限のリスクで確保することとする。
- ▶ **リスク制約**は、名目賃金上昇率からの下振れリスク(下方確率)が全額国内債券の場合を超えないこととするとともに、リターンが名目賃金上昇率を下回る時の平均的な不足率が最も小さいポートフォリオとする。

資産区分

- ▶ **資産区分**は、従前どおり国内債券、国内株式、外国債券、外国株式の4資産区分とし、各資産の政策ベンチマークは下表のとおりとする。
- ▶ **オルタナティブ資産**(インフラストラクチャー、プライベートエクイティ、不動産等の非伝統的資産)は、独立した資産区分とはせず、リスク・リターン等の特性に応じて国内債券、国内株式、外国債券又は外国株式に区分する。なお、オルタナティブ資産への投資については、資産全体の5%を上限とする。(※)

※ 厚生年金保険給付に限る。

資産区分	政策ベンチマーク
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)
外国株式	MSCI ACWI(除く日本、円ベース、配当込み、税考慮前)

基本ポートフォリオ見直しの前提条件(2)

リスク・相関係数

- ▶ 各資産の**リスク(標準偏差)**は、過去30年間のベンチマークデータを基に、月次リターン用いて推計する。また、月次リターンは開始日によってブレがあるため、開始日をずらして算出したものの平均を用いる。
- ▶ **相関係数**の推計に当たっては、賃金上昇率と株価指数の相関にはラグがあることを考慮する。

【リスク】

	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	2.59%	19.20%	9.72%	20.35%	0.92%

【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	1.000	▲0.254	0.072	▲0.123	▲0.105
国内株式	▲0.254	1.000	0.270	0.690	0.523
外国債券	0.072	0.270	1.000	0.558	0.197
外国株式	▲0.123	0.690	0.558	1.000	0.614
賃金上昇率	▲0.105	0.523	0.197	0.614	1.000

基本ポートフォリオ見直しの前提条件(3)

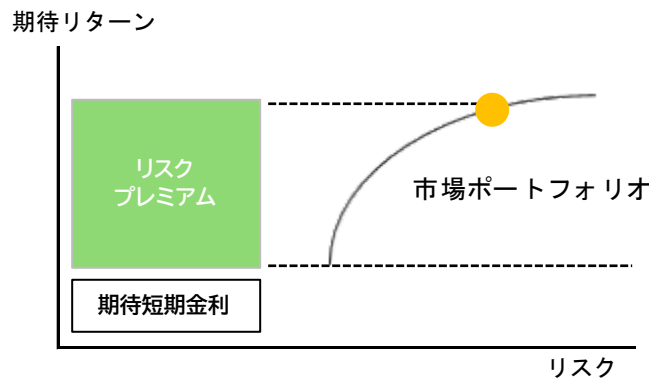
期待リターン

- ▶ 各資産の期待リターンの推計に当たっては、令和2年度の見直し時と同様に、複数の手法を組み合わせることで期待リターンの推計の精度の向上を図ることとし、均衡収益率とビルディングブロック法の手法を混合することで期待リターンを設定する。

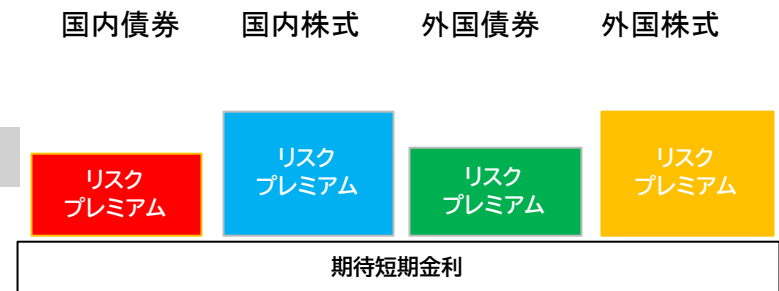
※ 均衡収益率: マーケットポートフォリオが最適であると想定し、市場の時価総額やリスク・相関係数から逆算した期待リターン

※ ビルディングブロック法: 各資産の期待リターンを「期待短期金利」と「リスクプレミアム」に分解し、それぞれの要素について将来の期待値を求めて積み上げることにより、期待リターンを推計する方法

均衡収益率による推計イメージ



ビルディングブロック法による推計イメージ



混合

【期待リターンの例】

国内債券	国内株式	外国債券	外国株式	名目賃金上昇率
0.5%	4.8%	2.2%	5.4%	1.3%

※ 厚生年金保険給付に係る令和6年財政検証で示された経済シナリオのうち「過去30年投影ケース」の場合

※ 期待短期金利は0.2%と設定

基本ポートフォリオの属性

- 推計した期待リターン等を用いて、運用目標である実質的な運用利回り1.9%を満たす最適なポートフォリオを選定し、基本ポートフォリオは、これを丸めて5%刻みの資産構成割合としました。
- 設定した基本ポートフォリオの属性は下表のとおりとなり、必要な運用利回りを確保でき、リスク制約である下方確率が全額国内債券の場合を超えないものとなりました。

(変更後の基本ポートフォリオ)

実質的な期待リターン	標準偏差	下方確率	条件付き平均不足率
1.9%	10.2%	42.3%	7.2%

(全額国内債券のポートフォリオとした場合)

実質的な期待リターン	標準偏差	下方確率	条件付き平均不足率
▲0.8%	2.6%	60.8%	2.6%

(参考:変更前の基本ポートフォリオ)※令和元年度検討時の推計値

実質的な期待リターン	標準偏差	下方確率	条件付き平均不足率
1.7%	12.3%	44.4%	9.2%

※ 下方確率:ポートフォリオのリターンが、名目賃金上昇率を下回る確率

※ 条件付き平均不足率:ポートフォリオのリターンが名目賃金上昇率を下回るときの平均不足率

経済シナリオごとの期待リターン

- 基本ポートフォリオ見直しに際しては、厚生年金保険給付に係る令和6年財政検証で示された4つの経済シナリオの全てについて、期待リターンを推計しました。
- いずれの経済シナリオの場合でも、運用目標である実質的な運用利回り1.9%を確保できる基本ポートフォリオとなっていることを確認しています。

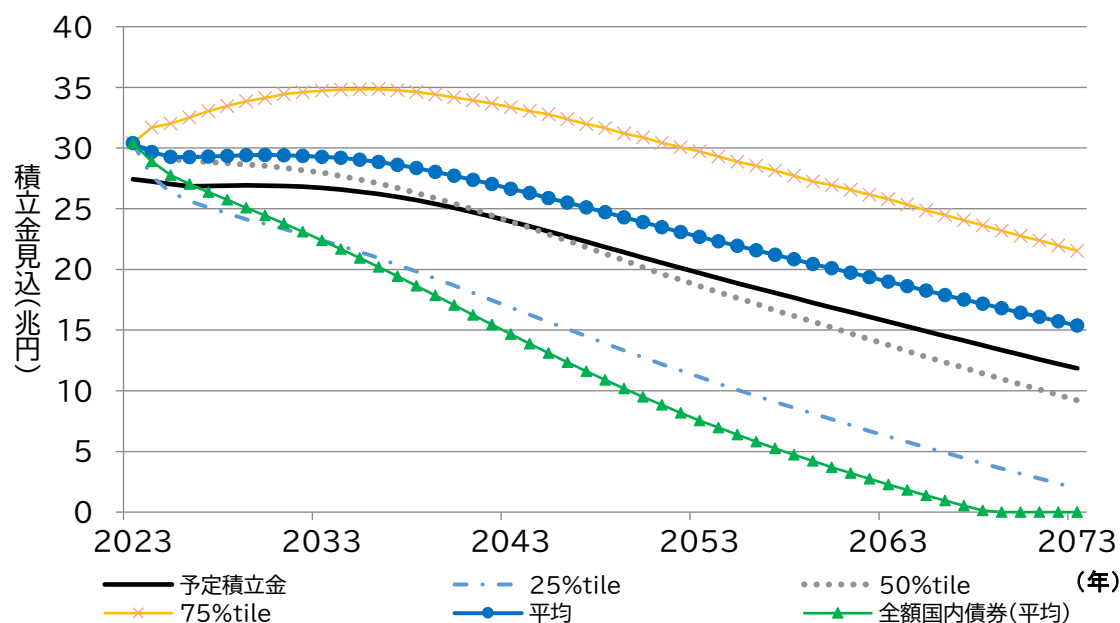
	物価 上昇率	実質賃金 上昇率	名目賃金 上昇率	期待 短期金利	各資産の期待リターン(名目値)				ポートフォリオ の実質的な 期待リターン (括弧内は名目値)
					国内 債券	国内 株式	外国 債券	外国 株式	
高成長実現 ケース	2.0%	2.0%	4.0%	3.0%	3.3%	7.5%	4.9%	8.2%	2.0% (6.0%)
成長型経済 移行・継続 ケース	2.0%	1.5%	3.5%	2.5%	2.8%	7.0%	4.4%	7.7%	2.0% (5.5%)
過去30年 投影ケース	0.8%	0.5%	1.3%	0.2%	0.5%	4.8%	2.2%	5.4%	1.9% (3.2%)
1人当たり ゼロ成長 ケース	0.4%	0.1%	0.5%	-0.4%	-0.1%	4.2%	1.6%	4.8%	2.1% (2.6%)

※ 期待短期金利については、高成長実現ケース、成長型経済移行・継続ケースでは直近のインプライドフォワードレートを、過去30年投影ケースでは過去30年の短期金利の平均値を、1人当たりゼロ成長ケースでは歴史的に最も低い金利水準を踏まえて設定

※実質賃金上昇率は、名目賃金上昇率から、物価上昇率を控除して計算。

基本ポートフォリオのリスク検証(厚生年金保険給付)

- 基本ポートフォリオの検討にあたり、地共連では、変更後の基本ポートフォリオで運用した場合の積立金の将来推計を行い、厚生年金保険給付に係る令和6年財政検証上の予定積立金(過去30年投影ケース、地共済全体)との比較を行いました。
- この結果、変更後の基本ポートフォリオで運用した場合の積立金の平均値は、財政検証上の予定積立金を上回る結果となりました。一方、全額国内債券で運用した場合は、予定積立金を下回る傾向となっています。



【予定積立金を下回るリスク(確率)】

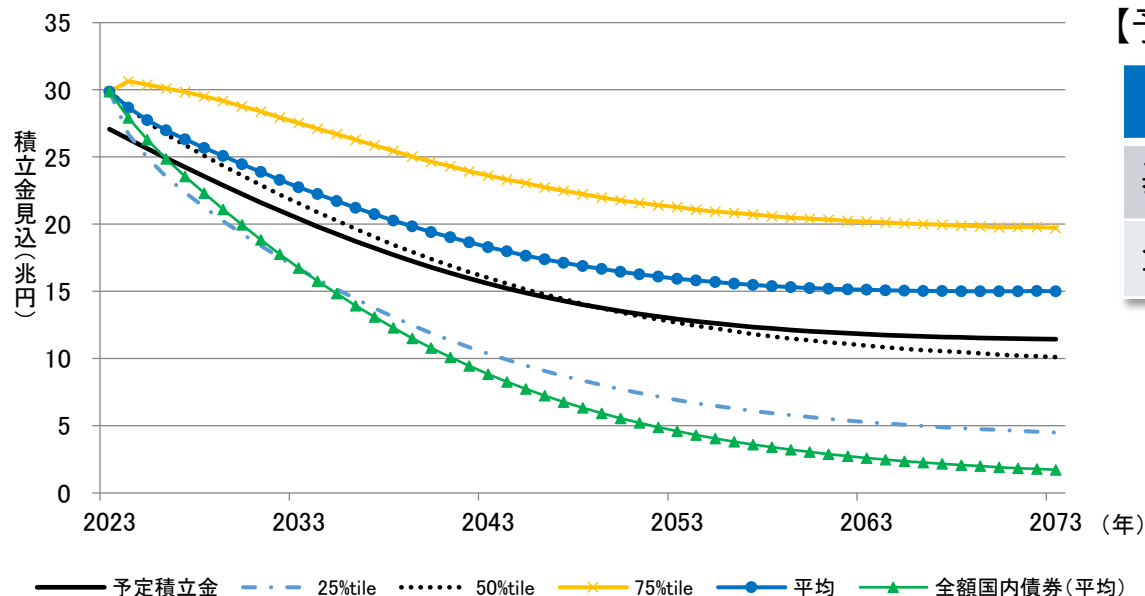
	25年後	50年後
基本ポートフォリオ	51.7%	57.0%
全額国内債券	100.0%	100.0%

※ 各数値は、(名目)積立金を運用利回りで割り引いたもの。

※ 予定積立金については、厚生年金保険給付に係る令和6年財政検証における値を用いているところ、直近10年間(2024年度～2033年度)については、内閣府「中長期の経済前提に関する試算」の値を用いているため、2034年度以降の長期の経済前提に比べて高いリターンが置かれています。

基本ポートフォリオのリスク検証(経過的長期給付)

- 基本ポートフォリオの検討にあたり、地共連では、変更後の基本ポートフォリオで運用した場合の積立金の将来推計を行い、令和6年に実施された経過的長期給付に係る財政の現況及び見通しにおける各年度末の積立金(過去30年投影ケース、地共済全体)を予定積立金とし、これとの比較を行いました。
- この結果、変更後の基本ポートフォリオで運用した場合の積立金の平均値は、財政検証上の予定積立金を上回る結果となりました。一方、全額国内債券で運用した場合は、予定積立金を下回る傾向となっています。



【予定積立金を下回るリスク(確率)】

	25年後	50年後
基本ポートフォリオ	49.9%	54.7%
全額国内債券	100.0%	100.0%

※ 各数値は、(名目)積立金を運用利回りで割り引いたもの。

※ 予定積立金については、令和6年に実施された経過的長期給付に係る財政の現況及び見通しにおける値を用いているところ、直近10年間(2024年度～2033年度)については、内閣府「中長期の経済前提に関する試算」の値を用いているため、2034年度以降の長期の経済前提に比べて高いリターンが置かれています。

期待リターンの推計方法に係る前回(5年前)からの変更点

項目	前回	今回
目標運用利回り	・実質的な運用利回り1.7%	・実質的な運用利回り <u>1.9%</u>
経済前提	・財政検証におけるケースⅢ(経済中位ケース)を使用	・特定のシナリオのみを想定せず、 <u>財政検証4ケース全てを踏まえて検討</u> ・まずは「 <u>過去30年投影ケース</u> 」を前提に期待リターンの推計、最適化 ・残り3ケースについても必要な利回りが確保されることを確認
期待短期金利	・直近のインプライドフォワードレートを使用	・「過去30年投影ケース」では、 <u>過去30年間の短期金利の平均</u> を使用。 残りの3ケースの期待短期金利は、「過去30年投影ケース」の名目賃金上昇率とそれぞれのケースの名目賃金上昇率との関係性を踏まえ、推計。
均衡収益率と混合する推計値	・国内債券はシナリオ法により、その他3資産はビルディングブロック法により推計	・4資産いずれも <u>ビルディングブロック法</u> により推計 ・各資産のリスクプレミアムの推計方法についても変更点あり ※均衡収益率との混合割合は1:1
リスク・相関係数	・過去25年間のベンチマークデータを基に推計 ・年次のリターンを使用	・ <u>過去30年間のベンチマークデータ</u> 基に推計 ・ <u>月次リターン</u> を使用 ※月次リターンは開始日によってブレが生じるため、開始日を各月1日から30日までに変えた場合のリスク・相関係数の平均により、算出
4資産と賃金上昇率との相関	・年次の賃金上昇率と各資産の年次リターンを使用	・年次の賃金上昇率と各資産の月次リターン12か月の累積から算出した年次リターンを使用 ・企業の業績を反映して給与が上がるといったように、賃金上昇率と株価指数の相関にはラグがあることを踏まえ、 <u>賃金上昇率と4資産との間に12か月のラグを設定</u> して相関係数を推計