

平成 14 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 15 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	年金積立金の運用の目的	1
2	年金積立金の運用の仕組み	2
3	年金積立金の運用方法	4
	(参考) 株式を含む分散投資の是非について	6
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	
	年金積立金の運用実績	7
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)	7
2	年金積立金の運用実績(承継資産の損益を含む場合)	10
	年金積立金の運用実績が年金財政に与える影響の評価	12
1	年金財政からみた運用実績の評価の考え方	12
2	運用実績の評価	14
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	
	年金資金運用基金の資産構成割合の状況について	17
	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	19
1	市場運用資産の管理運用	19
2	引受財投債の管理運用	23
	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	24
1	リスク管理	24
2	運用手法	24
3	運用受託機関の選定・評価	25
4	市場への資金の投入及び回収の分散化	26
5	株主議決権の行使	27
6	同一企業発行銘柄への投資の制限	27
	その他	28
1	責任体制の明確化	28
2	情報公開の徹底	28
3	管理運用能力の向上	28
4	調査研究の充実	29
参考資料		
	資金運用に関する用語の解説	30
	図表データ	32

# 第1章 年金積立金の運用の目的と仕組み

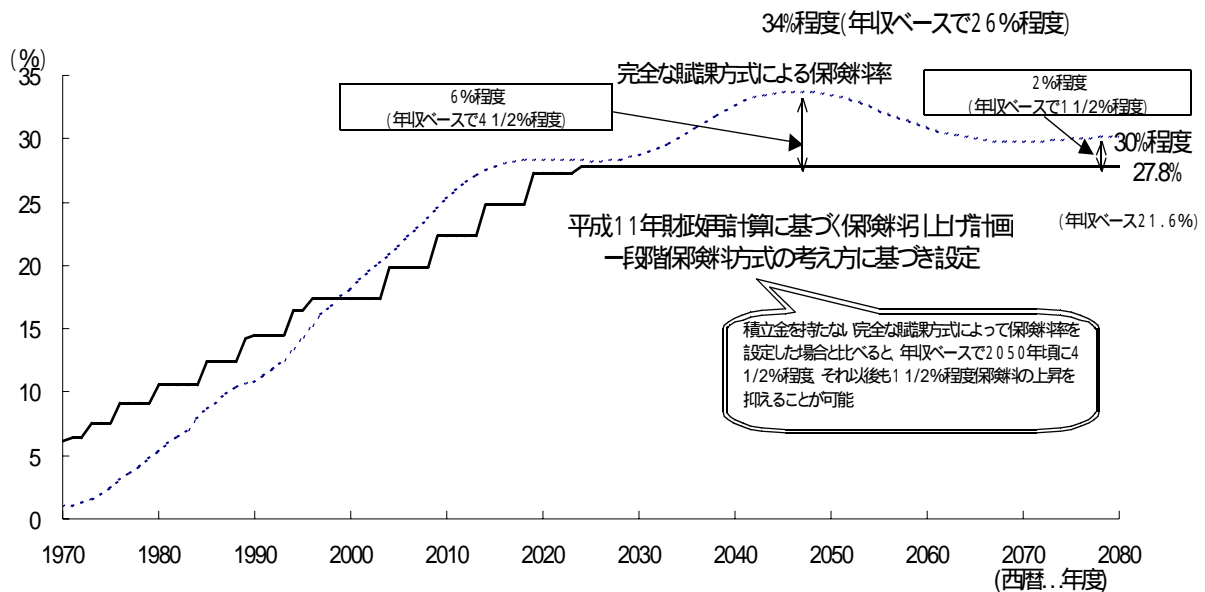
## 1 年金積立金の運用の目的

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、後世代の保険料負担の急増は避けられない。そこで、将来世代の保険料負担が急激に上昇し、過度のものとならないよう、一定の積立金を保有し、その運用収入を活用することにより、将来世代の負担を軽減することとしている。

図1は、現行の財政方式（一定の積立金を保有し、運用収入を得ながら、段階的に保険料を引き上げていく財政方式）による保険料率（実線）と、積立金を保有せず現役世代から集めた保険料をそのまま高齢者の年金給付に充てる財政方式による保険料率（点線）を比較した場合、現行の財政方式の方が、将来世代の保険料負担を軽減することができることを示している。

図1 平成11年財政再計算に基づく厚生年金の保険料引上げ計画  
（基礎年金国庫負担割合1/3）



## 2 年金積立金の運用の仕組み

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、同基金により市場運用される仕組みとなった。

ただし、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業務（資金確保事業及び年金財源基盤強化事業）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された。

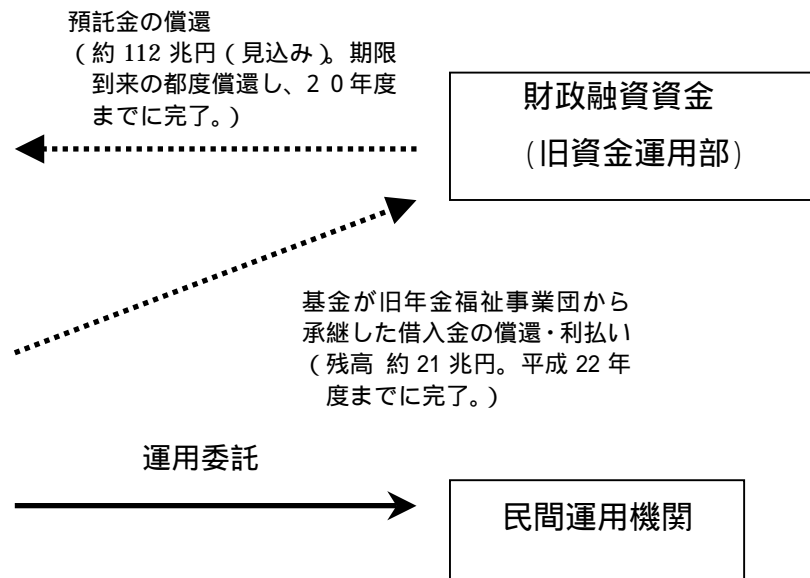
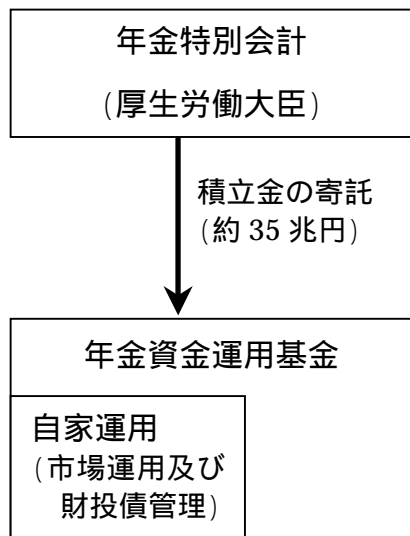
また、資金運用部への預託についても、預託の満期償還が完了するまでの間（平成20年度まで）経過的に継続されることとされた。

【新たな仕組み（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、年金資金運用基金(平成13年4月設置)に資金を寄託することにより運用。

図の数値は平成14年度末時点の残高。  
 旧年金福祉事業団における運用業務は基金が承継し、承継資金運用業務として平成22年度まで実施。

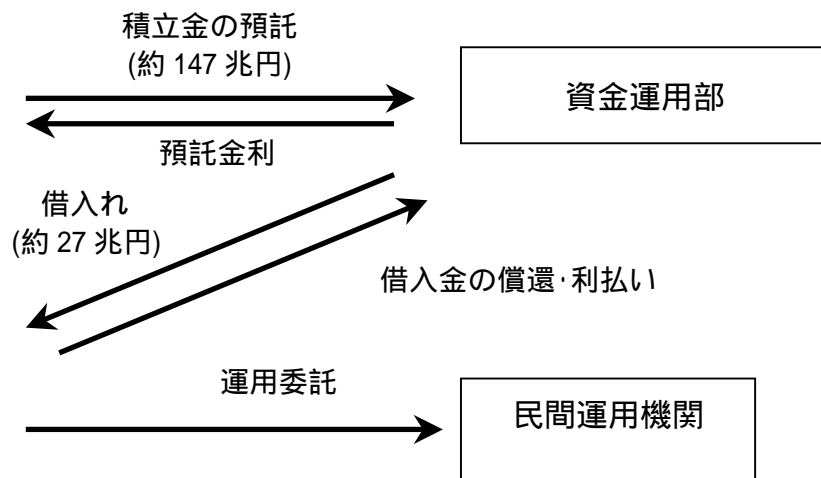
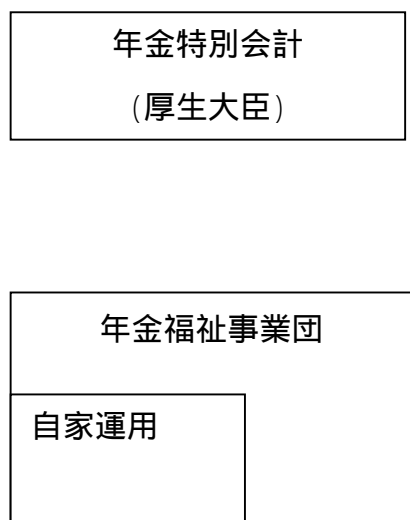


【従来の仕組み（平成12年度まで）】

(ポイント)

積立金全額を資金運用部(旧大蔵省)へ義務預託。  
 年金福祉事業団が、資金運用部から資金を借り入れて、別途に運用。

図の数値は平成12年度末



### 3 年金積立金の運用方法

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し、運用するという、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された。

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資金を借り入れて行っていた資金運用業務（資金確保事業及び年金財源基盤強化事業）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

##### 厚生労働大臣から寄託された年金積立金の市場運用

厚生労働大臣から寄託された厚生年金保険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、市場で運用されている。

実際の市場での運用は、民間の運用機関（信託銀行や投資顧問業者など）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なだらかに達成するよう、管理運用を行っている。

##### 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、当分の間、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より定められた。

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

#### 旧年金福祉事業団から承継した資金の運用

旧年金福祉事業団で行われていた資金運用事業（資金確保事業及び年金財源基盤強化事業）に係る承継資産は、 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されている。

#### （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、平均約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（その時点の新発１０年利付国債の表面利率などを考慮して設定）に基づき、利子が支払われる。

## (参考) 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

(1) で記したように、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、昨今の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反映して、株式投資について見直しを行うべきではないかという声もあがった。

これらを踏まえ、昨年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、本年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的な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、長期的に見て最も安定した収益をあ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。



## 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

### 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）

年金積立金は、前記のとおり、（１）年金資金運用基金の市場運用、（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いる。

平成14年度におけるそれぞれの運用実績は以下のとおりである。

なお、ここでは、運用実績に年金資金運用基金が旧年金福祉事業団から承継した資産の損益を含めていない。

##### （１）市場運用分の運用実績

市場運用分（運用手数料等控除前）の運用実績

平成14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 - 2兆5,877億円であった。

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 - 1兆3,497億円、国民年金の収益額は - 1,207億円、合計で - 1兆4,704億円となる。

また、収益率は、- 8.46%であった。

（表1-1）

（単位：億円、%）

	合計		
		厚生年金	国民年金
資産額（平成14年度始め）	49,359	43,901	5,458
資産額（平成14年度末）	150,174	141,613	8,561
収益額（注1）	-14,704	-13,497	-1,207
収益率（注2）	-8.46	-8.46	-8.46

（注1）収益額は、総合収益額。

（注2）収益率は、修正総合収益率。

市場運用分（運用手数料等控除後）の運用実績

の運用実績から、運用手数料等184億円を控除した収益額-2兆6,062億円を、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-1兆3,593億円、国民年金の収益額は-1,216億円、合計で-1兆4,809億円となる。

また、収益率は、-8.53%であった。

（表1-2）

（単位：億円、%）

	合計	
	厚生年金	国民年金
資産額（平成14年度始め）	49,276	5,446
資産額（平成14年度末）	149,987	8,540
収益額（注1）	-14,809	-1,216
収益率（注2）	-8.53	-8.53

（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14年度においては、6兆7,039億円を財投債の引受けに充てた。

財投債の収益額1,347億円を、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703億円、国民年金の収益額は63億円、合計で765億円となる。

また、収益率は、0.89%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14年度始め）	119,279	13,354
資産額（平成14年度末）	187,083	15,918
収益額（注1）	765	63
収益率（注2）	0.89	0.89

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14年度末においては、財政融資資金へは、約112兆円（厚生年金分約105兆円、国民年金分約7兆円）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収入は、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14年度においては、厚生年金の預託分に付された利子が3兆1,071億円、国民年金の預託分に付された利子が1,897億円となり、合計3兆2,968億円であった。

また、収益率は、厚生年金が2.77%、国民年金が2.50%、厚生年金と国民年金の合計でみると2.75%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14年度始め）	1,303,200	1,222,758	80,442
資産額（平成14年度末）	1,123,350	1,050,101	73,249
収益額	32,968	31,071	1,897
収益率	2.75	2.77	2.50

( 4 ) 年金積立金合計（( 1 ) + ( 2 ) + ( 3 )）の運用実績（承継資産の損益を含まない）

年金積立金合計の運用実績は、厚生年金の収益額が1兆8,180億円、国民年金の収益額が744億円となり、合計すると、1兆8,924億円の収益額となる。

また、収益率は、厚生年金が1.34%、国民年金が0.76%、厚生年金と国民年金の合計でみると1.30%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14年度始め）	1,471,755	1,372,513	99,242
資産額（平成14年度末）	1,460,419	1,362,711	97,708
収益額	18,924	18,180	744
収益率	1.30	1.34	0.76

## 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2.6兆円の資産と、旧資金運用部からの借入金の返済という負債を承継した。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、承継資産を含む市場運用部分の平成14年度運用実績は、修正総合収益率で-8.46%となった。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14年度単年度で、-1兆6,565億円となり、累積利差損は、平成13年度末の累積利差損（-2兆8,440億円）にこの単年度の損益を合わせた-4兆5,004億円となった。

（注）この承継資産に係る累積利差損（-4兆5,004億円）に、厚生年金・国民年金の寄託額に係る平成13年度及び平成14年度の損益を加えた年金資金運用基金全体の累積利差損は-6兆717億円。

承継資産は年金積立金そのものではないが、この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、上記の損益をすべて1（4）でみた運用実績に含めて見てみると、運用実績は以下のとおりとなる。

なお、承継資産は、資産であると同時に借入金という負債でもあるため、ここでは、資産額の中に計上していない。

承継資産に係るすべての損益を含んだ年金積立金合計の運用実績は、厚生年金の収益額が2,731億円のプラス、国民年金の収益額が371億円のマイナスとなっており、合計では、2,360億円のプラスであった。

また、収益率は、合計で0.17%のプラスであった。

（表5）

（単位：億円、%）

	合計		
		厚生年金	国民年金
資産額（平成14年度始め）	1,443,315	1,345,967	97,348
資産額（平成14年度末）	1,415,415	1,320,717	94,698
収益額	2,360	2,731	-371
収益率	0.17	0.21	-0.39

（注）承継資産に係る損益の厚生年金・国民年金への按分は、厚生年金・国民年金の積立金の元本平均残高比率により行っている。

年金積立金資産額合計（平成14年度末）〔141.5兆円〕  
 = 年金積立金資産額合計（平成14年度始め）〔144.3兆円〕  
 + 収益額〔0.2兆円〕  
 + 歳入（預託利子収入除く）等〔33.4兆円〕 - 給付費等〔36.5兆円〕

なお、市場運用分（運用手数料等控除後） 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	0.17
	市場運用分（運用手数料等控除後）	-1.04 (-8.53)
	財投債引受け分	0.05 (0.89)
	財政融資資金預託分	2.31 (2.75)
	承継資産分	-1.16
厚生年金	収益率	0.21
	市場運用分（運用手数料等控除後）	-1.02 (-8.53)
	財投債引受け分	0.05 (0.89)
	財政融資資金預託分	2.33 (2.77)
	承継資産分	-1.16
国民年金	収益率	-0.39
	市場運用分（運用手数料等控除後）	-1.26 (-8.53)
	財投債引受け分	0.07 (0.89)
	財政融資資金預託分	1.97 (2.50)
	承継資産分	-1.16

（注）かっこ内は各資産ごとの収益率であり、かっこ外は年金積立金全体に対する収益率である。

## 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、年金財政計画の下、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計画との比較による評価

公的年金では社会経済状況の変化を踏まえ、少なくとも5年に1度、財政計画の見直しである財政再計算が行われている。財政再計算では、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将来の収支状況を推計し、あわせて必要な制度改正を行い、財政の均衡が保たれるように財政計画を定めている。

実績がすべて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再計算の予測どおりに推移し、年金財政の均衡は保たれることとなる。

したがって、積立金の運用実績を評価するに当たっては、実現された運用収益率と、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

長期的にみると、年金の給付額の改定は名目賃金上昇率に連動して行われるため、年金給付費は名目賃金上昇率に連動して増加する。また、保険料及び年金給付費によって定まる国庫負担も名目賃金上昇率によって増加する。積立金による運用収入がある場合は、積立金についても相対的規模を維持するために賃金上昇率相当分を積み増すことが必要であり、積立金による運用収入のうち、賃金上昇率分を上回る実質的な運用利回り分が保険料軽減に恒常的に使用できる分となる。

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と、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。

#### (4) 平成11年財政再計算における運用利回り等の前提

平成11年の財政再計算では、直近の預託金や名目賃金上昇率の動向を踏まえ、長期的に名目運用利回り4.0%、名目賃金上昇率2.5%と見込んでおり、実質的な運用利回りは約1.5%とされている。（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11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10年度	4.26	4.01	4.57	4.32	-0.30
11	3.67	3.55	3.57	3.45	0.10
12	3.61	3.47	1.08	0.95	2.50
13	3.52	3.27	1.00	0.75	2.50
14	3.49	3.28	0.97	0.76	2.50
15	3.49	3.35	0.97	0.83	2.50
16	3.57	3.48	1.04	0.96	2.50
17	3.76	3.75	1.23	1.22	2.50
18年度以降	4.00	4.00	1.46	1.46	2.50

(注1) 名目運用利回りは、平成10年度は実績見込み値、平成11年度は年金特別会計の予算上の値、平成12～17年度までは旧資金運用部預託分として平成10年度までに旧資金運用部に預託された実績額から推計される値に自主運用分を加重平均したもの。

(注2) 名目賃金上昇率は、平成10年度は厚生年金の実績見込み値、平成11年度は厚生年金の年金特別会計の予算上の値、平成12年度以降は2.5%としている。

(注3) 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。

## 2 運用実績の評価

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14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14年度の収益率（名目運用利回り）は厚生年金が0.21%となり、国民年金が-0.39%となっている。名目賃金上昇率は-1.15%であるから、実質的な運用利回りは厚生年金が1.38%、国民年金が0.77%となる。

再計算上の前提では平成14年度の実質的な運用利回りは、厚生年金が0.97%、国民年金が0.76%であるから、厚生年金では0.41%、国民年金では0.01%、実績が再計算の前提を上回っている。

（注）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が再計算の前提を上回っているものの、名目賃金上昇率が物価上昇率を下回ったことや、出生率が低下していること等の運用以外の要素があり、年金財政は全体として厳しくなっている。

（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14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	0.21%	-0.39%	0.17%
	名目賃金上昇率	-1.15%	-1.15%	-1.15%
	実質的な 運用利回り	1.38%	0.77%	1.34%
財政再計算 上の前提	実質的な 運用利回り	0.97%	0.76%	0.96%
実質的な運用利回りの財政再 計算上の前		0.41%	0.01%	0.38%
提との差	差 額	0.54兆円	0.00兆円	0.54兆円

（注1）名目運用利回りは、修正総合収益率（運用手数料控除後）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、農林年金の統合、65～69歳への適用拡大及び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。

（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。



(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 (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10年度	% 3.78	% 3.28	% - 0.48	兆円 129.8	兆円 4.1	% 4.57	% 4.26	% - 0.30	% - 0.79	兆円 - 0.99
平成11年度	5.59	4.94	- 0.62	135.4	6.4	3.57	3.67	0.10	2.02	2.61
平成12年度	1.61	1.60	- 0.01	135.3	2.1	1.08	3.61	2.50	0.53	0.71
標準報酬等級改定の影響を含めた場合	0.85	1.60	0.74	135.3	2.1	1.08	3.61	2.50	- 0.23	- 0.31
平成13年度	2.27	1.99	- 0.27	134.6	2.7	1.00	3.52	2.50	1.27	1.70
平成14年度	1.38	0.21	- 1.15	132.1	0.3	0.97	3.49	2.50	0.41	0.54
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

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 (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10年度	% 3.57	% 3.07	% - 0.48	兆円 8.9	兆円 0.3	% 4.32	% 4.01	% - 0.30	% - 0.75	兆円 - 0.06
平成11年度	5.54	4.89	- 0.62	9.5	0.4	3.45	3.55	0.10	2.09	0.19
平成12年度	1.37	1.36	- 0.01	9.7	0.1	0.95	3.47	2.50	0.42	0.04
標準報酬等級改定の影響を含めた場合	0.62	1.36	0.74	9.7	0.1	0.95	3.47	2.50	- 0.33	- 0.03
平成13年度	1.56	1.29	- 0.27	9.7	0.1	0.75	3.27	2.50	0.81	0.08
平成14年度	0.77	- 0.39	- 1.15	9.5	- 0.0	0.76	3.28	2.50	0.01	0.00
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

( )年度末積立金は時価で表示しており、  
 年度末積立金 = 前年度末積立金 + 運用収益 + 歳入(運用収益除く)等 - 給付費等  
 [132.1兆円] [134.6兆円] [0.3兆円] [27.8兆円] [30.6兆円]  
 という関係になっている。(かっこ内は平成14年度厚生年金の数値)

- (注1)運用利回りは運用手数料控除後のものである。  
 (注2)年金福祉事業団から継承した資産分は損益を厚生年金と国民年金の寄託・預託元本平残の比で按分している。  
 (注3)名目賃金上昇率は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り、平成14年度は農林年金の統合及び65～69歳への適用拡大の影響も控除している。  
 (注4)実質的な運用利回りは(1+名目運用利回り÷100)÷(1+名目賃金上昇率÷100)×100-100により求められている。  
 (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 (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10年度	% 3.77	% 3.27	% - 0.48	兆円 138.6	兆円 4.4	% 4.55	% 4.24	% - 0.30	% - 0.78	兆円 - 1.05
平成11年度	5.58	4.93	- 0.62	144.9	6.8	3.56	3.66	0.10	2.02	2.79
平成12年度	1.59	1.58	- 0.01	145.0	2.3	1.07	3.60	2.50	0.52	0.75
標準報酬等級改定の 影響を含めた場合	0.83	1.58	0.74	145.0	2.3	1.07	3.60	2.50	- 0.24	- 0.35
平成13年度	2.22	1.94	- 0.27	144.3	2.8	0.98	3.50	2.50	1.24	1.78
平成14年度	1.34	0.17	- 1.15	141.5	0.2	0.96	3.48	2.50	0.38	0.54
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

( )年度末積立金は時価で表示しており、  
 $\text{年度末積立金} = \text{前年度末積立金} + \text{運用収益} + \text{歳入(運用収益除く)等} - \text{給付費等}$   
 [141.5兆円] [144.3兆円] [0.2兆円] [33.4兆円] [36.5兆円]  
 という関係になっている。(カッコ内は平成14年度の数値)

(注1)運用利回りは運用手数料控除後のものである。

(注2)年金福祉事業団から継承した資産分を含んでいる。

(注3)名目賃金上昇率は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り、平成14年度は農林年金の統合及び65～69歳への適用拡大の影響も控除している。

(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。

#### 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という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14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14年度における各資産の構成割合の推移と平成13年度末の資産構成割合の値から平成14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若干ブレがあ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でなだらかに移行されており、また、平成14年度末時点の年金資金運用基金の市場運用部分の資産構成割合は、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適切に管理されていると評価できる。

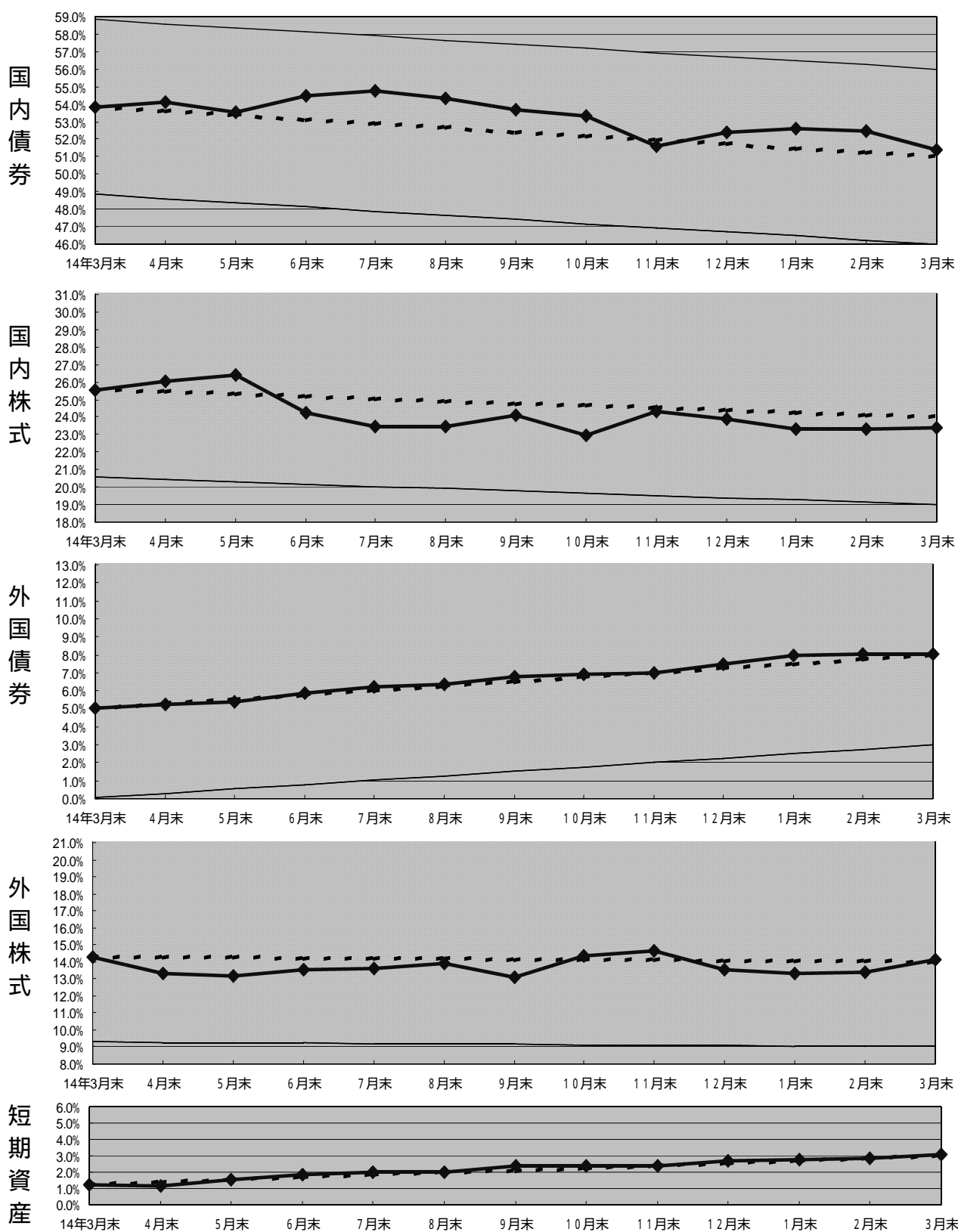
(運用資産全体の移行ポートフォリオ)

	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	87%	5%	2%	3%	3%
乖離許容幅	±1%	-1%	-1%	-1%	-
許容範囲	86%～88%	4%～	1%～	2%～	-
年度末の資産構成割合	87.38%	4.54%	1.57%	2.75%	3.77%

(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	51%	24%	8%	14%	3%
乖離許容幅	±5%	-5%	-5%	-5%	-
許容範囲	46%～56%	19%～	3%～	9%～	-
年度末の資産構成割合	51.35%	23.36%	8.06%	14.14%	3.09%

(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14年3月末時点の構成割合と、各資産の平成14年度移行ポートフォリオの構成割合を結んだ直線である。  
 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。

# 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

国内債券の運用結果は、時間加重収益率が 4 . 1 9 %、ベンチマーク収益率に対する超過収益率は - 0 . 0 7 % と、ベンチマーク収益率を若干下回ったところである。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をみると、アクティブ運用が - 0 . 1 0 %、パッシブ運用が - 0 . 0 4 % であり、主にアクティブ運用のマイナスが影響している。

国内債券のベンチマーク収益率との乖離を分析すると、残存期間別の保有状況では、平成 1 4 年度において最も収益率が高かった長期セクターについて、基金のファンドはベンチマークの長期セクターの時価構成割合よりも多い状況であったため、プラスへの寄与があった。しかしながら、長期セクター内で最も収益率が高かった超長期セクターの組入れが相対的に低かったことなどにより、長期セクターの収益率がベンチマークの長期セクターの収益率を下回ったことからマイナスの寄与となり、ファンド全体ではベンチマーク収益率を下回ったところである。

さらに債券種別でみると、特に事業債でファンドの収益率がベンチマーク収益率を大きく下回ったことがマイナスに寄与している。

平成 1 3 年度のベンチマーク収益率に対する超過収益率と比較すると、若干改善されてはいるものの、なおベンチマーク収益率を確保するには至っていない。その要因としては、アクティブ運用の結果がベンチマーク収益率を下回った要因として大きいことから、平成 1 5 年度に実施することとしているアクティブ運用機関の組み合わせ（マネジャー・ストラクチャー）の見直しを着実にを行うなどの取組みにより、ベンチマーク収益率を確保するよう努める必要がある。

また、自家運用の国内債券パッシブファンドにおいては、平成 1 3 年度に引き続きベンチマーク収益率を確保していることから評価できるものであり、引き続き適切な運用に努める必要がある。

なお、要因分析については適切に行われているが、アクティブ運用及びパッシブ運用それぞれの要因分析を行うなど、さらに詳細な分析を行う必要がある。

平成 1 4 年度

時間加重収益率	ベンチマーク収益率	超過収益率
4 . 1 9 %	4 . 2 6 %	- 0 . 0 7 %

( 参考 ) 平成 1 3 年度

時間加重収益率	ベンチマーク収益率	超過収益率
0 . 8 7 %	0 . 9 5 %	- 0 . 0 8 %

## (2) 国内株式

国内株式の運用結果は、時間加重収益率が - 25.41%、ベンチマーク収益率に対する超過収益率は - 0.58%と、全資産の中で最もベンチマーク収益率を下回る結果となっている。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をみると、アクティブ運用が - 0.87%、パッシブ運用が - 0.10%であり、主にアクティブ運用のマイナスが影響している。

国内株式のベンチマーク収益率との乖離を分析すると、業種選択要因では下落率の大きかった電気機器等のいわゆるハイテクセクターをベンチマークにおける比率より高い割合で保有していたことと、堅調であった電気・ガス業等の公益セクターを低い割合で保有していたことがマイナスに寄与している。銘柄選択要因では、主に銀行、小売業、化学のセクターにおいて、基金のファンドの収益率がベンチマーク収益率を下回ったことがマイナスに寄与し、ファンド全体ではベンチマーク収益率を下回ったところである。

また、アクティブ運用の内容を運用スタイルの観点から分析すると、基金のファンドは成長株運用（グロース株運用）の割合が割安株運用（バリュー株運用）の割合を上回っており、一方、平成13年度に引き続き割安株が成長株に対して優位な運用環境であったことなどにより、アクティブ運用についてはベンチマーク収益率を下回ったところである。

平成13年度のベンチマーク収益率に対する超過収益率と比較すると、改善はされているものの、依然ベンチマーク収益率を確保できていない。これは、アクティブ運用について、依然として運用スタイルの偏りがあったことが主なマイナスの要因となっている。年金資金運用基金においては、運用スタイルの偏りの是正も視野に入れて平成14年度からアクティブ運用機関の組み合わせ（マネジャー・ストラクチャー）の見直しに着手したところであるが、この見直しを早急に完了させるとともに、運用スタイルの適切な管理を行うなどの取組みにより、ベンチマーク収益率を確保するよう努める必要がある。

なお、要因分析については適切に行われているが、アクティブ運用及びパッシブ運用それぞれの要因分析を行うなど、さらに詳細な分析を行う必要がある。

### 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
- 25.41%	- 24.83%	- 0.58%

### (参考)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
- 17.05%	- 16.18%	- 0.86%

## (3) 外国債券

平成14年度の運用結果は、時間加重収益率が15.23%、ベンチマーク収益率に対する超過収益率は - 0.24%と、ベンチマーク収益率を下回っているところである。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をみると、アクティブ運用が - 0.19%、パッシブ運用が - 0.27%

となっている。

外国債券のベンチマーク収益率との乖離を分析すると、通貨(国)選択要因では、為替が円に対し米ドル安、ユーロ高になったため、円ベースであるベンチマーク総合収益率と各通貨圏別ベンチマーク収益率を比較すると、米ドル圏で - 13.7%、ユーロ圏で + 10.2%と大きな差異が発生し、基金のファンドがベンチマークの時価構成割合と比べ米ドル圏を少なめに保有していたことがプラスに寄与した。銘柄選択要因では、主にユーロ圏での銘柄選択がマイナスに寄与しており、ファンド全体ではベンチマーク収益率を下回ったところである。

平成13年度のベンチマーク収益率に対する超過収益率と比較すると、改善されており評価できるが、ベンチマーク収益率は確保できていないことから、ベンチマーク収益率を確保するよう努める必要がある。

なお、要因分析については適切に行われているが、アクティブ運用及びパッシブ運用それぞれの要因分析を行うなど、さらに詳細な分析を行う必要がある。

#### 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
15.23%	15.47%	-0.24%

(参考)平成13年度(10月~3月)

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%

(注)外国債券は、13年度後半の移行ポートフォリオから設定された資産である。

#### (4)外国株式

平成14年度の運用結果は、時間加重収益率が - 32.23%、ベンチマーク収益率に対する超過収益率は + 0.14%と、ベンチマーク収益率を上回っているところである。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をみると、アクティブ運用が - 0.50%、パッシブ運用が + 0.42%となっている。

外国株式のベンチマーク収益率との乖離を分析すると、国選択要因は若干マイナスとなったものの、銘柄選択要因がプラスに寄与しており、特に米国の銘柄選択において、年度を通して安定していたエネルギーセクターや薬品・日用品セクターを多めに保有していたこと、上半期において特に下落幅が大きかった、いわゆるハイテクセクターを少なめに保有していたことが、プラスの寄与の主因となっている。

平成13年度のベンチマーク収益率に対する超過収益率と比較すると、改善されたとともに、ベンチマーク収益率も確保していることから、評価できるところであり、年金資金運用基金においては、引き続きベンチマーク収益率を確保するよう適切な運用に努める必要がある。

なお、アクティブ運用については、ベンチマーク収益率を確保できていないことから、平成15年度に実施することとしているアクティブ運用機関の組み合わせ(マ

ネジャー・ストラクチャー)の見直しなどにより、ベンチマーク収益率の確保を図る必要がある。

なお、要因分析については適切に行われているが、アクティブ運用及びパッシブ運用それぞれの要因分析を行うなど、さらに詳細な分析を行う必要がある。

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
- 32.23%	- 32.37%	0.14%

(参考)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
3.67%	4.14%	- 0.47%

(5) 短期資産

短期資産については、時間加重収益率が0.02%、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(CD(譲渡性預金)3ヵ月物金利)を若干下回っているところである。

これは、平成14年4月からペイオフの一部が実施され、CDについて発行元金融機関の信用リスクにも配慮する必要が生じたことに伴い、安全性を重視し流動性を確保する観点から、より安全性が高く満期の短いFB(政府短期証券)による運用を開始したことが要因である。

平成15年度からは、運用の実態に合わせ、ベンチマークをTB(割引短期国債)現先1ヵ月物金利に変更することとしているが、引き続き、安全かつ効率的な運用を行う必要がある。

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%

(参考)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14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-8.63%、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-0.19%と、複合ベンチマーク収益率を下回っている。

平成13年度の複合ベンチマーク収益率に対する超過収益率と比較すると、改善はされているものの、依然、複合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、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14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
- 8.63%	- 8.44%	- 0.19%

（注）複合市場収益率は、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の資産構成割合で加重平均して算出した収益率であり、ここでは、移行ポートフォリオを基に算出している。

## （参考）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も行い公表している。

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なされていると評価できる。

### [ 平成14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	3兆1,251億円	3兆1,258億円
5年債	7兆 139億円	7兆 855億円
10年債	7兆8,095億円	8兆2,307億円
20年債	6,670億円	7,674億円
合 計	18兆6,155億円	19兆2,094億円

# 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14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、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、より精緻なリスク管理を行う必要がある。

なお、資産統合管理システムについては、リスク管理の高度化や運用状況の迅速な把握を行う必要性等を踏まえ、システムの基本的在り方の検討を行う必要がある。

（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を定めており、平成14年度には、パッシブ運用の比率を引き上げるため、資金をパッシブ運用機関に対して重点的に配分するとともに、運用機関の総合評価に基づきアクティブ運用機関の一部を解約し、その資産をパッシブ運用機関へ移管している。その結果、パッシブ運用の割合の目標（国内債券と外国債券は60%以上、国内株式と外国株式は70%以上）を14年度末までに達成している。

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が着実に進められていると評価できるが、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12年度末	平成13年度末	平成14年度末
資産全体	28.7%	50.1%	65.5%
国内債券	31.6%	50.7%	61.4%
国内株式	24.3%	44.2%	70.8%
外国債券	29.7%	71.4%	76.9%
外国株式	31.9%	53.3%	79.0%

### 3 運用受託機関の選定・評価

[ 運用の基本方針の規定 ]( 第 3 の二の 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を確保するように努めている。

運用受託機関の選定の際には、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、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 に該当するアクティブ運用受託機関や、超過収益率及びトラッキングエラーが良好で定性評価の高いパッシブ運用受託機関に対して資金を配分することとしており、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。

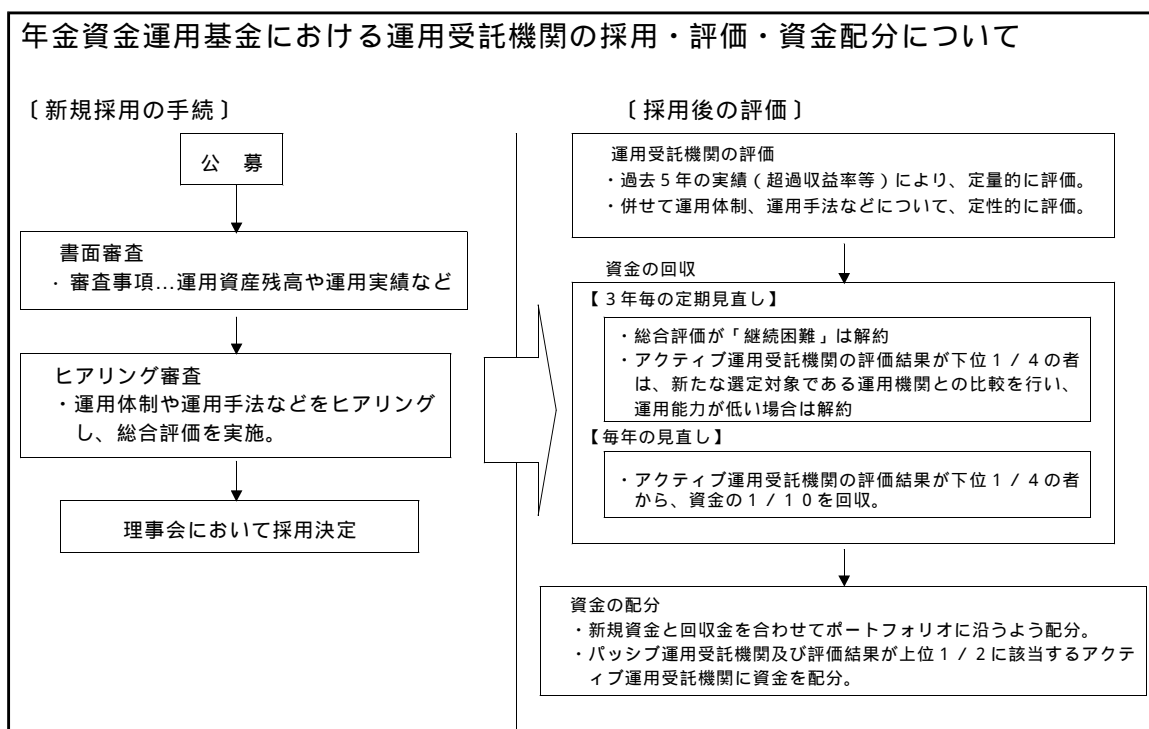
また、3 年ごとに行う定期的な見直しの際には、新たに運用機関を公募し、応募があった運用機関より運用能力が低いと判断した運用受託機関は解約することとしている。

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、資金の回収や解約などの措置を講じることとしている。

これらのルールに基づき、平成 14 年度においては、総合評価の低い下位 4 分の 1 に該当した国内債券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、各資産においてアクティブ運用受託機関の一部の解約を行った。

これらを踏まえると、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、選

定・評価基準等について検討し、さらに改善を図るとともに、運用受託機関等の評価に際しては、ルールに基づいた適切な総合評価を実施する必要がある。



#### 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14年度の毎月の投入及び回収状況については、平成14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に集中することなく、市場へ投入されている。

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で他の運用受託機関へ移管を行うなど、市場への影響や資産の売買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。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 21 社、外国株式については運用受託機関 15 社の全社が、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ているところであるが、基金では、各運用受託機関に対し、一層適切な株主議決権行使の取組みを行うよう求めている。

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っているか、その行使内容の確認、分析等を行うなど、一層の取組みを行う必要がある。

## 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。

国内株式については、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。

## 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、業務開始に際して、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、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、上記の方策が着実に実施されているか、随時、確認・周知するなどにより、引き続き、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、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、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を公表するとともに、運用結果については、四半期ごと、年度分の業務概況書の公表や新たに採用した運用受託機関のホームページへの掲載などを行っている。

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が、さらに、公表内容の充実とともに分かりやすい情報公開や広報活動の充実などにより、一層国民の理解と協力が得られるよう努める必要がある。

### 3 管理運用能力の向上

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取得を目指した通信教育の受講など、各種研修を実施している。また、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、平成14年度に民間の人材を職員として公募し、1名の中途採用を決定している。

今後においても、年金資金運用基金は、管理運用能力の向上を図るため、研修の充実等により基金職員の専門性の確保に努めるとともに、民間部門の専門性等を活用するため、民間部門からの人材採用について、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14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運用手法等の整理を行う観点から、調査研究を進めた。

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していることから、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

### 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粹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)

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

#### 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)

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

#### 修正総合収益率

運用成果を測定する尺度の1つ。

従来 of 簿価ベースでの運用元本に時価の概念を導入した収益率で、総合収益率よりさらに時価ベースにした収益率。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広く普及している。

(計算式)

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

#### 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り、そ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。年金資金運用基金では、時間加重収益率の市場平均対比での超過収益率を測定し、運用行動の自己評価と、運用受託機関の定量評価に使用。



## 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。

### ベンチマーク収益率

各市場（国内債券、国内株式、外国株式等の市場）におけるベンチマーク騰落率。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（東証株価指数等）があれば、基準指標に対してどの程度上回る収益率を達成できたか（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。

### 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、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。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、これらの差額を弁済期又は償還期までに每期、一定の方法で貸借対照表額に加減する方法。

## 図表データ

(参考1) 平成14年度の年金資金運用基金の資金運用結果

平成14年度の損益合計額について(単年度)

1 損益合計(～)	3兆608億円		
市場運用分の総合収益額	2兆5,877億円	}	2兆4,715億円
・修正総合収益率	8.46%		
運用手数料等	184億円		
引受財投債の収益額	1,347億円		
承継資金運用勘定借入利息	5,893億円		
2 各勘定の損益			
厚生年金勘定	1兆2,891億円	}	1兆4,044億円
国民年金勘定	1,153億円		
承継資金運用勘定	1兆671億円	}	2兆4,715億円
承継資金運用勘定借入利息	5,893億円		
			1兆6,565億円

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 6兆717億円

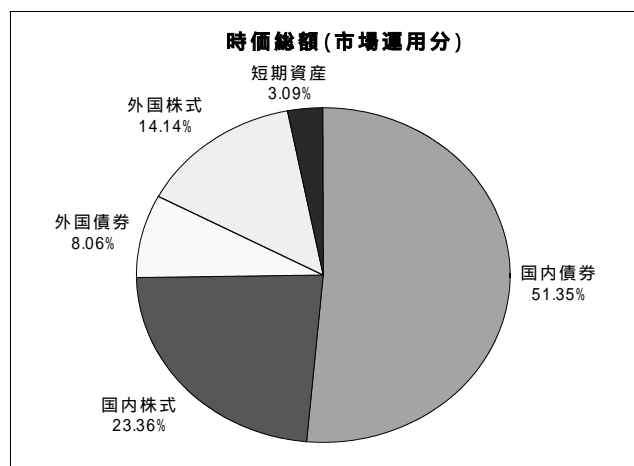
(平成14年度単年度損益合計額 3兆608億円 + 平成13年度末累積利差損 3兆109億円)

(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14年度末)

	時価総額(億円)	構成比
国内債券	162,269	51.35%
国内株式	73,818	23.36%
外国債券	25,458	8.06%
外国株式	44,676	14.14%
短期資産	9,766	3.09%
合計	315,988	100.00%

財投債(簿価)	186,155
---------	---------



(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14年度)

資産	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%
運用機関	4.17%	4.26%	-0.09%
自家運用	4.27%	4.26%	0.00%
国内株式	-25.41%	-24.83%	-0.58%
外国債券	15.23%	15.47%	-0.24%
外国株式	-32.23%	-32.37%	0.14%
短期資産	0.02%	0.08%	-0.07%

(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

- (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、平成14年度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) 預託金利子収入見込み額

(単位:億円)

年度	厚生年金	国民年金	合計
平成14年度	31,071	1,897	32,968
15年度	22,885	1,523	24,408
16年度	16,965	1,066	18,031
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	96,875	6,117	102,992

(注) 平成14年度は実績、平成15年度は実績見込み、平成16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14年度	173,848	7,335	181,183
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	1,174,175	74,641	1,248,816
15~20	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

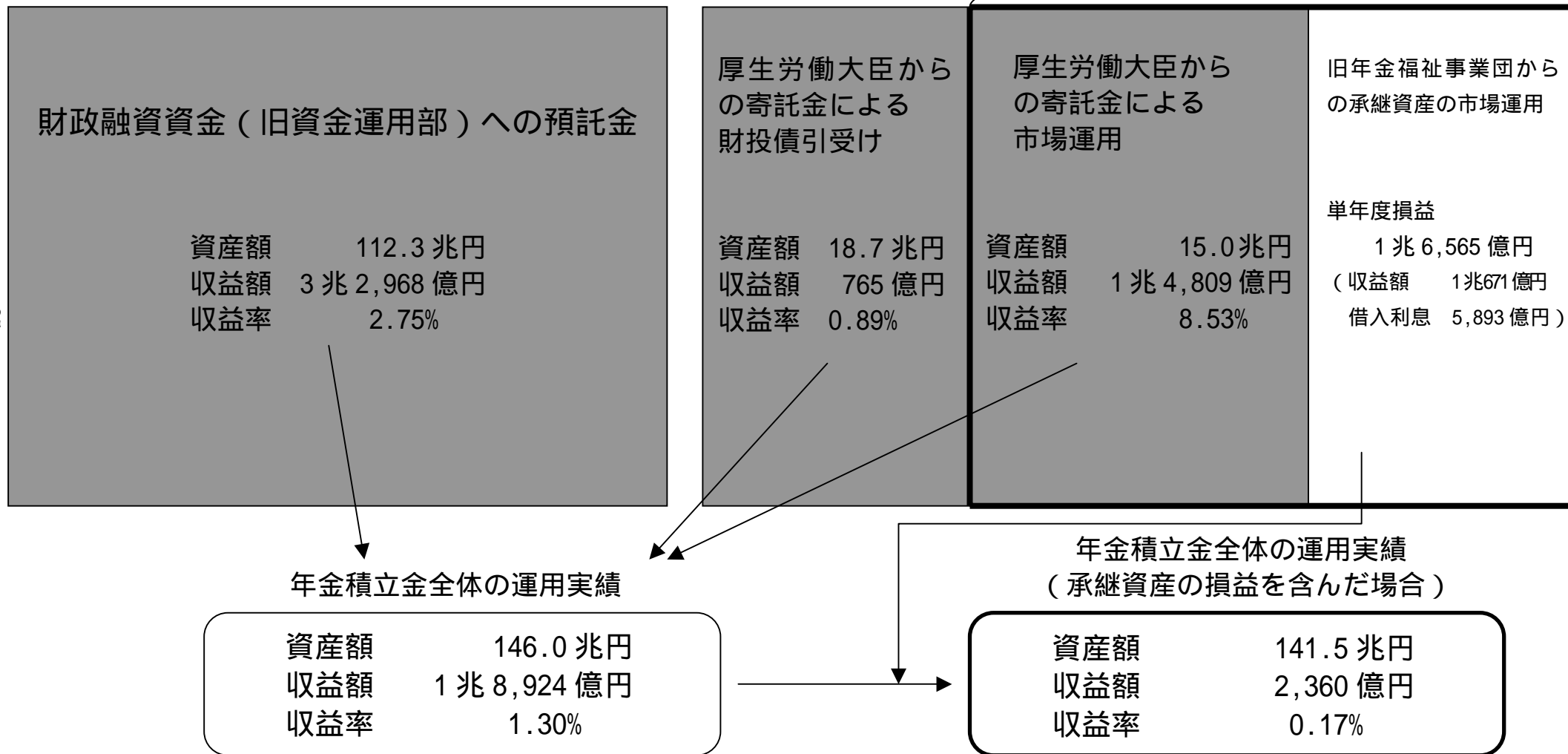
(参考7)

# 平成14年度 年金積立金の運用実績

## 年金積立金

## 年金資金運用基金の運用資産

### 市場運用部分



(注1) 資産額は平成14年度末の値。

(注2) 平成14年度末における市場運用部分の累積利差損は 6兆717億円。

(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。