

- ・ 大型株と小型株の観点からは、年度を通じて小型株優位の相場展開となり、小型株の市場平均収益率（RUSSELL/NOMURA日本株指数）が大型株に対し年間で11.0%上回った。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るため、マイナスの影響（-1.05%）を与えることとなった。
- ・ 業種配分の観点からは、原油価格の上昇を受けた石油関連業種及び鉄鋼等の業種をベンチマークの時価構成割合に比べ多めに保有していたことに加え、収益率がマイナスであった証券、情報・通信業をベンチマークの時価構成割合に比べ少なめに保有していた結果、プラス（0.51%）に寄与した。

全体としては、割安株・成長株による影響と大型株・小型株による影響とがほぼ相殺し、主に業種配分による影響がプラスに寄与する結果となった。

パッシブ運用については、平成15年度において生じた株式分割銘柄に係るベンチマークとの評価時価差によるマイナスが、4月末にほぼ解消されたことが主なプラス要因となり、ベンチマーク収益率を上回った。

② 評価等

平成16年度の超過収益率は0.22%となっており、ベンチマーク収益率を上回っている。平成13年度からの4年間の運用結果をみると、これまではアクティブ運用の低迷を主な要因として、3年連続でベンチマーク収益率を下回っていたが、平成16年度は、アクティブ運用がベンチマーク収益率を上回り、全体としてベンチマーク収益率を確保している。

引き続き、割安株・成長株運用などの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16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	1.64%	1.42%	0.22%
アクティブ運用	1.98%		0.55%
パッシブ運用	1.60%		0.17%

(参考)

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%

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16年度の運用結果は、時間加重収益率が11.42%、ベンチマーク収益率に対する超過収益率は0.10%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超過収益率は、アクティブ運用が0.41%、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、主に米国債券における銘柄選択効果がプラスに寄与した。具体的には、第1四半期に米国の金融引き締め等により、また、第3四半期には米国の経常赤字懸念の強まりからドルが売られたことから、いずれも長期金利が上昇した。年金資金運用基金においては、ベンチマークに比ベデュレーションを短めにしていた結果、プラスに寄与した。

パッシブ運用については、概ねベンチマーク並みの収益率となった。

② 評価等

平成16年度の超過収益率は0.10%となっており、ベンチマーク収益率を上回っている。また、平成13年度からの4年間の運用結果をみると、平成15年度から2年連続してベンチマーク収益率を上回っている。

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16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	11.42%	11.32%	0.10%
アクティブ運用	11.73%		0.41%
パッシブ運用	11.30%		-0.02%

(参考)

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%

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16年度の運用結果は、時間加重収益率が15.43%、ベンチマーク収益率に対する超過収益率は-0.27%と、ベンチマーク収益率を下回っている。このうち約0.2%は、ベンチマーク(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超過収益率は、アクティブ運用が-0.77%、パッシブ運用が-0.17%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、原油価格の上昇により収益率の高かったエネルギー業種について、既に割高な状況にあると判断し、ベンチマークの時価構成割合に比べ少なめに保有していたことに加え、収益率の低かった金融やメディア業種をベンチマークの時価構成割合に比べ多めに保有していたことがマイナスに影響した。

また、4月から5月の年度当初において、市場参加者の関心が景気回復から金利上昇へと移る中、前年度好調であった業種や銘柄が反落するなど、市場の急激な変化に対応できなかったこともマイナスに影響した。

パッシブ運用については、前記の配当課税要因によるマイナスを除くと、概ねベンチマーク並みの収益率となった。

② 評価等

平成16年度の超過収益率は-0.27%と、ベンチマーク収益率を下回っている。

また、平成13年度からの4年間の運用結果をみると、アクティブ運用については4年連続でベンチマーク収益率を下回っており、全体としてベンチマーク収益率

を下回った主な要因となっている。

年金資金運用基金においては、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16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	15.43%	15.70%	-0.27%
アクティブ運用	14.93%		-0.77%
パッシブ運用	15.53%		-0.17%

(参考)

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%

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、主に譲渡性預金（CD）により自家運用を行っている。

平成16年度の収益率は、ベンチマーク収益率を0.02%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16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%	0.00%	0.02%

(参考)

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%

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16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4.43%、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-0.13%と、複合市場収益率を下回っている。これは、移行ポートフォリオを基に計算された資産構成割合に対し、ベンチマーク収益率が低かった国内株式を多めに保有し、逆に高かった外国債券や外国株式を少なめに保有していたことが主な要因である。

引き続き、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、資産全体の収益の向上を図る必要がある。

平成16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
4.43%	4.56%	-0.13%

(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基に計算された資産構成割合で加重したもの。

(参考)

平成15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
13.01%	12.59%	0.42%

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いる。

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16年度末の財投債の残高

年限種別	簿価(償却原価法)	時価
2年債	1兆1,100億円	1兆1,107億円
5年債	13兆1,869億円	13兆2,808億円
10年債	13兆4,915億円	13兆7,697億円
20年債	8,574億円	8,756億円
合計	28兆6,458億円	29兆 368億円

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。

年金資金運用基金では、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。なお、平成16年度においては、外国債券アクティブ運用において、モーゲージ証券（MBS）及びBBB格の債券を投資対象に含めたが、これらについても、適切にリスク管理が行われている。

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。

また、平成16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。

引き続き、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、資産統合管理システム及びリスク分析ツールの充実や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は60%以上、国内株式と外国株式は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16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、国内株式と外国株式は80%に近い割合となっている。

今後、パッシブ運用中心という「運用の基本方針」の考え方を踏まえ、パッシブ運用割合の目標設定を含め、パッシブ運用とアクティブ運用の在り方を検討する必要がある。また、パッシブ運用については、市場における運用資産額が拡大する中で、運用方法を検討することも課題である。

(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	平成16年度末
資産全体	50.1%	65.5%	74.9%	77.8%
国内債券	50.7%	61.4%	75.5%	78.6%
国内株式	44.2%	70.8%	77.0%	76.9%
外国債券	71.4%	76.9%	73.3%	72.4%
外国株式	53.3%	79.0%	81.6%	79.9%

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により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、定性・定量の両面から慎重に評価を行い、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並びに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に比べ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。

上記のルールに基づき、平成16年度においては、

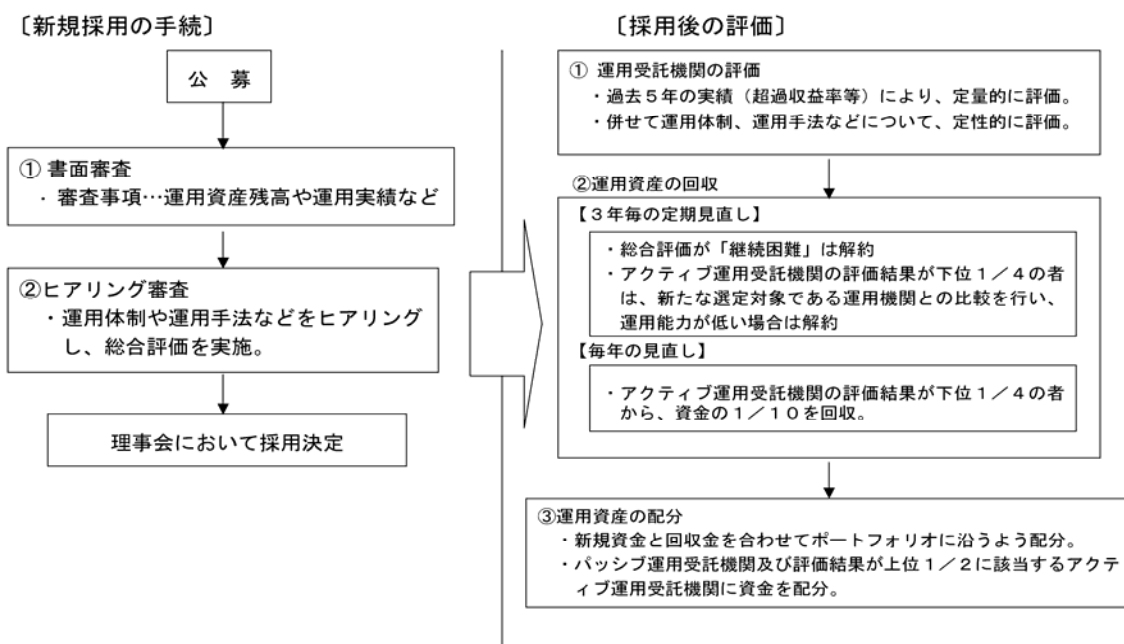
- ・ パッシブ運用受託機関に対し、1社を除き資金を配分
- ・ アクティブ運用受託機関に対しては、マネジャー・ストラクチャー（運用機関の組み合わせ）見直し後間もないため、十分な運用実績がなく、適切な評価ができないことから例外的な取扱いとし、新たに採用した運用受託機関及び運用資産が比較的少ない運用受託機関を中心に資金を配分
- ・ マネジャー・ストラクチャー（運用機関の組み合わせ）の見直しにより、国内債券アクティブ運用受託機関3ファンドを解約、国内債券アクティブ運用機関5ファンド及び外国株式アクティブ運用機関2ファンドを採用
- ・ 総合評価の結果を踏まえ、国内債券について3ファンドの解約を決定
- ・ ガイドライン違反等により、国内債券アクティブ運用受託機関1ファンド、国内株式アクティブ運用受託機関2ファンドを解約

などの措置を講じている。

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、運用受託機関に対する資金配分・回収等について、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、運用受託機関の運用スタイルの分析、運用スタイルの組合せ及び運用スタイルを考慮した運用受託機関の評価が基本になることから、これらへの取組みを適切に実施する必要がある。また、資金配分・回収のルールについては、これまでの取組みも踏まえつつ、運用の効率性の観点から、再検討することも課題である。

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16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16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。

また、運用受託機関とのミーティングを通じて行使内容の確認等を行っている。

平成16年度における各運用受託機関の議決権行使状況は、運用受託機関の全社（国内株式19社、外国株式20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。

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、分析を行い、定性評価に反映させることなどを通じて、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16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、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%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。