

平成15年度

厚生年金保険及び国民年金における
年金積立金運用報告書

平成16年10月
厚生労働省

目 次

第1章	年金積立金の運用の目的と仕組み	
1	運用の目的	1
2	運用の仕組み	2
3	運用方法	2
第2章	年金積立金の運用実績及びその年金財政に与える影響の評価	
I	年金積立金の運用実績	5
1	年金積立金の運用実績（承継資産の損益を含まない場合）	5
2	年金積立金の運用実績（承継資産の損益を含む場合）	7
II	年金積立金の運用実績が年金財政に与える影響の評価	9
1	年金財政からみた運用実績の評価の考え方	9
2	運用実績が年金財政に与える影響の評価	12
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	
I	年金資金運用基金の資産構成割合の状況について	16
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	18
1	市場運用資産の管理運用	18
2	引受財投債の管理運用	24
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	25
1	リスク管理	25
2	運用手法	25
3	運用受託機関の選定・評価	26
4	市場への資金の投入及び回収の分散化	28
5	株主議決権の行使	28
6	同一企業発行銘柄への投資の制限	29
IV	その他	30
1	責任体制の明確化	30
2	情報公開の徹底	30
3	運用管理体制の充実	31
4	調査研究の充実	31
参考資料		
I	資金運用に関する用語の解説	32
II	株式を含む分散投資の是非について	34
III	図表データ等	35

第1章 年金積立金の運用の目的と仕組み

1 運用の目的

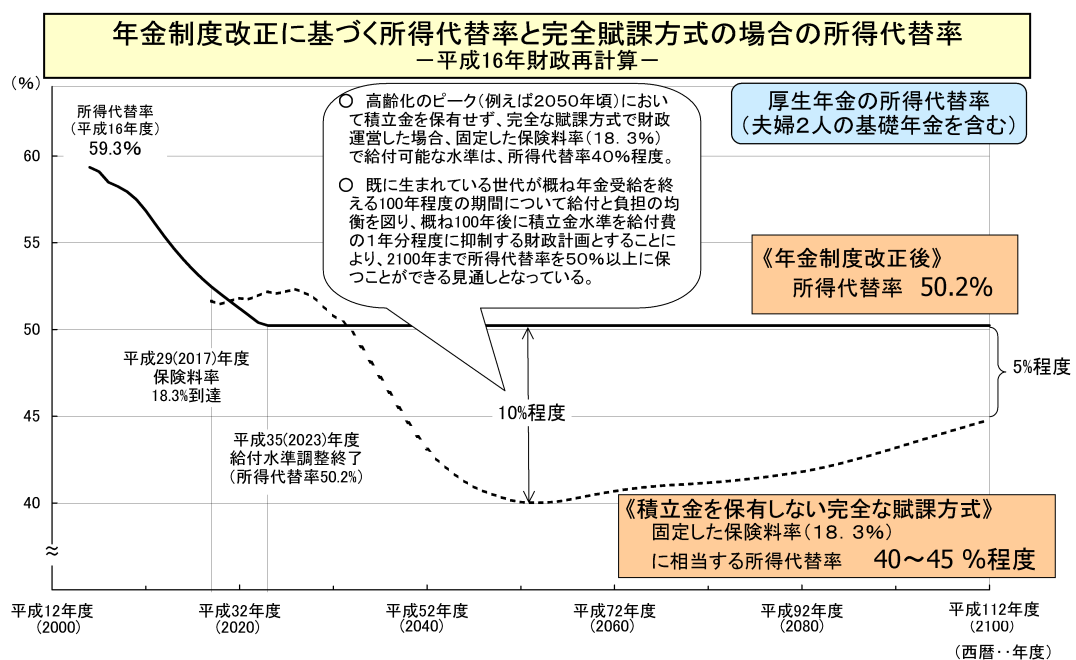
我が国の公的年金制度（厚生年金保険及び国民年金）は、現役世代の保険料負担で高齢者世代を支えるという世代間扶養の考え方を基本として運営されている。このため、年金給付を行うために必要な資金をあらかじめすべて積み立てておくという考え方は採られていない。

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。

これまでの財政方式では、将来にわたるすべ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、今後は、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度合を支出の1年分とする財政方式（有限均衡方式）とすることとした。ただし、新しい財政方式においても、概ね100年間にわたり支出の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。

図1は、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と、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を比較したものである。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を示している。

(図1)



2 運用の仕組み

平成12年度までは、年金積立金は全額を旧大蔵省資金運用部（現、財務省財政融資資金）に預託することによって運用されてきたが、平成13年4月の財政投融资制度の抜本的な改革に併せて、年金積立金は、厚生労働大臣から直接年金資金運用基金に寄託され、同基金により運用される仕組みとなった。

また、従来、旧年金福祉事業団が旧資金運用部から資金を借り入れて行っていた資金運用事業は年金資金運用基金に承継され、借入金の返済が終了する平成22年度までは、承継資金運用業務として継続されることとなっている。

なお、平成16年6月に成立した年金積立金管理運用独立行政法人法により、平成18年度以降、年金積立金の運用は、年金積立金管理運用独立行政法人において行われることとなった。

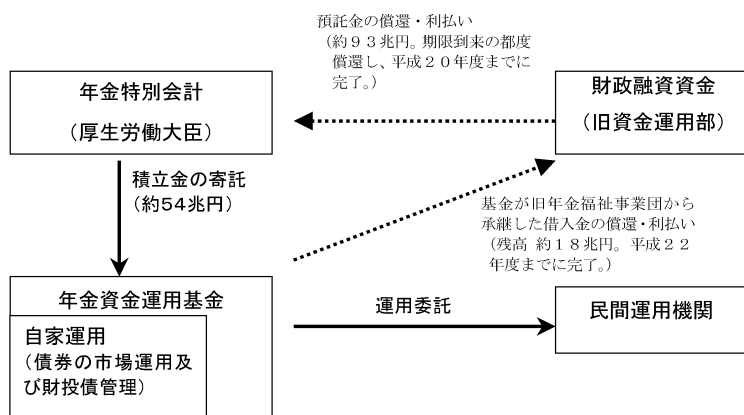
【運用の仕組み（平成13年度から）】

（ポイント）

- 厚生労働大臣による自主運用。
資金運用部への預託義務の廃止。
- 厚生労働大臣は、基金に資金を寄託することにより運用。

※図の数値は平成15年度末時点の残高。

※旧年金福祉事業団の資金運用事業は基金が承継し、承継資金運用業務として、平成22年度まで実施。



3 運用方法

2で記したように、平成13年度から、年金積立金は、厚生労働大臣が、直接、年金資金運用基金に寄託するという、新たな仕組みの下で運用されることとなった。ただし、旧資金運用部へ預託されていた年金積立金の全額が償還され、年金積立金全額が新たな仕組みの下で運用されることとなるのは平成20年度末であり、それまでの間は、年金積立金は年金資金運用基金によって運用されるほか、経過的に「財政融資資金への預託」という形でも運用されることとなっている。

年金資金運用基金においては、厚生労働大臣から寄託された年金積立金を原資として民間

の運用機関等を活用した市場運用を行っているほか、財投債の引受けを行っている。

このほかに、年金資金運用基金では、旧年金福祉事業団が旧資金運用部から借り入れた資金を原資として行っていた資金運用事業に係る資産を承継しており、借入金の返済が完了する平成22年度まで、承継資金運用業務として運用を行っている。

(1) 年金資金運用基金における運用

① 市場運用

厚生労働大臣から寄託された厚生年金及び国民年金の積立金は、年金資金運用基金において、厚生労働大臣の定める「積立金の運用に関する基本方針」（以下「運用の基本方針」という。）に基づき市場で運用されており、「運用の基本方針」において示されたポートフォリオに基づき、国内債券を中心としつつ、国内外の株式等を一定程度組み入れた分散投資を行っている。

実際の市場での運用は、民間の運用機関（信託銀行及び投資顧問業者）を活用して行っており、これらの運用機関等を通じて、運用対象資産（国内債券、国内株式、外国債券、外国株式、短期資産の5資産）ごとに、各年度の資産構成割合の目標値を円滑に達成する等の管理運用を行っている。

② 財投債の引受け

旧資金運用部は、郵便貯金や年金積立金の預託により調達した資金を特殊法人等に貸し付けていたが、財投改革の結果、特殊法人等は、必要な資金を自ら財投機関債を発行して市場から調達することとなり、財投機関債の発行が困難な特殊法人等については、財政融資資金特別会計が国債の一種である財投債を発行し、市場から調達した資金をこれらに貸し付ける仕組みとなった。

この財投債の一部については、経過的に、郵便貯金や年金資金運用基金に寄託された年金積立金で引き受けることが法律に定められている。

なお、寄託された年金積立金のうち財投債引受け部分は、年金資金運用基金において、市場運用部分と区分して管理されている。

③ 旧年金福祉事業団から承継した資金の運用

年金資金運用基金は、旧年金福祉事業団で行われていた資金運用事業に係る約26兆円の資産を、その原資である旧資金運用部からの借入金の返済義務とともに承継し、この資産について、①で記した厚生労働大臣から寄託された年金積立金の市場運用部分と合同して市場運用している。

(2) 財政融資資金への預託

平成12年度まで、年金積立金は全額を旧資金運用部に預託することが義務づけられていたため、平成12年度末時点で、約147兆円の年金積立金が旧資金運用部へ預託

されていた。この積立金は、平成13年度から平成20年度までの間に、毎年度、20兆円弱程度ずつ財政融資資金から償還され、平成20年度には全額の償還が終わることとなっているが、それまでの間は、年金積立金の一部は財政融資資金に引き続き預託されることとなる。

預託されている資金に対しては、財政融資資金から、積立金預託時における預託金利に基づき、利子が支払われる。

第2章 年金積立金の運用実績及びその年金財政に与える影響の評価

I 年金積立金の運用実績

1 年金積立金の運用実績（承継資産の損益を含まない場合）

平成15年度における年金積立金全体の運用実績は、厚生年金の収益額が5兆6,236億円、国民年金の収益額が3,909億円となり、合計すると、6兆145億円の収益額となった。

また、収益率は、厚生年金が4.17%、国民年金が4.04%となり、厚生年金と国民年金との合計では、4.16%となった。

(表1)

(単位:億円、%)

	合 計		
		厚生年金	国民年金
資産額(平成15年度始め)	1,460,419	1,362,711	97,708
資産額(平成15年度末)	1,492,747	1,393,150	99,597
収益額	60,145	56,236	3,909
収益率	4.16	4.17	4.04

(注)運用手数料等控除後の運用実績である。

年金積立金は、前記のとおり、(1)市場運用、(2)財投債の引受け、(3)財政融資資金への預託、の3つの方法で運用されており、平成15年度におけるそれぞれの運用実績は以下のとおりであった。

(1) 市場運用分の運用実績

① 運用手数料等控除前の運用実績

平成15年度の年金資金運用基金の運用結果は、市場運用部分の総合収益額は4兆7,225億円であった。

この額を、厚生年金、国民年金、承継資産にそれぞれ按分すると、厚生年金の収益額は3兆2,326億円、国民年金の収益額は2,313億円となり、合計で、3兆4,638億円の収益額となった。

また、収益率は、12.48%であった。

② 運用手数料等控除後の運用実績

①の運用実績から、運用手数料等193億円を控除した収益額4兆7,032億円を、厚生年金、国民年金、承継資産にそれぞれ按分すると、厚生年金の収益額は

3兆2,194億円、国民年金の収益額は2,303億円となり、合計で、3兆4,497億円の収益額となった。

また、収益率は、12.43%であった。

(表2)

(単位:億円、%)

	合 計		
		厚生年金	国民年金
資産額(平成15年度始め)	149,987	141,446	8,540
資産額(平成15年度末)	340,816	318,244	22,572
収益額(注1)	34,497	32,194	2,303
収益率(注2)	12.43	12.43	12.43

(注1)収益額は、総合収益額。

(注2)収益率は、修正総合収益率。

(2) 財投債引受け分の運用実績

平成15年度においては、5兆6,534億円を財投債の引受けに充てた。

財投債の収益額は1,691億円であり、この額を厚生年金、国民年金、承継資産にそれぞれ按分すると、厚生年金の収益額は1,158億円、国民年金の収益額は83億円となり、合計で、1,240億円の収益額となった。

また、収益率は、0.83%であった。

(表3)

(単位:億円、%)

	合 計		
		厚生年金	国民年金
資産額(平成15年度始め)※	187,083	171,165	15,918
資産額(平成15年度末)※	221,245	202,741	18,505
収益額(注1)	1,240	1,158	83
収益率(注2)	0.83	0.83	0.83

※ 資産額のうち収益額を除く元本増分については、厚生年金・国民年金の寄託額の比で按分しており、承継資産には按分していない。

(注1)収益額は、実現収益額。

(注2)収益率は、実現収益率。

(3) 財政融資資金預託分の運用実績

平成15年度末においては、財政融資資金へは、93兆685億円(厚生年金分87兆2,165億円、国民年金分5兆8,520億円)が預託されている。この財政融資資金への預託分についての利子は、厚生年金の積立金の預託分と、国民年金の積立金の預託分のそれぞれに付される。

平成15年度においては、厚生年金の預託分の利子が2兆2,884億円、国民年

金の預託分の利子が1, 523億円となり、合計で2兆4, 407億円であった。

また、収益率は、厚生年金が2. 41%、国民年金が2. 34%、厚生年金と国民年金との合計では、2. 41%であった。

(表4)

(単位:億円、%)

	合 計		
		厚生年金	国民年金
資産額(平成15年度始め)	1,123,350	1,050,101	73,249
資産額(平成15年度末)	930,685	872,165	58,520
収益額	24,407	22,884	1,523
収益率	2.41	2.41	2.34

2 年金積立金の運用実績(承継資産の損益を含む場合)

年金資金運用基金は、旧年金福祉事業団から、約26兆円の資産と、その原資である旧資金運用部からの借入金の返済義務を承継した。旧年金福祉事業団が行っていた資金運用事業に係る累積利差損は、平成12年度末で-1兆7, 025億円であった。

年金資金運用基金では、承継した資産を、厚生労働大臣から寄託された年金積立金と合同して市場運用しており、平成15年度の承継資産を含む市場運用部分の運用実績は、修正総合収益率で12. 48%であった。また、承継資産に係る損益は、借入金の利払いを含めると、平成15年度単年度で8, 569億円となり、累積利差損は、平成14年度末の累積利差損(-4兆5, 004億円)にこの単年度の損益を合わせた-3兆6, 435億円となった。

(注) この承継資産に係る累積利差損(-3兆6, 435億円)に、厚生年金・国民年金の寄託額に係る平成13年度から平成15年度までの損益を加えた年金資金運用基金全体の累積利差損は-1兆6, 411億円。なお、年金資金運用基金が発足した平成13年度以降の市場運用分に係る累積運用収入は、1兆4, 784億円。

承継資産は、年金積立金そのものではないが、承継資産の運用実績をも広く年金積立金の運用実績の一部と捉えると、その運用実績は、厚生年金の収益額が6兆4, 232億円、国民年金の収益額が4, 482億円となり、合計すると、6兆8, 714億円の収益額となった。

また、収益率は、厚生年金が4. 91%、国民年金が4. 78%となり、厚生年金と国民年金との合計では、4. 90%であった。

(表5)

(単位:億円、%)

	合 計		
		厚生年金	国民年金
資産額(平成15年度始め)	1,415,415	1,320,717	94,698
資産額(平成15年度末)	1,456,311	1,359,151	97,160
収益額	68,714	64,232	4,482
収益率	4.90	4.91	4.78

(注1) 承継資産は、旧資金運用部からの借入金を原資としているため資産額には計上していない。

(注2) 承継資産に係る収益額については、厚生年金及び国民年金の積立金の元本平均残高により按分している。

※年金積立金資産額合計(平成15年度末) [145.6兆円]
 =年金積立金資産額合計(平成15年度始め) [141.5兆円]
 +収益額 [6.9兆円] +歳入(預託金利子収入除く)等 [34.4兆円]
 -給付等 [37.3兆円]

なお、市場運用分、財投債引受け分、財政融資資金預託分、承継資産分の年金積立金全体に対する収益率は以下のとおりとなった。

(表6)

(単位:%)

合 計	収益率	4.90	
	市場運用分(運用手数料等控除後)	2.46	(12.43)
	財投債引受け分	0.09	(0.83)
	財政融資資金預託分	1.74	(2.41)
	承継資産分	0.61	
厚生年金	収益率	4.91	
	市場運用分(運用手数料等控除後)	2.46	(12.43)
	財投債引受け分	0.09	(0.83)
	財政融資資金預託分	1.75	(2.41)
	承継資産分	0.61	
国民年金	収益率	4.78	
	市場運用分(運用手数料等控除後)	2.46	(12.43)
	財投債引受け分	0.09	(0.83)
	財政融資資金預託分	1.63	(2.34)
	承継資産分	0.61	

(注) かつこ内は各資産ごとの収益率であり、かつこ外は積立金全体に対する収益率である。

II 年金積立金の運用実績が年金財政に与える影響の評価

1 年金財政からみた運用実績の評価の考え方

(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) 公的年金における財政見通しとの比較による評価

平成16年年金制度改正では、保険料水準の引上げ階段と上限を固定し、年金財政の均衡を確保するため、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た。併せて、少なくとも5年に1度、概ね100年間の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の見通しを示すこととなった。

平成16年財政再計算においても、このような見通しを作成しており、社会経済状況について、基準的なケースで、平成16(2004)年度に59.3%の所得代替率(夫が平均賃金で40年間働き、その間、妻が専業主婦である厚生年金の標準的な世帯について年金を受け取り始めるときの所得代替率)が、平成35(2023)年度に所得代替率50.2%となるまで給付水準が調整される見通しを示している。

財政検証(平成16年財政再計算についても同じ。)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、財政見通しを公表することとされている。

実績がすべて財政検証(平成16年財政再計算)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(平成16年財政再計算)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。

現在の基本ポートフォリオは、平成11年財政再計算を基礎として策定されたものではあるが、平成15年度の年金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は、新しい財政見通しと比較する必要がある。

したがって、平成15年度の年金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、実現された運用収益率と、平成16年財政再計算が前提としている運用利回り(予定運用利回り)を比較することが適当である。

(3) 実質的な運用利回りによる評価

公的年金の年金額は、年金を受け取り始めるときの年金額は名目賃金上昇率に応じて改定され、受給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、長期的にみ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率を上回る分が、年金財政上の実質的な収益となる。

このため、運用実績の評価の際には、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（平成16年財政再計算）が前提としている「実質的な予定運用利回り」を比較することが適当である。

なお、平成16年年金制度改正において、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たことにより、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。しかしながら、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延び）に基づいて給付水準を調整する仕組みであり、運用実績が年金財政に及ぼす影響の評価は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した。

（４）平成16年財政再計算における運用利回り等の前提

平成16年財政再計算では、運用利回り等の経済前提は、平成20（2008）年度までは、「改革と展望－2003年度改定」に準拠し、平成21（2009）年度以降は、構造改革の実行を前提とした日本経済の生産性の上昇の見込み（年次経済財政報告（内閣府））に基づく中長期的な実質賃金上昇率、実質運用利回りの推計結果（社会保障審議会年金資金運用分科会報告）を基に設定している。基準ケースでは、平成21年度以降、名目運用利回り3.2%、名目賃金上昇率2.1%、実質的な運用利回りは約1.1%としている。（長期的にはこの実質的な運用利回りが運用実績の評価基準となる。）

（表7）平成16年財政再計算における運用利回り及び賃金上昇率の前提

（単位：％）

	名目運用利回り		実質的な運用利回り		名目賃金上昇率
	厚生年金	国民年金	厚生年金	国民年金	
平成15年度	1.99	1.90	1.99	1.90	0.00
16	1.69	1.57	1.08	0.96	0.60
17	1.81	1.74	0.50	0.43	1.30
18	2.21	2.18	0.21	0.18	2.00
19	2.51	2.50	0.21	0.20	2.30
20	3.00	3.00	0.29	0.29	2.70
21年度以降	3.20	3.20	1.08	1.08	2.10

- (注1) 平成15年度の名目賃金上昇率は実績見込み値であり、名目運用利回りは「改革と展望－2003年度改定」に準拠して設定した自主運用分の名目運用利回りと平成14年度末の実績より推計される旧資金運用部預託分の名目運用利回りを加重平均したものの。
- (注2) 平成16～20年度は、名目賃金上昇率は「改革と展望－2003年度改定」に準拠しており、名目運用利回りは「改革と展望－2003年度改定」に準拠して設定した自主運用分の名目運用利回りと平成14年度末の実績より推計される旧資金運用部預託分の名目運用利回りを加重平均したものの。
- (注3) 平成21年度以降は、構造改革の実行を前提とした日本経済の生産性の上昇の見込み（年次経済財政報告（内閣府））に基づく中長期的な実質賃金上昇率、実質運用利回りの推計結果（社会保障審議会年金資金運用分科会報告）と過去20年の実績等から設定した長期的な物価上昇率 1.0%より設定したものの。

2 運用実績が年金財政に与える影響の評価

年金積立金の運用実績の評価は、長期的な観点から行うべきものであるが、平成15年度単年度における運用実績と、財政再計算上の実質的な運用利回りを比較すると次のとおりである。

平成15年度の収益率（名目運用利回り）は厚生年金が4.91%となり、国民年金が4.78%となっている。名目賃金上昇率は-0.27%であるから、実質的な運用利回りは厚生年金が5.19%、国民年金が5.06%となる。

平成16年財政再計算の前提では平成15年度の「実質的な運用利回り」は、厚生年金が1.99%、国民年金が1.90%としているから、厚生年金では3.20%、国民年金では3.16%、実績が財政再計算の前提を上回っている。

（注1）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、本文にあるように実質的な運用利回りの実績を財政再計算の前提と比較することとなるが、年金財政全体の影響を考える場合には、出生率が低下していること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度行われる財政検証において検証されることとなる。

（注2）平成11年財政再計算での平成15年度の「実質的な運用利回り」は、厚生年金は0.97%、国民年金は0.83%としていたことから、平成11年財政再計算との比較でみると、厚生年金では4.22%、国民年金では4.23%、実績が前提を上回っていることとなる。

（表8）年金積立金の運用実績及び年金財政に与える影響の評価（平成15年度）

		厚生年金	国民年金	(参考) 年金積立金全体
実 績	名目運用利回り	4.91%	4.78%	4.90%
	名目賃金上昇率	-0.27%	-0.27%	-0.27%
	実質的な 運用利回り	5.19%	5.06%	5.18%
財政再計算 上の前提	実質的な 運用利回り	1.99%	1.90%	1.98%
実質的な運用利回りの財政 再計算上の前提との差		3.20%	3.16%	3.20%
差 額		4.19兆円	0.30兆円	4.48兆円

（注1）名目運用利回りは、運用手数料等控除後の収益率である。

（注2）実質的な運用利回りは $(1 + \text{名目運用利回り} \div 100) \div (1 + \text{名目賃金上昇率} \div 100) \times 100 - 100$ により求めている。

(注3) 名目賃金上昇率は、性・年齢構成の変動による影響を控除した名目標準報酬上昇率である。

(注4) 名目賃金上昇率は厚生年金のみのデータから求めたものであり、被用者年金全体のデータを用いて求められる再評価率とは異なる。

(参考)運用実績と財政再計算上の前提との比較

○厚生年金

	実績					財政再計算上の前提			実質的な運用利回りの実績と再計算上の前提との差 (I)=(A)-(F)	差額
	実質的な運用利回り (A) =(B)÷(C)	名目運用利回り (B)	名目賃金上昇率 (C)	年度末積立金(※) (D)	運用収益 (E)	実質的な運用利回り (F) =(G)÷(H)	名目運用利回り (G)	名目賃金上昇率 (H)		
【平成11年財政再計算との比較】	%	%	%	兆円	兆円	%	%	%	%	兆円
平成10～14年度平均	2.91	2.39	-0.51	-	3.1	2.23	3.71	1.45	0.69	0.91
標準報酬等級改定の影響を含めた場合	2.76	2.39	-0.36	-	3.1	2.23	3.71	1.45	0.53	0.71
【平成16年財政再計算との比較】										
平成15年度	5.19	4.91	-0.27	135.9	6.4	1.99	1.99	0.00	3.20	4.19

○国民年金

	実績					財政再計算上の前提			実質的な運用利回りの実績と再計算上の前提との差 (I)=(A)-(F)	差額
	実質的な運用利回り (A) =(B)÷(C)	名目運用利回り (B)	名目賃金上昇率 (C)	年度末積立金(※) (D)	運用収益 (E)	実質的な運用利回り (F) =(G)÷(H)	名目運用利回り (G)	名目賃金上昇率 (H)		
【平成11年財政再計算との比較】	%	%	%	兆円	兆円	%	%	%	%	兆円
平成10～14年度平均	2.55	2.03	-0.51	-	0.2	2.03	3.52	1.45	0.51	0.05
標準報酬等級改定の影響を含めた場合	2.39	2.03	-0.36	-	0.2	2.03	3.52	1.45	0.36	0.03
【平成16年財政再計算との比較】										
平成15年度	5.06	4.78	-0.27	9.7	0.4	1.90	1.90	0.00	3.16	0.30

(※)年度末積立金は時価で表示しており、

$$\text{年度末積立金} = \text{前年度末積立金} + \text{収益額} + \text{歳入(預託金利子収入除く)等} - \text{給付費等}$$

$$[135.9 \text{兆円}] \quad [132.1 \text{兆円}] \quad [6.4 \text{兆円}] \quad [28.8 \text{兆円}] \quad [31.4 \text{兆円}]$$

という関係になっている。(かっこ内は平成15年度厚生年金の数値)

(注1)運用利回りは運用手数料等控除後のものである。

(注2)継承資産に係る収益額については、厚生年金及び国民年金の積立金の元本平均残高により按分している。

(注3)名目賃金上昇率は性・年齢構成の変動による影響を控除した名目標準報酬上昇率である。

(注4)実質的な運用利回りは $(1 + \text{名目運用利回り} \div 100) \div (1 + \text{名目賃金上昇率} \div 100) \times 100 - 100$ により求めている。

(注5)ここでは国民年金の年金改定率は厚生年金の名目賃金上昇率と同じとしている。

(注6)名目賃金上昇率は厚生年金のみのデータから求めたものであり、被用者年金全体のデータを用いて求められる再評価率とは異なる。

○年金積立金全体の実績(厚生年金+国民年金)

	実績					財政再計算上の前提			実質的な運用利回りの実績と再計算上の前提との差 (I)=(A)-(F)	差額
	実質的な運用利回り (A) =(B)÷(C)	名目運用利回り (B)	名目賃金上昇率 (C)	年度末積立金(※) (D)	運用収益 (E)	実質的な運用利回り (F) =(G)÷(H)	名目運用利回り (G)	名目賃金上昇率 (H)		
【平成11年財政再計算との比較】	%	%	%	兆円	兆円	%	%	%	%	兆円
平成10～14年度平均	2.89	2.37	-0.51	-	3.3	2.21	3.70	1.45	0.68	0.96
標準報酬等級改定の影響を含めた場合	2.73	2.37	-0.36	-	3.3	2.21	3.70	1.45	0.52	0.74
【平成16年財政再計算との比較】										
平成15年度	5.18	4.90	-0.27	145.6	6.9	1.98	1.98	0.00	3.20	4.48

(※)年度末積立金は時価で表示しており、

$$\begin{array}{ccccccc} \text{年度末積立金} & = & \text{前年度末積立金} & + & \text{収益額} & + & \text{歳入(預託金利子収入除く)等} & - & \text{給付費等} \\ [145.6\text{兆円}] & & [141.5\text{兆円}] & & [6.9\text{兆円}] & & [34.4\text{兆円}] & & [37.3\text{兆円}] \end{array}$$

という関係になっている。(かっこ内は平成15年度の数値)

(注1)運用利回りは運用手数料等控除後のものである。

(注2)継承資産に係る収益額を含んでいる。

(注3)名目賃金上昇率は性・年齢構成の変動による影響を控除した名目標準報酬上昇率である。

(注4)実質的な運用利回りは $(1 + \text{名目運用利回り} \div 100) \div (1 + \text{名目賃金上昇率} \div 100) \times 100 - 100$ により求めている。

(注5)ここでは国民年金の年金改定率は厚生年金の名目賃金上昇率と同じとしている。

(注6)名目賃金上昇率は厚生年金のみのデータから求めたものであり、被用者年金全体のデータを用いて求められる再評価率とは異なる。

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。

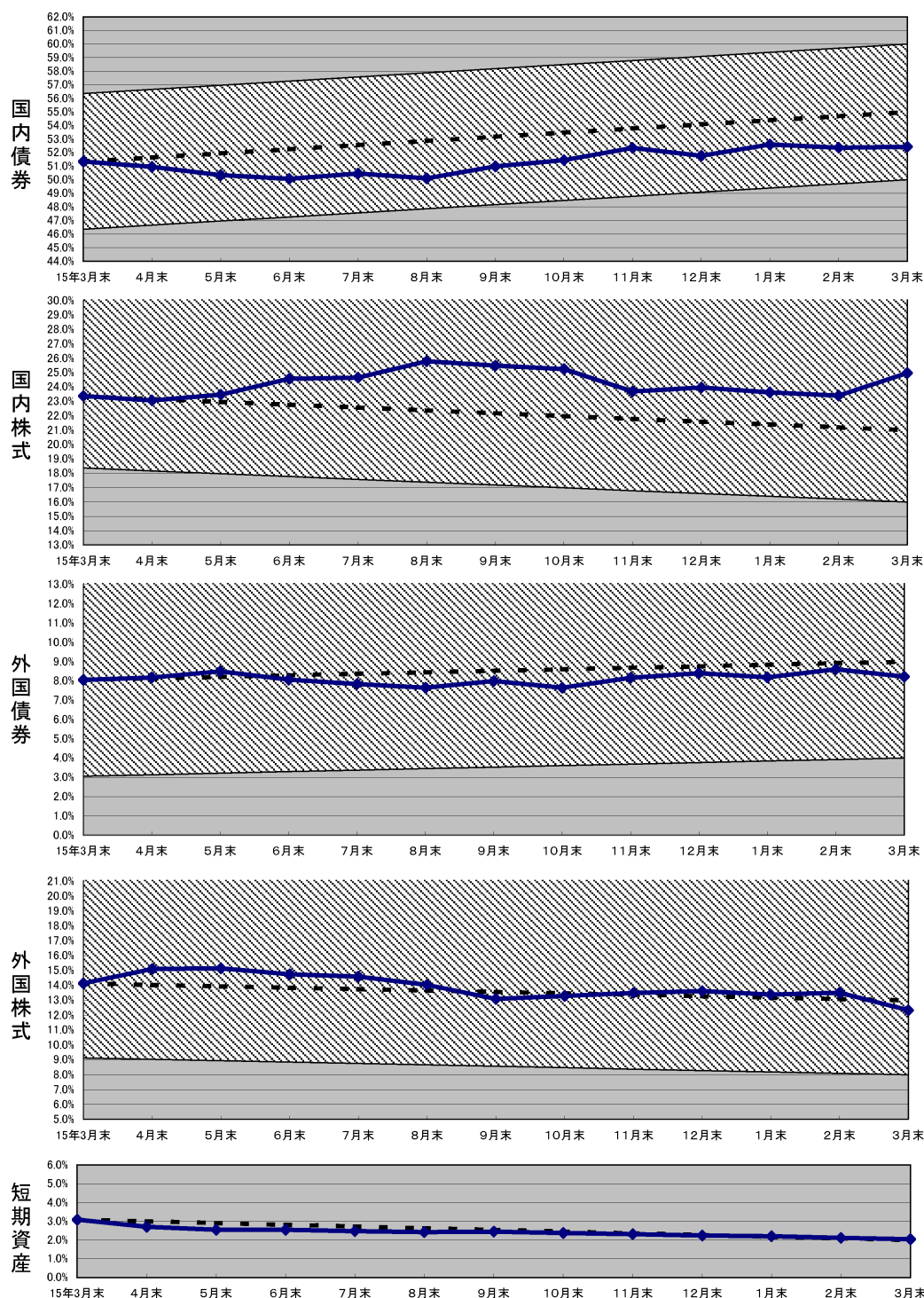
(運用資産全体の移行ポートフォリオ)

	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-KOKUSA I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적인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従できなかった。

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

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の一の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管理指標(資産構成割合、トラッキングエラー(注1)、デュレーション(注2)など)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・分析し、リスク管理指標の状況に問題があれば、資産構成割合の変更など、リスク管理上必要な措置を講じることとしている。

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ている。

平成15年度は、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定期ミーティングを2回実施し、そのほかにも投資行動やその結果を把握するための個別のミーティングを随時行っている。

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、運用受託機関の運用スタイルの多様化やリスク管理の高度化を踏まえ、引き続き、資産統合管理システムやリスク分析ツールの充実及び効果的な活用等により、リスク管理を適切に行う必要がある。

(注1) ベンチマーク収益率からの収益率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の二の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、資産ごとのパッシブ運用の割合について目標(国内債券と外国債券では60%以上、国内株式と外国株式では70%以上)を定め、パッシブ運用を中心とする運用手法への移行に取り組んできたところである。

平成15年度のパッシブ運用の割合は、国内債券と外国債券が70%を超え、国内株式は77%、外国株式は81.6%となっている。引き続き、各資産のベンチマーク収益率

を確保する観点から、運用受託機関の評価を踏まえつつ、パッシブ運用とアクティブ運用を適切に組み合わせる必要がある。

(参考)

年金資金運用基金のパッシブ比率の推移

	平成13年度末	平成14年度末	平成15年度末
資産全体	50.1%	65.5%	74.9%
国内債券	50.7%	61.4%	75.5%
国内株式	44.2%	70.8%	77.0%
外国債券	71.4%	76.9%	73.3%
外国株式	53.3%	79.0%	81.6%

3 運用受託機関の選定・評価

[運用の基本方針の規定] (第3の2の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、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の確保に努めている。

運用受託機関等の選定については、原則として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、慎重に評価を行い、その際には、運用機関や資産管理機関の実地調査も実施している。選定結果は速やかに公表し、選定手続きの透明性を確保するよう努めている。

運用受託機関への資金配分については、パッシブ運用では、超過収益率及びトラッキングエラーによる定量評価及び定性評価が一定水準以上の運用受託機関に対して資金配分することとしており、アクティブ運用では、総合評価の高い上位2分の1に該当する運用受託機関及び運用開始後3年未満の運用受託機関に対し資金配分することとしている。

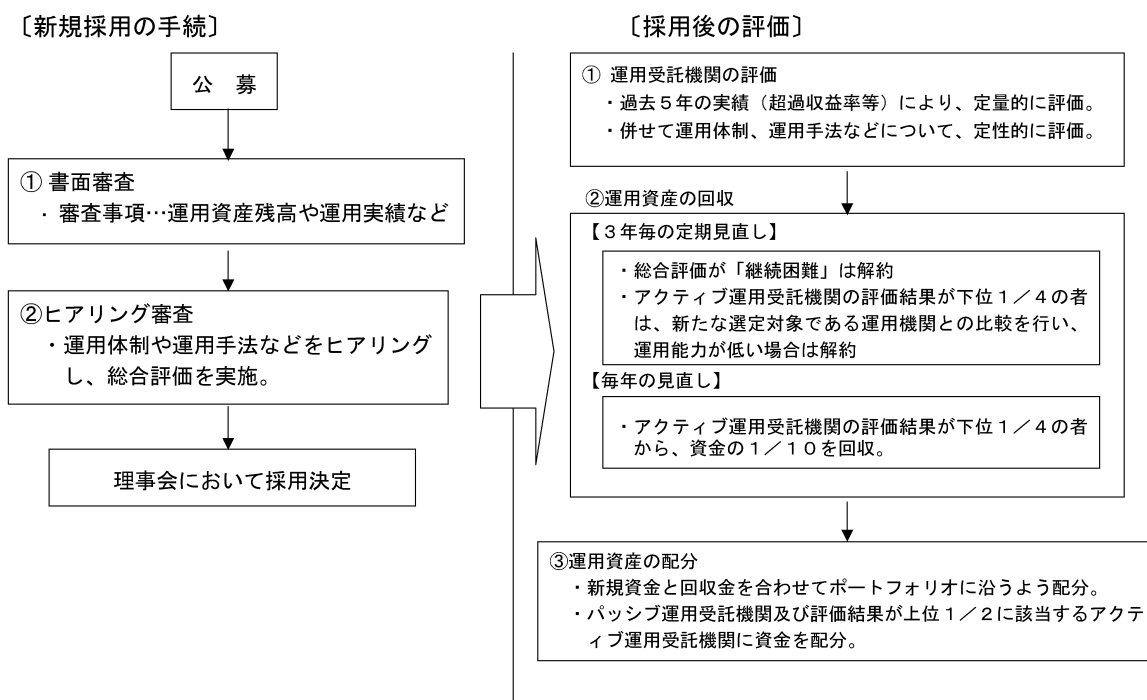
資金回収は、総合評価の低い下位4分の1に該当するアクティブ運用受託機関から資金を回収することとしている。

また、3年ごとに行う定期的な見直しの際には、新たに運用機関を公募し、応募があった運用機関より運用能力が低い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などについても、資金の一部回収や解約などの措置を講じることとしている。

平成15年度においては、上記のルールに基づき、すべてのパッシブ運用受託機関及び外国債券のアクティブ運用受託機関7ファンドに対し資金の配分を行った。また、国内株式において、総合評価の低い下位4分の1に該当した国内株式のアクティブ運用受託機関から資金の一部の回収を行うとともに、総合評価の結果を踏まえ、国内株式、外国株式において、アクティブ運用受託機関の一部を解約し、国内債券についてはアクティブ運用受託機関の一部の解約を決定した。

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、運用受託機関に対する資金配分・回収について、管理運用方針に選定基準及び評価方法、評価項目などを明確に定め、選定・評価基準に沿った取組みが行われていると評価できる。引き続き、ルールに則して運用受託機関の採用、解約及び資金配分・回収を行うとともに、これらの実施の際には、運用受託機関の評価が基本になることから、総合評価を適切に実施する必要がある。

年金資金運用基金における運用受託機関の採用・評価・資産配分について



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の三)

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15年度における毎月の資金の投入及び回収状況については、平成15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を縮小するよう行われており、「運用の基本方針」どおり特定の時期に集中することなく、市場への投入等が行われている。

また、解約した運用受託機関からの資産の回収に当たっては、できる限り資産を売却せず、証券など現物資産のまま他の運用受託機関への移管を行うなど、市場への影響や資産の売却に伴う執行コストを抑えた効率的な資産の回収、移管を行っている。

これらを踏まえると、資金の投入及び回収については、市場への影響に配慮した適切な取組みが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の四)

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おそれがあるので、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、「運用の基本方針」を踏まえ、株主議決権行使に関する考え方を管理運用方針に定めるとともに、運用受託機関に示すガイドラインで明確化している。

平成15年度における各運用受託機関の議決権行使状況は、国内株式については運用受託機関の全社(21社)が、また、外国株式については平成16年3月に新規採用した運用受託機関を除く全社(14社)が、それぞれが定めた対応方針に従って株主議決権の行使を行った。また、運用受託機関の定性評価項目に株主議決権行使の取組みを加え、ミーティングを通じて行使内容の確認等を行った。

引き続き、年金資金運用基金は、株主利益の最大化の観点から、運用受託機関が株主議決権を適切に行使しているか、その行使内容の確認、分析等を行うことにより、運用受託機関の一層適切な取組みを推進する必要がある。

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の五)

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。

年金資金運用基金では、「運用の基本方針」を踏まえ、同一企業発行銘柄への投資の制限について管理運用方針に定めるとともに、運用受託機関に示すガイドラインで明確化している。

平成15年度においては、国内株式については、いくつかの運用受託機関において一時的に、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、基金において対応を検討したところ、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%に近い銘柄であること等から、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。

また、国内債券、外国債券及び外国株式は、各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。

なお、国内株式、外国株式とも、発行済み株式総数の5%を超えて保有していた銘柄はなかった。

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」に沿って管理されているものと認められる。

IV その他

1 責任体制の明確化

[運用の基本方針の規定] (第1の四)

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関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、法令や管理運用方針に違反した場合などにおける制裁処分の内容や手続きを定めた制裁規程を作成するなど、責任体制の明確化を図っている。このほか、受託者責任に関して事例研究を行うとともに、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、受託者責任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は、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、その内容を具体化したガイドラインを提示した上で、その遵守状況を管理するなどにより、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が、運用に関わる役職員は、受託者責任を重く認識し、必要な知識、技術の修得等に引き続き最善を尽くすとともに、今後、運用受託機関の内部統制状況の確認を行うなど、より一層受託者責任の徹底に努める必要がある。

2 情報公開の徹底

[運用の基本方針の規定] (第1の五)

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」に沿った運用の具体的な方針や運用受託機関や資産管理機関の選定・評価及び運用受託機関に対する資金配分・回収の明確なルールなどを定めた管理運用方針や、四半期ごとの時価による資産額や収益の状況及び年度分の業務概況書、運用機関の公募に関する情報や新たに採用した運用受託機関について、年金資金運用基金のホームページに掲載するなど情報公開に努めている。

これらを踏まえると、情報公開には積極的に取り組んでいると評価できる。今後とも、公表内容の充実とともに、分かりやすい情報公開や適切な広報活動など、更に工夫を行い、国民の一層の理解と協力が得られるよう努める必要がある。

3 運用管理体制の充実

年金資金運用基金では、基金職員の運用能力の向上を図るため、国内長期研修や証券アナリスト資格のために必修となっている通信教育の受講など、各種研修を実施している。また、運用受託機関の運用スタイルの多様化やリスク管理の高度化に対応する必要性から運用受託機関の管理や総合評価を行う体制を強化するなど運用管理体制の見直しを実施している。

今後とも、年金資金運用基金においては、研修の充実等による基金職員の専門性の確保や体制の整備等を通じて、管理運用能力の向上に努めるとともに、民間部門からの人材採用等についても引き続き検討を行う必要がある。

4 調査研究の充実

年金資金運用基金では、平成15年度においては、大規模な公的年金資金の運用という特性を踏まえた基礎的な課題に加え実務的な課題も整理する観点から、調査研究を行っている。また、主要な年金基金により組織される内外の協議会などの会合に積極的に参加し、年金資金運用に関する意見交換や情報収集に取り組んでいる。

今後、資金規模の増大に伴い、資金運用の効率化とリスク管理の高度化の必要性が高まることや、資金運用の手法は日々進歩することから、常に最新の知見をフォローしながら、これを巨額の年金積立金の運用に応用していくための努力を継続的に行う必要がある。

参考資料

I 資金運用に関する用語の解説

○ 実現収益額

売買損益や利息・配当金収入のように現金として実際に入金された収益。

○ 総合収益額

時価による収益額。

売買損益及び利息・配当金収入という純粋に現金として期中に実現した収益に、当期において生じた将来確実に現金として得られる未収収益を加えるとともに、さらに、期中に増減した評価損益も運用の成果と捉えて収益に含めたものである。

(計算式)

$$\begin{aligned} \text{総合収益額} &= \text{売買損益} + \text{利息・配当金収入} \\ &+ \text{未収収益増減 (当期末未収収益} - \text{前期末未収収益)} \\ &+ \text{評価損益増減 (当期末評価損益} - \text{前期末評価損益)} \end{aligned}$$

○ 実現収益率

実現収益額のみを収益と捉えた場合の収益率。

(計算式)

$$\text{実現収益率} = (\text{売買損益} + \text{利息・配当金収入}) / \text{運用元本平均残高}$$

○ 修正総合収益率

運用成果を測定する尺度の1つ。

総合収益率では、収益に時価の概念を導入しているが、これに加え、運用元本に時価の概念を導入して算定した収益率である。算出が比較的容易なことから、運用の効率性を表す時価ベースの資産価値の変化を把握する指標として用いられる。

(計算式)

$$\begin{aligned} \text{修正総合収益率} &= \{ \text{売買損益} + \text{利息・配当金収入} \\ &+ \text{未収収益増減 (当期末未収収益} - \text{前期末未収収益)} \\ &+ \text{評価損益増減 (当期末評価損益} - \text{前期末評価損益)} \} \\ &/ (\text{運用元本平均残高} + \text{前期末未収収益} + \text{前期末評価損益}) \end{aligned}$$

○ 時間加重収益率

運用機関が自ら決めることができない運用元本の流出入の影響を排除した時価に基づく運用収益率である。運用機関の運用実績とベンチマーク収益率（市場平均収益率）との比較により、運用能力を評価することが可能となる。

年金資金運用基金では、時間加重収益率とベンチマーク収益率との対比で超過収益率を測定し、資産全体や個々の運用受託機関の定量評価に使用している。

○ ベンチマーク

運用成果を評価する際に、相対比較の対象となる基準指標。市場の動きを代表する指数を使用している。

○ ベンチマーク収益率

ベンチマークの騰落率。いわゆる市場平均収益率。

運用収益率の絶対値の高低による評価は、投資環境の違いを反映せず、運用期間が異なる場合に横並びの比較が不可能である。しかし、投資環境を反映する基準指標の騰落率に対してどの程度収益率が上回ったか（超過収益率）を算出することにより、運用期間の異なるものの横並び比較が可能となる。

ただし、ベンチマーク収益率は、市場平均収益率を示す理論値であるため、取引にかかる売買手数料などの取引コストは考慮されていない。

○ 複合市場収益率（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、移行ポートフォリオを考慮した資産構成割合で加重して算出した収益率。複合ベンチマーク収益率と、資産全体の収益率を比較することにより、資産全体で市場平均の収益率を確保できているかどうか分かる。

○ 償却原価法

債券を額面金額よりも低い金額又は高い金額で取得した場合、差額が発生するが、これらの差額を償還期までに毎期、一定の方法で収益又は費用に加減する評価方法。

Ⅱ 株式を含む分散投資の是非について

1 社会保障審議会年金資金運用分科会における検討

厚生労働大臣から寄託された年金積立金は、年金資金運用基金において、厚生労働大臣の定める「運用の基本方針」において示されたポートフォリオに基づき、国内債券を中心としつつ、国内外の株式等を一定程度組み入れた分散投資を行っているところである。

しかし、平成12年度から約3年間に及ぶ株式市場の低迷などにより、市場運用において厳しい運用状況が続いていることなどを背景として、株式投資について見直しを行うべきではないかとの指摘がなされた。

これらを踏まえ、平成14年10月より半年間にわたり、社会保障審議会年金資金運用分科会において、その是非が検討され、平成15年3月に「株式を含む分散投資の是非に関する意見」が出された。

2 「株式を含む分散投資の是非に関する意見」の内容

意見書においては、

- ・ 年金積立金の運用の中心となる資産である債券と株式は、それぞれ異なるリスク・リターン特性を持っており、両者を組み合わせることにより、リスク分散効果が期待できること、
 - ・ 年金積立金の運用は数十年にわたる長期の運用であり、その間様々な経済変動が予想されるが、そうした中で、長期的にみて最も安定した収益を上げることを目指すべきであり、短期的な市況予測に基づき、株式や債券などの資産構成割合を頻繁に変更するよりも、基本となる比率を定め、これを一定期間維持する方が、長期的に安定的に収益を確保するという目標を効果的に達成できると考えられること、
 - ・ 全額国債運用を行った場合、今後の金利の動向によって損失が生じる可能性があり、債券の保有割合を高めることが必ずしも安全性を高めることにはならないと考えられること、
 - ・ 年金積立金が我が国の株式市場に投入されることは、公的に集められた資金が市場を通じて民間の企業活動に還流し、我が国の経済活動に寄与するという意義が認められること、
- などから、今後とも、国内債券を中心としつつ、国内外の株式を一定程度組み入れるという考え方にに基づき、運用を行っていくことが適当とされた。

Ⅲ 図表データ等

(参考1) 平成15年度の年金資金運用基金の資金運用結果

○ 平成15年度の損益合計額について（単年度）

1 損益合計（①～④）	4兆 4,306 億円		
①市場運用分の総合収益額	4兆 7,225 億円	}	4兆 8,724 億円
・修正総合収益率	12.48%		
②運用手数料等	△ 193 億円		
③引受財投債の収益額	1,691 億円		
④承継資金運用勘定借入利息	△ 4,417 億円		

2 各勘定の損益

厚生年金勘定	3兆 3,351 億円	}	3兆 5,737 億円	}	4兆 8,724 億円
国民年金勘定	2,386 億円				
承継資金運用勘定	1兆 2,986 億円	}	8,569 億円		
承継資金運用勘定借入利息	△ 4,417 億円				

○ 年金資金運用基金の運用資産に係る損益合計額について（累積）

累積損失合計額 △ 1兆 6,411 億円

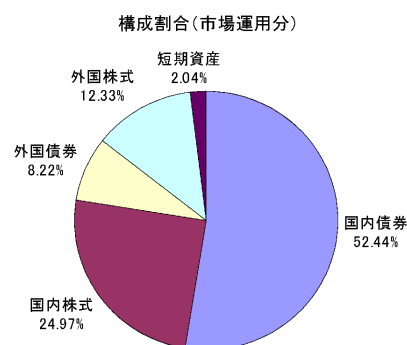
（平成15年度単年度損益合計額 4兆 4,306 億円 + 平成14年度末累積利差損△ 6兆 717 億円）

（注）上記の数値は四捨五入のため、合算した数値は一致しない場合がある。

(参考2) 年金資金運用基金の運用資産の構成状況（平成15年度末）

	時価総額(億円)	構成比
国内債券	252,012	52.44%
国内株式	120,019	24.97%
外国債券	39,520	8.22%
外国株式	59,255	12.33%
短期資産	9,804	2.04%
合計	480,610	100.00%

財投債（簿価）	222,801
---------	---------



（注）上記の数値は四捨五入のため、合算した数値は一致しない場合がある。

(参考3) 各資産ごとの運用状況 (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)	-1.76%		-0.01%
(パッシブ)	-1.84%		-0.10%
国内株式	50.30%	51.13%	-0.83%
(アクティブ)	48.22%		-2.91%
(パッシブ)	51.15%		0.02%
外国債券	0.20%	0.15%	0.05%
(アクティブ)	0.39%		0.24%
(パッシブ)	0.14%		-0.02%
外国株式	23.76%	24.70%	-0.94%
(アクティブ)	21.83%		-2.87%
(パッシブ)	24.27%		-0.42%
短期資産	0.01%	0.00%	0.01%
合計	13.01%	12.59%	0.42%

(注) 合計欄のベンチマーク収益率は、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(複合ベンチマーク収益率)。

(参考4) 年金積立金の額の推移 (年度末時点)

(単位: 億円)

年度	厚生年金	国民年金	合計
平成元年度	702,175	32,216	734,391
2年度	768,605	36,317	804,922
3年度	839,970	43,572	883,542
4年度	911,340	51,275	962,615
5年度	978,705	58,468	1,037,174
6年度	1,045,318	63,712	1,109,030
7年度	1,118,111	69,516	1,187,628
8年度	1,184,579	78,493	1,263,072
9年度	1,257,560	84,683	1,342,243
10年度	1,308,446	89,619	1,398,065
11年度	1,347,988	94,617	1,442,605
12年度	1,368,804	98,208	1,467,012
13年度	1,373,934	99,490	1,473,424
14年度	1,377,023	99,108	1,476,132
15年度	1,374,110	98,612	1,472,722

- (注) 1. 国民年金の積立金の残高は、基礎年金勘定分を除いた額である。
 2. 厚生年金の積立金は特別会計の積立金であり、厚生年金基金の代行部分は含まれていない。
 3. 平成13年度以降の積立金には年金資金運用基金への寄託分を含む。
 4. 上記の数値は四捨五入のため、合算した数値は一致しない場合がある。

(参考5) 預託金利息収入見込み額

(単位：億円)

年 度	厚生年金	国民年金	合 計
平成15年度	22,884	1,523	24,407
16年度	16,913	1,162	18,075
17年度	12,016	779	12,795
18年度	7,992	570	8,562
19年度	4,543	256	4,799
20年度	1,403	26	1,429
合 計	65,751	4,316	70,067

(注) 平成15年度は実績、平成16年度は予算額、平成17年度以降は推計。

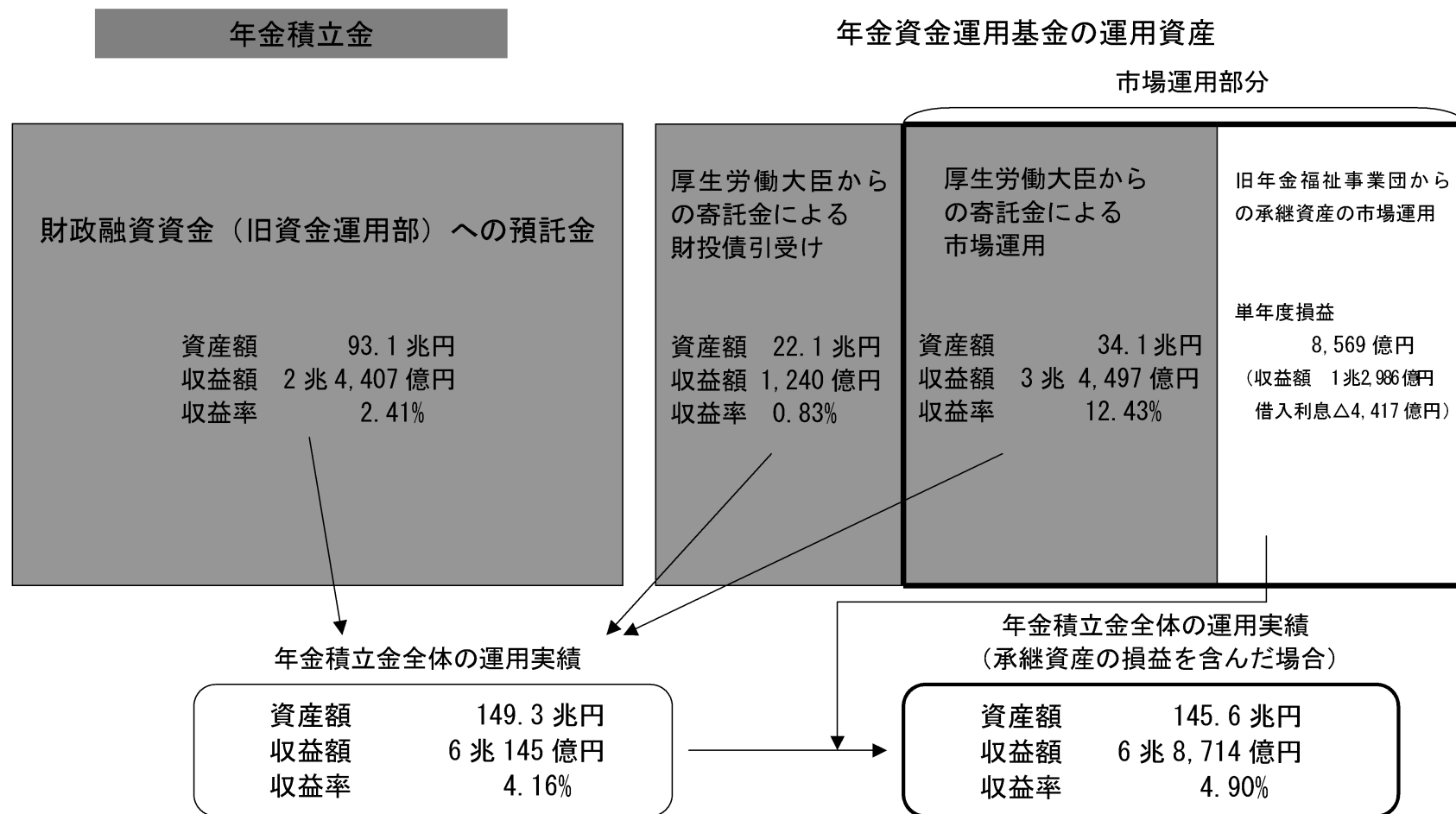
(参考6) 満期別預託償還額

(単位：億円)

満期年度	厚生年金勘定	国民年金勘定	合計
平成15年度	199,628	13,206	212,834
16年度	158,895	12,248	171,143
17年度	171,219	8,274	179,493
18年度	163,669	10,683	174,352
19年度	166,528	20,347	186,875
20年度	140,388	2,548	142,936
合計	1,000,327	67,306	1,067,633
16～20	800,700	54,100	854,799
17～20	641,804	41,852	683,656
18～20	470,585	33,578	504,163
19～20	306,916	22,895	329,811

(参考 7)

平成 15 年度 年金積立金の運用実績



(注 1) 資産額は平成 15 年度末の値。

(注 2) 平成 15 年度末における市場運用部分の累積利差損は△1兆6,411億円。

(注 3) 旧年金福祉事業団から承継した資産に係る借入利息相当額は、財政融資資金への預託金に係る利子収入額として還元されている。