
平成15年度 資金運用業務概況書

平成16年7月
年金資金運用基金

はじめに

平成15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、長期的にみて安全かつ効率的な運用を行う必要があります。このため、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、基金では、これを目標として運用を行うこととされています。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（4ページ参照）。

ところで、基金では、平成13年度及び平成14年度において、長引く景気の低迷を背景に国内株式及び外国株式の収益が大幅なマイナスになったことから、多額の運用損失を計上することとなりました。

そして、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した。このため、平成14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、昨年3月に意見書が取りまとめられました。

この意見書では、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、長期的にみ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（3ページ参照）。

この意見書を受けて、株式を含む分散投資を行うという基本方針を踏まえ、基金では運用を行いました。その結果、平成15年度は、国内株式及び外国株式の収益が大幅に改善したことにより、平成13年度及び平成14年度の運用損失の合計3兆2,441億円を上回る4兆7,225億円の運用収益を計上すること

ができ、基金発足以来の損失については、解消することができました（64ページ参照）。基金では、今後とも、分散投資の考え方に基づく基本方針に従い、安全かつ効率的な資金運用に努めることとしています。

また、年金積立金の運用結果については、基金が市場で運用する部分だけでなく年金積立金全体をみて評価する必要があることに留意いただきたいと思います。

7ページに記載しているように、年金積立金の運用における資産構成割合は、財政融資資金への預託残高や財投債を含めた年金積立金全体を前提として決定されています。このため、運用結果については、基金が市場で運用する部分だけでなく、年金積立金全体をみて評価する必要があります。年金積立金全体の運用収益は、次のとおりとなっています。

平成13年度	2兆7,787億円
平成14年度	2,360億円
平成15年度	約6兆8,700億円（見込み）

(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) 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) 分散投資について	3
(2) 基本ポートフォリオの策定	6
(3) 移行ポートフォリオに基づいた資金運用	7
3. 財投債の引受け	9

第2章 平成15年度の取組み

1. 基金が行う運用の概要	
(1) 基金の運用の目標	10
(2) パッシブ運用中心の運用	11
(3) リスク管理	12
(4) 運用受託機関に対する資金の配分・回収	14
(5) 運用受託機関などの選定・評価	15
2. 運用機関構成(マネージャーストラクチャー)の見直し	19

3. 市場運用への資金配分	
(1) 新規資金の配分	20
(2) 代行返上に伴う現物納付の受入れ	20
4. 情報公開の徹底	21
5. 株主議決権の行使	21
6. 組織体制及び運用能力の向上	
(1) 運用管理体制の充実	23
(2) 責任体制の明確化	24
(3) 調査研究の充実	25
(4) システムによる運用管理	25
7. 手数料の見直しによるコストの抑制	27

第3章 平成15年度の運用環境

1. 運用環境	
(1) 我が国の景気動向	28
(2) 主要国の景気動向	28
2. ベンチマーク収益率(累積)の推移	29
3. 各市場の動向	
(1) 国内債券市場	30
(2) 国内株式市場	32
(3) 外国債券市場	34
(4) 外国株式市場	37
(5) 為替	40

第4章 平成15年度の運用結果

1. 資産全体の運用状況	
(1) 平成15年度における運用原資の規模	41
(2) 平成15年度の運用実績	41
2. 運用資産の構成状況	43
3. 平成15年度の資金配分・回収状況	44
4. ベンチマーク収益率による分析	
(1) ベンチマーク収益率との比較	47
(2) 要因分析	49
(3) 自家運用の状況	61
5. 財投債の状況	62
6. 各勘定の損益と平成13年度からの推移	63

第5章 今後の取組み

1. 移行ポートフォリオの実現	69
2. 運用内容の見直し	
(1) 資産管理機関の機能の活用	69
(2) 総合評価の的確な実施	69
3. 運用体制の強化	
(1) 人材の確保	70
(2) 市場運用のリスク管理の強化	70
(3) 情報システム基盤の充実・強化	71
4. 調査研究の充実	71
5. 独立行政法人による権利・義務の承継に向けた取組み	71

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。しかし、将来的に、高齢者世代の割合が大幅に高まることから、保険料のうち年金給付に充てられなかったものを積立金として管理・運用し、その収益を年金財政の安定化に活用することとされています。

年金積立金は、平成12年度までは全額を旧大蔵省資金運用部に預託することが義務付けられていました。現在でも、その過半が財務省財政融資資金に預託されており、平成20年度までの間に年金特別会計に償還されることとなっています。

(2) 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、安全かつ効率的に管理・運用する役割を担っています。基金においては、適切に寄託金を管理・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)で管理を行っています。借入金は、平成22年までの間に返済することとされており、基金では、毎年度借入利息を支払うとともに、借入金元本の返済を行っています。また、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。

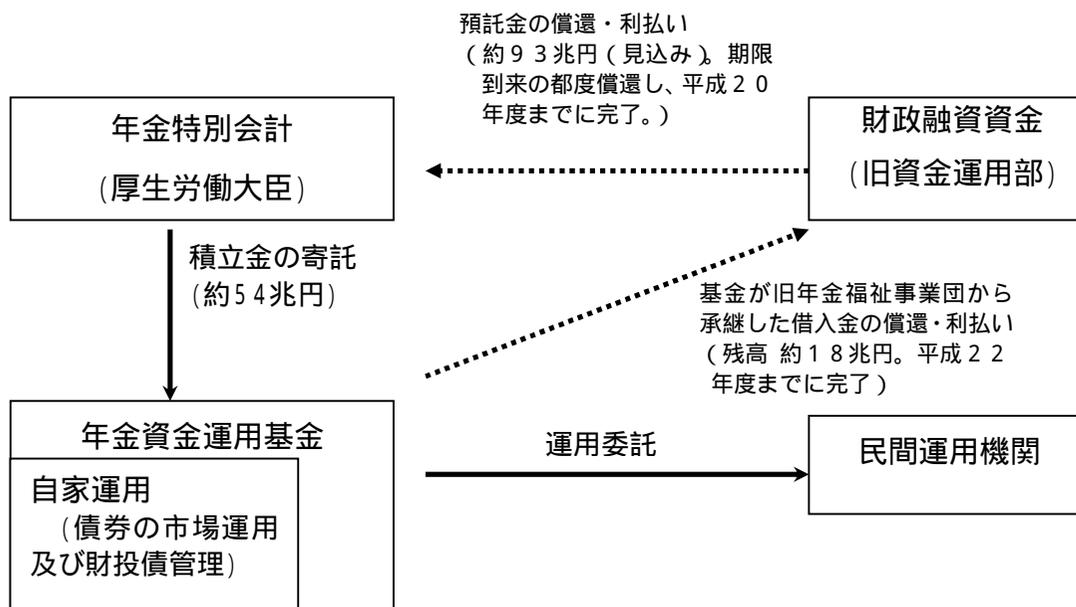
【運用の仕組み（平成13年度から）】

(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、基金に資金を寄託することにより運用。

図の数値は平成15年度末時点の残高。

旧年金福祉事業団の資金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) 分散投資について

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、リスク・リターン特性が異なる複数の資産（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、分散投資を行うに当たっては、各資産の構成割合を長期間維持することが重要です。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果的に安定した収益を上げることができるとされています。

このことについては、「株式を含む分散投資の是非に関する意見」（平成15年3月、社会保障審議会年金資金運用分科会）で、次のように指摘されています。

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。一般に投資対象資産が多様であるほど分散効果が大きいとされていることから、多様な資産に分散投資することが望ましい。

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、長期的にみて最も安定した収益を上げるという目的の達成には効果的である。

債券投資のみでは、現在の歴史的な低金利の状態にある中で、近い将来、賃金や物価の上昇が起こった場合には、必要な収益の確保が困難と考えられる。

(参考) 分散投資の考え方

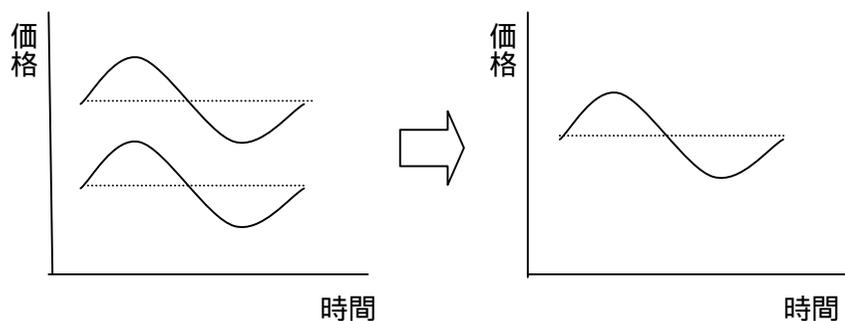
債券や株式など資産ごとの収益率の動きはそれぞれ異なり、大きなリターン(収益率)が期待できる資産のリスク(収益率の変動)は大きく、リスクの小さい資産は小さなリターンしか期待できません。このため、1種類の資産だけでは、必要な収益を確保しながらリスクを抑えて安定的に運用することが困難です。

しかし、収益率の動きが異なる複数の資産に適切に分散して運用(分散投資)すれば、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。

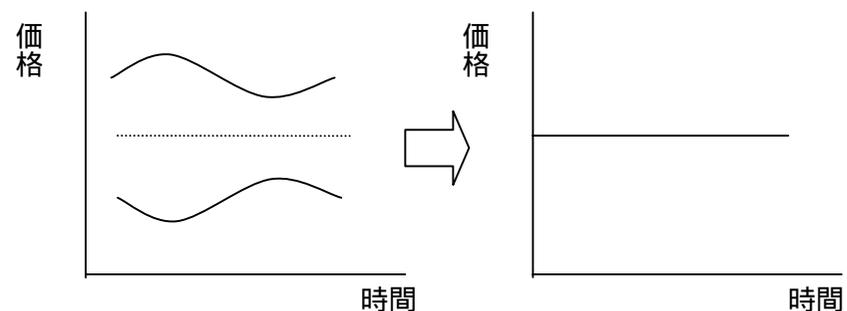
例えば、収益率の動きが全く同じ2資産を同じ比率で組み合わせても収益率の動きは変わらず、収益率の変動の大きさ(リスク)はそのままです(例1)。しかし、収益率の動きが全く逆の2資産を同じ比率で組み合わせれば、収益率の変動の大きさ(リスク)はゼロとなります(例2)。

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。

(2) 基本ポートフォリオの策定

年金積立金は、分散投資の考え方に基づいて、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することとされており、厚生労働大臣が、法律の規定に基づき、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、社会保障審議会に諮問した上で定めています。

この基本ポートフォリオは、年金積立金の全額が財務省財政融資資金から償還されて以降に、長期にわたり維持すべき資産構成割合として定められています。

< 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(リスク)
4.50%	5.43%

(注) この基本ポートフォリオは、平成11年の財政再計算結果に基づき、平成13年3月に策定されたものです。

(3) 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16年3月末時点で、約93兆円(見込み)が財政融資資金へ預託されており、平成20年度までの間、預託期限到来の都度償還されます。

そこで、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、償還が終了する平成20年度に実現することとされ、それまでの間は、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、毎年度策定し公表しています。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ることのないよう、各資産とも円滑に基本ポートフォリオの資産構成割合を実現するという考え方にに基づき策定されています。

基金は、この移行ポートフォリオに沿って管理運用業務を行います。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。

なお、移行ポートフォリオは、財政融資資金への預託金残高や財投債を含めた運用資産全体のものと、基金による市場運用分のものの、2種類が策定されています。策定に当たっては、運用資産全体を前提として資産構成割合を定めていますので、市場運用分だけではなく、運用資産全体で分散投資が行われています。このため、運用結果については、運用資産全体をみる必要があります。

< 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) < 平成16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	79%	7%	3%	5%	6%
乖離許容幅	±2%	-2%	-2%	-2%	-

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	56%	20%	10%	14%	0%
乖離許容幅	±5%	-5%	-5%	-5%	-

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。しかし、財投改革の結果、平成13年度からは、特殊法人などは財投機関債を発行して必要な資金を市場から調達し、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した資金を各特殊法人等に貸し付け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、財投改革の経過措置として、当面、郵便貯金や年金積立金で直接引き受けることとされています。

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ます。基金では、この指示に基づき、満期まで保有することとされた財投債を、市場運用資金とは区別して管理しています。満期保有とされた財投債は、企業会計原則にならない原価法(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います。参考として時価評価も行っています。

第2章 平成15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は、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) 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しています。

このほか、運用の基本方針においては、「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」とされています。

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。

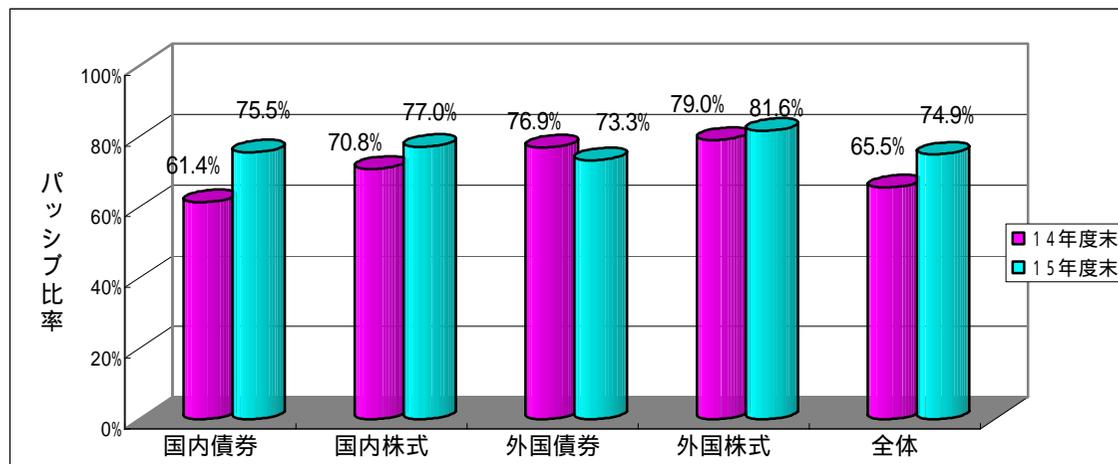
(注) 4(1)では、年金資金のうち満期保有すべきものとされた財投債以外のものを市場運用資金と規定しています。

(2)パッシブ運用中心の運用

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上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、コストが低いという利点もあります。

この考え方に基づき、基金では、パッシブ運用の割合について、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%以上を目標として運用を行っています。



(3) 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、資金運用におけるさまざまなリスクを適切に管理することが欠かせません。このため、基金独自の資産統合管理システム(26ページ参照)及び種々の分析ツールを活用して、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・リターンの特徴が異なる複数の資産に分散投資することが基本です。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、運用の基本方針に従い、移行ポートフォリオの資産構成割合を達成できるように、資金の配分・回収などを行っています(44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(時価による資産構成割合の状況、トラッキングエラー、デュレーション、運用スタイルの偏りなど)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)からの乖離幅の変動を表す指標です。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)

- ・ 国内債券及び外国債券については、信用リスクの管理の観点から、一定以上の格付(BBB格以上。なお、平成15年度までは、外国債券についてはAA格以上。)のある資産を投資対象とすること。
 - ・ 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。
 - ・ 分散投資による運用リスクの管理、市場における価格形成への影響の排除等の観点から、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(又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15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29ページを参照してください。)

(4) 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、パッシブ運用では、トラッキングエラーによる定量評価及び定性評価が一定水準以上の運用受託機関に対して資金配分することとしており、平成15年度には、全てのパッシブ運用受託機関に資金配分しました。

また、アクティブ運用では、19ページに記載する運用機関構成の見直しを終えた資産について、総合評価が良好な運用受託機関及び運用開始後3年未満の運用受託機関に対し、資金配分することとしていました。そして、平成15年度には、外国債券のアクティブ運用受託機関7ファンドが全て運用開始後3年未満であったことから、7ファンドに対して資金配分しました。

(注)国内株式についても、平成15年8月に運用機関構成の見直しを終えていましたが、45ページに示したとおり、同月以降には、国内株式に対する資金配分の機会がありませんでした。また、外国株式については平成16年3月まで、国内債券については平成16年6月まで、運用機関構成の見直し作業を実施したため、アクティブ運用受託機関に対し資金配分を行いませんでした。

資金回収については、運用開始後3年を経過すると、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15年度においては、国内株式のアクティブ運用受託機関3ファンドから回収を行いました。

(注)国内債券及び外国株式については、19ページに記載したとおり、4分の1以上のアクティブ運用受託機関を解約したことから、また、外国債券については、全てのアクティブ運用受託機関が運用開始後3年未満であったことから、回収対象となる運用受託機関がありませんでした。

さらに、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、運用受託機関がガイドラインに違反した場合や、運用担当者の変更、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、資金の一部回収や解約などの措置を講じることとしています。

(5)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に努めています。

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公募し、書類審査やヒアリングを実施して、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や運用実績に関する定量データ(時間加重収益率など)に基づき、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実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に努めています。平成15年度においては、国内株式及び外国株式のアクティブ運用受託機関を選定するとともに、国内債券アクティブ運用受託機関の選定作業を進めました。(19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、定期的に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(定量評価)に基づき、毎年度総合評価を実施します。資金配分については、14ページに記載したとおり、この総合評価の結果に基づき実施しています。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年度の運用実績から、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幅の変動の大きさ)。

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。過去の定量的な運用成績が良好であったとしても、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。アクティブ運用では、ベンチマーク収益率を上回る収益率を上げるため、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っていますが、そのリスク1単位当たりどれだけの超過収益を上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. 運用機関構成(マネージャーストラクチャー)の見直し

基金では、平成13年4月の発足時に、旧年金福祉事業団の運用受託機関(44社)との契約を承継しました。そして、運用の基本方針や管理運用方針に従い、パッシブ運用を中心とするなどの方針を実現するため、平成14年度までに、次のとおり運用受託機関の選定・解約などを行い、運用機関構成の見直しを進めてきました。

パッシブ運用受託機関の公募及び選定

アクティブ運用についてバランス型から特化型への移行

既存のアクティブ運用受託機関の解約及び回収した資産のパッシブ運用受託機関への移管

外国債券アクティブ運用受託機関の公募及び選定

さらに、平成15年度においては、国内株式、外国株式及び国内債券のアクティブ運用受託機関について、運用の効率化を図るため、運用機関構成の見直しを行いました。具体的には、運用機関を広く公募した上で、運用能力を評価し、次のように既存の運用受託機関との入替えを行いました。

国内株式 7ファンドを解約、9ファンドを選定

外国株式 6ファンドを解約、8ファンドを選定

国内債券 3ファンドの解約を決定(なお、平成16年6月までに5ファンドを選定)

これらの運用受託機関の選定の際には、各資産のアクティブ運用全体での収益の安定を図るため、国内株式では成長株運用及び割安株運用について、また、外国株式では地域(北米型及び欧州・アジア・オセアニア型)について、均衡がとれた組合せとなるよう留意しました。また、運用スタイルにふさわしい運用目標を示し、運用結果を適切に評価できるよう、運用受託機関によってはスタイル・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)をベンチマークとして決めました。

(注)成長株運用及び割安株運用の意味については、参考資料「7. 資金運用に関する専門用語の解説」を参照してください。

さらに、国内株式及び外国株式においては、トラッキングエラーを低水準に管理しながら、リスク1単位当たり高い超過収益率の確保を目指すエンハンスド・インデックス型の運用受託機関を採用しました。また、外国株式については、運用受託機関によって、ベンチマークの構成国でない途上国の上場株式についても、その国の政治・経済の安定性や市場特性、投資対象企業の経営内容、銘柄の流動性などについて十分に調査分析することを前提に、投資対象に含めることを認めました。

3. 市場運用への資金配分

(1) 新規資金の配分

平成15年度においては、新規寄託金約10.1兆円のほか、財投債の満期償還金など約2.1兆円の合計約12.2兆円を市場運用に配分しました。この額は、平成13年度の約2兆円及び平成14年度の約8.1兆円と比べ、格段に大きな額であったことから、基金では、市場運用に配分するに当たり、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一層留意して、平成15年度の移行ポートフォリオになだらかに移行することができるよう、資金の配分・回収を行いました。

(2) 代行返上に伴う現物納付の受入れ

昨年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した。移行した厚生年金基金は、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、この一部について、厚生労働大臣の許可を受けて、有価証券による現物納付を行う途が開かれています。そして、現物納付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、寄託金とともに市場運用を行うこととなります。

このため、物納資産の確認や受入れを行う準備を進め、本年1月に1件の現物納付を受け入れました。

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ることから、その運用の結果は、広く、被保険者などに公開される必要があります。このため、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」ように努めることが求められ、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、運用受託機関の公募にかかわる情報や採用した運用受託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15年度の基金のホームページへのアクセス件数は約20万件。)

5. 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ります。このため、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し、運用受託機関による適切な株主議決権の行使を求め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るので、それらの情報を有している運用受託機関が株主議決権を行使することは、効率的な面があると考えられます。

この場合、長期的な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、基金は、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運用受託機関の対応方針や、その行使状況について報告を求めることとされています。

平成15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14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30～32ページを参照してください。)

さらに、平成15年度から、管理運用方針に定める運用受託機関の定性評価項目に「株主議決権行使の取組み」を加えて、運用受託機関に対するミーティングを実施しました。その結果、各運用受託機関において定められている方針に即して行使していることが確認できましたが、一方で、行使時期が集中する中で、的確に行使するためのインフラの整備等の課題もみられました。今後は、運用受託機関から、課題への対応状況を確認するなど、より適切な議決権行使の推進を図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。

6.組織体制及び運用能力の向上

(1)運用管理体制の充実

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。重要な判断を合議制の機関に委ねることで、慎重な判断を確保します。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、3名の投資専門委員を選任しています。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。

さらに、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。

そして、基金職員の管理・運用能力の向上を図るため、金融実務研修、国内長期研修や、証券アナリスト資格の取得のため必修とされている通信教育の受講など、各種研修を実施しています。

なお、基金発足以来、運用受託機関の選定・解約を進めてきたところであり、今後は、運用受託機関の運用スタイルの多様化やリスク管理の高度化に対応する必要があります。そこで、平成16年度から、運用受託機関の管理や総合評価に関する業務を担う運用部を2課から3課とし体制を強化するなど、運用管理体制の見直しを実施しました。

(2) 責任体制の明確化

年金積立金の管理運用は、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管理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、役員について、法律上明確に規定されています。また、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、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、受託者責任に関して、事例研究を行うとともに、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) 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15年度においては、大規模な公的年金の運用という特性を踏まえた基礎的な課題に加え、実務的な課題も整理する観点から、ポートフォリオの管理のあり方、年金運用の投資対象の拡大、内外債券のMBS運用に対するリスク管理のあり方、巨大ファンド・公的資金としての運用対象ユニバースのあり方等をテーマに調査研究を進めました。

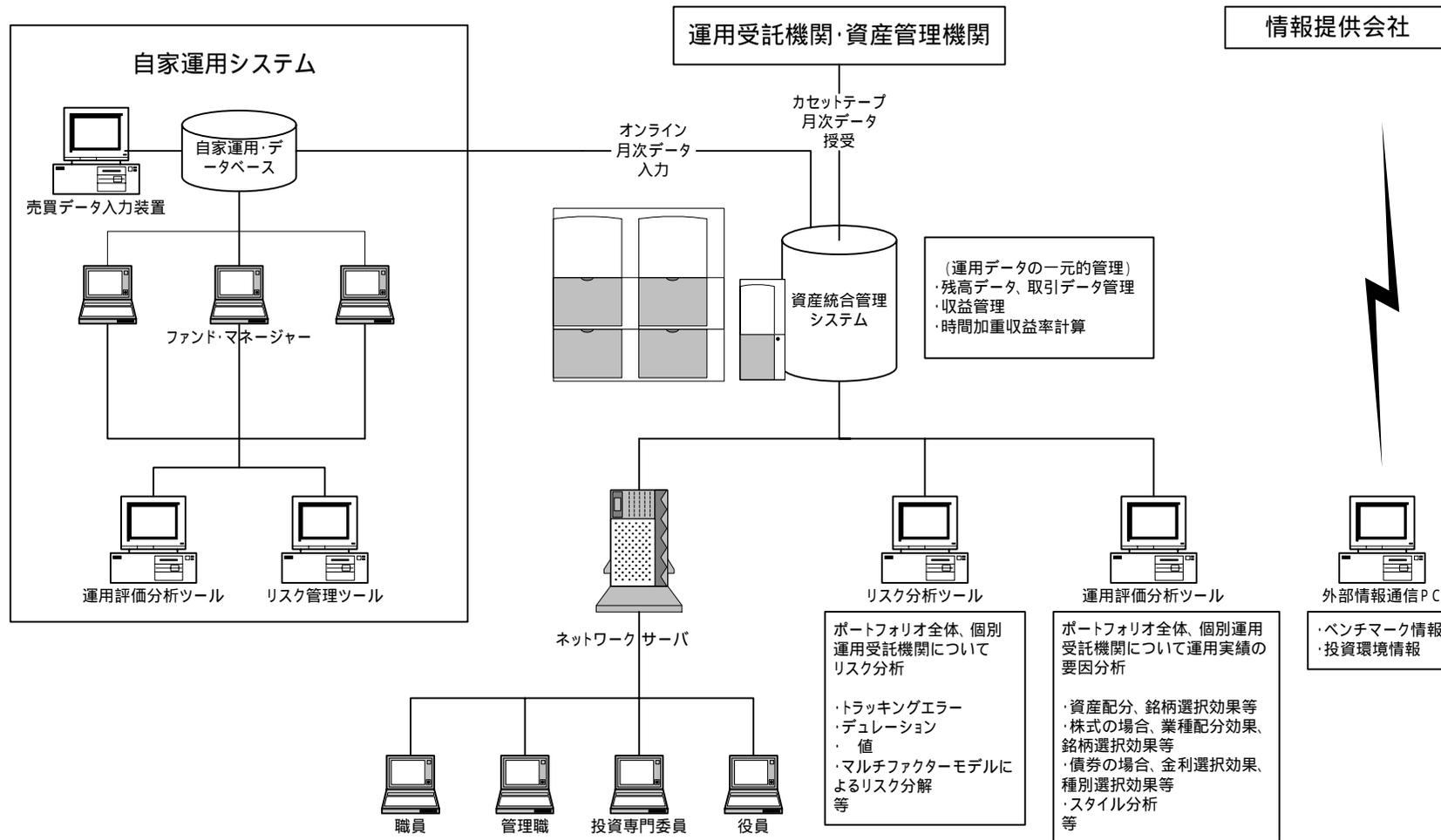
また、主要な年金基金により組織される内外の協議会などの会合に積極的に参加し、資金運用の状況を踏まえて、年金資金運用に関する意見交換や情報収集に取り組んでいます。

(4) 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。

平成15年度においては、収益率の算定方法について、これまでの月次の残高とキャッシュフローに基づく簡便な方法(修正ディーツ法)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しました。また、運用収益の要因分析や、国内株式の運用スタイルの管理のため、新たなツールの導入及びツールの改良を行い、リスク管理の高度化を進めました。

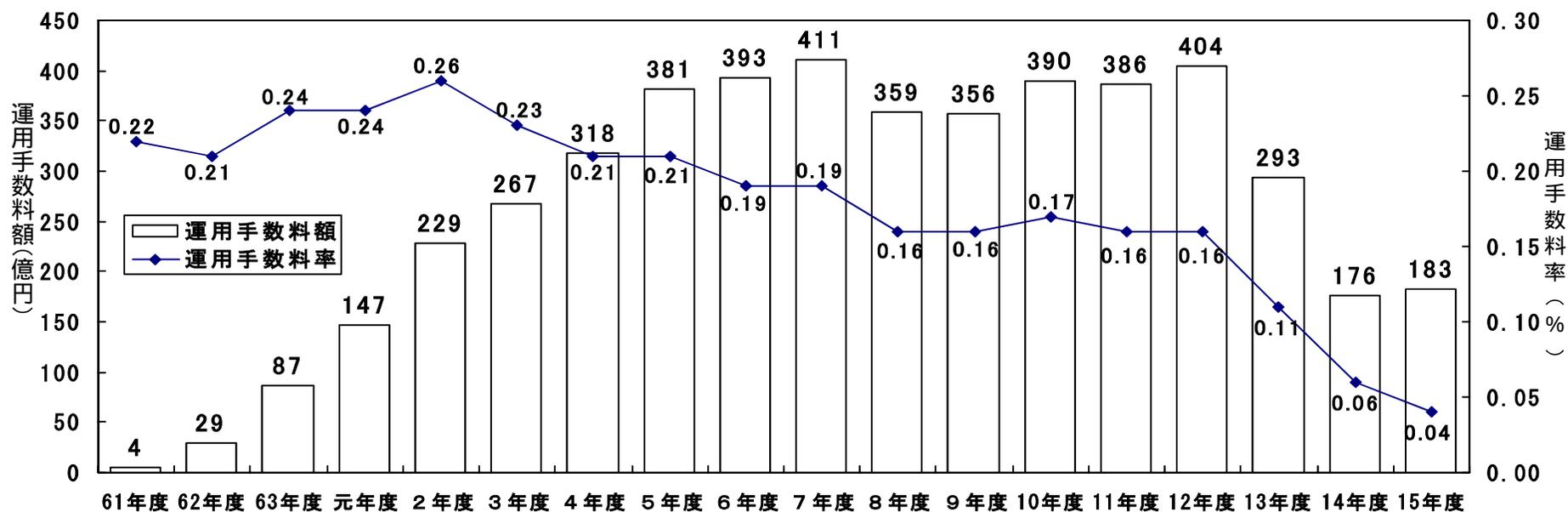
資産統合管理システム



7. 手数料の見直しによるコストの抑制

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15年度においては、引き続き手数料率の低いパッシブ運用の割合を高めるとともに、アクティブ運用受託機関の採用に当たり報酬水準の抑制に努めました。この結果、下図のとおり運用手数料率の低減を図ることができました。

(運用手数料の推移)



(注) 運用手数料率は対運用元本平均残高比です。

第3章 平成15年度の運用環境

1. 運用環境

(1) 我が国の景気動向

平成15年度の国内の景気は、年度当初は、イラク情勢の影響などから先行き不透明感がみられました。

企業部門については、設備投資が増加に転じるきざしがみられましたが、家計部門については、雇用情勢は昨年度に引き続き完全失業率が高水準で推移するなど、所得環境の厳しい状況が続き、個人消費も横ばいで推移しました。

夏以降は、米国景気の回復を受け、輸出環境に改善がみられました。また、設備投資が増加に転じたことが経済指標からも確認され、雇用情勢にも持ち直しの動きがみられ、景気は緩やかな回復基調をたどりました。

このような景気動向の中、日銀は、消費者物価動向などを注視しつつ、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

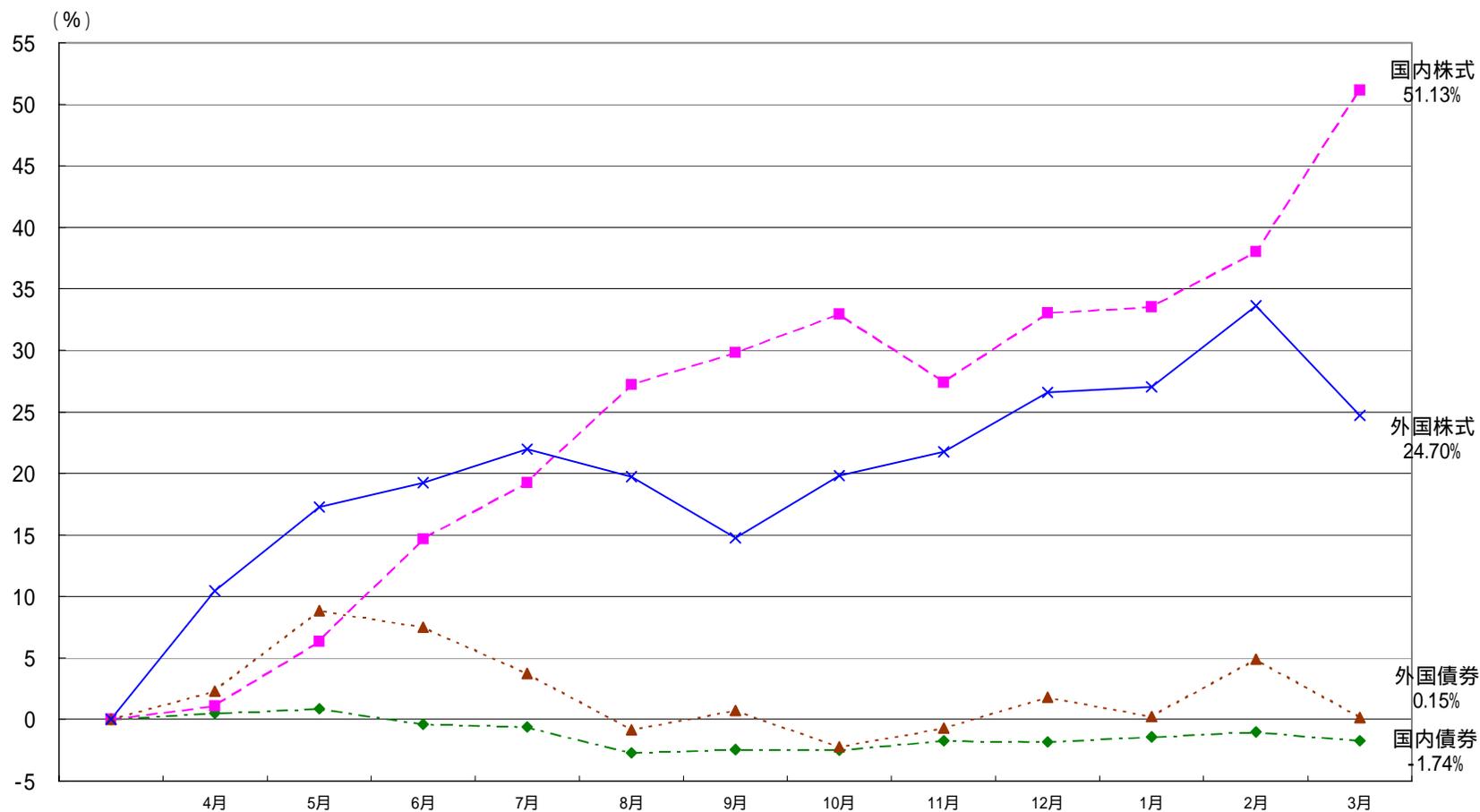
平成15年度の米国の景気は、年度当初は、弱い景気回復が継続している中で、5月下旬に減税法案が成立し、6月には米連邦準備制度理事会(FRB)が0.25%の利下げを実施しました。

夏以降、超低金利政策の継続を背景に、消費の増加、企業業績の改善を受け、景気回復は勢いを増し、イラク情勢の悪化等の不安定要因はあったものの、力強い回復基調で推移しました。

一方、欧州においては、年度前半は、昨年度からのユーロ高による輸出競争力の低下により、景気は停滞傾向が継続しており、欧州中央銀行(ECB)は6月に0.5%の利下げを実施しました。

秋以降、米国景気の回復を受け、景気は緩やかな回復基調となりました。

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15年4月～平成16年3月
国内債券 (NOMURA-BPI総合)	- 1.74%
国内株式 (TOPIX配当込)	51.13%
外国債券(円ベース) (シテグル-フ世界国債インデックス)	0.15%
外国株式(円ベース) (MSCI-KOKUSAI)	24.70%

運用環境

	平成15年3月末	平成16年3月末
国内債券 (新発10年国債利回り)	0.700%	1.440%
国内株式 (日経225)	7,972.71円	11,715.39円
(TOPIX)	788.00ポイント	1,179.23ポイント
外国債券 (米10年国債利回り)	3.80%	3.83%
(シテグル-フ世界国債インデックス)	254.02ポイント	254.41ポイント
外国株式 (NY ダウ)	7,992.13ドル	10,357.70ドル
(MSCI-KOKUSAI)	780.704ポイント	973.517ポイント
為替 (円/ドル)	118.580円	104.035円
(円/ユーロ)	129.395円	127.849円

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

3. 各市場の動向

(1) 国内債券市場

平成15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14年度末の0.700%から平成15年度末の1.440%まで上昇(債券価格は下落)する軟調な展開となりました。

年度当初は、新年度入りに伴う新規資金の流入、世界的な金融緩和の流れに加えて、景気・株価への懐疑的な見方から6月12日に10年国債利回りは年度の最低である0.440%を記録しました。

しかし、6月25日の米連邦準備制度理事会(FRB)の利下げが小幅にとどまったことや世界的なデフレ懸念後退から利回りは上昇し、1%をはさみ推移する展開となりました。その後も、4 - 6月期のGDPなどの指標が市場予想を上回ったことや米国債券利回りの上昇を受け利回りは急上昇しました。

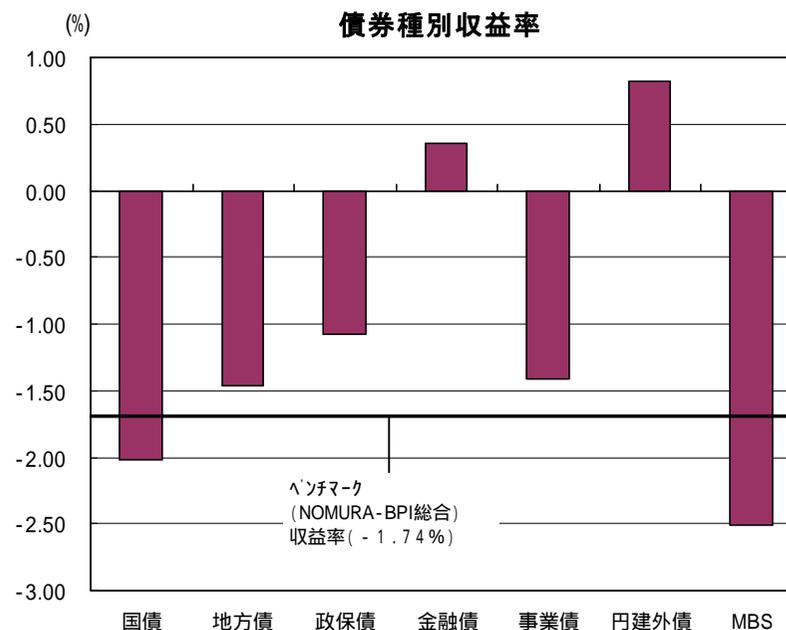
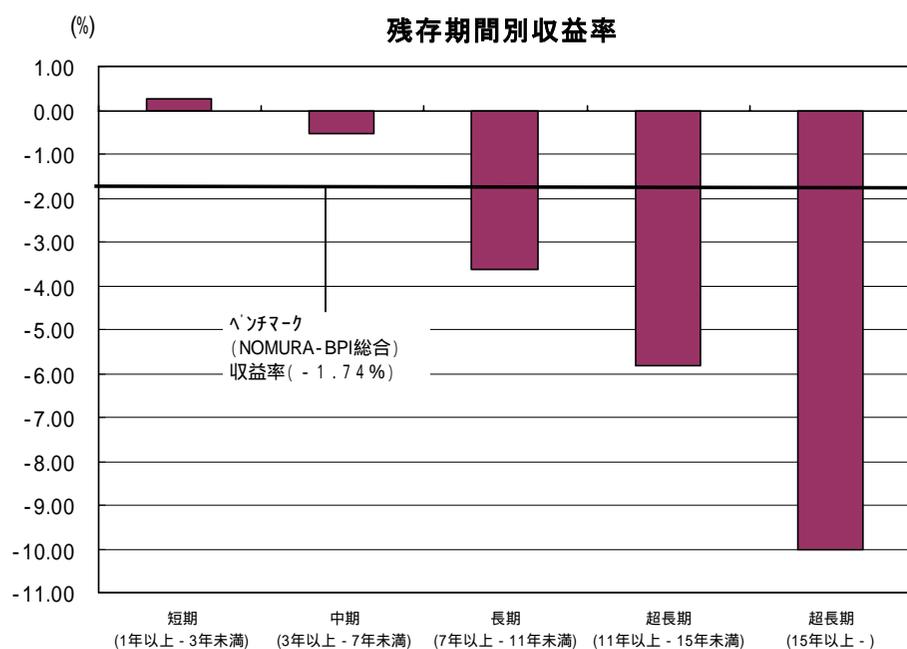
9月以降は、株式市場などの動向に左右されながら、1%台前半の狭い範囲で推移する展開となりました。



また、基金のベンチマークである NOMURA - BPI 総合指数の収益率 (- 1.74 %) 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。

残存期間別でみると、残存期間の短い債券の収益率が高くなりました。

債券種別でみると、国債と MBS がベンチマークを下回り、金融債、事業債、円建外債等がベンチマークを上回る結果となりました。



(2) 国内株式市場

平成15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14年度末の788.00ポイントから平成15年度末の1,179.23ポイントまで、また、日経平均株価は平成14年度末の7,972.71円から平成15年度末の11,715.39円まで、大幅に上昇しました。

年度当初は、金融システム不安やハイテク企業収益の大幅下方修正から株価は下落し、日経平均株価は4月28日にバブル崩壊後の最安値を記録しました。

5月以降、金融機関に対する公的資金注入の決定を契機として金融システム不安が後退したことや、米国株式の上昇を受け、株価は上昇に転じました。その後も、予想を上回るGDP等の各種経済指標が好感され、株価は堅調に推移しました。

10月から11月にかけての円高により一旦調整しましたが、12月以降は強い経済指標を背景に再び上昇し、3月後半に年度の最高値を記録する展開となりました。

