

令和 3 年度

厚生年金保険法第七十九条の八第二項に基づく  
国家公務員共済組合連合会にかかる管理積立金の  
管理及び運用の状況についての評価の結果

(案)

令和 4 年 1 1 月

財務省主計局給与共済課

| 目 次                                  | 頁  |
|--------------------------------------|----|
| はじめに                                 | 1  |
| 本資料における略語等                           | 1  |
| 概 要                                  | 2  |
| 1 KKRの管理積立金の運用の状況                    | 2  |
| （1）令和3年度の収益率及び収益額                    | 2  |
| （2）令和3年度末の運用資産額                      | 2  |
| 2 KKRの管理積立金の運用状況が年金財政に与える影響          | 2  |
| 3 KKRにおける積立金基本指針及び管理運用の方針に定める事項の遵守状況 | 3  |
| （1）基本ポートフォリオの策定及び遵守状況                | 3  |
| （2）運用リスク管理                           | 4  |
| （3）ベンチマーク収益率の確保努力                    | 4  |
| （4）運用手法                              | 6  |
| （5）その他                               | 6  |
| 4 その他                                | 7  |
| 第1章 年金積立金の運用の目的と仕組み                  | 8  |
| 1 被用者年金制度の一元化後の年金積立金の運用の目的           | 8  |
| （1）厚生年金保険制度における法令上の年金積立金の運用の目的       | 8  |
| （2）厚生年金保険制度における財政方式と年金積立金の運用の目的との関係  | 8  |
| 2 年金一元化後における年金積立金の運用の仕組み             | 9  |
| （1）積立金基本指針                           | 9  |
| （2）モデルポートフォリオ                        | 10 |
| （3）管理運用の方針                           | 10 |
| （4）業務概況書の作成及び公表                      | 11 |
| （5）運用状況の評価                           | 12 |
| 3 KKRにおける年金積立金の運用方法                  | 13 |
| （1）年金一元化後の運用方法                       | 13 |
| （2）年金積立金の合同運用                        | 14 |
| （3）KKRにおける年金積立金の運用の変遷                | 14 |
| 第2章 管理積立金の運用の状況                      | 15 |
| 1 令和3年度の収益率の状況                       | 15 |
| 2 令和3年度の収益額の状況                       | 16 |
| 3 令和3年度末の運用資産額の状況                    | 16 |
| 4 令和3年度の資産構成割合の状況                    | 18 |
| 第3章 管理積立金の運用の状況の評価及び運用状況が年金財政に与え     | 19 |

|                                                                        |    |
|------------------------------------------------------------------------|----|
| る影響の評価                                                                 |    |
| 1 年金財政から見た運用の状況の評価の考え方                                                 | 19 |
| （１）年金積立金の運用とその評価                                                       | 19 |
| （２）厚生年金保険制度における財政検証を踏まえた評価                                             | 19 |
| （３）実質的な運用利回りによる評価                                                      | 20 |
| （４）厚生年金保険制度の令和元年財政検証における運用利回り等の前提                                      | 20 |
| 2 KKRの管理積立金の運用状況が年金財政に与える影響の評価                                         | 22 |
| 第４章 厚年法第七十九条の三第三項ただし書の規定による運用の状況の評価                                    | 24 |
| 第５章 厚年法第七十九条の四第一項に規定する積立金基本指針及び同法第七十九条の六第一項に規定する管理運用の方針に定める事項の遵守の状況の評価 | 25 |
| 1 総合的な評価                                                               | 25 |
| 2 個別の事項についての遵守状況                                                       | 25 |
| （１）管理積立金の運用の目的                                                         | 25 |
| （２）モデルポートフォリオ                                                          | 27 |
| （３）基本ポートフォリオ                                                           | 29 |
| （４）積立金基本指針及び管理運用の方針の遵守                                                 | 32 |
| （５）ポートフォリオの管理及び運用リスク管理                                                 | 33 |
| （６）市場等への影響に対する配慮                                                       | 38 |
| （７）スチュワードシップ・コードに係る取組                                                  | 39 |
| （８）企業経営等への影響に対する配慮                                                     | 40 |
| （９）流動性の確保                                                              | 41 |
| （１０）運用手法の見直し等                                                          | 41 |
| （１１）パッシブ運用及びアクティブ運用                                                    | 43 |
| （１２）ＥＳＧ投資                                                              | 44 |
| （１３）移行ポートフォリオ                                                          | 46 |
| （１４）運用の状況の評価                                                           | 46 |
| （１５）運用実績等の公表                                                           | 49 |
| （１６）受託者責任                                                              | 50 |
| （１７）相互連携                                                               | 51 |
| （１８）外部有識者の活用                                                           | 51 |
| （１９）自家運用及び委託運用の併用                                                      | 52 |
| （２０）運用対象の多様化                                                           | 52 |
| （２１）管理及び運用能力の向上及び調査研究業務の充実                                             | 53 |
| （２２）投資対象資産及び運用方法                                                       | 53 |
| （２３）自家運用                                                               | 57 |
| （２４）信託による委託運用                                                          | 66 |

|                                    |    |
|------------------------------------|----|
| （２５）運用受託機関等の選定及び評価                 | 72 |
| （２６）生命保険資産                         | 76 |
| （２７）有価証券の信託                        | 76 |
| 第６章 その他管理積立金の管理及び運用に関する重要事項        | 77 |
| １ ＫＫＲの業務の概要                        | 77 |
| （１）厚生年金保険給付事業、退職等年金給付事業及び経過的長期給付事業 | 77 |
| （２）福祉事業                            | 77 |
| （３）その他の事業                          | 77 |
| ２ ＫＫＲの役職員                          | 77 |
| ３ ＫＫＲのガバナンス体制                      | 77 |
| （１）運営審議会                           | 78 |
| （２）資産運用委員会                         | 78 |
| （３）ＫＫＲ内のガバナンス体制強化の取組               | 80 |
| （４）積立金の管理及び運用業務に関するガバナンス体制等の概念図    | 83 |
| 第７章 主要数値の推移（参考）                    | 84 |
| 第８章 年金積立金運用関係法令（参考）                | 98 |

## 【はじめに】

財務大臣は、毎事業年度、国家公務員共済組合連合会から厚生年金保険制度の積立金の管理及び運用に関する業務概況書の送付を受けた後、国家公務員共済組合連合会について、厚生年金保険制度の積立金の管理及び運用の状況について評価を行うこととされている（厚生年金保険法第七十九条の八第二項）。

本資料は、令和３年度における上記の評価の結果をまとめたものである。

なお、財務大臣は、上記の評価の結果を公表するとともに、送付を受けた業務概況書に上記の評価の結果を添えて主務大臣（厚生労働大臣、財務大臣、総務大臣、文部科学大臣）に送付することとされている（厚生年金保険法第七十九条の八第三項）。

## 【本資料における略語等】

K K R：国家公務員共済組合連合会

地共連：地方公務員共済組合連合会

私学事業団：日本私立学校振興・共済事業団

G P I F：年金積立金管理運用独立行政法人

厚年法：厚生年金保険法（昭和二十九年法律第百十五号）

国共済法：国家公務員共済組合法（昭和三十三年法律第百二十八号）

国共済令：国家公務員共済組合法施行令（昭和三十三年政令第二百七号）

国共済則：国家公務員共済組合法施行規則（昭和三十三年大蔵省令第五十四号）

第一号厚生年金被保険者：厚年法第二条の五第一号に規定する第二号～第四号以外の厚生年金保険の被保険者

第二号厚生年金被保険者：厚年法第二条の五第二号に規定する国家公務員共済組合の組合員たる厚生年金保険の被保険者

第三号厚生年金被保険者：厚年法第二条の五第三号に規定する地方公務員共済組合の組合員たる厚生年金保険の被保険者

第四号厚生年金被保険者：厚年法第二条の五第四号に規定する私立学校教職員共済制度の加入者たる厚生年金保険の被保険者

（本資料は１１月２５日の分科会の参考用であり、１２月下旬の公表に向けては、実質的内容に影響を及ぼさない形式的な修正があり得る。）

## 概 要

### 1 KKRの管理積立金の運用の状況

令和3年度におけるKKRの管理積立金（厚年法第七十九条の六第一項に規定する管理積立金をいう。以下同じ。）の運用実績は、収益率（時価）が6.13%、収益額（時価）が4,803億円である。また、令和3年度末におけるKKRの管理積立金の運用資産額（時価）は、8兆3,069億円である。

#### （1）令和3年度の収益率及び収益額

（単位：％）

|         | 令和3年度 |
|---------|-------|
| 収益率（簿価） | 6.40  |
| 収益率（時価） | 6.13  |

（単位：億円）

|         | 令和3年度 |
|---------|-------|
| 収益額（簿価） | 4,038 |
| 収益額（時価） | 4,803 |

（注1）収益率（簿価）は実現収益率、収益率（時価）は修正総合収益率、収益額（簿価）は実現収益額、収益額（時価）は総合収益額である。

（注2）収益率及び収益額は運用手数料控除後のものである。

#### （2）令和3年度末の運用資産額

（単位：億円）

|       | 令和3年度末 |        |        |
|-------|--------|--------|--------|
|       | 簿価     | 時価     | 評価損益   |
| 運用資産額 | 67,477 | 83,069 | 15,592 |

### 2 KKRの管理積立金の運用状況が年金財政に与える影響

被用者年金制度の一元化後の過去5年間（平成29年度～令和3年度）におけるKKRの管理積立金の収益率（名目運用利回り）の平均は6.48%、賃金上昇率の平均は0.43%（名目賃金上昇率であり、厚生年金保険全体のもの（厚生労働省提供）である。）であることから、実質的な運用利回りは6.02%である。KKRの長期的な運用目標は1.7%であることから、過去5年間ににおけるKKRの運用実績は、KKRの長期的な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、長期的に見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、運用収入のうち賃金上昇を上回る部分が、年金財政上の実質的な収益となる。

このため、管理積立金の運用状況が年金財政に与える影響の評価は、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」について、運用実績と財政検証の前提を踏まえたKKRの運用目標とを比較して行う。

(参考) 過去10年間、15年間について

年金積立金の運用状況の評価は、長期的な観点から行うべきものであることから、参考として、長期（過去10年間、15年間）についても運用実績とKKRの運用目標との比較を行うこととする。そのいずれの期間においても、実質的な運用利回りについて、運用実績がKKRの長期的な運用目標を上回っていることから、年金財政上必要な運用利回りを確保している。

(単位：％)

|           | 中長期的な運用実績          |                     |                     |
|-----------|--------------------|---------------------|---------------------|
|           | 平成29年度～令和3年度（5年平均） | 平成24年度～令和3年度（10年平均） | 平成19年度～令和3年度（15年平均） |
| 名目運用利回り   | 6.48               | 5.36                | 3.83                |
| 名目賃金上昇率   | 0.43               | 0.38                | △0.02               |
| 実質的な運用利回り | 6.02               | 4.96                | 3.85                |

(注1) 運用利回り（収益率）は運用手数料控除後のものである。

(注2) 平成27年度上期までの名目運用利回りは、共済年金積立金の運用実績、平成27年度下期以降は厚生年金保険給付積立金の運用実績に基づいて試算したものである。

(注3) 名目賃金上昇率は、平成26年度以前は「平成26年度年金積立金運用報告書」より、平成27年度以降は厚生年金保険制度全体のもの（厚生労働省提供）である。

(注4) 実質的な運用利回りは、各年度  $\{(1 + \text{名目運用利回り} / 100) / (1 + \text{名目賃金上昇率} / 100)\} \times 100 - 100$  として算出し、平均については幾何平均で算出。

### 3 KKRにおける積立金基本指針及び管理運用の方針に定める事項の遵守状況

KKRは、管理積立金の管理及び運用にあたり、積立金基本指針（厚年法第七十九条の四第一項に規定する積立金基本指針をいう。以下同じ。）及びKKRの管理運用の方針（厚年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。）に定める事項を遵守することとされている。

令和3年度においては、基本ポートフォリオの遵守状況、運用リスク管理、資産全体及び資産毎のベンチマーク収益率の確保、運用手法等、いずれも積立金基本指針及びKKRの管理運用の方針に基づいているものと認められることから、KKRは積立金基本指針及びKKRの管理運用の方針を遵守しているものと評価できる。

#### (1) 基本ポートフォリオの策定及び遵守状況

KKRは、積立金基本指針に適合し、かつモデルポートフォリオ（厚年法第七十九条の五第一項に規定する積立金の資産の構成の目標をいう。以下同じ。）に即した基本ポートフォリオを策定している。令和3年度末の資産構成は、各資産とも基本ポート

フォリオの乖離許容幅の範囲内である。

#### 令和3年度末の資産構成割合

(単位：％)

| 国内債券  | 国内株式  | 外国債券  | 外国株式  | 合計     |
|-------|-------|-------|-------|--------|
| 27.66 | 23.75 | 22.49 | 26.11 | 100.00 |

(注1) 国内債券には財投預託金及び短期資産を含む。

(注2) 各資産は時価評価としているが、財投預託金は簿価評価としている。

#### (参考) 令和3年度末における基本ポートフォリオ

(単位：％)

|       | 国内債券  | 国内株式  | 外国債券  | 外国株式  | 合計    |
|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 中心値   | 25.0  | 25.0  | 25.0  | 25.0  | 100.0 |
| 乖離許容幅 | ±15.0 | ±10.0 | ±15.0 | ±10.0 | —     |

(注1) 財投預託金及び共済独自資産については、国内債券に含める。

(注2) 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。

(注3) 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。

なお、令和3年度は、外国株式が第3四半期まで堅調に推移し、構成割合が基本ポートフォリオ中心値を超過したことから、基本ポートフォリオ中心値近傍に達していない外国債券ヘリバランスを実施している。

この結果、令和3年度末の資産構成割合は、いずれの資産においても基本ポートフォリオ中心値近傍に達している状況である。

## (2) 運用リスク管理

KKRは、積立金基本指針及びKKRの管理運用の方針に基づいた運用リスク管理業務を適切に行うため運用リスク管理方針及び運用リスク管理要領を制定し、運用リスク管理委員会を設置している。また、運用受託機関及び資産管理機関に対して運用ガイドライン及び資産管理ガイドラインを示し、これらに基づいて運用受託機関及び資産管理機関の管理を行っている。

## (3) ベンチマーク収益率の確保努力

令和3年度におけるKKRの資産毎のベンチマーク収益率の確保の状況は以下のとおりである。



(単位：％)

|           | 国内債券<br>(注 1) | 国内株式  | 外国債券 | 外国株式  | 資産全体<br>(注 2) |
|-----------|---------------|-------|------|-------|---------------|
| 時間加重収益率   | 1.31          | 1.07  | 2.09 | 20.84 | 6.19          |
| ベンチマーク収益率 | △1.22         | 1.99  | 1.96 | 22.95 | 6.30          |
| 超過収益率     | 2.53          | △0.91 | 0.13 | △2.11 | △0.11         |

(注 1) 国内債券のベンチマーク収益率は、令和 3 年度より財投預託金の実現収益率を勘案せずに算出している。

(注 2) 資産全体のベンチマーク収益率は、各資産のベンチマーク収益率を基本ポートフォリオの割合で加重平均した収益率（複合ベンチマーク収益率）である。

(注) 各資産ごとのベンチマーク

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、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）

資産全体では、マイナスの超過収益率となっている。これを各資産の寄与度で見ると、内外債券で共にプラスとなったが、内外株式は共にマイナスの寄与となっている。

次に資産全体の超過収益率を資産配分要因と個別資産要因（複合要因を含む）に分解すると、前者がマイナスに寄与する一方、後者は僅かにプラスとなった。

資産配分要因のマイナス寄与の主因は、ベンチマーク収益率の低い国内債券であるが、その大宗を占める財投預託金が個別資産要因で大きくプラスに寄与した結果、両要因を合計すると、各資産の寄与度のうち最大のプラスが国内債券であった。

一方、外国株式は、資産配分要因では僅かにプラスとなったものの、個別資産要因で大きくベンチマーク収益率に劣後したため、両要因を合計すると、各資産の寄与度のうち最大のマイナスとなった。

また、単年度では市場動向等によりベンチマーク収益率に対してばらつきが生じることがあることから、中長期的に評価する必要がある。KKRはそうした点を踏まえ、定量的評価・定性的評価による総合評価を実施した結果、ファンドの解約等により適切な対応を実施している。

その結果、KKRは、令和 3 年度においては以下の対応を行った。

- ① 国内株式パッシブファンドについて 1 ファンド、アクティブファンド（政策ベンチマーク以外のインデックス運用を含む）について 9 ファンドをそれぞれ解約し、既存の運用受託機関への追加投資を行った。
- ② 外国株式アクティブファンドについて、3 ファンドを解約し、既存の運用受託機関への追加投資を行った。また、令和 4 年 4 月 1 日付で政策ベンチマークを

MSCI KOKUSAI から MSCI ACWI（除く日本）へ変更することに合わせ、既存のインデックス運用を統合した。

- ③ 外国債券ポートフォリオの見直しを行い、パッシブファンドについて1ファンド、アクティブファンドについて6ファンドをそれぞれ解約し、新たに5契約を開始した。なお、外国債券の自家運用は、見直しに伴い取りやめた。
- ④ トランジション・マネージャーについて、1ファンドを解約した。
- ⑤ リターン向上に向けた運用受託機関構成の見直しの検討及びマネージャー・エントリーファンドのモニタリングを行った。

以上のことから、KKRは、令和3年度においては、全体としてはベンチマーク収益率の確保に努めているものと評価できる。

#### （４）運用手法

KKRは、積立金基本指針及びKKRの管理運用の方針の規定の範囲内の運用手法により運用を行っている。なお、令和3年度においては、貸付金及び投資不動産（いずれも厚年法第七十九条の三第三項ただし書の規定に基づく運用に該当）への投資は行っていない。

#### （５）その他

上記以外の項目についても、KKRは積立金基本指針及びKKRの管理運用の方針に基づいて管理積立金の管理及び運用を行っているものと評価できる。

なお、KKRにおける管理積立金の管理運用について、今後の課題として以下の点が挙げられる。

- ・ 引き続き中長期的な観点でベンチマーク収益率の確保に努めること。
- ・ KKRの今後の運用手法の高度化・多様化に資する調査研究について、引き続き検討し充実に努めること。
- ・ 財政制度等審議会国家公務員共済組合分科会における議論を踏まえたESG投資の活用について引き続き検討すること。

#### 4 その他

KKRは、年金積立金の運用も含め、重要事項については同数の労使代表からなる運営審議会の議を経ることが国共済法において規定されており、組織としての意思決定に際して、労使を含めた合議による議論を行っている。さらに、年金積立金の運用に関しては、学識者等の専門家からなる資産運用委員会（理事長の諮問機関）において議論し、必要に応じて運営審議会において十分な説明を行っている。

このように、KKRのガバナンス体制は、識見の結集を図り、慎重かつ適切な意思決定を行うことができるものとなっているが、適時、適切に見直しを行っていくことが重要である。

この他、コンプライアンスの推進や運用リスク管理の強化に取り組むことや、財政制度等審議会国家公務員共済組合分科会の議論を踏まえたE S G投資利活用の検討を行うことにより、適正な業務運営を確保するように努めている。

## 第1章 年金積立金の運用の目的と仕組み

### 1 被用者年金制度の一元化後の年金積立金の運用の目的

#### (1) 厚生年金保険制度における法令上の年金積立金の運用の目的

KKRは、国家公務員の年金や福祉事業に関する業務を加入共済組合と共同で行うことを目的に、非現業共済組合連合会を前身として昭和33年7月に設立され、国家公務員共済制度における年金積立金の運用もその事業の一部として行ってきた（被用者年金制度の一元化前の共済年金制度については昭和34年1月施行、恩給制度の共済年金制度への統合は昭和34年10月。）。

平成27年10月以降については、被用者年金制度の一元化（以下「年金一元化」という。）により、KKRは厚生年金保険制度における実施機関かつ積立金の管理運用主体（厚年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い、GPIF、KKR、地共連、私学事業団が該当。以下同じ。）とされ、厚生年金保険制度における年金積立金の運用を行うこととされている。そのため、KKRは、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運用することとされている。

厚生年金保険制度における年金積立金の運用の目的は、「積立金の運用は、積立金が厚生年金保険の被保険者から徴収された保険料の一部であり、かつ、将来の保険給付の貴重な財源となるものであることに特に留意し、専ら厚生年金保険の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ことにより、将来にわたって、厚生年金保険事業の運営の安定に資することを目的として行うものとする。」（厚年法第七十九条の二）とされている。

#### (2) 厚生年金保険制度における財政方式と年金積立金の運用の目的との関係

厚生年金保険制度は、他の公的年金と同様に、現役世代の保険料負担で高齢者世代を支えるという世代間扶養の考え方を基本として運営されている。このため、年金給付を行うために必要な資金をあらかじめすべて積み立てておくという考え方は採られていない。しかし、我が国においては、少子高齢化が急速に進行しており、現役世代の保険料のみで年金給付を賄うこととすると、保険料負担の急増又は給付水準の急激な低下は避けられない。そこで、一定の積立金を保有し、その運用収入を活用する財政計画としてきた。

平成16年年金制度改正までの財政方式では、将来にわたる全ての期間を考慮しており、将来にわたり一定規模の積立金を保有し、その運用収入を活用することとなっていた（永久均衡方式）が、平成16年年金制度改正により、概ね100年間にわたる期間を考慮に入れ、その期間の最終年度の積立金の規模を給付費の1年分とする財政方式（有限均衡方式）とすることとした。新しい財政方式においても、概ね100年間にわたり給付費の1年以上の積立金を保有することとなり、その

運用収入は年金給付の重要な原資となる。積立金を保有する平成16年年金制度改正後の財政方式による所得代替率の見通しと、積立金を保有しない完全な賦課方式の場合に確保できる所得代替率の見通しを比較すると、積立金を活用することによって、完全な賦課方式の場合よりも高い所得代替率を確保できることとなる。

## 2 年金一元化後における年金積立金の運用の仕組み

平成27年10月の年金一元化後、それぞれの管理運用主体が管理及び運用を行う管理積立金は厚生年金保険制度における共通財源として一体化されている。

※ 「厚生年金保険制度における共通財源として一体化されている」ということは、管理積立金は各管理運用主体それぞれが保有して運用しているが、運用実績等については、厚生年金保険制度全体に反映されるということである。

従って、例えば、管理運用主体Aの運用実績がプラス、管理運用主体Bの運用実績がマイナス、といった場合に、管理運用主体Aに所属する被保険者にとってのみ有利であり、管理運用主体Bに所属する被保険者にとっては不利である、ということにはならないことに留意する必要がある。

### (1) 積立金基本指針

主務大臣（厚年法第百条の三の三第一項に規定する主務大臣をいい、厚生労働大臣、財務大臣、総務大臣、文部科学大臣が該当する。以下同じ。）は、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（積立金基本指針）を定めることとされている（厚年法第七十九条の四第一項）。

積立金基本指針には、

- ① 積立金の管理及び運用に関する基本的な方針
- ② 積立金の資産の構成の目標に関する基本的な事項
- ③ 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
- ④ その他積立金の管理及び運用に関する重要事項

を定めることとされている（厚年法第七十九条の四第二項）。

この規定に基づき、主務大臣は令和2年2月に「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」（平成二十六年七月三日、改正 令和二年二月二十七日 総務省、財務省、文部科学省、厚生労働省告示第一号）を発出した。

積立金基本指針において、各管理運用主体が管理積立金の運用を行うに際しては、長期的な観点から、安全かつ効率的に行うことにより、将来にわたって、厚生年金保険事業の運営の安定に資することを目的として行うことや、厚生年金保険事業の財政上の諸前提を踏まえ、保険給付等に必要な流動性を確保しつつ、必要となる積

立金の実質的な運用利回りを、最低限のリスクで確保することを目的として行うことが規定されている。

## (2) モデルポートフォリオ

積立金基本指針の発出後、管理運用主体は、積立金基本指針に適合するように、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）を定め、公表することとされている（厚年法第七十九条の五第一項、第三項）。

この規定に基づき、管理運用主体は令和2年3月に「積立金の資産の構成の目標（モデルポートフォリオ）」（平成27年3月20日、変更：令和2年3月24日 年金積立金管理運用独立行政法人 国家公務員共済組合連合会 地方公務員共済組合連合会 日本私立学校振興・共済事業団）を定めて公表した。

なお、モデルポートフォリオが積立金基本指針に適合しないときは主務大臣が変更を命じることができることとされている（厚年法第七十九条の五第四項）。

## (3) 管理運用の方針

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、積立金基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、管理運用の方針を定め、公表することとされている（厚年法第七十九条の六第一項、第五項）。

管理運用の方針には、

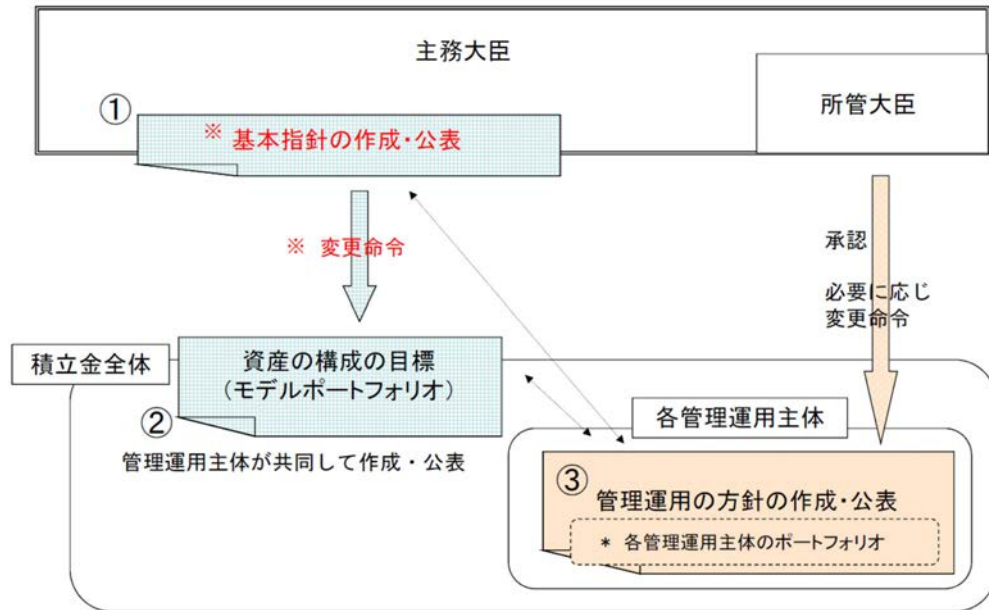
- ① 管理積立金の管理及び運用の基本的な方針
- ② 管理積立金の管理及び運用に関し遵守すべき事項
- ③ 管理積立金の管理及び運用における長期的な観点からの資産の構成（基本ポートフォリオ）に関する事項
- ④ その他管理積立金の適切な管理及び運用に関し必要な事項

を定めることとされている（厚年法第七十九条の六第二項）。

管理運用主体は管理運用の方針を定める場合若しくは変更する場合には、あらかじめ、所管大臣（厚年法第七十九条の六第四項に規定する所管大臣をいい、KKRの場合は財務大臣である。以下同じ。）の承認を得る必要があり、また、所管大臣は管理運用主体の管理運用の方針が積立金基本指針に適合しなくなったときは変更を命じることとされている（厚年法第七十九条の六第四項、第七項）。

この規定に基づき、KKRは平成27年10月に「厚生年金保険給付積立金の管理運用の方針」（平成27年10月1日制定、令和4年4月1日変更）を定め、公表した。

各主体間の権限関係（事前関与） ※は、厚生労働大臣が案を作成し、他の3大臣に協議



出典： 厚生労働省「積立金基本指針に関する検討会（第1回）」（平成25年7月30日）資料3－1より

#### （４）業務概況書の作成及び公表

管理運用主体は、各事業年度の決算完結後、遅滞なく、当該事業年度における管理運用主体の管理積立金の管理及び運用の状況について記載した業務概況書を作成及び公表し、所管大臣に送付することとされている（厚年法第七十九条の八第一項）。

業務概況書に記載する事項は法令で規定されている。KKRについては以下のとおりである（国共済則第八十五条の十二）。

- ① KKRの管理積立金の資産の額
- ② KKRの管理積立金の資産の構成割合
- ③ KKRの管理積立金の運用収入の額
- ④ KKRの管理積立金における共済独自資産（不動産の取得等や組合に対する資金の貸付けといったKKRが行う共済事業に起因して保有する資産、以下同じ）の運用の状況
- ⑤ KKRの基本ポートフォリオに関する事項
- ⑥ KKRの管理積立金の運用利回り
- ⑦ KKRの管理積立金の運用に関するリスク管理の状況
- ⑧ KKRの管理積立金の運用における運用手法別の運用の状況
- ⑨ KKRにおける株式に係る議決権の行使に関する状況等
- ⑩ KKRのガバナンス体制に関する事項
- ⑪ その他KKRの管理積立金の管理及び運用に関する重要事項

この規定に基づき、KKRは令和4年6月に業務概況書を作成及び財務大臣に送付し、令和4年7月に公表した（令和4年6月30日作成及び財務大臣に送付、7月1日公表。）。

## （５）運用状況の評価

所管大臣は、管理運用主体から業務概況書が送付されたときは、速やかに、管理運用主体について、管理積立金の管理及び運用の状況について評価を行い、評価結果を公表することとされている（厚年法第七十九条の八第二項）。

また、業務概況書に上記の評価結果を添えて、主務大臣に送付することとされている（厚年法第七十九条の八第三項）。

評価することとなっている事項は法令で規定されており、財務大臣がKKRを評価する事項については以下のとおりである（国共済則第八十五条の十三）。

- ① KKRの管理積立金の運用の状況及び運用の状況が年金財政に与える影響
- ② KKRの共済独自資産についての運用の状況
- ③ 積立金基本指針及びKKRの管理運用の方針の遵守の状況
- ④ その他KKRの管理積立金の管理及び運用に関する重要事項

なお、各所管大臣から業務概況書及び評価結果の送付を受けた後、主務大臣は厚生年金保険の積立金全体についての評価報告書を作成し公表することとされている（厚年法第七十九条の九第一項）。



### 3 K K Rにおける年金積立金の運用方法

#### (1) 年金一元化後の運用方法

年金一元化後のK K Rにおける管理積立金の運用において、法令上規定されている運用方法は次のとおりである（国共済令第九条の三第一項及び附則第五条）。

- ① 国債等の有価証券等の売買
- ② 預貯金
- ③ 信託会社等への委託運用
- ④ 国家公務員共済組合員を被保険者とする生命保険の保険料の払込み
- ⑤ 有価証券の貸付け
- ⑥ 債券オプションの取得又は付与
- ⑦ 先物外国為替の売買
- ⑧ 通貨オプションの取得又は付与
- ⑨ 株価指数先物取引
- ⑩ 財政融資資金への預託
- ⑪ 不動産の取得、譲渡又は貸付け
- ⑫ 組合に対する資金の貸付け
- ⑬ K K Rの他の経理単位に対する資金の貸付け

年金一元化に際して、K K RはG P I Fと同様に厚生年金保険制度における管理運用主体とされ、厚生年金保険制度の積立金である管理積立金の運用を行うこととなることから、G P I Fに認められている運用方法については、K K Rも行うことができるように法令改正が行われた。上記のうち、「⑤ 有価証券の貸付け」、「⑥ 債券オプションの取得又は付与」、「⑦ 先物外国為替の売買」、「⑧ 通貨オプションの取得又は付与」については年金一元化前のK K Rには認められていなかった運用方法である。また、G P I F改革の一環として行われた運用手法の拡大に伴い、K K Rについても同様な運用手法を可能とするため実施された国共済令改正により、「③ 信託会社等への委託運用」の中に、コール資金貸付又は手形の割引の取り扱いが追加されたほか、「⑨ 株価指数先物取引」については、平成30年4月に追加された運用手法（運用に係る損失の危険の管理を目的として行うものに限定。この条件の下で、他に、先物外国為替取引に市場デリバティブ取引を追加等されている）である。この他、本改正では、「① 国債等の有価証券等の売買」の中に、投資事業有限責任組合（L P S）への投資が追加され、上記のうち、「⑪ 不動産の取得、譲渡又は貸付け」、「⑫ 組合に対する資金の貸付け」、「⑬ K K Rの他の経理単位に対する資金の貸付け」については国共済令附則第五条により認められている運用方法となっており、本則である国共済令第九条の三第一項には規定されていない。これらの運用方法については、年金一元化前には、本則として認められていたが、当該資産はK K Rが行う共済事業に起因して保有する資産であり、必ずしも国民の共

有財産である厚生年金保険制度の積立金である管理積立金の運用手法としては相応しくないとの考えから、KKR特有の年金積立金である退職等年金給付積立金及び経過的長期給付積立金の運用手法とすることとし、厚生年金保険制度の積立金である管理積立金の運用方法としては、当分の間に限り附則で認めることとされた。

また、「⑩ 財政融資資金への預託」については、年金一元化前にはKKRの前年度末における積立金の34%を財政融資資金へ預託することを義務付けられていたが、年金一元化に際して、そうした規定は廃止された。

## **(2) 年金積立金の合同運用**

年金一元化後、KKRは3種類の年金積立金を管理及び運用することとなったが、これらの年金積立金について、相互にその全部または一部を合同運用できることとされている。

## **(3) KKRにおける年金積立金の運用の変遷**

KKRの年金積立金の運用は、昭和60年度までは固定金利である資産への投資が中心であり、昭和37年度に不動産への投資が始まっている。その後、昭和61年度から委託運用も始まっている。平成12年度までは、運用対象及びその構成割合は法令で規定されていた。

平成13年度からは、それまでの法令上の規制について、運用対象資産の拡大といった規制緩和や、省令上の資産構成割合の規定の廃止といった規制撤廃が行われ、新たな法令に基づき、KKRが「積立金等の運用の基本方針」を制定（平成13年4月1日に制定され、その後随時改正されている）し、自己責任原則に基づく運用が開始された。

## 第2章 管理積立金の運用の状況

積立金基本指針において、KKRの管理積立金の運用の状況は原則として時価評価することとされている。しかしながら、KKRの会計処理については簿価の会計基準に基づいており、そうしたことから、KKRの管理積立金の運用の状況については、時価評価及び簿価評価の両方を公表している。

### 1 令和3年度の収益率の状況

令和3年度におけるKKRの管理積立金の収益率は、実現収益率が6.40%、修正総合収益率が6.13%である。また、財投預託金について市場金利を参照して時価に類する評価を試算した場合の修正総合収益率は5.35%である。

|                   |       | 実現<br>収益率 | 修正総合<br>収益率      | 国内債券            | 国内株式  | 外国債券  | 外国株式  |
|-------------------|-------|-----------|------------------|-----------------|-------|-------|-------|
| 令和<br>3<br>年<br>度 | 第1四半期 | 1.24      | 2.62<br>( 2.49)  | 0.49<br>( 0.27) | △0.39 | 1.69  | 8.77  |
|                   | 第2四半期 | 2.65      | 1.32<br>( 1.17)  | 0.39<br>(△0.02) | 5.53  | △0.98 | 0.34  |
|                   | 第3四半期 | 1.09      | 3.15<br>( 2.94)  | 0.36<br>(△0.08) | △1.81 | 2.56  | 12.76 |
|                   | 第4四半期 | 1.42      | △0.94<br>(△1.22) | 0.05<br>(△0.95) | △2.11 | △1.23 | △0.72 |
|                   | 年度計   | 6.40      | 6.13<br>( 5.35)  | 1.29<br>(△0.76) | 1.06  | 1.98  | 21.20 |

(注1)「第1四半期」から「第4四半期」は各期間の期間率であり、「年度計」は令和3年度の期間率である。

(注2)収益率は運用手数料控除後のものである。

(注3)修正総合収益率は時価評価の評価損益の増減等を実現収益に加味して計算したものである。

(注4)国内債券には財投預託金及び短期資産を含む。

(注5)括弧内は国債の利回りを参照して財投預託金の評価を試算した場合の収益率である。

※ 財投預託金について市場金利を参照して時価に類する評価を試算する場合の方法は、財投預託金と同じ残存期間である国債の市場における利回りから財投預託金の単価を計算する方法であり、具体的な計算式は次のとおりである(以下同じ)。

財投預託金の単価

$$= (\text{額面} + \text{利率} \times \text{残存期間}) / (1 + \text{利回り} / 100 \times \text{残存期間})$$

額 面：１００円

利 率：財務大臣が定める利率（％単位）

利回り：財投預託金と同じ残存期間である国債の利回り（％単位）（市場金利）

## ２ 令和３年度の収益額の状況

令和３年度におけるKKRの管理積立金の収益額は、実現収益額が４，０３８億円、総合収益額が４，８０３億円である。また、財投預託金について市場金利を参照して時価に類する評価を試算した場合の総合収益額は４，３１１億円である。

（単位：億円）

|                   |       | 実現<br>収益額 | 総合<br>収益額        | 国内債券          | 国内株式  | 外国債券 | 外国株式  |
|-------------------|-------|-----------|------------------|---------------|-------|------|-------|
| 令和<br>３<br>年<br>度 | 第１四半期 | 775       | 2,043<br>(1,999) | 112<br>(68)   | △75   | 267  | 1,738 |
|                   | 第２四半期 | 1,675     | 1,052<br>(956)   | 92<br>(△5)    | 1,054 | △163 | 70    |
|                   | 第３四半期 | 682       | 2,474<br>(2,372) | 83<br>(△19)   | △363  | 458  | 2,297 |
|                   | 第４四半期 | 907       | △767<br>(△1,015) | 12<br>(△236)  | △408  | △226 | △145  |
|                   | 年度計   | 4,038     | 4,803<br>(4,311) | 299<br>(△193) | 207   | 337  | 3,960 |

（注１）収益額は運用手数料控除後のものである。

（注２）総合収益額は時価評価の評価損益の増減等を実現収益額に加味して計算したものである。

（注３）国内債券には財投預託金及び短期資産を含む。

（注４）括弧内は国債の利回りを参照して財投預託金の評価を試算した場合の収益額である。

（注５）四捨五入のため、各数値の合計は合計値と必ずしも一致しない。

## ３ 令和３年度末の運用資産額の状況

令和３年度末におけるKKRの管理積立金の運用資産額は、簿価評価額が６兆７，４７７億円、時価評価額が８兆３，０６９億円である。また、財投預託金について市場金利を参照して時価に類する評価を試算した場合の時価評価額は８兆４，７５５億円である。

(単位：億円)

|       |        |           | 国内債券               | うち<br>財投預託金        | うち<br>短期資産 | 国内株式   | 外国債券   | 外国株式   | 合計                 |
|-------|--------|-----------|--------------------|--------------------|------------|--------|--------|--------|--------------------|
| 令和3年度 | 第1四半期末 | 簿価        | 21,667             | 17,207             | 1,671      | 14,413 | 15,474 | 11,429 | 62,983             |
|       |        | 時価        | 22,310<br>(24,443) | 17,207<br>(19,340) | 1,671      | 19,353 | 16,070 | 21,569 | 79,301<br>(81,434) |
|       |        | 評価<br>損益額 | 643<br>(2,776)     | 0<br>(2,133)       | 0          | 4,940  | 596    | 10,139 | 16,318<br>(18,451) |
|       | 第2四半期末 | 簿価        | 22,997             | 16,791             | 3,414      | 14,672 | 17,671 | 10,783 | 66,123             |
|       |        | 時価        | 23,631<br>(25,667) | 16,791<br>(18,827) | 3,414      | 20,418 | 18,001 | 19,627 | 81,677<br>(83,713) |
|       |        | 評価<br>損益額 | 634<br>(2,670)     | 0<br>(2,036)       | 0          | 5,746  | 330    | 8,844  | 15,554<br>(17,590) |
|       | 第3四半期末 | 簿価        | 22,426             | 16,456             | 3,173      | 14,848 | 17,884 | 10,944 | 66,102             |
|       |        | 時価        | 23,043<br>(24,977) | 16,456<br>(18,390) | 3,173      | 20,043 | 18,563 | 21,925 | 83,573<br>(85,507) |
|       |        | 評価<br>損益額 | 617<br>(2,551)     | 0<br>(1,934)       | 0          | 5,194  | 679    | 10,980 | 17,470<br>(19,404) |
|       | 年度末    | 簿価        | 22,443             | 16,140             | 3,523      | 15,191 | 18,414 | 11,429 | 67,477             |
|       |        | 時価        | 22,976<br>(24,662) | 16,140<br>(17,825) | 3,523      | 19,726 | 18,682 | 21,685 | 83,069<br>(84,755) |
|       |        | 評価<br>損益額 | 533<br>(2,219)     | 0<br>(1,685)       | 0          | 4,535  | 267    | 10,257 | 15,592<br>(17,278) |

(注1) 国内債券には財投預託金及び短期資産を含む。

(注2) 括弧内は国債の利回りを参照して財投預託金の評価を試算した場合の資産額である。

(注3) 四捨五入のため、各数値の合算は合計値と必ずしも一致しない。

#### 4 令和３年度の資産構成割合の状況

令和３年度におけるKKRの管理積立金の資産構成割合は、以下のとおりである。

(単位：％)

|       | 国内債券  |             |            | 国内株式  | 外国債券  | 外国株式  | 合計     |
|-------|-------|-------------|------------|-------|-------|-------|--------|
|       |       | うち<br>財投預託金 | うち<br>短期資金 |       |       |       |        |
| 第１四半期 | 28.13 | 21.70       | 2.11       | 24.40 | 20.26 | 27.20 | 100.00 |
| 第２四半期 | 28.93 | 20.56       | 4.18       | 25.00 | 22.04 | 24.03 | 100.00 |
| 第３四半期 | 27.57 | 19.69       | 3.80       | 23.98 | 22.21 | 26.23 | 100.00 |
| 年度末   | 27.66 | 19.43       | 4.24       | 23.75 | 22.49 | 26.11 | 100.00 |

(注１) 国内債券には財投預託金及び短期資産を含む。

(注２) 評価は時価評価であるが、財投預託金は簿価評価としている。

(注３) 四捨五入のため、各数値の合算は合計値と必ずしも一致しない。

### 第3章 管理積立金の運用の状況の評価及び運用状況が年金財政に与える影響の評価

#### 1 年金財政から見た運用の状況の評価の考え方

##### (1) 年金積立金の運用とその評価

年金積立金の運用は、長期的な視点から安全かつ効率的に行うこととされており、運用実績の年金財政に与える影響についても、長期的な観点から評価することが重要である。

##### (2) 厚生年金保険制度における財政検証を踏まえた評価

厚生年金保険制度では、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（国家公務員及び地方公務員については平成30（2018）年度まで、私立学校教職員については令和9（2027）年度まで段階的に引き上げる）とともに、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ている。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についての見通しを示すこととなっている。

少なくとも5年ごとに行うこととされている厚生年金保険制度の財政検証では、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、厚生年金保険制度の令和元年財政検証についても、このような推計が行われている。

なお、厚生年金保険制度の令和元年財政検証では、経済前提について内閣府「中長期の経済財政に関する試算」の成長実現ケースから接続される経済成長と労働参加が進むケースⅠ（全要素生産性上昇率は1.3%）から、同試算のベースラインケースから接続される経済成長と労働参加が進まないケースⅥ（全要素生産性上昇率は0.3%）まで幅の広い経済状況を設定して検証を行っており、ケースⅠからケースⅢでは、年金の給付水準は、所得代替率50%が確保できることが確認されている。

実績がすべてこの財政検証で置いた前提どおりに推移すれば、収入、支出等の実績値は財政検証における予測どおりに推移し、見通しどおりの給付水準を確保することができる。年金一元化後、年金積立金の運用は各管理運用主体がそれぞれ行うこととなっているため、年金積立金の運用実績については、各管理運用主体でまちまちであるが、いずれの管理運用主体においても、厚生年金保険制度の財政検証の前提を踏まえた運用利回りを管理積立金の運用の目標としている。したがって、管理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、長期的な観点から、運用収益率の実績と、目標とする運用利回りとを比較することとする。

### (3) 実質的な運用利回りによる評価

厚生年金保険制度の年金額は、年金を受け取り始める時は名目賃金上昇率に応じて改定され、受給開始後は物価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、長期的に見ると年金給付費は名目賃金上昇率に連動して増加することとなる。

したがって、運用収入のうち賃金上昇を上回る部分が、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」の実績と財政検証の前提を踏まえた目標運用利回りとを比較することが適当である。

なお、厚生年金保険制度では、マクロ経済スライドによる給付水準の自動調整が導入されており、マクロ経済スライドを行う特例期間中は、基本的にはスライド調整率分、年金給付費の伸びが抑えられることとなる。マクロ経済スライドは人口学的要素（被保険者数の減少と平均余命の伸び）に基づいて給付水準を調整する仕組みであるが、運用実績が年金財政に及ぼす影響の評価には、このような人口学的要素の予定と実績の差を反映せず経済的要素の予定と実績の差に着目することが適切と考えられることから、特例期間中も名目賃金上昇率を差し引いた実質的な運用利回りで評価することとする。

### (4) 厚生年金保険制度の令和元年財政検証における運用利回り等の前提

厚生年金保険制度の令和元年財政検証における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「社会保障審議会年金部会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」（平成31年3月）に基づいて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」（平成31年1月及び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2）



(表 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 % |

出典: 「第9回社会保障制度審議会年金部会」(令和元年8月27日)資料2-1より

(表 2) 令和元年財政検証の長期(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  |                |         |            |
|------|-------------------------|---------------------|----------------|-------|----------------|---------|------------|
|      |                         | 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%       |
| ケースⅡ |                         |                     | 1.1%           | 1.6%  | 1.4%           | 2.9%    | 1.5%       |
| ケースⅢ |                         |                     | 0.9%           | 1.2%  | 1.1%           | 2.8%    | 1.7%       |
| 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%       |
| ケースⅤ |                         |                     | 0.6%           | 0.8%  | 0.8%           | 2.0%    | 1.2%       |
| 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%       |

出典: 「第9回社会保障制度審議会年金部会」(令和元年8月27日)資料2-1より

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おり、財政検証における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1.7%が、KKRの長期的な運用目標として財政制度等審議会国家公務員共済組合分科会において示されている。

## 2 KKRの管理積立金の運用状況が年金財政に与える影響の評価

年金積立金の運用状況が年金財政に与える影響の評価は、中長期的な観点から行うべきものであることから、被用者年金制度の一元化後の過去5年間（平成29年度～令和3年度）におけるKKRの運用実績の平均と、KKRの長期的な運用目標を比較すると次のとおりである。

過去5年間におけるKKRの管理積立金の収益率（名目運用利回り）の平均は6.48%である。同期間における名目賃金上昇率の平均は0.43%であるから、KKRの実質的な運用利回りは6.02%となる。

KKRの長期的な運用目標は1.7%であることから、過去5年間におけるKKRの運用実績は、KKRの長期的な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。

（参考）過去10年間、15年間についての評価

年金積立金の運用状況の評価は、長期的な観点から行うべきものであることから、参考として、令和3年度までの過去10年間、15年間の長期についても、年金積立金の運用実績とKKRの長期的な運用目標を比較する。

いずれの期間においても、実質的な運用利回りについて、運用実績が目標運用利回りを上回っており、年金財政上必要な運用利回りを確保している。

（単位：％）

|           | 中長期的な運用実績          |                     |                     |
|-----------|--------------------|---------------------|---------------------|
|           | 平成29年度～令和3年度（5年平均） | 平成24年度～令和3年度（10年平均） | 平成19年度～令和3年度（15年平均） |
| 名目運用利回り   | 6.48               | 5.36                | 3.83                |
| 名目賃金上昇率   | 0.43               | 0.38                | △0.02               |
| 実質的な運用利回り | 6.02               | 4.96                | 3.85                |

（注1）運用利回り（収益率）は運用手数料控除後のものである。

（注2）平成27年度上期までの名目運用利回りは、共済年金積立金の運用実績、平成27年度下期以降は厚生年金保険給付積立金の運用実績に基づいて試算したものである。

（注3）名目賃金上昇率は平成26年度以前は「年金積立金運用報告書」より、平成27年度以降は厚生年金保険制度全体のもの（厚生労働省提供）である。

（注4）実質的な運用利回りは、各年度  $\{(1 + \text{名目運用利回り} / 100) / (1 + \text{名目賃金上昇率} / 100)\} \times 100 - 100$  として算出し、平均については幾何平均で算出。

(財政検証との関係)

直近の令和元年財政検証を踏まえた場合に年金財政に実質的に影響するのは令和元年財政検証後の運用結果であることには留意が必要である。

なお、年金財政に影響を及ぼす要素としては、実質的な運用利回りの他に、賃金上昇率、死亡率、出生率などがある。運用実績の評価としては上記のようになるが、例えば、運用実績は財政検証期間の最終年度における年金積立金にどのような影響を与えるのか、マクロ経済スライドを行う特例期間の延長や短縮にどのような影響を与えるのか、といった年金財政全体への影響を考える場合には、出生率の変化等の運用以外の要素も考慮が必要となる。これらすべての要素の年金財政への影響については、少なくとも5年に1度行われる厚生年金保険制度の財政検証において検証されることとなる。

#### 第4章 厚年法第七十九条の三第三項ただし書の規定による運用の状況の評価

KKRは、令和3年度においては、厚年法第七十九条の三第三項ただし書の規定に基づく運用については行っていない（第1章3（1）参照）。

## 第5章 厚年法第七十九条の四第一項に規定する積立金基本指針及び同法第七十九条の六第一項に規定する管理運用の方針に定める事項の遵守の状況の評価

### 1 総合的な評価

令和3年度においては、KKRは積立金基本指針及びKKRの管理運用の方針に規定されている事項については、遵守しているものと評価できる。

### 2 個別の事項についての遵守状況

#### (1) 管理積立金の運用の目的

##### 【積立金基本指針】

##### 第一 積立金の管理及び運用に関する基本的な方針

- 一 積立金（厚生年金保険法（以下「法」という。）第七十九条の二に規定する積立金をいう。以下同じ。）の運用は、積立金が厚生年金保険の被保険者から徴収された保険料の一部であり、かつ、将来の保険給付の貴重な財源となるものであることに特に留意し、専ら厚生年金保険（法第七十九条の三第三項の規定により共済各法（同項に規定する共済各法をいう。）の目的に沿って運用する場合においては、厚生年金保険）の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ことにより、将来にわたって、厚生年金保険事業の運営の安定に資することを目的として行うこと。
- 二 積立金の運用は、厚生年金保険事業の財政上の諸前提（法第二条の四第一項に規定する財政の現況及び見通し（以下「財政の現況及び見通し」という。）を作成する際に用いられる厚生年金保険事業の財政上の諸前提をいう。以下同じ。）を踏まえ、保険給付等に必要な流動性を確保しつつ、必要となる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。以下同じ。）を、最低限のリスクで確保することを目的として行うこと。

##### 【管理運用の方針】

##### 第1章 管理及び運用の基本的な方針

##### 第1節 管理及び運用の基本的な方針

積立金の運用は、積立金が厚生年金保険の被保険者から徴収された保険料の一部であり、かつ、将来の保険給付の貴重な財源となるものであることに特に留意し、厚生年金保険の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ことにより、将来にわたって、厚生年金保険事業の運営の安定に資することを目的として行うものとする。

## 第2章 運用の目標及び資産の構成に関する事項

### 第1節 運用の目標

積立金の運用は、厚生年金保険法第2条の4第1項及び国民年金法第4条の3第1項に規定する財政の現況及び見通し（以下「財政の現況及び見通し」という。）を踏まえ、保険給付等に必要な流動性を確保しつつ、長期的に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。以下同じ。）を最低限のリスクで確保することを目標とし、この運用利回りを確保するよう、積立金の管理及び運用における長期的な観点からの基本ポートフォリオを定め、これを適切に管理する。

また、運用受託機関の選定、管理及び評価を適切に実施すること等により、原則として各年度における資産全体及び各資産のベンチマーク収益率（資産全体においては各資産のベンチマーク収益率を基本ポートフォリオの資産構成割合から合成した複合ベンチマーク収益率）を確保するよう努める。

なお、積立金の運用利回りが当該実質的な運用利回りを下回る局面にあつては、その乖離幅を極力縮小するものとするが、この場合運用上のリスクを過度に取る運用を行ってはならない。

### 【遵守状況】

#### （運用の目的）

- KKRの管理積立金の運用については、厚生年金保険制度の令和元年財政検証における財政上の諸前提を踏まえ、保険給付等に必要な流動性を確保しつつ、必要となる積立金の実質的な運用利回りを最低限のリスクで確保することにより、将来にわたって厚生年金保険事業の運営の安定に資するという目的を達成できるように、分散投資を基本として長期的な観点から定めた基本ポートフォリオを踏まえた運用となっており、厚年法第七十九条の二に規定された目的に則った運用が実施されているものと評価できる。

#### （運用受託機関の選定、管理及び評価）

- 運用受託機関の選定、管理及び評価については、「(24) 信託による委託運用」及び「(25) 運用受託機関等の選定及び評価」参照。

#### （ベンチマーク収益率の確保）

- 資産全体及び各資産のベンチマーク収益率の確保の状況については、「(14) 運用の状況の評価」参照。

## (2) モデルポートフォリオ

### 【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。
- 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。

### 【管理運用の方針】

#### 第2章 運用の目標及び資産の構成に関する事項

##### 第2節 モデルポートフォリオの策定

連合会は、他の管理運用主体（年金積立金管理運用独立行政法人、連合会、地方公務員共済組合連合会及び日本私立学校振興・共済事業団をいう。以下同じ。）と共同して、管理運用の方針において基本ポートフォリオ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。）を策定する。その際、積立金の今後の見通しと整合的な形でのリスク検証を行う。

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。

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。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。

また、モデルポートフォリオを定めるに当たっては、基本ポートフォリオとの関係も併せて検討する。その際、管理運用主体が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。

## 【遵守状況】

- モデルポートフォリオについては、他の管理運用主体（G P I F、地共連、私学事業団）と共同して、令和2年3月24日に変更し、公表済である。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っている。

| 資産         | 国内債券  | 国内株式  | 外国債券  | 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% |

- モデルポートフォリオは、厚生年金保険制度の令和元年財政検証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を長期的に確保する構成となっている。

- 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し、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っている。

- また、モデルポートフォリオは、

- ・ 中心値範囲の範囲内で各管理運用主体の基本ポートフォリオを定めることとしていること
- ・ 伝統的4資産（国内債券、国内株式、外国債券、外国株式）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こととされており、共済独自資産やオルタナティブ資産について、その特性に応じて保有することができることとしていること

から、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。



### 【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

- 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。

### 【管理運用の方針】

#### 第2章 運用の目標及び資産の構成に関する事項

##### 第3節 モデルポートフォリオの見直し

連合会は、財政の現況及び見通しが作成されたとき、策定時に想定した運用環境が現実から乖離している場合等、必要があると認めるときは、他の管理運用主体と共同して、モデルポートフォリオに検討を加え、必要に応じ、資産運用委員会の意見を聴き、これを変更する。また、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は、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。

### 【遵守状況】

- 厚生年金保険制度の令和元年財政検証以降、新しい財政の現況及び見通しは作成されていないことなどから、モデルポートフォリオの見直しは行われていない。また、令和3年度においては、KKRで基本ポートフォリオの検証を実施した際、モデルポートフォリオを定めた当時に想定した運用環境が現実から乖離していないことを確認しており、令和4年3月のKKRの資産運用委員会において報告したところ、直ちに見直しの必要はないとされたため、見直しは行われていない。

#### (3) 基本ポートフォリオ

### 【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。
- 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。

## 【管理運用の方針】

### 第2章 運用の目標及び資産の構成に関する事項

#### 第4節 基本ポートフォリオの基本的考え方

連合会は、積立金の安全かつ効率的運用を行い、もって運用の目的を達成するため、基本となる投資対象資産の基本ポートフォリオを策定し、これに基づく資産配分を維持するように努めるものとする。

基本ポートフォリオは、積立金基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定めるものとし、その際、基本ポートフォリオについては、積立金の今後の見通しと整合的な形でリスク検証を行うとともに、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踏まえ、フォワード・ルッキングなリスク分析を行う。

#### 第5節 基本ポートフォリオ

基本ポートフォリオ（時価ベース）の資産配分割合及び乖離許容幅は次のとおりとする。

○ 基本ポートフォリオ及び乖離許容幅 (単位：%)

|      | 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（第9章に定める不動産及び貸付金を含む。）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。

## 【遵守状況】

- 令和2年4月1日に変更したKKRの管理運用の方針において、以下のとおり基本ポートフォリオを定めた。

基本ポートフォリオ及び乖離許容幅 (単位：%)

|      | 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、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。

○ 上記の基本ポートフォリオは、令和元年財政検証に基づくモデルポートフォリオに即して定めたものである。

令和2年4月の基本ポートフォリオ見直しに際しては、

- ・ 運用目標について、厚生年金保険制度の令和元年財政検証における長期的な経済前提で整理された6ケースの中で、すべてのケースの実質的な運用利回りに対応するケースⅢにおける実質的な運用利回り1.7%を目標運用利回りに設定。
- ・ 国内債券100%で運用した場合に名目賃金上昇率を下回る確率（下方確率）及び賃金上昇率を下回った場合の平均的な不足率（条件付平均不足率）をリスク制約として設定し、積立金の今後の見通しと整合的な形でリスク検証を実施。
- ・ 内外の経済動向を踏まえ、金利低迷シナリオ等による様々なリスクシナリオも検証することにより、フォワード・ルッキングなリスク分析を実施。
- ・ 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を踏まえる観点から資産運用委員会において十分な検討を重ね、外部の専門家であるコンサルタント会社による分析も実施。

としていることから、上記の基本ポートフォリオは積立金基本指針及びKKRの管理運用の方針に適合していたと評価できる。

#### 【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

- 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。

#### 【管理運用の方針】

### 第2章 運用の目標及び資産の構成に関する事項

#### 第6節 基本ポートフォリオの見直し

連合会は、諸条件に著しい変化があった場合には基本ポートフォリオに随時検討

を加えるほか、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、毎年検証を行い、必要があると認めるときは、可及的速やかに基本ポートフォリオの変更を行うものとする。

(略)

## 第6章 管理運用の方針の見直し

連合会は、積立金基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、本管理運用の方針に検討を加え、必要に応じて、変更するものとする。また、毎年少なくとも一回、本管理運用の方針に再検討を加え、必要があると認めるときは、これを変更する。

### 【遵守状況】

- KKRの基本ポートフォリオについては、毎年検証を実施しており、令和3年度の検証にお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ことを確認し、令和4年3月のKKRの資産運用委員会において報告したところ、現行の基本ポートフォリオは現時点では妥当であり、直ちに見直しの必要はないとされたため、見直しは行われていない。
- KKRの管理運用の方針については、令和3年度中に次のような見直しを行った(令和4年4月1日変更)。
  - ・運用利回りの評価にあたり、国内債券のベンチマーク収益率の算定には預託金等の実現利回りを勘案することとされていたが、勘案しないベンチマーク収益率による評価に変更した。
  - ・外国株式の政策ベンチマークをMSCI KOKUSAI(先進国株式指数)から、基本ポートフォリオの策定前提であるMSCI ACWI(新興国を含む世界全体の株式指数)に変更した。

### (4) 積立金基本指針及び管理運用の方針の遵守

#### 【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

- 四 管理運用主体は、本指針及び管理運用の方針に従って管理積立金の管理及び運用を行わなければならないこと。

#### 【管理運用の方針】

(前文)

(略)

連合会は、積立金について、厚生年金保険法及び国家公務員共済組合法等法令の定めを遵守するとともに、主務大臣が定めた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（以下「積立金基本指針」という。）及び本管理運用の方針に基づき、その管理及び運用を行うものとする。

## 【遵守状況】

- KKRの管理積立金の管理及び運用については、厚年法及び国共済法等法令の定めを遵守し、積立金基本指針及びKKRの管理運用の方針に基づいて実施されているものと評価できる。

## （５）ポートフォリオの管理及び運用リスク管理

### 【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。

### 【管理運用の方針】

#### 第3章 運用の手法及びリスク管理

##### 第6節 積立金の管理及び運用におけるリスク管理

連合会は、リターン・リスク等の特性が異なる複数の資産への分散投資による運用管理を行い、その際、ポートフォリオの管理を適切に行うとともに、各種リスクの管理を適切に行う。

また、連合会は、積立金について、運用受託機関等からの報告等に基づき、資産全体、各資産、各運用受託機関及び各資産管理機関並びに自家運用について、以下の方法によりリスク管理を行う。

#### 1. 資産全体

基本ポートフォリオを適切に管理するため、積立金の資産構成割合と基本ポートフォリオとの乖離状況を少なくとも毎月1回把握するとともに、必要な措置を講じる。

リバランスについては、乖離許容幅の範囲内において、市場の動向を定性・定量的な観点から適切に判断し、実施することとする。

さらに、資産全体のリスクを確認し、リスク負担の程度についての分析及び評価並びに各年度の複合ベンチマーク収益率（各資産のベンチマーク収益率を基本ポートフォリオの資産別構成割合から合成したもの）との乖離要因の分析等を行う。

## 2. 各資産

市場リスク、流動性リスク、信用リスク等を管理する。また、外国資産については、カントリーリスクも注視するとともに、新興国株式投資及び新興国債券投資については、残高制限を別に設けて管理する。

## 3. 運用受託機関

運用受託機関に対し積立金の運用に関するガイドライン（以下「運用ガイドライン」という。）を示し、各社の運用状況及びリスク負担の状況を把握し、適切に管理する。また、運用体制の変更等に注意する。

## 4. 資産管理機関

資産管理機関に対し積立金の資産管理に関するガイドライン（以下「管理ガイドライン」という。）を示し、各機関の資産管理状況を把握し、適切に管理する。

また、資産管理機関の信用リスクを管理するほか、資産管理体制の変更等に注意する。

## 5. 自家運用

運用状況及びリスク負担の状況を確認し、適切に管理する。

### 【遵守状況】

（ポートフォリオの管理）

- 令和3年度末におけるKKRの管理積立金の資産構成割合と、KKRの管理運用の方針に規定されている基本ポートフォリオの中心値を比較すると、国内債券、国内株式、外国債券及び外国株式のいずれについても乖離許容幅の範囲内である。
- なお、令和3年度は、外国株式が第3四半期まで堅調に推移し、構成割合が基本ポートフォリオ中心値を超過したことから、基本ポートフォリオ中心値近傍に達していない外国債券ヘリバランスを実施している。この結果、令和3年度末の資産構成割合は、いずれの資産においても基本ポートフォリオ中心値近傍に達している状況である。

令和３年度末の資産構成と基本ポートフォリオの中心値からの乖離

(単位：％)

|                 | 国内債券  | 国内株式  | 外国債券  | 外国株式  | 合計    |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 令和３年度末<br>資産構成① | 27.66 | 23.75 | 22.49 | 26.11 | 100.0 |
| 基本ポート<br>フォリオ②  | 25.0  | 25.0  | 25.0  | 25.0  | 100.0 |
| 乖離状況<br>①－②     | 2.66  | △1.25 | △2.51 | 1.11  | －     |
| 乖離許容幅           | ±15.0 | ±10.0 | ±15.0 | ±10.0 | －     |

令和３年度におけるKKRの資産構成割合

(単位：％)

|       | 国内債券  |             |            | 国内株式  | 外国債券  | 外国株式  | 合計     |
|-------|-------|-------------|------------|-------|-------|-------|--------|
|       |       | うち<br>財投預託金 | うち<br>短期資産 |       |       |       |        |
| 第１四半期 | 28.13 | 21.70       | 2.11       | 24.40 | 20.26 | 27.20 | 100.00 |
| 第２四半期 | 28.93 | 20.56       | 4.18       | 25.00 | 22.04 | 24.03 | 100.00 |
| 第３四半期 | 27.57 | 19.69       | 3.80       | 23.98 | 22.21 | 26.23 | 100.00 |
| 年度末   | 27.66 | 19.43       | 4.24       | 23.75 | 22.49 | 26.11 | 100.00 |

(注１) 国内債券には財投預託金及び短期資産を含む。

(注２) 評価は時価評価であるが、財投預託金は簿価評価としている。

(注３) 四捨五入のため、各数値の合算は合計値と必ずしも一致しない。

(運用リスク管理の全体の枠組み)

○ KKRでは、運用リスク管理業務を適切に行うため、運用リスク管理方針及び運用リスク管理要領を制定するとともに、運用リスク管理委員会を設置している。

- ・ 運用リスク管理方針（平成２８年４月１日制定、令和２年７月６日改正）においては、運用リスク管理の目的、運用リスク管理の基本的な考え方（管理対象とする運用リスク、運用リスク管理の視点、運用リスク管理の手法）、運用リスク管理委員会の設置等を規定している。また、運用リスク管理要領（平成２８年４月１日制定、令和元年６月１８日改正）においては、各年金積立金の管理対象とする運用リスクや具体的な運用リスク管理項目等を規定している。

- 運用リスク管理委員会は、理事長を委員長とし、四半期毎の運用リスク管理の状況等について定期的に、かつ、その他必要に応じて随時開催するものとしており、その審議内容については、外部の学識経験者で構成する資産運用委員会に適宜報告するものとしている。また、資産運用委員会の助言を受けることで、専門家の知見を運用リスク管理業務に活用している。

なお、運用リスク管理委員会については、設置要綱（平成27年4月1日制定）を規定しており、目的、委員会の構成、会議の開催の頻度や手順、会議の事務局等が規定されている。

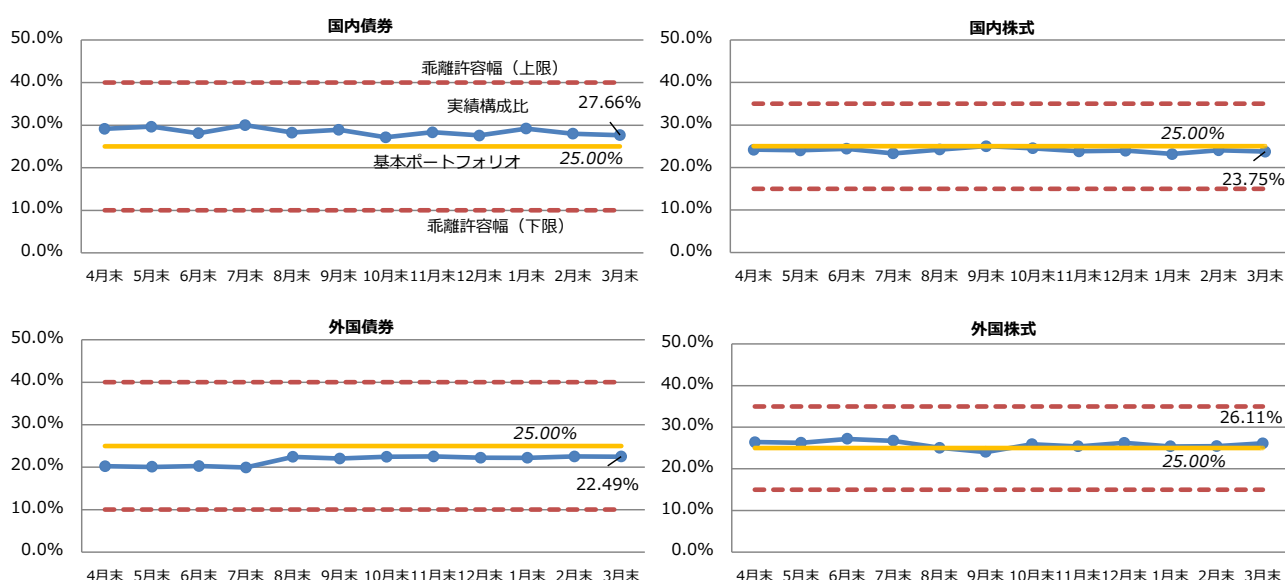
## （資産全体についてのリスク管理）

- 資産全体については、リターン・リスク等の特性が異なる国内債券、国内株式、外国債券、外国株式に分散投資を行うことにより、リスクの低減に努めている。

リスク管理においては、管理対象とする運用リスクを、長期的に年金財政上必要な運用利回りを確保するにあたり負担する市場リスク、流動性リスク、信用リスク、カントリーリスク等とし、VaR等の統計的手法、フォワード・ルッキングなストレステスト、その他定量的及び定性的情報分析を活用している。

- 管理積立金の資産構成割合と基本ポートフォリオとの乖離状況については、月次の投資委員会及び運用リスク検討会議、四半期の実績評価を行う資産運用委員会及び運用リスク管理委員会で報告され、問題がないかどうかについて検討している。

## 令和3年度のKKRの各資産の資産構成割合の推移

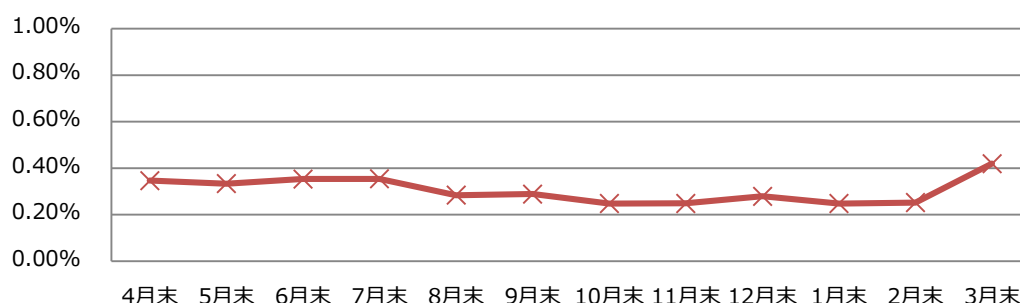


（注）国内債券には財投預託金及び短期資産を含む



- 資産全体の推定トラッキングエラーについても、運用リスク管理委員会等において報告され、問題がないかどうかについて検討している。なお、令和3年度の推移は以下のとおりであり、令和3年度末時点では0.42%となっている。

令和3年度のKKRの資産全体の推定トラッキングエラーの推移



#### (各資産についてのリスク管理)

- 各資産についても、市場リスク、流動性リスク、信用リスク、カントリーリスク等について、V a R等の統計的手法による定量分析、フォワード・ルッキングなストレステスト等により分析及び評価を実施している。
- 令和3年度末のKKRの新興国における株式及び債券投資についての投資実績は、別途規定している残高制限値内である。

#### (運用受託機関についてのリスク管理)

- 運用受託機関に対しては、運用ガイドラインを示し、毎月、運用実績やリスクの状況等について報告を求め、運用ガイドラインの遵守状況を確認するとともに、定期ミーティングを開催し、説明を受ける等の方法により管理を行っている（「(24) 信託による委託運用」及び「(25) 運用受託機関等の選定及び評価」参照。）。

#### (資産管理機関についてのリスク管理)

- 資産管理機関に対しては、資産管理ガイドラインを示し、毎月、資産管理状況等について報告を求め、資産管理ガイドラインの遵守状況を確認するとともに、現地調査やミーティング等において説明を受ける等の方法により管理を行っている。また、資産管理機関の評価の際には、業務体制、信用格付等の項目による総合評価を行っている（「(24) 信託による委託運用」及び「(25) 運用受託機関等の選定及び評価」参照。）。

#### (自家運用についてのリスク管理)

- 自家運用については、月次の投資委員会及び運用リスク検討会議、四半期の実績評価

を行う資産運用委員会及び運用リスク管理委員会において、運用状況やリスク状況等の把握を行うことによる管理を実施している。

## (6) 市場等への影響に対する配慮

### 【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。

### 【管理運用の方針】

#### 第7章 管理及び運用に関し遵守すべき事項

##### 第1節 市場及び民間の活動への影響に対する配慮

連合会は、積立金の運用に当たっては、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し、特に、資金の投入及び回収に当たって、特定の時期への集中を回避するよう努める。

(略)

### 【遵守状況】

○ KKRは、令和3年度において、基本ポートフォリオを踏まえた資産移動（国内債券（財投預託金を含む）の割合を基本ポートフォリオの中心値に向けて低下させるために、償還期限を迎えた財投預託金の償還金額等を外国債券に投資するといった資産移動及び構成割合が基本ポートフォリオ中心値を超過した外国株式から、基本ポートフォリオ中心値近傍に達していない外国債券へリバランス）を行っているが、そうした資産移動に際しては、市場動向を勘案しつつ、投資時期、投資額等を検討し、マーケット・インパクトを被ることがないように分散執行に努めている。

なお、市場等への影響に対する配慮の観点から、国内債券（財投預託金を含む）の割合がいつ頃基本ポートフォリオの中心値に近づくのかということや、財投預託金の個別の残存期限、リバランスに関する詳細等を明らかにすることは適当でないものと考えられることから明らかにしていない。

## (7) スチュワードシップ・コードに係る取組

### 【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

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。

### 【管理運用の方針】

#### 第7章 管理及び運用に関し遵守すべき事項

##### 第2節 日本版スチュワードシップ・コードに係る取組

連合会は、日本版スチュワードシップ・コード（金融庁が策定した『責任ある機関投資家』の諸原則（改訂版を含む。））をいう。以下同じ。）を踏まえて行う取組に関する方針を定め、これを公表するものとする。

### 【遵守状況】

- KKRは、スチュワードシップ・コードに係る取組として、以下を制定し公表している。
  - ・日本版スチュワードシップ・コードを実施するため、スチュワードシップ責任を果たすための方針として「日本版スチュワードシップ・コード」の受入れについて」を平成26年5月に制定し、公表している。
  - ・平成29年5月に金融庁から公表された改訂日本版スチュワードシップ・コードについて、アセットオーナーとして受け入れを表明し、平成29年11月に「日本版スチュワードシップ・コード」の受入れについて」を改正している。
  - ・令和2年3月に金融庁から公表された再改訂日本版スチュワードシップ・コードについて、アセットオーナーとして受け入れを表明し、令和2年9月に「日本版スチュワードシップ・コード」の受入れについて」を改正している。

なお、「コーポレートガバナンス原則」及び「株主議決権行使にかかるガイドライン」をそれぞれ平成17年6月に制定し、公表している。

- KKRは、スチュワードシップ・コードの改訂及び再改訂に伴い、以下の取組みを実施している。

- ・議決権行使の個別開示及び重要と判断した議案の判断理由の公表を要請し、該当するウェブサイト等を公表
- ・国内株式の全運用受託機関から、実効性あるスチュワードシップ活動を行う旨の書面を受領
- ・再改訂において国内株式以外の資産への適用、サステナビリティ（E S G要素を含む中長期的な持続可能性）の考慮が追加されたことを受け、全運用受託機関に対し改めてE S G要素の考慮を明示的に要請

○ K K Rは、定期的なミーティング等を通じてモニタリングを実施し、スチュワードシップ活動の状況について、毎年度「スチュワードシップ活動の状況等について」として公表している。

具体的には、各運用受託機関（運用再委任先を含む）に対し、

- ・ スチュワードシップ・コードへの対応状況（受入状況、方針、体制、エンゲージメント活動の方法等）
- ・ 目的を持った対話（エンゲージメント）の状況
- ・ 議決権行使の集計結果（国内株式・外国株式）
- ・ ファンドマネージャーにおけるE S G活用有無とその方法など

について報告を求め、K K Rにおいて集約し公表している。

#### （８）企業経営等への影響に対する配慮

##### 【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

- 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。

##### 【管理運用の方針】

##### 第7章 管理及び運用に関し遵守すべき事項

##### 第1節 市場及び民間の活動への影響に対する配慮

（略）

また、民間企業の経営に対して過度に影響を及ぼさないよう、以下の点について配慮する。

1. 運用受託機関ごとに同一企業発行有価証券の保有について制限を設ける。
2. 企業経営等に与える影響を考慮し、株式運用において個別銘柄の選択は行わない。

#### 【遵守状況】

○ K K Rは、委託運用においては、同一企業発行有価証券の保有について、運用受託機関ごとに運用ガイドラインを示すことにより制限を設け、管理している。なお、K K

Rは、自家運用において株式運用を実施していない。

## (9) 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。

### 【管理運用の方針】

#### 第7章 管理及び運用に関し遵守すべき事項

##### 第3節 保険給付等のための流動性の確保

連合会は、保険給付等に必要な流動性（現金等）を確保するとともに、効率的な現金管理を行う。

### 【遵守状況】

- KKRは、手元資金を最小限に留め、月次の資金計画を投資委員会において検討し、ペイオフのリスクを十分考慮しながら管理運用を実施することにより、保険給付等に必要な流動性（現金等）を確保している。具体的には、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や、特定の金融機関に掛金等の入出金が集中することがないように分散させている。

## (10) 運用手法の見直し等

### 【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。

### 【管理運用の方針】

#### 第3章 運用の手法及びリスク管理

##### 第3節 運用手法の見直し等

連合会は、実質的な運用利回りを確保するため、ベンチマークをより適切なものに見直すなど、運用手法の見直し並びに運用受託機関及び資産管理機関（以下「運用受託機関等」という。）の選定機能及び管理の強化のための取組を進めるとともに、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とする。

## 【遵守状況】

○ KKRは、令和3年度において、以下を実施している。

### ①マネージャー・エントリー制

KKRの全資産の運用ファンドにおいては、マネージャー・エントリー制（投資対象となる分野ごとに一定の条件を満たす運用先候補を予め募集、登録を行い、委託先の追加や入れ替えを随時実施する仕組み）を導入している。これにより、様々な運用手法の迅速な情報収集に加え、より柔軟な運用機関選定が可能となっている。

令和3年度は、全資産の運用マネージャーについて、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ージャー・エントリーファンドのモニタリングを行った。国内株式について、パッシブファンド1ファンド、アクティブファンド（政策ベンチマーク以外のインデックス運用を含む）9ファンドをそれぞれ解約し、既存の運用受託機関へ追加投資を行った。外国株式については、アクティブファンド3ファンドを解約し、既存の運用受託機関へ追加投資を行った。また、令和4年4月1日付で政策ベンチマークをMSCI KOKUSAI からMSCI ACWI（除く日本）へ変更することに合わせ、既存のインデックス運用を統合した。外国債券については、外国債券ポートフォリオの見直しを行い、パッシブファンド1ファンド、アクティブファンド6ファンドをそれぞれ解約し、新たに5契約を開始した。なお、外国債券の自家運用は、見直しに伴い取りやめた。トランジション・マネージャーについては、1ファンドを解約した。

### ②オルタナティブ運用

オルタナティブ投資についてもマネージャー・エントリー制による公募を実施しており、平成30年度より、国内不動産ファンドに関する運用受託機関を選定し、分散投資の推進や安定的な収益の確保を目的に、私募リート（国内不動産）への投資を実施している。

また、オルタナティブ運用の充実については、令和3年11月の資産運用委員会での議論を踏まえ、モニタリングを着実に実施したうえで対応する方針として、引き続き検討を進めており、令和3年12月に、オルタナティブ資産に関するマネージャー・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、バンクローンに加え、新たに海外不動産を募集対象とした。

○ 上記のほか、運用受託機関等の評価については、「(24) 信託による委託運用」及び「(25) 運用受託機関等の選定及び評価」を参照。

## (11) パッシブ運用及びアクティブ運用

### 【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。

### 【管理運用の方針】

#### 第3章 運用の手法及びリスク管理

##### 第2節 パッシブ運用及びアクティブ運用

連合会は、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し、アクティブ比率は別に定める。

### 【遵守状況】

- KKRは、令和3年度においては、パッシブ運用とアクティブ運用を併用して運用を実施している。なお、令和3年度末におけるパッシブ・アクティブ比率は以下のとおりであり、内部規定として定めているパッシブ運用とアクティブ運用の比率に概ね適合している。
- KKRは、パッシブ運用とアクティブ運用の比率については、管理運用の方針を定める際に、他の管理運用主体の状況等を勘案し、資産運用委員会での議論を経て、内部規定として規定している。今後については、超過収益の獲得実績、他の管理運用主体の動向等を踏まえ、必要に応じ比率の検討を行うこととしている。
- KKRは、アクティブ運用について、運用受託機関の運用哲学、運用戦略及び運用組織体制等を踏まえ、過去の超過収益実績、今後の超過収益の再現性、リスクに見合った超過収益の獲得が可能かどうかの指標であるIR（インフォメーションレシオ）などを、ヒアリング等を通じて確認している。

(単位：億円、%)

|        |           | 時価総額               | 構成割合   | パッシブ運用・アクティブ運用の割合 |
|--------|-----------|--------------------|--------|-------------------|
| 運用資産合計 |           | 83,069<br>(84,755) | 100.00 | —                 |
| 国内債券   | 自家運用      | 3,228              | 3.89   | —                 |
|        | 財投預託金     | 16,140<br>(17,825) | 19.43  | —                 |
|        | オルタナティブ運用 | 86                 | 0.10   | —                 |
|        | 短期資産      | 3,523              | 4.24   | —                 |
|        | 計         | 22,976<br>(24,662) | 27.66  | —                 |
| 国内株式   | パッシブ運用    | 16,442             | 19.79  | 83.35             |
|        | アクティブ運用   | 3,284              | 3.95   | 16.65             |
|        | 計         | 19,726             | 23.75  | 100.00            |
| 外国債券   | パッシブ運用    | 15,058             | 18.13  | 80.60             |
|        | アクティブ運用   | 3,623              | 4.36   | 19.40             |
|        | 計         | 18,682             | 22.49  | 100.00            |
| 外国株式   | パッシブ運用    | 17,548             | 21.12  | 80.92             |
|        | アクティブ運用   | 4,137              | 4.98   | 19.08             |
|        | 計         | 21,685             | 26.11  | 100.00            |

(注1) 四捨五入のため各数値の合算は合計の値と必ずしも一致しない。

(注2) 括弧内は財投預託金を国債の利回りを参照すること等により評価した場合の資産額である。

## (12) ESG投資

### 【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ものである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。

### 【管理運用の方針】

#### 第3章 運用の手法及びリスク管理

##### 第5節 株式運用における検討事項

連合会は、積立金の運用において、財務的な要素に加えて、収益確保のため、非財務的要素であるESG（環境、社会、ガバナンス）を考慮し、検討した上で、必要に



応じて取り組みを行う。

## 【遵守状況】

- KKRは、投資先企業の将来性や信用力の分析においてE（環境）・S（社会）・G（ガバナンス）といった非財務情報を考慮することについて、長期的なリターンの追求を目指す観点から、従来より積極的に取り組み、不断の改善を推進しており、具体的には以下の取り組みを実施している。
  - ・ 株式投資（委託運用）においては、運用受託機関にはE S G要素の考慮を要請しているほか、E S Gインデックスファンドの受付も行っている。またE S Gインデックスに関する情報収集を行っており、そのパフォーマンス状況等を月次でモニタリングしている。
  - ・ 債券投資（委託運用）においては、株式同様に、運用受託機関にはE S G要素の考慮を要請しているほか、E S Gファンドの受付も行っている。また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も行った。
  - ・ 推進活動の面では、T C F D（気候関連財務情報開示タスクフォース）にアセットオーナーとして賛同しているほか、原則として、P R I（責任投資原則）に署名している運用機関を採用することとしている。
- KKRは、スチュワードシップ・コードに係る取り組みとして、定期的なミーティング等を通じてモニタリングを実施、スチュワードシップ活動の状況について、毎年度「スチュワードシップ活動の状況等について」として公表している。（令和3年度は12月3日公表）

具体的には、運用受託機関（運用再委託先を含む）に対し、

  - ・ スチュワードシップ・コードへの対応状況（受入状況、方針、体制、エンゲージメント活動の方法等）
  - ・ 目的を持った対話（エンゲージメント）の状況
  - ・ 議決権行使の集計結果（国内株式、外国株式）
  - ・ ファンドマネージャーにおけるE S G活用有無とその方法など

について、報告等を求め、KKRにおいて集約し公表している。
- KKRは、財政制度等審議会国家公務員共済組合分科会の議論を踏まえたE S G投資利活用の検討を行っている。また、公的年金のアセットオーナーとしての受託者責任としてE S Gへの取り組みを推進する重要性を認識しており、引き続きE S G投資への関わり方を検討し、必要な取り組みを行うこととしている。

### (13) 移行ポートフォリオ

#### 【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

- 一 管理運用主体は、基本ポートフォリオを見直す場合において、市場への影響等に鑑み必要があると認めるときは、ポートフォリオを見直し後の基本ポートフォリオに円滑に移行させるため、移行ポートフォリオ（基本ポートフォリオを実現するまでの経過的な資産の構成をいう。）を策定すること。

#### 【管理運用の方針】

#### 第2章 運用の目標及び資産の構成に関する事項

#### 第6節 基本ポートフォリオの見直し

（略）

なお、市場への影響等に鑑み必要があると認めるときは、ポートフォリオを見直し後の基本ポートフォリオに円滑に移行させるため、移行ポートフォリオ（基本ポートフォリオを実現するまでの経過的な資産の構成をいう。）を策定する。

#### 【遵守状況】

- KKRは、令和元年度中に基本ポートフォリオを見直し令和2年度から適用しているが、移行ポートフォリオは策定していない。これは、令和元年度末の資産構成割合が見直し後の基本ポートフォリオの乖離許容幅の範囲に近接しており、移行ポートフォリオの策定は不要であったためである。

### (14) 運用の状況の評価

#### 【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。

#### 【管理運用の方針】

#### 第4章 運用実績等の評価・公表

#### 第1節 運用実績等の評価

連合会は、積立金の運用について総合的な評価を行うこととし、当該総合的評価

を基礎として基本ポートフォリオの見直し、委託運用の割合の決定等積立金の効率的な運用を実施するものとする。

運用利回りの評価に当たっては、実質的な運用利回りによる評価を行う。また、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（資産全体においては各資産のベンチマーク収益率を基本ポートフォリオの資産構成割合から合成した複合ベンチマーク収益率）による評価を行う。その際、保険給付等に必要な流動性の確保などを考慮する。

評価に当たっては原則として時価評価とする。ただし、預託金、貸付金、投資不動産については簿価評価とし、併せて国債の利回りを参照すること等による評価も併せて行う。

## 【遵守状況】

- KKRは、管理積立金の運用の状況の評価については、時価により評価するとともに、KKRの会計処理については簿価の会計基準に基づいていることから、簿価による評価も行っている。なお、財投預託金については、市場取引されないことから簿価評価としているが、市場金利を参照して時価に類する評価も試算し、参考値として公表している。
- KKRは、運用利回りの評価について、年金財政上求められる運用利回りとの比較として、実質的な運用利回りによる評価を行っている。
- 年金財政上求められる運用利回りとの比較については、「第3章 管理積立金の運用の状況の評価及び運用状況が年金財政に与える影響の評価」参照。
- KKRの令和3年度における資産全体及び各資産別のベンチマーク収益率の確保状況及び評価については以下のとおりである。

（単位：％）

|           | 国内債券  | 国内株式  | 外国債券 | 外国株式  | 資産全体  |
|-----------|-------|-------|------|-------|-------|
| 時間加重収益率   | 1.31  | 1.07  | 2.09 | 20.84 | 6.19  |
| ベンチマーク収益率 | △1.22 | 1.99  | 1.96 | 22.95 | 6.30  |
| 超過収益率     | 2.53  | △0.91 | 0.13 | △2.11 | △0.11 |

（注1）収益率は、元本異動の影響を受けやすい修正総合収益率に比べて、ベンチマーク収益率との比較による運用能力の評価に適している時間加重収益率を使用している。

（注2）収益率は運用手数料控除前のものである。

（注3）国内債券については自家運用及び委託運用（オルタナティブ資産）、国内株式・外国株式については委託運用、外国債券については自家運用及び委託運用による運用を行っている。

（注4）国内債券の時間加重収益率及びベンチマーク収益率は、令和3年度より財投預託金の実現収益率を勘案せずに算出している。

(注5) 資産全体のベンチマーク収益率は、各資産のベンチマーク収益率を基本ポートフォリオの割合で加重平均した収益率（複合ベンチマーク収益率）である。

(注6) 上記数値は四捨五入で表記しているため、表中の数値を用いた計算結果とは必ずしも一致しない。

#### ※ 各資産ごとのベンチマーク

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、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）

また、資産全体の超過収益率の要因分解は以下のとおりである。

（単位：％）

|      | 資産配分<br>要因① | 個別資産<br>要因② | その他<br>要因③ | 寄与度<br>①+②+③ |
|------|-------------|-------------|------------|--------------|
| 国内債券 | △0.33       | 0.67        | 0.09       | 0.43         |
| 国内株式 | △0.04       | △0.24       | 0.01       | △0.27        |
| 外国債券 | 0.15        | 0.03        | △0.01      | 0.17         |
| 外国株式 | 0.03        | △0.46       | △0.01      | 0.44         |
| 合計   | △0.20       | 0.00        | 0.08       | △0.11        |

(注1) 「資産配分要因」とは、基本ポートフォリオと実際の資産構成割合との差による要因。

(注2) 「個別資産要因」とは、実際の各資産の収益率と当該資産に係るベンチマーク収益率との差による要因。

(注3) 「その他要因」とは、資産配分要因及び個別資産要因が交じり合ったものと計算上の誤差。

○ 資産全体では、マイナスの超過収益率となっている。これを資産別の寄与度で見ると、内外債券はプラスであるが、内外株式はマイナスとなっている。

次に、資産全体の超過収益率を、資産配分要因と個別資産要因（複合要因を含む）に分解すると、前者がマイナスであった一方、後者はわずかにプラスとなった。

資産配分要因がマイナスとなったのは、ベンチマーク収益率の低かった国内債券が主因であるが、その大半を占める財投預託金が個別資産要因で大きくプラスに寄与したため、両要因を合算すると、全資産の中でプラスの寄与度が最も大きかった。

一方、外国株式は、資産配分要因ではわずかにプラスとなったものの、個別資産要因でベンチマーク収益率に対して大きく劣後し、両要因を合算すると、全資産の中でマイナスの寄与度が最も大きかった。

○ 単年度では市場動向等によりベンチマーク収益率に対してばらつきが生じることがあることから、中長期的に評価する必要がある。KKRはそうした点を踏まえ、定量的評価・定性的評価による総合評価を実施した結果、ファンドの解約等により適切な対応を実施している。

その結果、KKRは、令和3年度においては以下の対応を行った。

- ① 国内株式パッシブファンドについて1ファンド、アクティブファンド（政策ベンチマーク以外のインデックス運用を含む）について、9ファンドをそれぞれ解約し、既存の運用受託機関へ追加投資を行った。
- ② 外国株式アクティブファンドについて、3ファンドを解約し、既存の運用受託機関への追加投資を行った。また、令和4年4月1日付で政策ベンチマークをMSCI KOKUSAI からMSCI ACWI（除く日本）へ変更することに合わせ、既存のインデックス運用を統合した。
- ③ 外国債券ポートフォリオの見直しを行い、パッシブファンドについて、1ファンド、アクティブファンドについて、6ファンドをそれぞれ解約し、新たに5契約を開始した。なお、外国債券の自家運用は、見直しに伴い取りやめた。
- ④ トランジション・マネージャーについて、1ファンドを解約した。
- ⑤ リターン向上に向けた運用受託機関構成の見直しの検討及びマネージャー・エントリーファンドのモニタリングを行った。

以上のことから、KKRは、令和3年度においては、全体としてはベンチマーク収益率の確保に努めており、問題のないものと評価できる。

## （１５）運用実績等の公表

### 【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。

### 【管理運用の方針】

#### 第4章 運用実績等の評価・公表

##### 第2節 運用実績等の公表

連合会は、厚生年金保険法第79条の8の規定に基づき、各事業年度の決算完結後、遅滞なく、当該事業年度における積立金等の資産の額、その構成割合、運用収入の額等を記載した業務概況書を作成し、これを公表するほか、管理運用の方針や積立金の運用に関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ものとする。

なお、情報公開等に当たっては、市場への影響に留意するものとする。

## 【遵守状況】

- KKRは、令和4年7月1日に令和3年度業務概況書を公表しており、その際には金融市場への影響等が考慮されているものと評価できる。令和3年度業務概況書においては、当該年度の運用概況、各資産における超過収益率の詳細な要因分解、運用資産額・各収益率等の時系列表示、運用受託機関別の実績収益率、全保有銘柄の開示など、記載をより分かりやすくなるように工夫するとともに、内容の充実に継続して努めている。
- また、KKRは四半期の運用状況の速報及び資産運用委員会の議事要旨を自主的に開示しているほか、令和2年度より定期的に、組合員向け広報紙に積立金の運用に関する記事を掲載するなど、被保険者に対する情報公開等を積極的に行っているものと評価できる。

### （１６）受託者責任

#### 【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。

#### 【管理運用の方針】

#### 第5章 受託者責任

- 連合会は、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ものとする。

## 【遵守状況】

- KKR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観点から、令和3年度においては、
  - ・ 国内株式・外国債券・外国株式アクティブ運用のマネージャーについて、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、国内株式・外国債券・外国株式パッシブ運用マネージャーについても見直しを実施した。また、全資産のマネージャーについて、マネージャー・エントリーファンドのモニタリングを行った。オルタナティブ投資については、平成30年度から実施しているマネージャー・エントリー制を引き続き実施したほか、新たに海外不動産を募集対象とした。

- ・ 基本ポートフォリオの検証にあたっては、管理運用主体として自ら取組むとともに、外部の専門家による分析等も踏まえ、資産運用委員会で議論を行った。

といった対応を行っている。

## (17) 相互連携

### 【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。

### 【管理運用の方針】

#### 第7章 管理及び運用に関し遵守すべき事項

##### 第4節 他の管理運用主体との連携

連合会は、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、他の管理運用主体と相互に連携を図りながら協力するよう努める。

### 【遵守状況】

- KKRは、他の管理運用主体との間で、個別に運用及びリスク管理に係る情報について適宜情報連携を図っている。
- KKRは、令和3年度の業務概況書の作成等に際しては、比較可能性の観点から、公表内容に大きな差が生じないように、地共連、私学事業団と連携して進めた。

## (18) 外部有識者の活用

### 【管理運用の方針】

#### 第1章 管理及び運用の基本的な方針

##### 第2節 外部有識者の活用

連合会は、本管理運用の方針、基本ポートフォリオ等の積立金の管理及び運用に関する重要事項の策定及び改定等について、外部の学識経験者等で構成し、連合会理事長の諮問機関として設置する資産運用委員会から意見を聴き、又は助言を受けるものとする。

資産運用委員会の設置要綱は、別に定める。

### 【遵守状況】

- KKRは、令和3年度においては、資産運用委員会を5回開催し、基本ポートフォリオの検証や政策ベンチマーク、オルタナティブ投資、リバランス実務、アクティブ運用についてのほか、令和2年度業務概況書、令和3年度（年度及び各四半期）の運用状況、運用リスク管理の状況、令和4年度事業（運用）計画等について、意見を聴き、助言を受けた（資産運用委員会については、第6章3を参照。）。
- 資産運用委員会の設置要綱は制定済であり、必要に応じ改正を行っている。

## （19）自家運用及び委託運用の併用

### 【管理運用の方針】

#### 第3章 運用の手法及びリスク管理

##### 第1節 自家運用及び委託運用

連合会は、積立金の安全かつ効率的な運用に資するため、債券運用を中心とした自家運用（資産管理機関に資産の管理を委託する場合を含む。以下同じ。）を行うほか、運用受託機関に運用を委託する委託運用を行うことができる。

### 【遵守状況】

- KKRは、自家運用（国内債券、外国債券）と委託運用（国内株式、外国債券、外国株式等）を併用して運用を実施している。なお、令和3年度期中に外国債券の自家運用は、ポートフォリオ見直しに伴い取りやめた。

## （20）運用対象の多様化

### 【管理運用の方針】

#### 第3章 運用の手法及びリスク管理

##### 第4節 運用対象の多様化

オルタナティブ投資については、リスク及びリターンの特性、流動性、評価方法等について十分な検討を行い、その結果を踏まえ、時価検証ができる投資対象資産について、委託運用により残高制限（積立金残高の1%以下）を設けて投資するものとする。なお、基本ポートフォリオの管理においてオルタナティブ資産は、リスク・リターン特性に応じて基本ポートフォリオの各構成資産に含めるものとし、各構成資産の乖離許容幅の中で管理する。

運用対象の多様化については、例えば、初めて取り組む手法やその運用方針については必要に応じて資産運用委員会の意見を聴くほか、実施状況については適時に資産運用委員会に報告するなど資産運用委員会の意見や助言を踏まえ、適切なリスク管理を行う。

### 【遵守状況】



- KKRは、オルタナティブ投資について、マネージャー・エントリー制による公募を実施しており、平成30年度以来、私募リート（国内不動産）への投資を実施しているほか、令和3年12月から新たに海外不動産を募集対象とし、オルタナティブ資産を含めたポートフォリオ全体のリスク管理を実施している。

## （21）管理及び運用能力の向上及び調査研究業務の充実

### 【管理運用の方針】

#### 第8章 管理及び運用能力の向上及び調査研究業務の充実

連合会は、積立金の管理及び運用能力の向上のための専門的な人材の確保や職員の育成、また、調査研究業務の充実に努めるものとする。

### 【遵守状況】

- KKRは、資金運用部及び運用リスク管理室の組織体制を強化するため増員した専門人材から職員へ、OJTにより専門知識や運用ノウハウの継承を行っている。また、新たな投資対象、ベンチマーク、ESG投資などの情報のため、運用会社等主催の各種セミナー、大学主催のファンドマネジメント講座への参加、証券会社主催の運用担当者研修などに参加しているほか、大学院への職員の派遣を継続的に実施している。

## （22）投資対象資産及び運用方法

### 【管理運用の方針】

#### 第9章 投資対象資産等

##### 第1節 投資対象資産及び運用方法

連合会の積立金の運用については、国家公務員共済組合法施行令第9条の3第1項及び附則第5条に規定される範囲内で次に掲げる方法により行うものとする。

1. 次に掲げる有価証券若しくは有価証券とみなされる権利又はこれらに係る標準物（（15）に規定するものをいう。）の売買（デリバティブ取引（金融商品取引法に掲げるもののうち国家公務員共済組合法施行令に規定されるものに限る。9において同じ。）に該当するものについては、1及び3に掲げる方法による運用に係る損失の危険の管理を目的として行うものに限る。）

（1）国債証券

（2）地方債証券

（3）特別の法律により法人の発行する債券（（4）及び（7）に掲げるものを除く。）

（4）資産の流動化に関する法律に規定する特定社債券

（5）社債券（相互会社の社債券を含む。）

（6）投資信託及び投資法人に関する法律に規定する投資信託又は外国投資信託の

## 受益証券

- (7) 投資信託及び投資法人に関する法律に規定する投資証券、新投資口予約権証券若しくは投資法人債券又は外国投資証券
- (8) 貸付信託の受益証券
- (9) 資産の流動化に関する法律に規定する特定目的信託の受益証券
- (10) コマーシャル・ペーパー（金融商品取引法第2条第1項第15号に掲げる有価証券）
- (11) 外国の者の発行する証券又は証書で銀行業を営む者その他の金銭の貸付けを業として行う者の貸付債権を信託する信託の受益権又はこれに類する権利を表示するもの（金融商品取引法第2条第1項第18号に掲げる有価証券）
- (12) 譲渡性預金（払戻しについて期限の定めがある預金で、指名債権でないものをいう。）の預金証書のうち、外国法人が発行するもの（金融商品取引法施行令第1条第1号に掲げる証券又は証書）
- (13) 学校債券（金融商品取引法施行令第1条第2号に掲げる証券又は証書）
- (14) 外国又は外国の者の発行する証券又は証書で（1）から（5）まで又は（8）から（10）までに掲げる証券又は証書の性質を有するもの
- (15) （1）から（14）までに掲げる有価証券について、金融商品取引所が、市場デリバティブ取引を円滑化するため、利率、償還期限その他の条件を標準化して設定した標準物（6において「標準物」という。）
- (16) （1）から（15）までに掲げる有価証券に表示されるべき権利であって、金融商品取引法第2条第2項の規定により有価証券とみなされるもの
- (17) 金融商品取引法及び投資事業有限責任組合契約に関する法律に定められる権利のうち国家公務員共済組合法施行令に規定される権利であって有価証券とみなされる次に掲げるもの。
  - ① 株式会社の設立に際して発行する株式及び企業組合の設立に際しての持分
  - ② 株式会社の発行する株式及び新株予約権並びに企業組合の持分
  - ③ 指定有価証券（次に掲げるものに限る。）
    - イ 出資証券
    - ロ 優先出資証券
    - ハ 優先出資証券及び新優先出資引受権を表示する証券
    - ニ 株券、新株予約権証券及びイからハまでに掲げる有価証券並びにホに掲げる権利に係るオプションを表示する証券及び証書
    - ホ イからハまでに掲げる有価証券に表示されるべき権利であって、金融商品取引法第2条第2項の規定により有価証券とみなされるもの
  - ④ 外国法人の発行する株式、新株予約権及び指定有価証券（③イからホまでに掲げるものに限る。）並びに外国法人の持分並びにこれらに類似するもの

- 2. 預金又は貯金（国家公務員共済組合法施行令第9条の3第1項第2号の規定により財務大臣が定めるものに限る。）

3. 信託会社又は信託業務を営む金融機関（以下、併せて「信託会社」という。）への信託。ただし、運用方法を特定するものにあつては、次に掲げる方法により運用するものに限る。
- (1) 1、2 及び 5 から 9 までに掲げる方法
  - (2) コール資金の貸付け又は手形の割引
  - (3) 金融商品取引業者（金融商品取引法第 2 条第 9 項に規定する金融商品取引業者をいう。）との投資一任契約（同法同条第 8 項第 1 2 号ロに規定する契約をいう。）であつて連合会が同号ロに規定する投資判断の全部を一任することを内容とするものの締結
4. 組合員（長期給付の対象となるものに限る。第 1 3 章において同じ。）を被保険者とする生命保険（組合員の所定の時期における生存を保険金の支払事由とするものに限る。）の保険料の払込み
5. 1 により取得した有価証券（1（1）から（5）まで及び（1 4）に掲げる有価証券に限る。）の株式会社商工組合中央金庫、株式会社日本政策投資銀行、農林中央金庫、全国を地区とする信用金庫連合会、金融商品取引法第 2 条第 9 項に規定する金融商品取引業者（同法第 2 8 条第 1 項に規定する第一種金融商品取引業を行う者（同法第 2 9 条の 4 の 2 第 9 項に規定する第一種少額電子募集取扱業者を除く。）に限る。）、同法第 2 条第 3 0 項に規定する証券金融会社及び貸金業法施行令第 1 条の 2 第 3 号に掲げる者に対する貸付け
6. 債券オプション（次に掲げる権利をいう。）の取得又は付与（1 及び 3 に掲げる方法による運用に係る損失の危険の管理を目的として行うものに限る。）
- (1) 金融商品取引所の定める基準及び方法に従い、当事者の一方の意思表示により当事者間において債券（標準物を含む。）の売買契約を成立させることができる権利
  - (2) 債券の売買契約において、当事者の一方が受渡日を指定できる権利であつて、一定の期間内に当該権利が行使されない場合には、当該売買契約が解除されるもの（外国で行われる取引に係る売買契約に係るものを除く。）
7. 先物外国為替（外国通貨をもつて表示される支払手段であつて、その売買契約に基づく債権の発生、変更又は消滅に係る取引を当該売買契約の契約日後の一定の時期に一定の外国為替相場により実行する取引の対象となるものをいう。）の売買（1 から 3 までに掲げる方法による運用に係る損失の危険の管理を目的として行うものに限る。）
8. 通貨オプション（当事者の一方の意思表示により当事者間において外国通貨を

もって表示される支払手段の売買取引を成立させることができる権利をいい、金融商品取引法に規定される市場デリバティブ取引及び外国市場デリバティブ取引のうち国家公務員共済組合法施行令で規定されるものをいう。)の取得又は付与(1から3までに掲げる方法による運用に係る損失の危険の管理を目的として行うものに限る。)

9. 1及び6から8に定めるもののほか、金融商品取引法に掲げるもののうち国家公務員共済組合法施行令で規定されるデリバティブ取引であって有価証券指標(株式に係るものに限る。)に係るものの売買(1から3までに掲げる方法による運用に係る損失の危険の管理を目的として行われるものに限る。)

10. 1(17)に定める運用を行う場合に必要な要件等は、別に定める。

11. 1及び3並びに6から9に定める運用方法を行う場合に必要な詳細事項等は、別に定める。

12. 財政融資資金への預託

13. 不動産(あらかじめ財務大臣の承認を受けたものに限る。)の取得、譲渡又は貸付け

14. 組合に対する資金の貸付け

15. 連合会の他の経理単位(退職等年金経理を除く。)に対する資金の貸付け

## 第2節 信託会社への信託

第1節3に規定する信託会社への信託の種類は、次のとおりとする。

### 1. 包括信託

単独運用信託であり、運用方法を指定するもの及び運用方法を特定するものが認められる。委託運用及び自家運用(運用方法を特定するものに限る。)いずれでも運用可能である。

### 2. 有価証券の信託

運用の効率化のために自家保有有価証券(第1節1に規定する有価証券)を有価証券の信託により貸し付けることができる。

## 【遵守状況】

○ KKRは、法令並びに管理運用の方針に定める投資対象資産及び運用方法以外での

運用は行っていない。

- KKRは、委託運用において、単独運用指定包括信託及び特定包括信託を併用している。自家運用においても、国内債券の管理運用について特定包括信託を活用している。なお、自家運用保有債券の有価証券の信託による貸付けは、実施していない。

### (23) 自家運用

#### 【管理運用の方針】

#### 第10章 自家運用

##### 第1節 自家運用の基本的方針

連合会は、積立金の安全かつ効率的な運用に資するため、積立金の一部について自ら管理運用業務を行う。この自家運用に当たっては、短期運用及び長期運用（円建て及び外貨建て）の別に、次の基本的方針に基づき管理及び運用を実行するものとし、必要な詳細事項等は、別に定める。

##### 1. 短期運用

短期運用は、主として年6回の年金の支給に関する原資の運用であって、月次の資金計画に基づき、安全性及び流動性を最優先に確保した上で、運用可能期間及び短期金利の動向を勘案し、有利運用に努める。

なお、短期運用の手元資金は、必要最小限にとどめるものとし、また、ペイオフのリスクを十分考慮する。

##### 2. 長期運用（円建て及び外貨建て）

長期運用（円建て及び外貨建て）は、安全性及び流動性を考慮しつつ、表面利率、取得単価、残存期間及び金利動向等を勘案の上、長期的に有利な運用に努める。

#### 【遵守状況】

- KKRは、管理積立金の一部（国内債券、財投預託金及び短期資産等）について、自ら管理運用業務を行っている。
- KKRは、短期運用について、手元資金は最小限に留めることとしており、投資委員会において月次の資金計画を検討、確認している。取引金融機関については、一定の基準を内規で規定し、それに基づいてペイオフリスク管理を行い、短期資金の管理運用を実施している（「(9) 流動性の確保」参照）。
- KKRは、長期運用について、安全性及び流動性を考慮しつつ、表面利率、取得単価、残存期間及び金利動向等を勘案の上長期的に有利な運用に努めることとしている。

## 【管理運用の方針】

### 第10章 自家運用

#### 第2節 長期運用（円建て）における管理運用上の留意事項

連合会は、長期運用（円建て）においては、国債、地方債、特別の法律により法人の発行する債券等、円建ての債券（預託金を含む。）を主な投資対象とし、次の事項に留意して管理及び運用を行うものとする。

##### 1. 国債標準物

ヘッジを目的とする先物取引を投資対象とする。先物取引に当たっては、別に定める要領に基づき、取引を実行する。

##### 2. 特定社債券

別表3に定める格付機関（以下「格付機関」という。）からA格以上の格付を取得した特定社債券を投資対象とする。特定社債券は、未だ市場規模が小さいこと、流動性に劣後すること等十分考慮した上で投資を実行する。

ただし、連合会がオリジネーターである特定社債券については、この限りでない。

##### 3. 国内社債券（金融債を含む。）

担保付債券又は格付機関からBBB格以上の格付を取得した債券（格付のない銘柄については、その発行体又は保証機関がBBB格以上の格付）を投資対象とする。原則として公募債を対象とするが、非公募債の場合は、流動性の確保に留意した上で取得する。

債券の取得後に、格付機関の格付がBBB格未満となった場合は、発行体の債務不履行リスク等に十分留意することとし、必要であれば売却等の手段を講じる。

##### 4. 公社債投資信託の受益証券

公社債投資信託とは、株式を全く組み入れない公社債を中心に運用する証券投資信託であり、主に短期運用の投資対象とする。

##### 5. 貸付信託の受益証券

格付機関からA格以上の格付を取得した信託銀行の貸付信託の受益証券を投資対象とする。

受益証券の取得後に、格付機関の格付がA格未満となった場合は、銀行の債務不履行リスク等に十分留意することとし、必要であれば売却等の手段を講じる。

##### 6. 外国又は外国法人の発行する証券（国債、地方債、特別の法律により法人の発行する債券（金融債を除く。）又は2から4までに規定する有価証券に相当する外国

債)

格付機関から BBB 格以上の格付を取得したもの（格付のない銘柄については、その発行体又は保証機関が BBB 格以上の格付）を投資対象とする。原則として公募債を対象とするが、非公募債の場合は、流動性の確保に留意した上で取得する。

債券の取得後に、格付機関の格付が BBB 格未満となった場合は、発行体の債務不履行リスク等に十分留意することとし、必要であれば売却等の手段を講じる。

## 7. 流動性の確保

購入する債券は、流動性に十分配慮する。

## 8. 集中投資の制約

国債、地方債又は特別の法律により法人の発行する債券（金融債を除く。）以外の債券（次項において「制約対象債券」という。）を取得する場合には、同一の発行体が発行した債券への投資額は、円貨建て債券保有総額及び預託金残高（時価総額とする。以下同じ。）の合計額の 10%を超えないものとする。

この割合を超えることとなった場合は、可及的速やかに売却等の手段を講じるものとするが、資産売却等に係る運用損失の発生を最小限にとどめるよう留意する（この取扱いは、以下本章において一定割合の保有制限を定めている場合、同様とする。）。

## 9. 格付低下債券の保有制限

制約対象債券の取得後に格付機関の格付がそれぞれ BBB 格未満となった債券（以下本項において「格付低下債券」という。）について保有を継続する場合には、同一の発行体が発行した債券への投資額は、円貨建て債券保有総額及び預託金残高の 5%を超えないものとする。

また、この場合、格付低下債券の合計額が円貨建て債券保有総額及び預託金残高の 10%を超えないものとする。

## 10. 仕組債への対応

仕組債については、その仕組み上、発行体の信用リスク要因以外の要因では元本毀損（元本償還期限の延長及び支払金利の減額等の方法により実質的に元本が毀損すると考えられる場合を含む。）が発生しないもので、金利リスク及び通貨リスクのみを内包するものに限り投資対象とすることとし（注）、その合計額は、円貨建て債券保有総額及び預託金残高の合計額の 5%を超えないものとする。

なお、仕組債のリスクエクスポージャーについては、常時、把握に努めることとし、許容し得ないリスク負担が想定される場合は、仕組債の売却等適切な対応を行う。

（注）エクイティリスク、クレジットリスク及びコモディティリスクを内包する仕組債は、投資対象外とする。

## 1 1. 預託金

預託に当たっては、満期時期が集中しないように満期日の分散に努める。

## 1 2. 貸付金

### (1) 福祉経理（貸付経理を除く。）に対する貸付金

#### ① 貸付けの実行

貸付目的の正当性、貸付金額の合理性、返済計画の確実性、回収可能性等必要な審査を実施の上貸付けを実行する。

#### ② 貸付金の管理

貸付金が全額償還されるまでの間は、元利金の回収状況及び事業収支の動向等貸付先である福祉経理等の経営状況を管理し、併せて実質的な担保である貸付目的不動産等の保全状況に留意する。その際、問題ある場合は適切な対応を行う。

また、管理は、別に定める要綱等に基づき適切に運営する。

### (2) 組合の貸付経理に対する貸付金

#### ① 貸付けの実行

組合員に対する住宅貸付及び普通貸付等の原資となる組合の貸付経理に対する貸付金は、その趣旨を勘案して取り扱う。

#### ② 貸付金の管理

管理は、別に定める要綱等に基づき適切に運営する。

#### ③ 貸付債権の流動化・証券化

金利変動リスク、非流動性資産の運用におけるリスクの低減や回避を図る観点から、貸付債権の流動化・証券化を実施し、組合貸付残高のオフバランス化を検討することとする。

### (3) 経過的長期経理に対する貸付金

貸付けの実行及び管理は、個別に取扱方法を定め、適切に運営する。

## 1 3. 投資不動産

### (1) 国等に対する貸付けを目的とするもの

#### ① 取得

不動産の取得は、国の予算に従う。

#### ② 譲渡

不要決定された不動産の譲渡については、別に定める要綱等に基づき行うこととする。

#### ③ 管理

管理は、別に定める要綱等に基づき適切に運営する。



(2) 福祉経理等に対する貸付けを目的とするもの

① 取得

取得目的の正当性、投資金額の合理性及び投資額の回収可能性等必要な審査を実施の上取得を実行する。

② 管理

投資期間中は、当該不動産の保全状況、投資額の回収状況及び貸付先である経理単位の事業収支の動向の把握等必要な管理を実施し、問題ある場合は適切な対応を行う。

また、管理は、別に定める要綱等に基づき適切に運営する。

**第3節 長期運用（外貨建て）における管理運用上の留意事項**

連合会は、長期運用（外貨建て）においては、外国又は外国法人の発行する証券等、外貨建ての債券を主な投資対象とし、次の事項に留意して管理及び運用を行うものとする。

1. 国又は国内法人の発行する外貨建て証券（国債、地方債、特別の法律により法人の発行する債券（金融債を除く。）又は第10章第2節2から4までに規定する有価証券に相当する外貨建て国内債（金融債を含む）。）

格付機関から BBB 格以上の格付を取得したもの（格付のない銘柄については、その発行体又は保証機関が BBB 格以上の格付）を投資対象とする。原則として公募債を対象とするが、非公募債の場合は、流動性の確保に留意した上で取得する。

債券の取得後に、格付機関の格付が BBB 格未満となった場合は、発行体の債務不履行リスク等に十分留意することとし、必要であれば売却等の手段を講じる。

2. 外国又は外国法人の発行する外貨建て証券（国債、地方債、特別の法律により法人の発行する債券、又は第10章第2節2から4までに規定する有価証券に相当する外貨建て外国債。）

格付機関から BBB 格以上の格付を取得したもの（格付のない銘柄については、その発行体又は保証機関が BBB 格以上の格付）を投資対象とする。原則として公募債を対象とするが、非公募債の場合は、流動性の確保に留意した上で取得する。

債券の取得後に、格付機関の格付が BBB 格未満となった場合は、発行体の債務不履行リスク等に十分留意することとし、必要であれば売却等の手段を講じる。

3. 流動性の確保

購入する債券は、流動性に十分配慮する。

4. 集中投資の制約

外国又は外国法人の発行する外貨建て証券（国債、地方債、特別の法律により法

人の発行する債券) 以外の債券 (次項において「制約対象債券」という。) を取得する場合には、同一の発行体が発行した債券への投資額は、外貨建て債券保有総額 (時価総額とする。以下同じ。) の 10 % を超えないものとする。

この割合を超えることとなった場合は、可及的速やかに売却等の手段を講じるものとするが、資産売却等に係る運用損失の発生を最小限にとどめるよう留意する。

#### 5. 格付低下債券の保有制限

制約対象債券の取得後に格付機関の格付がそれぞれ BBB 格未満となった債券 (以下本項において「格付低下債券」という。) について保有を継続する場合には、同一の発行体が発行した債券への投資額は、外貨建て債券保有総額の 5 % を超えないものとする。

また、この場合、格付低下債券の合計額が外貨建て債券保有総額の 10 % を超えないものとする。

### 【遵守状況】

- KKR は、管理運用の方針において国内社債については BBB 格以上、特定社債については A 格以上の格付けを取得した債券を投資対象としているが、令和 3 年度において格付基準に抵触するものはなかった。
- KKR は、同一の発行体が発行した債券への投資額は、各債券保有総額の 10 % 以下とすることとしているが、令和 3 年度において基準を超えるものはなかった。
- KKR は、制約対象債券の取得後に格付機関の格付がそれぞれ BBB 格未満となった債券 (以下、「格付低下債券」という。) について、保有を継続する場合には同一の発行体が発行した債券への投資額を各債券保有総額の 5 % 以下としているが、令和 3 年度において基準を超えるものはなかった。  
また、格付低下債券の合計額を各債券保有総額の 10 % 以下としているが、令和 3 年度において基準を超えるものはなかった。
- KKR は、仕組債について、発行体の信用リスク要因以外の要因では元本毀損 (元本償還期限の延長及び支払金利の減額等の方法により実質的に元本が毀損すると考えられる場合を含む。) が発生しないもので金利リスク及び通貨リスクのみを内包するものに限り投資対象としており、その合計額を円貨建て債券保有総額及び財投預託金残高の合計額の 5 % 以内としているが、令和 3 年度においては保有していない。
- KKR は、財投預託金について、新規の預託は行っていないが、令和 3 年度末において保有しているものについては、今後の年金定期支給に合わせて満期日を分散させている。

**【管理運用の方針】**

**第 10 章 自家運用**

**第 4 節 取引金融機関**

連合会は、自家運用に係る取引先としての銀行及び証券会社、短期資産の運用先としての銀行及び証券会社を選定する場合等には、別に定める基準及び方法によるものとする。

**【遵守状況】**

- KKRは、取引金融機関の選定については、内規で基準及び方法を策定済みである。
- 当該基準及び方法に基づき、公募による取引先としての銀行及び証券会社等の選定・登録を実施し、取引先について公表している。また、短期資産の運用先についても、当該基準及び方法に基づき選定し、適切に取引先の管理を実施している。

**【管理運用の方針】**

**第 10 章 自家運用**

**第 5 節 合同運用**

連合会は、積立金について、効率的な運用の観点から、経過的長期給付積立金及び退職等年金給付積立金との間で、国家公務員共済組合法施行規則第 85 条の 11 及び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の施行及び国家公務員の退職給付の給付水準の見直し等のための国家公務員退職手当法等の一部を改正する法律の一部の施行に伴う国家公務員共済組合法による長期給付等に関する経過措置に関する省令第 4 条に定めるところにより、合同運用を行うことができる。

**【遵守状況】**

- KKRは、令和 3 年度においては、管理積立金とKKRの他の年金積立金（経過的長期給付積立金及び退職等年金給付積立金）との間で合同運用は実施していない。

**【管理運用の方針】**

**第 10 章 自家運用**

**第 6 節 自家運用の評価及び運用元本の変更**

連合会は、自家運用の評価について、第 12 章第 3 節の規定に基づき行う運用受託機関の評価の結果と相対比較を行うこととし、原則として時間加重収益率により算出した収益率とベンチマーク収益率を比較することにより定量的評価を行う。

なお、必要があると認める場合は、自家運用と委託運用間において元本の異動を

行うものとする。

#### 【遵守状況】

- KKRの令和元年度における自家運用のベンチマーク収益率の確保状況については、「(14) 運用の状況の評価」を参照。
- KKRの財投預託金の評価については、「(14) 運用の状況の評価」を参照。
- KKRは、委託運用において国内債券に投資していないことから、自家運用について運用受託機関の評価の結果（国内債券）との比較評価は行っていない。

#### 【管理運用の方針】

##### 第10章 自家運用

##### 第7節 資産管理機関の受託者責任

連合会は、資産管理機関に積立金の管理を委託するに当たっては、当該資産管理機関が積立金の管理を受託するに際し、専門家としての慎重な注意を払うとともに、法令及び連合会と締結した契約その他の規程を遵守し、専ら受益者たる連合会の利益に対してのみ忠実に最善の努力を果たす義務を負うことを契約書上に明確に記載させるものとする。

#### 【遵守状況】

- KKRは、自家運用においては、資産管理機関の受託者責任について、契約書上に記載している。

#### 【管理運用の方針】

##### 第10章 自家運用

##### 第8節 資産管理機関の法令等の遵守

連合会は、資産管理機関に対して、管理ガイドラインを提示するものとし、法令、契約書、本管理運用の方針及び当該管理ガイドラインに規定する事項を遵守させるものとする。

#### 【遵守状況】

- KKRは、自家運用においては、資産管理機関に対し、管理ガイドラインを提示し、法令等を遵守させて管理運用を行っている。

## 【管理運用の方針】

### 第10章 自家運用

#### 第9節 資産管理上の遵守事項

連合会は、資産管理機関に対して、当該資産管理機関が受託資産を自己資産から明確に区分して管理するとともに、保有有価証券の管理及び資金の決済等に当たっては細心の注意を払うように指示する。また、再委託先の選択に当たっては、信用リスク、事務管理能力及びコスト等に十分留意させる。

## 【遵守状況】

○ KKRは、自家運用において、資産管理機関に対して管理ガイドラインを提示し、

- ・ 信託財産を自己資産から明確に区分して管理する分別管理
  - ・ 再委託先の選択に当たっては、信用リスク、事務管理能力及びコスト等に十分留意すること
- を規定している。

## 【管理運用の方針】

### 第10章 自家運用

#### 第10節 報告事項

連合会は、資産管理機関に対して、積立金の管理及び運用等に関し、次のとおり連合会に報告等させるものとする。

##### 1. 積立金の管理に関する報告

資産管理機関は、残高状況、損益状況、取引状況及び費用状況等に係る積立金の管理に関して、毎月（ただし、連合会は、必要ある場合、別に指示することができる。）報告すること。

##### 2. その他の報告

資産管理機関は、法令、契約書、本管理運用の方針又は管理ガイドラインに反する行為があった場合には、直ちに連合会に対し書面にて報告を行い、連合会の指示に従うこと。

##### 3. 各種情報の提供

資産管理機関は、受託者責任を踏まえ、連合会の積立金の管理及び運用に関する各種情報を連合会に提供すること。

## 【遵守状況】

- KKRは、自家運用において、資産管理機関から毎月、残高状況、損益状況、取引状況及び費用状況等に係る積立金の管理に関して報告を受けている。
- 令和3年度において、資産管理機関からのコンプライアンスに抵触する重要な事項の報告はなかった。
- その他、令和3年度においては、資産管理機関からマーケット情報等の提供があった。

#### 【管理運用の方針】

#### 第10章 自家運用

##### 第11節 コスト管理

連合会は、資産管理機関に支払う手数料等の運用に関するコストについては、運用手法や管理手法に応じ、効率的かつ合理的な水準を実現するよう管理するものとする。

#### 【遵守状況】

- KKRは、自家運用において、資産管理機関に支払う管理コストが運用手法や管理手法に応じ効率的かつ合理的な水準となるよう管理を行っている。  
KKRが、令和3年度において、自家運用における資産管理機関に支払った管理コストは委託手数料率（投資元本に対する委託手数料の割合）で0.0003%である。

#### （24）信託による委託運用

#### 【管理運用の方針】

#### 第11章 信託による委託運用

##### 第1節 受託者責任

連合会は、包括信託の方法による運用（付随業務を含む。以下この章において同じ。）を行うに当たっては、運用受託機関等が連合会の積立金の管理及び運用を受託するに際し、専門家としての慎重な注意を払うとともに、法令及び連合会と締結した契約その他の規程を遵守し、専ら受益者たる連合会の利益に対してのみ忠実に最善の努力を果たす義務を負うことを契約書上に明確に記載させるものとする。

#### 【遵守状況】

- KKRは、委託運用においては、運用受託機関の受託者責任について、契約書上に記載させている。

### 【管理運用の方針】

#### 第 1 1 章 信託による委託運用

##### 第 2 節 法令等の遵守

連合会は、運用受託機関等に対して、運用ガイドライン又は管理ガイドラインを提示するものとし、法令、契約書、本管理運用の方針及び当該運用ガイドライン又は管理ガイドラインに規定する事項を遵守させるものとする。

### 【遵守状況】

- KKRは、委託運用においては、運用受託機関に対しては運用ガイドラインを、資産管理機関に対しては管理ガイドラインを、それぞれ提示し、法令等を遵守して管理運用を行わせるようにしている（運用受託機関等の遵守の状況の確認については後述）。

### 【管理運用の方針】

#### 第 1 1 章 信託による委託運用

##### 第 3 節 日本版スチュワードシップ・コードに関する事項

連合会は、第 7 章第 2 節に規定する日本版スチュワードシップ・コードに係る方針に基づき、運用受託機関に対して、「スチュワードシップ責任」を果たすための方針の公表を求めるとともに、投資先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」などを通じたスチュワードシップ活動について報告を受け、中長期的な観点で、それを評価することとする。

### 【遵守状況】

- KKRは、運用受託機関に対しては、スチュワードシップ責任を果たすための方針の公表を求めている。KKRは、全ての株式運用受託機関（運用再委任先を含む）が、令和 2 年 3 月に金融庁が公表した再改訂日本版スチュワードシップ・コードについて対応する旨を公表済みであることを確認している。
- また、KKRは、運用受託機関に対して、企業価値向上に繋がるエンゲージメントの事案について、投資先企業別に対話内容及び企業側の回答等の具体的な報告等を求めている。その内容としては、株主還元方針等の資本政策に関する事案、今後の事業戦略等のビジネスモデルやリスクに関する事案、社外取締役の兼任や独立性等のガバナンスほか ESG に関する事案等があり、継続的なエンゲージメントの実施や対話内容の充実等、運用機関と投資先企業との間で前向きな対応が行われていることを確認している。

KKRは、運用受託機関に対してミーティング等を通じてモニタリングを行うとともに、中長期的な観点から運用受託機関のスチュワードシップ活動の評価を継続して

行っている。

#### 【管理運用の方針】

### 第 1 1 章 信託による委託運用

#### 第 4 節 議決権行使

連合会は、運用受託機関に対して、運用委託資産を構成する株式に係る議決権については、連合会から特段の指図がない限り、専ら連合会の経済的利益の増大を図る目的で行使するよう指示する。

その場合、運用受託機関に対して議決権行使に関する方針や行使状況について報告を求めることとする。

また、議決権行使に関する方針等を開示する。

#### 【遵守状況】

- KKRは、議決権行使については、実質的な株主としてのコーポレートガバナンス（企業統治）の考え方を定めることとして、「コーポレートガバナンス原則」（平成17年6月15日制定、平成27年10月1日改正）を制定し、公表している。

また、議決権の行使については、運用委託機関にその執行業務を委任しており、具体的には、KKRが定める「議決権行使に係るガイドライン」（平成17年6月15日制定）に従い、運用受託機関から各々の議決権行使ガイドラインの提出を受けたうえ、毎年度の株主議決権の行使状況について報告を求め、その取組を確認している。

- KKRは、令和3年度において、運用受託機関より議決権行使状況についての報告を受け、ミーティングを実施した。KKRの「議決権行使に係るガイドライン」を踏まえ、ガイドラインの整備状況、行使体制、行使状況の点から評価した結果、議決権行使の取組は概ね適切であることを確認している。
- また、令和3年度においては、フォルクスワーゲンAG等、東芝、BHP Billitonに関して、集団訴訟が継続中である。

#### 【管理運用の方針】

### 第 1 1 章 信託による委託運用

#### 第 5 節 資産運用上の遵守事項

連合会は、運用受託機関に対して、次の事項を遵守するように指示する。

##### 1. 運用スタイルの明確化

運用受託機関が資産区分ごとの運用方針及びそれに基づく運用スタイルを連合会に対し文書により明らかにし、これを変更する場合は、その旨を予め連合会に文書で通知し、協議すること。



## 2. 運用目標

運用受託機関が自らの運用スタイルから想定されるリスクの下、時価収益率の向上に最大限の努力を行うこと。

## 3. 運用対象資産の組入比率

運用ガイドラインに基づく運用対象資産の組入比率。

## 4. 分散投資の原則

公社債については、発行体及び残存期間等の適切な分散化を図ること。株式については、業種及び銘柄について適切な分散化を図ること。また、外貨建資産については、さらに投資対象国及び通貨について適切な分散化を図ること。

## 5. 単独運用の原則

原則として、他の委託者の資産と合同で運用を行わず単独の運用とすること。ただし、合同運用口の運用方針が明確であり、かつ、その内容についてディスクロージャーが十分行われる場合は、合同運用とすることができるものとし、この場合、連合会の事前承認事項とすること。

## 6. 流動性の確保

資産全体の流動性を十分確保すること。なお、短期資金は、合理的理由がない限り最小限とすること。

## 7. 最良執行義務

有価証券等の売買取引を行う際は、各取引において連合会が負担するコストの総額及び受取代金の総額が、連合会にとって最も有利となるように証券会社等の選定及び取引手法の選択等を行い執行すること。

## 8. 資産売却時の留意点

連合会が行う資産配分、運用ガイドラインの変更及び契約の解除等に伴い、資産の売却が必要となった場合には、マーケット・インパクトも含め取引コストに細心の注意を払い、連合会にとって不利益にならないように最善を尽くすこと。

### 【遵守状況】

- KKRは、委託運用においては、運用受託機関に対し運用ガイドラインを提示し、運用スタイルの明確化、運用目標、運用対象資産の組入比率、分散投資の原則、単独運用の原則、流動性の確保、最良執行義務、資産売却時の留意点の各項目の遵守について指示している。

- 令和3年度において、それらの項目について、運用ガイドラインを逸脱する運用受託機関の投資行動はなかった。

**【管理運用の方針】**

**第11章 信託による委託運用**

**第6節 資産管理上の遵守事項**

連合会は、資産管理機関に対して、当該資産管理機関が受託資産を自己資産から明確に区分して管理するとともに、保有有価証券の管理及び資金の決済等に当たっては細心の注意を払うように指示する。また、再委託先の選択に当たっては、信用リスク、事務管理能力及びコスト等に十分留意させる。

**【遵守状況】**

- KKRは、委託運用において、資産管理機関に対して管理ガイドラインを提示し、
- ・ 信託財産を自己資産から明確に区分して管理する分別管理
  - ・ 再委託先の選択に当たっては、信用リスク、事務管理能力及びコスト等に十分留意すること

を規定している。

**【管理運用の方針】**

**第11章 信託による委託運用**

**第7節 運用状況の報告等**

連合会は、運用受託機関等に対して、積立金の管理及び運用等に関し、次のとおり連合会に報告等させるものとする。

**1. 積立金の管理及び運用に関する報告**

運用受託機関等は、次に掲げる事項を、毎月（ただし、連合会は、必要ある場合、別に指示することができる。）報告すること。

- （1）残高状況、損益状況、取引状況及び費用状況等に係る積立金の管理に関する報告
- （2）パフォーマンス状況及びポートフォリオ状況等に係る積立金の運用に関する報告

**2. 運用状況及び各種分析結果等の報告**

積立金の運用状況等の報告について、運用受託機関等は、パフォーマンスの分析結果、運用環境分析結果等を定期的に報告するとともに、運用に関する重要事項等についての協議を行うこと。

### 3. その他の報告

運用受託機関等は、法令、契約書、本管理運用の方針又は運用ガイドライン等に反する行為があった場合には、直ちに連合会に対し書面にて報告を行い、連合会の指示に従うこと。

### 4. 各種情報の提供

運用受託機関等は、受託者責任を踏まえ、連合会の積立金の管理及び運用に関する各種情報を連合会に提供すること。

## 【遵守状況】

- KKRは、委託運用における運用受託機関の管理について、毎月、運用実績やリスクの状況等について報告を求め、運用ガイドラインの遵守状況を確認するとともに、概ね四半期毎に定期ミーティングを開催し、運用状況の報告を受け、また改善点についての協議を適宜実施することにより行っている。
- 令和3年度において、運用受託機関等からコンプライアンスに抵触する重大な事項の報告はなかった。
- また、KKRは、運用受託機関から国内外市場動向及びESG投資等についての情報提供を受けている。

## 【管理運用の方針】

### 第11章 信託による委託運用

#### 第8節 運用等コスト管理

連合会は、運用受託機関等に支払う手数料等の運用に関するコストについては、運用手法や管理手法に応じ、効率的かつ合理的な水準を実現するよう管理するものとする。

## 【遵守状況】

- KKRは、委託運用において、運用コストが運用手法に応じ合理的となるよう管理を行っている。
- 令和3年度の委託運用における委託手数料は以下のとおりである。

(単位：億円、%)

|      | 令和3年度 |        |
|------|-------|--------|
|      | 委託手数料 | 委託手数料率 |
| 国内債券 | 0.2   | 0.28   |
| 国内株式 | 11.4  | 0.06   |
| 外国債券 | 3.0   | 0.02   |
| 外国株式 | 17.1  | 0.08   |

(注) 国内債券の委託手数料はオルタナティブ資産に係るものである。

- KKRは、運用コストの水準について、運用資産、運用スタイル、運用手法毎に手数料水準についてファンド間で比較している。

## (25) 運用受託機関等の選定及び評価

### 【管理運用の方針】

#### 第12章 運用受託機関等の選定及び評価等に関する事項

##### 第1節 運用受託機関の選定

連合会は、運用受託機関の選定に当たっては、当該運用受託機関の①経営理念、経営内容及び社会的評価、②国内における過去の年金運用の実績、③運用方針及び運用スタイル、④運用体制及び情報収集体制、⑤運用担当者の能力及び経験、⑥年金制度に対する理解度、⑦法令遵守に係る状況及び体制、⑧過去の解約事例及びその理由等を十分審査して行う。

### 【遵守状況】

- KKRの全資産のファンドにおいては、マネージャー・エントリー制（投資対象となる分野ごとに一定の条件を満たす運用先候補を予め募集、登録を行い、委託先の追加や入れ替えを随時実施する仕組み）を導入している。これにより、様々な運用手法の迅速な情報収集に加え、より柔軟な運用機関選定が可能となっている。

令和3年度は、国内株式・外国債券・外国株式アクティブ運用マネージャーについて、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実施及びマネージャー・エントリーファンドのモニタリングを行ったほか、国内株式・外国債券・外国株式パッシブ運用マネージャーについても見直しを実施した。

- オルタナティブ投資についてもマネージャー・エントリー制による公募を実施しており、平成30年度より、国内不動産ファンドに関する運用受託機関を選定し、分散投資の推進や安定的な収益の獲得を目的に、私募リート（国内不動産）への投資を実施している。また、令和3年12月より、新たに海外不動産を募集対象とした。

### 【管理運用の方針】

## 第 1 2 章 運用受託機関等の選定及び評価等に関する事項

### 第 2 節 資産管理機関の選定

連合会は、資産管理機関の選定に当たっては、当該資産管理機関の①経営理念、経営内容及び社会的評価、②国内における年金管理の実績、③システム対応状況、④格付の状況等を十分審査して行う。

### 【遵守状況】

- KKRは、資産管理機関の選定について、①経営理念、経営内容及び社会的評価、②国内における年金管理の実績、③システム対応状況、④格付の状況等を十分審査して行っている。
- KKRでは、令和3年度においては、この結果等に基づき、契約を継続することが適当との結論となった。
- この他、トランジション・マネージャーについても、資産管理機関と同様の方法により評価を行い、1ファンドを解約した。

### 【管理運用の方針】

## 第 1 2 章 運用受託機関等の選定及び評価等に関する事項

### 第 3 節 運用受託機関の評価

連合会は、運用受託機関の運用実績及び投資行動について、定期的に、原則として定量的評価に定性的評価を加えて総合的に評価を行う。

#### 1. 定量的評価

収益率は、原則として時間加重収益率によって算出することとし、運用上のリスクは、ベンチマークに対する標準偏差（トラッキングエラー）によって算出する。

定量的評価は、当該収益率とベンチマークを比較することにより行うほか、当該収益率に基づき運用スタイルを同じにする運用受託機関相互間での比較評価を行う。

なお、ベンチマークに追随する運用を行う運用受託機関の評価は、トラッキングエラーの大小及び安定性を考慮する。

#### 2. 定性的評価

組織、投資方針、リスク管理、運用能力及びプレゼンテーション能力等に関する

評価を行うこととし、その際、運用スタイルと実際の投資行動との整合性についても考慮する。

## 【遵守状況】

- KKRは、運用受託機関の評価について、定性的評価（組織、投資方針（運用哲学）、運用能力及びリスク管理等）及び定量的評価（超過収益率及びインフォメーションレシオ（いずれもアクティブ運用のみ））により総合評価を行っており、令和3年度においては、中長期的な視点からの評価に基づき国内株式パッシブファンドを1ファンド、国内株式アクティブファンド（政策ベンチマーク以外のインデックス運用を含む）を9ファンド、外国株式アクティブファンドを3ファンド解約し、それぞれ既存の運用受託機関へ追加投資を行った。外国債券については、ポートフォリオの見直しを行い、パッシブファンドを1ファンド、アクティブファンドを6ファンド解約し、新たに5契約を開始した。また、令和4年4月1日付で政策ベンチマークをMSCI KOKUSAIからMSCI ACWI（除く日本）へ変更することに合わせ、既存のインデックス運用を統合した。

## 【管理運用の方針】

### 第12章 運用受託機関等の選定及び評価等に関する事項

#### 第4節 委託元本の変更等

##### 1. 評価に基づく委託元本の変更等

連合会は、本章第3節の運用の評価を行った結果に基づいて、運用受託機関への委託元本の変更、運用ガイドラインの変更又は委託契約の解約等を行う。

##### 2. 政策的に行う委託元本の変更等

連合会は、連合会全体の資産構成の修正を行う場合又は運用受託機関の構成の変更を行う場合等においては、運用受託機関への委託元本の変更、運用ガイドラインの変更又は委託契約の解約等を行う。

##### 3. その他

連合会は、運用受託機関が法令、契約書、本管理運用の方針又は運用ガイドライン等に違反したと認められる場合、その他積立金の運用上重大な問題が生じた場合等においては、積立金の安全確保のため、直ちに運用受託機関への委託元本の変更、運用ガイドラインの変更又は委託契約の解約等を行う。

## 【遵守状況】

- KKRは、委託運用における運用受託機関の総合評価を実施した結果、令和3年度においては、中長期的な視点からの評価に基づき国内株式パッシブファンドを1ファン

ド、国内株式アクティブファンド(政策ベンチマーク以外のインデックス運用を含む)を9ファンド、外国株式アクティブファンドを3ファンド解約し、それぞれ既存の運用受託機関へ追加投資を行った。外国債券については、ポートフォリオの見直しを行い、パッシブファンドを1ファンド、アクティブファンドを6ファンド解約し、新たに5契約を開始した。また、令和4年4月1日付で政策ベンチマークをMSCI KOKUSAIからMSCI ACWI(除く日本)へ変更することに合わせ、既存のインデックス運用を統合した。

- KKRは、基本ポートフォリオを踏まえた資産移動のため、委託運用元本の変更を実施している。
- 委託運用における運用受託機関において、コンプライアンスに抵触すると認められる重大な事項はなかったことから、令和3年度においては、本件に係る解約はなかった。

#### 【管理運用の方針】

#### 第12章 運用受託機関等の選定及び評価等に関する事項

##### 第5節 資産管理機関の評価及び変更

連合会は、資産管理機関について、システム対応状況及び事務能力等の定性的評価を行うものとし、適性に問題がある場合は、資産管理機関の変更を行う。

また、連合会は、資産管理機関が法令、契約書、本管理運用の方針又は管理ガイドライン等に違反したと認められる場合、その他積立金の管理上重大な問題が生じた場合においては、積立金の安全確保のため、直ちに資産管理機関の変更を行う。

なお、格付機関の格付がBBB格未満となった資産管理機関については、資産管理機関の変更等も考慮する。

#### 【遵守状況】

- KKRは、資産管理機関の管理については、毎月、資産管理状況について報告を求め、資産管理ガイドラインの遵守状況を確認するとともに、現地調査やミーティング等において説明を受ける等の方法により行っている。
- KKRは、資産管理機関の評価については、①経営理念、経営内容及び社会的評価、②国内における年金管理の実績、③システム対応状況、④信用格付の状況等の項目による総合評価を行っており、令和3年度においては、この結果等に基づき、契約を継続することが適当との結論となった。トランジション・マネージャーについても、資産管理機関と同様の方法により評価を行い、1ファンドを解約した。
- また、令和3年度においては、格付機関の格付がBBB格未満となった資産管理機関はなかった。

## (26) 生命保険資産

### 【管理運用の方針】

#### 第13章 その他の運用

##### 第1節 生命保険資産

###### 1. 運用委託方法

組合員を被保険者とする生命保険（被保険者の所定の時期における生存を保険金の支払事由とするものに限る。）資産の委託運用は、団体生存保険の保険料の払込みとし、一般勘定又は特別勘定での運用委託とする。特別勘定のうち単独運用のものについては、第11章（信託による委託運用）に準拠する。

###### 2. 運用受託機関

生命保険資産の受託者である生命保険会社は、格付機関から BBB 格以上の保険財務格付を取得したものに限る。

### 【遵守状況】

- KKRは、令和3年度において生命保険資産は保有していない。

## (27) 有価証券の信託

### 【管理運用の方針】

#### 第13章 その他の運用

##### 第2節 有価証券の信託

###### 1. 運用委託方法

有価証券の信託は、保有有価証券の貸付けによる運用を目的とするものとし、安全性を確保することに留意しつつ、別に定める基準に従って実行する。

###### 2. 運用受託機関

信託会社のうち有価証券貸付業務の運用実績がある者から選定する。

### 【遵守状況】

- KKRは、令和3年度において有価証券の信託（保有有価証券の貸付けによる運用を目的とするもの）は実施していない。





## 第6章 その他管理積立金の管理及び運用に関する重要事項

### 1 KKRの業務の概要

KKRは、国家公務員等及びその遺族の生活の安定と福祉の向上に寄与するとともに、国家公務員等の職務の能率的運営に資するため、国共済法の規定に基づき、各省庁等の職員で組織された共済組合（以下「組合」という。）の事業のうち、次の事業に関する業務を実施している。

#### （１）厚生年金保険給付事業、退職等年金給付事業及び経過的長期給付事業

厚生年金保険給付、退職等年金給付、経過的長期給付とは、組合員の老齢・退職、障害若しくは死亡に関して、それぞれの事由により支給する老齢・退職年金、障害年金、遺族年金などの各種給付をいい、KKRではその決定及び支払、費用の計算、積立金の運用などの業務を実施している。

#### （２）福祉事業

組合員の福祉の増進に資するため、主に次の福祉事業に関する業務を実施している。

○ 医療事業

○ 宿泊事業

#### （３）その他の事業

上記事業のほか、国共済法附則及び他の法令に基づく事業に関する業務を実施している。

### 2 KKRの役職員

KKRの役職員は、令和4年3月末現在、役員は理事長1名、専務理事1名、常務理事5名、理事4名、常任監事2名及び監事1名の14名、職員は11,911名（本部345名）となっている。

### 3 KKRのガバナンス体制

KKRは、年金積立金の運用も含め、重要事項については、同数の労使代表からなる運営審議会の議を経ることが、国共済法において規定されており、組織としての意

思決定に際して、労使を含めた合議による議論を行っている。さらに、年金積立金の運用に関しては、学識経験者の専門家からなる資産運用委員会（理事長の諮問機関）において議論し、必要に応じて運営審議会において十分な説明を行っている。

このように、KKRのガバナンス体制は、識見の結集を図り、慎重かつ適切な意思決定を行うことができるものとなっている。

この他、コンプライアンスの推進や運用リスク管理の強化に取り組むことにより、適正な業務運営を確保するように努めている。

## （１）運営審議会

### （ｉ）設置

KKRの業務の適切な運営に資するため、国共済法に基づき、KKRに運営審議会を置くこととされている。

### （ii）審議事項等

①定款の変更、②運営規則の作成及び変更、③毎事業年度の事業計画並びに予算及び決算、④重要な財産の処分及び重大な債務の負担、⑤その他厚生年金保険給付等に関する事業、退職等年金給付に関する事業、経過的長期給付に関する事業及び福祉事業の運営に関する重要事項は、運営審議会の議を経なければならないとされている。

また、運営審議会は、理事長の諮問に応じて本会の業務に関する重要事項を調査審議し、又は必要と認める事項につき理事長に建議することができることとされている。

### （iii）運営審議会委員

国共済法に基づき、委員は組合及びKKRの業務その他組合員の福祉に関する事項について広い知識を有する組合員のうちから理事長が任命（１６人以内）し、また、委員の半数は組合員を代表する者とされている。

## （２）資産運用委員会

KKRは、厚生年金保険給付積立金、退職等年金給付積立金及び経過的長期給付積立金の管理及び運用を適確に行うため、理事長の諮問機関として資産運用委員会を設置している。委員会の委員は、外部の学識経験者８名以内で構成し、その他必要に応じて専門委員を置くことができ、委員及び専門委員は、KKR理事長が委嘱している。

委員会は、毎年度の事業計画、決算及び四半期毎の運用並びにリスク管理の状況

を議案として定時開催するものとし、その他必要に応じて随時開催することとしている。KKRは、積立金の管理及び運用に関する重要事項について、資産運用委員会から意見を聴き、または、助言を受けることとしている。

○ 資産運用委員会委員名簿

(令和3年11月1日現在)

|       |                                      |       |
|-------|--------------------------------------|-------|
| 臼杵 政治 | 公立大学法人名古屋市立大学大学院<br>経済学研究科教授         | 委員長代理 |
| 小野 正昭 | 年金数理人                                |       |
| 小幡 績  | 慶應義塾大学大学院経営管理研究科<br>(慶應ビジネススクール) 准教授 |       |
| 白須 洋子 | 青山学院大学経済学部教授                         |       |
| 神野 直彦 | 東京大学名誉教授                             | 委員長   |
| 菅原 周一 | 文教大学国際学部教授                           |       |
| 玉木 伸介 | 大妻女子大学短期大学部教授                        |       |
| 山崎 元  | 楽天証券(株) 経済研究所客員研究員                   |       |

(敬称略、五十音順)

○ 資産運用委員会の開催状況（令和３年４月以降）

|      | 開催日                            | 主な内容                                                                                                                                                                                                         |
|------|--------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 第８８回 | 令和３年６月２１日                      | (１) 令和２年度の運用状況について<br>(２) 運用リスク管理の状況（令和２年度末）について<br>(３) 令和２年度業務概況書について                                                                                                                                       |
| 第８９回 | 令和３年７月２２日<br>～８月４日<br>(持ち回り開催) | (１) 令和３年度第１四半期の運用状況について<br>(２) 運用リスク管理の状況（令和３年度第１四半期）について                                                                                                                                                    |
| 第９０回 | 令和３年１１月１日                      | (１) 令和３年度第２四半期の運用状況について<br>(２) 運用リスク管理の状況（令和３年度第２四半期）について<br>(３) その他 <ul style="list-style-type: none"> <li>・外国債券政策ベンチマーク（ＷＢＧＩ）中国国債組入れへの対応について</li> <li>・政策ベンチマークの在り方について</li> <li>・オルタナティブ投資について</li> </ul> |
| 第９１回 | 令和４年２月３日                       | (１) 運用の状況及び運用リスク管理の状況（令和３年度第３四半期）<br>(２) リバランス実務の考え方について<br>(３) アクティブ比率に関する確認<br>(４) 外国債券ポートフォリオのアクティブ水準の調整                                                                                                  |
| 第９２回 | 令和４年３月１１日                      | (１) 基本ポートフォリオの年次検証等<br>(２) 令和４年度事業計画<br>(３) 共済独自資産の取扱い<br>(４) 厚生年金保険給付積立金の管理運用の方針等の一部変更（案）                                                                                                                   |
| 第９３回 | 令和４年６月２２日                      | (１) 運用の状況及び運用リスク管理の状況（令和３年度）<br>(２) 令和３年度業務概況書について                                                                                                                                                           |

(３) ＫＫＲ内のガバナンス体制強化の取組

ＫＫＲでは、以下のような取組を行うことにより、適正な業務運営が確保されるよう努めている。

### (i) 投資委員会（月次開催）

積立金の運用における投資計画等を策定するに当たり、慎重な検討を行うため運用担当役員を委員長とする「投資委員会」を設置している。

### (ii) 運用リスク管理の強化

#### ○ 運用リスク管理室の新設

平成28年7月1日付けで、資金運用部への牽制機能を高めるために、資金運用部から独立した組織である「運用リスク管理室」を新設している。

#### ○ 運用リスク管理委員会

運用リスク管理業務を適切に行うため、「運用リスク管理方針」及び「運用リスク管理要領」を制定するとともに、「運用リスク管理委員会」を設置している。

運用リスク管理委員会は、理事長を委員長とし、四半期毎の運用リスク管理の状況等について定期的に、その他必要に応じて随時開催するものとしており、その審議内容については、外部の学識経験者で構成する資産運用委員会に適宜報告するものとしている。

また、資産運用委員会の助言を受けることで、専門家の知見を運用リスク管理業務に活かしている。

#### ○ 運用リスク検討会議（月次開催）

積立金の運用における各種リスクのモニタリング、運用リスク管理業務の機能強化を目的として、平成28年10月1日、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設置している。

#### ○ その他

リスク管理手法の高度化、あるいは運用対象となる金融商品の多様化に伴い、適宜適切に運用リスク管理項目の見直しを行い、運用リスク管理能力の強化に努めることとしている。

### (iii) コンプライアンスの推進

「コンプライアンス推進規程」を定め、コンプライアンスに関する重要事項を審議するコンプライアンス委員会（委員長は理事長、外部弁護士委員を含む。）を

設置するとともに、KKR全体のコンプライアンス推進を総括する責任者としてコンプライアンス統括責任者、KKR内の各部（室）における責任者としてコンプライアンス責任者を置いている。

組合員、利用者及び社会からの信頼を確保するため、全ての役職員を対象とする行動規範を定め、その周知徹底を図っている。

また、不正行為等の早期発見と是正を図り、もってコンプライアンスの強化に資するよう公益通報制度を整備している。

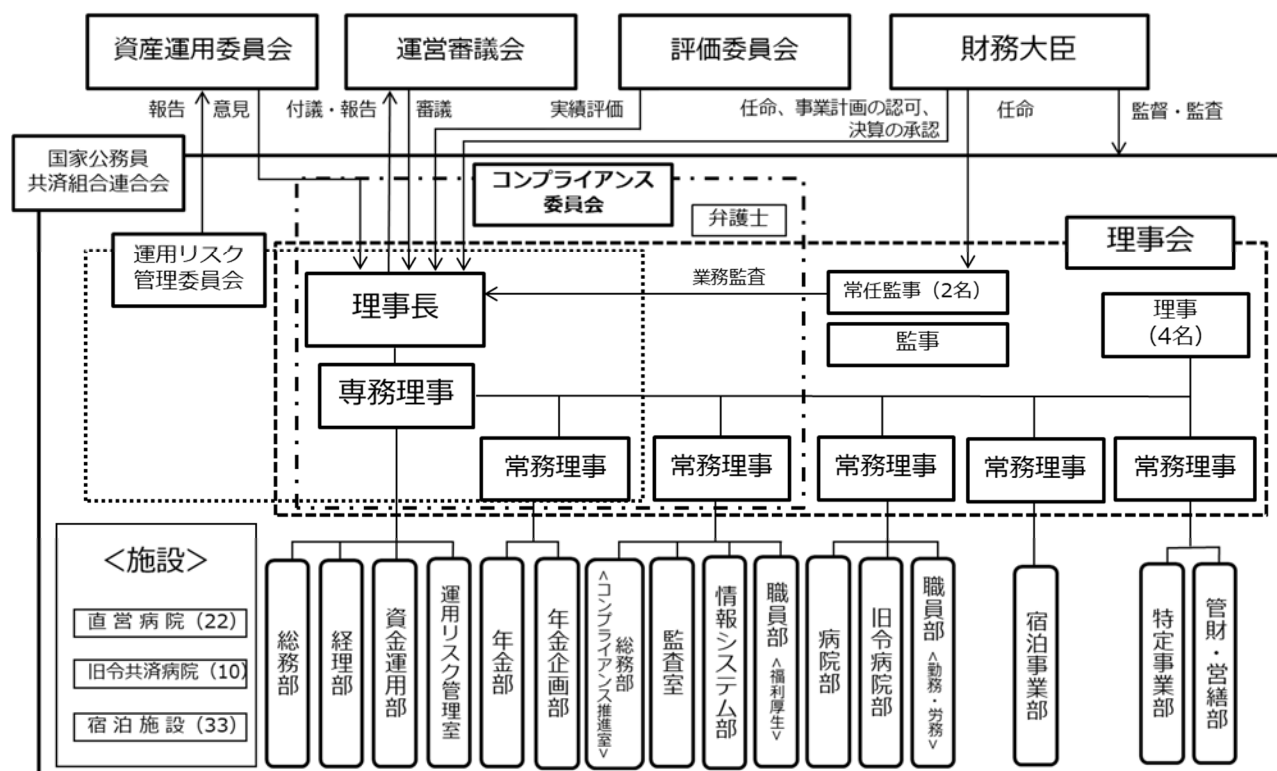
#### **(iv) 情報セキュリティの確保**

業務の情報化が進展する状況において、情報システム及びこれを使用して処理される情報の適切な保護及び管理に関する諸規程を定め、情報セキュリティの確保に努めている。

また、情報セキュリティ委員会を設置し、情報セキュリティ対策基準の策定・見直し等を行っている。各部（室）には情報セキュリティに関する管理者、担当者、担当責任者が置かれ、対策基準に準拠した各部（室）毎の実施規則の策定・見直し、当該規則の遵守状況の確認等を行っている。

(4) 積立金の管理及び運用業務に関するガバナンス体制等の概念図

(令和4年3月末現在)



※ 資金運用関係業務を担当する職員は22名となっています。

出典： KKR「令和3年度業務概況書【厚生年金保険給付積立金】」より



## 第7章 主要数値の推移（参考）

### 1 収益率

（単位：％）

|              |       | 実現<br>収益率 | 修正総合<br>収益率        | 国内債券               | 国内株式    | 外国債券   | 外国株式    | 短期資産 |
|--------------|-------|-----------|--------------------|--------------------|---------|--------|---------|------|
| 27<br>年<br>度 | 第3四半期 | 0.79      | 2.73<br>( 2.81)    | 0.54<br>( 0.84)    | 10.30   | △ 1.44 | 5.80    | 0.02 |
|              | 第4四半期 | 0.28      | △ 2.23<br>(△ 0.86) | 1.13<br>( 3.13)    | △12.13  | △ 1.11 | △ 5.97  | 0.01 |
|              | 下半期   | 1.06      | 0.37<br>( 1.87)    | 1.66<br>( 3.95)    | △ 2.95  | △ 2.50 | △ 0.59  | 0.03 |
| 28<br>年<br>度 | 第1四半期 | 0.56      | △ 2.18<br>(△ 1.28) | 0.96<br>( 2.06)    | △ 6.98  | △ 8.17 | △ 7.67  | 0.00 |
|              | 第2四半期 | 0.35      | 1.51<br>( 0.45)    | △ 0.01<br>(△ 1.49) | 6.77    | △ 0.56 | 3.24    | 0.00 |
|              | 第3四半期 | 0.76      | 5.75<br>( 4.52)    | 0.12<br>(△ 1.29)   | 14.83   | 7.27   | 17.20   | 0.00 |
|              | 第4四半期 | 0.70      | 0.46<br>( 0.14)    | 0.32<br>(△ 0.25)   | 0.74    | △ 3.50 | 2.00    | 0.00 |
|              | 年度計   | 2.36      | 5.38<br>( 3.71)    | 1.42<br>(△ 0.89)   | 15.13   | △ 5.28 | 14.16   | 0.00 |
| 29<br>年<br>度 | 第1四半期 | 0.93      | 2.82<br>( 2.46)    | 0.46<br>( 0.03)    | 6.87    | 4.72   | 5.16    | 0.00 |
|              | 第2四半期 | 0.77      | 2.42<br>( 2.17)    | 0.39<br>( 0.13)    | 5.27    | 2.47   | 5.18    | 0.00 |
|              | 第3四半期 | 1.05      | 3.40<br>( 3.13)    | 0.52<br>( 0.26)    | 9.14    | 1.29   | 5.66    | 0.00 |
|              | 第4四半期 | 0.67      | △ 2.55<br>(△ 2.53) | 0.50<br>( 0.25)    | △ 4.73  | △ 4.38 | △ 6.90  | 0.00 |
|              | 年度計   | 3.42      | 6.06<br>( 5.20)    | 1.87<br>( 0.66)    | 16.69   | 3.34   | 8.58    | 0.00 |
| 30<br>年<br>度 | 第1四半期 | 0.96      | 1.83<br>( 1.60)    | 0.48<br>( 0.15)    | 0.93    | 0.89   | 6.27    | 0.00 |
|              | 第2四半期 | 0.72      | 3.23<br>( 2.64)    | 0.23<br>(△ 0.76)   | 5.91    | 1.55   | 7.66    | 0.00 |
|              | 第3四半期 | 0.82      | △ 7.92<br>(△ 7.41) | 0.73<br>( 1.13)    | △ 18.22 | △ 2.50 | △ 16.24 | 0.00 |
|              | 第4四半期 | 0.46      | 5.27<br>( 5.18)    | 0.73<br>( 0.99)    | 8.05    | 2.94   | 14.56   | 0.00 |
|              | 年度計   | 2.97      | 1.99<br>( 1.65)    | 2.14<br>( 1.40)    | △ 5.44  | 2.88   | 9.65    | 0.00 |
| 元<br>年<br>度  | 第1四半期 | 0.85      | 0.19<br>( 0.21)    | 0.65<br>( 0.66)    | △ 2.38  | 0.75   | 1.61    | 0.00 |
|              | 第2四半期 | 0.46      | 1.23<br>( 1.16)    | 0.51<br>( 0.45)    | 3.32    | 1.38   | 0.62    | 0.00 |
|              | 第3四半期 | 0.85      | 4.53<br>( 3.79)    | 0.25<br>(△ 1.12)   | 8.81    | 0.55   | 9.56    | 0.00 |
|              | 第4四半期 | 0.35      | △ 9.48<br>(△ 9.37) | 0.37<br>(△ 0.32)   | △ 17.89 | 1.73   | △ 22.01 | 0.00 |
|              | 年度計   | 2.51      | △ 4.05<br>(△ 4.63) | 1.80<br>(△ 0.24)   | △ 9.74  | 4.50   | △ 12.30 | 0.00 |

(単位：％)

|             |       | 実現<br>収益率 | 修正総合<br>収益率        | 国内債券             | 国内株式   | 外国債券   | 外国株式   |
|-------------|-------|-----------|--------------------|------------------|--------|--------|--------|
| 2<br>年<br>度 | 第1四半期 | 0.54      | 7.75<br>( 7.22)    | 0.29<br>(△ 0.22) | 11.74  | 2.68   | 20.09  |
|             | 第2四半期 | 0.64      | 3.08<br>( 2.86)    | 0.43<br>( 0.10)  | 5.52   | 0.74   | 5.94   |
|             | 第3四半期 | 1.00      | 6.05<br>( 5.73)    | 0.40<br>( 0.07)  | 11.35  | 0.68   | 11.48  |
|             | 第4四半期 | 4.03      | 5.72<br>( 5.40)    | 0.26<br>(△ 0.38) | 9.08   | 1.51   | 12.04  |
|             | 年度計   | 6.25      | 24.29<br>( 22.62)  | 1.37<br>(△ 0.41) | 42.48  | 5.59   | 58.72  |
| 3<br>年<br>度 | 第1四半期 | 1.24      | 2.62<br>( 2.49)    | 0.49<br>( 0.27)  | △ 0.39 | 1.69   | 8.77   |
|             | 第2四半期 | 2.65      | 1.32<br>( 1.17)    | 0.39<br>(△ 0.02) | 5.53   | △ 0.98 | 0.34   |
|             | 第3四半期 | 1.09      | 3.15<br>( 2.94)    | 0.36<br>(△ 0.08) | △ 1.81 | 2.56   | 12.76  |
|             | 第4四半期 | 1.42      | △ 0.94<br>(△ 1.22) | 0.05<br>(△ 0.95) | △ 2.11 | △ 1.23 | △ 0.72 |
|             | 年度計   | 6.40      | 6.13<br>( 5.35)    | 1.29<br>(△ 0.76) | 1.06   | 1.98   | 21.20  |

(注1) 「第1四半期」から「第4四半期」は各期間の期間率であり、「年度計」は各年度の期間率である。

(注2) 収益率は運用手数料控除後のものである。

(注3) 修正総合収益率は時価評価の評価損益の増減等を実現収益に加味して計算したものである。

(注4) 国内債券には財投預託金を含む。また、令和2年度以降は短期資産も含む。

(注5) 括弧内は国債の利回りを参照して財投預託金の評価を試算した場合の収益率である。

## 2 収益額

(単位：億円)

|              |         | 実現<br>収益額 | 総合<br>収益額           | 国内債券           | 国内株式   | 外国債券  | 外国株式   | 短期資産 |
|--------------|---------|-----------|---------------------|----------------|--------|-------|--------|------|
| 27<br>年<br>度 | 第 3 四半期 | 481       | 1,796<br>( 1,948)   | 222<br>( 373)  | 1,039  | △ 37  | 571    | 0    |
|              | 第 4 四半期 | 176       | △1,549<br>(△ 628)   | 450<br>(1,372) | △1,338 | △ 31  | △ 630  | 1    |
|              | 下半期     | 657       | 248<br>( 1,320)     | 672<br>(1,745) | △ 299  | △ 68  | △ 59   | 1    |
| 28<br>年<br>度 | 第 1 四半期 | 341       | △1,427<br>( △898)   | 381<br>( 911)  | △ 725  | △ 266 | △ 818  | 0    |
|              | 第 2 四半期 | 215       | 963<br>(310)        | △5<br>(△658)   | 662    | △ 18  | 323    | 0    |
|              | 第 3 四半期 | 457       | 3,659<br>( 3,083)   | 45<br>(△531)   | 1,584  | 235   | 1,796  | 0    |
|              | 第 4 四半期 | 421       | 306<br>(96)         | 111<br>( △99)  | 89     | △ 138 | 243    | 0    |
|              | 年度計     | 1,434     | 3,500<br>( 2,591)   | 532<br>(△377)  | 1,610  | △ 186 | 1,544  | 0    |
| 29<br>年<br>度 | 第 1 四半期 | 555       | 1,864<br>( 1,717)   | 160<br>( 13)   | 858    | 191   | 655    | 0    |
|              | 第 2 四半期 | 461       | 1,635<br>( 1,550)   | 133<br>( 47)   | 702    | 109   | 692    | 0    |
|              | 第 3 四半期 | 619       | 2,311<br>( 2,239)   | 166<br>( 94)   | 1,284  | 60    | 800    | 0    |
|              | 第 4 四半期 | 406       | △1,809<br>(△1,879)  | 158<br>( 89)   | △719   | △ 215 | △1,033 | 0    |
|              | 年度計     | 2,043     | 4,000<br>( 3,626)   | 617<br>( 242)  | 2,125  | 144   | 1,115  | 0    |
| 30<br>年<br>度 | 第 1 四半期 | 575       | 1,240<br>( 1,141)   | 151<br>( 52)   | 142    | 45    | 903    | 0    |
|              | 第 2 四半期 | 431       | 2,227<br>( 1,909)   | 68<br>( △249)  | 905    | 83    | 1,171  | 0    |
|              | 第 3 四半期 | 488       | △5,577<br>( △5,431) | 203<br>( 348)  | △2,969 | △ 143 | △2,668 | 0    |
|              | 第 4 四半期 | 282       | 3,462<br>(3,562)    | 202<br>( 303)  | 1,080  | 173   | 2,007  | 0    |
|              | 年度計     | 1,776     | 1,352<br>( 1,182)   | 624<br>( 454)  | △842   | 158   | 1,412  | 0    |
| 元<br>年<br>度  | 第 1 四半期 | 512       | 128<br>( 153)       | 178<br>( 203)  | △365   | 49    | 265    | 0    |
|              | 第 2 四半期 | 278       | 834<br>( 830)       | 139<br>(135)   | 498    | 95    | 102    | 0    |
|              | 第 3 四半期 | 511       | 3,074<br>(2,691)    | 64<br>( △319)  | 1,388  | 39    | 1,583  | 0    |
|              | 第 4 四半期 | 216       | △6,800<br>(△6,981)  | 92<br>( △89)   | △3,049 | 131   | △3,974 | 0    |
|              | 年度計     | 1,517     | △2,764<br>(△3,307)  | 473<br>( △70)  | △1,527 | 314   | △2,024 | 0    |

(単位：億円)

|             |         | 実現<br>収益額 | 総合<br>収益額           | 国内債券          | 国内株式  | 外国債券 | 外国株式  |
|-------------|---------|-----------|---------------------|---------------|-------|------|-------|
| 2<br>年<br>度 | 第 1 四半期 | 322       | 4,931<br>( 4,787)   | 78<br>( △65)  | 1,717 | 212  | 2,924 |
|             | 第 2 四半期 | 387       | 2,122<br>( 2,039)   | 112<br>( 29)  | 904   | 63   | 1,042 |
|             | 第 3 四半期 | 605       | 4,235<br>( 4,154)   | 101<br>( 20)  | 1,957 | 63   | 2,115 |
|             | 第 4 四半期 | 2,470     | 4,280<br>( 4,115)   | 63<br>(△102)  | 1,707 | 173  | 2,337 |
|             | 年度計     | 3,784     | 15,568<br>( 15,096) | 354<br>(△118) | 6,285 | 511  | 8,417 |
| 3<br>年<br>度 | 第 1 四半期 | 775       | 2,043<br>( 1,999)   | 112<br>( 68)  | △75   | 267  | 1,738 |
|             | 第 2 四半期 | 1,675     | 1,052<br>( 956)     | 92<br>( △5)   | 1,054 | △163 | 70    |
|             | 第 3 四半期 | 682       | 2,474<br>( 2,372)   | 83<br>( △19)  | △363  | 458  | 2,297 |
|             | 第 4 四半期 | 907       | △767<br>(△1,015)    | 12<br>(△236)  | △408  | △226 | △145  |
|             | 年度計     | 4,038     | 4,803<br>( 4,311)   | 299<br>(△193) | 207   | 337  | 3,960 |

(注 1) 収益額は運用手数料控除後のものである。

(注 2) 総合収益額は時価評価の評価損益の増減等を実現収益額に加味して計算したものである。

(注 3) 国内債券には財投預託金を含む。また、令和 2 年度以降は短期資産も含む。

(注 4) 括弧内は国債の利回りを参照して財投預託金の評価を試算した場合の収益額である。

(注 5) 四捨五入のため、各数値の合計は合計値と必ずしも一致しない。

### 3 運用資産額

#### (1) 簿価評価額

(単位：億円)

|              |        | 国内債券   | 国内株式   | 外国債券  | 外国株式   | 短期資産  | 合計     |
|--------------|--------|--------|--------|-------|--------|-------|--------|
| 27<br>年<br>度 | 第3四半期末 | 39,318 | 8,957  | 2,596 | 8,265  | 3,632 | 62,768 |
|              | 年度末    | 40,931 | 9,167  | 3,216 | 8,713  | 914   | 62,942 |
| 28<br>年<br>度 | 第1四半期末 | 37,851 | 9,384  | 3,416 | 8,999  | 2,307 | 61,956 |
|              | 第2四半期末 | 37,442 | 9,713  | 3,408 | 9,264  | 2,279 | 62,106 |
|              | 第3四半期末 | 34,218 | 9,902  | 3,708 | 9,409  | 3,804 | 61,041 |
|              | 年度末    | 34,180 | 10,112 | 4,219 | 9,548  | 3,386 | 61,446 |
| 29<br>年<br>度 | 第1四半期末 | 33,190 | 10,330 | 4,342 | 9,884  | 1,930 | 59,676 |
|              | 第2四半期末 | 32,219 | 10,727 | 4,569 | 10,147 | 3,764 | 61,426 |
|              | 第3四半期末 | 30,736 | 11,083 | 4,803 | 10,420 | 3,827 | 60,869 |
|              | 年度末    | 30,719 | 11,477 | 5,024 | 10,688 | 3,525 | 61,432 |
| 30<br>年<br>度 | 第1四半期末 | 29,462 | 11,672 | 5,342 | 11,049 | 2,161 | 59,686 |
|              | 第2四半期末 | 28,145 | 12,044 | 5,672 | 11,343 | 4,149 | 61,354 |
|              | 第3四半期末 | 26,992 | 12,283 | 5,998 | 11,612 | 4,661 | 61,547 |
|              | 年度末    | 27,045 | 12,985 | 6,524 | 11,895 | 3,642 | 62,090 |
| 元<br>年<br>度  | 第1四半期末 | 26,688 | 13,104 | 6,811 | 12,237 | 1,344 | 60,183 |
|              | 第2四半期末 | 25,243 | 13,577 | 7,104 | 12,272 | 3,576 | 61,773 |
|              | 第3四半期末 | 24,167 | 13,975 | 7,385 | 12,369 | 3,609 | 61,506 |
|              | 年度末    | 24,241 | 14,246 | 7,777 | 12,495 | 3,267 | 62,026 |

(単位：億円)

|             |        | 国内債券   | 短期資産  | 国内株式   | 外国債券   | 外国株式   | 合計     |
|-------------|--------|--------|-------|--------|--------|--------|--------|
| 2<br>年<br>度 | 第1四半期末 | 25,093 | 1,413 | 14,475 | 7,938  | 12,580 | 60,086 |
|             | 第2四半期末 | 25,631 | 2,868 | 14,820 | 8,700  | 12,698 | 61,848 |
|             | 第3四半期末 | 24,282 | 3,233 | 15,019 | 9,554  | 12,842 | 61,696 |
|             | 年度末    | 23,762 | 2,699 | 14,192 | 15,328 | 11,236 | 64,517 |
| 3<br>年<br>度 | 第1四半期末 | 21,667 | 1,671 | 14,413 | 15,474 | 11,429 | 62,983 |
|             | 第2四半期末 | 22,997 | 3,414 | 14,672 | 17,671 | 10,783 | 66,123 |
|             | 第3四半期末 | 22,426 | 3,173 | 14,848 | 17,884 | 10,944 | 66,102 |
|             | 年度末    | 22,443 | 3,523 | 15,191 | 18,414 | 11,429 | 67,477 |

(注1) 国内債券には財投預託金を含む。また、令和2年度以降は短期資産も含む。

(注2) 四捨五入のため、各数値の合計は合計値と必ずしも一致しない。

## (2) 時価評価額

(単位：億円)

|              |        | 国内債券                | 国内株式   | 外国債券  | 外国株式   | 短期資産  | 合計                  |
|--------------|--------|---------------------|--------|-------|--------|-------|---------------------|
| 27<br>年<br>度 | 第3四半期末 | 40,100<br>( 43,870) | 11,397 | 2,641 | 10,739 | 3,632 | 68,509<br>( 72,279) |
|              | 年度末    | 41,969<br>( 46,660) | 10,216 | 3,214 | 10,547 | 914   | 66,861<br>( 71,552) |
| 28<br>年<br>度 | 第1四半期末 | 39,071<br>( 44,292) | 9,719  | 3,149 | 9,951  | 2,307 | 64,197<br>( 69,418) |
|              | 第2四半期末 | 38,455<br>( 43,023) | 10,654 | 3,131 | 10,501 | 2,279 | 65,022<br>( 69,589) |
|              | 第3四半期末 | 35,074<br>( 39,022) | 12,337 | 3,666 | 12,348 | 3,804 | 67,229<br>( 71,177) |
|              | 年度末    | 34,976<br>( 38,713) | 12,415 | 4,028 | 12,602 | 3,386 | 67,407<br>( 71,145) |
| 29<br>年<br>度 | 第1四半期末 | 33,966<br>( 37,557) | 13,400 | 4,319 | 13,431 | 1,930 | 67,046<br>( 70,637) |
|              | 第2四半期末 | 32,962<br>( 36,467) | 14,284 | 4,627 | 14,241 | 3,764 | 69,878<br>( 73,383) |
|              | 第3四半期末 | 31,481<br>( 34,914) | 15,714 | 4,887 | 15,195 | 3,827 | 71,104<br>( 74,537) |
|              | 年度末    | 31,470<br>( 34,833) | 15,139 | 4,872 | 14,318 | 3,525 | 69,324<br>( 72,687) |
| 30<br>年<br>度 | 第1四半期末 | 30,182<br>( 33,446) | 15,391 | 5,216 | 15,412 | 2,161 | 68,361<br>( 71,625) |
|              | 第2四半期末 | 28,787<br>( 31,734) | 16,491 | 5,600 | 16,686 | 4,149 | 71,714<br>( 74,661) |
|              | 第3四半期末 | 27,698<br>( 30,790) | 13,682 | 5,756 | 14,159 | 4,661 | 65,957<br>( 69,049) |
|              | 年度末    | 27,817<br>( 31,010) | 15,290 | 6,429 | 16,339 | 3,642 | 69,516<br>( 72,709) |
| 元<br>年<br>度  | 第1四半期末 | 27,503<br>( 30,720) | 14,996 | 6,739 | 16,795 | 1,344 | 67,376<br>( 70,594) |
|              | 第2四半期末 | 26,064<br>( 29,278) | 15,831 | 7,105 | 16,821 | 3,576 | 69,398<br>( 72,611) |
|              | 第3四半期末 | 24,926<br>( 27,757) | 17,484 | 7,394 | 18,404 | 3,609 | 71,817<br>( 74,648) |
|              | 年度末    | 24,969<br>( 27,618) | 14,551 | 7,879 | 14,490 | 3,267 | 65,156<br>( 67,805) |

(単位：億円)

|             |        | 国内債券                | 短期資産  | 国内株式   | 外国債券   | 外国株式   | 合計                  |
|-------------|--------|---------------------|-------|--------|--------|--------|---------------------|
| 2<br>年<br>度 | 第1四半期末 | 25,779<br>( 28,285) | 1,413 | 16,446 | 8,225  | 17,539 | 67,989<br>( 70,495) |
|             | 第2四半期末 | 26,312<br>( 28,735) | 2,868 | 17,516 | 9,003  | 18,536 | 71,368<br>( 73,791) |
|             | 第3四半期末 | 24,958<br>( 27,300) | 3,233 | 19,474 | 9,884  | 20,650 | 74,966<br>( 77,308) |
|             | 年度末    | 24,396<br>( 26,573) | 2,699 | 19,371 | 15,761 | 19,902 | 79,430<br>( 81,607) |
| 3<br>年<br>度 | 第1四半期末 | 22,310<br>( 24,443) | 1,671 | 19,353 | 16,070 | 21,569 | 79,301<br>( 81,434) |
|             | 第2四半期末 | 23,631<br>( 25,667) | 3,414 | 20,418 | 18,001 | 19,627 | 81,677<br>( 83,713) |
|             | 第3四半期末 | 23,043<br>( 24,977) | 3,173 | 20,043 | 18,563 | 21,925 | 83,573<br>( 85,507) |
|             | 年度末    | 22,976<br>( 24,662) | 3,523 | 19,726 | 18,682 | 21,685 | 83,069<br>( 84,755) |

(注1) 国内債券には財投預託金を含む。また、令和2年度以降は短期資産も含む。

(注2) 括弧内は国債の利回りを参照して財投預託金の評価を試算した場合の資産額である。

(注3) 四捨五入のため、各数値の合計は合計値と必ずしも一致しない。



#### 4 資産構成割合

(単位：億円、%)

|              |            | 国内債券   | 財投預託金  | 国内株式   | 外国債券  | 外国株式   | 短期資産  | 合計     |
|--------------|------------|--------|--------|--------|-------|--------|-------|--------|
| 27<br>年<br>度 | 第3<br>四半期末 | 40,100 | 32,185 | 11,397 | 2,641 | 10,739 | 3,632 | 68,509 |
|              |            | 58.53  | 46.98  | 16.64  | 3.85  | 15.68  | 5.30  | 100.00 |
|              | 年度末        | 41,969 | 32,264 | 10,216 | 3,214 | 10,547 | 914   | 66,861 |
|              |            | 62.77  | 48.26  | 15.28  | 4.81  | 15.78  | 1.37  | 100.00 |
| 28<br>年<br>度 | 第1<br>四半期末 | 39,071 | 31,380 | 9,719  | 3,149 | 9,951  | 2,307 | 64,197 |
|              |            | 60.86  | 48.88  | 15.14  | 4.91  | 15.50  | 3.59  | 100.00 |
|              | 第2<br>四半期末 | 38,455 | 31,463 | 10,654 | 3,131 | 10,501 | 2,279 | 65,022 |
|              |            | 59.14  | 48.39  | 16.39  | 4.82  | 16.15  | 3.51  | 100.00 |
|              | 第3<br>四半期末 | 35,074 | 29,080 | 12,337 | 3,666 | 12,348 | 3,804 | 67,229 |
|              |            | 52.17  | 43.26  | 18.35  | 5.45  | 18.37  | 5.66  | 100.00 |
|              | 年度末        | 34,976 | 29,151 | 12,415 | 4,028 | 12,602 | 3,386 | 67,407 |
|              |            | 51.89  | 43.25  | 18.42  | 5.98  | 18.70  | 5.02  | 100.00 |
| 29<br>年<br>度 | 第1<br>四半期末 | 33,966 | 28,576 | 13,400 | 4,319 | 13,431 | 1,930 | 67,046 |
|              |            | 50.66  | 42.62  | 19.99  | 6.44  | 20.03  | 2.88  | 100.00 |
|              | 第2<br>四半期末 | 32,962 | 27,979 | 14,284 | 4,627 | 14,241 | 3,764 | 69,878 |
|              |            | 47.17  | 40.04  | 20.44  | 6.62  | 20.38  | 5.39  | 100.00 |
|              | 第3<br>四半期末 | 31,481 | 26,705 | 15,714 | 4,887 | 15,195 | 3,827 | 71,104 |
|              |            | 44.27  | 37.56  | 22.10  | 6.87  | 21.37  | 5.38  | 100.00 |
|              | 年度末        | 31,470 | 26,774 | 15,139 | 4,872 | 14,318 | 3,525 | 69,324 |
|              |            | 45.40  | 38.62  | 21.84  | 7.03  | 20.65  | 5.08  | 100.00 |

(単位：億円、%)

|              |            | 国内債券   | 財投預託金  | 国内株式   | 外国債券  | 外国株式   | 短期資産  | 合計     |
|--------------|------------|--------|--------|--------|-------|--------|-------|--------|
| 30<br>年<br>度 | 第1<br>四半期末 | 30,182 | 26,251 | 15,391 | 5,216 | 15,412 | 2,161 | 68,361 |
|              |            | 44.15  | 38.40  | 22.51  | 7.63  | 22.54  | 3.16  | 100.00 |
|              | 第2<br>四半期末 | 28,787 | 24,948 | 16,491 | 5,600 | 16,686 | 4,149 | 71,714 |
|              |            | 40.14  | 34.79  | 23.00  | 7.81  | 23.27  | 5.79  | 100.00 |
|              | 第3<br>四半期末 | 27,698 | 23,808 | 13,682 | 5,756 | 14,159 | 4,661 | 65,957 |
|              |            | 41.99  | 36.10  | 20.74  | 8.73  | 21.47  | 7.07  | 100.00 |
|              | 年度末        | 27,817 | 23,867 | 15,290 | 6,429 | 16,339 | 3,642 | 69,516 |
|              |            | 40.02  | 34.33  | 21.99  | 9.25  | 23.50  | 5.24  | 100.00 |
| 元<br>年<br>度  | 第1<br>四半期末 | 27,503 | 23,506 | 14,996 | 6,739 | 16,795 | 1,344 | 67,376 |
|              |            | 40.82  | 34.89  | 22.26  | 10.00 | 24.93  | 1.99  | 100.00 |
|              | 第2<br>四半期末 | 26,064 | 22,072 | 15,831 | 7,105 | 16,821 | 3,576 | 69,398 |
|              |            | 37.56  | 31.81  | 22.81  | 10.24 | 24.24  | 5.15  | 100.00 |
|              | 第3<br>四半期末 | 24,926 | 21,092 | 17,484 | 7,394 | 18,404 | 3,609 | 71,817 |
|              |            | 34.71  | 29.37  | 24.35  | 10.30 | 25.63  | 5.03  | 100.00 |
|              | 年度末        | 24,969 | 21,139 | 14,551 | 7,879 | 14,490 | 3,267 | 65,156 |
|              |            | 38.32  | 32.44  | 22.33  | 12.09 | 22.24  | 5.01  | 100.00 |

(単位：億円、%)

|             |            | 国内債券   | 財投預託金  | 短期資産  | 国内株式   | 外国債券   | 外国株式   | 合計     |
|-------------|------------|--------|--------|-------|--------|--------|--------|--------|
| 2<br>年<br>度 | 第1<br>四半期末 | 25,779 | 20,588 | 1,413 | 16,446 | 8,225  | 17,539 | 67,989 |
|             |            | 37.92  | 30.28  | 2.08  | 24.19  | 12.10  | 25.80  | 100.00 |
|             | 第2<br>四半期末 | 26,312 | 19,893 | 2,868 | 17,516 | 9,003  | 18,536 | 71,368 |
|             |            | 36.87  | 27.87  | 4.02  | 24.54  | 12.62  | 25.97  | 100.00 |
|             | 第3<br>四半期末 | 24,958 | 18,247 | 3,233 | 19,474 | 9,884  | 20,650 | 74,966 |
|             |            | 33.29  | 24.34  | 4.31  | 25.98  | 13.18  | 27.55  | 100.00 |
|             | 年度末        | 24,396 | 18,284 | 2,699 | 19,371 | 15,761 | 19,902 | 79,430 |
|             |            | 30.71  | 23.02  | 3.40  | 24.39  | 19.84  | 25.06  | 100.00 |
| 3<br>年<br>度 | 第1<br>四半期末 | 22,310 | 17,207 | 1,671 | 19,353 | 16,070 | 21,569 | 79,301 |
|             |            | 28.13  | 21.70  | 2.11  | 24.40  | 20.26  | 27.20  | 100.00 |
|             | 第2<br>四半期末 | 23,631 | 16,791 | 3,414 | 20,418 | 18,001 | 19,627 | 81,677 |
|             |            | 28.93  | 20.56  | 4.18  | 25.00  | 22.04  | 24.03  | 100.00 |
|             | 第3<br>四半期末 | 23,043 | 16,456 | 3,173 | 20,043 | 18,563 | 21,925 | 83,573 |
|             |            | 27.57  | 19.69  | 3.80  | 23.98  | 22.21  | 26.23  | 100.00 |
|             | 年度末        | 22,976 | 16,140 | 3,523 | 19,726 | 18,682 | 21,685 | 83,069 |
|             |            | 27.66  | 19.43  | 4.24  | 23.75  | 22.49  | 26.11  | 100.00 |

(注1) 各期末の欄の点線の上側は資産額であり、下側は資産構成割合である。

(注2) 国内債券には財投預託金を含む。また、令和2年度以降は短期資産も含む。

(注3) 評価は時価評価であるが、財投預託金は簿価評価としている。

(注4) 四捨五入のため、各数値の合計は合計値と必ずしも一致しない。

## 5 時間加重収益率・ベンチマーク収益率・超過収益率

(単位：％)

| 平成27年度（下半期） |         |   | 国内債券   | 国内株式   | 外国債券   | 外国株式   |
|-------------|---------|---|--------|--------|--------|--------|
| 時間加重収益率     |         |   | 4.52   | △ 2.86 | △ 2.53 | △ 0.80 |
| ベンチマーク収益率   |         |   | 4.84   | △ 3.39 | △ 2.58 | △ 0.80 |
| 超過収益率       |         |   | △ 0.32 | 0.53   | 0.05   | 0.00   |
| パッシブ運用      | 時間加重収益率 | — | —      | △ 3.38 | △ 2.53 | △ 0.77 |
|             | 超過収益率   | — | —      | 0.01   | 0.05   | 0.03   |
|             | パッシブ比率  | — | —      | 72.79  | 100.00 | 76.15  |
| アクティブ運用     | 時間加重収益率 | — | —      | △ 1.50 | —      | △ 0.89 |
|             | 超過収益率   | — | —      | 1.92   | —      | △ 0.09 |
|             | アクティブ比率 | — | —      | 27.21  | 0.00   | 23.85  |

(単位：％)

| 平成28年度    |         |   | 国内債券   | 国内株式  | 外国債券   | 外国株式   |
|-----------|---------|---|--------|-------|--------|--------|
| 時間加重収益率   |         |   | △ 1.50 | 14.82 | △ 5.39 | 13.93  |
| ベンチマーク収益率 |         |   | △ 1.15 | 14.69 | △ 5.41 | 14.51  |
| 超過収益率     |         |   | △ 0.34 | 0.13  | 0.03   | △ 0.57 |
| パッシブ運用    | 時間加重収益率 | — | —      | 14.81 | △ 5.41 | 14.48  |
|           | 超過収益率   | — | —      | 0.12  | 0.00   | △ 0.03 |
|           | パッシブ比率  | — | —      | 75.86 | 84.10  | 82.42  |
| アクティブ運用   | 時間加重収益率 | — | —      | 14.85 | 3.25   | 12.16  |
|           | 超過収益率   | — | —      | 0.16  | 0.28   | △ 2.35 |
|           | アクティブ比率 | — | —      | 24.14 | 15.90  | 17.58  |

(単位：％)

| 平成29年度    |         |   | 国内債券 | 国内株式  | 外国債券  | 外国株式  |
|-----------|---------|---|------|-------|-------|-------|
| 時間加重収益率   |         |   | 1.18 | 17.03 | 3.92  | 9.03  |
| ベンチマーク収益率 |         |   | 0.90 | 15.87 | 4.23  | 8.47  |
| 超過収益率     |         |   | 0.28 | 1.17  | △0.31 | 0.56  |
| パッシブ運用    | 時間加重収益率 | — | —    | 15.83 | 3.99  | 8.54  |
|           | 超過収益率   | — | —    | △0.03 | △0.24 | 0.07  |
|           | パッシブ比率  | — | —    | 78.41 | 84.99 | 85.81 |
| アクティブ運用   | 時間加重収益率 | — | —    | 21.14 | 3.45  | 11.67 |
|           | 超過収益率   | — | —    | 5.27  | △0.78 | 3.20  |
|           | アクティブ比率 | — | —    | 21.59 | 15.01 | 14.19 |

(単位：％)

| 平成30年度    |         | 国内債券 | 国内株式  | 外国債券  | 外国株式  |
|-----------|---------|------|-------|-------|-------|
| 時間加重収益率   |         | 3.27 | △5.36 | 2.80  | 9.92  |
| ベンチマーク収益率 |         | 1.89 | △5.04 | 2.46  | 10.14 |
| 超過収益率     |         | 1.37 | △0.32 | 0.33  | △0.22 |
| パッシブ運用    | 時間加重収益率 | —    | △4.98 | 2.67  | 9.94  |
|           | 超過収益率   | —    | 0.05  | 0.20  | △0.20 |
|           | パッシブ比率  | —    | 83.53 | 87.19 | 88.80 |
| アクティブ運用   | 時間加重収益率 | —    | △6.93 | 3.83  | 9.78  |
|           | 超過収益率   | —    | △1.89 | 1.37  | △0.36 |
|           | アクティブ比率 | —    | 16.47 | 12.81 | 11.20 |

(単位：％)

| 令和元年度     |         | 国内債券  | 国内株式  | 外国債券  | 外国株式   |
|-----------|---------|-------|-------|-------|--------|
| 時間加重収益率   |         | 0.54  | △9.39 | 4.57  | △12.26 |
| ベンチマーク収益率 |         | △0.18 | △9.50 | 4.37  | △12.42 |
| 超過収益率     |         | 0.71  | 0.11  | 0.20  | 0.16   |
| パッシブ運用    | 時間加重収益率 | —     | △9.46 | 4.77  | △12.45 |
|           | 超過収益率   | —     | 0.04  | 0.40  | △0.04  |
|           | パッシブ比率  | —     | 83.78 | 88.93 | 88.15  |
| アクティブ運用   | 時間加重収益率 | —     | △9.49 | 2.15  | △10.58 |
|           | 超過収益率   | —     | 0.01  | △2.22 | 1.84   |
|           | アクティブ比率 | —     | 16.22 | 11.07 | 11.85  |

(単位：％)

| 令和2年度     |         | 国内債券  | 国内株式  | 外国債券  | 外国株式  |
|-----------|---------|-------|-------|-------|-------|
| 時間加重収益率   |         | △1.05 | 42.72 | 5.52  | 59.62 |
| ベンチマーク収益率 |         | △0.70 | 42.13 | 5.43  | 59.79 |
| 超過収益率     |         | △0.35 | 0.59  | 0.08  | △0.18 |
| パッシブ運用    | 時間加重収益率 | —     | 42.24 | 5.13  | 59.93 |
|           | 超過収益率   | —     | 0.11  | △0.30 | 0.14  |
|           | パッシブ比率  | —     | 82.40 | 94.67 | 86.48 |
| アクティブ運用   | 時間加重収益率 | —     | 45.10 | 10.09 | 57.85 |
|           | 超過収益率   | —     | 2.96  | 4.65  | △1.95 |
|           | アクティブ比率 | —     | 17.60 | 5.33  | 13.52 |

(単位：％)

| 令和３年度     |         | 国内債券  | 国内株式  | 外国債券  | 外国株式  |
|-----------|---------|-------|-------|-------|-------|
| 時間加重収益率   |         | 1.31  | 1.07  | 2.09  | 20.84 |
| ベンチマーク収益率 |         | △1.22 | 1.99  | 1.96  | 22.95 |
| 超過収益率     |         | 2.53  | △0.91 | 0.13  | △2.11 |
| パッシブ運用    | 時間加重収益率 | －     | 2.00  | 1.95  | 22.78 |
|           | 超過収益率   | －     | 0.02  | △0.01 | △0.18 |
|           | パッシブ比率  | －     | 83.35 | 80.60 | 80.92 |
| アクティブ運用   | 時間加重収益率 | －     | △3.27 | 2.71  | 13.56 |
|           | 超過収益率   | －     | △5.25 | 0.75  | △9.39 |
|           | アクティブ比率 | －     | 16.65 | 19.40 | 19.08 |

(注１) 収益率は運用手数料控除前のものである。

(注２) 国内債券については自家運用及び委託運用（オルタナティブ資産）、国内株式・外国株式については委託運用、外国債券については自家運用及び委託運用による運用を行っている。

(注３) 国内債券の時間加重収益率は、令和３年度より財投預託金及び短期資産を含んでいる。

(注４) 平成２８年度の外国債券アクティブ運用の時間加重収益率及び超過収益率については平成２８年７月以降の数値である。

#### ※ 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、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）

## 第8章 年金積立金運用関係法令（参考）

### 【厚生年金保険法（昭和二十九年五月十九日法律第百十五号）（抄）】

#### 第四章の二 積立金の運用

（運用の目的）

**第七十九条の二** 積立金（年金特別会計の厚生年金勘定の積立金（以下この章において「特別会計積立金」という。）及び実施機関（厚生労働大臣を除く。次条第三項において同じ。）の積立金のうち厚生年金保険事業（基礎年金拠出金の納付を含む。）に係る部分に相当する部分として政令で定める部分（以下「実施機関積立金」という。）をいう。以下この章において同じ。）の運用は、積立金が厚生年金保険の被保険者から徴収された保険料の一部であり、かつ、将来の保険給付の貴重な財源となるものであることに特に留意し、専ら厚生年金保険の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ことにより、将来にわたって、厚生年金保険事業の運営の安定に資することを目的として行うものとする。

（積立金の運用）

**第七十九条の三** 特別会計積立金の運用は、厚生労働大臣が、前条の目的に沿った運用に基づく納付金の納付を目的として、年金積立金管理運用独立行政法人に対し、特別会計積立金を寄託することにより行うものとする。

- 2 厚生労働大臣は、前項の規定にかかわらず、同項の規定に基づく寄託をするまでの間、財政融資資金に特別会計積立金を預託することができる。
- 3 実施機関積立金の運用は、前条の目的に沿って、実施機関が行うものとする。ただし、実施機関積立金の一部については、政令で定めるところにより、国家公務員共済組合法（昭和三十三年法律第百二十八号）、地方公務員等共済組合法（昭和三十七年法律第百五十二号）又は私立学校教職員共済法（以下「共済各法」という。）の目的に沿って運用することができるものとし、この場合における同条の規定の適用については、同条中「専ら厚生年金保険」とあるのは、「厚生年金保険」とする。

（積立金基本指針）

**第七十九条の四** 主務大臣は、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（以下「積立金基本指針」という。）を定めるものとする。

- 2 積立金基本指針においては、次に掲げる事項を定めるものとする。
  - 一 積立金の管理及び運用に関する基本的な方針
  - 二 積立金の資産の構成の目標に関する基本的な事項
  - 三 積立金の管理及び運用に関し管理運用主体（年金積立金管理運用独立行政法人、国家公務員共済組合連合会、地方公務員共済組合連合会及び日本私立学校振興・共済事業団をいう。以下同じ。）が遵守すべき基本的な事項

#### 四 その他積立金の管理及び運用に関する重要事項

- 3 主務大臣は、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、積立金基本指針に検討を加え、必要に応じ、これを変更するものとする。
- 4 積立金基本指針を定め、又は変更しようとするときは、厚生労働大臣は、あらかじめ、積立金基本指針の案又はその変更の案を作成し、財務大臣、総務大臣及び文部科学大臣に協議するものとする。
- 5 財務大臣、総務大臣及び文部科学大臣は、必要があると認めるときは、厚生労働大臣に対し、積立金基本指針の変更の案の作成を求めることができる。
- 6 主務大臣は、積立金基本指針を定め、又は変更したときは、速やかに、これを公表するものとする。

#### (積立金の資産の構成の目標)

**第七十九条の五** 管理運用主体は、積立金基本指針に適合するよう、共同して、次条第一項に規定する管理運用の方針において同条第二項第三号の資産の構成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を定めなければならない。

- 2 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、前項に規定する積立金の資産の構成の目標に検討を加え、必要に応じ、これを変更しなければならない。
- 3 管理運用主体は、第一項に規定する積立金の資産の構成の目標を定め、又は変更したときは、遅滞なく、共同して、これを公表するとともに、主務大臣に送付しなければならない。
- 4 主務大臣は、第一項に規定する積立金の資産の構成の目標が積立金基本指針に適合しないと認めるときは、管理運用主体に対し、当該目標の変更を命ずることができる。
- 5 前項の規定による命令をしようとするときは、厚生労働大臣は、あらかじめ、積立金基本指針に適合するよう変更させるべき内容の案を作成し、財務大臣、総務大臣及び文部科学大臣に協議するものとする。

#### (管理運用の方針)

**第七十九条の六** 管理運用主体は、その管理する積立金（地方公務員共済組合連合会にあつては、地方公務員共済組合連合会が運用状況を管理する実施機関の実施機関積立金を含む。以下この章において「管理積立金」という。）の管理及び運用（地方公務員共済組合連合会にあつては、管理積立金の運用状況の管理を含む。以下この章において同じ。）を適切に行うため、積立金基本指針に適合するように、かつ、前条第一項に規定する積立金の資産の構成の目標に即して、管理及び運用の方針（以下この章において「管理運用の方針」という。）を定めなければならない。

- 2 管理運用の方針においては、次に掲げる事項を定めるものとする。
  - 一 管理積立金の管理及び運用の基本的な方針
  - 二 管理積立金の管理及び運用に関し遵守すべき事項
  - 三 管理積立金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に関する事項
  - 四 その他管理積立金の適切な管理及び運用に関し必要な事項



- 3 管理運用主体は、積立金基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。
- 4 管理運用主体は、管理運用の方針を定め、又は変更しようとするときは、あらかじめ、当該管理運用主体を所管する大臣（以下この章並びに第百条の三の三第二項第一号及び第三項において「所管大臣」という。）の承認を得なければならない。
- 5 管理運用主体は、管理運用の方針を定め、又は変更したときは、遅滞なく、これを公表しなければならない。
- 6 管理運用主体は、積立金基本指針及び管理運用の方針に従つて管理積立金の管理及び運用を行わなければならない。
- 7 所管大臣は、その所管する管理運用主体の管理運用の方針が積立金基本指針に適合しなくなつたと認めるときは、当該管理運用主体に対し、その管理運用の方針の変更を命ずることができる。

（管理運用主体に対する措置命令）

**第七十九条の七** 所管大臣は、その所管する管理運用主体が、管理積立金の管理及び運用に係る業務に関しこの法律の規定若しくはこれに基づく命令の規定に違反し、又は当該管理運用主体の管理積立金の管理及び運用の状況が、積立金基本指針若しくは当該管理運用主体の管理運用の方針に適合しないと認めるときは、当該管理運用主体に対し、当該業務の運営を改善するために必要な措置又は当該管理積立金の管理及び運用の状況を積立金基本指針若しくは当該管理運用の方針に適合させるために必要な措置をとることを命ずることができる。

（管理積立金の管理及び運用の状況に関する公表及び評価）

**第七十九条の八** 管理運用主体は、各事業年度の決算完結後、遅滞なく、当該事業年度における管理積立金の資産の額、その構成割合、運用収入の額その他の主務省令で定める事項を記載した業務概況書を作成し、これを公表するとともに、所管大臣に送付しなければならない。

- 2 所管大臣は、その所管する管理運用主体の業務概況書の送付を受けたときは、速やかに、当該管理運用主体について、管理積立金の管理及び運用の状況（第七十九条の三第三項ただし書の規定による運用の状況を含む。）その他の管理積立金の管理及び運用に関する主務省令で定める事項について評価を行い、その結果を公表するものとする。
- 3 所管大臣は、第一項の規定による業務概況書の送付を受けたときは、前項の規定による評価の結果を添えて、当該業務概況書を主務大臣に送付するものとする。
- 4 年金積立金管理運用独立行政法人について第一項の規定を適用する場合においては、同項中「決算完結後」とあるのは、「独立行政法人通則法（平成十一年法律第百三号）第三十八条第一項の規定による同項に規定する財務諸表の提出後」とする。

（積立金の管理及び運用の状況に関する公表及び評価）

**第七十九条の九** 主務大臣は、毎年度、主務省令で定めるところにより、積立金の資産

の額、その構成割合、運用収入の額、積立金の運用の状況の評価その他の積立金の管理及び運用に関する事項を記載した報告書を作成し、これを公表するものとする。

- 2 前項の報告書を作成しようとするときは、厚生労働大臣は、あらかじめ、その案を作成し、財務大臣、総務大臣及び文部科学大臣に協議するものとする。
- 3 主務大臣は、第一項の報告書における評価の結果に基づき、管理運用主体の管理積立金の管理及び運用の状況が積立金基本指針に適合しないと認めるときは、当該管理運用主体の所管大臣に対し、当該管理運用主体の管理積立金の管理及び運用の状況を積立金基本指針に適合させるために必要な措置をとるよう求めることができる。
- 4 前項の規定による措置を求めようとするときは、厚生労働大臣は、あらかじめ、積立金基本指針に適合させるために必要な措置の案を作成し、財務大臣、総務大臣及び文部科学大臣に協議するものとする。

(主務大臣等)

**第百条の三の三** 第四章の二及び第三項における主務大臣は、厚生労働大臣、財務大臣、総務大臣及び文部科学大臣とする。

- 2 この法律における主務省令は、政令で定めるところにより、厚生労働大臣、財務大臣、文部科学大臣又は地方公務員等共済組合法第百四十四条の二十九第一項の規定による主務大臣の発する命令とする。ただし、次の各号に掲げる主務省令については、当該各号に定めるとおりとする。
  - 一 第七十九条の八第一項及び第二項の主務省令 所管大臣の発する命令
  - 二 第七十九条の九第一項の主務省令 厚生労働大臣、財務大臣、総務大臣及び文部科学大臣の発する命令
- 3 所管大臣は、前項第一号に掲げる主務省令を制定し、又は改廃する場合においては、あらかじめ、主務大臣に協議するものとする。

#### 【国家公務員共済組合法施行令（昭和三十三年六月三十日政令第二百七号）（抄）】

(厚生年金保険給付積立金等及び退職等年金給付積立金等の管理及び運用)

**第九条の三** 厚生年金保険給付積立金及び厚生年金保険給付の支払上の余裕金(以下「厚生年金保険給付積立金等」という。)の運用は、次に掲げる方法により行われなければならない。

- 一 次に掲げる有価証券若しくは有価証券とみなされる権利又はこれらに係る標準物(金融商品取引法(昭和二十三年法律第二十五号)第二条第二十四項第五号に掲げる標準物をいう。第六号イ及び第三号において「標準物」という。)の売買(デリバティブ取引(同条第二十項に規定するデリバティブ取引をいう。第九号において同じ。)に該当するものについては、この号及び第三号に掲げる方法による運用に係る損失の危険の管理を目的として行うものに限る。)
- イ 金融商品取引法第二条第一項第一号から第五号まで、第十号から第十三号まで、第十五号、第十八号及び第二十一号に掲げる有価証券並びに同項第十七号に掲げる有価証券(同項第六号から第九号まで、第十四号及び第十六号に掲げる有価証券の

性質を有するものを除く。)

- ロ イに掲げる有価証券に表示されるべき権利であつて、金融商品取引法第二条第二項の規定により有価証券とみなされるもの
- ハ 金融商品取引法第二条第二項第五号に掲げる権利（投資事業有限責任組合契約に関する法律（平成十年法律第九十号）第三条第一項に規定する投資事業有限責任組合契約（当該投資事業有限責任組合契約において営むことを約する事業において取得し、又は保有する（１）から（４）までに掲げるものについて、当該投資事業有限責任組合契約においてその銘柄を特定しているものを除く。）に基づく権利（同法第二条第二項に規定する有限責任組合員として有するものに限る。）に係るものに限る。以下このハにおいて同じ。）及び金融商品取引法第二条第二項第六号に掲げる権利（同項第五号に掲げる権利に類するものに限る。）であつて、同項の規定により有価証券とみなされるもの
  - （１） 投資事業有限責任組合契約に関する法律第三条第一項第二号に規定する株式会社の設立に際して発行する株式及び企業組合の設立に際しての持分
  - （２） 投資事業有限責任組合契約に関する法律第三条第一項第二号に規定する株式会社の発行する株式及び新株予約権並びに企業組合の持分
  - （３） 投資事業有限責任組合契約に関する法律第三条第一項第三号に規定する指定有価証券（次に掲げるものに限る。）
    - （ⅰ） 金融商品取引法第二条第一項第六号に掲げる出資証券
    - （ⅱ） 金融商品取引法第二条第一項第七号に掲げる優先出資証券
    - （ⅲ） 金融商品取引法第二条第一項第八号に掲げる優先出資証券及び新優先出資引受権を表示する証券
    - （ⅳ） 金融商品取引法第二条第一項第九号及び（ⅰ）から（ⅲ）までに掲げる有価証券並びに（ⅴ）に掲げる権利に係る同項第十九号に規定するオプションを表示する証券及び証書
    - （ⅴ） （ⅰ）から（ⅲ）までに掲げる有価証券に表示されるべき権利であつて、金融商品取引法第二条第二項の規定により有価証券とみなされるもの
  - （４） 投資事業有限責任組合契約に関する法律第三条第一項第十一号に規定する外国法人の発行する株式、新株予約権及び指定有価証券（（３）（ⅰ）から（ⅴ）までに掲げるものに限る。）並びに外国法人の持分並びにこれらに類似するもの
- ニ 預金又は貯金（年金積立金管理運用独立行政法人法（平成十六年法律第百五号）第二十一条第一項第二号の規定により厚生労働大臣が適当と認めて指定した預金又は貯金の取扱いを参酌して財務大臣が定めるものに限る。）
- 三 信託会社又は信託業務を営む金融機関への信託。ただし、運用方法を特定するものにあつては、次に掲げる方法により運用するものに限る。
  - イ 前二号及び第五号から第九号までに掲げる方法
  - ロ コール資金の貸付け又は手形の割引
  - ハ 金融商品取引業者（金融商品取引法第二条第九項に規定する金融商品取引業者をいう。第五号において同じ。）との投資一任契約（同条第八項第十二号ロに規定する契約をいう。）であつて連合会が同号ロに規定する投資判断の全部を一任する

ことを内容とするものの締結

- 四 組合員（長期給付に関する規定の適用を受けるものに限る。以下この号において同じ。）を被保険者とする生命保険（組合員の所定の時期における生存を保険金の支払事由とするものに限る。）の保険料の払込み
- 五 第一号の規定により取得した有価証券（金融商品取引法第二条第一項第一号から第五号までに掲げる有価証券及び同項第十七号に掲げる有価証券（同項第六号から第九号 まで、第十四号及び第十六号に掲げる有価証券の性質を有するものを除く。）に限る。）の株式会社商工組合中央金庫、株式会社日本政策投資銀行、農林中央金庫、全国を地区とする信用金庫連合会、金融商品取引業者（同法第二十八条第一項に規定する第一種金融商品取引業を行う者（同法第二十九条の四の二第九項に規定する第一種少額電子募集取扱業者を除く。）に限る。）、同法第二条第三十項に規定する証券金融会社及び貸金業法施行令（昭和五十八年政令第百八十一号）第一条の二第三号に掲げる者に対する貸付け
- 六 次に掲げる権利の取得又は付与（第一号及び第三号に掲げる方法による運用に係る損失の危険の管理を目的として行うものに限る。）
- イ 金融商品取引法第二条第十六項に規定する金融商品取引所の定める基準及び方法に従い、当事者の一方の意思表示により当事者間において債券（標準物を含む。）の売買契約を成立させることができる権利
- ロ 債券の売買契約において、当事者の一方が受渡日を指定できる権利であつて、一定の期間内に当該権利が行使されない場合には、当該売買契約が解除されるもの（外国で行われる取引に係る売買契約に係るものを除く。）
- 七 先物外国為替（外国通貨をもつて表示される支払手段であつて、その売買契約に基づく債権の発生、変更又は消滅に係る取引を当該売買契約の契約日後の一定の時期に一定の外国為替相場により実行する取引の対象となるものをいう。）の売買（第一号から第三号までに掲げる方法による運用に係る損失の危険の管理を目的として行うものに限る。）
- 八 通貨オプション（当事者の一方の意思表示により当事者間において外国通貨をもつて表示される支払手段の売買取引を成立させることができる権利をいい、金融商品取引法第二条第二十一項に規定する市場デリバティブ取引（同項第三号に掲げる取引に係るものに限る。）及び同条第二十三項に規定する外国市場デリバティブ取引（同号に掲げる取引に類似するものに限る。）に係る権利を除く。）の取得又は付与（第一号から第三号までに掲げる方法による運用に係る損失の危険の管理を目的として行うものに限る。）
- 九 第一号及び前三号に定めるもののほか、デリバティブ取引であつて金融商品取引法第二十八条第八項第三号ロ、第四号ロ及び第五号（同項第三号ロに掲げる取引に類似する取引に係るものに限る。）に掲げる取引のうち、同法第二条第八項第十一号イに規定する有価証券指標（株式に係るものに限る。）に係るものの売買（第一号から第三号までに掲げる方法による運用に係る損失の危険の管理を目的として行うものに限る。）
- 十 財政融資資金への預託

2 (略)

3 前二項の規定により第一項第一号イ及びロに規定する有価証券又は有価証券とみなれる権利（国債証券、国債証券に表示されるべき権利であつて金融商品取引法第二条第二項の規定により有価証券とみなされるもの、標準物その他財務省令で定めるものを除く。）を取得する場合には、応募又は買入れの方法により行わなければならない。

4 連合会は、厚生年金保険給付積立金等及び退職等年金給付積立金等を合同して管理及び運用を行うことができる。

5

(略)

## 附 則

(厚生年金保険給付積立金等の運用の特例)

**第五条** 厚生年金保険給付積立金等の運用については、第九条の三第一項の規定にかかわらず、当分の間、次に掲げる方法により行うことができるものとする。

一 第九条の三第一項各号に掲げる方法

二 不動産（あらかじめ財務大臣の承認を受けたものに限る。）の取得、譲渡又は貸付け

三 組合に対する資金の貸付け

四 連合会の経理単位（財務省令で定めるところによりその経理について設けられる区分をいい、第九条第三項に規定する経理を行うものを除く。）に対する資金の貸付け

## 【国家公務員共済組合法施行規則（昭和三十三年十月十一日大蔵省令第五十四号）（抄）】

(厚生年金保険法第七十九条の八第一項に規定する財務省令で定める事項)

**第八十五条の十二** 厚生年金保険法第七十九条の八第一項に規定する財務省令で定める業務概況書に記載すべき事項は、次の各号に掲げる事項とする。

一 当該事業年度における管理積立金（厚生年金保険法第七十九条の六第一項に規定する管理積立金のうち連合会が管理するものをいう。以下この条及び次条において同じ。）の資産の額

二 当該事業年度における管理積立金の資産の構成割合

三 当該事業年度における管理積立金の運用収入の額

四 厚生年金保険法第七十九条の三第三項ただし書の規定による運用の状況

五 厚生年金保険法第七十九条の六第二項第三号に規定する管理積立金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に関する事項

六 管理積立金の運用利回り

七 管理積立金の運用に関するリスク管理の状況

八 運用手法別の運用の状況（連合会が令第九条の三第一項第三号本文、同号ハ及び同項第四号に規定する方法で運用する場合にあつては、当該運用に関する契約の相

手方の選定及び管理の状況等を含む。)

九 連合会における株式に係る議決権の行使に関する状況等

十 連合会の役員（監事を除く。）及び職員の職務の執行が法令等に適合するための体制その他連合会の業務の適正を確保するための体制に関する事項

十一 その他管理積立金の管理及び運用に関する重要事項

(厚生年金保険法第七十九条の八第二項 に規定する財務省令で定める事項)

**第八十五条の十三** 厚生年金保険法第七十九条の八第二項に規定する財務省令で定める事項は、次の各号に掲げる事項とする。

一 管理積立金の運用の状況及び当該運用の状況が年金財政に与える影響

二 厚生年金保険法第七十九条の三第三項ただし書の規定による運用の状況

三 厚生年金保険法第七十九条の四第一項に規定する積立金基本指針及び同法第七十九条の六第一項に規定する管理運用の方針に定める事項の遵守の状況（前二号に掲げるものを除く。）

四 その他管理積立金の管理及び運用に関する重要事項

**【厚生年金保険法第七十九条の九第一項の報告書に記載すべき事項及びその公表方法を定める省令（平成二十七年九月二十八日総務省・財務省・文部科学省・厚生労働省令第一号）】**

1 厚生年金保険法（以下「法」という。）第七十九条の九第一項の報告書に記載すべき事項は、次に掲げる事項とする。

一 当該年度における積立金（法第七十九条の二に規定する積立金をいう。以下同じ。）の資産の額及びその構成割合（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。）の管理積立金（法第七十九条の六第一項に規定する管理積立金をいう。以下同じ。）ごとの資産の額及びその構成割合を含む。）

二 当該年度における積立金の運用収入の額（管理運用主体の管理積立金ごとの運用収入の額を含む。）

三 積立金の管理及び運用の状況に関する次に掲げる事項の評価（管理運用主体の管理積立金ごとの管理及び運用の状況に関する次に掲げる事項の評価を含む。）

イ 当該運用の状況が年金財政に与える影響

ロ 法第七十九条の三第三項ただし書の規定による運用の状況

ハ 積立金基本指針（法第七十九条の四第一項に規定する積立金基本指針をいう。）に定める事項の遵守の状況（イ及びロに掲げる事項を除く。）

四 その他積立金の管理及び運用に関する重要事項

2 主務大臣は前項の報告書の作成後、速やかに、当該報告書をインターネットの利用その他の適切な方法により公表するものとする。

## 附 則

1 この省令は、平成二十七年十月一日から施行する。

- 2 平成二十七年度に係る法第七十九条の九第一項の報告書に記載すべき事項のうち、第一項第二号に規定する積立金の運用収入の額に関し、国家公務員共済組合連合会、地方公務員共済組合連合会及び日本私立学校振興・共済事業団の管理積立金については、平成二十七年十月一日から平成二十八年三月三十一日までの間における当該管理積立金の運用収入の額を記載するものとする。

**【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（平成二十六年七月三日、改正 令和二年二月二十七日 総務省、財務省、文部科学省、厚生労働省告示第一号）】**

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（平成二十四年法律第六十三号）の施行に伴い、並びに厚生年金保険法（昭和二十九年法律第百十五号）第七十九条の四第一項及び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附則第二十八条第一項の規定に基づき、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を次のように定め、同法の施行の日（平成二十七年十月一日）から適用することとしたので、厚生年金保険法第七十九条の四第六項及び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附則第二十八条第一項の規定に基づき公表する。

**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**

## **第一 積立金の管理及び運用に関する基本的な方針**

- 一 積立金（厚生年金保険法（以下「法」という。）第七十九条の二に規定する積立金をいう。以下同じ。）の運用は、積立金が厚生年金保険の被保険者から徴収された保険料の一部であり、かつ、将来の保険給付の貴重な財源となるものであることに特に留意し、専ら厚生年金保険（法第七十九条の三第三項の規定により共済各法（同項に規定する共済各法をいう。）の目的に沿って運用する場合においては、厚生年金保険）の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ことにより、将来にわたって、厚生年金保険事業の運営の安定に資することを目的として行うこと。
- 二 積立金の運用は、厚生年金保険事業の財政上の諸前提（法第二条の四第一項に規定する財政の現況及び見通し（以下「財政の現況及び見通し」という。）を作成する際に用いられる厚生年金保険事業の財政上の諸前提をいう。以下同じ。）を踏まえ、保険給付等に必要な流動性を確保しつつ、必要となる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。以下同じ。）を、最低限のリスクで確保することを目的として行うこと。

## **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。
- 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。

### 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、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。

- 四 管理運用主体は、本指針及び管理運用の方針に従って管理積立金の管理及び運用を行わなければならないこと。
- 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。
- 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、株主義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。
- 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、保険給付等に必要な流動性を確保すること。
- 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。
- 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。
- 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である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。

#### 第四 その他積立金の管理及び運用に関する重要事項

- 一 管理運用主体は、基本ポートフォリオを見直す場合において、市場への影響等に

鑑み必要があると認めるときは、ポートフォリオを見直し後の基本ポートフォリオに円滑に移行させるため、移行ポートフォリオ（基本ポートフォリオを実現するまでの経過的な資産の構成をいう。）を策定すること。

- 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。
- 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。
- 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。
- 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。
- 六 主務大臣は、管理運用主体に対し、積立金の運用評価等に用いる厚生年金保険の被保険者の賃金上昇率等の実績を適時に提供すること。
- 七 主務大臣は、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、本指針に検討を加え、必要に応じ、これを変更すること。

（以 上）