
平成14年度 資金運用業務概況書

平成15年7月
年金資金運用基金

はじめに

平成14年度の資金運用業務概況書を公表します。この概況書は、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（以下「基金」といいます。）の管理運用業務について、基金が作成し公表するものです。

年金積立金については、インフレやデフレ、金利の変動による債券価格の騰落など、想定されるさまざまな運用環境の中で、長期的に見て安全かつ効率的な運用を行うことができるよう、厚生労働大臣が、分散投資の考え方に基づき、年金積立金全体で長期的に維持すべき資産構成割合（これを「基本ポートフォリオ」といいます。）を定め、これを目標として運用されています。分散投資とは、価格の上昇・下落の動き方が異なる複数の資産に分散して投資することにより、ある資産の収益が低くても他の資産の収益によりカバーして、資産全体での収益率の変動幅を小さくするという投資の基本的な方法です。

運用対象となる資産の価格は、短期的には大きく変動することがあり、必ずしも年度毎に安定して収益を得られるわけではありません。しかし、適切な資産構成割合を長期間維持して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。

ところで、ここ数年の株価の長期低迷などを背景にして、株式を年金積立金の運用対象とすることに対する異論もみられます。このため、昨年10月から半年間、厚生労働省の社会保障審議会年金資金運用分科会において、株式を含む分散投資の是非について検討が行われ、3月に意見書が取りまとめられました。

この意見書では、債券運用だけでは現在の歴史的な低金利の状態では、近い将来に賃金や物価の上昇が起こった場合に必要な収益の確保が困難と考えられることや、リスク・リターンの特性が異なる複数の資産に分散して投資することによってより安全に運用できることから、株式を含めた分散投資を行うことが望ましいとされています。

また、短期的な市況予測に基づき、債券、株式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、長期的に見て最も安定した収益を上げるために効果的であるとされています。

このため、基金では、今後とも、この考え方により厚生労働大臣が定める資産構成割合に基づいて、また、運用機関の適正な評価やリスク管理を通じて、安全かつ効率的な資金運用に努めることとしています。

なお、現在、年金積立金は、基金において債券及び株式により市場運用を行うほか、国債（財投債）の

引受け及び財政融資資金への預託によって運用されています。このため、年金積立金の運用結果については、年金積立金全体をみる必要があります。平成14年度には、年金積立金全体では約2,400億円の収益を生じたところです。

(目次)

はじめに

第1章 資金運用の仕組みと役割

1. 積立金の意義と運用の仕組み	
(1) 積立金の意義	1
(2) 年金資金運用基金における運用の仕組み	1
2. 資金運用の基本的考え方	
(1) 基本ポートフォリオの策定	3
(2) 移行ポートフォリオに基づいた資金運用	4
3. 財投債の引受け	8

第2章 平成14年度の取組み

1. 基金が行う運用の概要	
(1) リスク管理	10
(2) 運用受託機関に対する資金の配分・回収	12
(3) 運用受託機関などの選定・評価	12
2. 安全かつ効率的な運用への取組み	
(1) パッシブ運用中心の運用への移行	17
(2) 運用機関構成(マネージャーストラクチャー)の見直し	18

(3) 運用スタイルの管理	.....	20
(4) 市場運用への資金配分	.....	21
3. 情報公開の徹底	.....	21
4. 株主議決権の行使	.....	22
5. 組織体制の充実、運用能力の向上		
(1) 運用体制の充実	.....	24
(2) 責任体制の明確化	.....	24
(3) 管理運用能力の向上	.....	25
(4) 調査研究の充実	.....	26
(5) システムによる運用管理	.....	26
6. 物納事務に向けた取組み	.....	28
7. 手数料の見直しによるコスト低減	.....	28

第3章 平成14年度の運用環境

1. 運用環境		
(1) 我が国の景気動向	.....	30
(2) 主要国の景気動向	.....	30
2. ベンチマーク収益率(累積)の推移	.....	32
3. 各市場の動向		
(1) 国内債券市場	.....	33
(2) 国内株式市場	.....	35
(3) 外国債券市場	.....	38
(4) 外国株式市場	.....	41

(5) 為替	44
--------	-------	----

第4章 平成14年度の運用結果

1. 資産全体の運用状況		
(1) 平成14年度における運用原資の規模	.....	45
(2) 平成14年度の運用実績	.....	45
2. 運用資産の構成状況	.....	48
3. 平成14年度の資金配分・回収状況	.....	49
4. 各資産の運用状況		
(1) 基金の運用の目標	.....	52
(2) 資産ごとの運用状況	.....	53
(3) 自家運用の状況	.....	65
(4) 複合市場収益率(複合ベンチマーク収益率)との比較	.....	66
5. 財投債の状況	.....	67
6. 損益の各勘定への按分額(時価ベース)	.....	68

第5章 今後の取組み

1. 移行ポートフォリオの実現	.....	73
2. 運用内容の見直し		
(1) 運用機関構成見直しの実施	.....	73
(2) アクティブ運用への資金配分の実施	.....	73
3. 物納事務の円滑な実施	.....	74

4. 運用体制の強化	
(1) 人材の確保	74
(2) 専門性の向上	74
(3) 市場運用のリスク管理の強化	75
(4) 情報システム基盤の充実・強化	75
5. 調査研究の充実	76

第1章 資金運用の仕組みと役割

1. 積立金の意義と運用の仕組み

(1) 積立金の意義

公的年金(厚生年金と国民年金)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を基本として運営されています。保険料のうち、年金給付に用いられた残り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) 年金資金運用基金における運用の仕組み

基金は、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が定めた「年金積立金の運用の基本方針(以下では「運用の基本方針」といいます。)」に沿って、安全かつ効率的に運用する役割を担っています。基金においては、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。

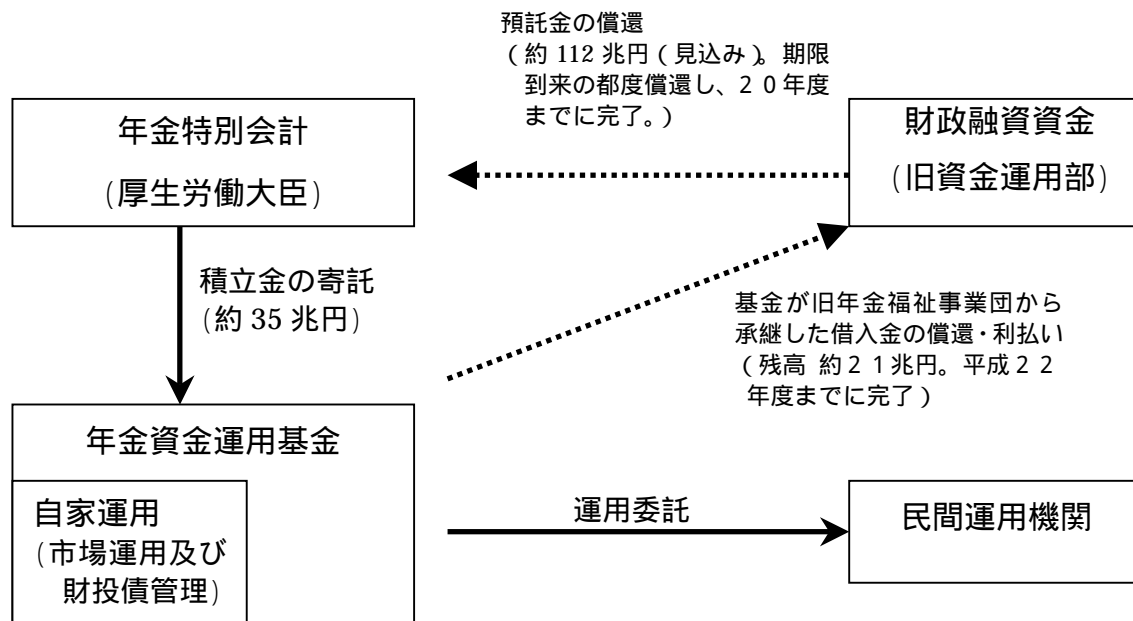
また、旧年金福祉事業団においては、旧大蔵省資金運用部から財投資金を借り入れて資金運用事業を行っていました。基金は、旧年金福祉事業団から資産と負債を承継して、特別の勘定(承継資金運用勘定)で管理しています。運用については、運用の効率化の観点から、寄託金(厚生年金勘定や国民年金勘定で管理します。)と合同で行っています。借入をした資金についても、平成22年度までの10年間に段階的に返済することとされています。

【運用の仕組み（平成13年度から）】

(ポイント)

厚生労働大臣による自主運用。
資金運用部への預託義務の廃止。
厚生労働大臣は、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。



2. 資金運用の基本的考え方

(1) 基本ポートフォリオの策定

一般に、長期にわたり資産を安全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す。

また、分散投資においては、各資産の構成割合を長期間維持することが何より重要です。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とされています。

このことについて、厚生労働省の社会保障審議会年金資金運用分科会が、本年3月に「株式を含む分散投資の是非に関する意見」を取りまとめています。

この意見書では、

リスク・リターン特性が異なる複数の資産に分散して投資することにより、資産全体のリスクを低減させることができるため、株式と債券とを組み合わせた分散投資を行うことが望ましいとされています。

また、短期的な市況予測に基づき、株式、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、長期的に見て最も安定した収益を上げるために効果的であるとされています。

年金積立金の運用に当たっては、このような考え方に基づき、専ら被保険者の利益のために、長期的な観点から、安全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。

この基本ポートフォリオは、年金積立金全額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、基金が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。運用の目標は、賃金上昇率を1.5%上回ることであり(平成11年財政再計算の予定利率4.0%)、これが確保されていれば、保険料率の引上げや給付水準の引下げなどの影響を与えない仕組みとなっています。

<基本ポートフォリオ>

	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	68%	12%	7%	8%	5%
乖離許容幅	±8%	±6%	±5%	±5%	-

目標収益率	標準偏差
4.50%	5.43%

(2) 移行ポートフォリオに基づいた資金運用

年金積立金は、平成15年3月末時点で、約112兆円(見込み)の年金積立金が財政融資資金(旧資金運用部)へ預託されており、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。

このことから、基本ポートフォリオは財政融資資金から償還される預託金の配分を通じて、平成20年度に実現することとされています。そして平成19年度までについては、年度末に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、毎年度策定し、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に基づき策定されます。

基金は、平成19年度までの期間においては、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います。また、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、年度末に移行ポートフォリオを達成するよう運用しなければならないことが、「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から承継した資産を合わせた、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14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	87%	5%	2%	3%	3%
乖離許容幅	±1%	-1%	-1%	-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

	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	51%	24%	8%	14%	3%
乖離許容幅	±5%	-5%	-5%	-5%	-

(参考) <平成15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	83%	6%	2%	4%	5%
乖離許容幅	±1%	-1%	-1%	-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

	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	55%	21%	9%	13%	2%
乖離許容幅	±5%	-5%	-5%	-5%	-

(参考)分散投資の考え方

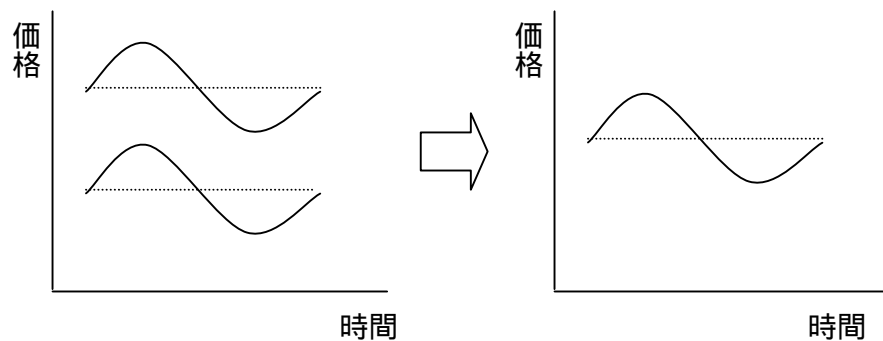
債券や株式など資産ごとの収益率の動きはそれぞれに異なり、大きなリターン(収益率)が期待できる資産のリスクは大きく、リスクの小さい資産は小さなリターンしか期待できないため、1種類の資産だけで運用した場合は、一定の収益を確保しながらリスクを抑えた安定的な運用を行うことは困難です。

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。

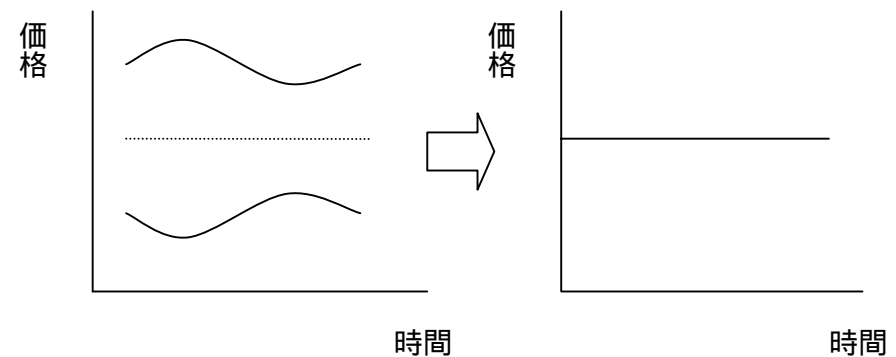
例えば、収益率の動きが全く同じ2資産を同じ比率で組み合わせても収益率の動きは変わらず、収益率の変動の大きさ(リスク)はそのままです(例1)。しかし、収益率の動きが全く逆の2資産を同じ比率で組み合わせれば、収益率の変動の大きさ(リスク)はゼロとなります(例2)。

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】



【例2：収益率が全く逆の動きをする資産の組合せ】



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にくい傾向があるため、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)。

【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。

3. 財投債の引受け

平成12年度までは、旧大蔵省資金運用部(現財務省財政融資資金)が、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、平成13年度からは、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います。基金では、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っています。

第2章 平成14年度の取組み

1. 基金が行う運用の概要

資産構成割合をはじめ、年金資金の管理及び運用に関する基本的事項については、法律に基づき、厚生労働大臣が「運用の基本方針」を定めています。そして、基金においては、「運用の基本方針」を踏まえ、年金資金運用基金法に基づき、後で述べる管理及び運用の目標、管理及び運用の手法、運用受託機関や資産管理機関の管理・選定の方法、自家運用に関する事項などを定める「管理運用方針」を策定しています。なお、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。

(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(27ページ参照)及び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

資金運用におけるリスク管理は、リスク・リターンの特性が異なる複数の資産に分散投資することが基本です。このため、「運用の基本方針」においては、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)の資産構成割合を、年度を通して、なだらかに達成することとされています。資産構成割合は時価変動の影響を受けるため、厳密に管理することはできませんが、基金では、この方針に沿って、資金の配分・回収などを行い、リスク管理を実施しています(49ページ参照)。

また、資産全体及び資産ごとのリスク管理指標(トラッキングエラー、デュレーションなど)を把握して、その動きを分析しています。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

じることとしています。

(注)トラッキングエラーは、ベンチマーク収益率(市場平均収益率)からの乖離を表す指標です。また、デュレーションは、金利の変動が債券価格に与える影響の大きさを表す指標です。これらの指標の詳細については、参考資料「7. 資金運用に関する専門用語の解説」を参照してください。

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14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28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受託機関や、超過収益率(ベンチマーク収益率からの乖離の大きさ)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受託機関から資金の一部を回収することとしています。平成14年度においては、国内債券のアクティブ運用受託機関3社から回収を行いました(注)。

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される運用受託機関を解約することとしています。このほか、運用成績が急激に悪化したアクティブ運用受託機関や、ガイドラインに違反した場合、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。

(注)他の資産のアクティブ運用受託機関については、19ページに記載したとおり、4分の1を超える運用受託機関を解約しました。

(3) 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、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実施して、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、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、定性、定量の両面から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14年度においては、外国債券アクティブ運用機関を選定するとともに、国内株式アクティブ運用機関の選定作業を進めました(20ページ参照)。

(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、総取引費用の最小化等による収益の確保にも配慮しつつ、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。

・リスク管理及びコンプライアンス

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。リスク管理及び法令等の遵守についての内部統制体制が整備されているか。

・株主議決権行使の取組み

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行使しているか。

・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については、ミーティングを行い、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。また、採用後の資産管理機関についても、ミーティングを行い、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ミーティングに基づく定性評価をそれぞれ行います。平成15年度からは、超過収益率についても、定量評価の対象に加えることとしました。

(定性評価) 選定の際の評価項目と同じ。

(定量評価) 超過収益率、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ミーティ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す。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るが、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します。

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。

2. 安全かつ効率的な運用への取組み

(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、銘柄選択等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。

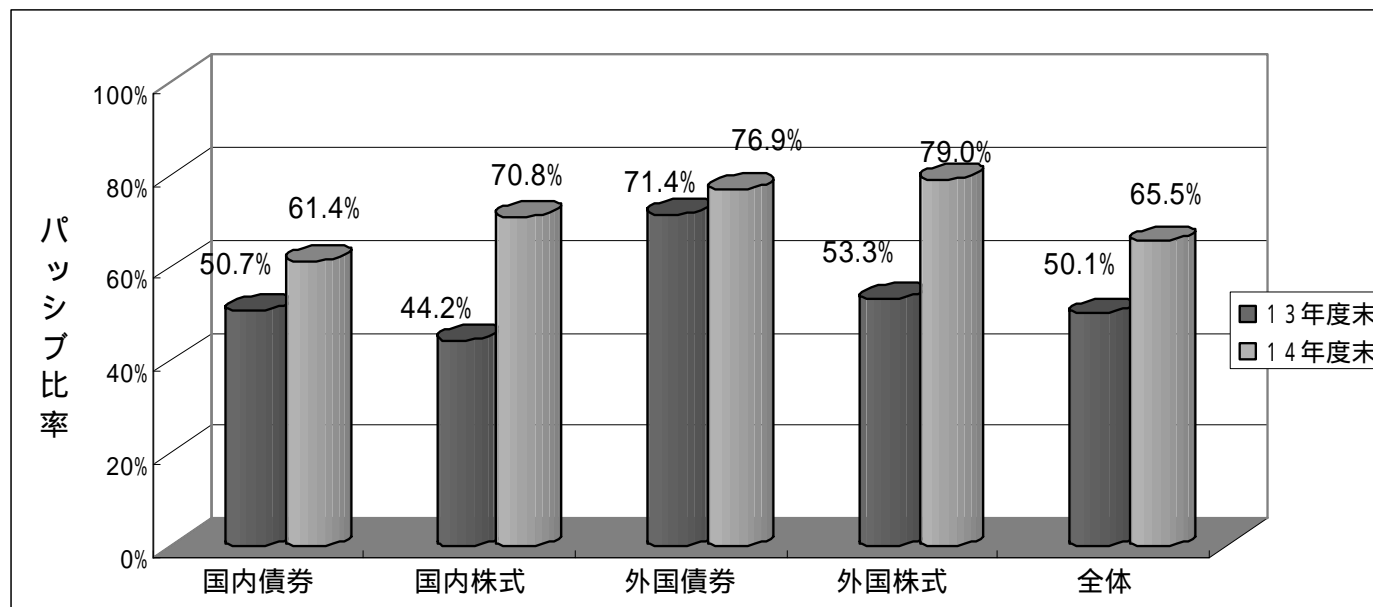
厚生労働大臣が定める「運用の基本方針」では、長期的にみると市場は効率的であり、高い収益率を生む銘柄を継続的に事前に見つけ出すことにより市場平均を上回る収益率をあげることは容易でないことや、年金積立金は巨額であり、市場への影響に配慮する必要があることなどから、「各資産クラスともパッシブ運用を中心とする。」と定められています。また、パッシブ運用はアクティブ運用に比べ、管理運用が容易であり、コストが低いという利点もあります。

この考え方を踏まえて、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います。国内債券と外国債券については60%以上、国内株式と外国株式は70%以上を目標とし、いずれも平成14年度末までに達成しました。

なお、平成14年度には、パッシブ運用の比率を引き上げるため、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とともに、(2)のとおり、運用結果の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

ブ運用へ移管しました。

< パッシブ運用比率の推移 >



(2) 運用機関構成(マネージャーストラクチャー)の見直し

運用機関は、それぞれが様々な運用手法を持っていますので、基金では、「運用の基本方針」や「管理運用方針」の規定に基づき、運用機関全体の構成を考えながら、運用能力が高い運用機関を選定しています。

平成13年度においては、

- ・運用の基本方針において、パッシブ運用を中心とするとされたことを踏まえ、4資産で合計13社のパッシブ運用機関を新たに選定しました。
- ・また、各資産ごとの市場平均の収益率(ベンチマーク収益率)を確保することが運用の目的とされたことから、平成14年5月までに、バランス型運用(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)等を廃止し、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、平成14年度においては、バランス型運用の廃止によりアクティブ運用のファンド数が増加したことを踏まえ、次のとおり運用機関構成の見直しを実施しました。

パッシブ運用を中心とし、資産ごとに市場平均並みの収益率を確保するという基金の管理及び運用の目標を達成するため、パッシブ比率の低い国内債券、国内株式及び外国株式について、総合評価の結果を踏まえ、一部のアクティブ運用機関を解約しました。また、外国債券についても、総合評価の結果を踏まえ、一部のアクティブ運用機関を解約しました。

解約機関数	国内債券	15	ファンド中	2	ファンド
	国内株式	27	ファンド中	10	ファンド
	外国債券	6	ファンド中	2	ファンド
	外国株式	18	ファンド中	7	ファンド

(注) 運用受託機関の中には、合併によって、1社で複数の運用チームが別々のファンドの運用を受託している場合

があるため、ここではファンド数を示しました。

解約した運用受託機関の資産は、それぞれの資産のパッシブ運用機関に移管しました。その際、市場への影響や資産の売買に伴う執行コストを抑えるため、できる限り資産を売却せず証券など現物資産のままで移管を行うこととしました。また、移管を受けた運用受託機関が速やかに運用できるよう、原則として構成銘柄を組み替えた上で、移管を実施しました。

さらに、アクティブ運用について、特色ある運用機関を組み合わせて、より良い運用結果が得られるよう、資産区分ごとに運用機関の運用能力の評価を行い、アクティブ運用機関の採用及び解約を進めました。

この結果、外国債券について新たに3社を選定して運用受託機関に加えしました。また、国内株式についても選定・解約の検討を進めました。

(3) 運用スタイルの管理

資金運用の手法のうちアクティブ運用については、運用機関ごとにさまざまな運用手法がとられています。これを運用スタイルといいます。運用受託機関全体の運用スタイルが特定のものに偏ると、ファンド全体の運用結果は、その運用手法による運用結果に大きく左右され、市場平均から乖離しがちとなります。

そこで、基金では、運用スタイルの偏りを生じないよう留意しつつ、運用機関構成の見直しを進めることとしました。

国内株式の場合は、運用スタイルを成長株運用(グロース株運用)、割安株運用(バリュー株運用)、中間型運用及びエンハンス運用に分類して、運用機関の選定を進めています。また、成長株運用及び割安株運用については、

運用スタイルにふさわしい運用目標を示すとともに、運用結果を適切に評価できるようスタイル・インデックス(各運用スタイルにおける平均的な収益率を表す指標)をベンチマークとするなど、運用スタイルにふさわしいベンチマークを定めることとしています。

(注)それぞれの運用スタイルの意味については、参考資料「7. 資金運用に関する専門用語の解説」を参照して下さい。

(4) 市場運用への資金配分

平成14年度においては、新たに約8兆円の寄託金を市場運用に配分しました。基金では、このように巨額の資金を市場運用に配分するに当たり、市場での取引高にも留意し、特定の時期に集中しないよう配分時期の分散を考慮するなど、市場に与える影響に十分留意しながら、資金の配分・回収を行っています。

3. 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、最終的には、被保険者などに属することから、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、管理運用方針を公表したり、四半期ごとの時価による資産額や収益の状況、運用機関の公募にかかわる情報や採用した運用機関名を公表するなど、積極的な情報公開を

行っています。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14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。)

4. 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、運用を委託した運用機関の判断に委ねることとされています。また、株主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、運用機関で株主議決権を行使することは効率的であるといえます。

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、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14年度においては、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を行使しました。(具体的な行使状況については、参考資料 29～31ページを参照。)

基金においては、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ところですが、今後は、各運用受託機関とのミーティングを通じて、株主利益の最大化という観点から、株主議決権行使等の取組みが適切に行われているか確認することとしています。

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

株主議決権行使の基準

ア. 株主議決権行使に当たっての基本的考え方

株主議決権は、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. 運用受託機関の株主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、株主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、株主議決権の行使状況を基金に報告するものとする。

5. 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ています。

(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名を選任しています。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。

(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、年金資金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、法令や管理運用方針に違反した場合などにおける制裁処分の内容や手続を定めた制裁規程を作成し、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してしています。また、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) 管理運用能力の向上

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、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など、各種研修を実施しています。さらに、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年度において、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たところです。

さらに、効率的な管理運用のために、運用受託機関等から出される運用モデルの改良や企業調査体制の強化等の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

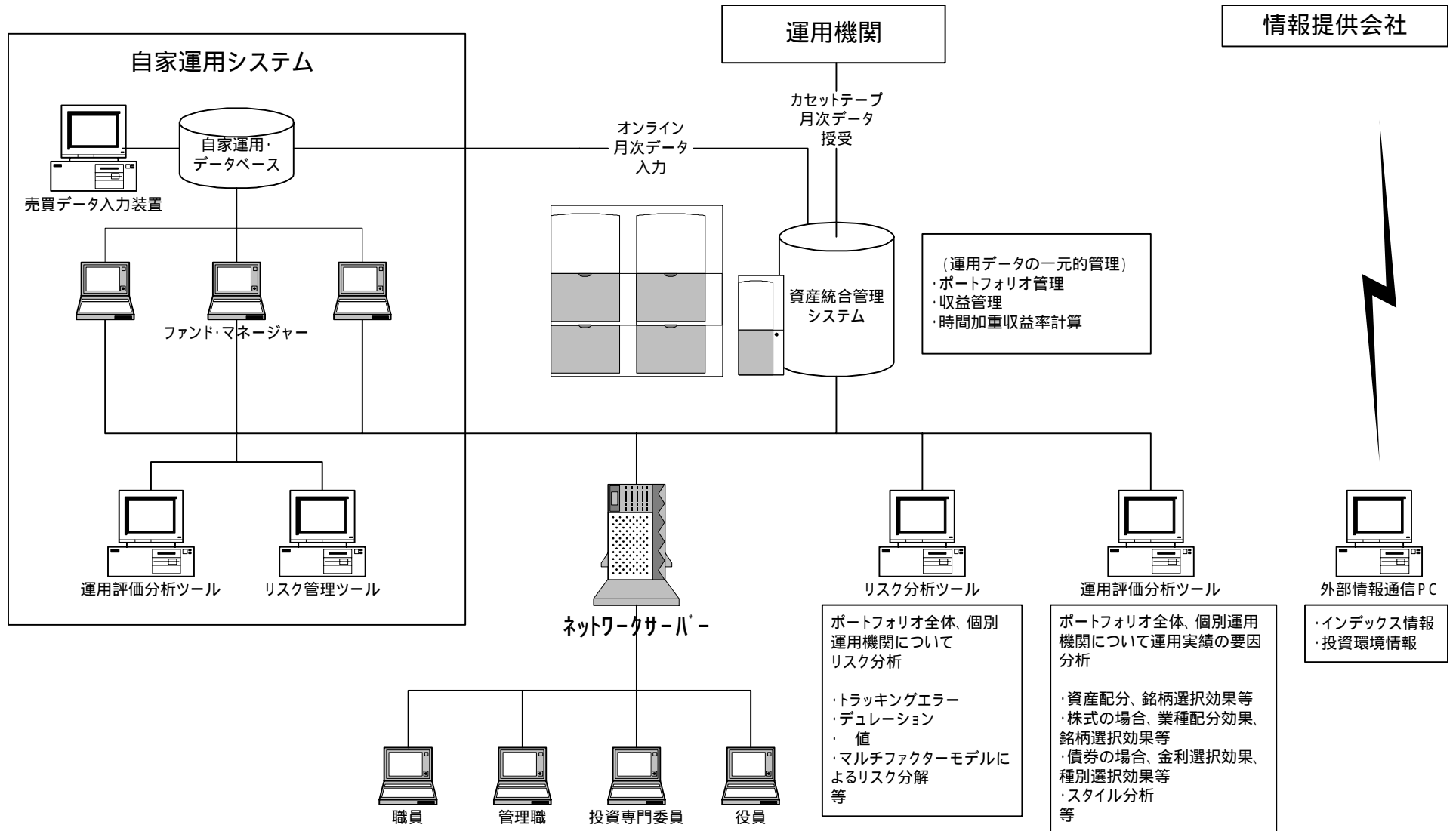
基金が運用する資金は巨額なことから、管理運用の効率化・高度化が必要不可欠です。平成14年度においては、大規模な公的年金資金の運用という特性を踏まえた運用手法等の基礎的課題を整理する観点から、ポートフォリオ管理のあり方、株主によるコーポレートガバナンスのあり方、国際分散投資の理論・手法、年金運用からみた金融・資本市場の効率化・活性化等をテーマに調査研究を進めました。

(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(27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。

平成14年度においては、災害等により資産統合管理システムが機能しなくなった場合に備えて、バックアップサイトを設けて予備のシステムを設置しました。また、収益率の算定方法について、これまでの月次の残高に基づく修正デーツ法から、日次の残高に基づいて、正確に算定する日次評価法に移行できるようシステムの改良を進め、平成15年度からこの方法に移行することとしています。

資産統合管理システム



6. 物納事務に向けた取組み

本年9月に、厚生年金基金から確定給付企業年金への移行(いわゆる代行返上)の制度が施行されます。移行を行う厚生年金基金は、国に対し最低責任準備金に相当する額を納付する義務がありますが、この一部について、厚生労働大臣の許可を受けて、有価証券による物納を行う途が開かれています。

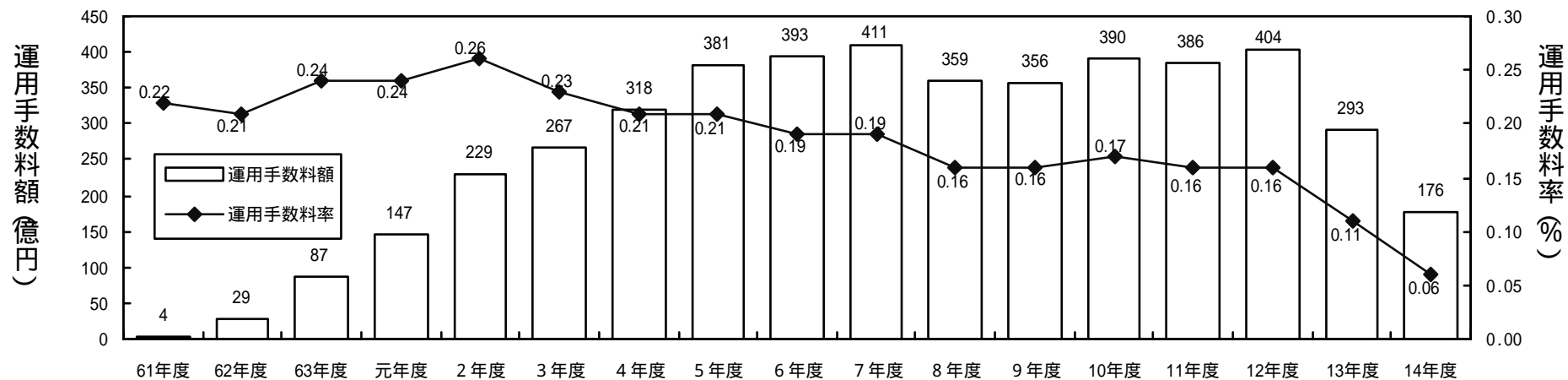
物納が行われる場合には、基金は、物納される有価証券の内容を確認して受け入れ、市場運用を行うこととなります。

このため、資産の確認や受け入れを行う準備を進めました。

7. 手数料の見直しによるコスト低減

基金では、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ています。その料率については、委託資産額が大きくなるに従い、徐々に低くしていく仕組みとしています。平成14年度においては、手数料率の低いパッシブ運用の割合を、17ページに記載したとおり段階的に高めました。また、アクティブ運用機関の一部を解約し運用機関を集約することにより、運用機関ごとの委託資産額を大きくしました。これに伴い、次頁のとおりコストの低減を図ることができました。

(運用手数料の推移)



(注1) 運用手数料率は対運用元本平均残高比です。

(注2) 13年度の運用手数料については、投資顧問にかかる手数料は12年度下半期分(3.4億円)、13年度上半期分、リミテッド・パートナーシップ
解約時までの13年度下半期分、特定信託契約移行後の13年度下半期分(未払い)が含まれています。

第3章 平成14年度の運用環境

1. 運用環境

(1) 我が国の景気動向

平成14年度の国内の景気は、年度当初は景気回復期待がもたれたものの、企業部門については、前年度に引き続き生産額の減少や設備投資が低迷しました。また、家計部門については、完全失業率が過去最高の水準となるなど勤労者世帯の所得環境が厳しい状況となり、個人消費は低迷しました。

さらに、年度前半にドルに対し急速に進んだ円高による輸出競争力の低下も、景気の悪化の要因となりました。このような景気動向を受けて、日銀は量的緩和などの金融緩和策を継続しました。

(2) 主要国の景気動向

平成14年度の主要国の景気は、昨年度後半の回復基調を受け継いで、年度当初は堅調に推移しました。

しかし、テクノロジーセクターを中心とした企業業績懸念や米国企業の不正会計疑惑などに端を発した世界的な株安に加え、イラクを取り巻く国際情勢の緊迫、失業率の悪化などの要因もあり、夏場以降は、各国とも個人消費の低迷や企業の設備投資の低迷から景気は悪化する傾向となりました。

また、欧州においては、ドルに対し急速に進んだユーロ高による輸出競争力の低下が、景気の悪化の要因となりました。

このような景気動向を受けて、秋口以降、各国中央銀行は金融緩和姿勢を強める（米連邦準備制度理事会（FRB）が11月に0.5%利下げ、欧州中央銀行（ECB）が12月に0.5%、3月に0.25%の利下げ）こととなりました。

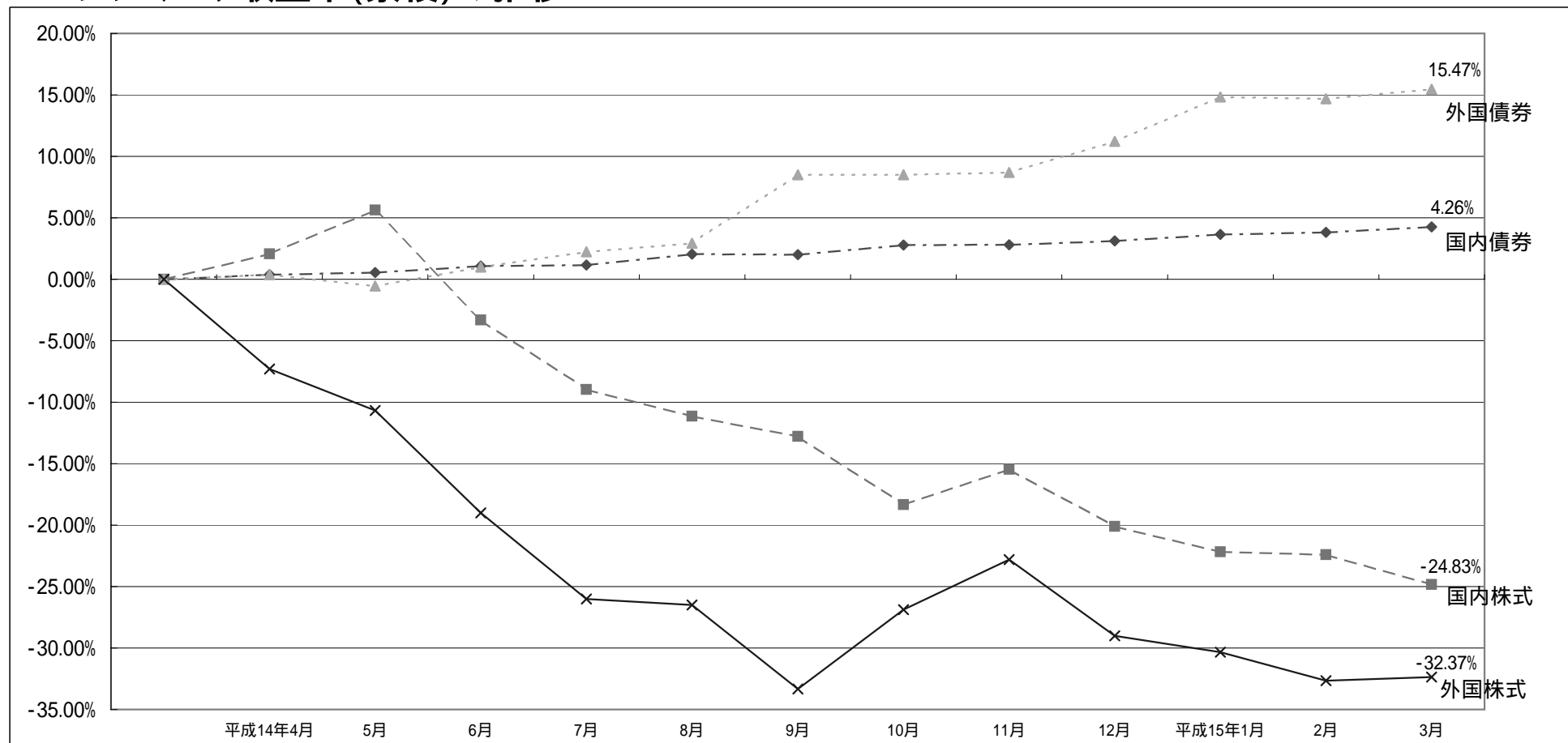
以上の結果、国内債券と外国債券の市場収益率はプラスになりましたが、国内株式、外国株式の市場収益率は大きくマイナスとなりました。

[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	4.26%(NOMURA - BPI総合)
国内株式	- 24.83%(TOPIX(配当込み))
外国債券(円ベース)	15.47%(SSB - WGBI(除く日本))
外国株式(円ベース)	- 32.37%(MSCI - KOKUSAI(配当込み))

平成15年4月7日付で「SSB - WGBI(ソロモン・スミス・バーニー世界国債インデックス)」は「Citigroup WGBI(シティグループ世界国債インデックス)」へ名称変更されました。

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14年4月～平成15年3月
国内債券 (NOMURA-BPI総合)	4.26%
国内株式 (TOPIX配当込)	-24.83%
外国債券(円ベース) (SSB-WGBI)	15.47%
外国株式(円ベース) (MSCI-KOKUSAI)	-32.37%

(注1) 平成15年4月7日付で「SSB - WGBI(ソロモン・スミス・バーニー世界国債インデックス)」は「Citigroup WGBI(シティグループ世界国債インデックス)」へ名称変更されました。

(注2) 外国株式のベンチマーク(MSCI - KOKUSAI)は、平成14年6月末までは暫定指数、以降は標準指数を使用しています。

(注3) 為替レートはWMロイター社ロンドン16時仲値(対米ドル)を掲載しています。

運用環境

	平成14年3月末	平成15年3月末
国内債券(新発10年国債利回り)	1.390%	0.700%
国内株式 (日経225)	11,024.94円	7,972.71円
(TOPIX)	1,060.19ポイント	788.00ポイント
外国債券 (米国10年国債利回り)	5.39%	3.80%
(SSB-WGBI)	219.98ポイント	254.02ポイント
外国株式 (NY ダウ)	10,403.94ドル	7,992.13ドル
(MSCI-KOKUSAI)	1,150.899ポイント	780.704ポイント
為替 (円/ドル)	132.535円	118.580円
(円/ユーロ)	115.624円	129.395円

(注1)

(注2)

(注3)

3. 各市場の動向

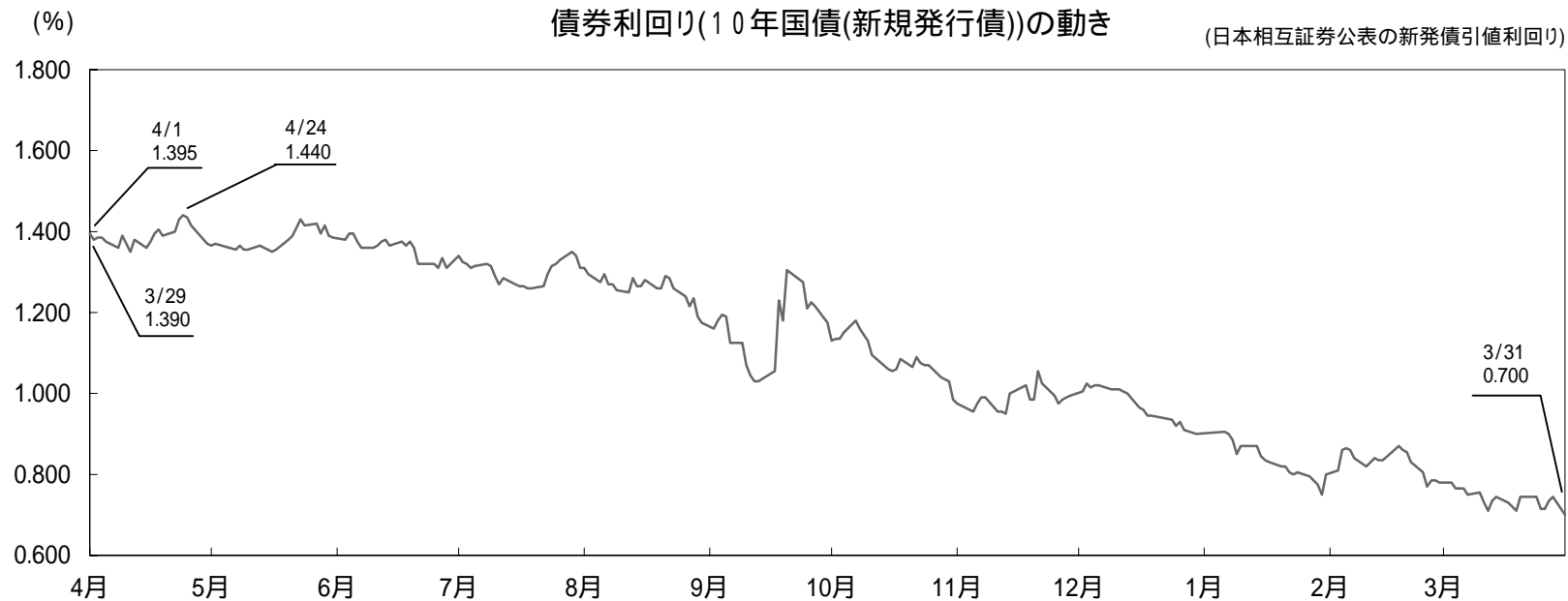
(1) 国内債券市場

平成14年度の国内債券市場の動きを代表的指標である10年国債(新規発行債)利回りでみると、平成13年度末の1.390%から平成14年度末の0.700%まで低下(債券価格は上昇)する堅調な展開となりました。

年度当初は、新年度資金の流入により債券の需給は底堅かった一方、景気及び企業業績の回復期待という金利上昇要因もあり、5月末にかけて相場は一定水準のなかで推移しました。

その後は米国に始まる世界的な株安や景気回復期待の後退を受け、一転して利回りは低下基調(債券価格は上昇)をたどりました。

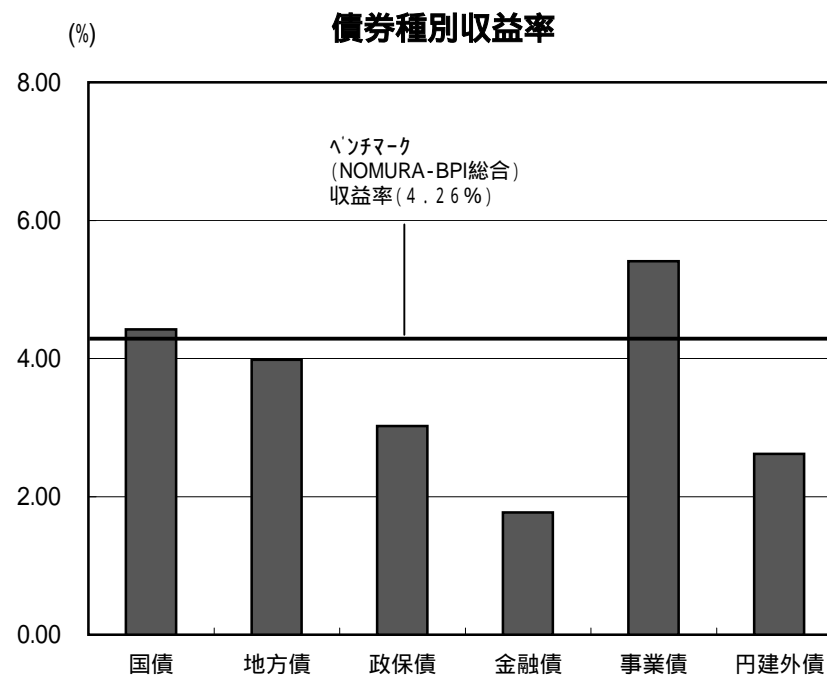
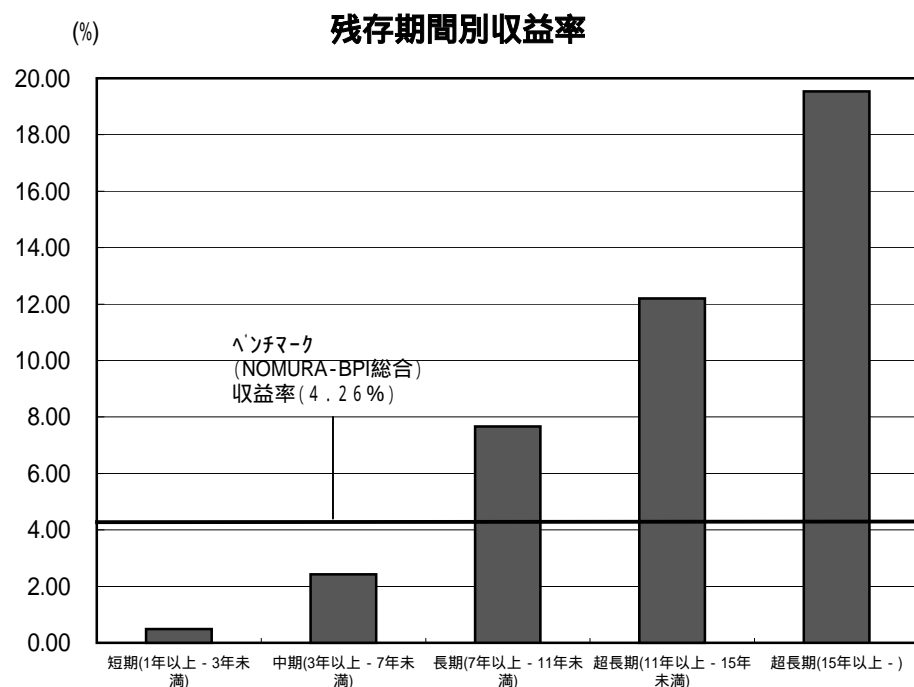
9月18日の日銀による銀行保有株買い取り方針の決定などの影響により、利回りは一時的に上昇(債券価格は下落)しましたが、景気先行き不透明感、国債の需給の良さ、イラク情勢の緊迫感から、10年国債利回りは年度末に0.700%と過去最低水準(債券価格は最高値)を記録しました。



また、基金のベンチマークであるNOMURA - BPI総合指数の収益率(4.26%)を残存期間別、債券種別で分析した結果は以下のとおりでした。

残存期間別で見ると、残存期間の長い債券の収益率が高くなりました。

債券種別で見ると、国債に比べ利回りが高い事業債の価格が上昇し、事業債の収益率が国債よりも高い状況となりました。



(2) 国内株式市場

平成14年度の国内株式市場の動きを代表的指標である東証株価指数（TOPIX）及び日経平均株価でみると、TOPIXは平成13年度末の1,060.19ポイントから平成14年度末の788.00ポイントまで、また、日経平均株価は平成13年度末の11,024.94円から平成14年度末の7,972.71円まで、ほぼ一貫して下落する展開となりました。

年度当初は、企業業績の回復が期待され、また、5月の月例経済報告において「景気は、依然厳しい状況にあるが、底入れしている。」との発表を受けて海外投資家の資金流入が活発になり、日経平均株価は5月23日に、TOPIXは5月24日に年度の高値を記録しました。

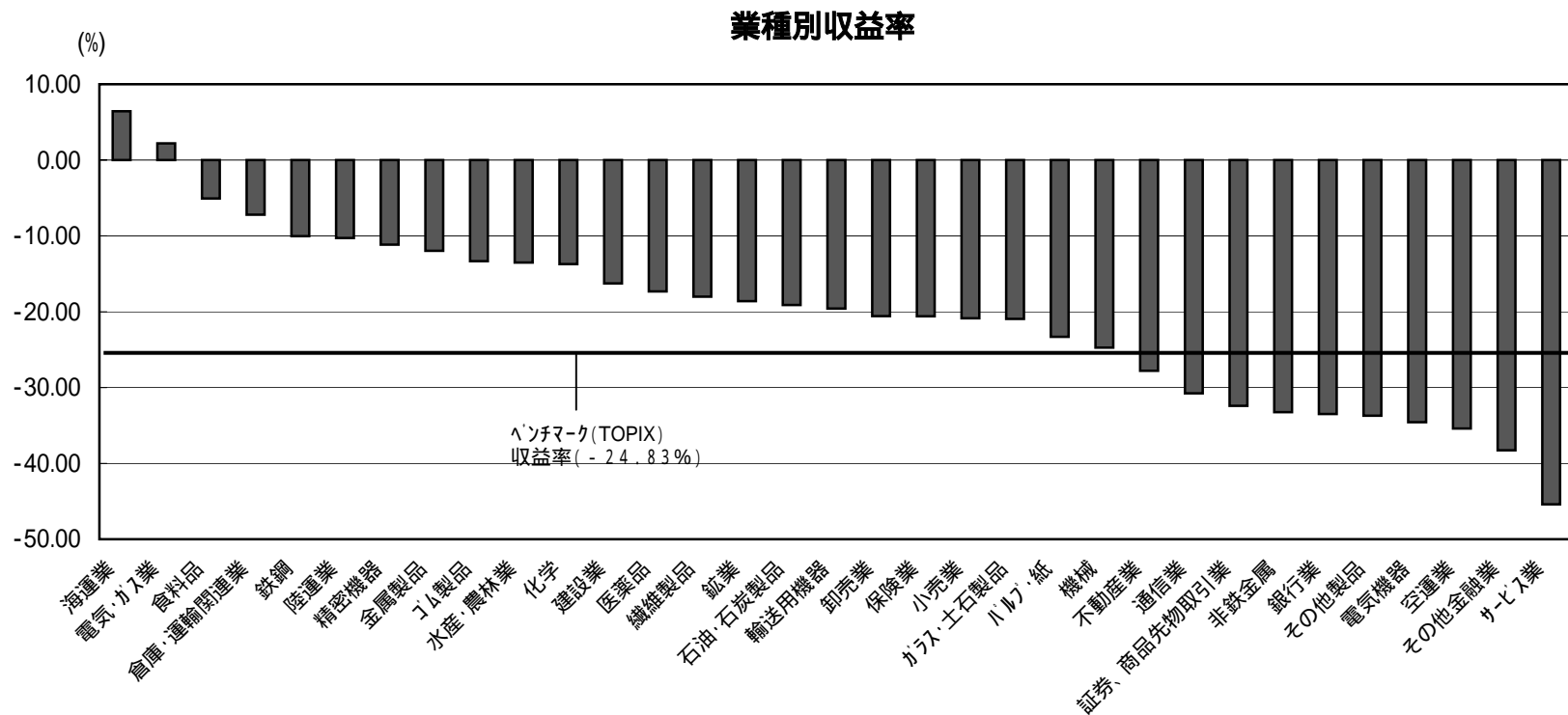
しかし、6月以降、米国景気の先行き不透明感や円高の進行により、外需主導による国内の景気回復への期待感が後退し、株価は一転して下落基調をたどりました。

9月中旬以降は、日銀による銀行保有株の買い取り方針の決定、米国株の反発、円安などの要因から相場下落の勢いは弱まりましたが、年明け後は、景気の先行き不透明感、イラク情勢の緊迫感に加え、金融機関の持ち合い解消などの売り圧力もあり、3月11日にバブル崩壊後の最安値を更新し、年度末にはTOPIXは800ポイント割れ、日経平均株価は8,000円割れとなりました。



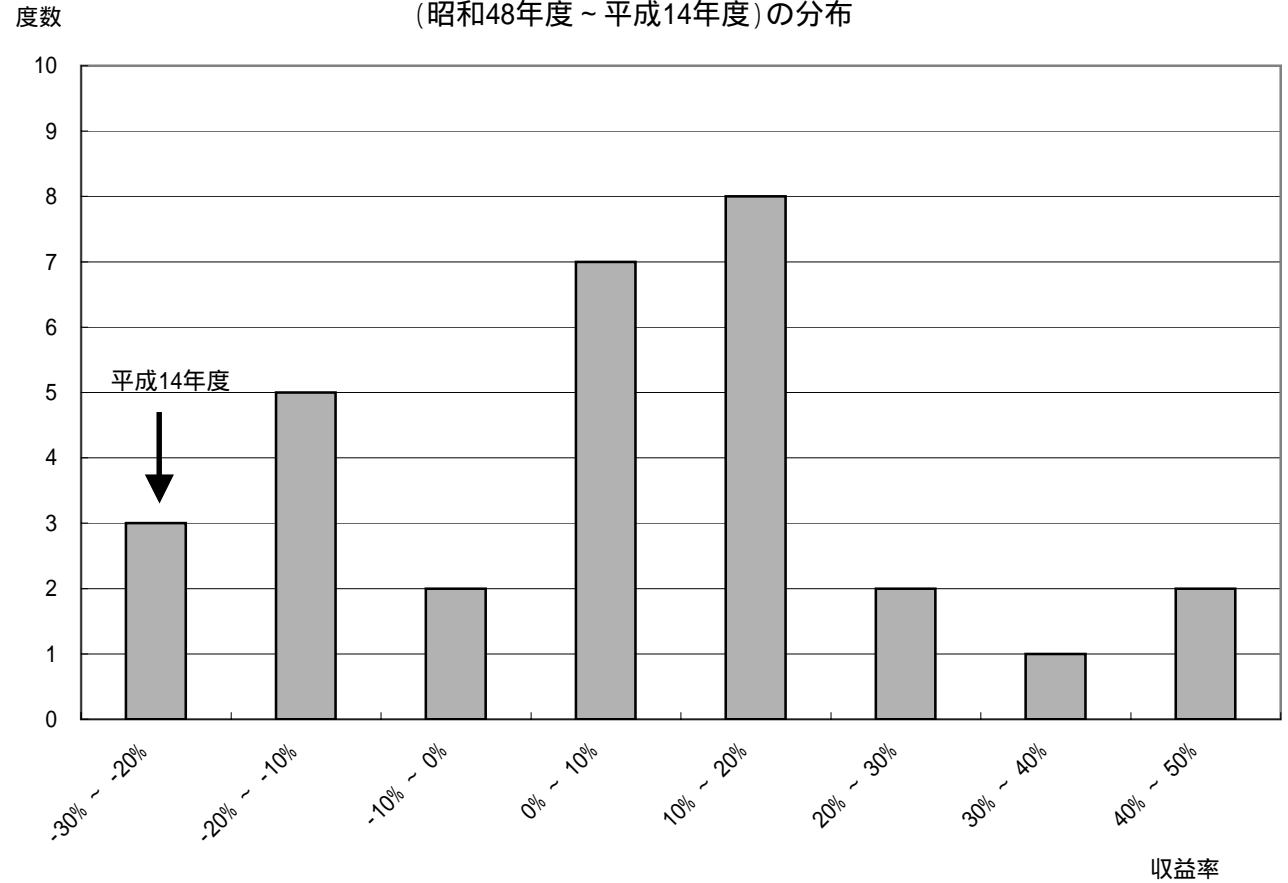
また、基金のベンチマークであるTOPIXの収益率(-24.83%)を33業種分類別で分析した結果は以下のとおりでした。

業種別でみると、電気機器や通信業等のハイテク業種や、銀行業の収益率が低く、電気・ガス業や、食料品等景気変動の影響を受けにくい業種の収益率はTOPIXに比べ相対的に堅調でした。



平成14年度の国内株式収益率について

国内株式 (TOPIX配当込み) の単年度収益率の過去30年間
(昭和48年度～平成14年度) の分布



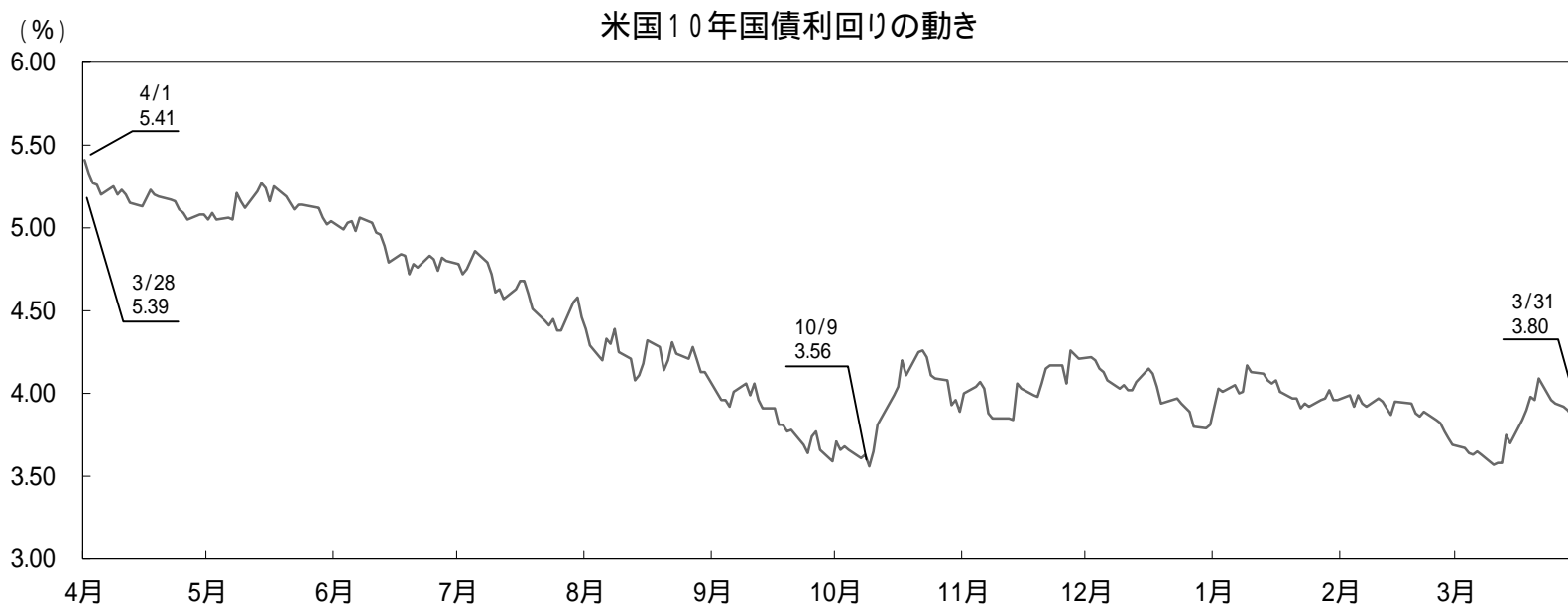
(参考) 過去30年間の国内株式の収益率
平均 5.41% 標準偏差 19.44%

(3) 外国債券市場

平成14年度の米国債券市場の動きを代表的な指標である米国10年国債利回りで見ると、平成13年度末の5.39%から平成14年度末の3.80%まで低下（債券価格は上昇）する堅調な展開となりました。

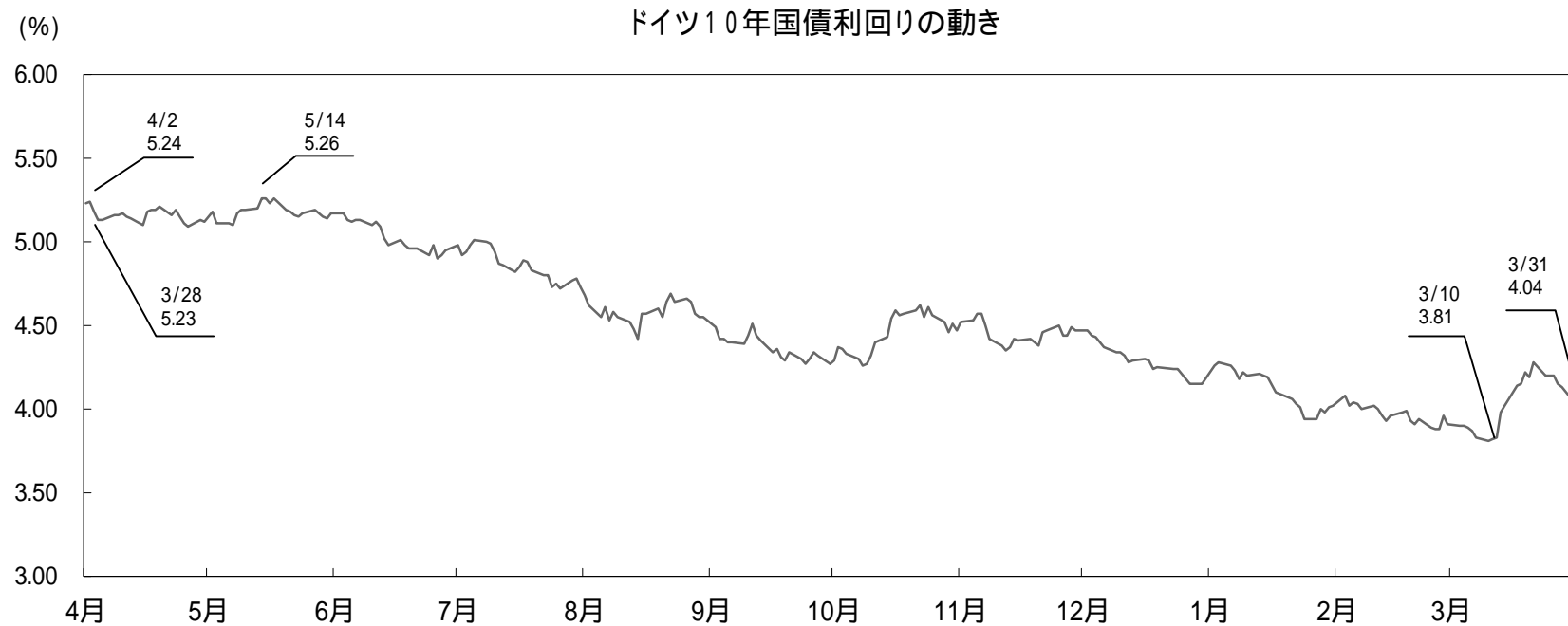
年度当初は、米連邦準備制度理事会（FRB）の利上げ観測があったものの、米国企業の不正会計疑惑、イラク情勢の緊迫感、米国株式の下落から、資産の安全性を重視した債券への資金移動が行われ、債券利回りはほぼ一貫して低下（債券価格は上昇）し、10月9日に米国10年国債利回りは年度最低である3.56%の水準に達しました。

10月中旬には、米国株式相場が反発に転じたことから利回りは一旦上昇（債券価格は下落）しましたが、米国景気の先行き不透明感、11月6日のFRBによる0.5%の金利引き下げに加え、その後の各種経済指標、企業収益見通し、イラク情勢などの状況に応じて相場は上下動を繰り返す展開となりました。



平成14年度の欧州債券市場の動きをユーロ圏の代表的な指標であるドイツ10年国債利回りで見ると、平成13年度末の5.23%から平成14年度末の4.04%まで低下（債券価格は上昇）する堅調な展開となりました。

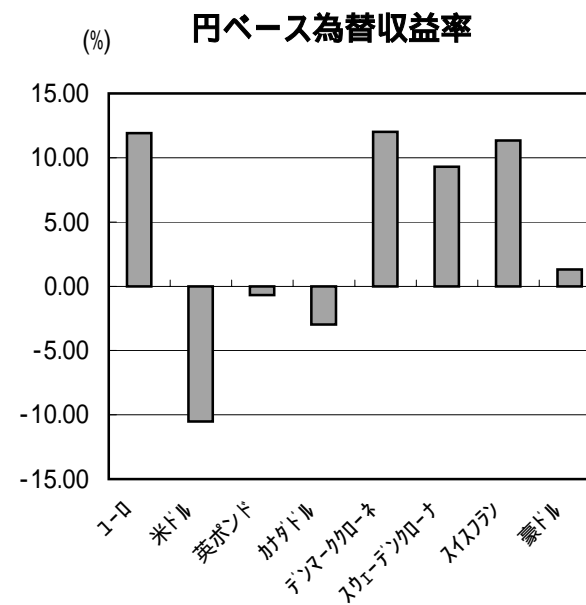
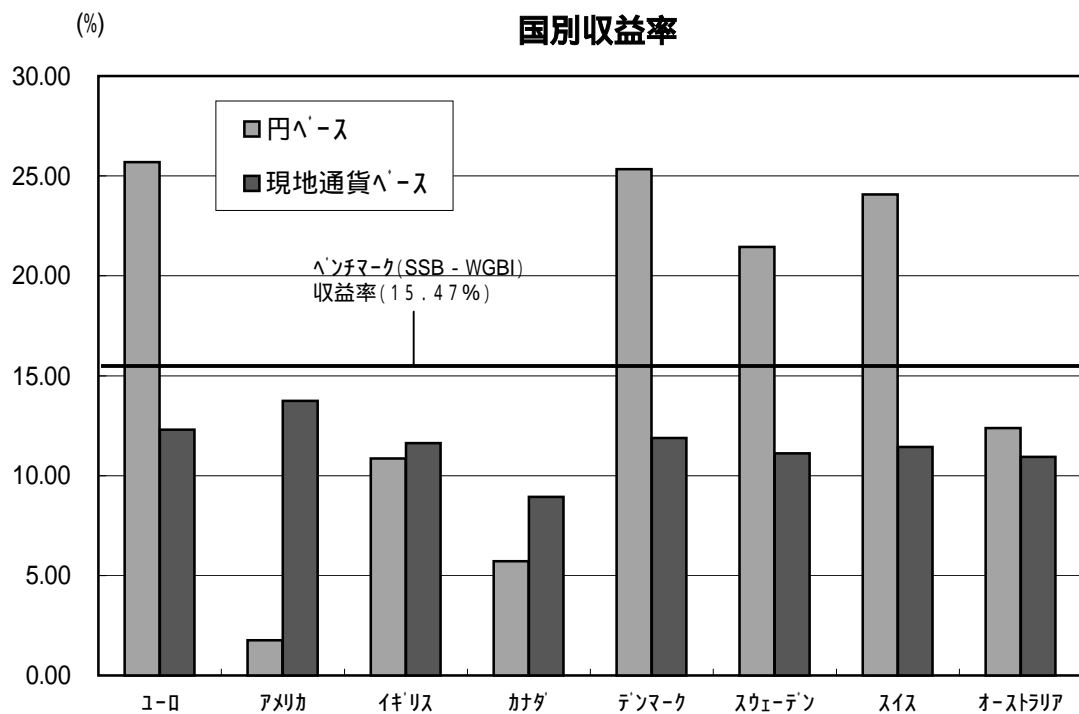
年度当初は、米国と同様に欧州中央銀行（ECB）による利上げ観測があったものの、雇用不安に伴う個人消費の低迷と企業の設備投資の落ち込みなどから来る域内景気の減速感に伴い、ECBは金融緩和（12月に0.5%、3月に0.25%利下げ）に転じ、利回りはほぼ一貫して低下（債券価格は上昇）しました。



また、基金のベンチマークであるSSB-WGBI()の収益率(15.47%)を国別で分析した結果は以下のとおりでした。

各国の金利低下を反映して現地通貨ベースではほとんどの国で2桁の収益率を記録しました。しかし、為替が円に対して米ドル安・ユーロ高に動いたことから、円ベースでみると欧州各国の収益率は高く、米国の収益率は低くなり、国ごとにばらつきの大きい結果となりました。

平成15年4月7日付で「SSB - WGBI(ソロモン・スミス・バーニー世界国債インデックス)」は「Citigroup WGBI(シティグループ世界国債インデックス)」へ名称変更されました。



(4) 外国株式市場

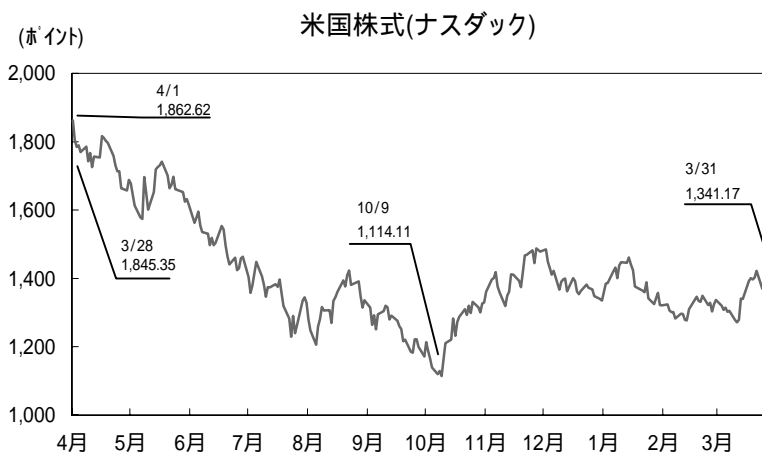
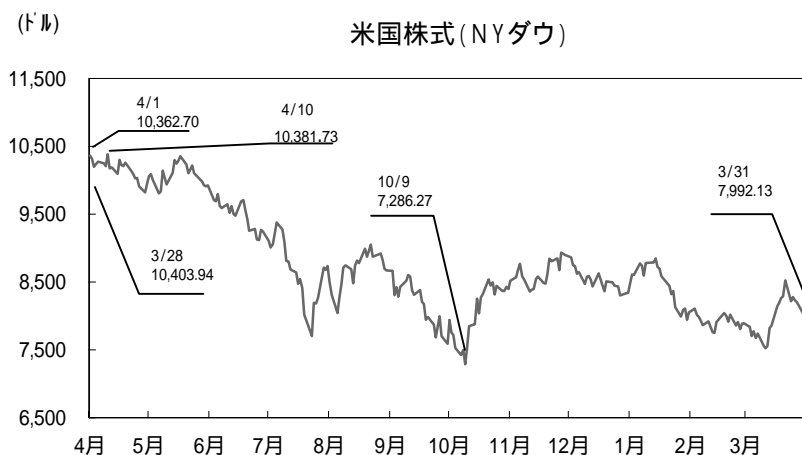
平成14年度の米国株式市場の動きを代表的な指標であるNYダウ及びナスダックで見ると、NYダウは平成13年度末の10,403.94ドルから平成14年度末の7,992.13ドルまで、また、ナスダックは平成13年度末の1,845.35ポイントから平成14年度末の1,341.17ポイントまで大幅に下落する展開となりました。

年度当初にはハイテク企業を中心とした相次ぐ業績下方修正や企業の不正会計疑惑などから米国株式相場は下落に転じました。

7月に入り、企業会計の信頼回復を目的とした企業改革法案の成立、米連邦準備制度理事会（FRB）の利下げ期待から株価が反発する局面はありましたが、米国景気の先行き不透明感、イラク情勢の緊迫感などから、NYダウ、ナスダックともに10月9日には年度の最安値を記録しました。

10月中旬、7～9月期の米国企業の決算内容が市場予想より比較的良かったことを受け株価は一旦反発しましたが、その後は各種経済指標、企業収益見通し、イラク情勢などから年内は狭い範囲内での値動きとなりました。

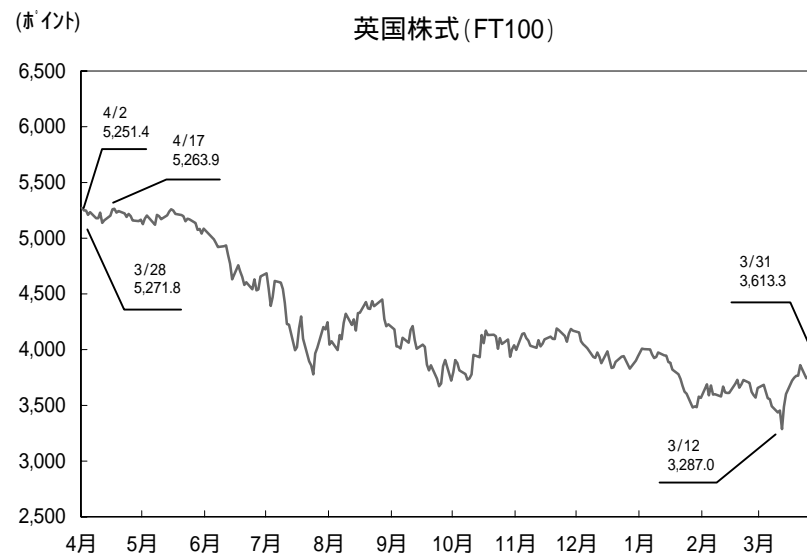
年明け後は、イラク情勢の一段の緊迫感から相場は再び下落した後、戦況の行方に上下動する相場展開となりました。



平成14年度の欧州株式市場の動きをユーロ圏の代表的な指標であるドイツDAXで見ると、平成13年度末の5,397.29ポイントから平成14年度末の2,423.87ポイントまで大幅に下落する展開となりました。

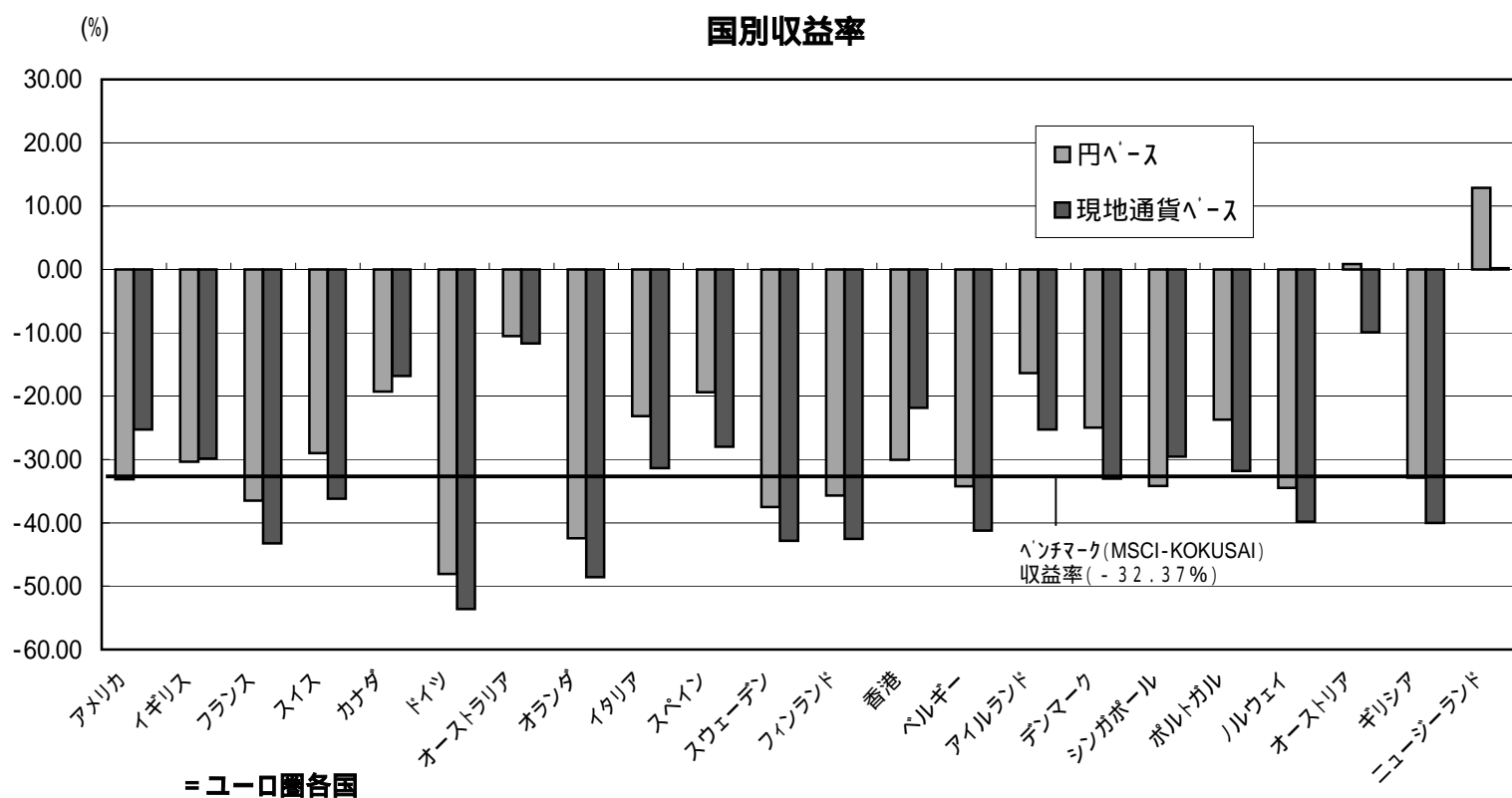
ユーロ圏各国、特にドイツについては内需の回復力が弱かったことに加え、ユーロ高に伴い外需が減少したことにより、年度後半にかけて景況感が急速に悪化することとなりました。その結果、ドイツ株式市場は（現地通貨ベースでは）米国株式市場以上の下落となりました。

一方、英国株式市場の動きをFT100で見ると、平成13年度末の5,271.8ポイントから平成14年度末の3,613.3ポイントまで下落し、ほぼ米国株式市場に追随する動きとなりました。



また、基金のベンチマークであるMSCI-KOKUSAIの収益率(-32.37%)を国別で分析した結果は以下のとおりでした。

現地通貨ベースでは主にドイツ、フランス等ユーロ圏主要国の下落率が、他国よりも大きくなりました。また、為替がユーロ高に動きましたが、円ベースでもこれらの国の収益率が他国より悪い結果となりました。



(注) 国別収益率の図に関しては、平成14年6月末まではMSCI-KOKUSAIの暫定指数の収益率、以降は標準指数の収益率を使用しています。

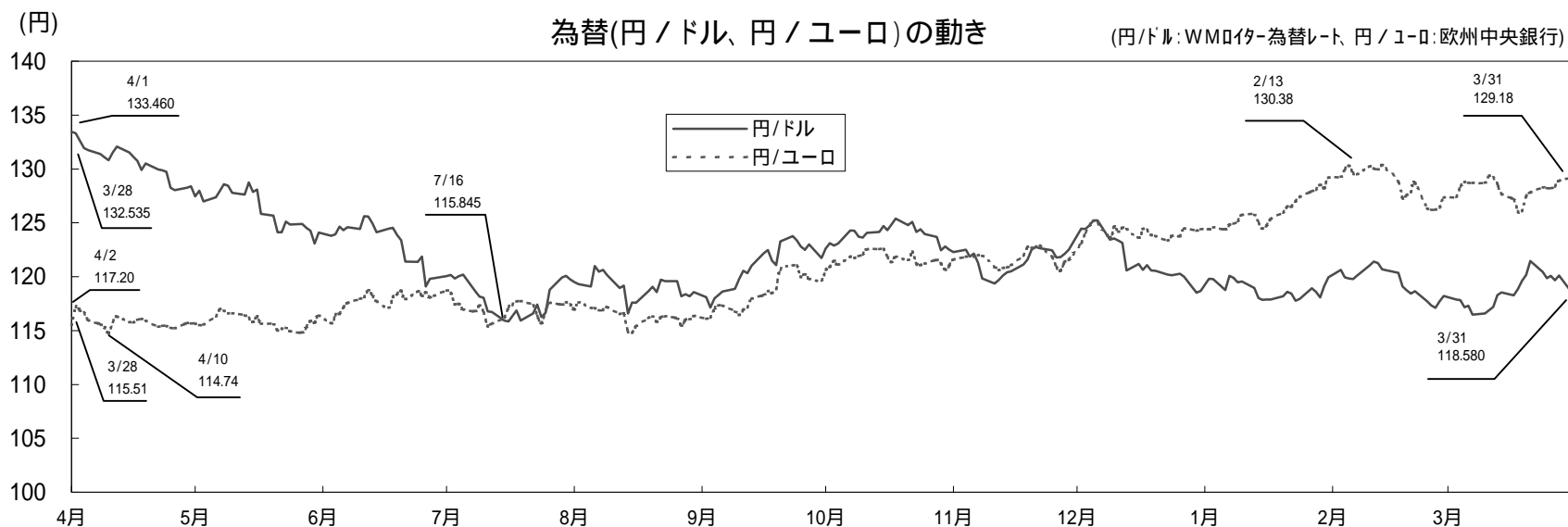
(5) 為替

平成14年度の円/ドルレートをみると、平成13年度末の132.535円から平成14年度末の118.580円までドルが下落する展開となりました。

相次ぐ米国企業の不正会計疑惑などから年度当初よりドル安が進み、政府・日銀が断続的に円売り・ドル買いの市場介入を実施しましたが、イラク情勢の緊迫感も加わりドル安に歯止めがかからず、7月16日には115.845円と大幅にドルが下落する展開となりました。

その後、日本の金融不安の再燃や日銀による追加金融緩和策の実施などから一旦円安の展開となりましたが、引き続きイラク情勢の緊迫感のなか、米財務長官の「最近のドル安は特に懸念していない。」との発言がドル安容認と報道され、再びドルが売られやすい展開となりました。

円/ユーロについては、デフレ長期化懸念、北朝鮮問題、日欧の金利差などから年度を通してほぼ一貫して円安ユーロ高の展開となりました。



第4章 平成14年度の運用結果

1. 資産全体の運用状況

(1) 平成14年度における運用原資の規模

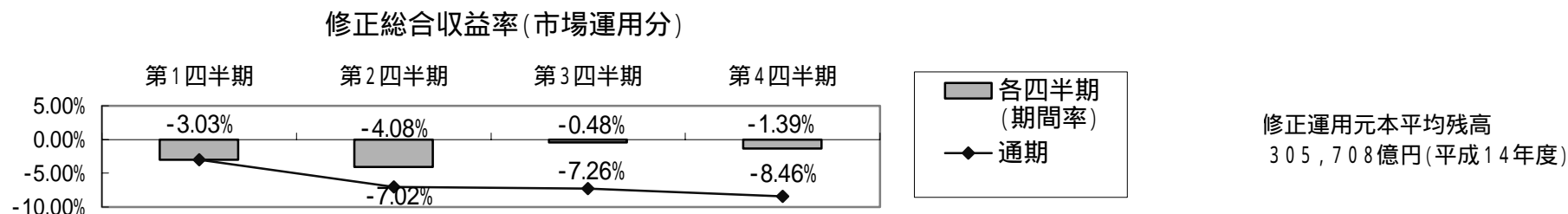
平成14年度においては、以下の資産を原資として運用しました。

平成13年度末運用資産	38兆6,014億円	(うち財投債	11兆9,138億円)
厚生労働大臣からの寄託金	18兆2,558億円	(うち財投債引受分	6兆7,039億円)

(2) 平成14年度の運用実績

第3章で述べたような市場環境から、平成14年度は、国内債券、外国債券などの収益はプラスとなりましたが、国内株式及び外国株式の収益が大きくマイナスとなり、平成14年度の修正総合収益率(市場運用分)は、-8.46%となりました。

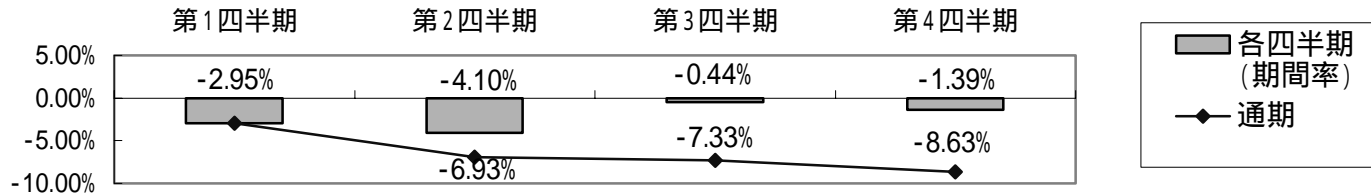
(参考1) 平成14年度四半期ごとの資産全体の修正総合収益率(期間率)



(注) 修正総合収益率 = 総合収益額 ÷ 修正運用元本平均残高 (運用元本平均残高 + 前期末未収収益 + 前期末評価損益)

(参考2) 平成14年度四半期ごとの資産全体の時間加重収益率(期間率)

時間加重収益率(市場運用分)

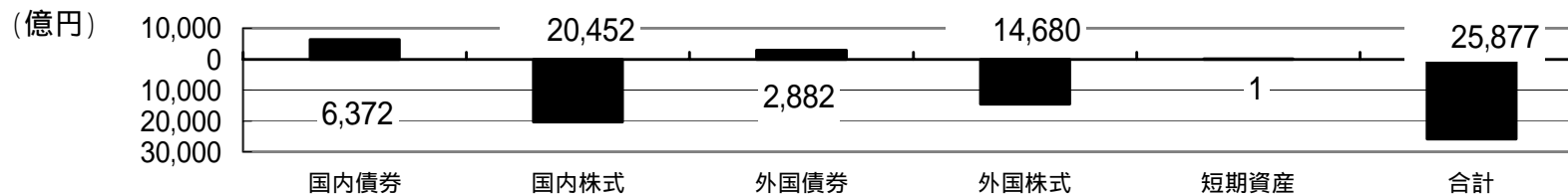


(注) 時間加重収益率は、運用資金の追加・回収による影響を除いて計算されるため、修正総合収益率とは異なった値となっています。時間加重収益率の算出方法については、参考資料「7. 資金運用に関する専門用語の解説」を参照して下さい。

(参考3) 総合収益額

平成14年度の総合収益額(市場運用分。運用手数料等控除前。)は - 2兆5,877億円でした。

資産別総合収益額(運用手数料等控除前)



(参考4)平成14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 - 12.10%と、3年連続のマイナスであり、過去最低の水準に落ち込みました。国内債券や外国債券はプラスの収益率だったものの、国内株式と外国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、- 12.44%と、2001年度の - 5.61%に比べ、大幅に落ち込みました。

3. 年金投資基金信託(信託銀行合同運用)の運用成績

- ・ 国内債券の収益率は全てのファンドでプラス。
- ・ 国内株式の収益率は、ほぼ全てのファンドで20%台のマイナス。
- ・ 外国債券は、ほぼ全てのファンドで2桁のプラスの収益率。
- ・ 外国株式の収益率は全てのファンドで30%台のマイナス。

(データ出所)年金情報(2003.4.21、5.5)

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170の厚生年金基金・税制適格年金等が運用委託している信託銀行・生命保険会社・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12兆円。)

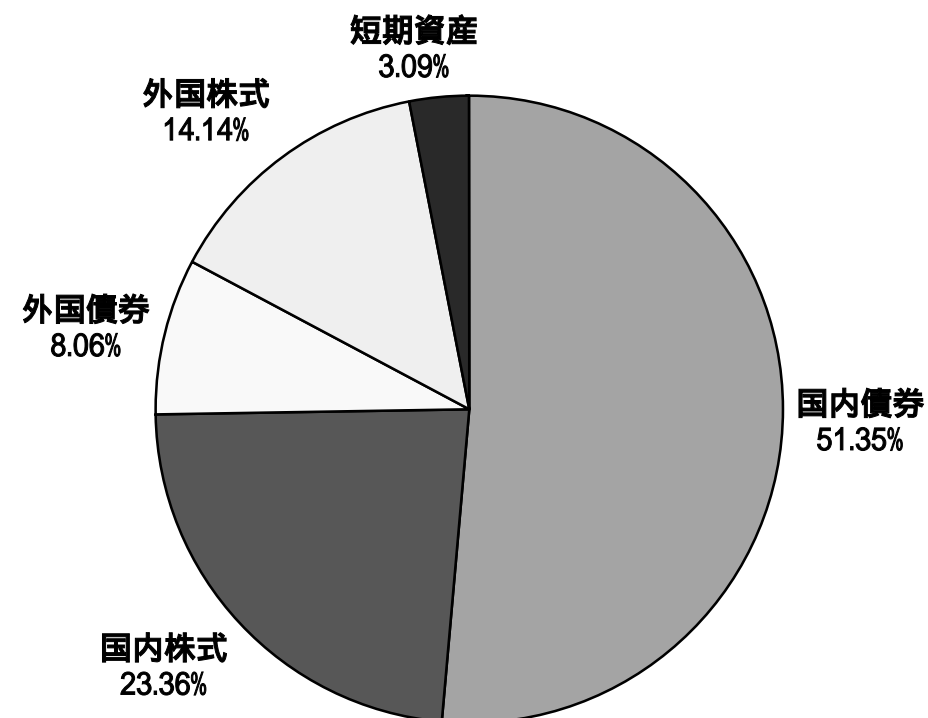
2. 運用資産の構成状況

基金の運用資産の構成状況(平成15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	162,269	51.35%	51.00%	0.35%
国内株式	73,818	23.36%	24.00%	-0.64%
外国債券	25,458	8.06%	8.00%	0.06%
外国株式	44,676	14.14%	14.00%	0.14%
短期資産	9,766	3.09%	3.00%	0.09%
合計	315,988	100.00%	100.00%	-

財投債(簿価)	186,155 (時価総額 192,094)
---------	---------------------------

時価総額(市場運用分)



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及び未払費用等を含みます。

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14年度の資金配分・回収状況

平成14年度における資金配分にあたっては、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、または少なく配分することとしました。

このため、平成14年度は内外の株価の下落傾向から、国内株式、外国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下回る傾向が続いていたため、両資産への資金配分額が特に多くなりました。

平成14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14年度 資金配分・回収状況 (4月～9月)

(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
国内債券	2,325	0	2,341	0	1,042	0	572	0	0	0	0	0
国内株式	748	0	626	0	0	0	1,968	0	2,744	0	4,326	0
外国債券	796	0	823	0	1,029	0	765	0	583	0	344	0
外国株式	842	0	2,011	0	4,348	0	3,307	0	1,721	0	1,836	0
短期資産	457 (4)	0	1,138 (39)	0	482	0	244	0	116	0	4,613 (4237)	0
合計	5,168	0	6,939	0	6,901	0	6,856	0	5,164	0	11,119	0
新規寄託金	5,168		6,939		6,901		6,856		5,164		11,119	

(参考)

	移行ホ-トフォオ (15年3月末目標値)	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
国内債券	51.00%	54.15%	3.15%	53.52%	2.52%	54.48%	3.48%	54.74%	3.74%	54.33%	3.33%	53.66%	2.66%
国内株式	24.00%	26.04%	2.04%	26.37%	2.37%	24.24%	0.24%	23.45%	-0.55%	23.42%	-0.58%	24.09%	0.09%
外国債券	8.00%	5.27%	-2.73%	5.38%	-2.62%	5.88%	-2.12%	6.21%	-1.79%	6.39%	-1.61%	6.80%	-1.20%
外国株式	14.00%	13.35%	-0.65%	13.18%	-0.82%	13.53%	-0.47%	13.59%	-0.41%	13.89%	-0.11%	13.09%	-0.91%
短期資産	3.00%	1.19%	-1.81%	1.55%	-1.45%	1.87%	-1.13%	2.01%	-0.99%	1.96%	-1.04%	2.36%	-0.64%
合計	100.00%	100.00%		100.00%		100.00%		100.00%		100.00%		100.00%	

(注1) 平成14年度に市場運用に配分した新規寄託金の合計は、8兆806億円です。

(注2) 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ことから、短期資産を充当したもの。)

平成14年度 資金配分・回収状況 (10月～3月)

(単位:億円)

	10月		11月		12月		1月		2月		3月		年度計	
	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	配分額	回収額
国内債券	1,676	0	380	0	1,327	0	1,997	0	1,574	0	0	1,486	13,234	1,486
国内株式	2,486	0	4,485	0	2,100	0	1,420	0	1,434	0	3,610	0	25,947	0
外国債券	1,033	0	894	0	784	0	1,102	8	540	0	320	0	9,013	8
外国株式	1,044	0	220	0	0	0	876	0	2,096	0	2,770	0	21,071	0
短期資産	645	0	76	0	878 (548)	0	666	0	411	0	3,307 (2487)	0	13,035 (7314)	0
合計	6,884	0	6,055	0	5,089	0	6,061	8	6,055	0	10,007	1,486	82,300	1,494
新規寄託金	6,884		6,055		5,089		6,053		6,055		8,521		80,806	

(参考)

	移行ポートフォリオ (15年3月末日目標値)	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
国内債券	51.00%	53.32%	2.32%	51.58%	0.58%	52.42%	1.42%	52.60%	1.60%	52.44%	1.44%	51.35%	0.35%
国内株式	24.00%	22.97%	-1.03%	24.35%	0.35%	23.87%	-0.13%	23.31%	-0.69%	23.32%	-0.68%	23.36%	-0.64%
外国債券	8.00%	6.93%	-1.07%	7.01%	-0.99%	7.48%	-0.52%	7.95%	-0.05%	8.03%	0.03%	8.06%	0.06%
外国株式	14.00%	14.37%	0.37%	14.65%	0.65%	13.55%	-0.45%	13.34%	-0.66%	13.40%	-0.60%	14.14%	0.14%
短期資産	3.00%	2.41%	-0.59%	2.41%	-0.59%	2.68%	-0.32%	2.80%	-0.20%	2.82%	-0.18%	3.09%	0.09%
合計	100.00%	100.00%		100.00%		100.00%		100.00%		100.00%		100.00%	

(注1) 平成14年度に市場運用に配分した新規寄託金の合計は、8兆806億円です。

(注2) 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ことから、短期資産を充当したもの。)

4. 各資産の運用状況

(1) 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」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ととしています。以下の分析では、平成14年度のデータを基に分析を行っています。

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(4(1)の市場運用資金(注)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、4(1)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。

(注) 4(1)では、年金資金のうち満期保有すべきものとされた財投債以外のものを市場運用資金と規定しています。

(2) 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14年度においては、外国株式についてはベンチマーク収益率を上回り、国内債券及び短期資産についてはほぼベンチマーク並みの収益率となったものの、国内株式及び外国債券については、ベンチマーク収益率を確保できませんでした。

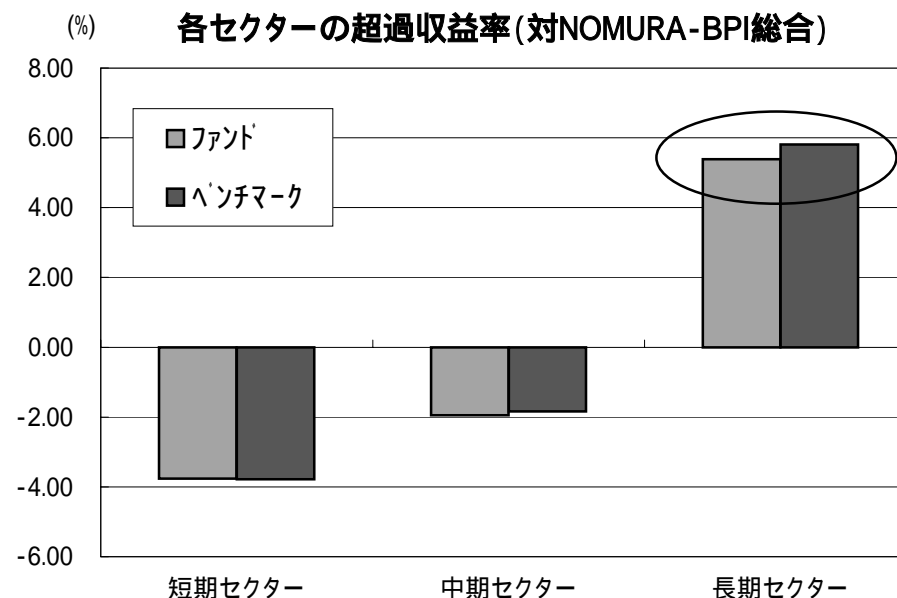
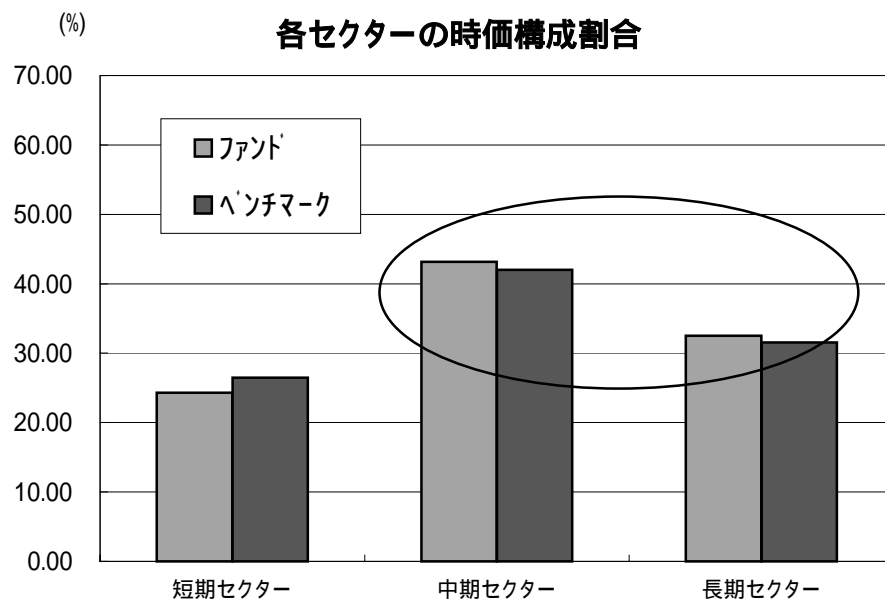
資 産	時間加重収益率	ベンチマーク収益率	超過収益率
国内債券	4.19%	4.26%	-0.07%
運用機関	4.17%	4.26%	-0.09%
自家運用	4.27%	4.26%	0.00%
国内株式	-25.41%	-24.83%	-0.58%
外国債券	15.23%	15.47%	-0.24%
外国株式	-32.23%	-32.37%	0.14%
短期資産	0.02%	0.08%	-0.07%

(注) 時間加重収益率は、現実のファンドの収益率であるため、取引にかかる売買手数料などの取引コストが控除されています(運用受託機関や資産管理機関に対する運用手数料等は控除されていません。)。
ベンチマーク収益率は、市場平均収益率を示す理論値であるため、取引コストは一切控除されていません。

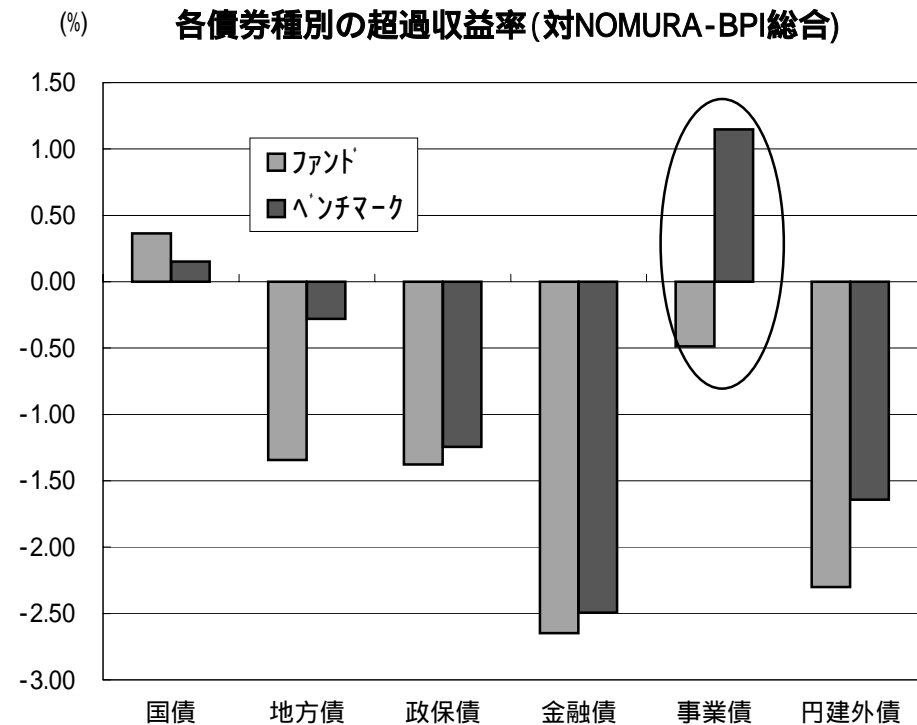
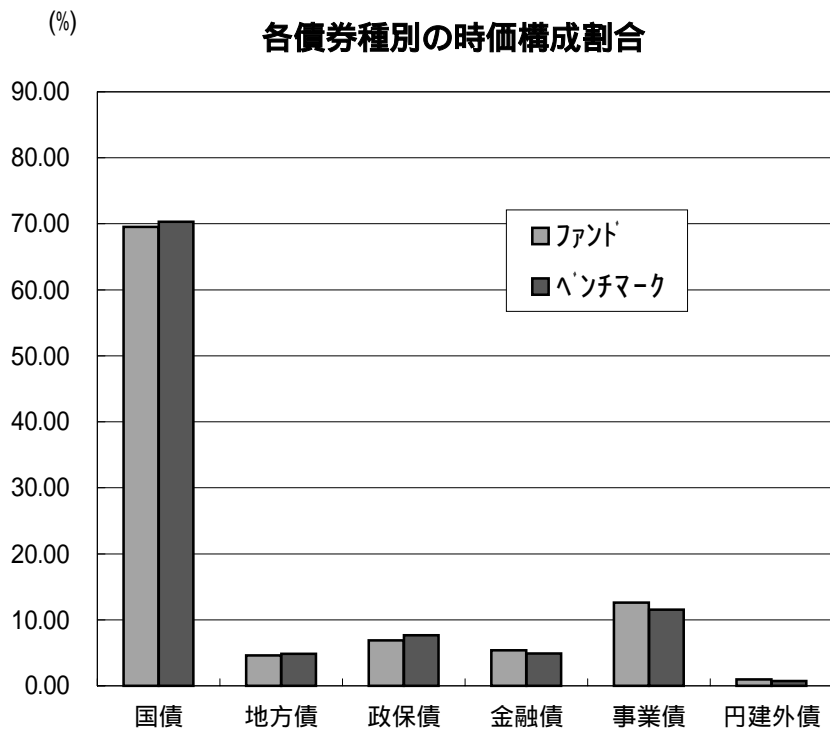
国内債券(超過収益率 - 0.07%)

ベンチマークとの収益率の乖離を見ると、アクティブ運用は - 0.10%、パッシブ運用は - 0.04%となっており、国内債券全体の超過収益率 - 0.07%は、主にアクティブ運用のマイナスが影響を与えました。

この結果を残存期間別で分析すると、基金のファンドでは、ベンチマークの時価構成割合に比べ短期セクターを少なめ、長期セクターを多めに保有していました。そして、残存期間の長い債券ほど収益率が高かったことから、金利選択要因はプラスとなりました。しかし、長期セクターにおいては、長期セクター内で最も利回りの高かった残存期間が11年以上の超長期セクターの組み入れが相対的に低かったことなどにより、長期セクターの超過収益率がベンチマークを下回り、銘柄選択要因がマイナスとなったことから、ファンドの収益率がベンチマーク収益率を下回りました。



さらに債券種別でみると、銘柄選択要因では、特に事業債でファンド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ました。これは長期・低格付けの事業債ほど収益率の高かった相場環境において、従来から残存期間の短い高格付けの事業債を中心に組み入れていたことによるものです。



自家運用のベンチマーク収益率との乖離は+0.00%となりました。

国内債券については、運用受託機関にパッシブ運用及びアクティブ運用を委託するほか、自家運用(国内債券パッシブファンド)において、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を行っています。

自家運用の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ファンド属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、ベンチマーク収益率とほぼ同様4.27%の収益率をあげることができました。

(参考)ファンドの時価総額(平成15年3月末)

国内債券パッシブファンド:3兆6,674億円

国内株式(超過収益率 - 0.58%)

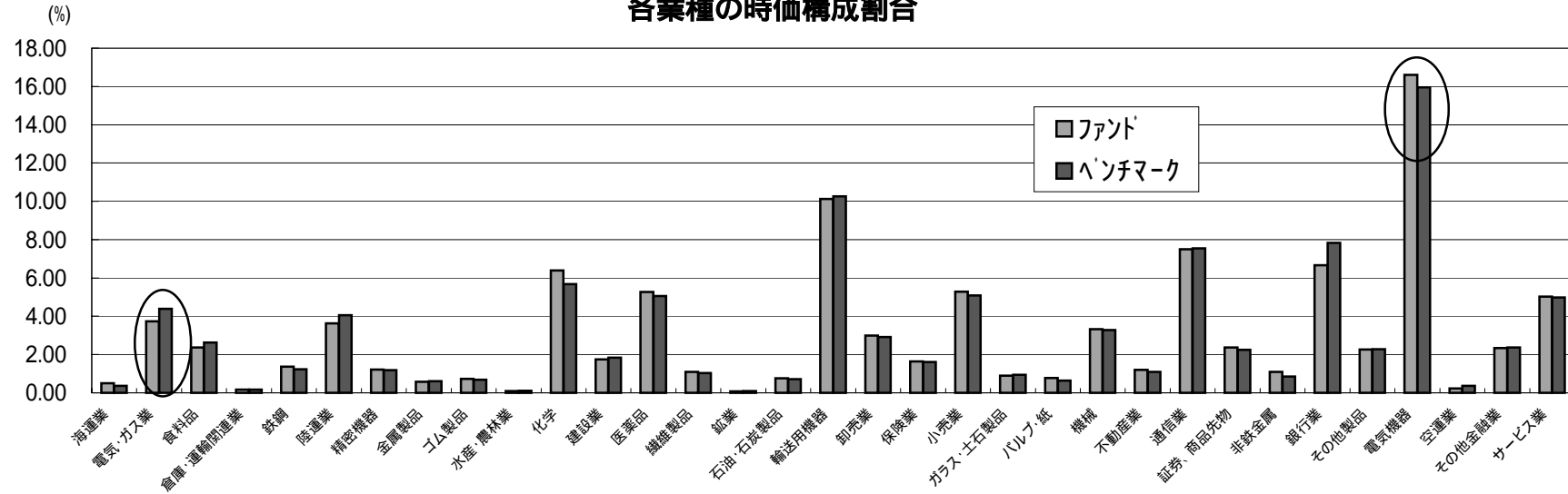
ベンチマークとの収益率の乖離を見ると、アクティブ運用は - 0.87%、パッシブ運用 - 0.10%となっており、国内株式全体の超過収益率 - 0.58%は、主にアクティブ運用が影響を与えました。

超過収益率を業種選択要因、銘柄選択要因という視点から分析すると、両者ともマイナスに寄与する結果となりました。

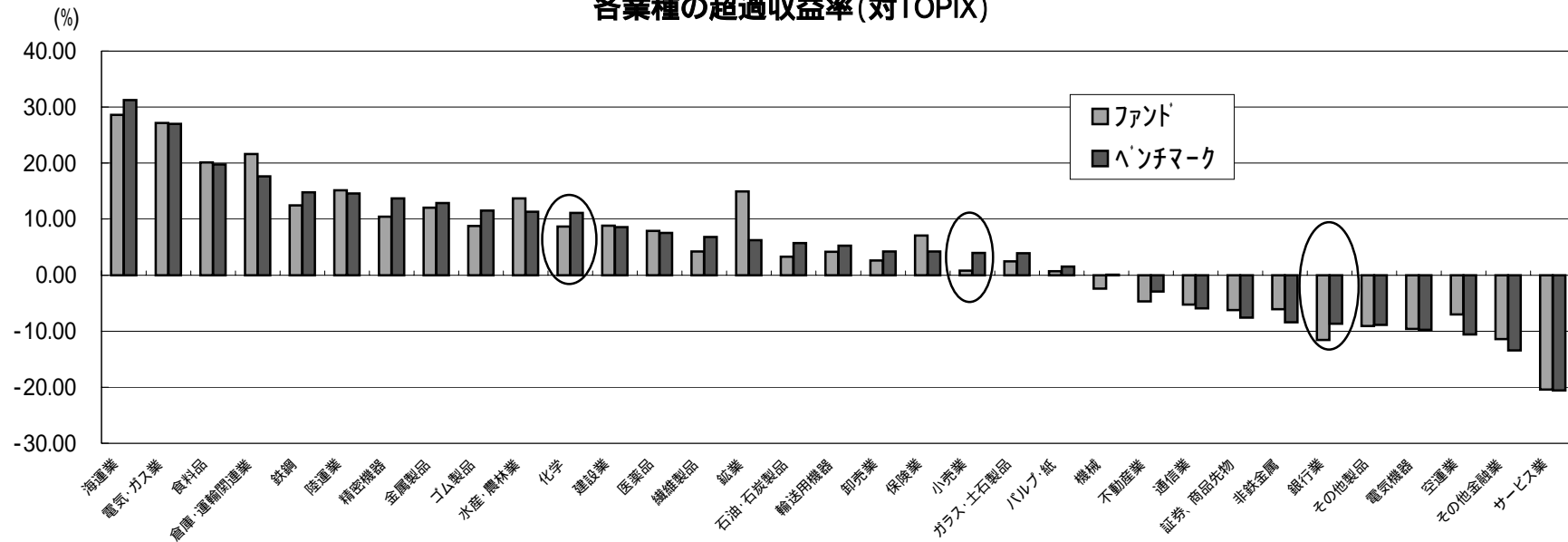
業種選択要因については、下落率の大きかった電気機器等のいわゆるハイテクセクターをベンチマークにおける比率より高い割合で保有していたことと、堅調であった電気・ガス業等の公益セクターを低い割合で保有していたことが、マイナスに寄与しました。

また、銘柄選択要因については、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ました。具体的には、銀行セクター内でも相対的に堅調であった地方銀行株の組み入れが少なかったこと、小売業や化学セクター内で相対的に下落幅の大きかった大型株の組み入れが多かったことが、マイナスに寄与しました。

各業種の時価構成割合



各業種の超過収益率(対TOPIX)



アクティブ運用の内容を成長株運用(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分析すると、基金の国内株式アクティブ運用のポートフォリオ全体における成長株運用と割安株運用の比率(スタイル比率)は、やや成長株運用の比率が高い状態になっています。

一方で、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、平成14年度は平成13年度以上にスタイルによる収益率の格差が拡大し、成長株はベンチマークに4.38%劣後する結果となりました。

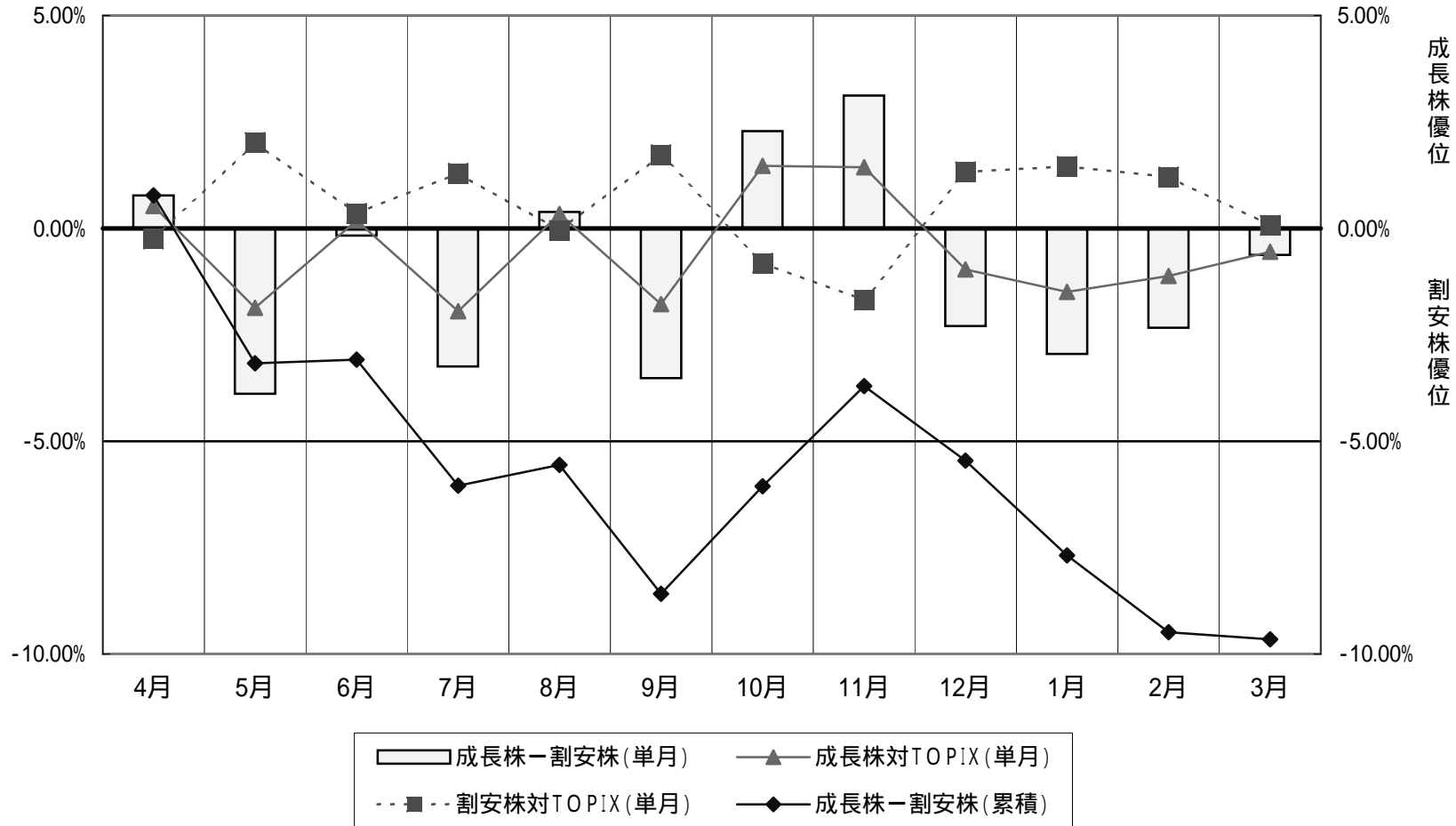
(参考)ベンチマーク(TOPIX)に対する超過収益率(平成14年度)

成長株運用: - 4.38% 割安株運用: + 5.28%

このように、運用スタイルの偏りがあると、運用結果が市場平均から乖離しがちになるため、20ページに記載したとおり、国内株式において運用スタイルの偏りを生じないように留意しながら、運用機関構成の見直しを進めています。

累積収益率

平成14年度 国内株式の運用スタイル別 パフォーマンスの推移 ー成長株運用・割安株運用の区分に沿った分析ー



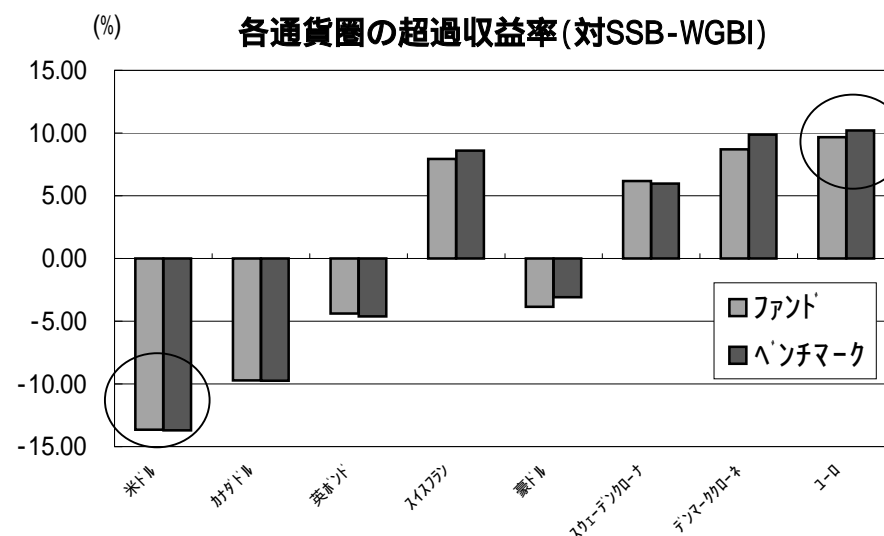
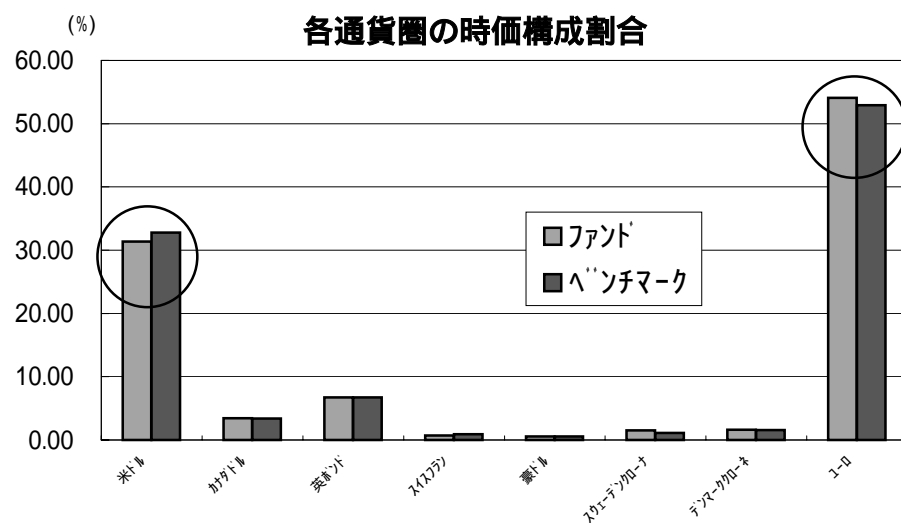
外国債券(超過収益率 - 0.24%)

ベンチマークとの収益率の乖離を見ると、アクティブ運用は - 0.19%、パッシブ運用は - 0.27%となっており、外国債券全体の超過収益率は - 0.24%となりました。

超過収益率のマイナスを要因分析すると、通貨(国)選択要因はプラスに寄与し、銘柄選択要因はマイナスに寄与する結果となりました。

通貨(国)選択要因については、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、プラスに寄与しました。平成14年度の外国債券市場は各国とも金利が低下(債券価格は上昇)しましたが、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してみると、米ドル圏で - 13.7%、ユーロ圏で + 10.2%と大きな差異が発生しました。

銘柄選択については、主にユーロ圏での銘柄選択が、マイナスに寄与しました。



平成15年4月7日付で「SSB - WGBI(ソロモン・スミス・バーニー世界国債インデックス)」は「Citigroup WGBI(シティグループ世界国債インデックス)」へ名称変更されました。

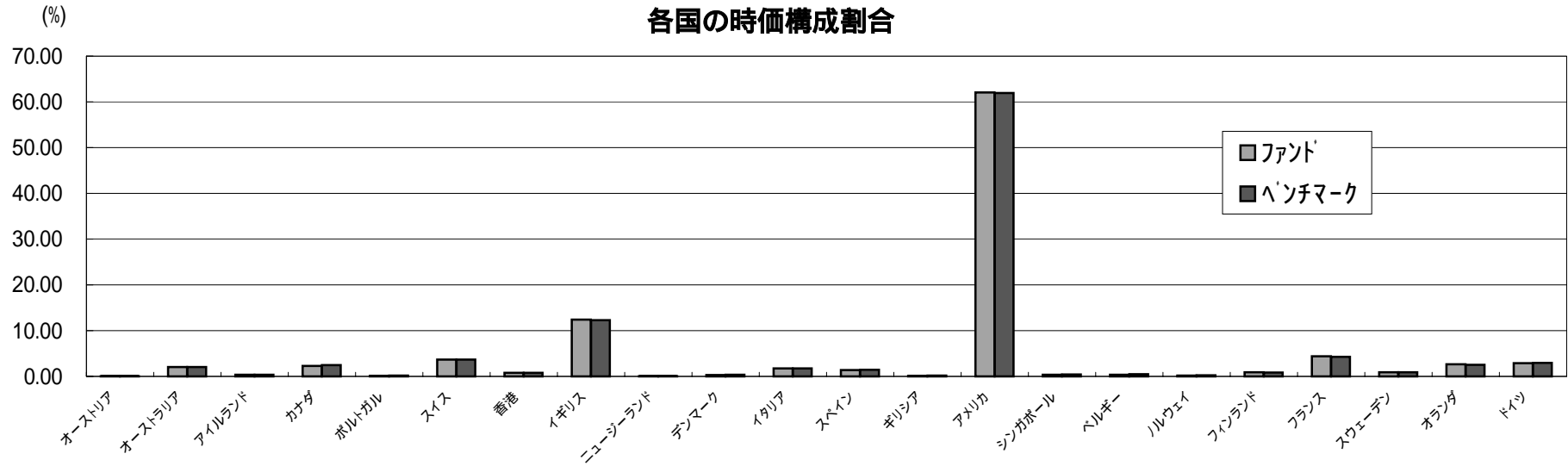
外国株式(超過収益率 + 0.14%)

ベンチマークとの収益率の乖離を見ると、アクティブ運用は - 0.50%、パッシブ運用は + 0.42%となっており、外国株式全体ではベンチマークを0.14%上回る成果をあげることができました。

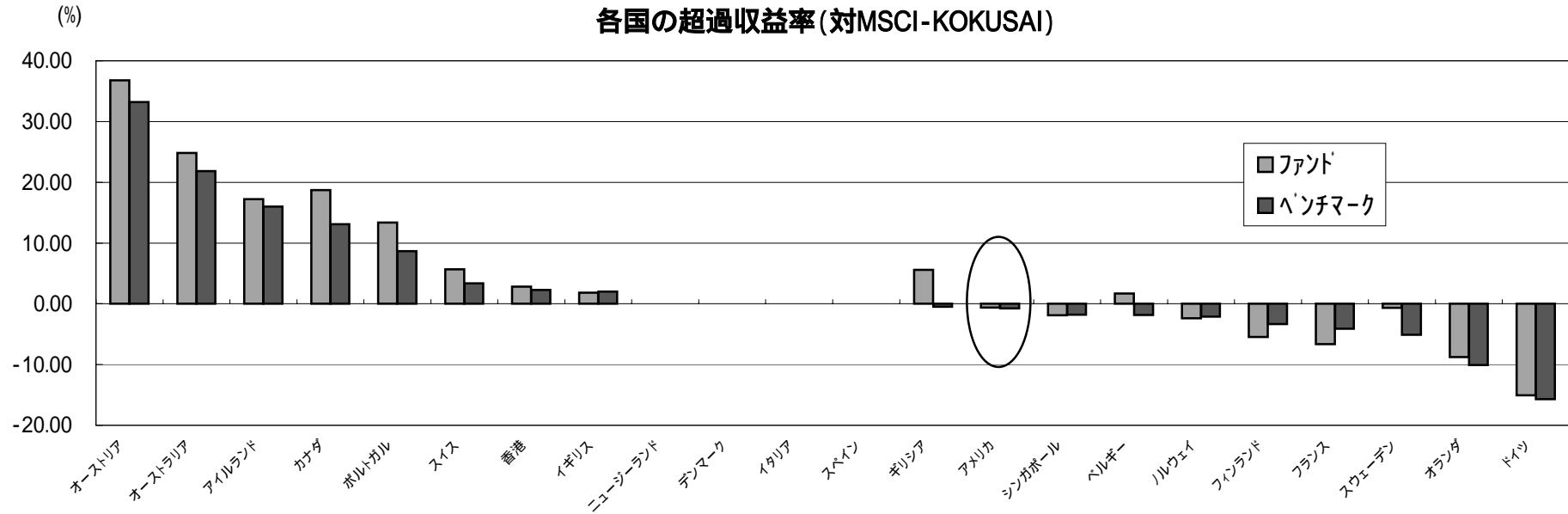
超過収益率のプラスを要因分析すると、国選択要因は若干マイナスとなったものの、銘柄選択要因がプラスに寄与しました。

プラスの銘柄選択要因の太宗は米国の銘柄選択となっています。具体的には、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、プラス寄与の主因となりました。

各国の時価構成割合



各国の超過収益率(対MSCI-KOKUSAI)



短期資産(超過収益率 - 0.07%)

平成14年度の基金のベンチマークはCD(譲渡性預金)3ヵ月物金利を採用していました。しかし、実際の短期資産の運用においては、平成14年4月からペイオフが実施され、譲渡性預金の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、原則として、より安全性が高く満期の短い政府短期証券(FB)による運用を開始しました。

政府短期証券の利回りは譲渡性預金よりも低いことから、短期資産の収益率はベンチマークを下回りました。

以上のとおり、安全性及び流動性を確保して運用するためには、CD3ヵ月物金利の水準の収益を確保することができないと考えられることから、平成15年度からは、ベンチマークをTB(割引短期国債)現先1ヵ月物金利に変更しました。

(3) 自家運用の状況

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)
基金が行う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)
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)

運用実績

○国内債券パッシブファンドの運用実績については、56ページに記載したとおりであり、また、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)を行っています。

平成14年度においては、信託銀行3社に対し額面1兆8,000億円(平成15年3月末)の国債を信託し、収益額(運用手数料控除前)は9億6,224万円となっています。

○資金管理ファンドの運用については、政府短期証券(FB)及び譲渡性預金(CD)を組合せ、安全、かつ、効率的に短期資産を運用しています。

(4) 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。また、「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」と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と比較します。

平成14年度において、外国株式についてはベンチマーク収益率を上回り、国内債券及び短期資産についてはほぼベンチマーク並みの収益率となったものの、国内株式及び外国債券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。

その結果、資産全体の時間加重収益率は、複合市場収益率を0.19%下回ることになりました。

資産全体の時間加重収益率	A	- 8.63%
複合市場収益率	B	- 8.44%
A - B		- 0.19%

移行ポートフォリオを基に計算。

5. 財投債の状況

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14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	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

(注) 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。

財投債の収益額

1,347億円(利子1,235億円、引受手数料112億円)

財投債の収益率(財投債元本平均残高(15兆1,773億円)に対する収益額の比率)

0.89%(利子分0.81%、引受手数料分0.07%)

6. 損益の各勘定への按分額(時価ベース)

年金福祉事業団の解散及び業務の承継等に関する法律では、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、運用の効率化の観点から、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14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 - 2兆5,877億円から運用手数料等の額184億円(注)を差し引き、財投債の収益額1,347億円を加えた - 2兆4,715億円となります。

(注)資産統合管理システム経費等を含んでいます。

この - 2兆4,715億円を、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。

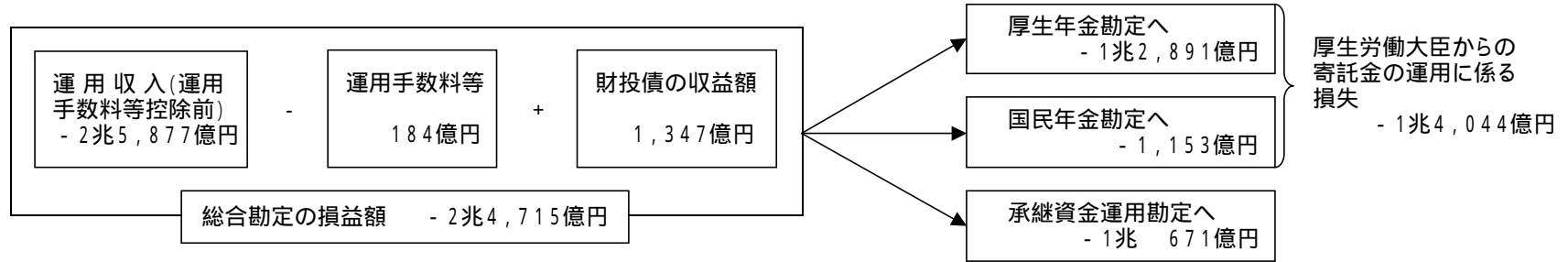
厚生年金勘定に	- 1兆2,891億円(14年度末の累積損益	- 1兆4,312億円)
国民年金勘定に	- 1,153億円(14年度末の累積損益	- 1,401億円)
承継資金運用勘定に	- 1兆 671億円(14年度末の累積利差損益	- 4兆5,004億円(注))

(注) 承継資金運用勘定の累積利差損益(時価)は、平成13年度末の累積利差損益 - 2兆8,440億円に、按分額 - 1兆671億円を加え、財務省財政融資資金(旧資金運用部)に対する借入利息等5,893億円を差し引いたものです。

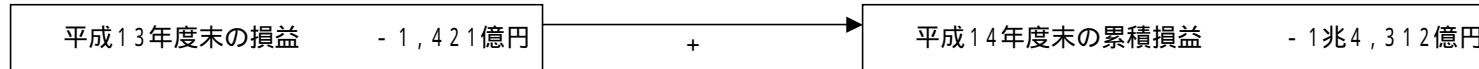
なお、ここでいう「借入利息等」には、13年度に未収金として計上した外国株式の配当金に係る税還付金について、税還付金受入時の為替レートが計上時(13年度末)の為替レートに対し円高だったことにより生じた為替差損(33億円)を含んでおり、14年度に追加となった税還付金(7億円)を差し引いています。

以上のように、基金が管理運用している年金積立金の累積損益は合計で - 1兆5,713億円、これに承継資産の損益も含んだ場合の、基金が管理運用している年金積立金の累積損益の合計は - 6兆717億円となります。なお、これらの数値は、時価による評価額なので今後の運用動向や市場の価格変動などにより大きく変わりうるものであり、確定しているものではありません。

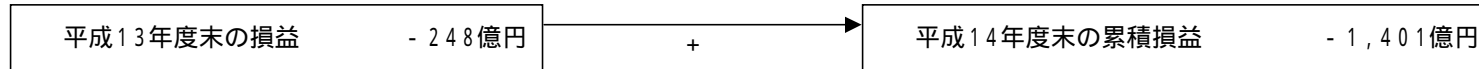
(参考1) 各勘定への損益の按分



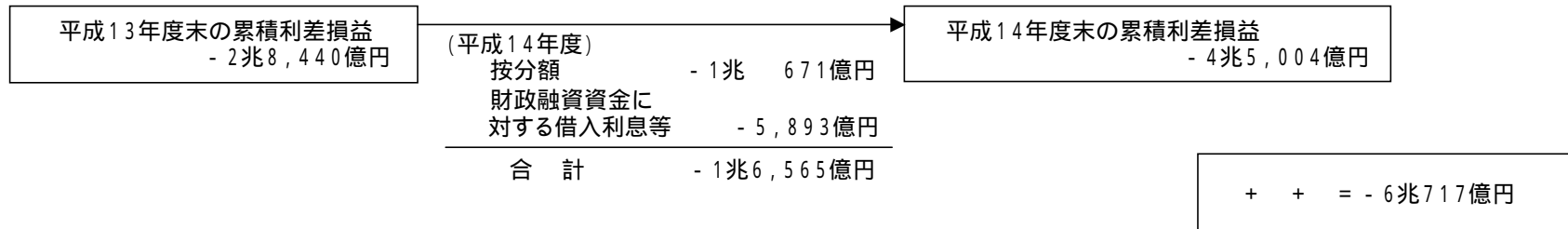
(参考2) 厚生年金勘定の累積損益



(参考3) 国民年金勘定の累積損益



(参考4) 承継資金運用勘定の累積利差損益



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ります。

(参考5) 平成14年度運用原資の額と平成14年度末運用資産の額の関係等について

平成14年度においては、45ページに記載したとおり、以下の資産を原資として運用しました。

- ・平成13年度末運用資産 38兆6,014億円
- ・厚生労働大臣からの寄託金 18兆2,558億円

この資産の中には、基金が旧年金福祉事業団から債務とともに承継した資産が含まれています。そして、承継した債務については、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、売却に伴いコストを要することから、法律上、厚生労働大臣からの寄託金を用いて元本償還を行うこととされています。また、この償還により、承継資産の額が減少し、寄託金を原資とする資産の額が増加することとなります。平成14年度の元本償還額は、3兆4,714億円ですので、実質的な運用原資の額は、これを差し引いた次の額となります。

$$38兆6,014億円 + 18兆2,558億円 - 3兆4,714億円 = 53兆3,859億円$$

平成14年度においては、68ページに記載したとおり、総合勘定において2兆4,715億円の運用損失が生じるとともに、承継資金運用勘定において5,893億円の財政融資資金に対する支払利息等が生じており、合計して3兆608億円の単年度損失が生じています。

また、未払費用等に関する調整(注)として、1,108億円を差し引く必要があります。実質的な運用原資から単年度損失及び未払費用等に関する調整の額を差し引いた額は、

$$53兆3,859億円 - 3兆608億円 - 1,108億円 = 50兆2,143億円$$

となります。この額が、平成14年度末の運用資産の残高となります。

(注) 現在の会計制度においては、手数料、支払利息などの費用については、実際に支払った年度でなく、発生した年度の費用として計上することとされています。このように、既に費用が発生し、計上されているが、実際の支払いが次年度以降となるもの(未払費用)については、

- ・費用として計上された年度には、支払いが行われていないため、運用資産の額は減少せず、
- ・支払いが行われた年度には、新たに費用は計上されないが、運用資産の額が減少することとなります。

収益についても、同様に、発生した年度の収益として計上することとされており、実際の収益の受取りが次年度以降となるもの(未収収益)については、

- ・収益として計上された年度においては、収益の受取りがないため、運用資産の額は増加せず、
- ・収益の受取りが行われた年度には、新たに収益は計上されないが、運用資産の額が減少することとなります。

このため、平成14年度末の資産残高を求めるためには、未払費用に関する調整として1,441億円を差し引くとともに、未収収益に関する調整として333億円を加える必要があります。

以上から、未払い費用等に関する調整の額は、1,108億円となります。

なお、現在、年金積立金は、基金において債券及び株式により運用されるほか、財政融資資金への預託によって約112兆円が運用されています。このため、年金積立金の運用結果については、年金積立金全体をみる必要があります。平成14年度には、年金積立金全体では約2,400億円の収益を生じたところです。

年金積立金全体の運用結果について、簡略化して図示すると、次ページのとおりです。

<平成14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>

年金積立金

「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」において運用結果を公表(本年秋に公表される見込みです。)[厚生労働大臣]

財政融資資金への預託金
約112兆円(見込み)

14年度の預託金利息収入(見込み) 約3兆3,000億円(運用利回り2.75%)

年金資金運用基金の運用資産

今回の「資金運用業務概況書」において運用結果を公表
【年金資金運用基金】

厚生労働大臣からの
寄託金

旧年金福祉事業団の
承継資産

平成14年度末運用資産額 50.2兆円
(うち財投債 18.6兆円)

14年度借入利息等
5,893億円

14年度単年度運用損失 2兆4,715億円

13年度単年度損失合計 1兆3,084億円

内訳
運用損失 6,182億円
借入利息等 6,902億円

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

14年度単年度
損失合計
3兆608億円

13年度末
累積利差損
3兆109億円

累積損失合計 6兆717億円

注1) 網掛け部分は「年金積立金」、太枠線部分は年金資金運用基金の運用資産。
注2) 「14年度末運用資産額」の中には未払費用等を含んでいる。

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、なだらかに資産構成割合を移行するよう各資産への資金配分・回収を行います。

2. 運用内容の見直し

(1) 運用機関構成見直しの実施

平成14年度は、アクティブ運用について、運用スタイルの偏りを是正しながら、特色ある運用機関を組み合わせ、より良い運用結果が得られるよう、運用能力の評価結果に基づき、外国債券及び国内株式についてアクティブ運用機関の採用及び解約の作業を進めました。

平成15年度においても、国内株式について作業を進めるとともに、新たに外国株式及び国内債券についても、採用及び解約の作業を進めることとしています。

(2) アクティブ運用への資金配分の実施

資金配分については、パッシブ比率の目標が概ね達成されたことから、運用機関の採用及び解約を終えた資産について、順次アクティブ運用への資金配分を開始することとしています。その際には、資産の区分に応じて、運用

スタイルの偏りを生じないことなど運用スタイルの管理を検討することとしています。

3. 物納事務の円滑な実施

本年 9 月に施行される代行返上に伴う物納事務について、実施に向けた準備を進めるとともに、関係機関との連携を図り、円滑な実施に努めることとしています。

4. 運用体制の強化

(1) 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、(2)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、資金運用については、民間部門に専門性・経験の蓄積があることから、平成14年度に引き続き、民間部門の人材を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。

(2) 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。

(3) 市場運用のリスク管理の強化

巨額の年金積立金を「運用の基本方針」及び「管理運用方針」に基づいて運用し、収益率の改善を図っていくためには、資産運用状況の継続的な把握(モニタリング)、中でもリスク管理を強化していくことが重要です。

第2章で述べたように、基金では独自に開発した「資産統合管理システム」を情報システム基盤として、資産構成割合、資産クラスごとのアクティブ運用資産とパッシブ運用資産の割合、トラッキングエラー、デュレーションをはじめとするリスク管理指標を毎月モニタリングし、新規資金の配分や運用機関構成の見直しなどに活用しています。

平成14年度までは月単位の取引データに基づいて収益率を測定してきましたが、今後、巨額の資金流入(新規寄託金)が続き市場運用資産が一層巨額になることが見込まれることなどを考慮し、平成15年度からは、日々の取引データに基づいて収益率をより正確に測定する「日次評価法」に移行することとしています。また、国内株式については、平成15年度から、新たに運用スタイルの偏りを測定し、リスク管理を行っていくこととしています。

(4) 情報システム基盤の充実・強化

情報システム基盤である「資産統合管理システム」に関しては、新たなリスク管理など、必要に応じた機能追加が円滑に実施できる柔軟性に優れたものとしていく必要があります。また、急激な市場変動などにより生じた不測の変化にも速やかに対応できるよう、運用状況をより迅速に把握するものとしていくことが望まれます。そのためには、入力する運用データが正確であることの確認(データのクレンジング)を、さらに効率的に行うことが不可欠です。

こうしたことから、今後、現行の「資産統合管理システム」について、入力データの統制、データ管理の拡張性及び効率性、機能追加に対する柔軟性、システムの安全性などの観点から、システムの基本的仕組みに立ち返って、抜本的な改善のための検討を進めていくこととしています。

5. 調査研究の充実

基金の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、一層高まります。また、資金運用の手法は日々進歩しているため、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ります。

このため、パッシブ運用の適正な評価やリスク管理の手法、運用資金が増大するなかでの運用機関ごとの資金運用の適正規模、資金運用の投資対象資産の拡大等をテーマとして、調査・研究を精力的に進めていくこととしています。