

第3章 運用の基本方針に基づく年金資金運用基金における年金資金の管理及び運用の評価

年金資金運用基金は、厚生労働大臣から年金積立金の寄託を受けて、実際に年金資金の管理及び運用を行っている。

以下では、厚生労働大臣が定めている「運用の基本方針」に沿った運用が行われているかどうかなどを中心として、年金資金運用基金における年金資金の管理及び運用の評価を行う。

I 運用における基本的な事項について

1 責任体制の明確化

[運用の基本方針の規定] (運用の基本方針 第1 四)

年金積立金の運用に当たっては、責任体制の明確化を図り、年金積立金の運用にかかわるすべての者について受託者責任(忠実義務及び善良なる管理者としての注意義務の遵守)を徹底する。

年金資金運用基金では、業務開始に際して、制裁規程を作成し、責任体制の明確化を図っている。このほか、法令や管理運用方針を含め、関係規程を全職員に配布するなど、その徹底に努めている。

また、運用受託機関、資産管理機関についても、慎重な専門家の注意義務と忠実義務を契約書に明記し、違反した場合には解約することもあり得るとされており、その内容をガイドラインにより具体化し、受託者責任の徹底を図っている。

これらを踏まえると、責任体制の明確化及び受託者責任の徹底が図られていると評価できる。今後とも、引き続き、受託者責任の徹底を図ることが期待される。

2 情報公開の徹底

[運用の基本方針の規定] (第1 五)

運用の具体的な方針、運用結果、年金財政に与える影響等について、十分な情報公開を行い、年金積立金の自主運用に関して国民のより一層の理解と協力を得るよう努める。

年金資金運用基金では、運用の基本方針に沿って、管理運用方針を作成し、公表している。また、平成13年度の運用状況については、年度途中の運用状況を速やかに開示するため、従来の年1回に加えて、四半期ごとに、時価による資産額や収益の状況を公表している。さらに、「平成13年度資金運用業務概況書」においては、新たに、資金の配分・回収状況について、運用対象資産別に、月次ベースで情報を開示している。

これらを踏まえると、旧年金福祉事業団におけるディスクロージャーと比べて、運用状況の公表の頻度や公表内容が充実しており、情報公開に積極的に取り組んでいると評価できる。引き続き、情報公開に努め、運用の透明性の向上を図ることを通じて、年金積立金の運用についてより一層国民の理解と協力を得られるよう努力することが必要である。

II 年金資金運用基金の資産構成割合の状況について

[運用の基本方針の規定] (第2 四 1)

基本ポートフォリオを実現するまでの経過的な資産構成割合（移行ポートフォリオ）については、効率的な運用を目指すと同時に、円滑に基本ポートフォリオを実現するという事を考慮して策定する。

移行ポートフォリオは毎年度策定し、策定後遅滞なく公表する。

当該年度の移行ポートフォリオは、当該年度を通じて、各資産クラスごとに前年度末の資産構成割合の値と当該年度の移行ポートフォリオの資産構成割合の値を結ぶ線に沿うように、乖離許容幅の下で、均等な割合で増加又は減少させることにより、当該年度末に達成されるべきものとする。(14年4月改正)

年金資金運用基金では、平成13年度において、平成13年度の移行ポートフォリオを実現するよう、寄託金を投資（配分）した。資産配分に当たっては、移行ポートフォリオに円滑に移行できるよう、移行ポートフォリオで定める資産構成割合よりも低い資産構成割合となっている資産には資金を配分し、一方、移行ポートフォリオで定める資産構成割合よりも高い資産構成割合となっている資産には資金を配分しないこととした。

この結果、平成13年度末の年金資金運用基金の市場運用部分の資産構成割合については、移行ポートフォリオの乖離許容幅の範囲内に納まっており、運用の基本方針どおり適切に管理運用されていると評価できる。

(運用資産全体の移行ポートフォリオ)

	国内債券	国内株式	外国債券	外国株式	短期資産
移行ポートフォリオ	89%	4%	1%	2%	4%
乖離許容幅	±1%	下限3%	下限0.1%	下限1%	—
年度末の資産構成割合	89.83%	4.06%	0.80%	2.27%	3.05%

(年金資金運用基金の移行ポートフォリオ)

	国内債券	国内株式	外国債券	外国株式	短期資産
移行ポートフォリオ	52%	26%	6%	14%	2%
乖離許容幅	±5%	下限21%	下限1%	下限9%	—
年度末の資産構成割合	53.84%	25.57%	5.04%	14.31%	1.23%

Ⅲ 年金資金運用基金が年金資金の管理運用に関し遵守すべき事項について

1 リスク管理

[運用の基本方針の規定] (第3 - 2 (1))

基金は、厚生労働大臣から寄託された資金を、民間運用機関への委託運用及び自家運用によって運用するとともに、資産全体、資産クラスごと及び運用受託機関ごとにリスク管理を行う。

資産全体及び資産クラスごとのリスク指標（トラッキングエラー（注1）、デュレーション（注2））については、資産統合管理システムやリスク分析ツールにより把握・分析されている。

また、各運用受託機関に対しては、リスク管理に関する事項をガイドラインに規定し、その徹底を図っており、また、毎月、各運用受託機関から、取引や残高に関する情報について報告を受け、これを基に分析ツールを利用して収益率の把握やリスクの分析を行った。平成13年度においては、リスク管理や運用受託機関の評価のため、各運用受託機関についてヒアリングを2回実施し、そのほかにも個別のヒアリングを随時行った。

これらを踏まえると、資産全体、資産クラスごと及び運用受託機関ごとのリスク管理については、適切に管理されていると評価できるが、資産統合管理システムやリスク分析ツールの充実等により、より精緻なリスク管理を行っていくことが必要である。

(注1) ベンチマーク収益率（市場平均収益率）からの乖離の大きさを表す指標

(注2) 金利の変動が債券価格に与える影響を表す指標

2 運用手法

[運用の基本方針の規定] (第3 - 1)

各資産クラスともパッシブ運用を中心とし、パッシブ運用とアクティブ運用の比率は、基金が各資産の特性を踏まえ定める。

年金資金運用基金では、各資産クラスともパッシブ運用の割合を高めていくこととしており、平成13年度には、パッシブ運用機関を新たに選定し、資金をパッシブ運用機関に対して重点的に配分することにより、パッシブ運用の比率を大幅に引き上げた。

これらを踏まえると、パッシブ運用を中心とする運用手法への移行は着実に行われていると評価できる。パッシブ運用の割合については、目標値の明確化を図り、引き続き引き上げに努めることが必要である。

(参考) 年金資金運用基金のパッシブ比率

	平成12年度末	平成13年度末
資産全体	28.7%	50.1%
国内債券	31.6%	50.7%
国内株式	24.3%	44.2%
外国債券	29.7%	71.4%
外国株式	31.9%	53.3%

3 運用受託機関の選定・評価

[運用の基本方針の規定] (第3 二 2)

基金は、運用受託機関の選定・評価基準を明確化するとともに、運用受託機関の採用、資金配分及び解約に関するルールを整備する。

年金資金運用基金では、運用受託機関や資産管理機関の選定・評価、運用受託機関に対する資金配分・回収については、管理運用方針の中で明確なルールを定め、これを公表することで透明性を確保するように努めている。

平成13年度は、年金資金運用基金において、パッシブ運用機関、外国債券アクティブ運用機関及び資産管理機関の選定を行った。その際には、インターネットなどを通じて広く運用機関を公募し、書類審査やヒアリングを通じて、あらかじめ定めた評価項目について、運用実績に関する定量データを踏まえ、慎重に評価した。選定結果については速やかに公表し、選定手続きの透明性を確保するよう努めている。

(管理運用方針に定めた選定の際の評価項目)

- ・運用受託機関
投資方針、運用プロセス、組織・人材等
- ・資産管理機関
組織体制、事務体制、監査等

運用受託機関への資金配分は、アクティブ運用機関については、運用受託機関の総合評価を行い、総合評価の高い上位2分の1に該当する運用機関に対して資金を配分することとしている。

また、総合評価の低い下位4分の1に該当するアクティブ運用機関などから資金を回収し、3年ごとに行う定期的な見直しの際に総合評価で「継続困難」と判断した運用受託機関は解約することとしている。

さらに、ガイドラインに違反した場合や、運用能力に問題が生じたと判断される場合についても、資金の回収や解約などの措置を講じることとしている。

これらを踏まえると、運用受託機関や資産管理機関の選定・評価基準は、管理運用方針に選定基準及び評価方法、評価項目などが明確に定められ、公表されており、基本方針に沿った取り組みが行われていると評価できる。特に、平成13年度において、インターネットなどを通じた公募や選定結果の公表を行うなどの選定手続きの透明性を高めるための新たな取り組みを行ったことは高く評価できる。

また、運用受託機関への資金配分及び解約のルールについても、管理運用方針に資金配分・解約基準が定められ、ルールが整備されていると評価できる。

なお、受託機関の選定・評価基準、評価方法や、運用受託機関への資金配分及び解約のルールについては、今後も、引き続き妥当性を検証し、改善を図っていくことが必要である。

4 市場への資金の投入及び回収の分散化

[運用の基本方針の規定] (第3 三)

基金は運用額の規模を考慮し、自ら過大なマーケットインパクトを蒙ることがないように努めるとともに、市場の価格形成等への影響に配慮し、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。

年金資金運用基金では、各年度の移行ポートフォリオで示された資産構成割合の円滑な実現を図るため、市場に与える影響に十分留意しながら、特定の時期・資産に集中しないように、配分時期や各資産への分散を考慮し、資金の配分・回収を行っている。

平成13年4月に年金資金運用基金が設立され、厚生労働大臣による新たな自主運用へと運用の仕組みが変わり、運用方針も従来と大きく変更された。これを受け、年金資金運用基金は、年度前半は、新たに設置された投資専門委員の参画の下、新たな運用方針に沿った運用の準備を運用受託機関とともにを行い、年度後半(10月)から資金運用を開始した。

年度後半の毎月の投入及び回収状況については、平成13年度の移行ポートフォリオの実現に向けて、実際の資産構成割合と目標値の乖離が縮小するよう行われており、運用の基本方針どおり特定の時期や特定の資産に集中することなく行われていると評価できる。

5 株主議決権の行使

[運用の基本方針の規定] (第3 四)

株主議決権の行使については、投資収益を目的とする株主として当然であるが、国が民間企業の経営に影響を与える等の懸念を生じさせる恐れがあるので、公的機関である基金が直接行うのではなく、運用を委託した民間運用機関の判断に委ねる。

この場合、基金は、運用受託機関への委託に際し、議決権行使の目的は長期的な株主利益の最大化を目指すものであることを示し、株主議決権に関する考え方を「管理運用方針」に定めるとともに、議決権の行使に関する運用受託機関の方針や行使状況について報告を求める。なお、企業に反社会的行為があった場合の運用受託機関の対応方針等についても基金は報告を求める。

年金資金運用基金では、株主議決権に関する考え方を管理運用方針に定めるとともに、「運用の基本方針」で定める内容を運用受託機関に示すガイドラインで明確化し、その徹底を図った。その結果、国内株式については運用受託機関29社中28社が、外国株式については運用受託機関20社中19社が、株主議決権を行使し、一部行使しなかった運用受託機関には、適切な議決権行使の取り組みを行うよう指示した。

これらを踏まえると、年金資金運用基金は、運用の基本方針に沿って取り組んでいると評価できる。なお、年金資金運用基金は平成14年度においては、年金資金にとってより効果的な議決権行使の在り方について調査研究を行っているが、このような運用受託機関における議決権行使の適切な推進に向けた検討を進めることは重要である。

6 同一企業発行銘柄への投資の制限

[運用の基本方針の規定] (第3 五)

運用受託機関ごとに、資産区分に従って受託資産に占める同一企業発行有価証券の割合を5%以下とし、この制限を超える場合には基金に報告すること。ただし、上の制限に依りがたい合理的な理由がある場合には、基金において対応を検討すること。

また、同一企業の株式の保有については、運用受託機関ごとに当該企業の発行済み株式総数の5%以下とすること。

国内株式、外国株式は、ともに、各株式ファンドの時価総額の5%を超えて保有していた銘柄があったが、いずれも、ベンチマークにおける1銘柄当たりの構成割合が5%を超えるなど、5%を超えて保有する合理的理由があり、ガイドライン上問題ないものであった。国内債券、外国債券は、ともに、各債券ファンドの時価総額の5%を超えて保有していた銘柄はなかった。

また、発行済み株式総数の5%を超えて保有していた株式銘柄はなかった。

これらを踏まえると、同一企業発行銘柄への投資の制限については、運用の基本方針の規定に沿って、適切に管理されていると評価できる。

IV 年金資金運用基金における年金資金の管理運用状況の評価について

1 市場運用資産の管理運用

[運用の基本方針の規定] (第4 二)

運用結果は各資産ごとに各々のベンチマーク収益率により評価する。

その上で、資産全体について基本ポートフォリオと各資産のベンチマーク収益率から計算される複合市場収益率と運用結果を比較する。

(1) 国内債券

[年度前半]

平成13年度前半(4月~9月)は、旧年金福祉事業団のポートフォリオが移行ポートフォリオとされ、外国債券を国内債券の代替資産として保有することが認められていたので、国内債券に約1兆円の外国債券を含んで運用していた。

平成13年度前半におけるベンチマーク収益率との乖離をみると、国内債券の代替資産として保有していた外国債券の収益率がベンチマークを大きく下回った(超過収益率: -0.96%)ことが、国内債券全体でベンチマーク収益率を下回った主な要因である。

この期間においては、円高により外国債券の収益率が国内債券より低かったため、ベンチマークを下回ったものであり、やむを得ないものと考えられる。

(平成13年度前半の収益率)

時間加重収益率	ベンチマーク収益率	超過収益率
0.42%	0.58%	-0.16%

[年度後半]

平成13年度後半は、移行ポートフォリオにおいて外国債券は独立した運用資産とされたため、国内債券のみとなった。主に、アクティブ運用における銘柄選択等要因により、ベンチマーク収益率が確保できており、要因分析についても、残存期間別、債券種別等により詳細に行われていることは評価できる。

(平成13年度後半の収益率)

時間加重収益率	ベンチマーク収益率	超過収益率
0.44%	0.37%	0.07%

(2) 国内株式

国内株式におけるベンチマーク収益率との乖離を分析すると、アクティブ運用の収益率がベンチマーク収益率を大きく下回ったこと(超過収益率-0.76%)が、国内株式全体の超過収益率(-0.86%)に大きな影響を与えた。(3月末の国内株式ポートフォリオに占める割合は、アクティブ運用55.76%、パッシブ運用44.24%)

さらに、アクティブ運用の内容を見ると、成長株運用(グロース株運用)の割合が割安株運用(バリュー株運用)の割合を上回っていたが、平成13年度は、成長株が割安株に劣後する運用結果であったため、年金資金運用基金のアクティブ運用はベンチマーク収益率を下回った。

また、業種別に見ると、収益率の低かった電気機器の組み入れ比率がベンチマークより高く、収益率の高かった電気・ガスの組み入れ比率が低かったこと等により、全体としてベンチマーク収益率を下回ることになった。

以上のように、国内株式の収益率については、ベンチマーク収益率を確保できていないため、年金資金運用基金においては、運用機関ごとに運用能力・運用スタイルの評価を行った上で、運用スタイルの偏りにより収益率がベンチマーク収益率から大きく乖離することのないよう、運用受託機関の組み合わせ(マネージャー・ストラクチャー)の見直しを進める必要がある。また、「運用の基本方針」に沿って、引き続きパッシブ運用比率の引き上げを図る必要がある。

時間加重収益率	ベンチマーク収益率	超過収益率
-17.05%	-16.18%	-0.86%

(3) 外国債券

外国債券は、平成13年度後半からの資産クラスである。

外国債券についてはベンチマーク収益率を大きく下回った(超過収益率-1.92%)。しかしこれは、年金福祉事業団から引き継ぎその後廃止された調整ファンドが、資産構成割合を変更するために設定されたために為替ヘッジ付きとされ、平成13年12月に円安が急激に進行した際、このファンドの為替ヘッジの分だけベンチマークを下回った結果である。調整ファンドを除いた外国債券ポートフォリオ収益率は、ベンチマークを0.22%上回った。

以上のように、外国債券の収益率についてはベンチマーク収益率を確保できていないが、これは、一部で為替ヘッジを行ったことが、平成13年度の為替変動の下では結果的にマイナスの影響をもたらしたものであり、年金資金運用基金においては、ベンチマークがノン・ヘッジであることを踏まえ、今後も為替リスク管理を適切に行っていくことが必要である。

時間加重収益率	ベンチマーク収益率	超過収益率
6.20%	8.12%	-1.92%

(4) 外国株式

主にアクティブ運用の収益率がベンチマーク収益率を大きく下回った（超過収益率-0.89%）ことが、外国株式全体としてベンチマーク収益率を確保できなかった（超過収益率-0.47%）主な要因である（3月末の外国株式ポートフォリオに占める割合は、アクティブ運用46.75%、パッシブ運用53.25%）。

これは、米国同時多発テロ事件の後、多くの運用機関においては、景気回復が遅れるという判断から食品・日用品等景気変動の影響を受けにくい銘柄にシフトしていたが、米国株式市場などで一般的な予測より早期に景気回復が見られたため、ベンチマーク収益率に追従できなかったものである。

以上のように、外国株式の収益率については、ベンチマーク収益率を確保できていない。これは、米国同時多発テロによる影響が大きいが、年金資金運用基金においては、予期せぬ事態が発生しても、安定的なベンチマーク収益率の確保を目指して運用を行う必要がある。このため、運用機関ごとに運用能力・運用スタイルの評価を行った上で、収益率がベンチマーク収益率から大きく乖離することのないよう、運用受託機関の組み合わせ（マネージャー・ストラクチャー）の見直しを進める必要がある。また、「運用の基本方針」に沿って、引き続きパッシブ運用比率の引き上げを図る必要がある。

時間加重収益率	ベンチマーク収益率	超過収益率
3.67%	4.14%	-0.47%

(5) 短期資産

短期資産については、信託銀行において短期資産を金銭信託（合同口）で運用している場合が多く、ベンチマーク収益率（譲渡性預金（CD）3ヶ月）を若干上回る結果になっている。

年金資金運用基金においては、今後とも、ベンチマーク収益率の確保が図られるよう、適切な運用を行うことが必要である。

時間加重収益率	ベンチマーク収益率	超過収益率
0.15%	0.09%	0.06%

(6) 転換社債

年金資金運用基金では、平成13年度後半の移行ポートフォリオからは、独立した投資対象ではなくなるため、原則として売却することとし、ポートフォリオの再構築を行わなかった。

このため、ベンチマーク収益率を下回ったことはやむを得ないものと考えられる。

時間加重収益率	ベンチマーク収益率	超過収益率
-8.35%	-7.23%	-1.12%

(7) 資産全体

平成13年度における年金資金運用基金の資産全体の時間加重収益率と、複合ベンチマーク収益率を比較すると、資産全体の時間加重収益率が複合ベンチマーク収益率を下回った。

年金資金運用基金においては、各資産ごとにベンチマーク収益率の確保を図ることを通じて、資産全体の収益状況の向上を図る必要がある。

資産全体の時間加重収益率	複合ベンチマーク収益率(注)	超過収益率
-2.65%	-2.18%	-0.48%

(注) 複合ベンチマーク収益率は、各資産のベンチマーク収益率を、各資産のポートフォリオにおける資産構成割合で加重平均して算出した収益率である。

ただし、平成13年度は、年度前半と年度後半でポートフォリオが大きく異なり、(年度前半は旧年金福祉事業団の基本ポートフォリオ、年度後半は移行ポートフォリオ)、ポートフォリオの資産クラスにも大きな変更があったため、ここでは、年金資金運用基金の毎月の各資産の実際の資産構成割合を用いて、複合ベンチマーク収益率を算出している。

2 引受財投債の管理運用

[運用の基本方針の規定] (第5 一)

財政投融資制度改革の円滑な推進のため、年金特別会計が一定の財投債(国債)を毎年引き受けることが経過措置として法律に定められている。

この場合、既発行の国債に加え、財投改革により財投債が相当量発行されることから市場の状況を勘案すると、引き受けた財投債の一定部分は満期まで保有するという運用になることも考えられる。満期まで保有する意図をもって引き受ける財投債については、明確に区分した上で、企業会計原則にならない原価法(引受価格と券面額との間に差がある場合には、償却原価法)による運用評価と開示を行うこととし、参考情報として時価評価を行う。

満期保有とされた引受財投債は、償却原価法による運用評価を行うこととし、参考情報として時価評価も行い公表しており、引受財投債は、市場運用を行う資産と明確に区分され、適切に管理及び運用評価がなされえいと評価できる。

[平成13年度末の財投債の残高]

年限種別	簿価（償却原価法）	時 価（参考）
2年債	1兆9,854億円	1兆9,869億円
5年債	4兆4,633億円	4兆4,836億円
10年債	4兆9,685億円	4兆9,473億円
20年債	4,966億円	4,939億円
合 計	11兆9,138億円	11兆9,116億円

V その他

(1) 運用能力の向上

年金資金運用基金では、資産運用については、民間部門に専門性・経験の蓄積があることから、今後、優秀な人材を民間部門から職員として中途採用することも検討課題として取り組む必要があるとしている。

民間部門からの中途採用は、専門性の向上の観点からも、その実施に向け、引き続き検討を行っていくことが必要である。

(2) 調査研究の充実

年金資金運用基金では、基金発足初年度として、大規模な公的年金資金の運用という特性に鑑みた運用手法の基礎固めを進める観点から、調査研究を進めた。今後も、年金資金運用基金の運用の向上に必要なテーマについて、調査研究を精力的に進めていくこととしている。

年金積立金の運用は、最先端の理論や最新の情報に基づいて行う必要があるため、引き続き、情報収集と調査研究事業の適切な実施に努めることが必要である。