

資産運用立国に関する基礎資料 (アセットオーナー関係)

令和5年10月27日

内閣官房 新しい資本主義実現本部事務局

日経サステナブルフォーラムにおける岸田総理大臣スピーチ（令和5年10月2日） 関連部分（抄）

年金や保険等の形で家計から運用を委託されている、アセットオーナーシップの改革にも取り組んでまいります。受益者に適切な運用の成果をもたらすよう、アセットオーナーに求められる役割を明確化したアセットオーナー・プリンシプルを、来年夏を目途に策定いたします。その中で、最善の利益をもたらす資産運用会社の選択や、ステークホルダー等への運用内容の見える化などを求めてまいります。

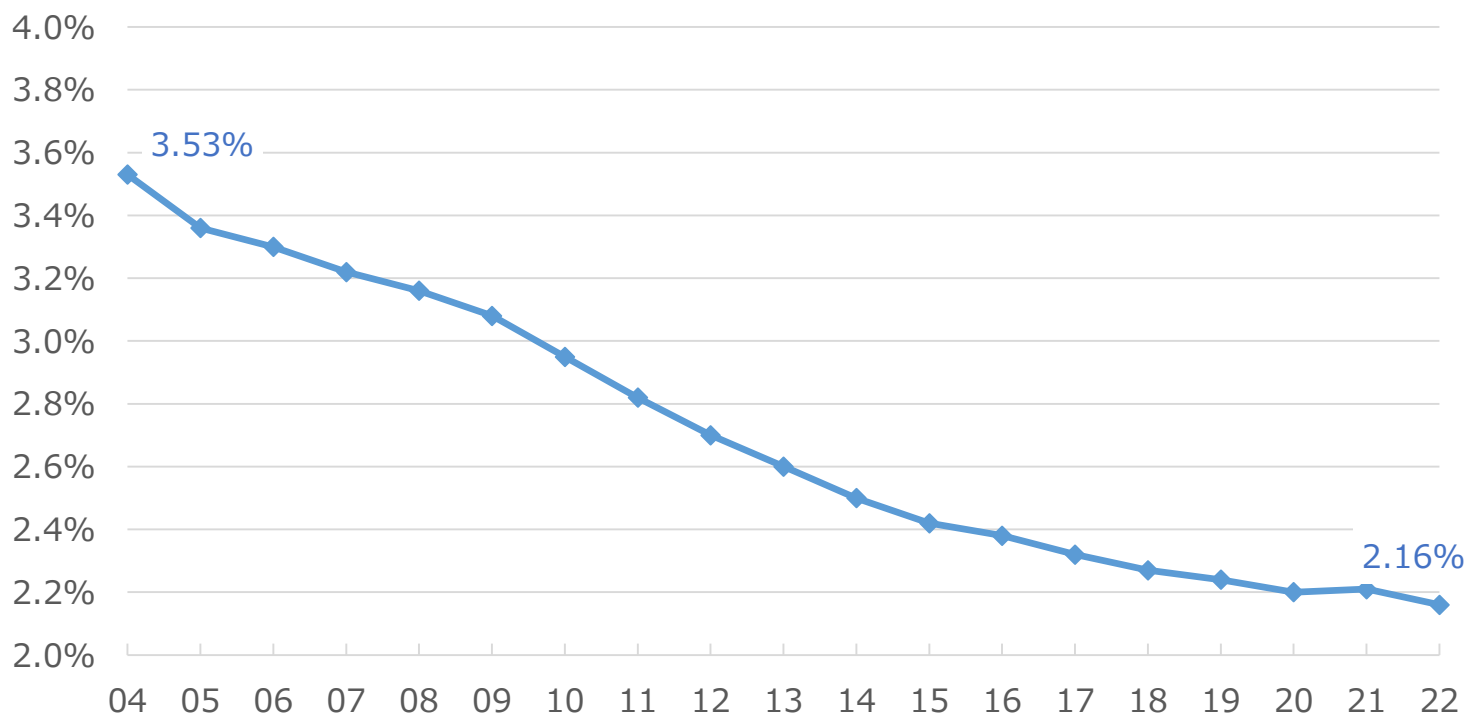
特に、企業年金については、加入者のための運用の見える化の充実のほか、確定給付企業年金向けの共同運用の選択肢の拡大、また確定拠出年金の運用において加入者による適切な商品選択がなされるような改善を進めてまいります。

こうした取組を具体化すべく、新しい資本主義実現会議の下、資産運用立国分科会を4日に設立し、年末までに政策プランを策定いたします。皆様の意見に真摯に耳を傾け、必要な改革に躊躇なく取り組んでまいります。

デフレ下における年金等の運用の状況

- 過去20年間のデフレ・低金利環境下において、年金等の運用は予定利率を下げながら保守的な運用に重点をおいた対応を行ってきた。
- 他方で、新たな経済、市場環境の変化が生まれている中においては、アセットオーナーにおいて、資産運用力の向上やガバナンス改善・体制強化に取り組んでいくことが期待される。

(例) 確定給付企業年金の平均予定利率の推移



(出典) 企業年金連合会「企業年金実態調査結果」

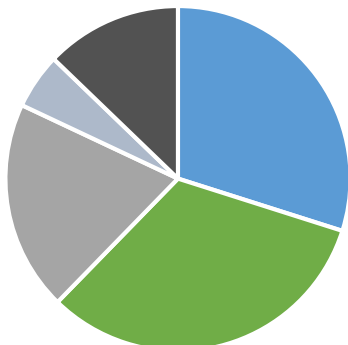
企業年金の運用残高とポートフォリオ（各国比較）

○ 各国ごとに資産額・ポートフォリオの差がみられる。
 ※ 私的年金の役割は、各国の年金制度に応じて異なる点に留意する必要。

日本 DB

資産額
65.9兆円
(2020年度)

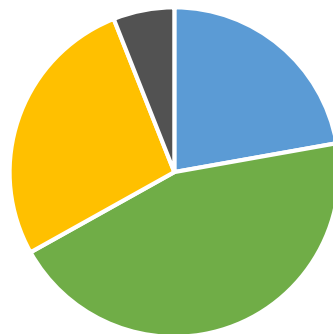
- 株式
- 債券
- 一般勘定
- 短期資産
- その他



米国 DB

資産額
3.54兆ドル
(約500兆円)
(2022年9月末)

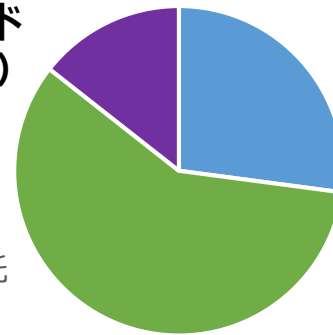
- 株式
- 債券
- オルタナ
- その他



英国 DB

資産額
1.67兆ポンド
(約270兆円)
(2022年3月末)

- 株式
- 債券
- その他投資信託



(注) 事業年度の末日が2020（令和2）年度中である事業年度の事業及び決算に関する報告書を2022（令和4）年12月時点で厚生労働省が集計。受託保証型確定給付企業年金についてはデータに制約があるため、集計には含まれていない。

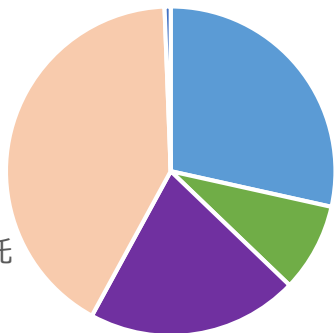
(出典) 資産額は米国労働省「2020 Form 5500 Annual Reports」、ポートフォリオはPensions & Investments より（トップ200 DBに限ったデータ。2022年9月末時点） (注) 1ドル=140円として換算

(出典) The Purple Book 2022 (Pension Protection Fund)
 (注) 1ポンド=160円として換算

日本 企業型DC

資産額
17.8兆円
(2022年3月末)

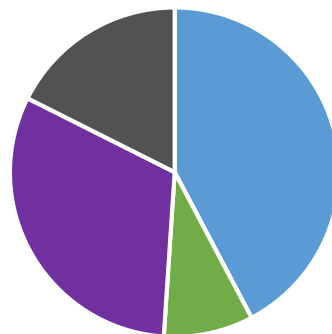
- 株式
- 債券
- その他投資信託
- 預貯金・保険
- その他



米国 DC（企業年金）

資産額
8.37兆ドル
(約1170兆円)
(2022年9月末)

- 株式
- 債券
- ターゲットデートファンド
- その他



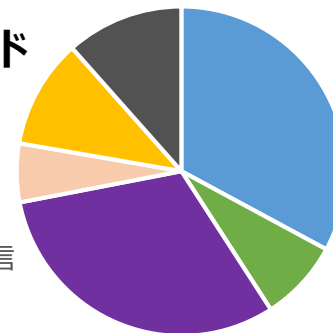
(出典) 運営管理機関連絡協議会「確定拠出年金統計資料（2022年3月末）」

(出典) 資産額は米国労働省「2020 Form 5500 Annual Reports」、ポートフォリオはInvestment Company Institute「401(k) Plan Asset Allocation, Account Balances, and Loan Activity」（401(k)に限ったデータ。2022年9月末時点）
 (注) 1ドル=140円として換算

英国 DC

資産額
2330億ポンド
(約40兆円)
(2023年3月末)

- 株式投信
- 債券型投信
- 資産複合型投信
- 現預金・保険等
- 直接投資
- その他

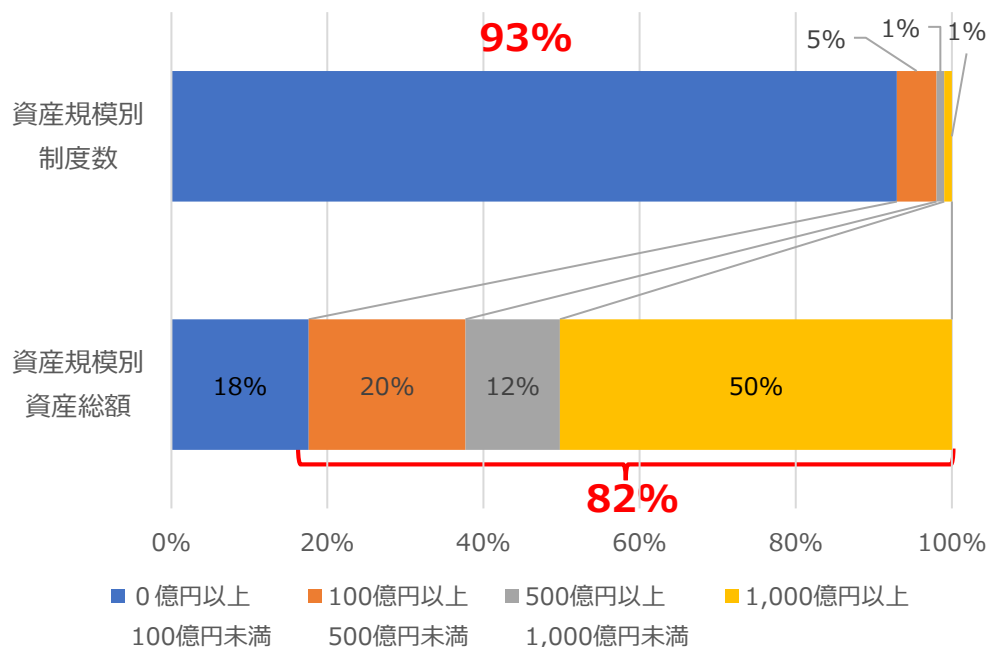


(出典) 英国統計局「Funded occupational pension schemes in the UK: July 2019 to March 2023: Reference table」
 (注) 1ポンド=160円として換算

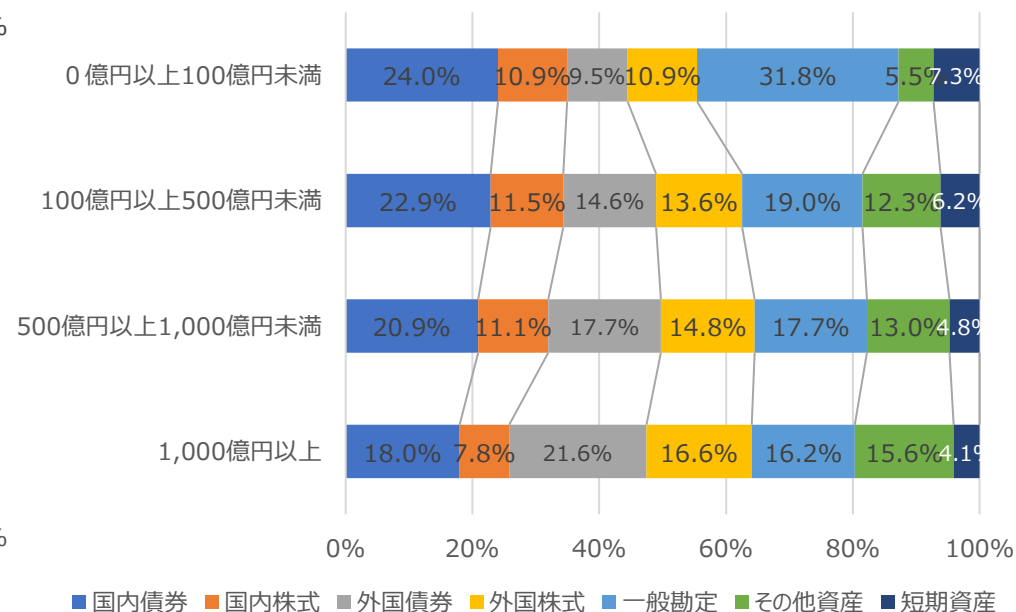
確定給付企業年金（DB）の規模別ポートフォリオ

- 制度（規約・基金）数で見ると、資産規模100億円未満のDBが、全体の約93%を占める。
- 保有資産額で見ると、資産規模100億円以上のDBが、全体の約82%を占める。
- 資産規模によって、ポートフォリオに差がみられる。

<資産規模別の制度数及び資産総額>



<資産規模別 資産構成割合>



(注1) 事業年度の末日が2020（令和2）年度中である事業年度の事業及び決算に関する報告書を2022（令和4）年12月時点で厚生労働省が集計。運用の方法が生命保険一般勘定に限定されている受託保証型確定給付企業年金についてはデータに制約があるため、集計には含まれていない。

(注2) その他資産は、ヘッジファンド、不動産、プライベートエクイティ、コモディティ（商品）等である。

<資産規模別 運用コンサルティング会社との契約状況（注3）>

（回答制度数 = 898制度）

～100億円	100～200億円	200～300億円	300～500億円	500～1000億円	1000億円以上
9.9%	28.5%	37.9%	47.4%	61.4%	68.2%

(注3) (出典) 企業年金連合会資料より作成

- 運用の実績は、掛金や給付額に影響を与える。

<DB（一般的な給付建て）>

（運用実績が好調の場合）

- 剰余金を将来の不足の可能性に備え、**別途積立金として積み立てられる**
別途積立金が一定水準を超えた場合など、長期的に運用実績が好調な場合、**掛金の減額・停止につながりうる**
長期的に積立水準が高水準な状態が続けば、退職給付全体に係る労使の話し合いを経た上で、**給付水準の改善への見直しが行われる可能性もある**

（運用実績が不調の場合）

- 不足金が一定範囲を超えた場合、**事業主が追加で掛金を拠出しなければならない**（＝事業主に運用のリスクが集中）
加えて、毎年の非継続基準の財政検証で不足金が生じる場合には、事業主が追加の掛金拠出が必要となる
事業状況として追加の掛金拠出が困難である場合等には、給付の減額が認められうるが、給付減額となる加入者等の個別の同意等を得る必要がある

<DB（労使でリスクを分け合うことのできる仕組み：リスク分担型企業年金）>

（運用実績が好調の場合）

- 運用実績が指標等を上回った場合、剰余が発生し、**給付が増額されうる**

（運用実績が不調の場合）

- 積立不足が発生した場合、**給付が減額されうる**（＝加入者・受給者が一定のリスクを負っている）

（参考）予定利率

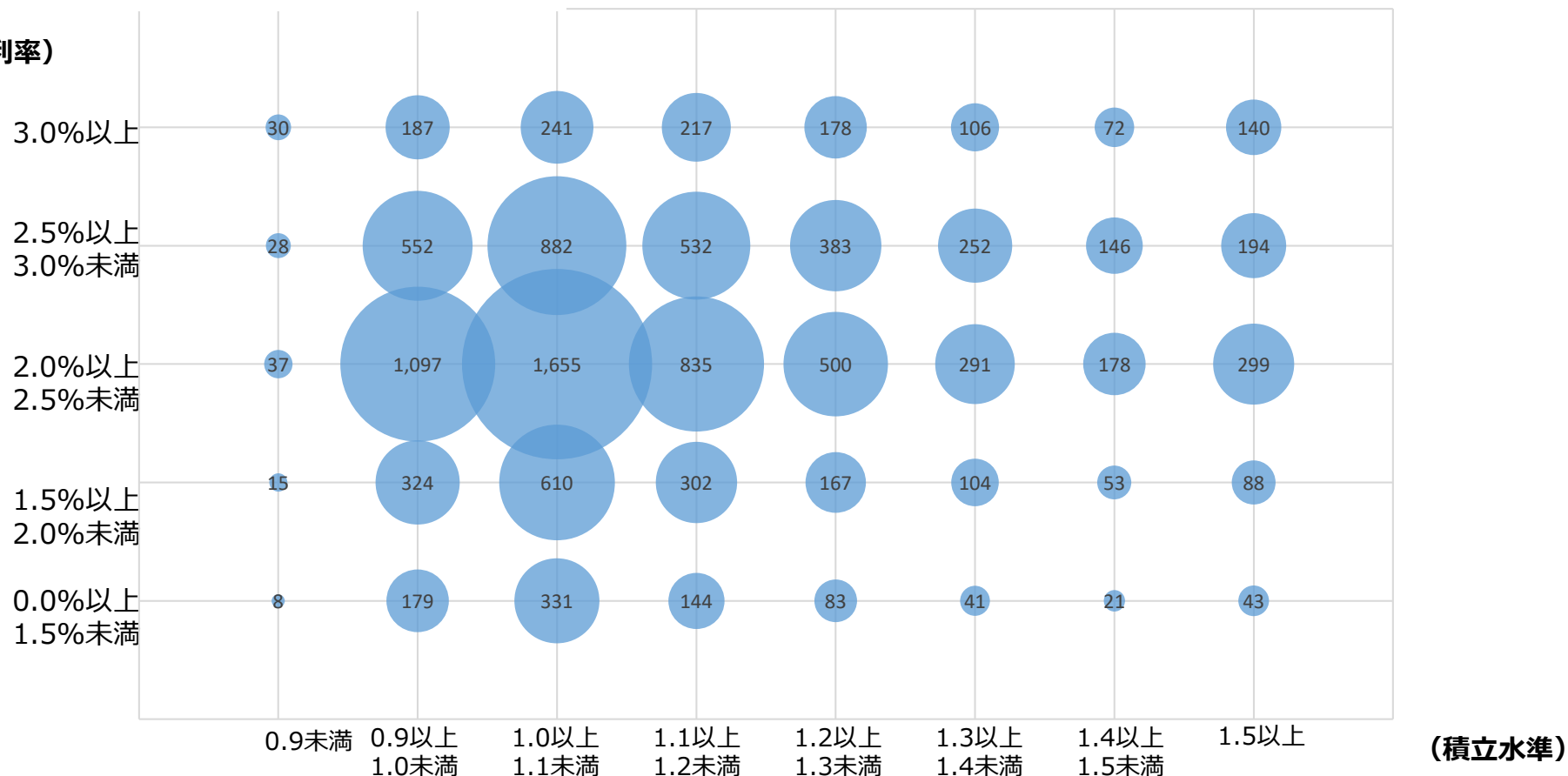
- 予定利率は、給付を賄うための掛金計算に用いるために設定するもので、積立金の運用収益の長期の予測に基づき、各企業年金制度で定める
- ※ 予定利率が高く設定される場合、期待収益率が高いため、相対的にリスクが高い運用となる。予定利率が低く設定されている場合、期待収益率が低いため、相対的にリスクが低い運用となる

確定給付企業年金（DB）の積立水準と予定利率

- 確定給付企業年金（DB）の積立水準は、約 8 割で1.0以上となっており、概ね健全な状態にある。
- 積立水準と予定利率との相関関係は、特にみられない。

<予定利率・積立水準別制度数>

(予定利率)



- (注1) 事業年度の末日が2020（令和2）年度中である事業年度の事業及び決算に関する報告書を2022（令和4）年12月時点で厚生労働省が集計。運用の方法が生命保険一般勘定に限定されている受託保証型確定給付企業年金（773件）についてはデータに制約があるため、集計には含まれていない。
- (注2) 積立水準は、将来の給付を賄うために現時点で保有しておくべき積立金の額（責任準備金）に対する純資産額の割合

- 確定給付企業年金（DB）の受託者責任に関する義務やガイドラインとしては、現在、法令上の善管注意義務、忠実義務等、米国などの諸外国の法令を参考に基本的な留意事項等を示した、「確定給付企業年金に係る資産運用関係者の役割及び責任に関するガイドライン」がある。

一般的な義務

善管注意義務	<ul style="list-style-type: none"> ○ 事業主は加入者等に対し、基金の理事は基金に対し、善良なる管理者の注意をもって職務を遂行する義務を負う（民法第644条 類推適用）
忠実義務	<ul style="list-style-type: none"> ○ 積立金の管理運用業務について、事業主は加入者等のため、基金の理事は基金のため、法令、法令に基づいて行う厚生労働省の処分等を遵守し、忠実に、職務を遂行しなければならない（DB法第69条、第70条）

基本的な留意事項

分散投資義務	<ul style="list-style-type: none"> ○ 事業主等は、資産運用にあたっては、投資対象の種類等について分散投資に努めなければならない（但し、合理的理由がある場合は除く）（DB令第46条）
資産構成の重視	<ul style="list-style-type: none"> ○ 資産の運用にあたっては、資産全体のリスクとリターンを考慮して合理的に運用資産の種類や商品の選択を行わなければならない（DB法第65条、第66条等）

（※）「DB法」・・・確定給付企業年金法（平成13年法律第50号）

「DB令」・・・確定給付企業年金法施行令（平成13年政令424号）

- ガイドラインでは、確定給付企業年金（DB）に、積立金の運用の目的やその資産構成などの事項を記載した「運用の基本方針」や、長期にわたり維持すべき資産の構成割合である「政策的資産構成割合」の策定を求めている。

運用に係る主な責任

運用の基本方針の策定

- 運用の基本方針として、運用の目的、運用目標、資産構成、運用受託機関の選任、運用業務に関する報告の内容及び方法、運用受託機関の評価に関する事項等を定めなければならない。（DB令第45条及びDB規則第83条）

政策的資産構成割合の策定

- ALM分析（資産と負債のバランスが保てるように将来推計をするシミュレーション）等を用いて合理的な手法で最適と認められる資産構成割合（「政策的資産構成割合」）を策定しなければならない。（DB規則第84条、ガイドライン）
※ オルタナティブ投資を行う場合、その目的や位置づけ・割合、リスクに関する留意事項を定めなければならない。

運用受託機関の選任

- 運用受託機関に対する資産の運用の委託が資産全体からみて過度に集中しないよう、集中投資に関する方針を定めなければならない。（但し、合理的理由がある場合は除く）（ガイドライン）
○ 受託機関の選任にあたっては、運用実績に関する定量評価だけでなく、定性評価（ESG投資、スチュワードシップ活動を含む）を加えた総合評価により行うことが望ましい。（ガイドライン）

運用コンサルタント等の利用

- 運用の基本方針、運用ガイドラインや政策的資産構成割合の策定、運用受託機関の選任、運用評価等に関し、必要な場合には、運用コンサルタント等外部の機関に分析・助言を求めることが考えられる。（ガイドライン）
○ 運用コンサルタント等は、金融商品取引法上の投資助言・代理業者でなければならない。また契約を締結する際は、運用コンサルタント等の運用機関との契約関係の有無を確認しなければならない。（ガイドライン）

主な運用体制の整備

資産運用委員会

- 年金運用責任者に対し意見を述べるため、積立金の額が100億円以上等の要件を満たすDBは、資産運用委員会を設置しなければならない。（DB令第46条の2、DB規則84条の4、ガイドライン）

総合型基金の
代議員の選任

- 2以上の事業主が共同して設立する基金の選定代議員（事業主が選定する代議員）の数は、事業主数の10分の1（事業主数が500を超える場合は50等）以上とする。（DB令第10条の2）

（注）但し、受託保証型は対象から除かれている。「DB法」…確定給付企業年金法（平成13年法律第50号）「DB令」…確定給付企業年金法施行令（平成13年政令424号）「DB規則」…確定給付企業年金法施行規則（平成14年厚生労働省令第22号）「ガイドライン」…確定給付企業年金に係る資産運用関係者の役割及び責任に関するガイドラインについて（平成14年3月29日年発0329009号）

- 企業年金連合会は、法令に基づき、共同運用事業を実施している。2022年度末で、利用する企業年金基金は11基金で、残高は184億円。

概況（2022年度末）

- ・ 委託先数：11基金、残高：184億円。
- ・ リターン（運用開始以来（2016/10～2023/3）の年率平均リターン）：3.20%（22年度の修正総合利回りは▲1.79%）
- ・ 政策アセットミックス：債券80%・グローバル株式20%、期待リターン：2.6%、リスク：4.8%
- ・ 拠出額
 - 上限額：掛金や給付といった定期的なキャッシュフローに対応できないため、年金資産の9割、又は、今後1年間に予定される給付費等の支出から掛金等の収入を差し引いた額（年間ネットキャッシュフロー）を当該年金基金等が保有する資産合計額から差し引いた額のいずれか少ない額
 - 下限額：なし
- ・ 手数料：当面の間、従前の事務管理体制の中で事業を実施し、事務費については徴収しないこととしている。

関係法令（共同運用事業の根拠法）

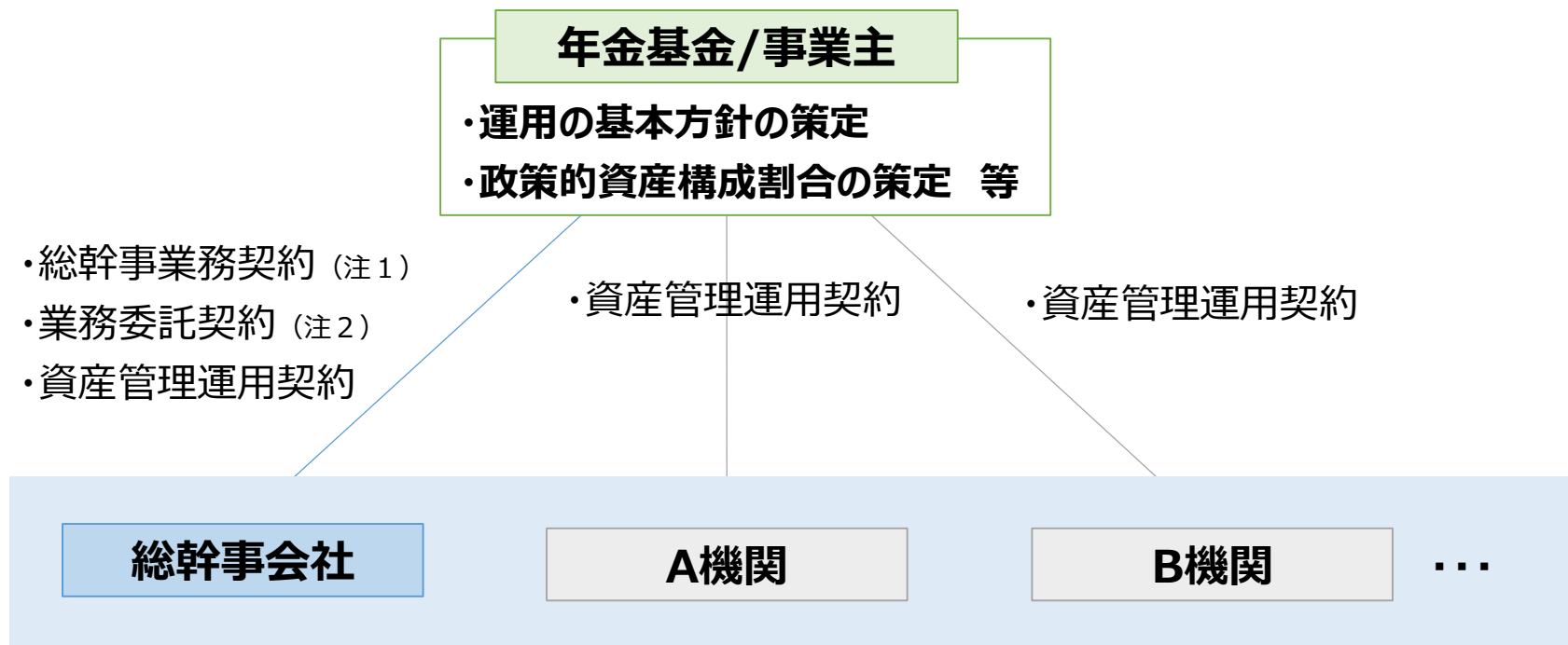
公的年金制度の健全性及び信頼性の確保のための厚生年金保険法等の一部を改正する法律 附則（平成二五年六月二六日法律第六三号） 抄
（存続連合会の業務）

第四十条 存続連合会は、次に掲げる業務を行うものとする。

- 4 存続連合会は、次に掲げる事業を行うことができる。ただし、第一号又は第二号に掲げる事業を行う場合には、厚生労働大臣の認可を受けなければならない。
- 一 厚生年金基金の拠出金等を原資として行う次に掲げる事業（中略）
 - ハ 存続厚生年金基金が支給する老齢年金給付等につき一定額が確保されるよう、存続厚生年金基金の年金給付等積立金の額を付加する事業
 - ニ 事業主等が支給する老齢給付金等につき一定額が確保されるよう、事業主等の拠出金等を原資として、事業主等の積立金（改正後確定給付企業年金法第五十九条に規定する積立金をいう。）の額を付加する事業

- 総幹事会社とは、年金基金等の方針にしたがい、複数の金融機関を取りまとめ、各金融機関のシェアに応じた拠出金の受入れと配分、給付の支払いとその取りまとめ等を行う会社として、年金基金等が任命した受託機関を指す。

<年金基金/事業主と総幹事会社との関係図イメージ>

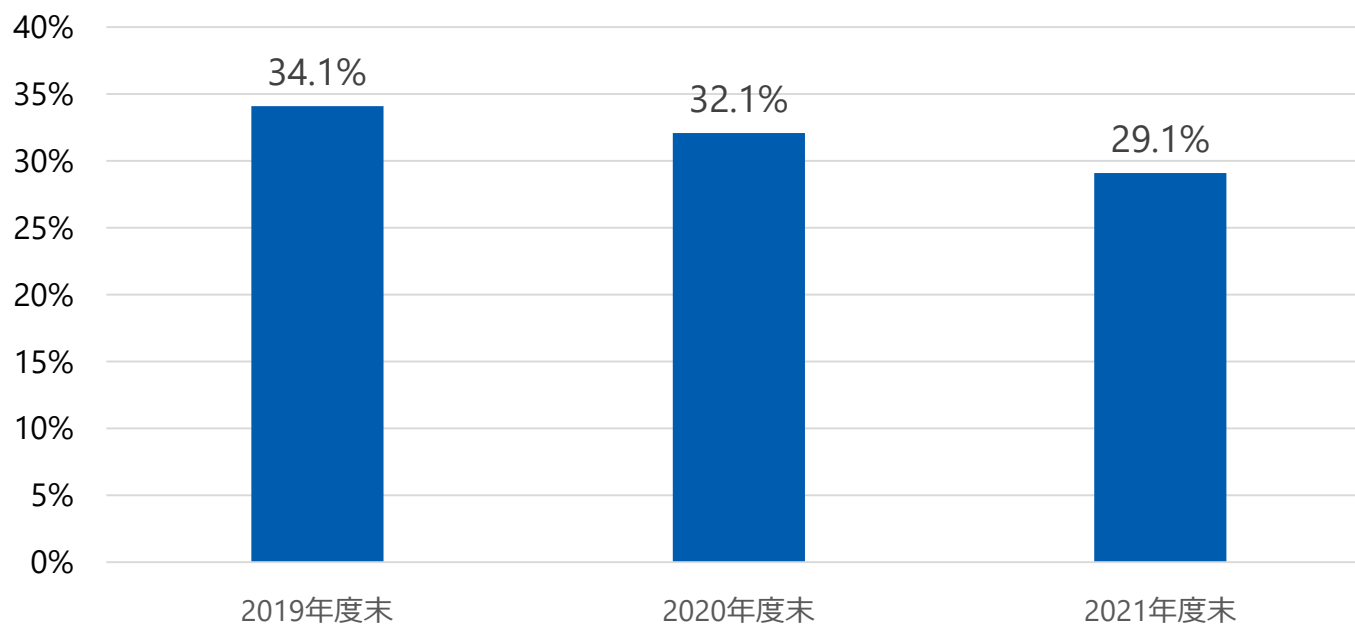


(注1) 年金基金等の方針にしたがい、拠出金の受入れと配分、給付金の支払いとその取りまとめを行う契約。

(注2) 年金制度の管理業務（数理計算、加入者・受給者の管理業務等）に関する委託契約。
必ずしも総幹事会社と締結しているものではない。

- 企業型DC加入者が指図する運用商品について、元本確保型（預貯金・保険）のみで運用している者の割合は依然として約3割に上る。

元本確保型（預貯金・保険）のみで運用している者の割合

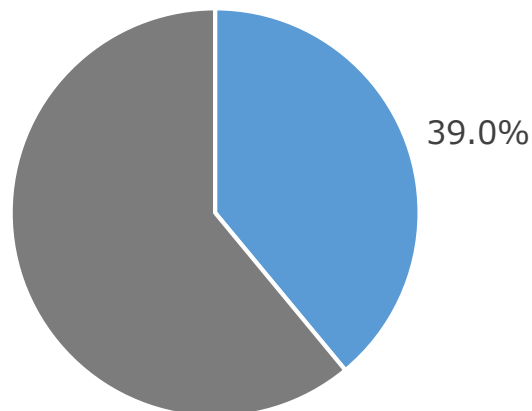


(出所) 運営管理機関連絡協議会「確定拠出年金統計資料（2022年3月末）」

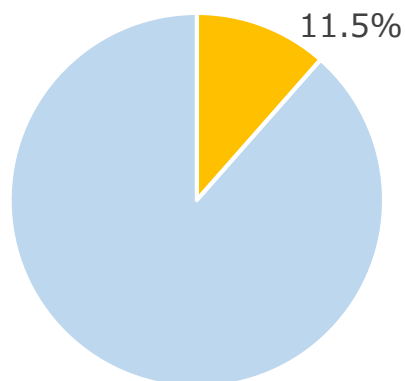
企業型確定拠出年金（DC）の指定運用方法の状況

- 確定拠出年金制度（DC）においては、加入者による運用の指図が行われない場合、一定期間を経た後に、加入者の指図とみなされる「指定運用方法」を設定できる。
- 指定運用方法を設定している事業所の割合は全体の39.0%。うち、元本確保型商品を設定している事業所の割合は78.3%。指定運用方法を設定している事業所の加入者等のうち、指定運用方法の適用加入者等の割合は、11.5%。

指定運用方法の設定事業所の割合

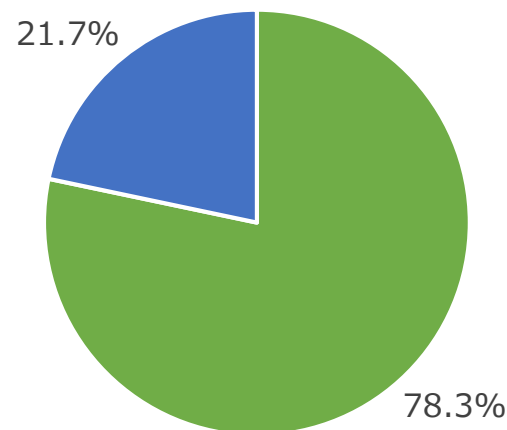


指定運用方法を設定している事業所の加入者等のうち、指定運用方法の適用加入者等の割合



指定運用方法の商品構成

(事業所毎)



■ 元本確保型商品
■ 非元本確保型商品

(出典) 令和4年度中に事業年度末が到来し、提出された「企業型年金に係る業務報告書」を基に厚生労働省で集計。

- 企業年金の中には、加入者の利益・分かりやすさを重視し、企業型確定拠出年金（DC）の商品ラインナップを絞り込むとともに、低リスクのバランスファンドを指定運用方法に設定する先もある。

日立グループのDCにおける商品構成の見直し

【改訂前】			【改訂後】		
分類	商品区分	商品数	分類	商品区分	商品数
投資 信託 等	バランスファンド	3	投資 信託	バランスファンド	4
	国内株式インデックス	1		国内株式インデックス	1
	外国株式インデックス	1		外国株式インデックス	1
	国内債券インデックス	1		国内債券インデックス	1
	外国債券インデックス	1		外国債券インデックス	1
	国内株式アクティブ	2		元本 確保型	定期預金
	自社株式ファンド	1	合計		9本
元本 確保型	利率保証保険	5			
	定期預金	3			
	合計	18本			

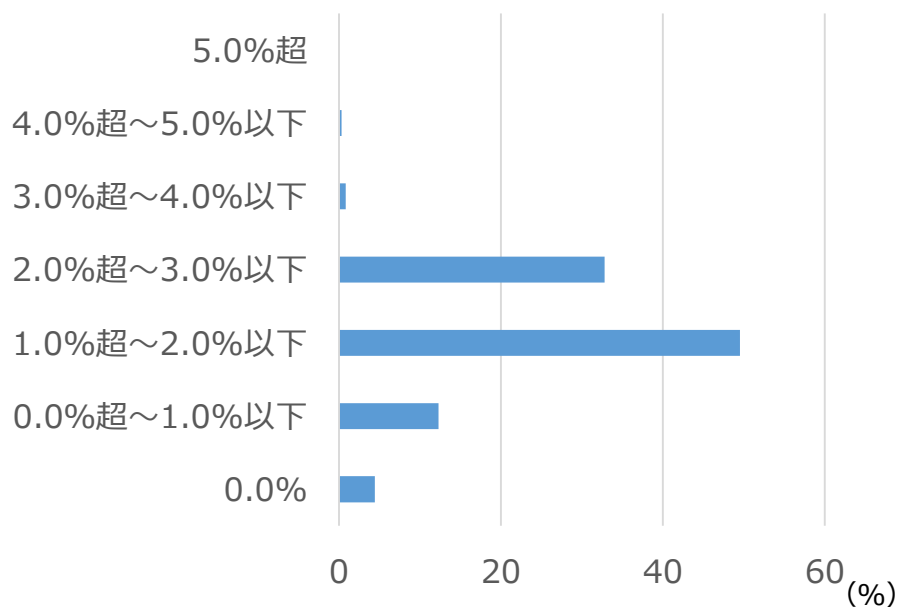
- 加入者にとって真に必要な商品に限定 ⇒ わかりやすさ/選択しやすさの向上
 - 元本確保型：同一区分での商品重複を解消（メッセージ性の考慮）
 - 投資信託：手数料に見合う収益が得られない商品を除外（収益性の向上）
- 低リスクのバランスファンドを追加し、指定運用方法に設定

- 企業型確定拠出年金（DC）は、加入者が自身の運用の指図を行う制度であるため、加入者ごとに運用実績は異なり、制度間でもばらつきがみられる。

想定利回り

（注1）事業主が拠出する掛金の水準とモデル受取額を検討するために、退職までの期間の平均運用利回りを設定することがあり、これを一般的に想定利回りと呼んでいる。制度導入後の見直しを想定した現在の想定利回りとなっている。

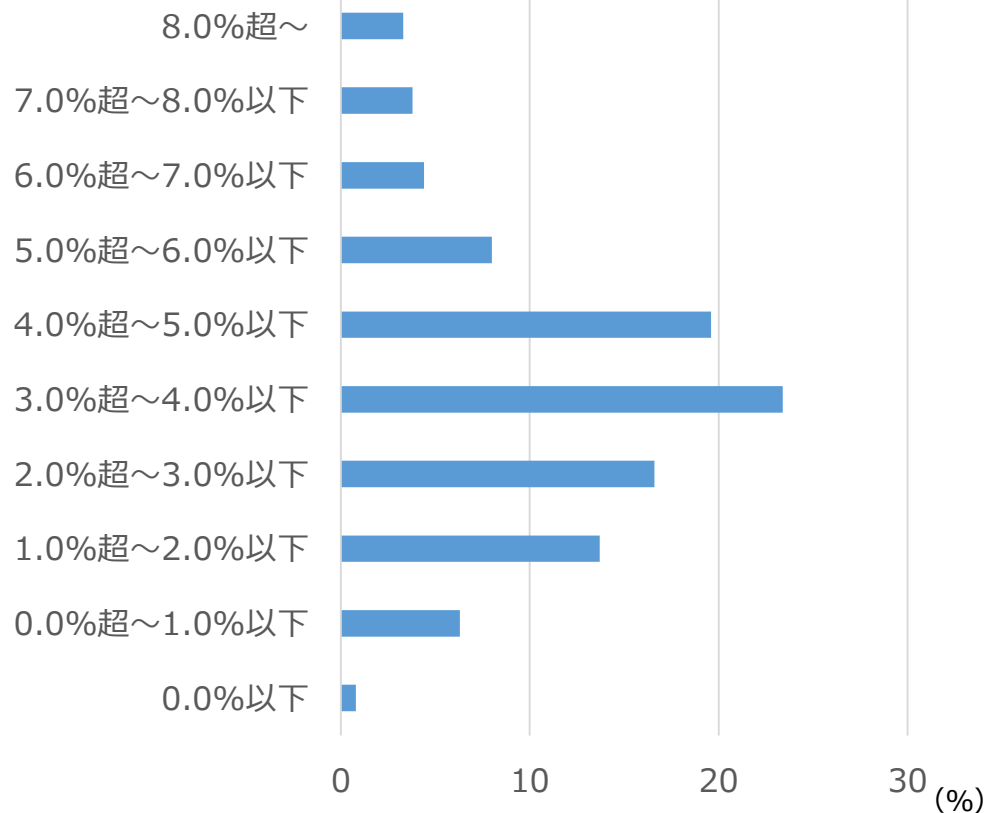
（注2）想定利回りを設定している企業は、調査対象全体の59.0%。



回答制度数 = 366

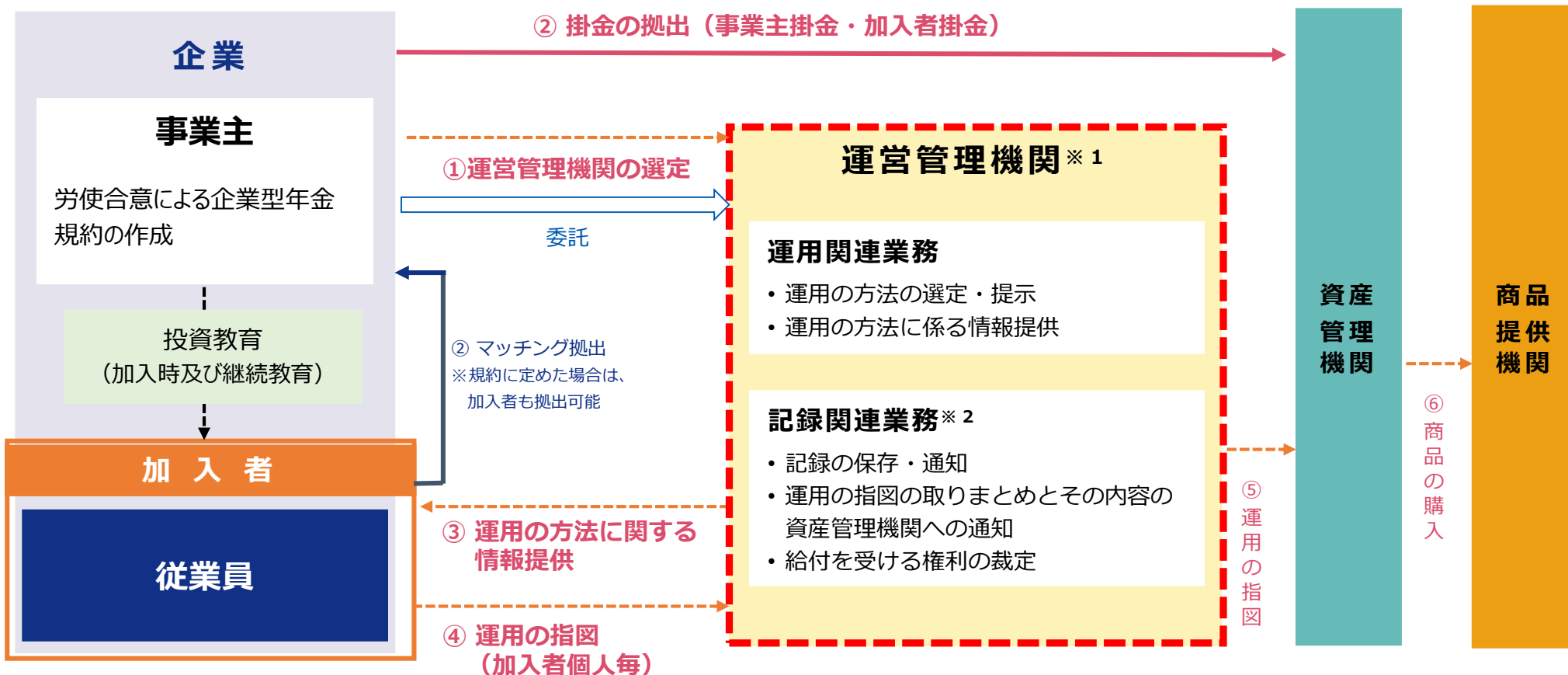
企業型DC毎の

制度導入から2021年度までの平均運用利回り（年率）



回答制度数 = 475

- 企業型確定拠出年金運営管理機関は、事業主の委託を受けて、下記の業務を実施する。
- ・運用関連業務：運用の方法の選定・提示、情報提供
 - ・記録関連業務：記録の保存・通知、運用の指図の取りまとめと通知、給付を受ける権利の裁定



※1 運営管理機関は、資産管理機関と商品提供機関とを兼ねることが可能。また、事業主は運営管理業務を行うことが可能。

※2 記録関連業務は、別の機関に再委託されることが多い

- 米国では、ERISA法に基づき、企業年金の運用状況等を含む年次報告書が、労働省のウェブサイト上で公開されている。
- 日本では、法令に基づき、企業年金の運用に係る情報等は、事業主・基金から厚生労働省に提出されるとともに、事業主・基金から、加入者に通知又は周知されている。ただし、情報公開は義務付けられていない。

米国	日本
情報共有のあり方	
<ul style="list-style-type: none"> ○ 法令に基づき、企業年金制度（DB、DC）の年次報告書（Form5500）の提出が義務づけられ、労働省のウェブサイトで一般に公開されている。 （加入者が100人未満の場合は、極めて簡素な内容で可。） 	<ul style="list-style-type: none"> ○ 法令に基づき、企業年金制度（DB、DC）それぞれについて、運用に係る情報の、加入者への通知又は周知が義務づけられている（但し、情報公開は義務付けられていない）。 （一部の簡易な類型については不要。）
運用に係る通知/開示内容	
DB	
<ul style="list-style-type: none"> ・ 当該年度の運用利回り ・ 資産の構成割合 ※ 加入者が1,000人以上の場合のみ （株式、投資適格債、ハイイールド債、不動産、その他） ・ 実効金利 ・ 積立水準 ・ サービス提供機関 等 	<ul style="list-style-type: none"> ・ 積立金の運用収益又は運用損失 ・ 資産の構成割合 ・ 積立水準 ・ 運用の基本方針（運用の目的・運用目標、運用の受託機関の評価に関する事項等）の概要 等
DC	
<ul style="list-style-type: none"> ・ 運用の方法（手数料水準等） ・ サービス提供機関 等 	<ul style="list-style-type: none"> ・ 運用の方法（利益又は損失の実績、手数料水準等） ・ 運営管理機関（事務費等） 等

- 我が国において世界最高水準の研究大学を形成するため、**科学技術振興機構（JST）に10兆円規模の大学ファンドを設置し**、令和3年度末に運用開始。研究基盤への長期的・安定的な支援を行うことにより、**我が国の研究大学における研究力を抜本的に強化**。

運用の仕組み

■ 「支出目標率3%+物価上昇率以上」の運用を目標

- 運用元本は、政府出資金（資本）1兆1,111億円、財政融資資金（負債）8兆8,889億円
- 政府出資金は事業の基礎的財産/リスクバッファの性格
- 運用益の一部を資本として積み上げ、上記運用目標を確実に達成できる自己資本を形成

■ 世界標準の長期・国際分散投資の実行

- 長期、国際分散投資を徹底（国内外の成長を確実に取り込み）
- 投資規律の遵守（リバランスの適切な実行）

⇒ 上記運用の実現により、中長期的に、「支援」と「財務健全性」を両立可能

大学支援の仕組み

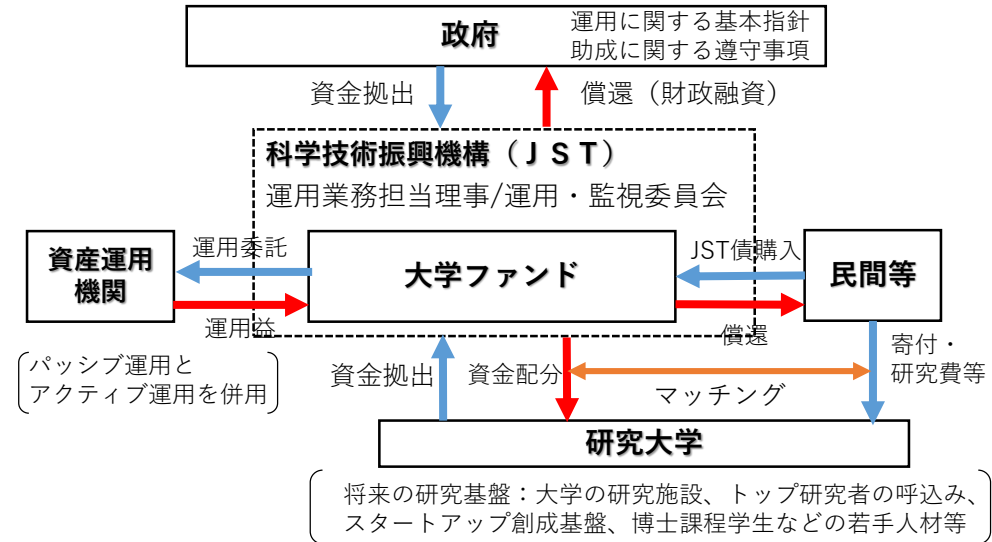
■ 「事業成長3%」と「大学固有基金の造成・運用」を目指す

- 運用益による支援（事業成長3%実現のため、大学の外部資金獲得額とのマッチング等を導入予定）
- 大学からの出えんによる資金拠出、大学固有基金の造成を促進
- 支援大学は数校程度

■ 大学への長期的・安定的支援の実現

- 市場の変動に備えショック時でも安定的な支援のため、運用益を積立て支援バッファを構築（当面3,000億円×2年分）
- 毎年度支援額は、運用状況と支援ニーズ等も踏まえ、政府の会議体で決定

スキーム



償還確実性

■ リターンを着実に得て、償還期には一定の割合の資本を保持しつつ、元本から確実に償還

- 長期運用、国際分散投資、投資規律の徹底
- 運用益の一部を内部留保し、中長期的には自己資本のみで大きな市場変動を吸収可能な水準を目指す

■ リスク管理・モニタリングに万全を期す

- JSTに3線防衛によるガバナンス体制を構築
- 複層的にモニタリングを行い資産評価額が財政融資資金残高を下回った場合や年度初来の総合収益率が -1σ 時には報告
- ネットの実現損失が資本金を超過する状況が継続した場合、事業見直しの判断

基本指針とは

- 科学技術振興機構(JST)法第28条に基づき、文科科学大臣が、助成業務に係る資金の運用が、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指針を定め、JSTに示し公表するもの。

概要

1. 基本的な方針

- ・目的：世界と伍する研究大学の実現に必要な研究基盤の構築への支援を長期的・安定的に行うための財源の確保
- ・目標：支出目標率(3%) + 長期物価上昇率以上の運用収益率
- ・運用益からの支出上限：年間3,000億円(実質)
- ・バッファ(支出のための備え)：過年度の運用益から6,000億円を上限にバッファを確保
- ・その他：他の政策目的のために資金を運用すること(他事考慮)はできない、市場の価格形成や民間の投資行動等を歪めてはならない等

2. 資産構成

- ・グローバル株式:グローバル債券 = 65:35のレファレンス・ポートフォリオ※の標準偏差の範囲内で、可能な限り運用収益率を最大化することを目指して基本ポートフォリオを定め、これに基づき管理及び運用を行う

※許容リスクの水準を示すために用いられるポートフォリオ(資産構成割合)、実際のポートフォリオを示すものではない

3. 資金調達に関する基本事項

- ・政府からの出資金及び財政融資資金に加え、機構債券の発行、支援大学からの資金調達等に取り組み、その拡大を図る
- ・財政融資資金の償還期(R23~)には、過去の大きな市場変動に耐えられる水準の安定的な財務基盤の形成を目指す
- ・資産評価額が財政融資資金の残高を下回っていないかを月次で確認し、該当時には主務大臣に報告する

4. JSTが遵守すべき基本事項

- ・短期的な資産評価額の変動を少なくとも月次で確認し、基本ポートフォリオの標準偏差の2倍の損に達した時には主務大臣に報告する
- ・実現したネットの損失やその累積が毎年度の決算時点で資本金を上回る状態が生じた場合は主務大臣に報告し、その状態が3期連続で継続した場合、その旨を添えて主務大臣に報告する
- ・その他：ガバナンス(人材確保・育成等)、運用手法(リバランス※の実行、グローバル投資等)、運用機関選定、リスク管理、情報発信等

※資産構成割合が意図したものになるよう行う資産の売買

5. その他重要事項

- ・運用開始以降5年以内の可能な限り早い段階で年間3,000億円(実質)の運用益の達成を目指す
- ・運用開始以降10年以内の可能な限り早い段階で基本ポートフォリオに沿った資産構成割合の実現を目指す