

## 年金特別会計及び年金積立金管理運用独立行政法人で管理運用する年金積立金の状況等について

### 1 検査の背景

#### (1) 公的年金制度の概要

我が国の公的年金制度は、年金給付に必要な費用を、その都度、被保険者からの保険料で賄っていく財政方式(賦課方式)を基本として運営されているが、一定金額の積立金を保有し、その運用収入及び元本の取崩しを年金給付の財源の一部として活用することにより、将来の保険料水準や給付水準の平準化を図ることとしている。厚生労働大臣は、国民年金及び厚生年金保険に係る積立金(年金積立金)を管理しており、年金積立金の残高は平成29年度末において164兆1609億円となっている。また、政府は、少なくとも5年ごとに国民年金事業及び厚生年金保険事業の財政に係る収支についてその現況及びその後おおむね100年間の見通しを作成(財政検証)しなければならないこととなっている。

#### (2) 年金特別会計及び年金積立金管理運用独立行政法人の概要

年金特別会計の国民年金勘定(特会国年勘定)及び厚生年金勘定(特会厚年勘定)において生じた剰余金は将来の年金給付等に必要な額を積立金として積み立て、厚生労働大臣が年金積立金管理運用独立行政法人(GPIF)に寄託して運用することとなっている。

GPIFは、年金積立金の管理及び運用を行うとともに、その収益を国庫に納付することにより、厚生年金保険事業等の運営の安定に資することを目的として、18年4月に設置されている。

#### (3) 年金積立金の推移

29年度末における年金積立金の残高は、年金特別会計が管理している分が7兆7777億円、GPIFが管理している分が156兆3831億円、計164兆1609億円となっている。

#### (4) GPIFにおける年金積立金の運用

厚生労働大臣は、GPIFが達成すべき業務運営に関する目標(中期目標)を定めて、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運用利回り)を示している。GPIFは中期目標を達成するための計画において、長期的な観点からの資産構成割合(基本ポートフォリオ)等を定めている。そして、運用結果等について、毎年度、業務概況書を作成して公表している。

GPIFは、年金積立金について、基本ポートフォリオに基づき、国内外の債券、株式等に分散投資を行っている。また、オルタナティブ投資、ESG投資等、投資手法の拡大を図っている。

GPIFによる年金積立金の市場運用には、年金積立金の運用を委託した機関(運用受託機関)に投資の判断等を一任する委託運用と、GPIF自らが投資の判断等を行う自家運用とがある。そして、GPIFは、特定運用信託契約により年金積立金の管理を信託銀行(資産管理機関)に委託している。

#### (5) 運用環境の変化

厚生年金基金は、国に代わって厚生年金保険の給付の一部を代行して支給する(代行部分)などができることとされている。しかし、バブル経済の崩壊等により、いわゆる代行割れ基金が多数存在することから、26年4月に、厚生年金基金の新設を認めないこととするとともに、厚生年金基金の解散又は代行部分の支給義務の国への返上(これらを「解散等」)を促進するために、解散等の際に国に納付する最低責任準備金の期限、額等の特例を適用するなどとされた。

### 2 検査の着眼点

本院は、24年10月の厚生労働省及びGPIFにおける報告の所見に対する対応に留意しつつ、年金積立金の運用状況等について①年金積立金の運用状況等は、どのようになっているか。運用に係る基本ポートフォリオ等は、どのように策定又は変更され、運用にどのような影響・効果を及ぼしているか、②厚生年金基金の解散等、低金利政策の継続及びマイナス金利政策の導入等の運用環境の変化は、年金積立金の運用にどのような影響を及ぼしているか、③委託運用及び自家運用におけるファンドの運用実績は、どのようになっているか。また、管理運用業務の委託先の評価等は適切に行われているか、④GPIFにおけるガバナンスは組織改編後、どのようになっているかに着眼して検査

した。

### 3 検査の状況

#### (1) 年金積立金の運用状況等

##### ア GPIFにおける年金積立金の運用に係る基本ポートフォリオ等の状況

27年10月の被用者年金制度の一元化以降は、GPIF、国家公務員共済組合連合会、地方公務員共済組合連合会及び日本私立学校振興・共済事業団(これらを「運用主体」)がそれぞれの基本ポートフォリオを定めるに当たって参酌すべき積立金の資産の構成の目標(モデルポートフォリオ)が定められることとなった。モデルポートフォリオの策定過程について、モデルポートフォリオに関する連絡会議の事務局を務めたGPIFは、市場への影響を考慮して、同会議の開催要綱において、同会議は非公開、資料及び議事録は公表しないことを定めたとしている。また、積立金基本指針によれば、運用主体は、財政検証が行われるなど必要があるときは、共同して、モデルポートフォリオについて検討して変更することとされているが、変更が必要となる場合の具体的な手続等が特に整備されていない状況となっていた。

##### イ 実績連動報酬制

29年度において実績連動報酬制が適用されている33ファンドのうち、超過収益を獲得できていないのにパッシブ運用を上回る報酬が支払われているものが5ファンド見受けられたが、GPIFは、30年度から、超過収益を獲得できない場合はパッシブ運用並みの報酬となるなどの新しい実績連動報酬制を、原則として全てのアクティブファンドに適用することとしている。

##### ウ カストディ費用の低減

GPIFは、資産管理機関であるステート・ストリート信託銀行に対する現地ヒアリングにおいて、外国において有価証券の保管を行っているA社に支払う保管手数料(カストディ費用)の料率が最も優遇されたものであることを確認しているとしている。

一方、GPIFの資産管理機関として参入の意思を示したB信託銀行からの提案によるとA社に対する外国債券に係るカストディ費用の料率は、現行のステート・ストリート信託銀行の料率よりも低くなっていた。

#### (2) 運用環境の変化による影響

##### ア 年金特別会計における年金積立金への影響

特会厚年勘定における余裕金は、解散等した厚生年金基金からの最低責任準備金等の増加等の影響により、28年6月以降増加していた。

##### イ 短期資産ファンドの運用状況

GPIFが流動性を確保するために保有している短期資産ファンドの残高は、28年度から著しく増加していた。

##### ウ キャッシュアウト等対応ファンドの運用状況

キャッシュアウト等対応ファンドについては、キャッシュアウトが必要な時期が26年度以降の10年間程度との見込みと異なる状況となるなどしており、また、将来のキャッシュアウトに使用される見込みの少ない残存期間の長い国債を多く保有している状況となっている。

#### (3) 各ファンドの運用状況等

##### ア 委託運用における各ファンドの運用状況

GPIFは、29年度からESG指数に基づく国内株式のパッシブ運用を開始しており、中長期的に投資の効果を確認しながら、新たなESG指数の活用やアクティブ運用なども含めてESG投資を拡大する方針であるとしている。

##### イ 委託運用におけるファンドの評価及び選定・入替え等

###### (ア) 運用受託機関が運用する既存のファンドの評価

GPIFは、運用受託機関が運用する既存のファンドについては、毎年度総合評価を実施して運用受託機関の見直しを行っている。各ファンドの実際の収益の状況についてみると、委託

運用のアクティブファンドのうち、25年度から29年度までの平均年率(最長5年)等の基準でみて超過収益率を確保していなかったのは、主として国内株式ファンドと外国株式ファンドとなっている。

(イ) 総合評価の方法の変更

GPIFは、29年10月以前は運用受託機関に係る総合評価を定性評価及び定量評価により行っていたが、同年11月以降の定性評価においては、従来の定量評価の指標となっていた超過収益率等を定性評価を行う際の参考指標として評価することとしている。

ウ 自家運用における各ファンドの運用状況

GPIFが自家運用における国内債券パッシブ運用について開示している収益率は、証券貸付運用の収益を含めて算定されている一方、委託運用分については、証券貸付運用の収益を含まないことから、両者の運用実績を厳密に比較することは困難な状況となっている。

エ オルタナティブ投資の状況

GPIFは、26年2月からオルタナティブ投資を実施しているが、投資信託受益証券を購入する形で自家運用によりオルタナティブ投資を行っている2ファンドについては、運用開始後は内部収益率がマイナスで推移しているが、1ファンドは29年度に収益が生じている状況となっている。

オ 管理運用に関する情報開示の状況

(ア) 運用受託機関及び資産管理機関における運用に係る費用

GPIFは、業務概況書において、直接契約している運用受託機関及び資産管理機関に対して支払った管理運用手数料について開示しているが、資産管理機関が管理する信託財産から引き去られているカストディ費用等については開示していなかった。

また、証券貸付運用に係る費用のうち、外国債券及び外国株式の委託運用分について、GPIFが直接契約を締結していないとして、業務概況書等において開示していなかったり、国内債券の自家運用分について、業務概況書において他の管理手数料に含めて開示しており、他の管理手数料と分離して開示していなかったりしていた。

さらに、オルタナティブ投資に係る管理手数料について、業務概況書において他の管理手数料と分離して開示していなかった。

(イ) 運用リスク情報

GPIFが29年度の業務概況書において、リスク情報として記載したバリュアット・リスク(VaR)は、27年度の業務概況書に記載したものと異なり、GPIFが実際に保有している資産のデータを基に、保有期間1年、観測期間2年、信頼水準84%という前提で算出されている。

#### 4 所見

同省においては、次の各点に、また、GPIFにおいては、イ(ア)を除く各点にそれぞれ留意することとし、もって年金積立金の適切な管理運用に努める必要があると認められる。

ア 年金積立金の運用状況等

(ア) GPIFが他の運用主体と共同して策定するモデルポートフォリオについては、各運用主体が策定する基本ポートフォリオが運用成績を左右する重要な要因とされており、各運用主体が基本ポートフォリオを策定する際にモデルポートフォリオを参酌すべきものとされていることに鑑みて、モデルポートフォリオの策定過程について、事後的に検証ができるように議事録等を一定期間経過後に公表することについて、モデルポートフォリオに関する連絡会議の構成員である他の運用主体と協議するなどして検討するとともに、モデルポートフォリオの変更を適時適切に行うことができるように、その変更に係る具体的な手続を整備することについて他の運用主体と協議するなどして検討すること

(イ) アクティブファンドの運用手数料に係る実績連動報酬制については、30年度から本格的に新しい実績連動報酬制を適用することとしていることから、新しい実績連動報酬制の導入の効果について、一定期間後に検証を行うなどして、運用受託機関に対する超過収益獲得のための動

機付けがより働くものとなるよう引き続き努めること

- (ウ) カストディ費用については、年金積立金の経済的な運用を確保するために、資産管理機関との特定運用信託契約において適用されているカストディ費用の各種料率等が、最も優遇されたものであることを、当該資産管理機関の報告やその他の情報により継続的に確認すること

#### イ 運用環境の変化による影響

- (ア) 年金特別会計における年金積立金に対する厚生年金基金の解散等の影響については、年金収支の見通しを的確に把握して、年金特別会計の積立金に属する現金の繰替使用の額や積立金の取崩し額を必要最小限にとどめて、特会国年勘定及び特会厚年勘定において多額の余裕金を保有することがないように努めること

- (イ) GPIFの短期資産ファンドに対する厚生年金基金の解散等の影響については、多額の短期資産を保有する状況となっていることについて国民に丁寧に説明すること

- (ウ) GPIFのキャッシュアウト等対応ファンドに対する厚生年金基金の解散等の影響については、31年の次期財政検証の検討状況を踏まえながら適時に、ファンドの規模、償還期間別の国内債券の構成等を見直すことを検討すること

#### ウ 各ファンドの運用状況等

- (ア) ESG投資については、専ら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、将来にわたって年金事業の運営の安定に資するという年金積立金の目的に適合するものとなっているか、ESG投資の中長期的な投資効果を継続的に確認していくこと

- (イ) 委託運用における運用受託機関の評価については、年金積立金のより効率的な運用を図るために、適時適切に運用受託機関の評価を行って、運用受託機関の構成やファンドの資金配分が最適なものとなるよう運用受託機関の見直しを引き続き行うこと

- (ウ) 運用受託機関の総合評価の方法については、従来の定性評価及び定量評価から、定性評価(評価項目の一部として定量評価を含む。)に変更した効果等を、その実績を踏まえて検証して、必要に応じて見直しを行うなどすること

- (エ) 自家運用における各ファンドの運用状況については、自家運用及び委託運用について同一の条件に基づいて算出した収益率を示すなどして、自家運用によるファンドの収益の状況について国民に丁寧に説明すること

- (オ) オルタナティブ投資については、透明性を確保するために、その収益、費用等の具体的な計数を含む運用状況について国民により丁寧に説明すること

- (カ) 管理運用に係る費用については、資産管理機関が管理する信託財産から引き去られているカストディ費用等も合わせて開示することを検討すること。また、証券貸付運用に係る費用のうち外国債券及び外国株式の委託運用分については、業務概況書等において開示するとともに、国内債券の自家運用分について、他の管理手数料と分離して開示することを検討すること。さらに、オルタナティブ投資に係る費用については、資産管理機関に対する管理手数料について他の管理手数料と分離して開示することを検討するとともに、運用受託機関に対する運用手数料について、支払が発生した場合には、他の運用手数料と分離して開示することを検討すること

- (キ) 運用リスク情報の開示については、基本ポートフォリオの変更により株式の占める割合が増加し、リスク(標準偏差)が大きくなるなどしており、収益が減少するリスクについて国民に対して丁寧に説明を行っていく必要があることから、29年度の業務概況書に記載されている保有期間1年のVaRに加えて、ストレステストの結果等中長期のリスクについて継続して記載すること

本院としては、今後とも、年金積立金の管理運用が運用環境の変化等に即して適切に実施されているかなどについて、多角的な観点から引き続き検査していくこととする。