

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、「運用の基本方針」に沿って管理及び運用を行うこととされている。

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 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〕（運用の基本方針 第2の四の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こと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。

年金資金運用基金では、平成15年度において、移行ポートフォリオを実現するよう、寄託金などの配分を行っている。資金配分に当たっては、移行ポートフォリオに向けてなだらかに資産構成割合を変更することができるよう、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多く配分し、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せず、又は少なく配分したところである。

この結果、平成15年度における各資産の構成割合の推移と、平成14年度末の資産構成割合の値と平成15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とを比較すると、運用環境の変化などにより乖離している資産はあるものの、移行ポートフォリオの乖離許容幅の範囲内に収まっている。このように、資産構成割合については、運用の基本方針に沿って管理されていると評価できる。

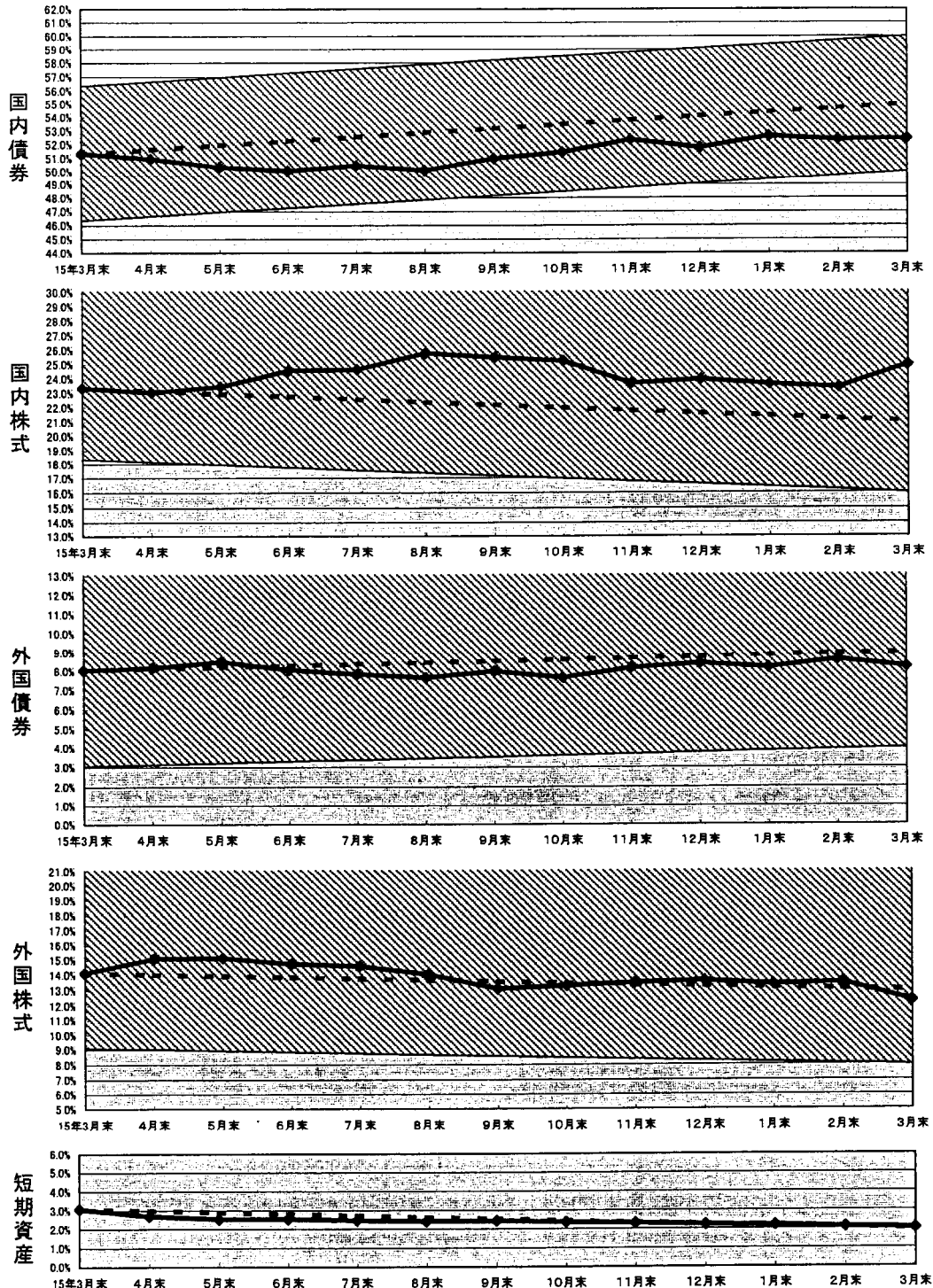
（運用資産全体の移行ポートフォリオ）

	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	83%	6%	2%	4%	5%
乖離許容幅	±1%	-1%	-1%	-1%	-
許容範囲	82%~84%	5%~	1%~	3%~	-
年度末の資産構成割合	81.37%	7.34%	2.42%	3.63%	5.24%

（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	55%	21%	9%	13%	2%
乖離許容幅	±5%	-5%	-5%	-5%	-
許容範囲	50%~60%	16%~	4%~	8%~	-
年度末の資産構成割合	52.44%	24.97%	8.22%	12.33%	2.04%

(参考)各資産の資産構成割合の推移



※ 実線が各資産の構成割合の推移であり、点線は各資産の平成15年3月末時点の構成割合と、各資産の平成15年度移行ポートフォリオの構成割合を結んだ線である。
 網掛け部分は、各資産の乖離許容幅の範囲を示している。なお、基本ポートフォリオを実現するまでの間、内外株式及び外国債券の乖離許容幅は、下限のみを設けている。

II 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の二)

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

① 管理運用の状況

平成15年度の運用結果は、時間加重収益率が -1.82% 、ベンチマーク収益率に対する超過収益率は -0.07% と、ベンチマーク収益率を若干下回っている。

また、アクティブ運用とパッシブ運用のベンチマーク収益率に対する超過収益率は、アクティブ運用が -0.01% 、パッシブ運用が -0.10% であり、主にパッシブ運用のマイナスが影響している。

アクティブ運用については、残存期間別でみると、年金資金運用基金においては、ベンチマークの時価構成割合に比べ、短期セクターを少なめに、長期セクターを多めに保有しており、平成15年度の第2四半期に長期金利が急騰したことから、マイナスに寄与した。また、債券種別でみると、ベンチマークの時価構成割合に比べ、国債を少なめに、事業債を多めに保有していたことがプラスに寄与した。これらの結果、アクティブ運用では、概ねベンチマーク並みの収益率となった。

パッシブ運用については、債券の売買に伴う取引コスト等のマイナス要因により、ベンチマーク収益率を下回った。

② 評価等

平成15年度の超過収益率は -0.07% となっており、ベンチマーク収益率を若干下回っているものの、概ねベンチマーク収益率を確保している。

また、平成13年度からの3年間の運用結果をみると、ベンチマーク収益率を下回っている期間があるものの、概ねベンチマーク収益率を確保している。

年金資金運用基金においては、平成15年度にマネジャー・ストラクチャー（運用機関の組み合わせ）の見直しに着手しており、今後、この見直しを早急に完了させることなどを通じて、ベンチマーク収益率の確保に努める必要がある。なお、パッシブ運用のうち自家運用分については、平成13年度から3年連続でベンチマークを上回っており、今後とも適切な運用に努める必要がある。

平成15年度

		時間加重収益率	ベンチマーク収益率	超過収益率
国 内 債 券		-1.82%	-1.74%	-0.07%
	アクティブ運用	-1.76%		-0.01%
	パッシブ運用	-1.84%		-0.10%
	自家運用	-1.71%		0.03%

(参考)

平成14年度

		時間加重収益率	ベンチマーク収益率	超過収益率
国 内 債 券		4.19%	4.26%	-0.07%
	アクティブ運用	4.16%		-0.10%
	パッシブ運用	4.22%		-0.04%
	自家運用	4.27%		0.00%

平成13年度

		時間加重収益率	ベンチマーク収益率	超過収益率
国 内 債 券	4月～9月	0.42%	0.58%	-0.16%
	10月～3月	0.44%	0.37%	0.07%
	アクティブ運用	0.46%		0.10%
	パッシブ運用	0.42%		0.05%
	自家運用	1.06%	0.95%	0.11%

(注)平成13年4月から9月までの間は、国内債券の代替資産として外国債券を含んでいる。

(2) 国内株式

① 管理運用の状況

平成15年度の運用結果は、時間加重収益率が50.30%、ベンチマーク収益率に対する超過収益率は-0.83%と、ベンチマーク収益率を下回っている。

また、アクティブ運用とパッシブ運用のベンチマーク収益率に対する超過収益率は、アクティブ運用が-2.91%、パッシブ運用が0.02%であり、主にアクティブ運用のマイナスが影響している。

アクティブ運用について、ベンチマーク収益率から大きく下回っている要因を、割安株と成長株、大型株と小型株、銘柄選択の観点から分析すると、割安株と成長株という観点からは、平成15年12月に成長株へ偏っていた運用スタイルの是正を行ったため、第4四半期に割安株が強い相場展開であったが、その影響はほとんどみられなかった。

大型株と小型株という観点からみると、年金資金運用基金のアクティブ運用は、長期投資の観点から、企業のファンダメンタル調査に基づいて投資を行うため、ファンドの構成が財務内容の安定性が高く、かつ、流動性も比較的高い大型優良銘柄に偏る傾向にあり、RUSSELL/NOMURA日本株指数の小型株の市場平均収益率が大型株に対し年間で13.5%上回ったため、1%程度のマイナスの影響を与えることとなった。

銘柄選択の要因については、2%程度のマイナスとなった。平成15年度の個別銘柄の動きで特徴的な点として、第1四半期において、電気機器セクターを中心に、財務内容の弱さから平成14年度に売り込まれていた銘柄が急反発したこと、第2四半期において、一部のメガバンク株が急反発したこと、第4四半期において、流動性の低い一部銘柄が急騰したことが挙げられる。年金資金運用基金のアクティブ運用は、長期投資の観点から、企業のファンダメンタル調査に基づき、財務内容の安定性が高く、かつ、流動性も比較的高い大型優良銘柄を中心に保有しているため、ベンチマーク収益率を大きく下回った。

パッシブ運用については、ベンチマークであるTOPIXに新規銘柄が採用される際、ポートフォリオへの組入時期を分散する取組みが行われたことが、主に第3四半期においてプラスに寄与した。一方、実際の運用では実現できない未収配当金の再投資収益分のマイナス要因等があり、年度通期ではベンチマーク収益率を若干上回った。

② 評価等

平成15年度の超過収益率は、-0.83%とベンチマーク収益率を下回っており、特にアクティブ運用は、-2.91%とベンチマーク収益率を大きく下回っている。

また、平成13年度からの3年間の運用結果をみると、3年連続でベンチマーク収益率を下回っている。これは、アクティブ運用の低迷が大きな要因となっている。

年金資金運用基金においては、アクティブ運用について、平成15年度にマネジャー・ストラクチャー（運用機関の組み合わせ）の見直しを行い、割安株・成長株という観点からの運用スタイルの偏りを是正したところであるが、今後、運用スタイルを適切に評価・管理するとともに、特にアクティブ運用受託機関の運用能力を適切に評価することなどを通じて、ベンチマーク収益率の確保に努める必要がある。

平成15年度

	時間加重収益率	ベンチマーク収益率	超過収益率
国内株式	50.30%	51.13%	-0.83%
アクティブ運用	48.22%		-2.91%
パッシブ運用	51.15%		0.02%

(参考)

平成14年度

	時間加重収益率	ベンチマーク収益率	超過収益率
国内株式	-25.41%	-24.83%	-0.58%
アクティブ運用	-25.70%		-0.87%
パッシブ運用	-24.93%		-0.10%

平成13年度

	時間加重収益率	ベンチマーク収益率	超過収益率
国内株式	-17.05%	-16.18%	-0.86%
アクティブ運用	-16.94%		-0.76%
パッシブ運用	-16.66%		-0.48%

(3) 外国債券

① 管理運用の状況

平成15年度の運用結果は、時間加重収益率が0.20%、ベンチマーク収益率に対する超過収益率は0.05%と、ベンチマーク収益率を上回っている。

また、アクティブ運用とパッシブ運用のベンチマーク収益率に対する超過収益率は、アクティブ運用が0.24%、パッシブ運用が-0.02%となっている。

アクティブ運用については、平成15年度は、全体のベンチマーク収益率に対する各通貨圏別のインデックス収益率は、ユーロが+3.68%、米ドルが-8.59%と、ユーロの収益率が米ドルを大きく上回っており、年金資金運用基金においては、ベンチマークの時価構成割合に比べ、ユーロを多めに、米ドルを少なめに保有していたことがプラスに寄与した。

パッシブ運用については、為替等の取引コストがマイナス要因として働いたこと等から、概ねベンチマーク並みの収益率となった。

② 評価等

平成15年度の超過収益率は0.05%となっており、平成13年度及び平成14年度の超過収益率と比較すると改善されている。引き続き、年金資金運用基金においては、運用受託機関の運用能力を適切に評価するとともに、収益率を更に改善する方策について検討することなどを通じて、ベンチマーク収益率の確保に努める必要がある。

平成15年度

	時間加重収益率	ベンチマーク収益率	超過収益率
外国債券	0.20%	0.15%	0.05%
アクティブ運用	0.39%		0.24%
パッシブ運用	0.14%		-0.02%

(参考)

平成14年度

	時間加重収益率	ベンチマーク収益率	超過収益率
外国債券	15.23%	15.47%	-0.24%
アクティブ運用	15.29%		-0.19%
パッシブ運用	15.20%		-0.27%

平成13年度(13年10月~14年3月)

	時間加重収益率	ベンチマーク収益率	超過収益率
外国債券	6.20%	8.12%	-1.92%
アクティブ運用	8.04%		-0.08%
パッシブ運用	5.20%		-2.93%

(注)平成13年4月から9月までの間は、外国債券は、国内債券の代替資産として運用されていた。

(4) 外国株式

① 管理運用の状況

平成15年度の運用結果は、時間加重収益率が23.76%、ベンチマーク収益率に対する超過収益率は-0.94%と、ベンチマーク収益率を下回っている。このうち約0.3%は、ベンチマークであるMSCI-KOKUSA1が、配当に対する現地源泉徴収税を考慮せずに収益率が計算されているのに対し、実際の運用においては、投資対象国によって配当から現地源泉徴収税が控除されることがマイナス要因となっている。

また、アクティブ運用とパッシブ運用のベンチマーク収益率に対する超過収益率は、アクティブ運用が-2.87%、パッシブ運用が-0.42%であり、主にアクティブ運用のマイナスが影響している。

アクティブ運用については、平成15年度の主要国の株式市場において、平成14年度の世界的なデフレ懸念から一転して景気回復期待が盛り上がったことから、景気敏感銘柄や、財務内容の弱い銘柄、小型株などの銘柄が市場平均を上回るパフォーマンスを上げた。年金資金運用基金においては、長期投資の観点から、企業のファンダメンタル調査に基づき、財務内容の安定性が高く、かつ、流動性も比較的高い大型優良銘柄を多めに保有しており、このような市場環境に追随できなかった。

特に、ベンチマーク時価構成割合の約6割を占める米国で、MSCI米国小型株指数（ドルベース）が年間で+71.66%であったのに対し、MSCI米国指数（ドルベース）は+34.99%と、国内株同様、小型株が非常に優位な相場展開であったことがマイナスに寄与し、ベンチマーク収益率を大きく下回った。

パッシブ運用については、前記の配当課税要因に加え、未収配当金が支払われるまでの間、再投資収益を得られないこと等により、ベンチマーク収益率を下回った。

② 評価等

平成15年度の超過収益率は、-0.94%とベンチマーク収益率を下回っており、特にアクティブ運用は、-2.87%とベンチマーク収益率を大きく下回っている。

また、平成13年度からの3年間の運用結果をみると、アクティブ運用については3年連続でベンチマーク収益率を下回っている。

年金資金運用基金においては、アクティブ運用について、地域（北米型及び欧州・アジア・オセアニア型）について均衡がとれた組み合わせとなるよう留意しつつ、平成15年度にマネジャー・ストラクチャー（運用機関の組み合わせ）の見直しを行ったところであるが、今後、特にアクティブ運用受託機関の運用能力を適切に評価することなどを通じて、ベンチマーク収益率の確保に努める必要がある。

平成15年度

	時間加重収益率	ベンチマーク収益率	超過収益率
外国株式	23.76%	24.70%	-0.94%
アクティブ運用	21.83%		-2.87%
パッシブ運用	24.27%		-0.42%

(参考)

平成14年度

	時間加重収益率	ベンチマーク収益率	超過収益率
外国株式	-32.23%	-32.37%	0.14%
アクティブ運用	-32.87%		-0.50%
パッシブ運用	-31.95%		0.42%

平成13年度

	時間加重収益率	ベンチマーク収益率	超過収益率
外国株式	3.67%	4.14%	-0.47%
アクティブ運用	3.25%		-0.89%
パッシブ運用	3.71%		-0.43%

(5) 短期資産

短期資産については、平成15年度に、運用実態に合わせてベンチマークをCD（譲渡性預金）3ヶ月物金利からTB（割引短期国債）現先1ヶ月物金利に変更した。

平成15年度の収益率は、ベンチマーク収益率を0.01%上回っており、引き続き、安全かつ効率的な運用を行う必要がある。

平成15年度

時間加重収益率	ベンチマーク収益率	超過収益率
0.01%	0.00%	0.01%

(参考)

平成14年度

時間加重収益率	ベンチマーク収益率	超過収益率
0.02%	0.08%	-0.07%

平成13年度

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) 資産全体

平成15年度の年金資金運用基金の資産全体の時間加重収益率は13.01%、複合市場収益率（複合ベンチマーク収益率）に対する超過収益率は0.42%と、複合市場収益率を上回っている。

今後とも、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。

平成15年度

資産全体の時間加重収益率	複合市場収益率(注)	超過収益率
13.01%	12.59%	0.42%

(注)複合市場収益率は、各運用資産のベンチマーク収益率を、移行ポートフォリオを考慮した資産構成割合で加重したもの。

(参考)

平成14年度

資産全体の時間加重収益率	複合市場収益率	超過収益率
-8.63%	-8.44%	-0.19%

平成13年度

資産全体の時間加重収益率	複合市場収益率	超過収益率
-2.65%	-2.18%	-0.48%

2 引受財投債の管理運用

[運用の基本方針の規定] (第5の一)

財政投融资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。

現在、引受財投債については、すべて満期まで保有することとしているが、これら満期保有とされた引受財投債は、市場運用を行う資産と明確に区分し、管理されており、また、償却原価法による運用評価が行われ、参考情報として時価評価を行い公表している。

このように、引受財投債については、適切に管理及び運用評価が行われていると評価できる。

(参考)

平成15年度の財投債の残高

年限種別	簿価(償却原価法)	時価
2年債	2兆 895億円	2兆 901億円
5年債	9兆1,742億円	9兆2,056億円
10年債	10兆2,090億円	10兆1,769億円
20年債	8,073億円	8,171億円
合計	22兆2,801億円	22兆2,897億円