
平成13年度 資金運用業務概況書

平成14年7月
年金資金運用基金

平成13年度の資金運用業務概況書を公表するに当たって

年金資金運用基金としての、初めての資金運用業務概況書を取りまとめました。この業務概況書は、情報公開の徹底を図る観点から、年金資金運用基金法に基づき、年金資金運用基金が作成し、公表するものです。作成に当たっては、年金資金運用における取組みや運用の状況を具体的に記述するとともに、概要版においては、国民の皆様にも理解しやすいものとなるように工夫しました。

なお、年金資金運用基金における管理運用の評価は、厚生年金保険法及び国民年金法に基づき、厚生労働大臣が行うこととされています。

(目次)

第1章 資金運用の仕組みと役割

1. 積立金の意義	1
2. 年金資金運用基金の役割と仕組み	1
3. 資金運用の基本的考え方	
(1) 基本ポートフォリオに基づいた資金運用	3
(2) 移行ポートフォリオの策定	5
4. 財投債の引受け	12

第2章 平成13年度の取組み

1. 基金が行う運用の考え方	13
2. 管理運用方針に基づく管理運用	
(1) リスク管理	14
(2) 運用受託機関に対する資金の配分・回収	16
(3) 移行ポートフォリオの実現	16
(4) 運用受託機関などの選定・評価	17
3. 運用手法の見直し	
(1) パッシブ運用中心の運用への移行	21
(2) バランス型運用から特化型運用への移行等	24
(3) LPSから特定運用信託への移行	25
4. 情報公開の徹底	25
5. 株主議決権の行使等	
(1) 同一企業発行銘柄への投資の制限	26
(2) 株主議決権の行使	27

6. 組織体制の充実、運用能力の向上	
(1) 運用体制の充実	29
(2) 責任体制の明確化	30
(3) 運用能力の向上	30
(4) 調査研究の充実	31
(5) システムによる運用管理	31
7. 手数料の見直しによるコスト低減	33

第3章 平成13年度の運用環境

1. 運用環境	34
2. ベンチマーク収益率(累積)の推移	36
3. 各市場の動向	37

第4章 平成13年度の運用結果

1. 資産全体の運用状況	
(1) 平成13年度における運用原資の規模	47
(2) 平成13年度の運用実績	48
2. 運用資産の構成状況	50
3. 平成13年度の資金配分・回収状況	51
4. 各資産の運用状況	
(1) 基金の運用の目標	54
(2) 資産ごとの運用状況	55
(3) 自家運用の状況	71
(4) 複合市場収益率(複合ベンチマーク収益率)との比較	72

5. 財投債の状況	.....	73
6. 損益の各勘定への按分額 (時価ベース)	.....	74
第5章 今後の取組み		
1. 移行ポートフォリオの実現	.....	79
2. 運用内容の見直し	.....	79
3. 運用体制の強化	.....	80
4. 調査研究の充実	.....	81

第1章 資金運用の仕組みと役割

1.積立金の意義

公的年金(国民年金と厚生年金)は、社会全体で連帯し、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で運営されています。保険料拠出者が納めた保険料は年金給付のための資金として用いられ、残る部分が積立金となります。この積立金を運用し、その運用収益を将来の年金給付に充てることによって、子や孫の世代、すなわち、将来の現役世代の保険料負担を軽減するために活用することとされています。

2.年金資金運用基金の役割と仕組み

(1)年金資金運用基金の役割

年金資金運用基金(以下では「基金」といいます。)の役割は、厚生労働大臣から寄託された公的年金の積立金を厚生労働大臣の定めた「運用の基本方針」に基づいて安全かつ効率的に市場で運用し、その収益を国庫に納付することです。

(2)年金資金運用基金における運用の仕組み

基金は、厚生労働大臣が定めた「運用の基本方針」に沿って適切に寄託金を運用するため、法律に基づき「管理運用方針」を定め、民間運用機関へ運用委託(一部は基金自らが運用。)し、その運用収益を国庫へ納付する仕組みとなっています。

なお、基金は、旧年金福祉事業団から承継した資産と負債を、特別の勘定(承継資金運用勘定)で管理しています。承継した資産は、運用の効率化の観点から、寄託金(厚生年金勘定や国民年金勘定で管理します。)と合同で運用しますが、運用収益は各勘定間で按分されます。したがって、基金が旧年金福祉事業団から承継した資金運用事業に係る累積利差損は、承継資金運用勘定に按分された収益で、処理することとなります。

公的年金の積立金の運用については、財投制度の改革に伴い、以下のように、平成13年4月から仕組みが変わりました。

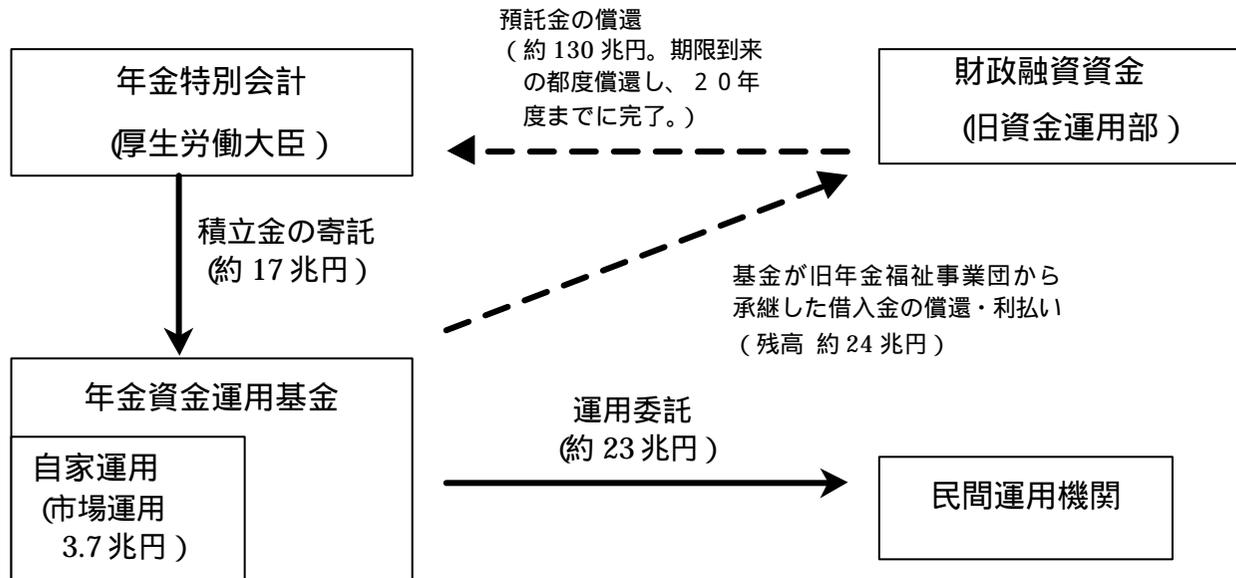
【新たな仕組み (平成13年度から)】

(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13年度末)

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。

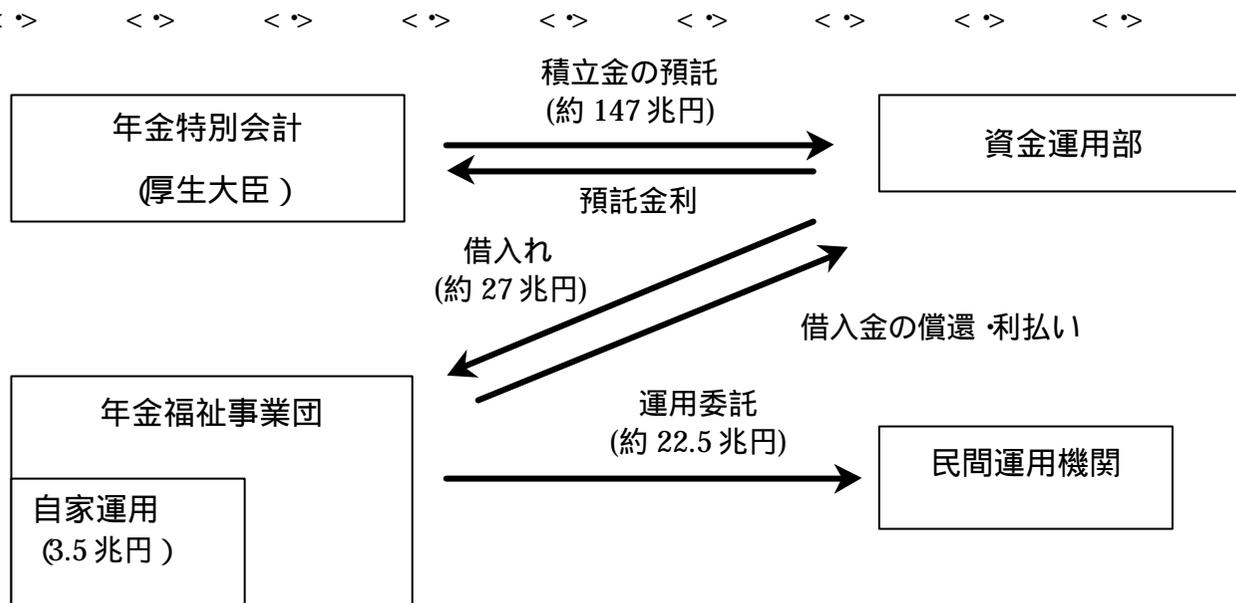


【従来の仕組み (平成12年度まで)】

(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. 資金運用の基本的考え方

(1) 基本ポートフォリオに基づいた資金運用

一般に、長期にわたり資産を安全・確実かつ効率的に運用するためには、リターン・リスク等の特性が異なる複数の資産クラス(国内債券、国内株式、外国債券、外国株式など)に分散して投資することが不可欠であり、この考え方は国際的な常識となっています。分散投資において重要なことは、各資産をどのような割合で運用するかを決定し、その構成割合を長期間維持することです。このような方法で運用することにより、長期的には、資産構成割合を短期的に変更するよりも効率的に収益をあげることができることが知られています。

公的年金の積立金の運用に当たっては、専ら公的年金の被保険者の利益のために、長期的な観点から、安全・確実かつ効率的に運用を行うため、法律に基づき、厚生労働大臣が、「運用の基本方針」の中で、長期的に維持すべき資産構成割合(基本ポートフォリオ)を定めています。基金においては、この基本ポートフォリオに基づいて運用を行うこととされています。

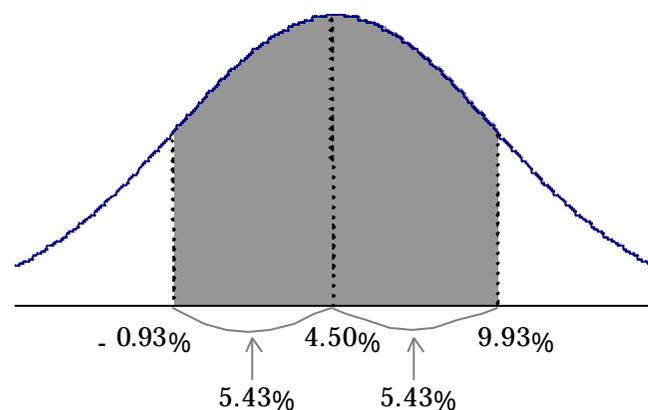
平成11年度の年金財政再計算は、物価上昇率1.5%、賃金上昇率2.5%という前提の下、名目の予定運用利回りを4.0%と設定しています。基本ポートフォリオは、このことを踏まえ、実質的な運用収益(予定運用利回りと賃金上昇率の差:1.5%)を確保するため、名目の期待収益率と賃金上昇率等との差が一定以上確保されるような資産構成割合とする必要があります。このような考え方から、基本ポートフォリオの選定に当たっては、100種類を超える資産構成割合の中から、年金給付のためのキャッシュフローが確保できること、外国資産の比率は国内資産の比率を上回らないこと、などの条件を満たす11種類を抽出した上で、この11種類の資産構成割合について、長期運用のシミュレーション結果も踏まえ、最も安定的に収益をあげることが期待できるものを見極めて決定されたものです。

この基本ポートフォリオは、年金積立金全額(平成13年3月末約147兆円)が財務省財政融資資金(旧大蔵省資金運用部)から償還され、その全額が自主運用されることとなって以降、長期にわたり維持すべき資産構成割合として定められたものです。

	国内債券	国内株式	外国債券	外国株式	短期資産
資産構成割合	68%	12%	7%	8%	5%
乖離許容幅	± 8%	± 6%	± 5%	± 5%	-

目標収益率	標準偏差	予定利率
4.50%	5.43%	4.00%

(参考)基本ポートフォリオの収益率の分布



目標収益率4.50%、標準偏差5.43%というのは、この基本ポートフォリオの収益率が、統計的には68.3%の確率で図の網掛け部分に収まることを意味しています。

また、基本ポートフォリオの各資産の構成割合については、一定の範囲内で乖離を認める乖離許容幅が設定されています。市場の変動により各資産の時価の構成割合は常に変化するため、厳密に構成割合を保とうとすると、頻繁に売買を行わなくてはなりません。取引コストを考慮すると、余りにも頻繁に調整のための売買を行うことは非効率です。このような非効率な運用を避け、長期的に効率的な運用を行うため、基本ポートフォリオのリスク・リターン特性を歪めるおそれのない一定の範囲内であれば、一時的・短期的には、基本ポートフォリオからの乖離を認めることとされています。

(2) 移行ポートフォリオの策定

平成13年4月から、財投改革を機に、年金積立金は、保険者たる厚生労働大臣が年金積立金にとって最もふさわしい方法で市場運用する仕組みとなりました。

しかし、平成12年度までは、年金積立金は全額を旧資金運用部へ預託することが義務づけられていたため、平成13年3月末時点で、約147兆円の年金積立金が旧資金運用部（現 財政融資資金）へ預託されていました。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ることとなっています。

また、旧年金福祉事業団においては、旧資金運用部から財投資金を借り入れ、資金運用事業を行っていましたが（平成13年3月末時点で約27兆円）、この資金については、旧年金福祉事業団から資産・債務を承継した基金が、平成22年度までの10年の間に段階的に返済することとされています（そのうち最初の8年間でほとんどを返済する予定。）。

このように、年金に係る運用資産は、平成13年度当初の時点で、旧資金運用部への預託金と旧年金福祉事業団の運用資金とからなり、両者合計の資産額は約173兆円となります。今後、財政融資資金から預託金が償還される一方で、旧年金福祉事業団の借入金の返済を行うことを踏まえると、平成20年度までの各年度における資金の管理運用を適切に行い、同年度に予定している基本ポートフォリオの達成を図ることが当面のポートフォリオ管理上の重要な課題となります。

このようなことから、平成13～19年度までの、基本ポートフォリオへの移行期間においては、毎年度達成すべき資産構成割合(移行ポートフォリオ)を厚生労働大臣が社会保障審議会に諮問した上で策定、公表することとなっています。移行ポートフォリオについては、特定の年度や特定の資産に偏することのないよう、毎年度、各資産とも均等に資産構成割合を変化させるという考え方に基づき策定されます。

基金は、平成20年度までの移行期間においては、この移行ポートフォリオに沿って管理運用業務を行うこととされており、各年度内においても、各資産の資産構成割合を均等な割合で増加又は減少させるように運用しなければならないことが平成14年4月1日改正後の「運用の基本方針」で定められています。

移行期間において、厚生労働大臣は、年金積立金(財政融資資金預託金を含む)及び旧年金福祉事業団資金運用部分を合わせた、運用資産全体の移行ポートフォリオと、基金において管理運用が行われる市場運用分についての移行ポートフォリオの、2種類の移行ポートフォリオを定めています。

平成13年度においては、基金の市場運用部分について、前半と後半で異なるポートフォリオが定められています。

これは、厚生労働大臣が策定した「運用の基本方針」に、各資産ともパッシブ運用を中心とすること、各資産ごとに運用評価を行うことなど、旧年金福祉事業団の運用方針と大きく異なる運用方針が示されていたため、基金においては、これに対応する上で必要なパッシブ比率引上げの進め方、従来のファンドの大幅な見直しや整備を行う等の必要があり、それには相当の時間を要することが見込まれたことによります。

このような事情から、社会保障審議会に諮った上で、年度前半は旧年金福祉事業団のポートフォリオを適用し、平成13年度の移行ポートフォリオは年度後半から適用することとしたものです。

<平成13年度移行ポートフォリオ>

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
資産構成割合	89%	4%	1%	2%	4%
乖離許容幅	± 1%	下限 3%	下限 0.1%	下限 1%	-

基金が市場で運用する資産に係る移行ポートフォリオ

前半(4~9月)

	債券	国内株式	転換社債	外国株式	短期資産
資産構成割合	58%	22%	4%	11%	5%
乖離許容幅	± 5%	下限 17%	下限 0%	下限 6%	-

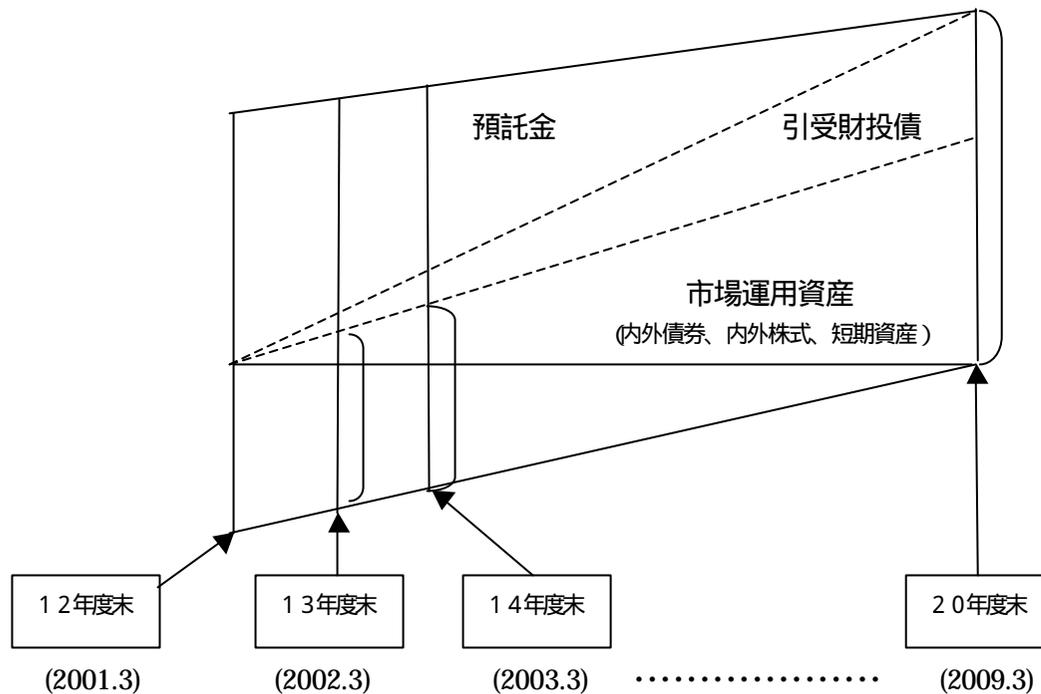
後半(10~3月)

	国内債券	国内株式	外国債券	外国株式	短期資産
資産構成割合	52%	26%	6%	14%	2%
乖離許容幅	± 5%	下限 21%	下限 1%	下限 9%	-

移行期 (平成 20年度末に基本ポートフォリオに到達するまでの期間)における毎年度の資産構成割合の管理

全額が自主運用される平成 20年度末までの間は、毎年度、移行ポートフォリオを策定。

移行ポートフォリオは、平成 20 年度末に基本ポートフォリオに到達するように、毎年度均等に資産構成割合を変化させるように策定。



基本ポートフォリオ

平成 13年度 年金資金運用基金の移行ポートフォリオ (市場運用部分のポートフォリオ)

平成 14年度 年金資金運用基金の移行ポートフォリオ (市場運用部分のポートフォリオ)

(参考)分散投資の考え方

債券や株式など資産ごとの収益率の動きはそれぞれに異なり、大きなリターン(収益率)が期待できる資産のリスクは大きく、リスクの小さい資産は小さなリターンしか期待できないため、1種類の資産だけで運用した場合は、一定の収益を確保しながらリスクを抑えた安定的な運用を行うことは困難です。しかし、動きの異なる複数の資産に分散して運用すること(分散投資)により、お互いの収益率の動きを打ち消し合い、長期的には収益率の変動の幅を小さくする、すなわちリスクを抑えることができます。

また、国内資産と外国資産とでは、収益率の動きが同方向となりやすい傾向があるため、国内資産に加えて外国資産へ投資することにより、分散投資の効果は一層高くなります(国際分散投資)。

さらに、株式は短期的には大きく価格が変動する資産ですが、長期的には債券を上回る収益が見込めるものです(株式と債券の収益率の比較については、次ページのグラフを参照)。したがって、数十年間という超長期の運用を行う年金資金の運用の場合は、国内債券中心の資産構成とした上で、一定のルールの下に、限定的に株式を組み込み、安全かつ効率的に運用していくことが適切であり、厚生労働大臣の定めた「運用の基本方針」も、このような基本的考え方に立って策定されています。

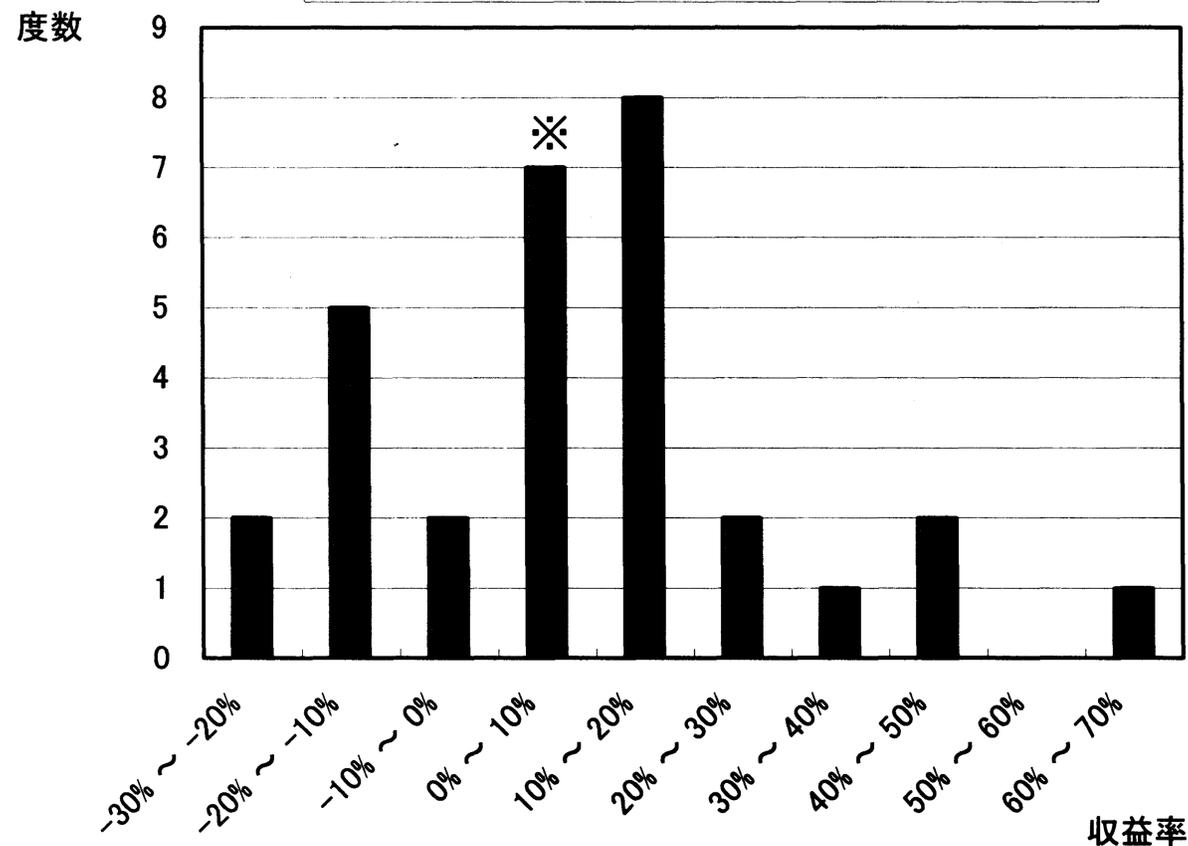
(長期的な国内株式及び国内債券の収益率データについては次ページ、「分散投資」に関する説明については11ページを参照。)

長期的には株式は債券より高収益

過去30年間の国内株式の単年度の収益率は、10%~20%を中心に、-30%~70%の範囲にまたがって分布しています。一方、国内債券の単年度の収益率は0~10%を中心に-10%~20%に集中しています。これらのことから、長期的にみれば平均収益率は国内株式が国内債券を上回りますが、一方で収益のばらつき度合いをみると国内株式の方が国内債券より広く安定度が低くなっています。このような収益率のばらつきの大きさを抑えつつ、一定の収益をあげるには、複数の資産を組み合わせることが必要です。

一方、長期的な収益率をみると、過去30年間の国内株式の平均収益率は8.56%であり、国内債券の平均収益率の6.98%より高いものとなっています。

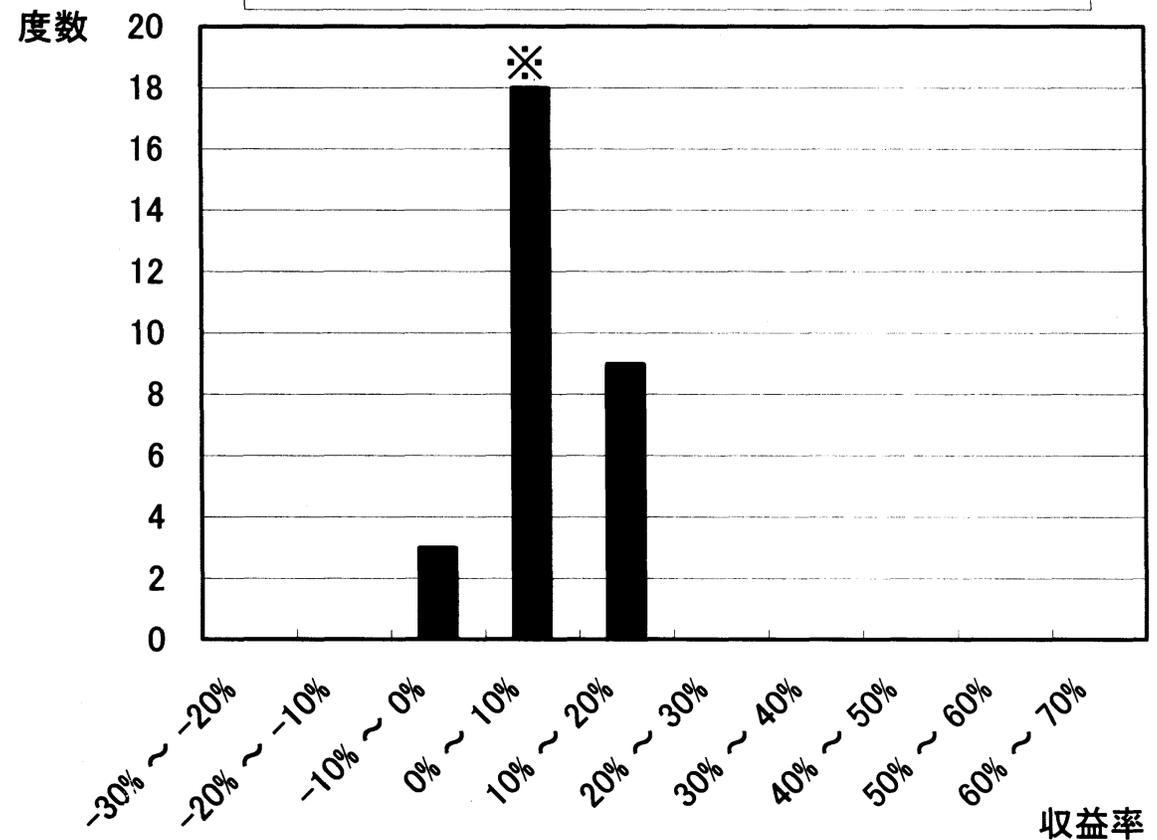
国内株式(TOPIX配当込み)の単年度収益率
(昭和47年度~平成13年度)の分布



平均収益率 8.56% 標準偏差 21.84%

※は平均収益率が属する区分

国内債券(NOMURA-BPI総合)の単年度収益率
(昭和47年度~平成13年度)の分布



平均収益率 6.98% 標準偏差 5.25%

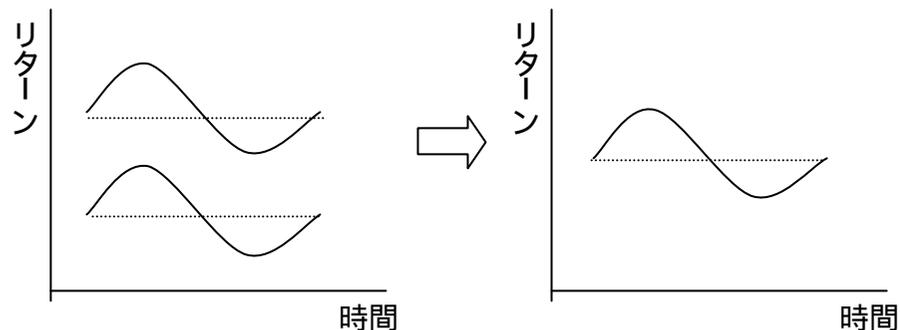
※は平均収益率が属する区分

分散投資によるリスク低減効果

収益率の動きが全く同じ2資産を同じ比率で組み合わせても収益率の動きは変わらず、収益率の変動の幅(リスク)はそのままです(例1)。しかし、収益率の動きが全く逆の2資産を同じ比率で組み合わせれば、収益率の変動の幅(リスク)はゼロとなります(例2)。

このように、収益率の動きが異なる資産を組み合わせることで、お互いの収益率の動きの一部を打ち消し合い、資産全体のリスクを抑えることができます。

【例1：収益率が全く同じ動きをする資産の組合せ】

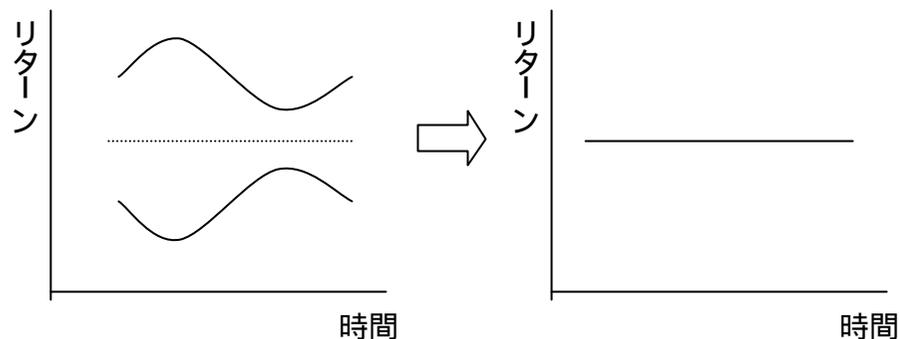


【各資産間の相関係数】

	短期資産	国内債券	国内株式	外国債券	外国株式
短期資産	1.0000				
国内債券	0.2734	1.0000			
国内株式	-0.1031	0.1876	1.0000		
外国債券	0.0647	0.0049	-0.2270	1.0000	
外国株式	-0.2288	-0.0575	0.1441	0.6682	1.0000

(注) 1973年～1999年の27年間の実績データ。基本ポートフォリオ策定時に使用したもの。

【例2：収益率が全く逆の動きをする資産の組合せ】



4.財投債の引受け

財務省財政融資資金は、これまで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などに貸し付けていましたが、財投改革の結果、必要な資金は、特殊法人などが発行する財投機関債や、財投機関債の発行が困難な機関については国債の一種である財投債により市場から調達することとなりました。このうち財投債の一部については、これまでの旧資金運用部による貸付けを継続するために必要な資金や市場に与える影響に配慮して、当面、郵便貯金や年金積立金で直接引き受けることが、財投改革の経過措置として決められています。

引き受けた財投債については、厚生労働大臣から、満期まで保有し続けるか、それとも市場で運用するかが指示されることとなっており、それに基づき、満期まで保有することとされた財投債は、市場運用資金とは区別して基金自ら管理しています。満期保有とされた財投債は、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)による簿価評価を行うこととなり、参考として時価評価も行うこととしています。

第2章 平成13年度の取組み

1.基金が行う運用の考え方

厚生労働大臣が定めた「運用の基本方針」においては、基金における年金資金の管理及び運用に関し遵守すべき事項として、

資産全体、資産クラスごと、運用受託機関ごとに資産運用に伴う様々なリスク管理を徹底すること。

運用手法としては、市場平均並みの収益率を確保することを目指すパッシブ運用を中心とし、市場の価格形成等を歪めないように、市場への資金の投入・回収の分散化に留意すること。

運用受託機関の選定・評価基準を明確にすること。

基金は、株式運用において個別銘柄の選択を行わないこと。また、基金自らは株主議決権の行使は行わず株主議決権の行使の基本的考え方を運用受託機関に示し、運用受託機関の判断に委ねること。

民間企業への影響の排除等の観点から、各運用受託機関の同一企業発行銘柄への投資は一定割合（5%）以下とすること。

投機目的の金融派生商品（デリバティブズ）の使用は行わないこと。

などが定められています。

基金においては、厚生労働大臣から示された「運用の基本方針」を踏まえ、年金資金運用基金法に基づき、「管理運用方針」を策定しています。管理運用方針においては、後で述べる管理運用の目標、運用手法、運用受託機関や資産管理機関の管理・選定の方法、自家運用などについて定めています。なお、この管理運用方針は、年金資金運用基金法において、「運用の基本方針」が変更された場合を含め、毎年少なくとも1回見直すこととされています。

基金においては、情報公開の徹底を図る観点から、管理運用方針をインターネット上の基金のホームページにおいて公表しています。

また、運用受託機関や資産管理機関に対しても、運用・資産管理ガイドライン（以下では「ガイドライン」といいます。）を示し、その遵守を求めています。

2. 管理運用方針に基づく管理運用

(1) リスク管理

年金資金を長期的に安全かつ効率的に運用するためには、リスク管理が欠かせません。このため、基金独自の資産統合管理システム（31ページ参照）の導入や種々の分析ツールの活用により、リスク管理を行っています。

資産全体及び資産ごとのリスク管理

「運用の基本方針」において、基本ポートフォリオ（基本ポートフォリオに移行する期間にあっては移行ポートフォリオ）の資産構成割合と、実際に保有する資産の構成割合との乖離を一定の幅（乖離許容幅）に収めることとされており、基金では、これに沿って、資金の配分・回収などを通じてリスクを管理しています。

また、資産全体及び資産ごとのリスク指標（トラッキングエラー＝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、デュレーション＝金利の変動が債券価格に与える影響の大きさ、など）を把握し、分析しています。

運用受託機関ごとのリスク管理

各運用受託機関に対しては、「運用の基本方針」及び「管理運用方針」に基づき、リスク管理に関する事項をガイドラインに規定し、その徹底を図っています。

(ガイドラインに規定しているリスク管理項目の例)

- ・ 信用リスクの管理の観点から、一定以上の格付のある資産を投資対象とすること(国内債券 BBB格以上、外国債券 AA格以上)。
 - ・ 流動性(必要に応じて短期間に妥当な価格で現金化できるかどうか)の観点から、株式について各証券取引所、店頭市場において公開された株式の銘柄とすること。
 - ・ 分散投資の観点から、原則として各ファンドにおける1銘柄当たりの構成割合を5%以下とすること。
 - ・ 金融派生商品(デリバティブ)の利用については、投資する有価証券の価格や為替の変動リスクを回避(ヘッジ)する目的などに限定し、投機目的の利用は行わないこと。また、その利用額は、現在保有する(または保有することが確定している)有価証券や余裕資金の額の範囲内にとどめること。
- など。

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ます。平成13年度においては、リスク管理や後で述べる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いました(運用受託機関におけるリスク管理の状況については、参考資料25ページを参照。)

(2)運用受託機関に対する資金の配分・回収

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ます。

具体的には、後で述べる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機関やトラッキングエラー（ベンチマーク収益率からの乖離の大きさ）が小さく定性評価の高いパッシブ運用機関に対して資金配分するなど、総合評価の度合いに応じて資金を配分することとしています。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や運用成績が急激に悪化したアクティブ運用受託機関から資金を回収し、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ます。また、ガイドラインに違反した場合や、運用担当者の変更や会社合併などにより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ます。

(3)移行ポートフォリオの実現

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・回収を行っています。

「運用の基本方針」(抜粋)

第3 年金資金運用基金における年金資金の管理及び運用に関し遵守すべき事項

三 市場への資金の投入及び回収の分散化

基金は運用額の規模を考慮し、自ら過大なマーケット・インパクトをこうむることがないよう努めるとともに、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。

(4)運用受託機関などの選定・評価

基金における選定の考え方、方法及び基準

運用受託機関や資産管理機関の選定・評価についても、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努めています。

運用受託機関や資産管理機関の選定に当たっては、まず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、投資方針、運用プロセス、リスク管理体制などの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(時間加重収益率など)を踏まえ、慎重に評価を行います。その際には、運用機関や資産管理機関の現地調査も実施しています。

選定結果についても速やかに公表し、選定手続の透明性を確保するよう努めています。平成13年度においては、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いました。

(参考) 選定の際の評価項目

運用受託機関の場合

・投資方針

投資方針が基金の方針と合致しているか。また、明確に規定されているか。

・運用プロセス

付加価値の追求方法 (パッシブ運用機関にあってはできる限りベンチマークに追随する手法。アクティブ運用機関にあっては超過収益の追求方法。)が合理的であり、有効性の証明ができているか。

・組織・人材

投資方針が組織の中で徹底されているか。意思決定の流れや責任の所在は明確か。また、経験を有するマネージャー等が十分に配置されているか。

・リスク管理

リスク管理体制が確立されているか。実際にとっているリスクを客観的に認識しているか。市場からの乖離度を把握しているか。

事務処理体制

運用実績を報告する体制等が十分に整備されているか。

・運用手数料

(参考) 選定の際の評価項目

資産管理機関の場合

・組織体制

質の良い資産管理担当者を採用し、相当な規模の資産管理を行うことができる組織体制を有しているか。

・事務体制

基金の要望に応えられるサービスを提供し、基金特有の報告書を正確に作成する能力を有しているか。

・監査

内部検査及び外部監査体制は、整備されているか。

・資産管理システム

運用機関等との接続を含むオンラインシステム及びシステムのバックアップシステム体制が充実しているか。

・コーポレートアクション等への対応

コーポレートアクション等への対応は適切か。

(注) 「コーポレートアクション」とは、社債や株式の価値に影響を及ぼす配当、株式分割、会社合併などの、企業財務上の各種意思決定のこと。

・グローバルカストディ

グローバルカストディの運営、管理体制及び受渡・決済機能が充実しているか。

(注) 「グローバルカストディ」とは、世界各国の市場において、証券の受渡・決済・保管業務や、証券売買・決済に伴う異なる市場間の資金の管理などを行う機関。

・資産移管

資産移管のプロセスは適切か、サービス内容は充実しているか。

・資産管理手数料

基金における評価の考え方、方法及び基準

採用後の運用受託機関や資産管理機関の評価についても、運用受託機関に対するヒアリングを行い、投資方針、運用プロセス、リスク管理体制などのあらかじめ定めた評価項目の評価(定性評価)や運用実績に関する定量データの評価(定量評価)に基づき、毎年度総合評価を実施します。

(参考) 総合評価の方法

パッシブ運用機関の場合、ベンチマーク収益率と同程度の収益率を確保できるかどうかを評価します。その場合、過去の実績としてベンチマーク収益率からどの程度乖離したかという定量評価と、運用受託機関に対するヒアリングに基づく定性評価をそれぞれ行います。

(定性評価) 選定の際の評価項目と同じ。

(定量評価) トラッキングエラー(ベンチマーク収益率からの乖離の大きさ)。

アクティブ運用機関の場合、ベンチマーク収益率を上回る収益率を確保できるかどうかを評価します。その場合、過去の実績としてベンチマーク収益率を上回る収益率を確保できたか、そのためにどれだけのアクティブ・リスクをとったかなどの定量データによる定量評価と、運用受託機関に対するヒアリングに基づく定性評価を組み合わせ、1対1の比率で行います。過去において運用成績が良好であった運用受託機関が将来も継続して良好な運用成績を実現するとは限らないことから、定量評価に合わせて定性評価を実施しています。

(定性評価) 選定の際の評価項目と同じ。

(定量評価) インフォメーション・レシオ及びベンチマークに対する超過収益率。

(注) 「インフォメーション・レシオ」とは、アクティブ運用の能力を評価する指標であり、市場平均収益を上回る収益をあげるため、ベンチマークとは異なるポートフォリオを組むことでリスクをとり、そのリスク1単位あたりどれだけの超過収益をあげているかを示すもの。

資産管理機関の場合、選定の際の評価項目と同じ項目について、定性評価を行います。

3.運用手法の見直し

(1)パッシブ運用中心の運用への移行

資金運用の手法としては大きく分けて、パッシブ運用とアクティブ運用があります。パッシブ運用とは、原則として市場を構成する全ての銘柄をその構成比どおりに保有して、市場平均並みの収益率を確保することを目指す方法であり、アクティブ運用とは、銘柄選定に関する一定の考え方に基づいて、投資する銘柄をある程度限定して市場平均以上の収益率を目指す方法です。

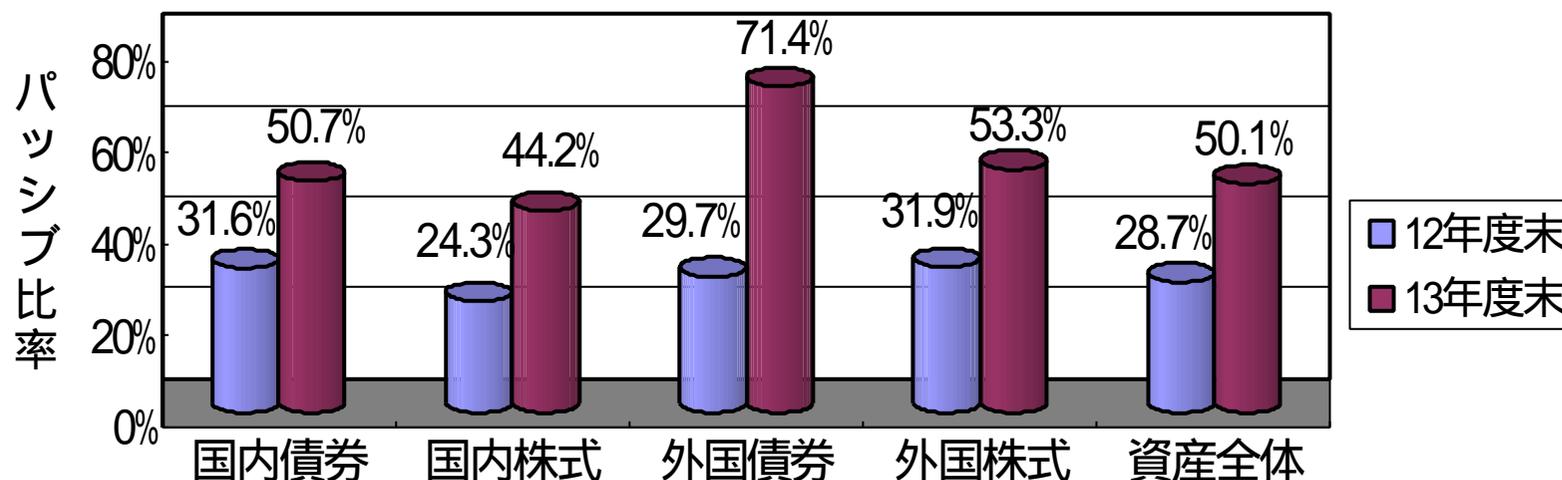
厚生労働大臣が定める「運用の基本方針」では、長期的にみると市場は効率的であり高い収益率を生む銘柄を継続的に事前に見つけ出すことにより市場平均を上回る収益率をあげることは容易でないとされています。一方において、年金積立金は巨額であり市場への影響に配慮する必要があるとともに、パッシブ運用はアクティブ運用に比べ、管理運用が容易でありコストが低いことなども考慮して、「各資産クラスともパッシブ運用を中心とする。」と定められています。

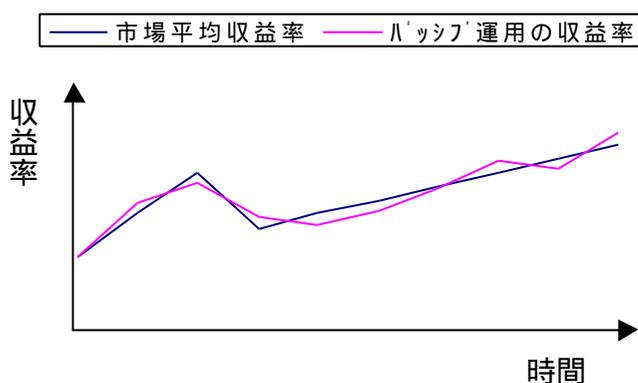
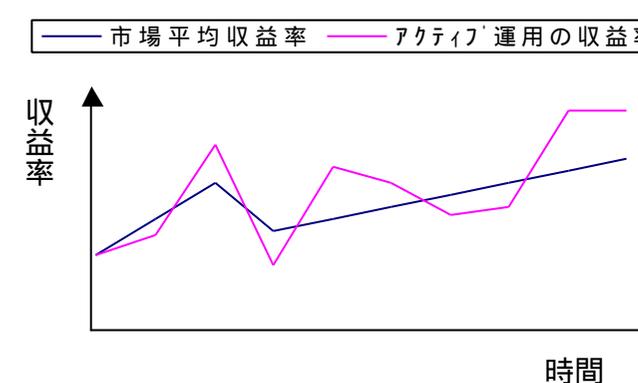
投資家や民間企業がそれぞれの判断で投資を行うことにより、市場において公正な価格が形成され、最適な資源配分が行われます。公的年金の積立金のような巨額の資金をアクティブ運用で運用し、頻繁に売買すると、この価格形成機能に影響を及ぼすおそれがあること、また、その結果、自ら価格変動の影響をこうむる可能性があることなどから、「運用の基本方針」においては市場への影響に配慮することとされています。

この考え方を踏まえて、基金では、国内株式と外国株式のパッシブ運用の割合を、70～80%を目標に段階的に引き上げていくこととしています。また、国内債券と外国債券についてはパッシブ運用を行う運用機関の状況なども踏まえ、パッシブ運用の割合を高めていくこととしており、今後具体的な数値を定めることとしています。

平成13年度には、パッシブ運用を中心とする運用へ移行するため、パッシブ運用機関として国内債券4社、国内株式3社、外国債券4社、外国株式2社を新たに選定し、運用受託機関に加えることとしました。また、寄託金など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ました。

パッシブ比率の推移



	パッシブ運用	アクティブ運用
目標の置き方	市場平均並みの収益率を確保	市場平均以上の収益率を確保
市場をどの程度効率的と考え、市場平均以上の収益率を確保できると考えるかどうか	過去の株価等の動向、企業の財務データなど、既存の情報を収集・分析してもその情報は既に市場に織り込まれており、市場平均以上の運用成果を達成することは困難、すなわち市場は効率的であると考えます。したがって、パッシブ運用は市場平均を上回る収益をあげることを目指すものではなく、効率的な分散投資を行うことによって長期的に安定的な収益の確保を目指すものです。	市場には非効率な要因が残されており、それらの要因に関して適切に情報を収集・分析することにより、市場平均以上の収益を確保できると考えます。リスクのとり方に応じて市場平均を上回る収益をあげることもありますが、逆に市場平均を下回ることもある運用手法です。
運用方法のイメージ	<p>原則として株式などの市場を構成する全ての銘柄を、その構成比どおりに保有する方法。</p>  <p>— 市場平均収益率 — パッシブ運用の収益率</p>	<p>株式などの銘柄をある程度限定して運用する方法。</p>  <p>— 市場平均収益率 — アクティブ運用の収益率</p>

(2) バランス型運用から特化型運用への移行等

「運用の基本方針」では、基金の運用結果は「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」こととなっており、これを踏まえて、基金は、各資産ごとの時間加重収益率で、各資産ごとの市場平均収益率を確保することを目標としています。各資産ごとにベンチマーク収益率(市場平均収益率)を確保するためには、各資産について運用能力の高い運用機関を採用し各資産の収益率を向上させることが重要となります。また、収益率は単年度では大きく変動するため、5年間平均の時間加重収益率でベンチマーク収益率を確保することを目指すとされています。

このため、基金では、平成13年度中に、バランス型運用等(1つの運用機関が複数の資産を運用し、各資産の構成割合について、その運用機関が独自の市場予測に基づき、一定の範囲内で変更することにより超過収益を確保する運用)を廃止し、全て特化型運用(国内債券や外国株式など特定の資産に特化して行う運用)としました。

さらに、従来は国内債券の代替資産として運用していた外国債券については、「運用の基本方針」で平成13年度後半から独立した資産クラスとして位置づけられたことから、外国債券アクティブ運用機関を新たに3社選定し、運用受託機関に加えることとしました。また、転換社債については、「運用の基本方針」で平成13年度後半から、独立の資産クラスとして位置づけられなくなったことから、原則として売却することとしました。

なお、旧年金福祉事業団が平成12年度中に行った運用受託機関の運用能力の評価に基づき、評価の低かった運用受託機関については平成13年度中に解約などの措置を講じました。

(3) LPSから特定運用信託への移行

基金における運用が平成13年4月から始まるに当たって、投資一任契約と特定運用信託契約（専ら資産管理のみを行う信託契約）の組合せによる運用スキームの利用が新たに認められました。その結果、資産運用と資産管理を分離し、それぞれ専門の運用機関や資産管理機関に委託することにより、効率的な管理運用を図ることができるようになりました。これまで投資顧問会社の利用は、LPSという一種の投資組合を通じて間接的に行うしかありませんでしたが、投資一任契約に基づいて直接委託できるようになったことから、平成13年度中にLPSによる運用を廃止し、投資一任契約と特定運用信託契約の組合せによる運用に移行しました。

また、特定運用信託契約の相手方となる資産管理機関については、平成13年度中にインターネットなどを通じて公募し、書類審査やヒアリングを行った上で、4社を新たに選定しました。

なお、生命保険会社による運用については、系列の運用子会社（投資顧問会社）による運用が主流になってきている実態なども踏まえ、投資方針などに変更がないことを確認した上で、平成13年度中に、生命保険会社による運用から系列投資顧問会社による運用に移行しました。

4. 情報公開の徹底

年金積立金は保険料拠出者が納めた保険料の一部であり、その運用の結果は、将来の保険料負担の増減という形で保険料拠出者に帰属することから、年金資金運用基金法により「適切な情報の公開により業務の運営における透明性を確保する」よう努めることが求められています。具体的には、財務諸表に加えて、業務概況書を毎年度作成し公表することとされています（この冊子は、この業務概況書にあたるものです。）。

このほか、基金では、基金の行う年金資金の運用に関して、より一層の理解が得られるように、積極的な情報公開を行うことを管理運用方針に定めています。これに基づき、管理運用の基本的考え方を定めた管理運用方針を公表したり、年度途中の運用状況を速やかに開示するため、四半期ごとに、時価による資産額や収益の状況を公表（平成13年度は第1～第3四半期まで3回公表。）するなど、積極的な情報公開に努めています。また、これらの内容はインターネット上の基金のホームページに掲載しています（平成13年度の基金のホームページへのアクセス件数は約13万6千件。）。

5. 株主議決権の行使等

(1) 同一企業発行銘柄への投資の制限

基金においては、年金資金運用基金法に基づき、株式による運用は運用受託機関を通じて行っていますが、「運用の基本方針」において、基金は、企業経営等に与える影響を考慮し、株式運用において個別銘柄の選択は行わないこととされているほか、各運用受託機関は同一企業の株式はその企業の発行済み株式総数の5%を超えて保有しないこととされています。

(2)株主議決権の行使

公的機関である基金が株主議決権を直接行使する場合、国が民間企業の経営に影響を与えるなどの懸念を生じさせるおそれがあるので、「運用の基本方針」においては、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ととされています。もとより、株式議決権の行使に当たっては、投資対象企業の経営状況について十分な情報を把握することが前提となりますが、それらの情報を有しているという点からも、民間運用機関で株主議決権を行使する方が効率的であるといえることができます。

この場合、投資収益を目的とする株主として、株主議決権を行使し長期的な株主利益の最大化を目指すのは当然であり、厚生労働大臣が定める「運用の基本方針」においても、運用受託機関による適切な株主議決権の行使を求めています。とりわけ、パッシブ運用は、原則として市場を構成する全ての銘柄をその構成比どおりに一律に保有する手法をとることから、株式の価値を高めるために株主議決権の行使が必要となります。

また、「運用の基本方針」では、運用受託機関は、企業に反社会的行為があった場合の対応方針を含む、株主議決権行使に関する対応方針を定めることが必要とされ、毎年度その行使状況を基金に報告することとされています。

平成13年度においては、「運用の基本方針」に基づき、今述べたような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、その徹底を図りました。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ました。一部行使しなかった運用受託機関は、その理由として、行使期間が限られていることや議案の分析などにコストがかかることをあげています（具体的な行使状況については、参考資料26～27ページを参照）。これに対し、基金では「運用の基本方針」などを踏まえ、適切な議決権行使の取組みを行うよう指示したところです。

管理運用方針 (抜粋)

第3の2.運用ガイドライン

(2) 各資産に共通する事項等

株式議決権行使の基準

ア.株式議決権行使に当たっての基本的考え方

株式議決権は、企業が長期的に株主の利益を最大にするような企業経営を行うよう、運用受託機関において行使するものとする。

イ.運用受託機関の株式議決権の行使に関する方針及び行使状況の把握

運用受託機関は、株式議決権の行使に関する方針を基金に提出するものとする。なお、運用受託機関は、当該方針の中で、企業に反社会的行為があった場合の対応についても明記しなければならない。

運用受託機関は、毎年度、株式議決権の行使状況を基金に報告するものとする。

6.組織体制の充実、運用能力の向上

年金資金の管理運用について(1)運用体制の充実、(2)責任体制の明確化、(3)運用能力の向上のため、基金では次のとおり体制を整備しました。

(1)運用体制の充実

年金資金の管理運用に関する重要事項の意思決定は、理事会で行います。重要な投資判断を合議制の機関に委ねることで、慎重な投資判断を確保します。また、管理運用に関する専門性を確保する観点から、厚生労働大臣の認可を受けて、投資専門委員3名を選任しました。投資専門委員は、管理運用に関する重要事項を理事会で審議する際に出席し、意見を述べるほか、常勤として職員が行う業務の遂行に当たって助言を行っています。

情報公開の徹底により受託者責任を果たしていく必要からも、監査法人による外部監査を導入し、客観的な会計監査を受けています。

運用資産全体の管理、企画立案を担う企画部と、運用受託機関の管理や国内債券の自家運用を行う運用部により、管理運用業務を実施します。これにより、各部の専門性を高めるとともに、両部の相互チェックによる確実な事務処理を行います。

(2)責任体制の明確化

年金積立金の運用は、積立金が保険料の一部であり、かつ将来の年金給付の原資となることなどから、専ら被保険者の利益のために、専門的な知見に基づき適切に行うことが強く要請されているものと重く受けとめています。このような年金積立金の運用に携わる者の責任は非常に重いものであり、年金資産運用の先進国である英米においては、運用関係者は運用のプロセスに責任を負うという受託者責任の考え方が確立しています。年金資金運用基金法においてもこの考え方が導入され、慎重な専門家の注意義務（資産の管理運用に関して専門的な知見に基づき慎重な判断を行う専門家が、同様の状況の下で払う注意に相当する注意を払う義務。）と忠実義務（基金のために忠実に職務を遂行する義務。）が、理事などについて、法律上明確に規定されているほか、役職員が関係法令や管理運用方針などに抵触した場合の処分などを定めた制裁規程の作成が義務づけられています。

これを受けて、基金では、業務の開始に際して、制裁規程を作成し、責任体制の明確化を図っています。このほか、基金では、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ます。

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ます。

(3)運用能力の向上

3名の投資専門委員については、資金運用、法令（コンプライアンス）、財務・会計に精通した者を選任しており、理事会での審議や、業務遂行に当たっての助言においてその専門性を発揮しています。

また、基金職員の運用能力の向上を図るため、金融実務研修や国内長期研修、証券アナリスト資格の取得を目指した通信教育など、各種研修を実施しています。

また、効率的な管理運用のために運用受託機関を適切に組み合わせ、資産ごと、運用受託機関ごとにリスク量を設定・管理するといふいわゆるリスク・バジェットなどの運用方法について、運用受託機関等から出される改善提案などにも積極的に対応し、運用能力の向上に努めています。

(4)調査研究の充実

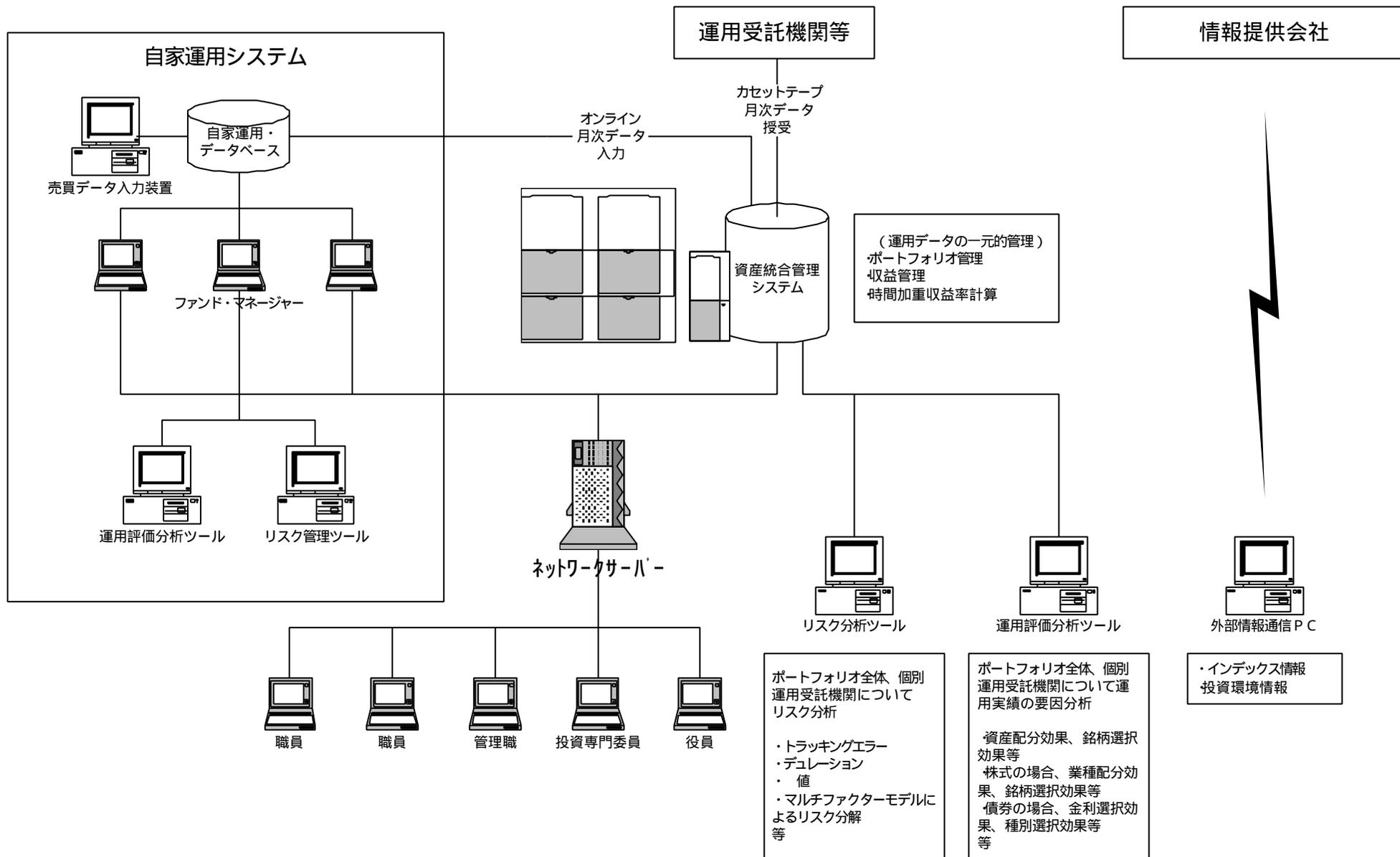
基金が運用する資金は巨額なことから、管理運用の効率化・高度化が必要不可欠です。基金発足初年度においては、大規模な公的年金資金の運用という特性に鑑みた運用手法の基礎固めを進める観点から、リスク管理手法を含めた巨大ポートフォリオの管理のあり方、ベンチマークを巡る問題点の整理、コーポレートガバナンスのあり方等をテーマに調査研究を進めました。

(5)システムによる運用管理

基金全体の運用資産の状況を的確かつ迅速に把握するため、資産統合管理システム(次ページ参照)を構築し、運用データの一元的管理を行っています。このデータを、リスク管理や収益の管理、分析に活用しています。

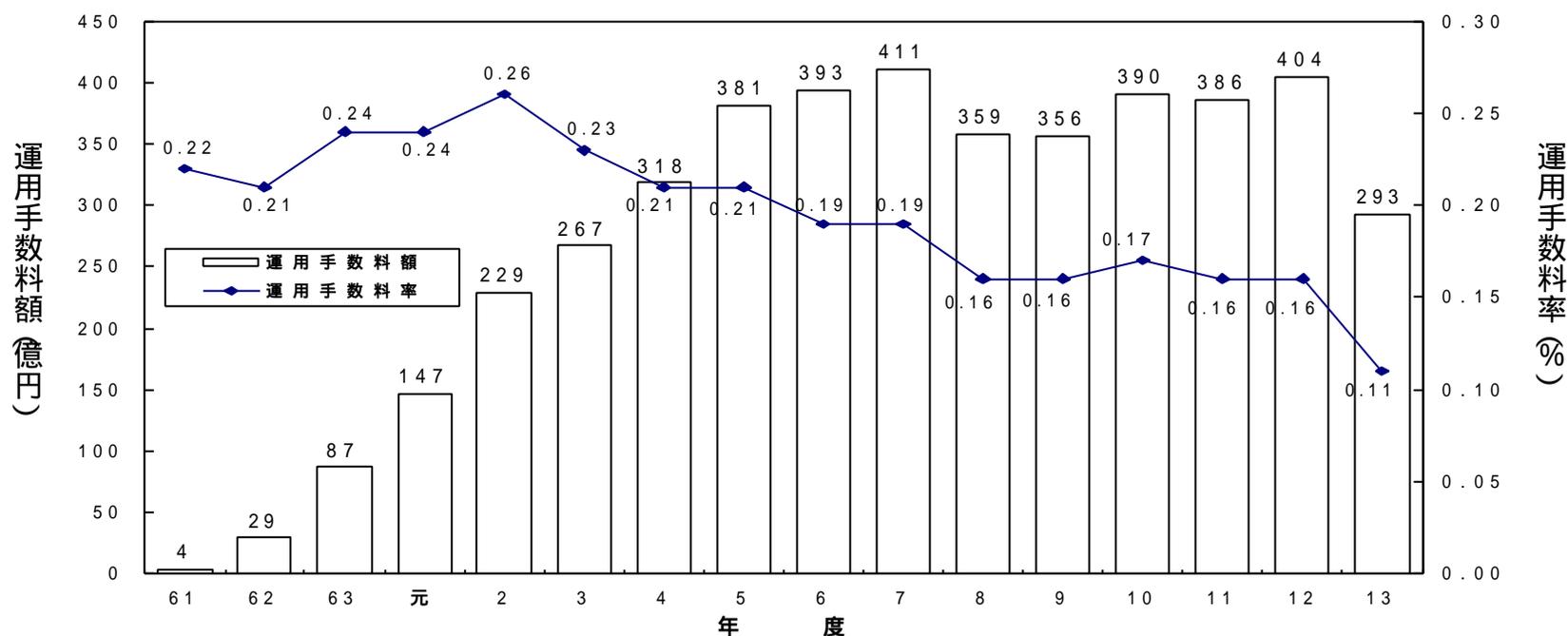
また、運用データを管理する場合、受渡主義(情報収集の基準日を実際に資金や資産の受渡しを行う日とする考え。)と約定主義(情報収集の基準日を売買の約定を締結する日とする考え。)の2つの考え方がありますが、約定主義の方が、より迅速かつ適切な資産管理が可能であり、社団法人日本証券アナリスト協会が定める投資パフォーマンス基準においても、約定主義に基づくデータにより評価することが望ましいとされ(勸奨基準)、運用機関の多くも約定主義による資産管理を始めています。基金においても、平成13年度において、より適切なリスク管理、収益分析を行うため、受渡主義で管理していたデータを、約定主義で管理できるよう、システムを改良しました。

資産統合管理システム



7.手数料の見直しによるコスト低減

運用受託機関や資産管理機関に対して支払う手数料の体系は、委託資産額に一定の料率を乗じて算出する固定報酬制とし、委託資産額が大きくなるに従い、料率を徐々に低くしていく仕組みとしています。平成13年度においては、手数料率の低いパッシブ運用機関を新たに選定し、また、新たに資産管理機関の選定を行いました。これに伴い、従来から採用していた運用受託機関の手数料率を見直し、また、バランス型運用から特化型運用への移行に伴い手数料率も見直しました。これらの手数料の見直しなどにより、下図のとおりコストの低減を図ることができました。



(注1) 運用手数料額は、平成12年度以前は各年度において支払った金額。平成13年度については、投資顧問に係る手数料は平成12年度下半期分、平成13年度上半期分、LPS解約時までの平成13年度下半期分、特定運用信託契約移行後の平成13年度下半期分(未払い)が含まれています。

(注2) 運用手数料率は対運用元本平均残高比。

第3章 平成13年度の運用環境

1.運用環境

平成13年度の我が国の経済は、昨年度に引き続き企業部門は生産調整が進むとともに、設備投資が減速化し、家計部門は完全失業率が過去最悪を更新するなど、所得環境が厳しい状況となり、個人消費は一段と低迷しました。このような経済状況の中、国内株式は、米国同時多発テロ事件の影響もあり大きく低下しました。一方、国内債券は、景気減速に伴う日銀の量的緩和策の維持などにより、価格は若干上昇傾向（金利は低下傾向）となりました。

米国については、景気減速に加え、同時多発テロ事件の発生を受け、米国株式は一時急落しましたが、所得減税や大幅な金融緩和など財政・金融両面からの景気対策を受け急回復し、収益率はプラスとなりました。

欧州については、基本的には米国株式に追随しましたが、海外需要の低迷による生産活動の停滞などから年度後半の戻りは弱いものでした。

なお、外貨建資産については、為替が円安に振れたことが、円ベースでの収益率においてプラス方向へ寄与しました。

以上の結果、国内債券と外貨建資産の市場平均収益率はプラスとなりましたが、国内株式の下落幅は大きなものとなりました。

[ベンチマーク (市場平均の基準指標)とその収益率]	
国内債券	0.95% (NOMURA - BP 総合)
国内株式	-16.18% (TOPIX (配当込み))
外国債券 (円ベース)	8.44% (SSB - WGBI (除く日本))
外国株式 (円ベース)	4.14% (MSCI - KOKUSA I (配当込み))

平成13年度の国内株式収益率について

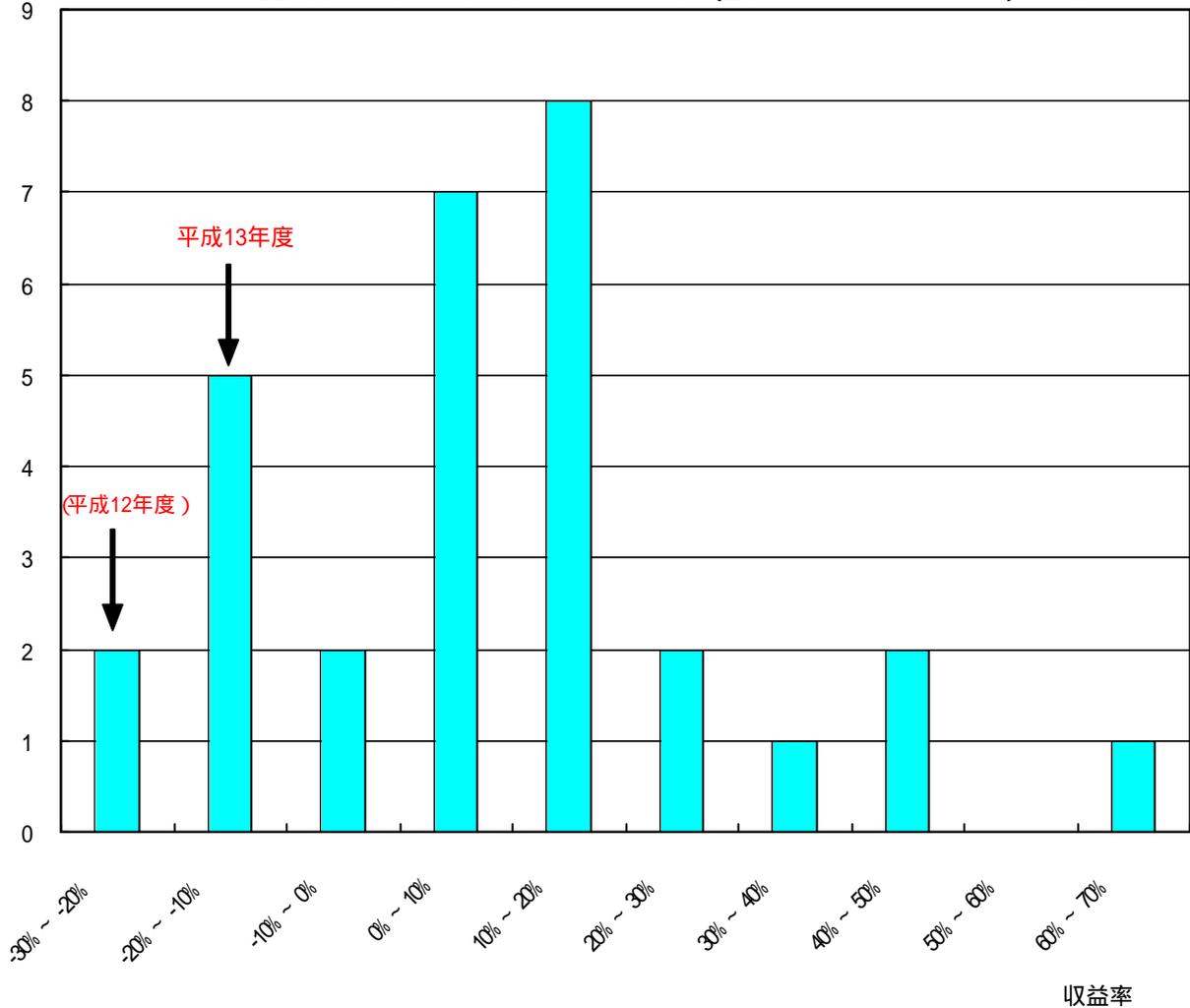
平成13年度の国内株式(TOPIX)の収益率は、バブル崩壊後、最低の収益率を記録した平成12年度に引き続き、前年度比16.18%の下落となり、大きなマイナス収益率となりました。

その結果、平成13年度は過去30年間の国内株式の収益率において4番目に低い収益率を記録し、収益率の分布状況を見ると、最低から2番目の収益率区分である-20%~-10%に属しています。

(参考) 平均収益率(過去30年間) 8.56%
標準偏差 21.84%

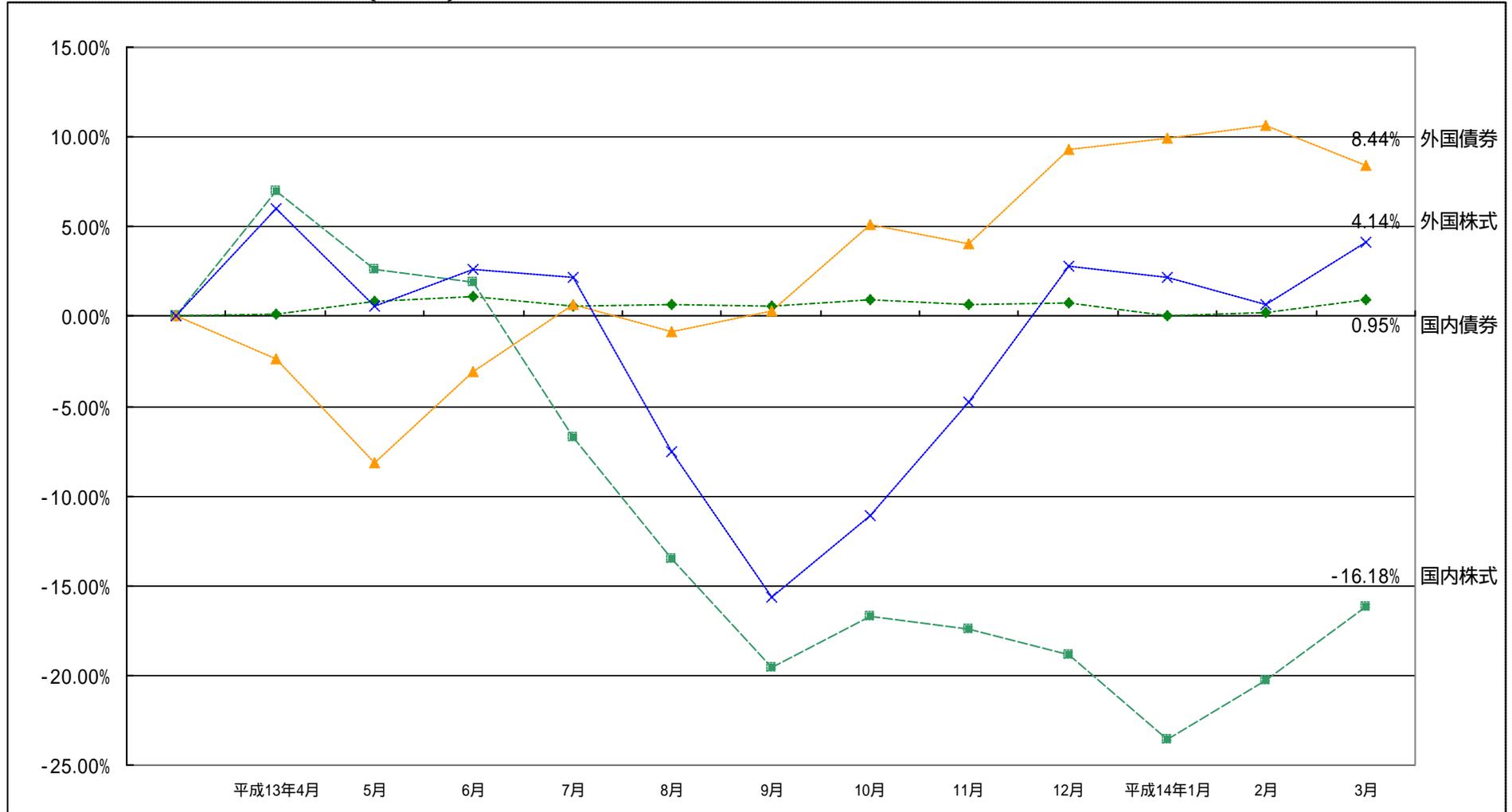
度数

国内株式の単年度収益率の過去30年間(昭和47年度~平成13年度)の分布



(資料) TOPIXの年次収益率(配当込み、年率)

2.ベンチマーク収益率(累積)の推移



ベンチマーク騰落率

	平成13年4月～9月	平成13年10月～平成14年3月	平成13年4月～平成14年3月
国内債券 (NOMURA-BPI総合)	0.58%	0.37%	0.95%
国内株式 (TOPIX)	-19.52%	4.15%	-16.18%
外国債券(円ベース) (SSB-WGBI)	0.29%	8.12%	8.44%
外国株式(円ベース) (MSCI-KOKUSAI)	-15.63%	23.43%	4.14%

運用環境

	平成13年3月末	平成13年9月末	平成14年3月末
国内債券(新発10年国債利回り)	1.275%	1.410%	1.390%
国内株式 (日経225)	12,999.70円	9,774.68円	11,024.94円
(TOPIX)	1,277.27ポイント	1,023.42ポイント	1,060.19ポイント
米国株式 (NY ダウ)	9,878.78ドル	8,847.56ドル	10,403.94ドル
(MSCI-KOKUSAI)	1,110.311ポイント	932.457ポイント	1,150.899ポイント
為替 (円/ドル)	125.320円	119.13円	132.535円

3.各市場の動向

(1)国内債券市場

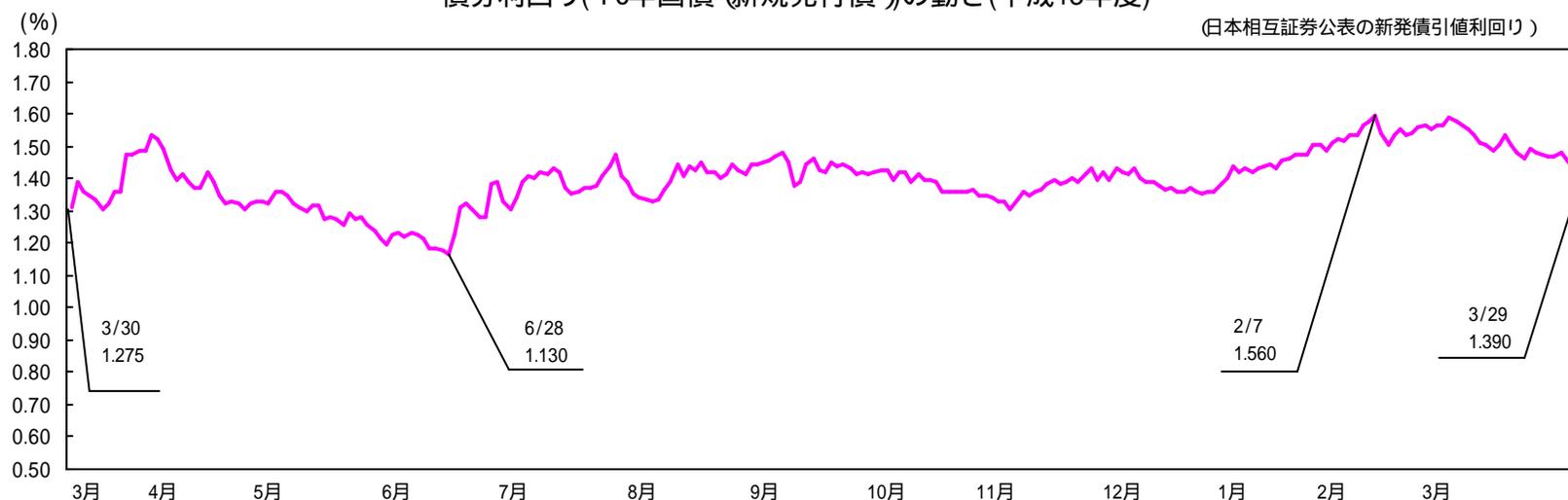
平成13年度の国内債券市場の動きを代表的指標の10年国債(新規発行債)利回りでみると、平成12年度末の1.275%から平成13年度末の1.390%に上昇(債券価格は下落)しました。

年度当初は、財政悪化懸念や海外投資家の売り姿勢から一旦金利が上昇(債券価格は下落)しましたが、景況感の悪化や米国株安を受けた国内株式の下落などを背景に市場は好調に転じ、6月28日に利回りは1.130%まで低下(債券価格は上昇)しました。

また、7月には景気対策として財政の追加支出が行われることにより、国債の発行規模が拡大するのではないかとの思惑や中間決算を意識した金融機関の益出し売りから利回りが上昇(債券価格は下落)しましたが、8月以降は景気後退による財政拡大懸念による売りと、他の資産での運用難による生命保険会社や信託銀行など最終投資家の買いが交錯し、年末に向け横ばいで推移しました。

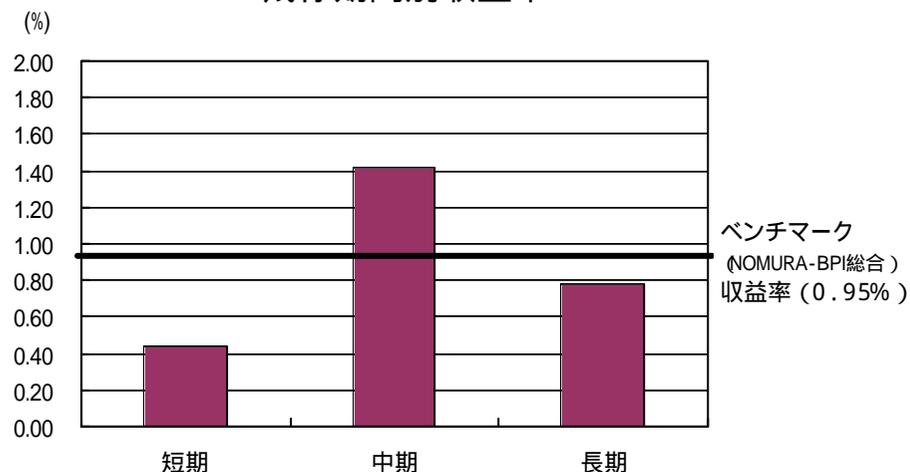
さらに、年明け後は国内株式が急落したため、決算対策を意識した金融機関の益出し売りから、利回りは1.560%(2/7)まで上昇(債券価格は下落)しましたが、株式相場の落ち着きや日銀の追加的金融緩和策の決定から金利上昇(債券価格は下落)懸念が後退し、好調な展開となりました。

債券利回り(10年国債(新規発行債))の動き(平成13年度)

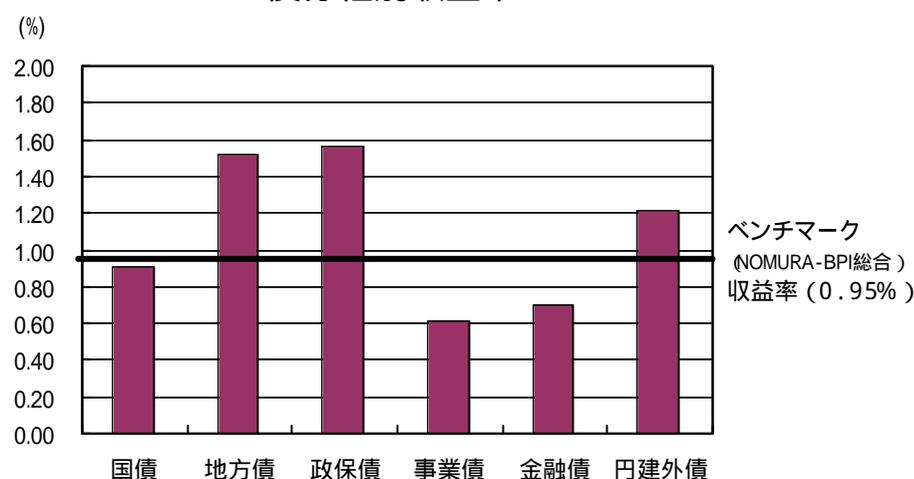


また、基金のベンチマーク収益率であるNOMURA - BPI総合の残存期間別、債券種別の収益状況は以下のとおりでした。
 残存期間別で見ると、中期債が高い収益率となりました。
 債券種別で見ると、信用リスクが懸念されていたため信用リスクの低い地方債、政府保証債の収益率が高く、信用リスクの懸念された事業債、金融債の収益率が低くなりました。

残存期間別収益率



債券種別収益率



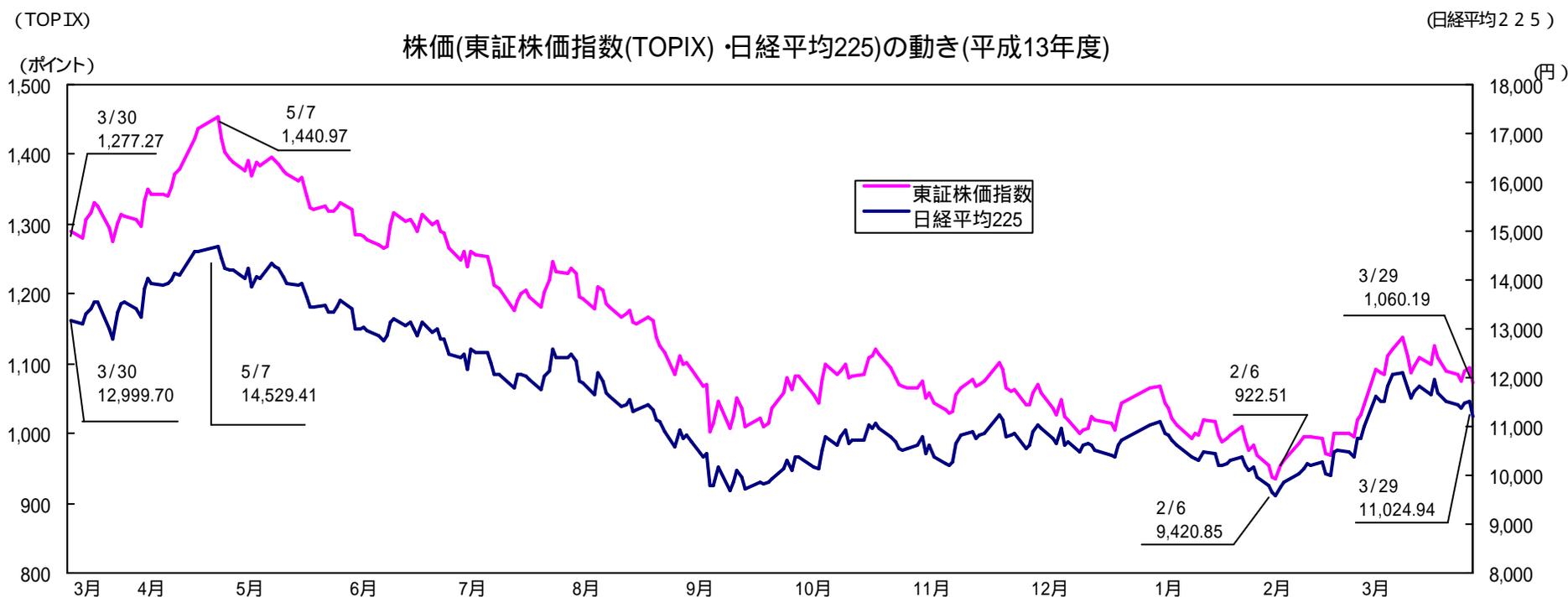
(2)国内株式市場

平成13年度の国内株式市場の動きを代表的な指標の東証株価指数(TOPIX)、日経平均225でみると、それぞれ平成12年度末の1,277.27ポイントから平成13年度末の1,060.19ポイントに、また12,999.70円から11,024.94円に下落しました。

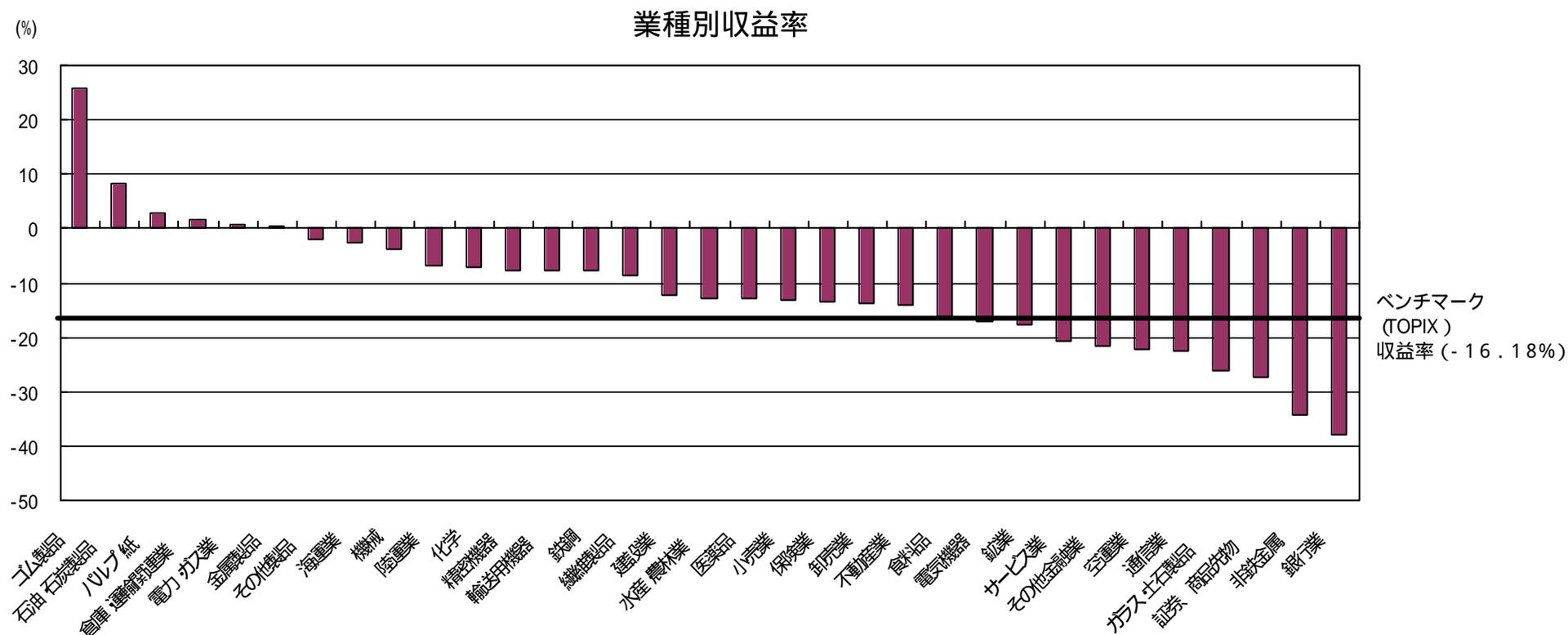
年度当初は、日銀の金融緩和と米国株高を受け、株価は年初来高値(5/7)を更新しましたが、その後は米国株の下落、業績悪化懸念、さらには9月の米国同時多発テロの影響から株価が下落する展開となりました。

9月下旬には米国株の急回復を受け株価は一旦上昇に転じましたが、米国株の上昇が一服したことや不良債権等に起因する信用リスクの増大が円安による株価上昇期待の頭を抑え、もみ合いの展開となりました。

年明け後は、不良債権問題の再発等を背景に2月6日バブル崩壊後の最安値を更新しましたが、2月8日の金融庁の空売り規制の見直し発表や海外投資家の日本株への期待感の高まりなどもあり、株価は上昇に転じました。



また、基金のベンチマークであるTOPIXの収益状況を業種別でみると、市況・素材関連のゴム製品、石油・石炭製品、パルプ・紙や公益関連の電力・ガス、陸運の収益率が高く、金融関連の銀行、証券、その他金融やサービス関連の通信、サービス、IT関連の電気機器の収益率が低くなりました。



(3)外国債券市場

平成13年度の外国債券市場の動きを代表的な指標の米国10年国債利回りで見ると、平成12年度末の4.90%から平成13年度末の5.39%に上昇(債券価格は下落)しました。

年度当初は、米国株式相場の上昇や個人消費の力強さが米国景気の弱気な見方を払拭したこと等から利回りは一旦上昇(債券価格は下落)しましたが、6月以降は金利の追加緩和観測の強まりや中南米市場の動揺、さらには米国同時多発テロの発生による情勢不安から逃避資金が安全資産である債券へ流入し、11月7日に利回りは4.17%まで低下(債券価格は上昇)するなど市場は好調な展開となりました。

11月に入り、強めの経済指標の発表やアフガニスタン情勢の好転、米国株式相場の上昇を受けて利回りは急上昇しましたが、その後は、景気回復に対する見方の強弱と利下げの期待から売りや買いが出にくく状況となりました。

3月7日のFRB議長の景気拡大宣言後は、年度末にかけ利回りが上昇(債券価格が下落)する市場の状況となりました。

