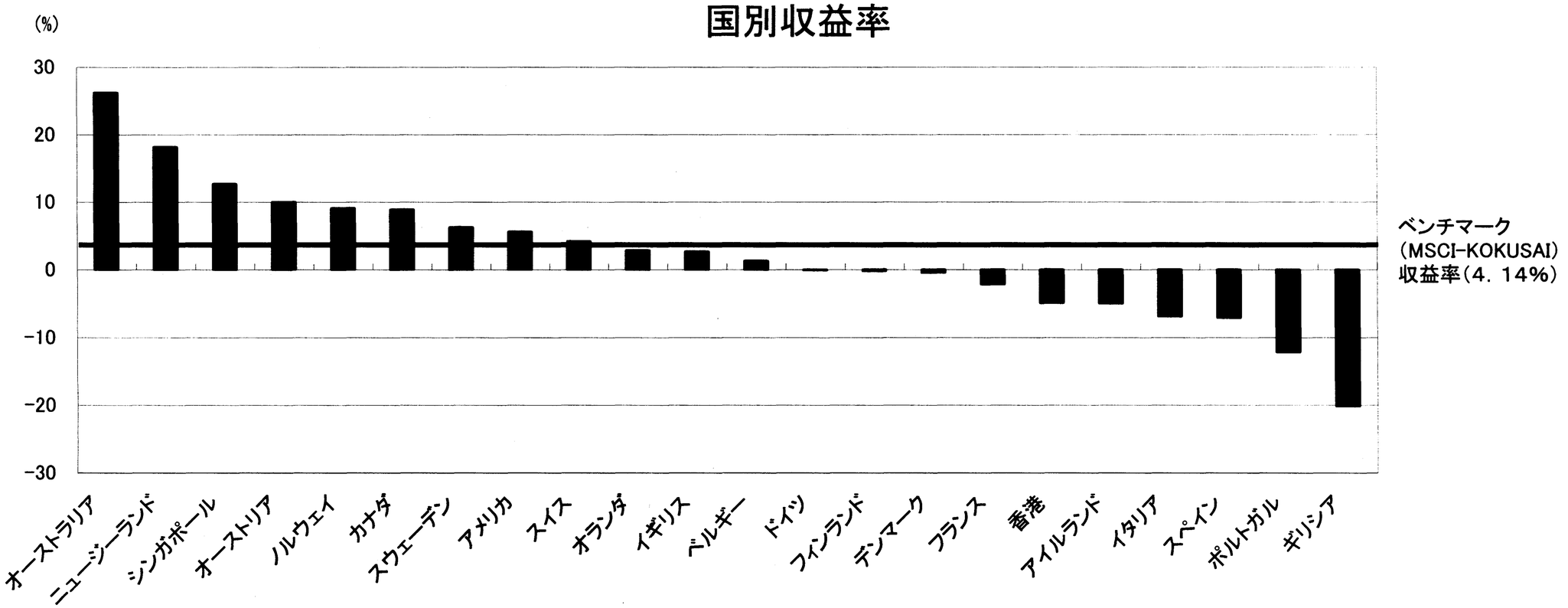
また、基金のベンチマークであるMSCI-KOKUSAIの収益率（４．１４％）を国別でみると、現地通貨ベースで収益率の高かったパシフィック地域のオーストラリア、ニュージーランドが為替の効果（円安）も大きかったことから円ベースで収益率が高くなりました。また、現地通貨ベースで収益率の低かった欧州地域のギリシャ、ポルトガル、スペイン、イタリアが為替の効果（円安）も小さく円ベースで収益率が低くなりました。



⑸ 為替

平成１3年度の円／ドルレートは、平成１2年度末の１25.320円から平成１3年度末には１32.535円と円安が進みました。

また、円／ユーロレートも平成１2年度末の１10.74円から平成１3年度末には１15.51円となり、同様に円安が進みました。

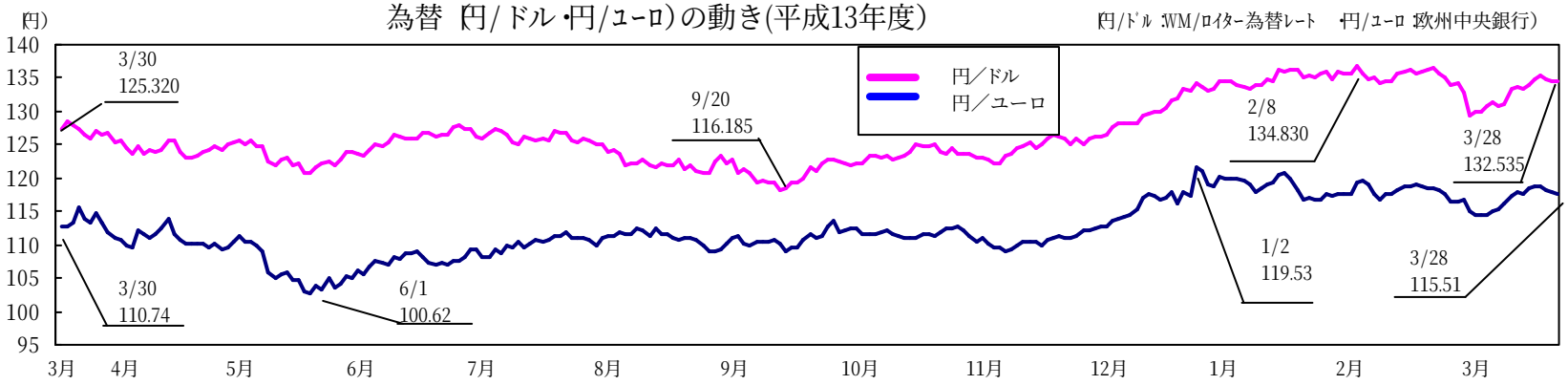
円／ドルレートについては、年度当初は、昨年度来のドル高傾向が行き過ぎと判断され、一時円高となったものの、景気の悪化懸念や企業業績の下方修正による米国株安、加えて米国同時多発テロの影響から、9月 20日にドルは１16. １85円まで下落する展開となりました。

その後は米国の早期景気回復期待や日本経済の悪化懸念が広がり、ドルは大幅に上昇し、2月 8日には１34.830円と平成１０年１０月以来のドル高円安になりました。

その後、日本株の上昇を期待した海外からの投資の増加により、円は１27円台まで買われましたが、年度末には再び１30円台に戻す展開となりました。

円／ユーロレートについては、年度当初に、景気減速傾向とインフレ懸念の同時進行からユーロ安の展開となりましたが、その後は、欧州のファンダメンタルズの相対的な安定からユーロ高基調で推移しました。

1月にユーロ通貨が大きな混乱もなく流通したことからユーロはピークをつけますが、景気回復懸念の台頭もあり、年度末まで一進一退の展開となりました。



# 第4章　平成13年度の運用結果

# 1. 資産全体の運用状況

## ⑴ 平成13年度における運用原資の規模

・ 基金においては、平成13年度に、以下の資産を運用原資として運用しました。

○ 厚生労働大臣からの寄託金　17兆　224億円　（うち財投債引受分　11兆9，093億円）
○ 旧年金福祉事業団から承継した運用資産　25兆9，530億円

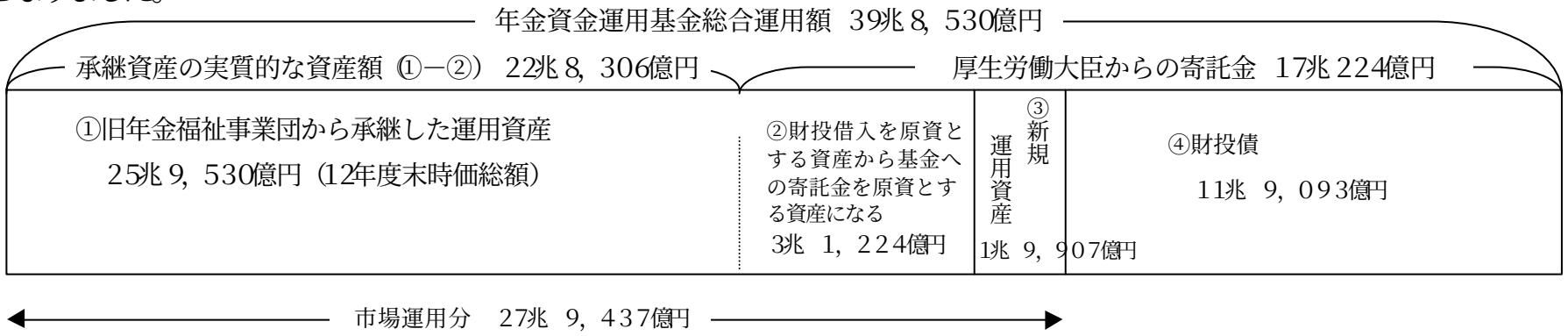
・　このうち、旧年金福祉事業団から承継した運用資産（承継資産）25兆9，530億円は、債務（財政融資資金（旧資金運用部）への借入金の返済義務）とともに引き継いだ資産であり、今後借入金の返済に伴ってそれに見合う資産額が減少していくことになります。借入金の返済については、債券や株式で運用されている承継資産を売却して返済することも考えられますが、これはかえってコストがかかるため、法律上、実際の借入金の元本返済は、厚生労働大臣から寄託された資金（寄託金）を用いて行うこととされています。

・　そこで、平成１３年度には、同年度に返済期限の到来する借入金3兆1，224億円について寄託金を用いて財政融資資金に返済したため、同年度末時点の承継資産の実質的な資産額は、承継資産25兆9，５３０億円からこの借入金元本返済額を差し引いた22兆8，306億円となります。

・　従って、平成13年度の基金の実質的な運用原資の規模は、厚生労働大臣からの寄託金17兆224億円と、承継資産の実質的な資産額22兆8，306億円の合計額である、

○年金資金運用基金総合運用額　39兆8，530億円（市場運用分　27兆9，437億円／財投債　11兆9，093億円）

となりました。

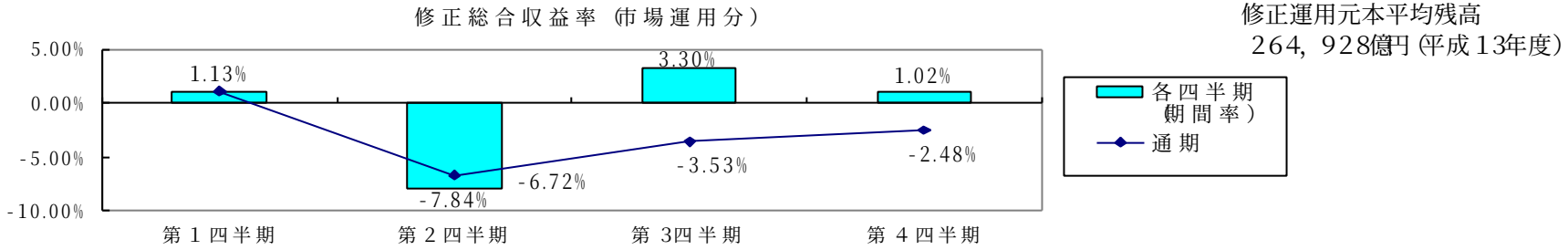


## ⑵ 平成１３年度の運用実績

⑴で説明した運用資産を用いて運用を行った結果、第３章で述べたような市場環境から、平成１３年度は、国内債券、外国株式などの収益は若干のプラスであったものの、特に国内株式の収益が大きくマイナスとなり、平成１３年度の修正総合収益率（市場運用分）は、**－２．４８％**となりました。

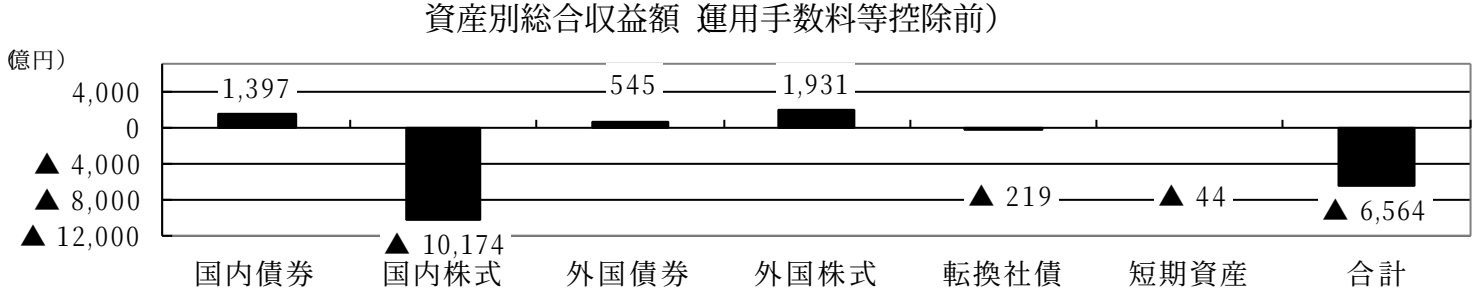
（参考１）平成１３年度四半期ごとの修正総合収益率（期間率）

（注）修正総合収益率 ＝ 総合収益額 ÷ 修正運用元本平均残高　（毎月の運用元本残高平均額＋前期末評価損益・未収収益）




（参考２）総合収益額

平成１３年度の総合収益額（市場運用分。運用手数料等控除前。）は**－６，５６４億円**でした。



（参考３）平成１３年度における他の年金資金運用状況

１．厚生年金基金・税制適格年金の運用成績

通期で－３．９９％と、平成１２年度の－９．７５％に続き２年連続のマイナス。国内債券や外貨建資産はプラスの収益率だったものの、最も投資割合の高い国内株式が大幅に下落したことが大きく影響しています。

（注）厚生年金基金と基金では、基本方針、運用規制、運用手法などが異なることから、単純に収益率を比較することはできないことに注意が必要です。

２．生保第一特約の運用成績

総合口の運用成績は、－５．６１％と２年連続のマイナス。

３．信託銀行合同口の運用成績

・国内株式の収益率は多くのファンドで２桁のマイナス。
・国内債券の収益率は全てのファンドでプラス。
・外国株式の収益率は多くのファンドでプラス。
・外国債券は、ほぼ全てのファンドでプラスの収益率。

（データ出所）年金情報（２００２．４．１５、５．２０）

厚生年金基金・税制適格年金は格付投資情報センター（Ｒ＆Ｉ）調べ。

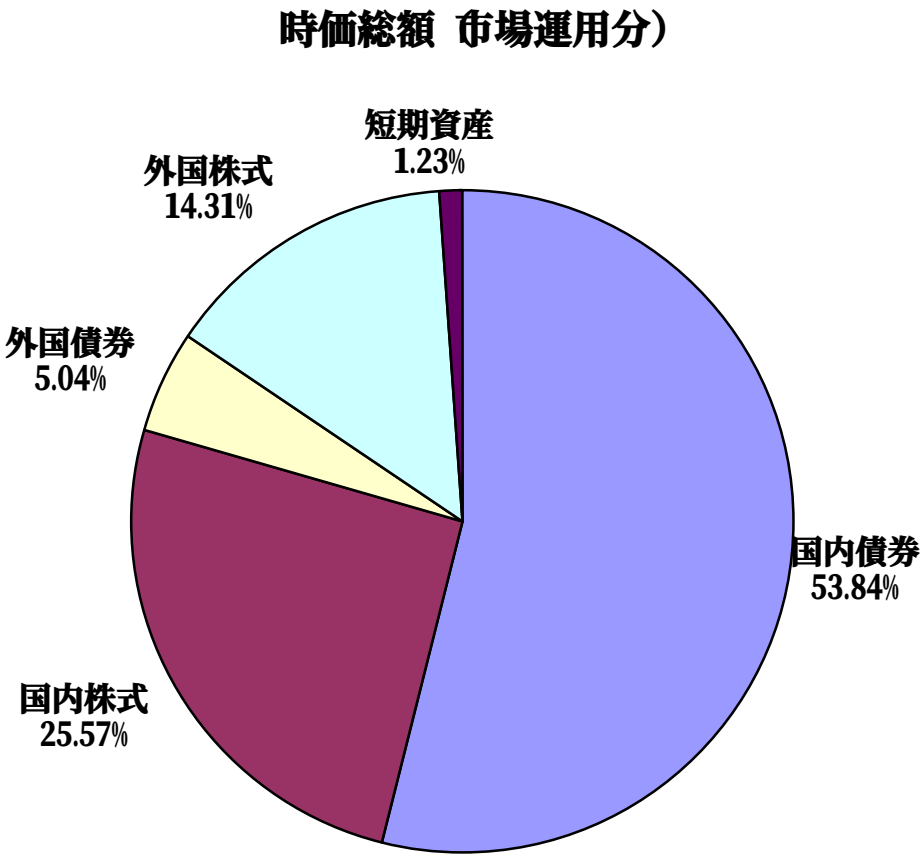
（約１６０の厚生年金基金・税制適格年金が運用委託している信託銀行・生命保険・投資顧問会社など約２０００ファンドを対象に運用評価サービスを実施、直近の時価総額は約１４兆円。）

## 2. 運用資産の構成状況

基金の運用資産の構成状況（平成14年3月末現在）は、次のとおりとなっています。

| | 時価総額（億円） | 構成比 | 移行ポートフォリオ | 乖離状況 |
|---|---|---|---|---|
| 国内債券 | 143,673 | 53.84% | 52.00% | 1.84% |
| 国内株式 | 68,251 | 25.57% | 26.00% | -0.43% |
| 外国債券 | 13,459 | 5.04% | 6.00% | -0.96% |
| 外国株式 | 38,203 | 14.31% | 14.00% | 0.31% |
| 短期資産 | 3,291 | 1.23% | 2.00% | -0.77% |
| 合　　計 | 266,877 | 100.00% | 100.00% | ― |

| | |
|---|---|
| 財投債（簿価） | 119,138<br>（時価総額 119,116） |




注1）上記の数値は四捨五入のため、各数値の合算は合計の値と必ずしも合致しません。
注2）時価総額は未収収益を含みます。
注3）財投債(簿価)は償却原価法による簿価に未収収益を加えたもの。

## 3. 平成13年度の資金配分・回収状況

平成13年度においては、16ページで説明したとおり、13年度の移行ポートフォリオを実現するよう、寄託金を投資（配分）しました。

資金配分に当たっては、移行ポートフォリオに円滑に移行できるよう、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しないこととしました。

このため、平成13年度後半は株価の下落傾向から、国内株式の資産構成割合が移行ポートフォリオで定める資産構成割合を継続して大きく下回っていたため、国内株式への資金配分額が特に多くなりました。

（例えば、10月の資金配分の場合、9月末の資産構成割合の移行ポートフォリオ（10～3月適用分）からの乖離は、国内債券は8.01%と大きくプラスであるのに対し、国内株式（－4.55%）、外国債券（－2.45%）、外国株式（－2.37%）はマイナスであり、このような状況に基づき、国内債券には資金配分せず、国内株式を中心に他の資産へ資金配分を行いました。11月から3月においてもこれと同様の考え方により資金配分を行っています。なお、国内株式の移行ポートフォリオからの乖離が2月末（－1.77%）から3月末（－0.43%）にかけて大きく縮小していますが、これは、国内株式への資金配分に加えて、国内株式のベンチマーク収益率が3月に5.09%と高かったことの影響を受けています。）

なお、平成13年度の移行ポートフォリオは、7ページで説明したとおり、基金は、新しい運用方針による運用を行うために必要なパッシブ運用機関の採用等に相当の時間がかかることが見込まれたため、年度前半は旧年金福祉事業団の基本ポートフォリオを適用し、平成13年度末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ました。そのため、年度後半の投資金額（資金配分額）が大きくなっています。

平成13年度の資金配分・回収の具体的状況は、次ページのとおりです。

平成13年度（4～9月）資金配分・回収状況

単位：億円）

| | 4月 | | 5月 | | 6月 | | 7月 | | 8月 | | 9月 | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | 配分額 | 回収額 | 配分額 | 回収額 | 配分額 | 回収額 | 配分額 | 回収額 | 配分額 | 回収額 | 配分額 | 回収額 |
| 債券 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 831 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 転換社債 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 国内株式 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 43 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 外国株式 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 588 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 短期資産 | 16<br>(8) | 0 | 8 | 0 | 3,068 | 1,599 | 11 | 0 | 10 | 0 | 2 | 0 |
| 合　計 | 16 | 0 | 8 | 0 | 3,068 | 3,061 | 11 | 0 | 10 | 0 | 2 | 0 |
| 新規寄託金 | 16 | | 8 | | 6 | | 11 | | 10 | | 2 | |

(参考)

| | 移行ﾎﾟｰﾄﾌｫﾘｵ（4～9月） | 4月末 | | 5月末 | | 6月末 | | 7月末 | | 8月末 | | 9月末 | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | 構成割合 | 乖 離 | 構成割合 | 乖 離 | 構成割合 | 乖 離 | 構成割合 | 乖 離 | 構成割合 | 乖 離 | 構成割合 | 乖 離 |
| 債券 | 58.00% | 58.52% | 0.52% | 59.71% | 1.71% | 59.34% | 1.34% | 60.52% | 2.52% | 62.40% | 4.40% | 63.16% | 5.16% |
| 転換社債 | 4.00% | 1.28% | -2.72% | 1.28% | -2.72% | 1.19% | -2.81% | 0.99% | -3.01% | 0.87% | -3.13% | 0.79% | -3.21% |
| 国内株式 | 22.00% | 24.82% | 2.82% | 23.93% | 1.93% | 23.91% | 1.91% | 22.61% | 0.61% | 21.80% | -0.20% | 21.05% | -0.95% |
| 外国株式 | 11.00% | 13.33% | 2.33% | 12.62% | 1.62% | 12.69% | 1.69% | 12.92% | 1.92% | 11.98% | 0.98% | 11.63% | 0.63% |
| 短期資産 | 5.00% | 2.04% | -2.96% | 2.45% | -2.55% | 2.88% | -2.12% | 2.96% | -2.04% | 2.95% | -2.05% | 3.35% | -1.65% |
| 合　計 | 100.00% | 100.00% | | 100.00% | | 100.00% | | 100.00% | | 100.00% | | 100.00% | |

（注1）平成13年度に市場投入した新規寄託金の合計は1兆9，907億円です。
（注2）「乖離」は、資産構成割合と移行ポートフォリオの乖離状況の数値です。
（注3）短期資産の（）内額は、財政融資資金借入利息の支払に充てたものを内数として示したものです。（利息の支払のために、各資産を売却することはコストを要するため、短期資産を充当したもの。）

平成13年度（10～3月）資金配分・回収状況

単位：億円）

| | 10月 | | 11月 | | 12月 | | 1月 | | 2月 | | 3月 | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | 配分額 | 回収額 | 配分額 | 回収額 | 配分額 | 回収額 | 配分額 | 回収額 | 配分額 | 回収額 | 配分額 | 回収額 |
| 国内債券 | 0 | 1,996 | 0 | 1,500 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 609 |
| 国内株式 | 6,867 | 261 | 700 | 0 | 1,200 | 0 | 1,416 | 0 | 1,810 | 0 | 995 | 65 |
| 外国債券 | 3,432 | 451 | 400 | 0 | 1,000 | 0 | 585 | 0 | 492 | 694 | 791 | 990 |
| 外国株式 | 4,148 | 1,334 | 400 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 209 | 0 | 138 |
| 短期資産 | 3,268<br>(3,233) | 3,432 | 5 | 0 | 3,004 | 0 | 0 | 1,513 | 909 | 2,302 | 4,288<br>(3,119) | 361 |
| 合　計 | 17,715 | 7,474 | 1,505 | 1,500 | 5,204 | 0 | 2,001 | 1,513 | 3,211 | 3,206 | 6,074 | 2,163 |
| 新規寄託金 | 10,241 | | 5 | | 5,204 | | 488 | | 5 | | 3,911 | |

参考）

| | 移行ポートフォリオ（14年3月末目標値） | 9月末（注4） | | 10月末 | | 11月末 | | 12月末 | | 1月末 | | 2月末 | | 3月末 | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | 構成割合 | 乖　離 | 構成割合 | 乖　離 | 構成割合 | 乖　離 | 構成割合 | 乖　離 | 構成割合 | 乖　離 | 構成割合 | 乖　離 | 構成割合 | 乖　離 |
| 国内債券 | 52.00% | 60.01% | 8.01% | 57.57% | 5.57% | 56.97% | 4.97% | 54.92% | 2.92% | 55.46% | 3.46% | 54.95% | 2.95% | 53.84% | 1.84% |
| 国内株式 | 26.00% | 21.45% | -4.55% | 23.64% | -2.36% | 23.90% | -2.10% | 23.55% | -2.45% | 23.16% | -2.84% | 24.23% | -1.77% | 25.57% | -0.43% |
| 外国債券 | 6.00% | 3.55% | -2.45% | 4.57% | -1.43% | 4.47% | -1.53% | 4.97% | -1.03% | 5.18% | -0.82% | 5.00% | -1.00% | 5.04% | -0.96% |
| 外国株式 | 14.00% | 11.63% | -2.37% | 12.96% | -1.04% | 13.83% | -0.17% | 14.61% | 0.61% | 14.48% | 0.48% | 14.22% | 0.22% | 14.31% | 0.31% |
| 短期資産 | 2.00% | 3.35% | 1.35% | 1.26% | -0.74% | 0.84% | -1.16% | 1.95% | -0.05% | 1.72% | -0.28% | 1.60% | -0.44% | 1.23% | -0.77% |
| 合　計 | 100.00% | 100.00% | | 100.00% | | 100.00% | | 100.00% | | 100.00% | | 100.00% | | 100.00% | |

（注1）平成13年度に市場投入した新規寄託金の合計は1兆9，907億円です。
（注2）「乖離」は、資産構成割合と移行ポートフォリオの乖離状況の数値です。
（注3）短期資産の（）内額は、財政融資資金借入利息の支払に充てたものを内数として示したものです。利息の支払のために、各資産を売却することはコストを要するため、短期資産を充当したもの。）
（注4）9月末の各資産の構成割合と、移行ポートフォリオ（14年3月末目標値）の資産構成割合を比較したものです。

# 4. 各資産の運用状況

## ⑴ 基金の運用の目標

○　「運用の基本方針」においては、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、管理運用方針において、下に示すとおり各資産ごとにベンチマーク収益率を確保することを目標としています。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こととしています。以下の分析では、基金としての運用初年度である平成１3年度のデータを基に分析を行っていますが、１4年度以降は複数年度を通じたデータ分析を行うこととなります。

（管理運用方針（抜粋））

第1の1. 管理及び運用の目標

基金は、厚生労働大臣が定めた基金に係る政策的資産構成割合（4⑴の市場運用資金に係るものに限る。以下「基金ポートフォリオ」という。）で定める資産毎の５年間平均の年率時間加重収益率（運用手数料控除前のものとし、4⑴の市場運用資金に係るものに限る。）で、ベンチマーク（基金ポートフォリオのベンチマークは、別表に記載。）の収益率を確保することを目標とする。

## ⑵ 資産ごとの運用状況

ベンチマーク収益率をどれだけ上回ったかを示す超過収益率を各資産ごとにみると、下表のとおりであり、平成13年度単年度においては、短期資産についてはベンチマーク収益率を確保できたものの、国内債券、国内株式、外国債券、外国株式についてはベンチマーク収益率を確保できませんでした。

| 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 | | 0．87% | 0．95% | －0．08% |
| | 運用機関 | 0．81% | 0．95% | －0．14% |
| | 自家運用 | 1．06% | 0．95% | 0．11% |
| 国内株式 | | －17．05% | －16．18% | －0．86% |
| 外国債券 | | 6．20% | 8．12% | －1．92% |
| 外国株式 | | 3．67% | 4．14% | －0．47% |
| 短期資産 | | 0．15% | 0．09% | 0．06% |

（注１）「国内債券」の年度前半（4～9月）は、外国債券を含みます。
（注２）「外国債券」については、13年度後半の移行ポートフォリオにより設定された資産区分であり、１０～3月の数値。他は4～3月の数値。

○　ただし、国内債券については、旧年金福祉事業団のポートフォリオにおいては、外国債券を国内債券の代替資産として用いることをポートフォリオ上明確に規定していたので、年度前半においては、約1兆円の外国債券が国内債券の代替資産として運用されていました。一方、年度後半は、基本ポートフォリオに従った運用対象資産構成となっているため、外国債券は独立した運用資産とされています。

このように、国内債券は年度を通じて独立の資産区分とされていたものの、年度の前半と後半において外国債券の取扱いが異なっているため、年度前半、後半をそれぞれ独立して評価することとしています。

国内債券の年度前半（4～9月）の収益率は、下表のとおり、ベンチマーク収益率を確保できませんでした。

| 年度前半 | 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 | 0．42% | 0．58% | －0．16% |
| 運用機関 | 0．37% | 0．58% | －0．21% |
| 自家運用 | 0．61% | 0．58% | 0．03% |

注）4～9月は、外国債券が含まれていたため、円高の進行により、ベンチマークに対する超過収益率がマイナスの結果となりました。

また、年度後半（10～3月）の収益率は、下表のとおり、ベンチマーク収益率を確保できました。

| 年度後半 | 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 | 0．44% | 0．37% | 0．07% |
| 運用機関 | 0．44% | 0．37% | 0．07% |
| 自家運用 | 0．45% | 0．37% | 0．08% |

注）10～3月は、国内債券のみです。

○　また、転換社債の資産区分は、年度後半の移行ポートフォリオにおいてなくなりましたが、その4～9月の収益率は、転換社債についてのベンチマーク収益率を確保できませんでした。

| 年度前半 | 時間加重収益率 | ベンチマーク収益率 | 超過収益率 |
|---|---|---|---|
| 転換社債 | －8．35% | －7．23% | －1．12% |

①国内債券（4～9月、超過収益率－0．16%）

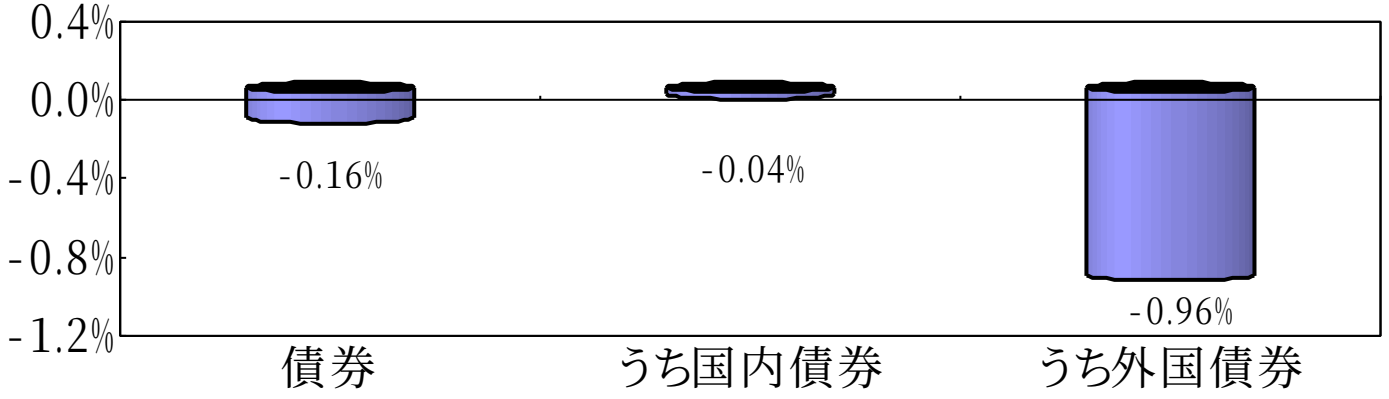
○　4～9月におけるベンチマークとの収益率の乖離をみると、債券のうち国内債券は－0．04%とほぼベンチマーク並みであったのに対し、国内債券の代替資産として保有していた外国債券は－0．96%とベンチマークを大きく下回っていました。

○　4～9月においては、国内債券のベンチマーク収益率（NOMURA－BP総合）は0．58%と堅調であったのに対し、外国債券の市場平均収益率（SSB－WGBI）は円高により0．29%と国内債券より低く、このためこの期間に限ってみれば、外国債券を代替資産として組み入れたことは、ベンチマークとの収益率の乖離にマイナスの結果をもたらしました。

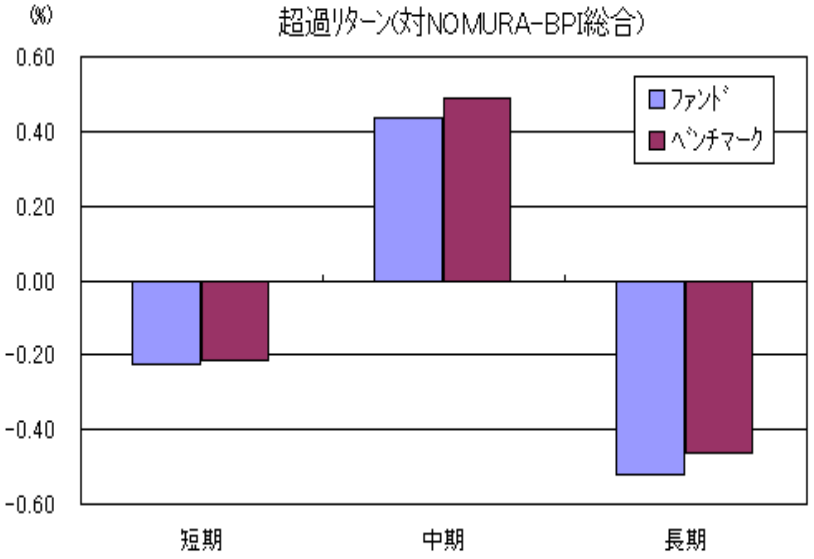
（参考）　円／ドル　レート

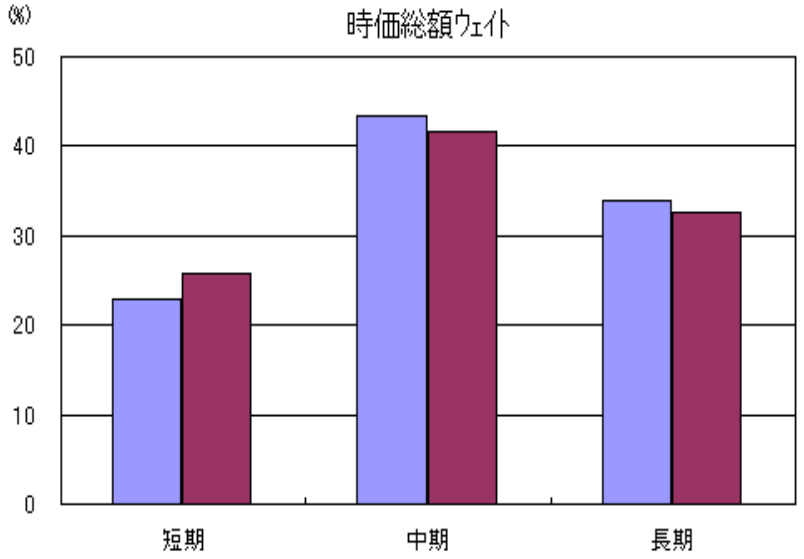
（平成13年3月末）　125．32円　－4．9%→　（平成13年9月末）　119．13円

超過収益率（対NOMURA－BP総合）

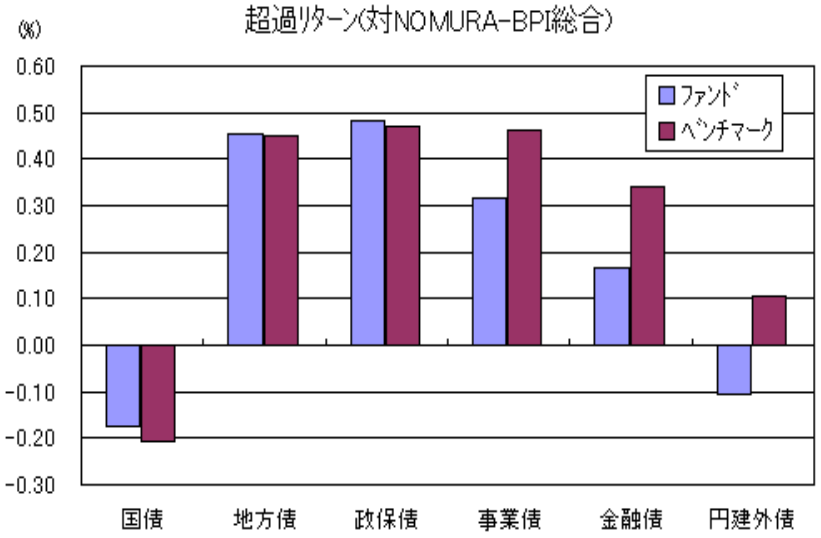


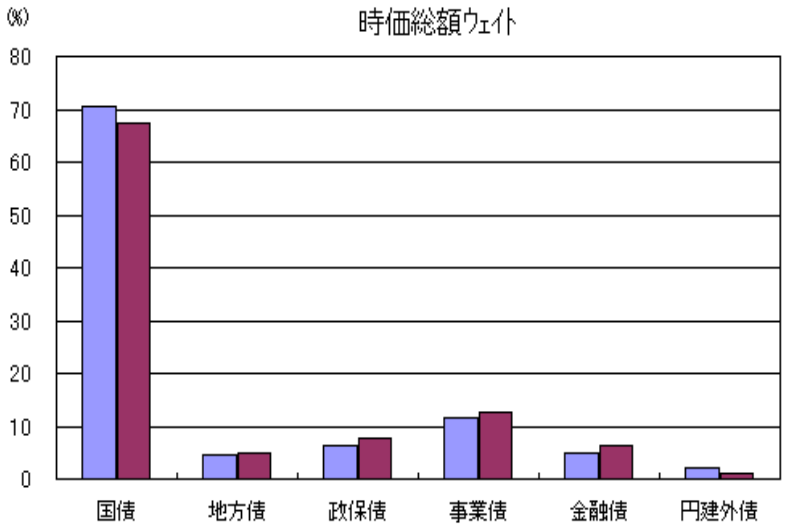
○　また、国内債券について残存期間別でみると、短期、中期、長期のいずれにおいてもファンドの収益率がベンチマークの収益率を下回っており、また、ベンチマーク収益率（NOMURA－BP総合）に比べベンチマークの残存期間別で収益率の低かった長期債の組み入れ比率が高かったことにより、全体としてベンチマーク収益率（NOMURA－BP総合）を下回ることとなりました。



○　さらに債券種別でみると、事業債、金融債、円建外債でファンドの収益率がベンチマークの収益率を下回っており、また、ベンチマーク収益率（NOMURA－ＢＰ総合）に比べベンチマークの債券種別で収益率の低かった国債の組み入れ比率が高かったこと等により、全体としてベンチマーク収益率（NOMURA－ＢＰ総合）を下回りました。




○　4月～9月における自家運用のベンチマーク収益率との乖離は0．03%でした。

自家運用における国内債券の運用は、国内債券の中核的な役割を担うパッシブファンドの管理運用（国内債券パッシブファンド）と基金全体の資産構成や配分先の変更を行う場合の資金源の役割を担う調整（調整ファンド）という二つのファンドで国内債券パッシブ運用を行っています。それぞれについてベンチマーク収益率との乖離をみると、以下のとおりでした。

国内債券パッシブファンドのベンチマーク収益率との乖離は０．04%とベンチマーク収益率と同程度の収益率を確保することができました。また、調整ファンドについては、機動的な調整を行うため、投資対象を国債に限ったパッシブファンドですが、４～９月については、収益率の高かった事業債を保有していないことがマイナスに影響し、ベンチマーク収益率との乖離は－0．11%と若干ベンチマーク収益率を下回る結果となりました。

参考）各ファンドの時価総額（平成13年 9月末）

国内債券パッシブファンド：３兆１，４24億円

調整ファンド　　：　　３，５93億円

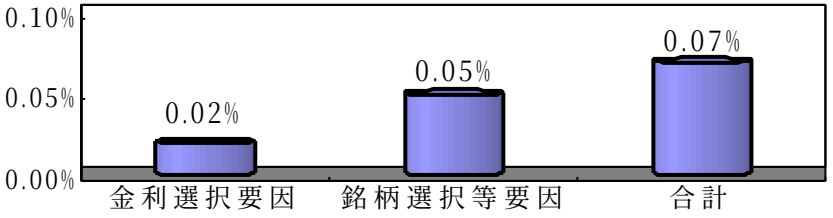
②国内債券（10～３月、超過収益率０．07%）

○　10～３月におけるベンチマークとの収益率の乖離をみると、アクティブ運用は０．１０%、パッシブ運用は０．05%となっており、１０～３月の国内債券全体の超過収益率０．０７%は、主にアクティブ運用によるものでした。（3月末の国内債券ポートフォリオに占める割合は、アクティブ**運用４９．３３%**、パッシブ**運用５０．６７%**。）

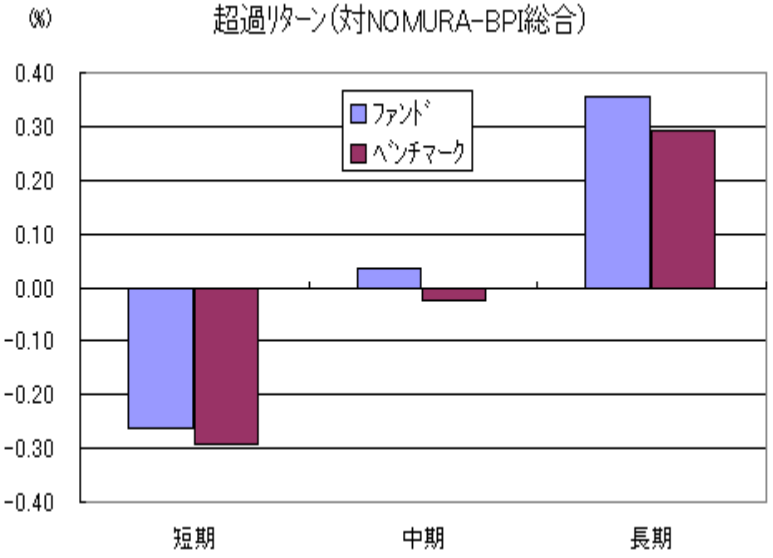
○　基金が運用委託している国内債券アクティブ運用機関は、主として、金利水準を予測する手法、国債や社債など債券の種類別の期待収益率を予測する手法、個別銘柄の割安・割高に着目して収益を獲得する手法などを組み合わせた運用を行っています。

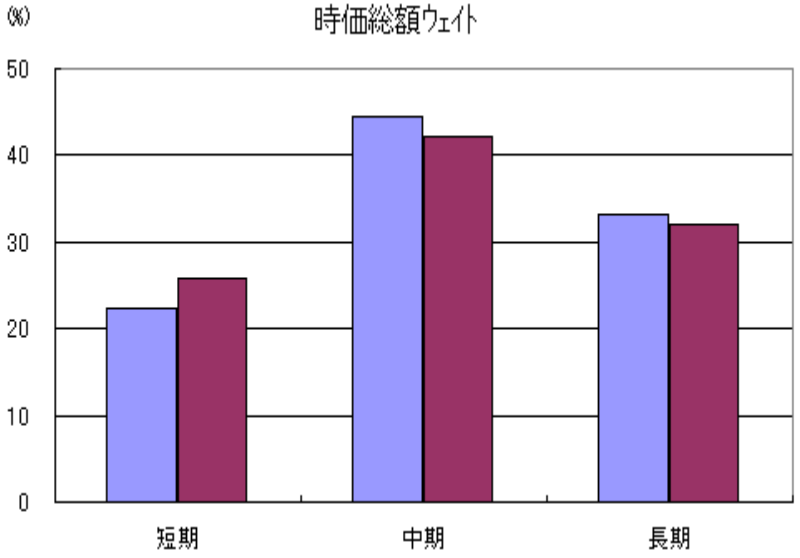
○　10～３月においては、主として銘柄選択等要因により、ベンチマーク収益率を確保できました。

超過収益率の要因別内訳



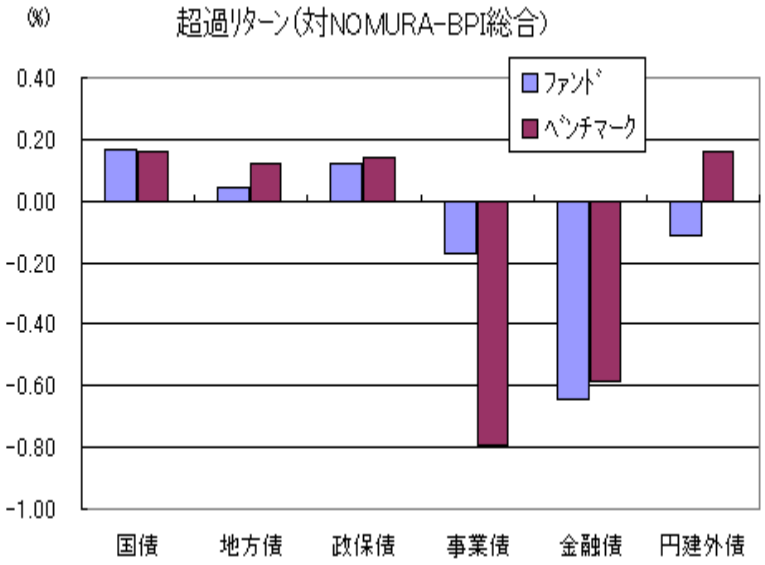
○　また、残存期間別でみると、短期、中期、長期のいずれにおいてもファンドの収益率がベンチマークの収益率を上回っており、また、ベンチマーク収益率（NOMURA－ＢＰ総合）に比べベンチマークの残存期間別で収益率の高かった長期債の組み入れ比率が高く、ベンチマーク収益率（NOMURA－ＢＰ総合）に比べベンチマークの残存期間別で収益率の低かった短期債の組み入れ比率が低かったことにより、全体としてベンチマーク収益率（NOMURA－ＢＰ総合）を確保することができました。

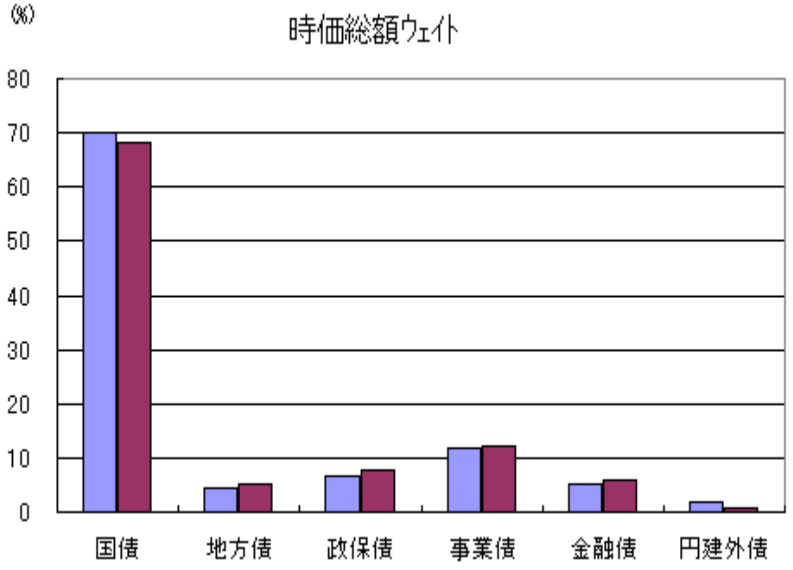


○　さらに、債券種別でみると、特に事業債でファンドの収益率がベンチマークの収益率を大きく上回っており、これにより全体としてベンチマーク収益率（NOMURA－BP総合）を確保することができました。これは、倒産銘柄が増加する中、高格付けの債券を保有していたことによるものです。

　なお、種別ごとの債券保有比率は、ほぼベンチマークどおりであり、これによる超過収益への影響はほとんどありませんでした。



○　10～3月における自家運用のベンチマーク収益率との乖離は0．08%でした。

自家運用における国内債券の運用は、国内債券パッシブファンドと調整ファンドで構成されており、それぞれ以下のとおりでした。

まず、国内債券パッシブファンドのベンチマーク収益率との乖離は0．07%とベンチマーク収益率と同程度の収益率を確保することができました。

また、調整ファンドについては、機動的な調整を行うため、投資対象を国債に限ったパッシブファンドですが、これとベンチマーク収益率との乖離は、0．17%とこれもベンチマーク収益率と同程度の収益率を確保することができました。

国内債券パッシブファンドにおいては、デュレーション等のリスク特性がベンチマークポートフォリオと同じとなるようにポートフォリオを構築しており、これが適切に行われたことによりベンチマーク収益率と同程度の収益率を確保することができました。

また、調整ファンドは、国債のみによる運用であり、事業債の収益率悪化の影響を受けなかったため、若干ベンチマーク収益率を上回る収益率となりました。

参考）各ファンドの時価総額（平成14年3月末）

国内債券パッシブファンド：3兆1，561億円

調整ファンド　　：　3，612億円

③国内株式（超過収益率－0．86%）

○　ベンチマーク収益率との乖離をみると、アクティブ運用は－0．76%、パッシブ運用は－0．48%となっており、国内株式全体の超過収益率－0．86%は、アクティブ運用が大きな影響を与えました（3月末の国内株式ポートフォリオに占める割合は、アクティブ運用55．76%、パッシブ運用４４．２４%。）。

○　アクティブ運用の内容をさらに成長株運用（グロース株運用）型か割安株運用（バリュー株運用）型かという視点から区分し、分析、検証すると、基金の国内株式アクティブ運用のポートフォリオ全体では、成長株運用（グロース株運用）の割合（約7割）が割安株運用（バリュー株運用）の割合（約3割）を上回っています。

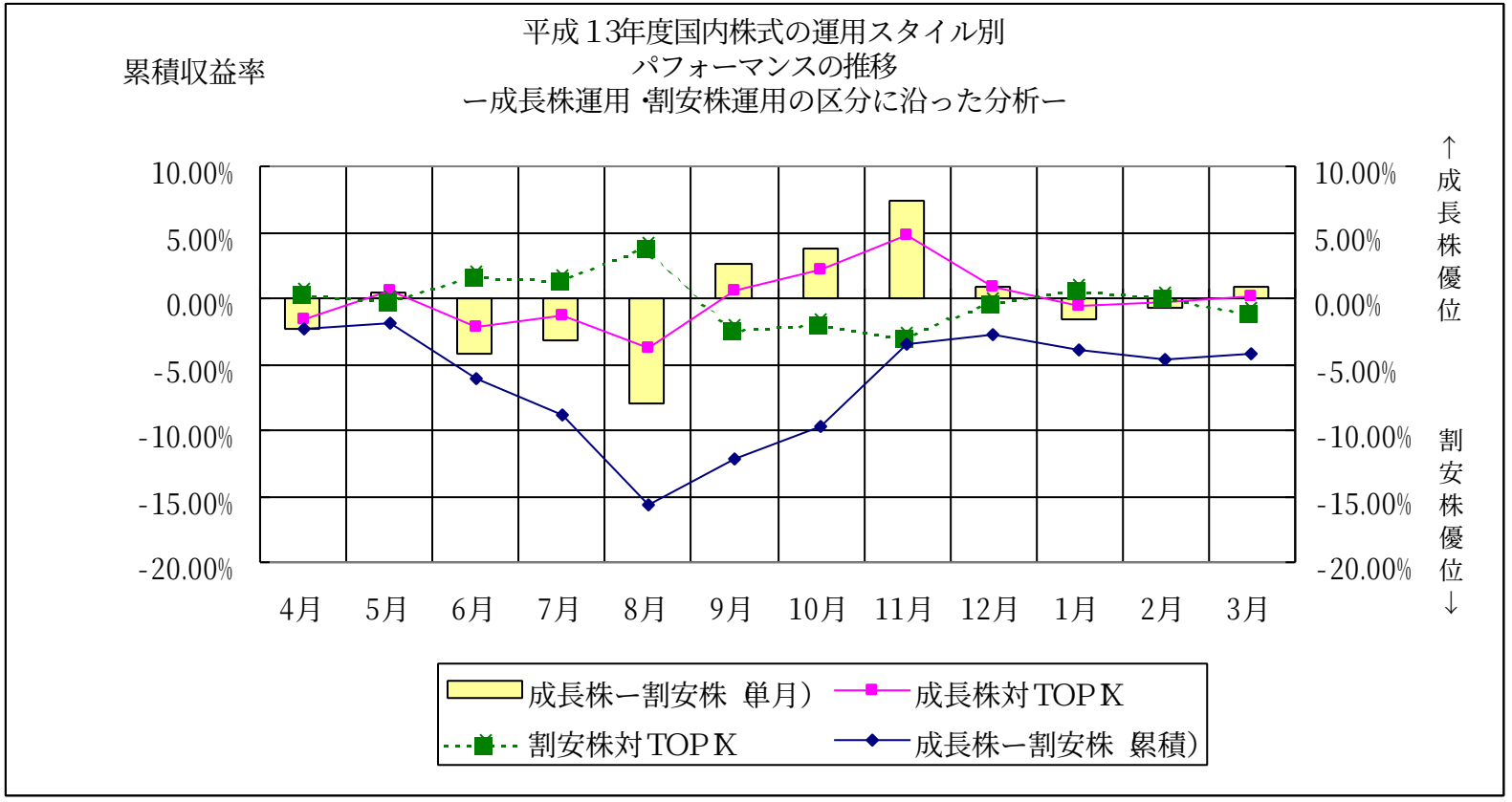
○　我が国においては、これまで、運用機関における国内株式の運用スタイルは必ずしも明確ではありませんでしたが、近年の規制緩和の推進、競争の激化などにより、一部の運用機関では運用スタイルが明確になってきました。運用受託機関の運用スタイルを適切に組み合わせることは、今後の課題ですが、現状においては、基金の国内株式アクティブ運用の運用スタイルは、成長株運用（グロース株運用）の割合が割安株運用（バリュー株運用）を上回っています。

○　運用スタイルごとの市場平均収益率（RUSSELL／NOMURA日本株スタイルインデックス）を比較すると、１３年度は、成長株が割安株に4．18%劣後するという結果となりました。

（参考）ベンチマーク（TOPIX）に対する超過収益率（平成13年度）
成長株運用：－0．99%　　割安株運用：3．19%

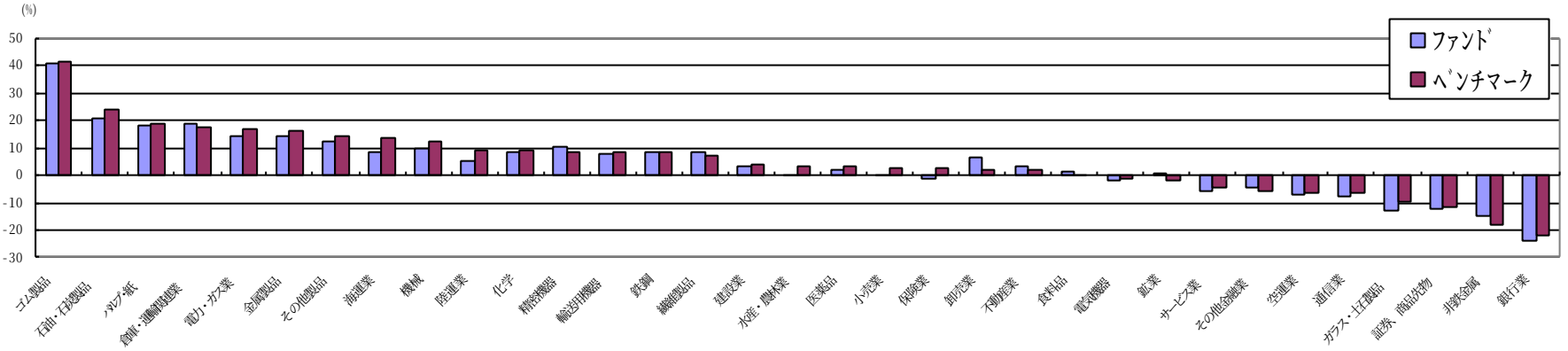
○　このような傾向の影響も受けて、基金の国内株式アクティブ運用の超過収益率は－0.76%と、ベンチマーク収益率を下回りました。

なお、アクティブ運用においては、長期的に超過収益率をあげるためにアクティブ・リスクをとっていますが、その結果、短期的にはベンチマーク収益率を下回る結果となる場合があります。

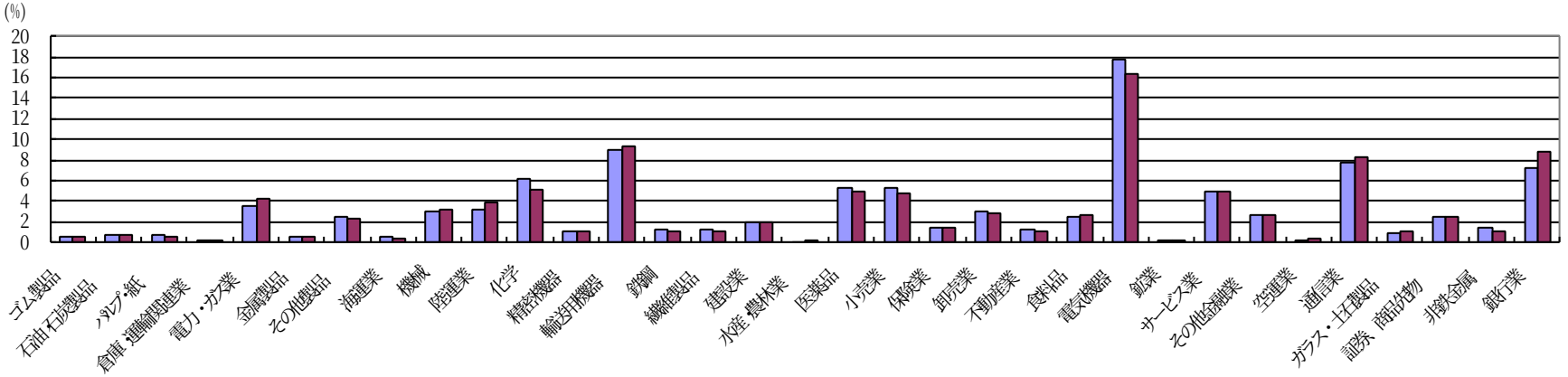


○　また、業種別でみると、ベンチマーク収益率（TOPIX）に比べベンチマークの業種別で収益率の低かった電気機器の組み入れ比率がベンチマークより高く、ベンチマーク収益率（TOPIX）に比べベンチマークの業種別で収益率の高かった電力・ガスの組み入れ比率が低かったこと等により、全体としてベンチマーク収益率（TOPIX）を下回ることとなりました。

超過ﾘﾀｰﾝ（対TOPIX）




時価総額ｳｪｲﾄ



④外国債券（10～3月、超過収益率－1．92%）

○　10～3月におけるベンチマークとの収益率の乖離をみると、アクティブ運用は－0．08%、パッシブ運用は－2．93%となっており、１０～３月の外国債券全体の超過収益率－1．92%は、主にパッシブ運用によるものでした。（3月末の外国債券ポートフォリオに占める割合は、アクティブ運用２８．５８%、パッシブ運用７１．４２%。）

○　パッシブ運用については、基本的にベンチマークは為替ヘッジなしのものとしていますが、外国債券の一部に含まれるアセット･アロケーション調整ファンド（旧年金福祉事業団において設けられていたもので、14年度に廃止。）については、為替ヘッジ付きのベンチマークとしていました。この結果、平成１３年１２月に急激に円安が進行した際、外国債券のベンチマーク収益率そのものが大きくプラスとなる中で、基金の外国債券ポートフォリオについては為替ヘッジの分だけベンチマーク収益率よりも低い収益率にとどまりました（ちなみに、調整ファンドを除いた外国債券ポートフォリオの対ベンチマーク収益率は0．22%。）。

（注）　アセット･アロケーション調整ファンド（調整ファンド）は、旧年金福祉事業団において、毎年度の新規資金が多くない中、ポートフォリオ全体の資産構成割合を変更するために設けたものです。調整ファンドでは、資産構成割合の変更のため、ある資産を売却し、一旦現金化した上で他の資産を購入しますが、その際為替リスクの影響の大きい外国債券については為替ヘッジ付きとし、為替リスクを抑制していました。なお、今後の寄託金の増加を踏まえ、調整ファンドは１４年度に入り廃止しました。

（参考）

1．為替レート

11月末　123．12円　―＋6．45%→　12月末　131．06円

2．外国債券における為替ヘッジ比率（平成14年3月末）

22．7%（為替予約残高（売却から購入を差し引いた純額）の外国債券時価総額に対する比率）

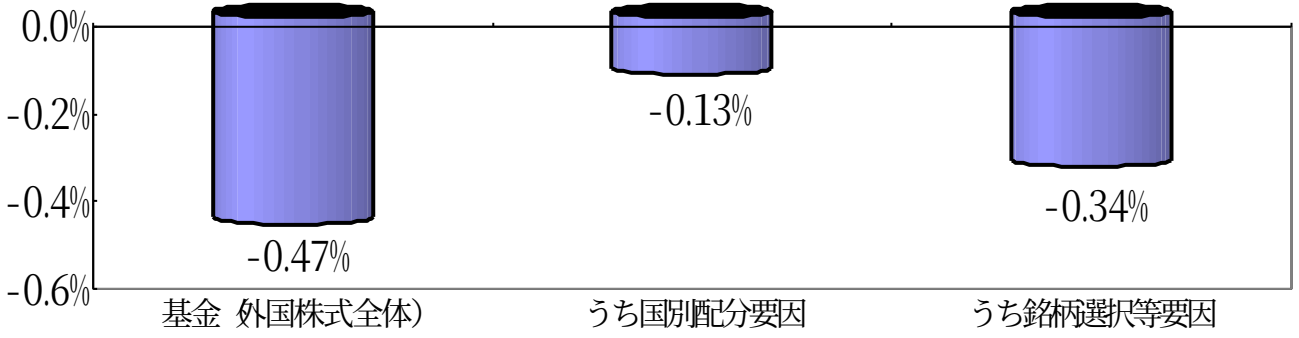
⑤外国株式（超過収益率－0．47%）

○　ベンチマーク収益率との乖離をみると、アクティブ運用は－0．89%、パッシブ運用は－0．43%となっており、外国株式全体の超過収益率－0．47%は、主にアクティブ運用によるものでした（3月末の外国株式ポートフォリオに占める割合は、アクティブ運用46．75%、パッシブ運用５３．２５%。）。

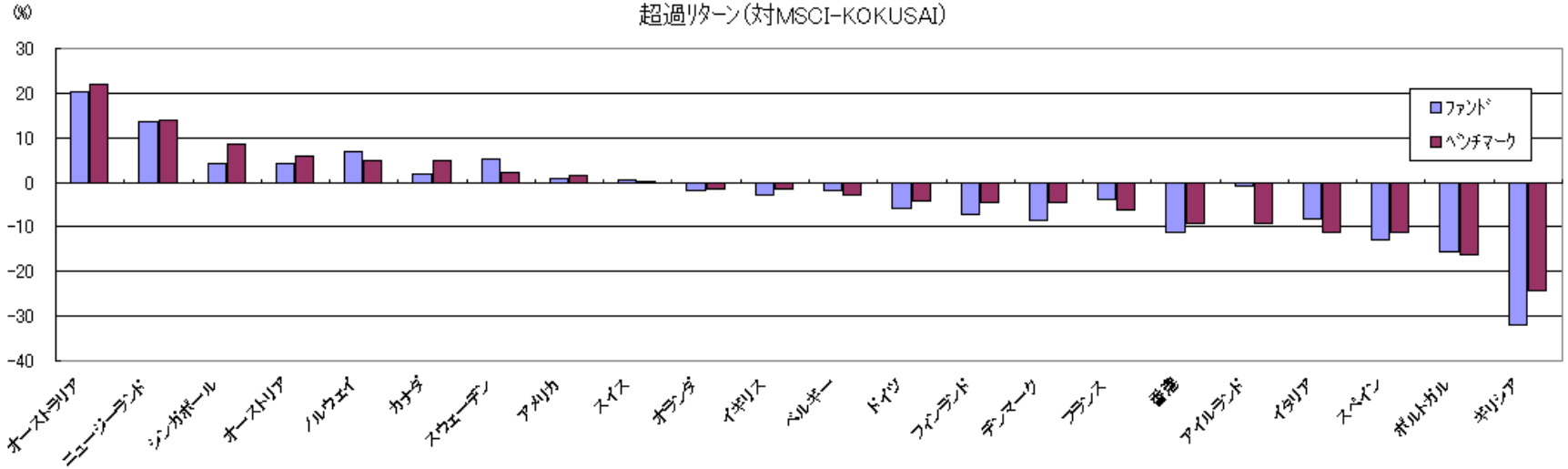
○　基金が運用委託している外国株式アクティブ運用機関は、国別配分（カントリーアロケーション）を決めた上で各国ごとに個別銘柄の選択を行う、いわゆるトップダウン・アプローチや、各国横断的にセクターの中で銘柄選択を行う、いわゆるボトムアップ・アプローチにより運用を行っています。

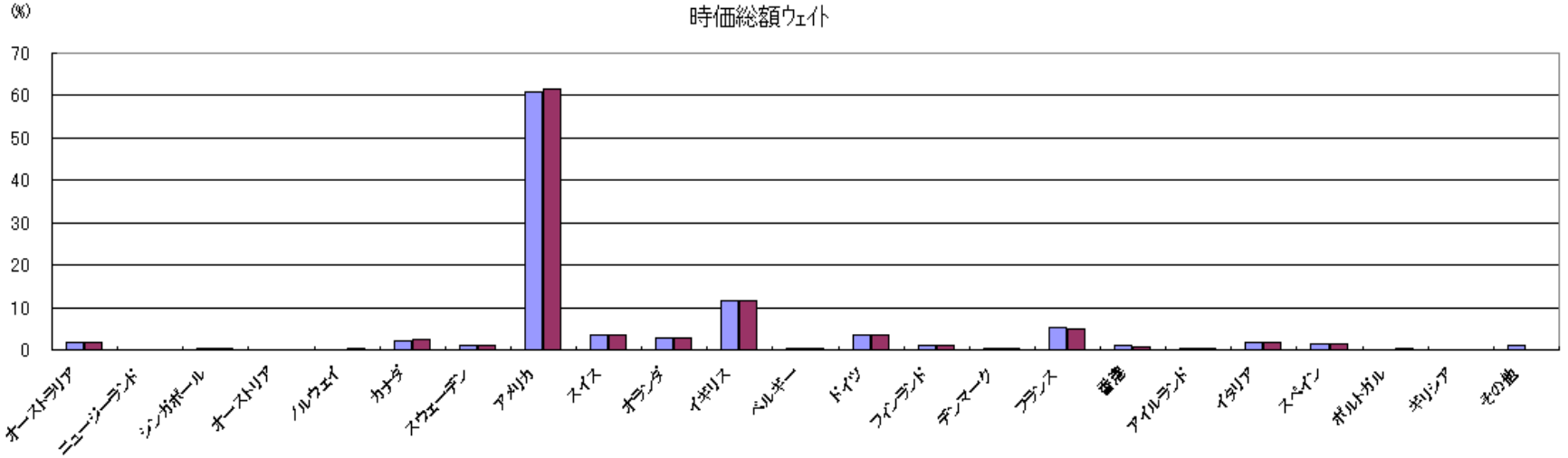
○　米国同時多発テロ事件の直後に、一旦市場平均収益率が大きく落ち込んだ後、米国株式市場をはじめ一般的な予測より早期に景気回復が見られました。多くの運用機関においては、景気回復が遅れるという判断から食品、日用品等景気変動の影響を受けにくい銘柄にシフトしていたことから、ベンチマーク収益率に追随できなかったものと考えられます。

超過収益率（対ＭＳＣＩ－ＫＯＫＵＳＡ）の要因別内訳



○　また、国別でみると、特に投資比率の高いアメリカ及びイギリスにおいてファンドの収益率がベンチマークの収益率を下回ったことにより、全体としてベンチマーク収益率（MSCI-KOKUSAI）を下回ることとなりました。



⑥短期資産（超過収益率０．０６％）

○　短期資産については、運用機関において債券、株式等の証券に投資するまでの間の滞留資金等として保有されています。

○　短期資産のベンチマークは、譲渡性預金（CD）3ヶ月ですが、信託銀行においては、短期資産を金銭信託（合同口）で運用している場合が多く、ベンチマーク収益率を若干上回る結果となっています。

⑦転換社債（4～9月、超過収益率－１．１２％）

○　転換社債は、基金における運用としては、4～9月の間は、旧年金福祉事業団の方針どおりに、アクティブ運用において独立の投資対象資産として用いられてきました。

○　しかしながら、平成１３年度後半の移行ポートフォリオからは、独立した投資対象でなくなるため、転換社債は原則として売却することとしました。なお、売買コスト、市場インパクトを考慮し、投資可能なものは償還期限まで保有することとしました。

○　4～9月の超過収益率は－１．１２％でしたが、上記方針を踏まえ、上半期から徐々に売却を進め、ポートフォリオの再構築は行わなかったため、対ベンチマーク比では、マイナスの超過収益となったものです。

## ⑶ 自家運用の状況

### ①自家運用の役割

基金は、運用の効率化の観点から、運用資産の一部について自ら管理・運用を行っています。自家運用は、次の役割を担っています。

○財投債の管理及び運用（財投債ファンド）
○国内債券の中核的なパッシブファンドの管理・運用（国内債券パッシブファンド）
○基金全体の資産構成や配分先の変更を行う場合の調整（調整ファンド）
○納付金の納付などに必要な流動性の確保（資金管理ファンド）

### ②運用実績

国内債券パッシブファンド及び調整ファンドの運用実績については、60ページと63ページに記載したとおりです。

なお、自家運用において保有している国債を有効に活用して、収益の向上を図るため、基金では、信託の方法による国債の貸付け（運用有価証券信託）を開始しました。

平成13年度においては、運用有価証券信託先を公募の上、信託銀行3社を選定し、これらに対し額面1兆8,000億円（平成13年度末）の国債を信託しました。平成13年度の運用有価証券信託の収益額（運用手数料控除前）は1億9,000万円となっています。

## ⑷ 複合市場収益率（複合ベンチマーク収益率）との比較

○　基金は、各資産ごとにベンチマーク収益率を確保することを目標としています。一方、「運用の基本方針」では、「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」こととされているため、以下では資産全体の収益率について複合市場収益率（複合ベンチマーク収益率）と比較します。

平成13年度の資産全体の時間加重収益率は－2．65%、移行ポートフォリオ（なお年度前半は旧年金福祉事業団の基本ポートフォリオと同様のもの。）を基に計算される複合市場収益率－1．48%となっており、複合市場収益率と単純に比較すると、－1．17%となります。

しかし、基金においては、「運用の基本方針」で定められた移行ポートフォリオの実現に向けて徐々に移行することとしており、資金配分に当たっては、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しないこととするなど、厚生労働大臣が定めた乖離許容幅の範囲内に収まるよう資産構成割合を調整しています。

○　このため、毎月の実際の資産構成割合を、いわば移行ポートフォリオで定められた資産構成割合とみなして複合市場収益率（下表のC）を計算すると、－2．18%であり、先に説明した基金の資産全体の時間加重収益率－2．65%との差は－0．48%となります。

| | | |
|---|---|---|
| 資産全体の時間加重収益率 | A | －2．65% |
| 複合市場収益率 | B | －1．48% |
| 調整後の複合市場収益率 | C | －2．18% |
| A － C | | －0．48% |

※C＝｛1＋Σ（4月の月中平残に基づく実績資産構成割合×4月の各資産のベンチマーク収益率）｝×…×｛1＋Σ（3月の月中平残に基づく実績資産構成割合×3月の各資産のベンチマーク収益率）｝－1

## 5. 財投債の状況

①財投債の評価額

「運用の基本方針」において、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」ものとされています。平成13年度末の残高は、具体的には次のとおりです。

| 年限種別 | 簿価（償却原価法） | 時価 |
|---|---|---|
| 2年債 | 1兆9,854億円 | 1兆9,869億円 |
| 5年債 | 4兆4,633億円 | 4兆4,836億円 |
| 10年債 | 4兆9,685億円 | 4兆9,473億円 |
| 20年債 | 4,966億円 | 4,939億円 |
| 合計 | 11兆9,138億円 | 11兆9,116億円 |

※ 財投債は厚生労働大臣からの指示により全額満期保有としています。

②財投債の収益額

690億円（利子459億円、引受手数料231億円）

③財投債の収益率（対財投債元本平均残高比）

1.13%（利子分0.75%、引受手数料分0.38%）

## 6. 損益の各勘定への按分額（時価ベース）

○　年金資金運用基金法では、厚生労働大臣から寄託された資金と、旧年金福祉事業団から承継した資産を、総合勘定で合同して運用することとし、各年度に発生した損益額については、寄託金や承継運用資産の元本などに応じて按分することとされています。

平成13年度の場合、総合勘定の損益額は、先に説明した運用手数料等控除前の総合収益額－6，564億円から運用手数料等の額308億円（注）を差し引き、財投債の収益額690億円を加えた－6，182億円となります。

（注）資産統合管理システム経費等を含んでいます。

○　この－6，１８２億円を、厚生保険特別会計、国民年金特別会計からの寄託金と、旧年金福祉事業団から承継した資産の元本などに応じて按分すると、以下のとおりとなります。

厚生年金勘定に　　－1，421億円
国民年金勘定に　　－248億円
承継資金運用勘定に　－4，513億円

○　承継資金運用勘定の累積利差損（時価）については、旧年金福祉事業団から承継した平成13年度期初の累積利差損－1兆7，025億円に、この按分額と未収金335億円（注）を加え、財務省の財政融資資金（旧資金運用部）に対する利子7，236億円を差し引いた－2兆8，440億円が、平成13年度末の累積利差損額（評価額）となります。なお、承継資金運用勘定の平成13年度末の数値は時価による評価額であり、今後の運用動向や市場の価格変動などにより改善され得るものですので、固定的に見ることは適切とはいえません。（旧年金福祉事業団が旧資金運用部から借り入れた借入金の償還期限は平成22年度。）

（注）この「未収金」とは、旧年金福祉事業団が投資していた外国株式の配当金に係る税還付金（253百万ドル）です。ただし、実際の還付額はその時点の為替レートにより変わります。

○　基金が運用している資産全体の13年度の損益状況をみるために、厚生年金勘定及び国民年金勘定に按分される損益額と承継資金運用勘定の累積利差損額とを合計すると、全体で－3兆109億円となります。

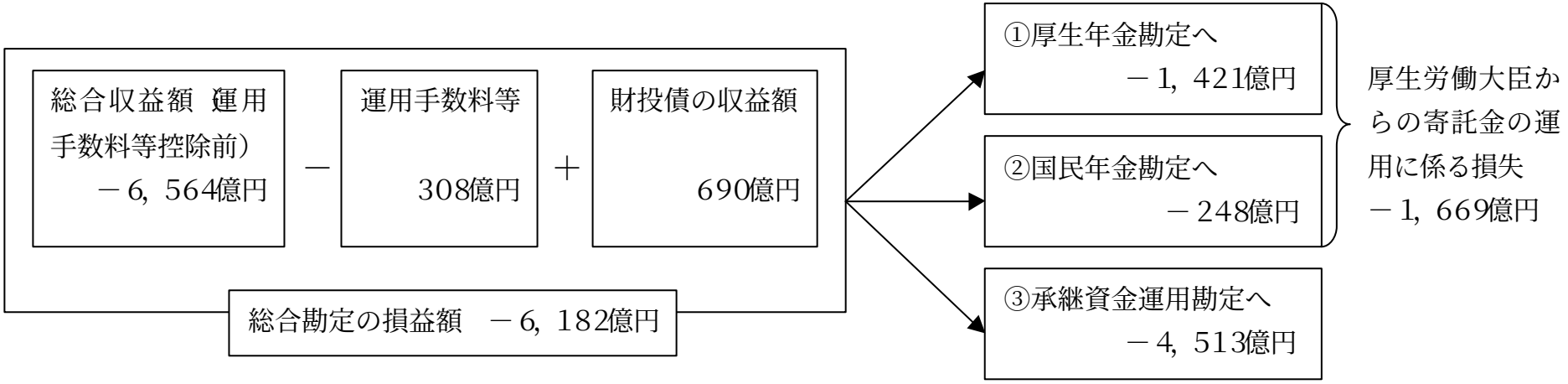
○　基金における市場運用分の13年度の総合収益額は－6，564億円（－2．48%）。これと引受財投債収益を合わせた損益合計は－6，182億円。

○　損益合計－6，182億円を法律に基づき3勘定に按分した結果、13年度の各勘定の損益は、厚生年金勘定－1，421億円、国民年金勘定－248億円、承継資金運用勘定－4，513億円。13年度の承継資金運用勘定の損益は、借入利息等－6，902億円を加えると、－1兆1，415億円。

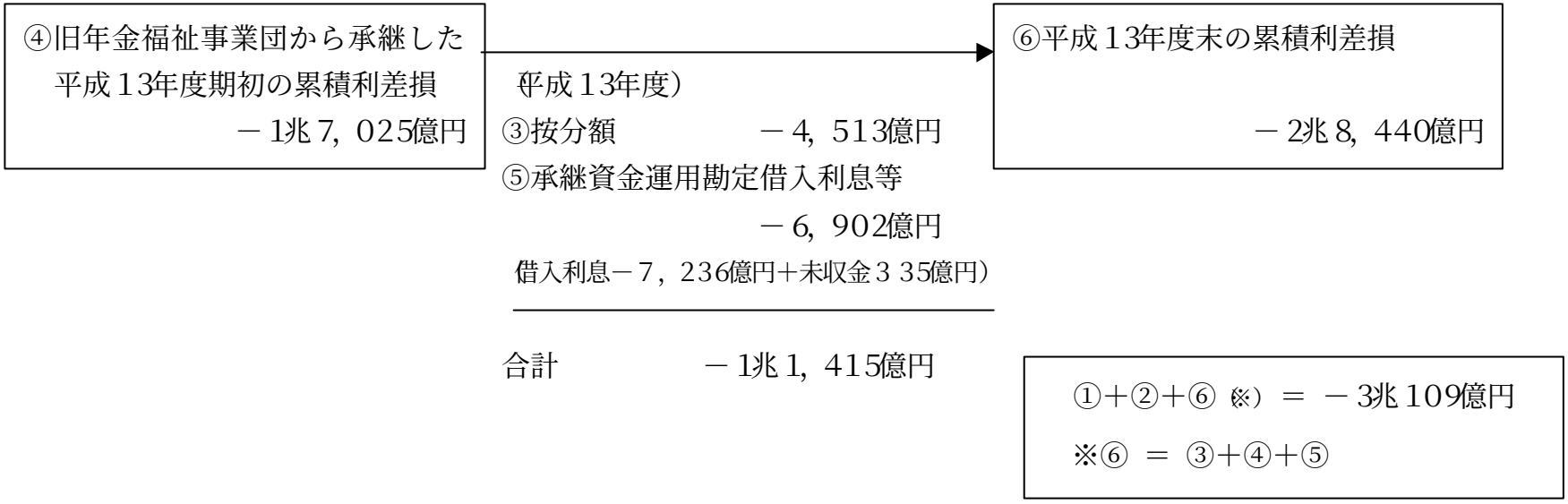
○　承継資金運用勘定の累積利差損は、13年度始に旧年金福祉事業団から承継した累積利差損－1兆7，025億円を合わせると、13年度末で－2兆8，440億円。

　これに、厚生年金勘定、国民年金勘定の損益を加えると、基金の管理運用資産に係る損益合計は、－3兆109億円。

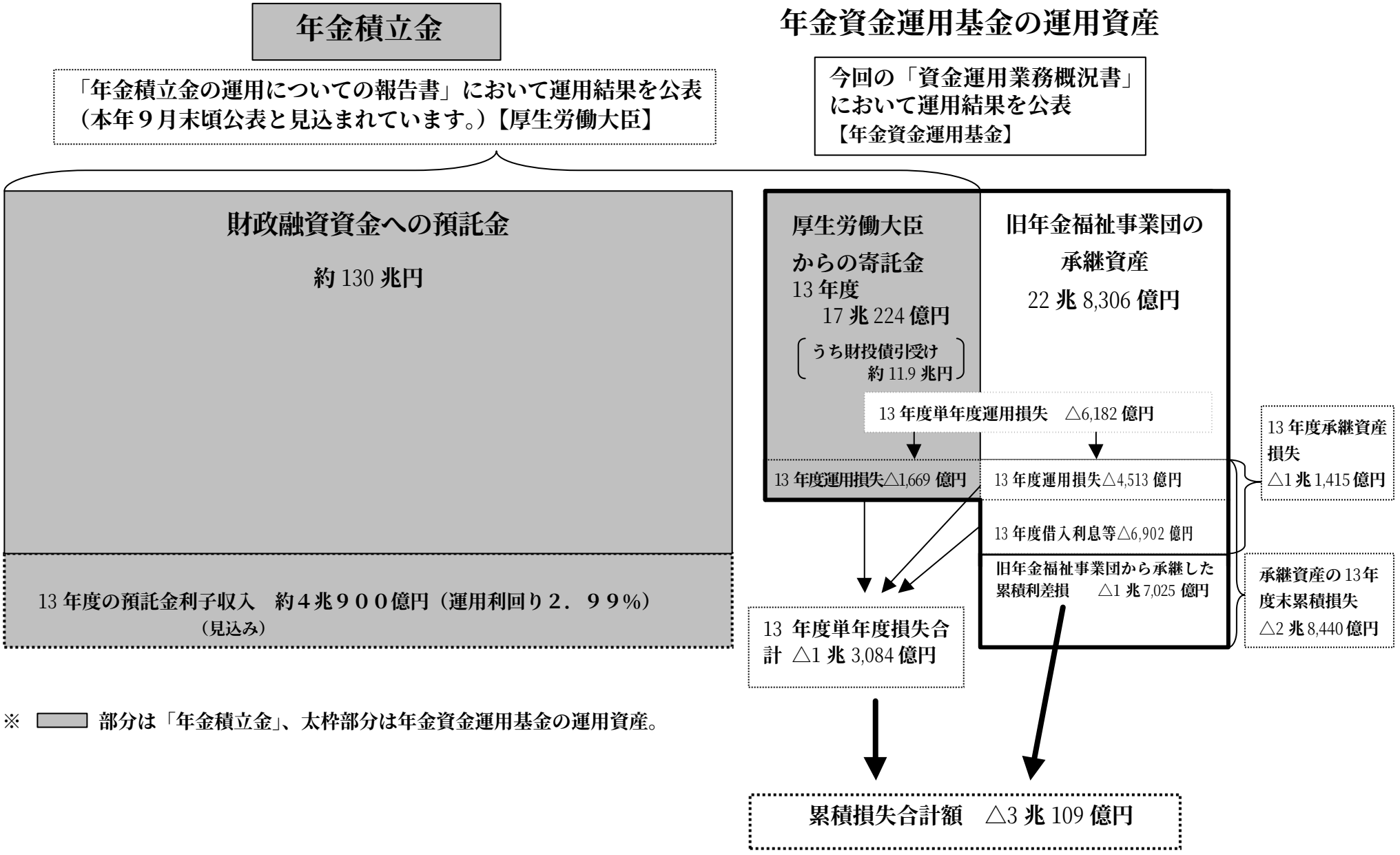
## 参考１）各勘定への損益の按分




## 参考２）承継資金運用勘定の累積利差損



## （参考３）　　平成１３年度　年金積立金及び年金資金運用基金の運用資産の運用結果




※　▭ 部分は「年金積立金」、太枠部分は年金資金運用基金の運用資産。

# （参考４）旧年金福祉事業団の損益（昭和61年度～平成12年度）及び承継資金運用勘定の損益（平成13年度以降）の推移

（単位：億円）

| 年度 | | | 61年度 | 62年度 | 63年度 | 元年度 | ２年度 | ３年度 | ４年度 | ５年度 | ６年度 | ７年度 | ８年度 | ９年度 | 10年度 | 11年度 | 12年度 | 13年度 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 借入金額 | 資金確保事業 | | 5,000 | 11,000 | 20,500 | 29,000 | 39,500 | 50,000 | 59,050 | 67,950 | 72,350 | 74,900 | 75,670 | 75,670 | 75,670 | 75,670 | 75,670 | ― |
| | 年金財源強化事業 | | ― | 10,000 | 22,700 | 38,000 | 56,000 | 76,500 | 102,400 | 126,650 | 146,150 | 155,650 | 161,860 | 171,860 | 181,860 | 191,860 | 198,560 | ― |
| | 合計 | | 5,000 | 21,000 | 43,200 | 67,000 | 95,500 | 126,500 | 161,450 | 194,600 | 218,500 | 230,550 | 237,530 | 247,530 | 257,530 | 267,530 | 274,230 | 243,006 |
| 収益額・率 | 総合収益額（運用手数料等控除前） | | 338 | 464 | 3,009 | 953 | 2,811 | 2,863 | 8,183 | 9,377 | -310 | 24,382 | 9,233 | 16,358 | 6,776 | 27,388 | -14,267 | ― |
| | 修正総合収益率（運用手数料等控除前、%） | | 17.07 | 3.25 | 8.36 | 1.56 | 3.30 | 2.54 | 5.78 | 5.32 | -0.15 | 12.01 | 4.13 | 7.15 | 2.80 | 10.94 | -5.16 | ― |
| | 総合収益額（運用手数料等控除後） | | 333 | 435 | 2,922 | 806 | 2,582 | 2,596 | 7,865 | 8,996 | -703 | 23,971 | 8,873 | 16,002 | 6,385 | 27,001 | -14,671 | -4,178 |
| | 総合収益率（運用手数料等控除後、%） | | 16.85 | 3.09 | 8.06 | 1.32 | 2.93 | 2.20 | 5.22 | 4.86 | -0.34 | 11.03 | 3.98 | 7.06 | 2.71 | 11.10 | -5.72 | -1.77 |
| | 実現収益額 | | 152 | 884 | 2,418 | 4,023 | 5,207 | 6,151 | 7,467 | 8,512 | 5,561 | 8,694 | 7,631 | 11,213 | 6,282 | 13,759 | 3,112 | 1,064 |
| | 実現収益率[#]（%） | | 7.71 | 6.27 | 6.67 | 6.61 | 5.91 | 5.20 | 4.96 | 4.60 | 2.67 | 4.00 | 3.43 | 4.95 | 2.67 | 5.65 | 1.21 | 0.45 |
| 借入金利息 | 借入金利息額 | | 122 | 719 | 1,814 | 3,007 | 4,689 | 6,691 | 8,597 | 10,250 | 11,339 | 11,821 | 11,763 | 11,403 | 10,334 | 9,285 | 8,452 | 7,236 |
| | 運用元本平均残高比(%) | | 6.17 | 5.10 | 5.00 | 4.94 | 5.32 | 5.66 | 5.71 | 5.54 | 5.44 | 5.44 | 5.28 | 5.03 | 4.39 | 3.82 | 3.30 | 3.06 |
| | （参考）新規財投預託金利（%） | | 5.97 | 4.98 | 4.92 | 5.17 | 6.80 | 6.26 | 5.21 | 4.31 | 4.47 | 3.42 | 3.20 | 2.48 | 1.72 | 1.96 | 1.95 | ― |
| 利差損益（単年度） | 時価 | （%） | 10.68 | -2.01 | 3.06 | -3.62 | -2.39 | -3.46 | -0.49 | -0.68 | -5.78 | 5.59 | -1.30 | 2.03 | -1.68 | 7.28 | -9.02 | -4.83 |
| | | （億円） | 211 | -284 | 1,108 | -2,201 | -2,107 | -4,095 | -732 | -1,253 | -12,042 | 12,150 | -2,890 | 4,599 | -3,949 | 17,717 | -23,123 | -11,415 |
| | 簿価 | （%） | 1.54 | 1.17 | 1.66 | 1.67 | 0.59 | -0.46 | -0.75 | -0.94 | -2.77 | -1.44 | -1.86 | -0.08 | -1.72 | 1.84 | -2.08 | -2.61 |
| | | （億円） | 30 | 165 | 603 | 1,016 | 517 | -540 | -1,130 | -1,737 | -5,777 | -3,128 | -4,132 | -190 | -4,052 | 4,474 | -5,340 | -6,173 |
| 累積利差損益 | 時価（億円） | | 211 | -73 | 1,035 | -1,166 | -3,273 | -7,368 | -8,233 | -9,487 | -21,529 | -9,379 | -12,269 | -7,670 | -11,619 | 6,098 | -17,025 | -28,440 |
| | 簿価（億円） | | 30 | 196 | 799 | 1,815 | 2,332 | 1,792 | 530 | -1,208 | -6,985 | -10,113 | -14,245 | -14,436 | -18,487 | -14,013 | -19,353 | -25,526 |

（注１）借入金額は、償還額を差し引いた各年度末時点での累計額。
（注２）年金財源強化事業においては、平成４年度に１３３億円を国庫納付しており、４年度以降の累積利差損益額は国庫納付後の額です。
（注３）平成６年度以前は簿価による管理が行われていましたが、比較のために時価による数値を算出しました。
（注４）平成８年から運用を開始したＬＰＳについては、平成１０年度に１２月決算（暦年決算）から３月決算（年度決算）に変更しました。本資料では、ＬＰＳに係る収益については、平成７年度から平成１０年度まで、暦年から年度に修正しています。
（注５）収益率等は年率で表示。
（注６）平成１３年度の「総合収益額」欄は、収益按分後の承継資金運用勘定の損益額（時価ベース）。平成１３年度の「総合収益率」欄は、平成１３年度の左記総合収益額を総合勘定の運用元本平均残高（市場運用分＋財投債）に承継資金運用勘定への按分率を掛けた額で除した数値。
（注７）平成１３年度の「実現収益額」欄は、収益按分後の承継資金運用勘定の損益額（簿価ベース）。平成１３年度の「実現収益率」欄は、平成１３年度の左記実現収益額を総合勘定の運用元本平均残高（市場運用分＋財投債）に承継資金運用勘定への按分率を掛けた額で除した数値。
（注８）平成１３年度においては、厚生年金勘定への按分額は時価ベース－１，４２１億円、簿価ベース２３０億円、国民年金勘定への按分額は時価ベース－２４８億円、簿価ベース４０億円。

# 第5章　今後の取組み

## 1. 移行ポートフォリオの実現

新規寄託金が増加することを踏まえ、市場に及ぼす影響に配慮しつつ、新規寄託金の配分などを通じて、移行ポートフォリオの円滑な実現を図っていくこととしています。

具体的には、「運用の基本方針」において、「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。」と定められていることを踏まえ、各資産への資金配分・回収を行います。

なお、「運用の基本方針」で定められた平成14年度の移行ポートフォリオは次のとおりです。

| | 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% | ― |

## 2. 運用内容の見直し

平成13年度は、パッシブ運用中心の運用、バランス型運用から特化型運用による運用への移行、LPSや生命保険会社による運用から投資一任契約による運用への移行に取り組んできました。

これは、いわば運用内容の見直しに向けて必要な第1段階の措置を行ってきたものであり、今後は、運用受託機関の運用能力の評価を行った上で、各資産ごとのリスク・リターン、パッシブ比率の目標などを基に、運用スタイルの偏りにより資産ごとの収益率がベンチマーク収益率から大きく乖離することのないよう、運用受託機関の組み合わせ方を見直すこととしています。

また、引き続き、パッシブ運用中心の運用に向けて、資金配分を行っていきます。なお、国内債券と外国債券のパッシブ比率については、これまで目標となる具体的な数値が決まっていませんでしたが、今後具体的な目標を設定します。

## 3. 運用体制の強化

### ⑴ 人材の確保

年金資金の運用は専門的な分野であり、責任ある運用を行うためには、そのための人材の育成に努めることが極めて重要です。そのため、⑵で述べる基金職員の専門性を向上させるため研修の充実を図るとともに、証券アナリスト資格を有する職員の育成に努めることとしています。

併せて、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、今後、優秀な人材を民間部門から職員として中途採用することも検討課題として取り組む必要があります。

### ⑵ 専門性の向上

運用技術の高度化に対応するため、職員の専門性を高めることは喫緊の課題です。このため、金融実務研修、国内長期研修等の研修の充実を図るほか、民間運用機関の現場を肌で感じる研修の実施や海外での運用研修の検討等に取り組むこととしています。また、職員の証券アナリスト資格の取得を推奨、支援していくこととしています。

さらに、基金においては、金融・経済に関する高度に専門的な知識・経験を有する投資専門委員を設置しており、今後、引き続き、投資専門委員の参画により基金全体の専門性の向上が図られることが期待されます。

### ⑶ 資産統合管理システムによる運用管理の充実

運用状況の把握、リスク管理を適切に行う上で、資産統合管理システムによる運用管理の充実が必要であり、今後は、

・資産統合管理システムによるデータ処理の迅速化

・月次単位のデータから日次単位のデータによる精密なデータ処理の実施

・有価証券の約定、決済を「T＋１」に短縮すること（現行制度では、有価証券の決済は約定日の 3日後（T＋ 3）に行うこととなっていますが、これを約定日の翌日（T＋ 1）に行うことを目指す制度改革）に伴うシステム開発などに取り組んでいくこととしています。

## 4. 調査研究の充実

今後、基金の資金規模の増大に伴い、国民の信頼のおける資金運用への期待は、より一層高まってくることが予想され、基金における資金運用はより高度な技術、最先端の理論に裏付けられたものである必要があります。

このため、今後、基金における運用受託機関の組み合わせ方等の見直しのためのさらに精緻で先進的なポートフォリオ管理のあり方、資金運用のグローバル化に対応した国際分散投資のあり方、パッシブ運用比率の高まりに伴い、重要性が一層増してきたコーポレートガバナンスのあり方等をテーマに調査・研究を精力的に進めていくこととしています。