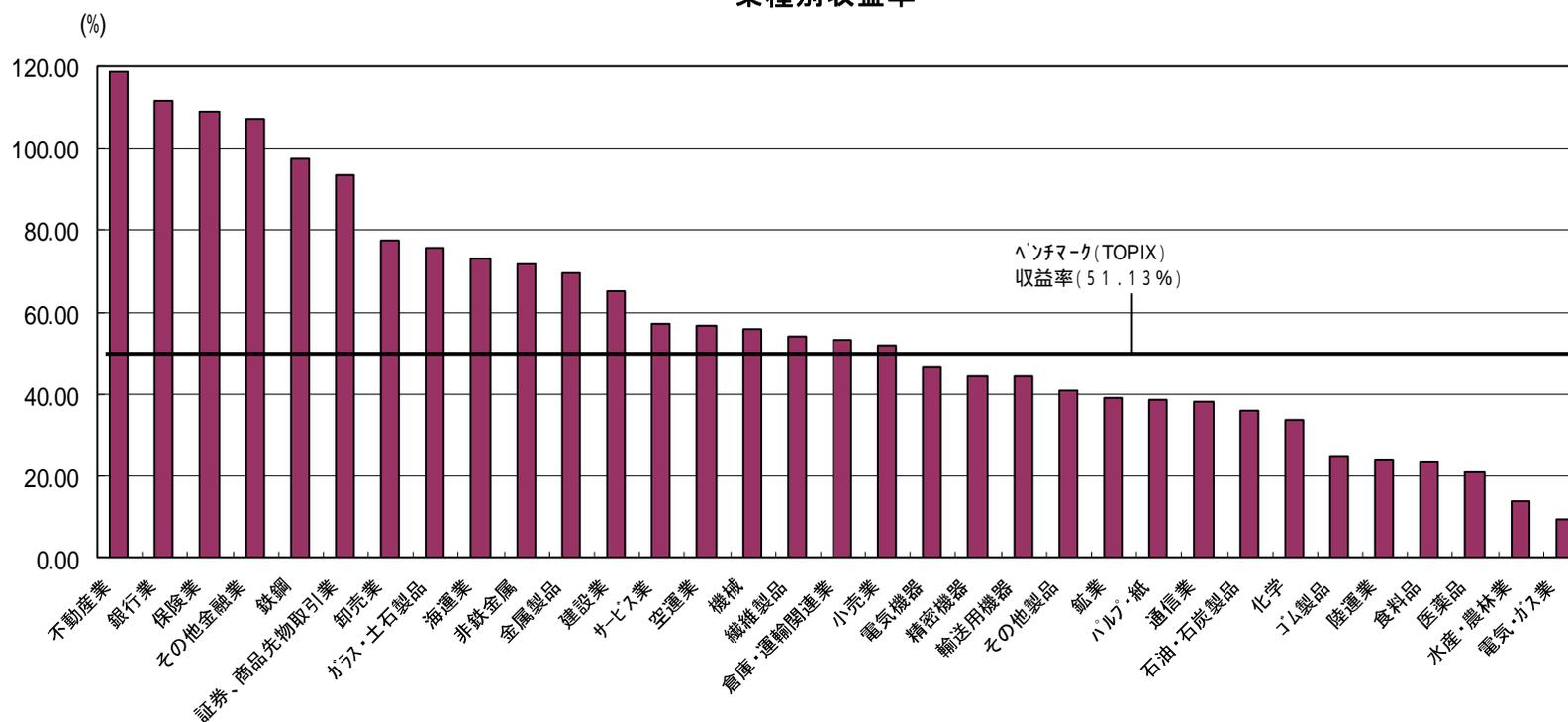


また、基金のベンチマークである TOPIX の収益率(51.13%)を33業種分類別で分析した結果は以下のとおりでした。

景気回復期待を受けて、内需関連である不動産業、建設業等や、金融関連である銀行業、保険業等の業種の収益率が高く、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がベンチマークを下回りました。

業種別収益率



### (3) 外国債券市場

平成15年度の米国債券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14年度末の3.80%から平成15年度末は3.83%となり、概ね横ばいの展開となりました。

年度当初は、米連邦準備制度理事会(FRB)が5月6日に政策方針を「中立型」から「景気配慮型」に変更したことから金融緩和期待が高まり、6月13日に米国10年国債利回りは年度の最低である3.11%を記録しました。

その後、6月25日のFRBの利下げが市場予想に反し、0.25%と小幅にとどまったことを契機に利回りは上昇(債券価格は下落)に転じ、株式市場の上昇等も受け、一時4.6%をうかがうなど利回りは急上昇する展開となりました。

9月以降は各種経済指標やイラク情勢等の動向をにらみ、4%台前半の狭い範囲での動きとなりましたが、年度末に向けては、雇用改善の遅れや株式市場の調整を受け、利回りは低下(債券価格は上昇)する展開となりました。



平成15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年国債利回りでみると、平成14年度末の4.04%から平成15年度末は3.92%となり、概ね横ばいの展開となりました。

年度当初は、ユーロ高と欧州景気の不透明感から、米国と同様利下げ観測感が広がり、6月13日にドイツ10年国債利回りは年度の最低である3.46%を記録しました。

その後、好調な株式市場を受け、利回りは上昇(債券価格は下落)し、4%台前半で推移する展開となりました。

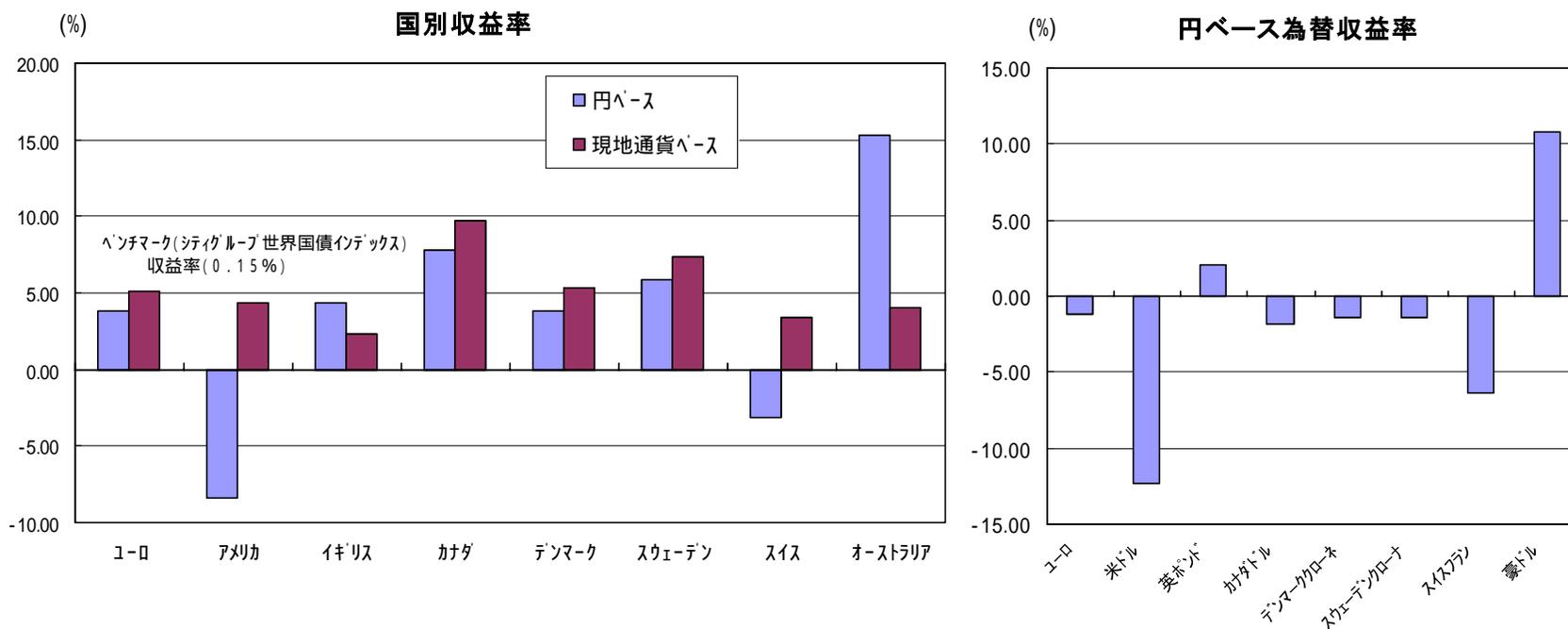
12月以降は、急激なユーロ高による景気への影響を懸念し利下げ期待が高まり、再び利回りは低下(債券価格は上昇)する展開となりました。



また、基金のベンチマークであるシティグループ世界国債インデックス(除く日本)の収益率(0.15%)を分析した結果は以下のとおりでした。

各国の金利が概ね横ばいで推移したことで、現地通貨ベースでは利息収入の要因からプラスの収益率となりましたが、為替が円高に動いたことから、円ベースでの収益率は小幅なプラスにとどまりました。

さらに、円ベースの収益率を国別に分析すると、ユーロ圏の主要国はベンチマークを上回りましたが、為替が大幅な円高・ドル安であった米国の収益率は、ベンチマークを大幅に下回りました。



#### (4) 外国株式市場

平成15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14年度末の7,992.13ドルから平成15年度末の10,357.70ドルまで、また、ナスダックは平成14年度末の1,341.17ポイントから平成15年度末の1,994.22ポイントまで、大幅に上昇する展開となりました。

年度当初は、1 - 3月期の米企業の決算内容や各種経済指標が予想を上回ったことから、景気回復期待感が高まり、株価は上昇に転じました。

その後も、超低金利政策の継続観測から株価は堅調に推移し、さらに、ハイテク企業を中心とした企業業績への期待感や、堅調な経済指標が好感されたことから、NYダウは2月11日、ナスダックは1月26日に年度の最高値を記録する展開となりました。

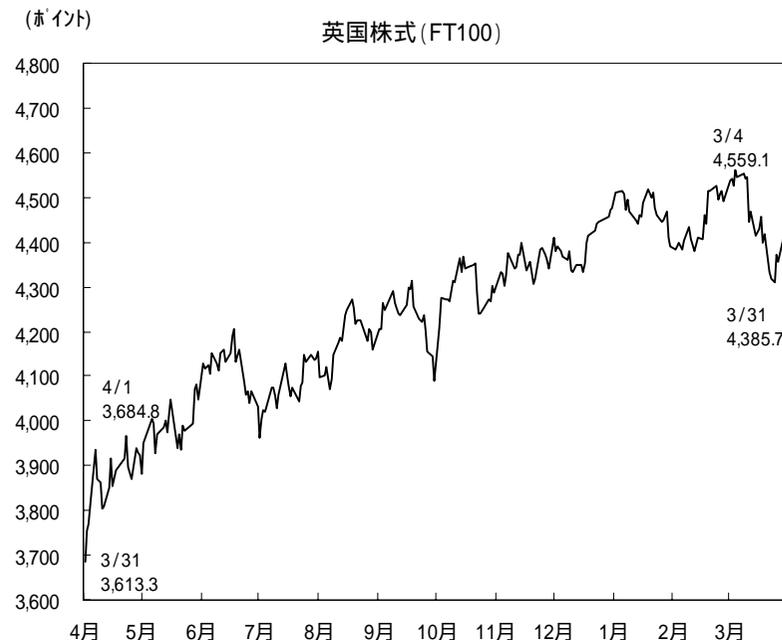
年度末に向けては、雇用改善の遅れから、株価は若干下落しました。



平成15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でみると、平成14年度末の2,423.87ポイントから平成15年度末の3,856.70ポイントまで大幅に上昇する展開となりました。

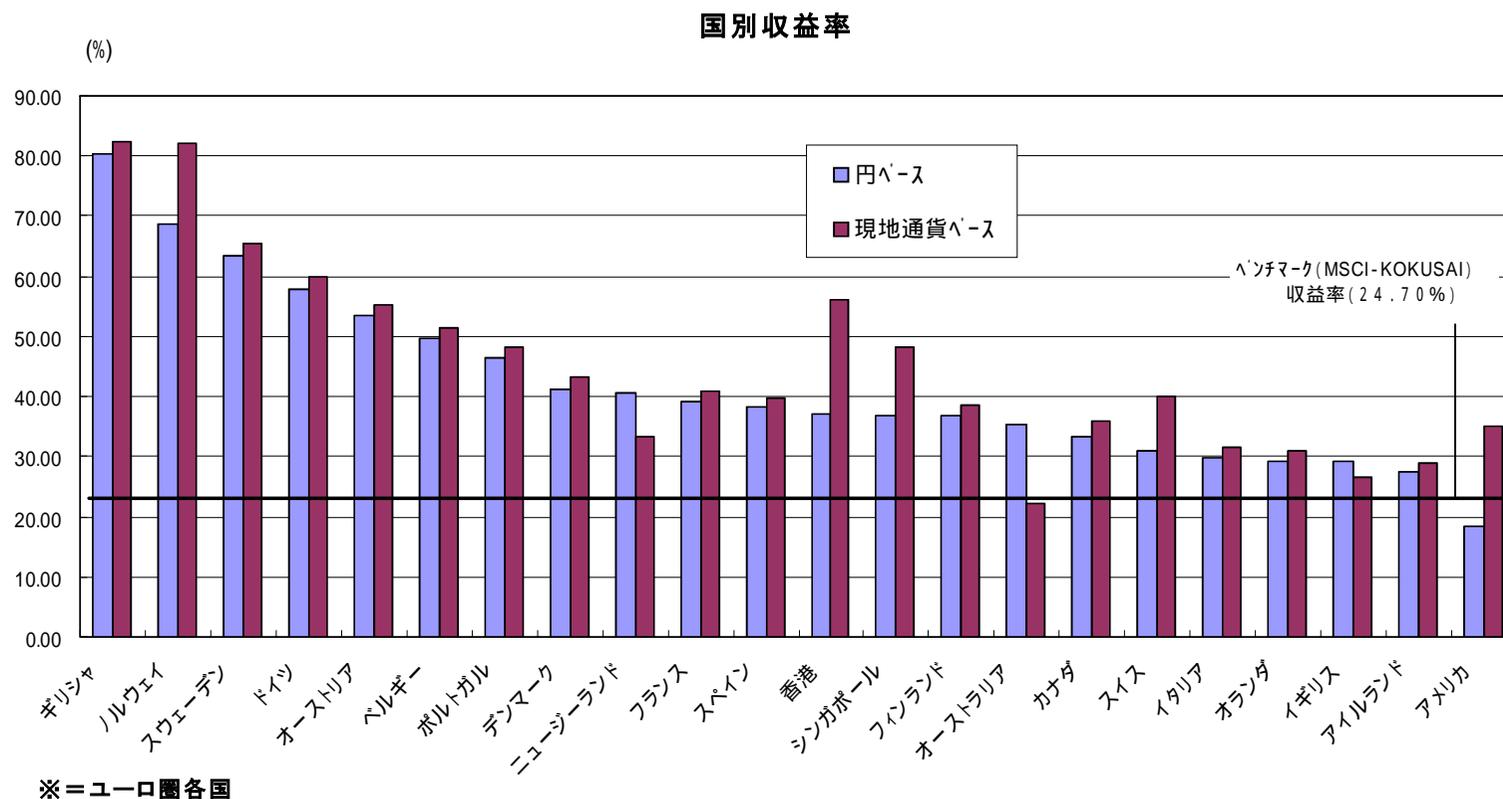
ユーロ圏各国、特にドイツについては、米国の景気回復を受けた企業業績の回復期待等から株式市場は上昇しました。

英国株式市場の動きをFT100でみると、平成14年度末の3,613.3ポイントから平成15年度末の4,385.7ポイントまで上昇し、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(24.70%)を分析した結果は以下のとおりでした。世界的な景気回復期待から、現地通貨ベースではほとんどの国で高い収益率となりましたが、為替が円高に動いたことから円ベースでの収益率は若干低下しました。

さらに、円ベースの収益率を国別に分析すると、ユーロ圏ではベンチマークを上回り、特にドイツでは、前年度の下落幅が大きかった反動から高い伸びとなりましたが、為替が大幅な円高・ドル安であった米国の収益率はベンチマークを下回る結果となりました。



## (5) 為替

円/ドル相場は、4月～8月にかけては、デフレ懸念や米財務長官のドル安容認ともとれる発言から一時的に円高が進む局面もありましたが、概ね118円前後の狭い範囲での動きでした。

9月以降は、ドバイG7を契機に円高が加速し、3月下旬の104円台まで円高・ドル安が進行しました。

円/ユーロ相場は、米欧の金利差によるドル安・ユーロ高につられる形で5月30日には140円までユーロ高が進行しましたが、6月以降は欧州景気の停滞を受け、円を買い戻す動きとなりました。

11月以降、米国の経常赤字懸念やイラク情勢の悪化によるドル安につられユーロ高となりましたが、年度末には日米欧の景況感格差等から、再び円高の展開となりました。年度を通してみると、若干の円高・ユーロ安の状況となりました。



## 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

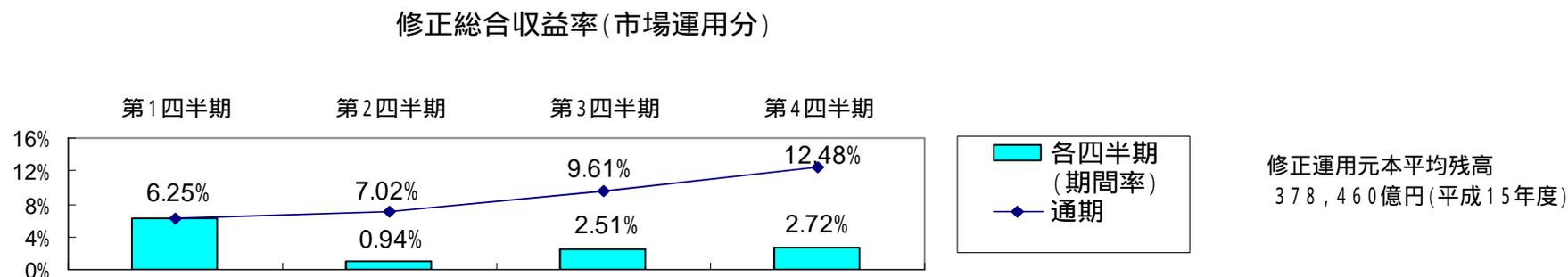
平成15年度においては、以下の資産を原資として運用しました。

平成14年度末運用資産	50兆2,143億円	(うち財投債	18兆6,155億円)
厚生労働大臣からの寄託金	18兆9,255億円	(うち財投債引受分	5兆6,534億円)

### (2) 平成15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15年度は、国内株式、外国株式の収益は大きくプラスとなりましたが、国内債券、外国債券の収益はマイナスとなり、平成15年度の修正総合収益率(市場運用分)は、**12.48%**となりました。

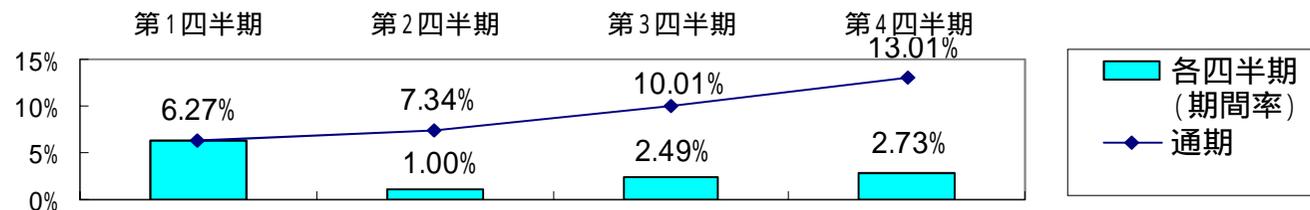
(参考1) 平成15年度四半期ごとの資産全体の修正総合収益率(期間率)



(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15年度四半期ごとの資産全体の時間加重収益率(期間率)

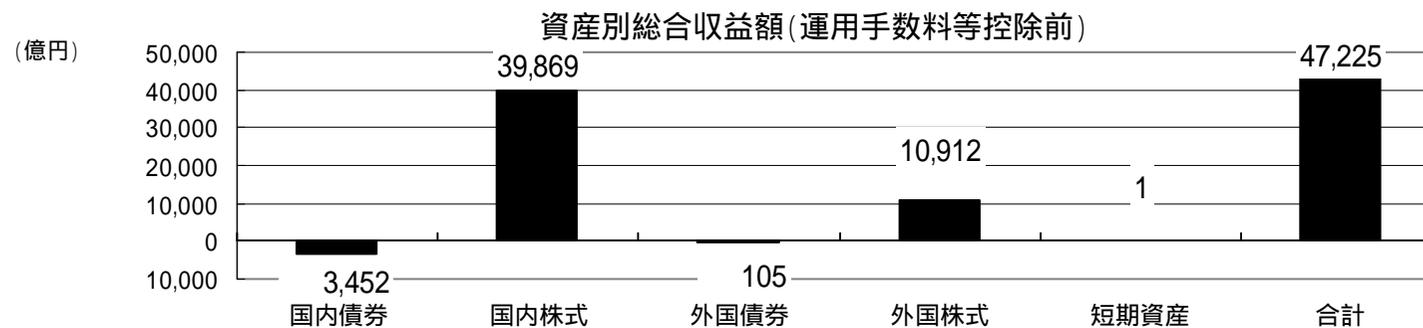
時間加重収益率(市場運用分)



(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」を参照してください。

(参考3) 総合収益額

平成15年度の総合収益額(市場運用分。運用手数料等控除前。)は4兆7,225億円でした。



## 2. 運用資産の構成状況

基金の運用資産の構成状況(平成16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	252,012	52.44%	55.00%	-2.56%
国内株式	120,019	24.97%	21.00%	3.97%
外国債券	39,520	8.22%	9.00%	-0.78%
外国株式	59,255	12.33%	13.00%	-0.67%
短期資産	9,804	2.04%	2.00%	0.04%
合計	480,610	100.00%	100.00%	-

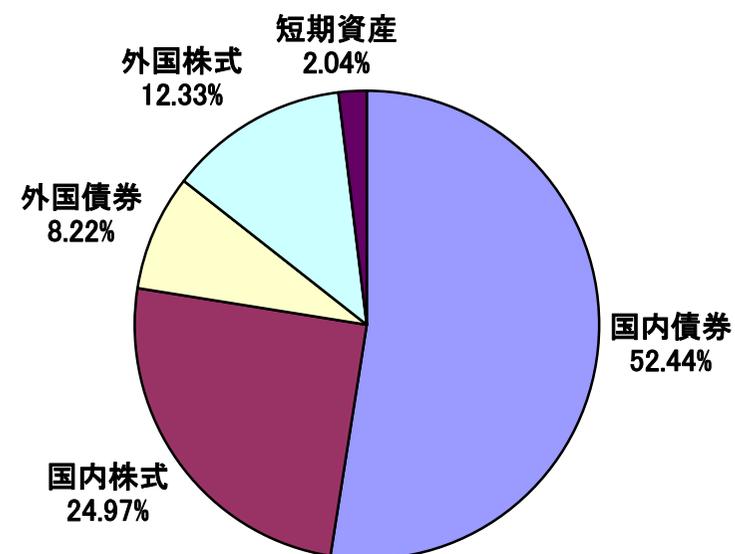
財投債(簿価)	222,801 (時価総額 222,897)
---------	---------------------------

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)欄は未収収益を含んだ償却原価法による簿価です。

時価総額(市場運用分)



### 3. 平成15年度の資金配分・回収状況

資金配分に当たっては、移行ポートフォリオの資産構成割合を円滑に実現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、又は少なく配分することとしました。

このため、平成15年度は内外の株価の上昇傾向から、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上回る傾向が続いていた一方、国内金利の上昇(債券価格の下落)傾向から国内債券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、国内債券への資金配分額が特に多くなりました。

また、平成15年度は、市場運用に配分した新規寄託金等の額が特に大きかったことから、市場への影響に十分に留意して配分を行いました。

平成15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15年度 市場運用分への新規資金配分・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	6,466	0	7,400	0	9,213	0	9,054	0	6,720	0	8,740	0
国内株式	2,028	0	2,168	0	1,299	0	100	0	0	0	0	0
外国債券	1,117	0	960	0	157	0	1,223	0	1,281	0	1,782	0
外国株式	1,016	0	141	0	0	0	237	0	0	0	147	0
短期資産	775 (729)	0	75 (70)	0	2	0	57	0	4	0	2,453 (2451)	0
合計	11,402 (1701)	0	10,744 (1700)	0	10,671 (1698)	0	10,671 (1698)	0	8,005 (1699)	0	13,122 (1700)	0
新規寄託金	9,701		9,044		8,973		8,973		6,306		11,422	

(参考)

	移行ホ-トフォリオ (16年3月末日標値)	4月末		5月末		6月末		7月末		8月末		9月末	
		構成割合	乖離										
国内債券	55.00%	50.95%	-4.05%	50.35%	-4.65%	50.07%	-4.93%	50.46%	-4.54%	50.11%	-4.89%	50.99%	-4.01%
国内株式	21.00%	23.07%	2.07%	23.46%	2.46%	24.57%	3.57%	24.66%	3.66%	25.79%	4.79%	25.48%	4.48%
外国債券	9.00%	8.17%	-0.83%	8.50%	-0.50%	8.07%	-0.93%	7.83%	-1.17%	7.65%	-1.35%	7.99%	-1.01%
外国株式	13.00%	15.11%	2.11%	15.16%	2.16%	14.75%	1.75%	14.59%	1.59%	14.03%	1.03%	13.09%	0.09%
短期資産	2.00%	2.70%	0.70%	2.54%	0.54%	2.54%	0.54%	2.47%	0.47%	2.42%	0.42%	2.45%	0.45%
合計	100.00%	100.00%		100.00%		100.00%		100.00%		100.00%		100.00%	

(注1)平成15年度に市場運用に配分した新規寄託金の合計は、10兆1186億円です。

(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。)

(注3)合計の( )内額は、保有財投債の満期償還金で市場運用に配分したものを内数として示したものです。

平成15年度 市場運用分への新規資金配分・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										
国内債券	9,478	0	7,145	0	4,942	0	7,482	0	7,866	0	8,371	0	92,877	0
国内株式	0	0	0	0	0	0	399	0	0	0	0	0	5,994	0
外国債券	677	0	2,342	0	1,338	0	401	0	1,699	0	1,128	0	14,105	0
外国株式	507	0	1,182	0	229	0	0	0	40	0	114	0	3,613	0
短期資産	9	0	1	0	4	0	1	0	1	0	1,936	15	5,318	15
											(1935)		(5,185)	0
合計	10,671	0	10,670	0	6,513	0	8,284	0	9,606	0	11,549	15	121,907	15
	(1699)		(1699)		(2110)		(1699)		(1698)		(1605)		(20,706)	0
新規寄託金	8,972		8,971		4,403		6,585		7,908		9,929		101,186	

(参考)

	移行ホ-トフォ (16年3月末目標値)	10月末		11月末		12月末		1月末		2月末		3月末	
		構成割合	乖離										
国内債券	55.00%	51.44%	-3.56%	52.35%	-2.65%	51.77%	-3.23%	52.60%	-2.40%	52.37%	-2.63%	52.44%	-2.56%
国内株式	21.00%	25.23%	4.23%	23.69%	2.69%	23.96%	2.96%	23.63%	2.63%	23.40%	2.40%	24.97%	3.97%
外国債券	9.00%	7.65%	-1.35%	8.16%	-0.84%	8.40%	-0.60%	8.19%	-0.81%	8.60%	-0.40%	8.22%	-0.78%
外国株式	13.00%	13.30%	0.30%	13.49%	0.49%	13.62%	0.62%	13.38%	0.38%	13.52%	0.52%	12.33%	-0.67%
短期資産	2.00%	2.37%	0.37%	2.32%	0.32%	2.24%	0.24%	2.20%	0.20%	2.12%	0.12%	2.04%	0.04%
合計	100.00%	100.00%		100.00%		100.00%		100.00%		100.00%		100.00%	

(注1) 平成15年度に市場運用に配分した新規寄託金の合計は、10兆1186億円です。

(注2) 1月の国内株式への配分は、代行返上に伴う現物納付の受入れを行ったものです。

(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ことから、短期資産を充当したもの。)

(注4) 合計の( )内額は、保有財投債の満期償還金及び利金で市場運用に配分したものを内数として示したものです。

## 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

平成15年度の運用環境は、株式市場については、日米を始めグローバルな景気回復期待の高まりから国内・海外ともに大幅に上昇し、国内株式のベンチマーク収益率は+51.13%、外国株式のベンチマーク収益率は+24.70%となりました。国内の債券市場については、国内景気回復の動きから金利が上昇(債券価格は下落)し、国内債券のベンチマーク収益率は-1.74%となりました。海外の債券市場については、金利は概ね横ばいの展開であったことから、外国債券のベンチマーク収益率は+0.15%となりました。

これらを総合した資産全体でみると、各資産のベンチマーク収益率に、資産の基準配分比率となる移行ポートフォリオを考慮した資産構成割合で加重して求めた複合ベンチマーク収益率(複合市場収益率)は+12.59%となりました。

一方、基金の資産全体の運用結果をみると、ベンチマーク収益率が大きなプラスとなった国内株式を基準配分比率よりも多めに保有していたこと、また、ベンチマーク収益率がマイナスとなった国内債券を基準配分比率よりも少なめに保有していたことから時間加重収益率は+13.01%となりました。

その結果、複合ベンチマーク収益率を0.42%上回ることができました。

平成15年4月～平成16年3月(期間率)

	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	-1.82%		-0.07%
(アクティブ)	-1.76%	-1.74%	-0.01%
(パッシブ)	-1.84%		-0.10%
国内株式	50.30%		-0.83%
(アクティブ)	48.22%	51.13%	-2.91%
(パッシブ)	51.15%		0.02%
外国債券	0.20%		0.05%
(アクティブ)	0.39%	0.15%	0.24%
(パッシブ)	0.14%		-0.02%
外国株式	23.76%		-0.94%
(アクティブ)	21.83%	24.70%	-2.87%
(パッシブ)	24.27%		-0.42%
短期資産	0.01%	0.00%	0.01%
合計	13.01%	12.59%	0.42%

- (注1) 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、取引コストは考慮されていません。
- (注2) 合計欄のベンチマーク収益率は、各運用資産のベンチマーク収益率を、移行ポートフォリオを考慮した資産構成割合で加重したものの(複合ベンチマーク収益率)です。

## (2) 要因分析

国内債券(超過収益率 - 0.07%) (アクティブ運用 - 0.01%、パッシブ運用 - 0.10%)

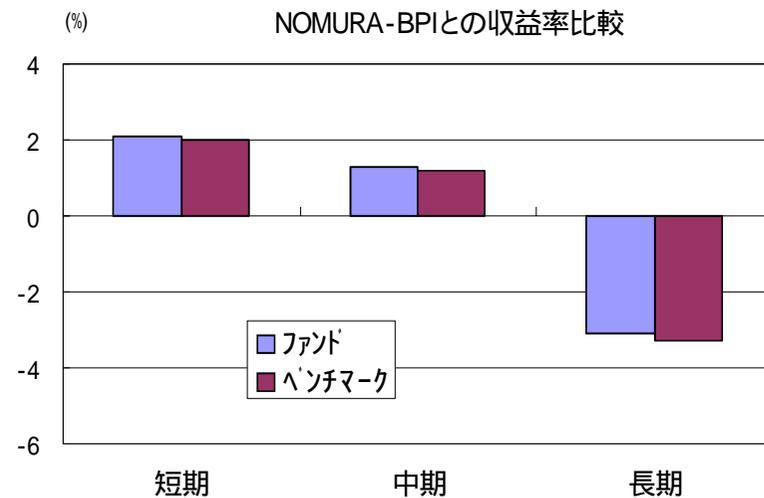
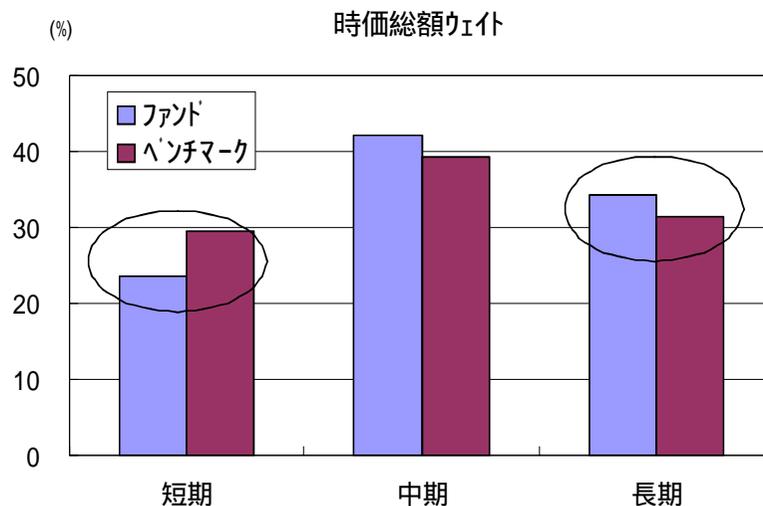
### ア. アクティブ運用(超過収益率 - 0.01%)

アクティブ運用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に、長期セクターを多めに保有していました。平成15年度の国内債券市場は、第2四半期に金利が急騰したことから、金利選択要因はマイナスに寄与しました。

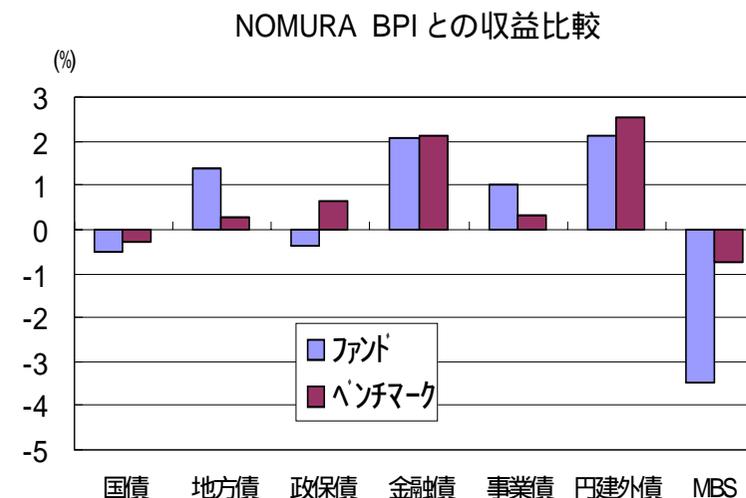
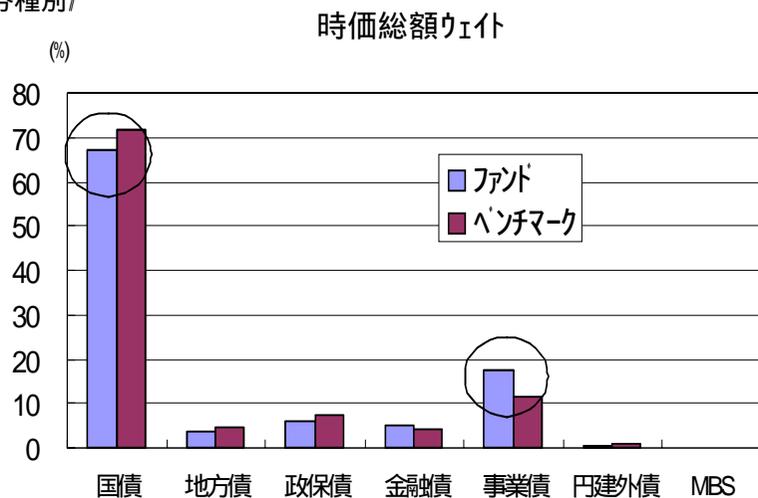
一方、債券種別で分析すると、基金のファンドは、ベンチマークの時価構成割合に比べ、国債を少なめに、事業債を多めに保有していたことが、プラスに寄与しました。

その結果、概ねベンチマーク並みの収益率の確保にとどまりました。

(残存期間別)



(債券種別)



イ. パッシブ運用 (超過収益率 - 0.10%)

パッシブ運用については、債券の売買に伴う取引コスト等のマイナス要因により、ベンチマーク収益率に若干劣後する結果となりました。

また、自家運用では、ベンチマーク収益率を + 0.03% 上回りました。

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程度の収益率を上げることができました。

国内株式(超過収益率 - 0.83%)(アクティブ運用 - 2.91%、パッシブ運用 + 0.02%)

ア. アクティブ運用(超過収益率 - 2.91%)

< 市場動向と運用実績 >

平成15年度の国内株式市場は、平成14年度までの世界的なデフレ懸念から一転して、日米等の景気回復期待や、金融機関への公的資金注入の決定を契機とした不良債権処理・不振企業再生期待を背景に、年間51%超のリターンを上げるにいたりました。

長引く景気低迷の中で、財務内容の不安から割安水準まで売り込まれていた低位株や小型株、一部のメガバンク株が、景気の反転により大きく買い上げられました。業種では不動産・建設、金融関連、鉄鋼・非鉄金属等の素材関連、卸売等が大幅に上昇する一方、電気・ガス、食料品、医薬品等の安定成長セクターは大きく劣後することとなりました。

また投資部門別株式売買状況統計をみると、外国人と個人投資家の信用取引が買い越しの中心となり、長期投資家である事業法人や生命保険・信託銀行等の金融機関は、代行返上や財務体質の改善の動きにより、依然として売り越しとなっています。こうした動きが背景となり、長期的な成長性や財務の安定性の高い銘柄よりも、割安性が高い銘柄や、流動性が低く値動きが大きい銘柄が買われる状況となりました。

基金のファンドでは、長期投資の観点から、企業のファンダメンタル調査に基づき、財務内容の安定性の高い大型株を中心に保有していたため、平成15年度のような低位・小型・割安の相場展開に追随できませんでした。

超過収益率 - 2.91%の要因を分解すると、平成14年度まで超過収益率に対しマイナスの影響を与えて

いた運用スタイルの要因については、運用機関構成の見直しにより成長株への偏りを是正したことから、超過収益率への影響はみられませんでした。一方、大型株・小型株という規模の要因については、基金のファンドが大型株を多めに保有する資産構成であった中、上記のとおり小型株優位の市場動向であったことから、マイナスに寄与する結果となりました。また、運用スタイルの要因、規模の要因では説明できない個別銘柄選択要因についても、大きくマイナスに寄与する結果となりました。

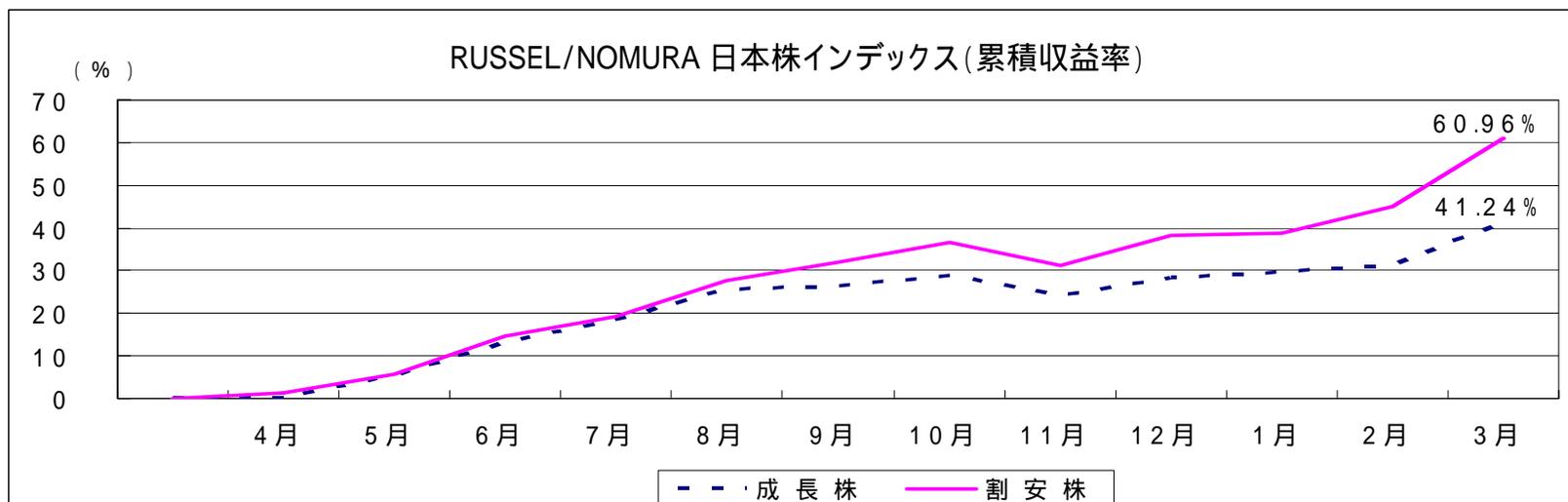
### < 運用スタイルによる分析 >

平成15年度の運用スタイルごとの市場平均収益率(RUSSELL/NOMURA 日本株インデックス)を比較すると、割安株は成長株に比べ年間で19.7%上回る結果となりました。特に第4四半期は割安株の強い相場展開となりました。

(注)RUSSELL/NOMURA 日本株インデックスでは、含み損益修正後の株価自己資本倍率(修正PBR)の高低により、インデックス全体の時価総額を二分するよう、低いものを割安株に、高いものを成長株に分類しています。(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。)

市場は割安株の優位な状況と成長株の優位な状況とが移り変わりますが、運用スタイルに偏りがあると、スタイル要因によりリスクが生じることとなります。基金のアクティブ運用では、運用スタイルに成長株への偏りがみられましたが、その見直しを進め、12月に運用スタイルの是正を行いました。

第4四半期は割安株の強い相場展開となりましたが、スタイルを是正した結果、年度の超過収益率への影響は殆んどみられませんでした。



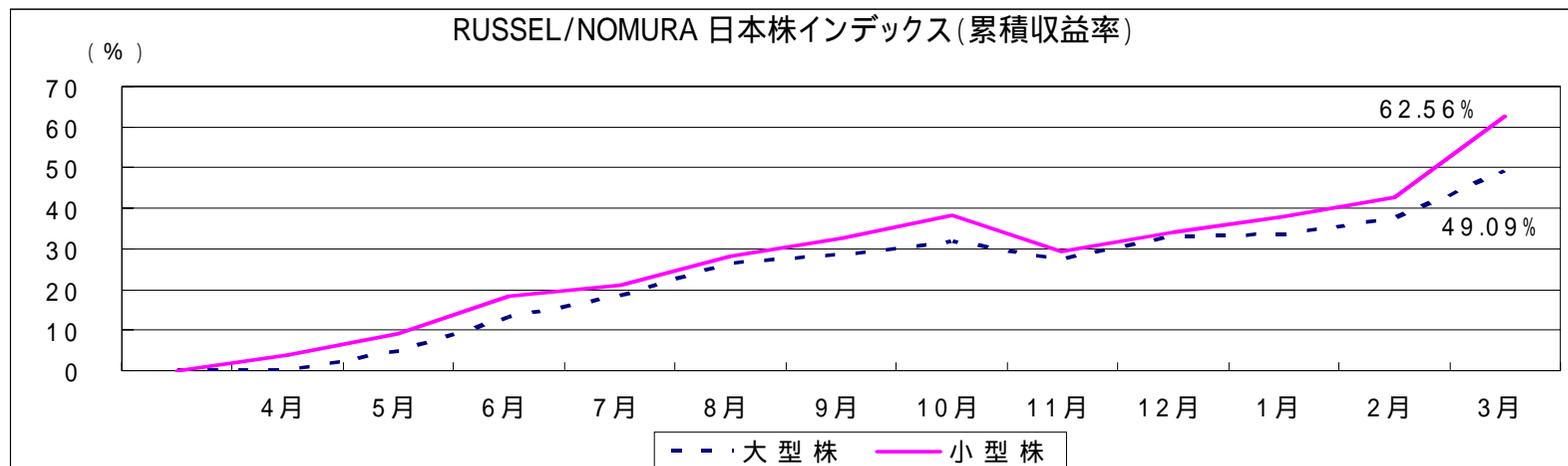
< 大型株・小型株による分析 >

平成15年度の大型株・小型株ごとの市場平均収益率(RUSSELL/NOMURA 日本株インデックス)を比較すると、小型株は大型株に比べ年間で13.5%上回る結果となりました。

(注)RUSSELL/NOMURA 日本株インデックスでは、持ち合い等により実質的に市場に流通しない株式を除去した「浮動株ベース」の時価総額で企業規模を定義します。大型株は時価総額で上位85%程度、小型株は下位15%程度のウェイト構成となっています。

基金のファンドは、長期投資の観点から、企業のファンダメンタル調査に基づき投資を行う結果、ポートフォリオの属性は大型優良銘柄に偏る傾向にあります。その結果、大型株・小型株という規模の要因が超過収益率に1%程度のマイナスの影響を与えました。

なお、小型株の大型株に対する割安度を、一般的に用いられている株価収益率(PER)で相対比較してみると、平成14年度末から平成15年度末の間に格差が縮小しており、小型株の割安度は解消しつつあるものと考えられます。



< 個別銘柄選択について >

超過収益率 - 2.91%のうち、運用スタイルの要因や大型株・小型株という規模の要因では説明されない銘柄選択の結果による要因が、約2%相当あると考えられます。

平成15年度の個別銘柄選択の動きで特徴的な点として、次の3点がみられました。

- (ア) 第1四半期において、電気機器セクターを中心に、財務内容の弱さから平成14年度に売られ、割安性が拡大した銘柄が急反発したこと
- (イ) 第2四半期において、一部のメガバンク株が急反発したこと
- (ウ) 第4四半期において、流動性の低い一部銘柄が急騰したこと

基金のファンドは、長期投資の観点から、企業のファンダメンタル調査に基づき、財務内容の安定性が高く、かつ、流動性も比較的高い大型優良銘柄を中心に保有しています。そのため、上記のような相場展開において、大きなマイナスの効果が現れたものと考えられます。

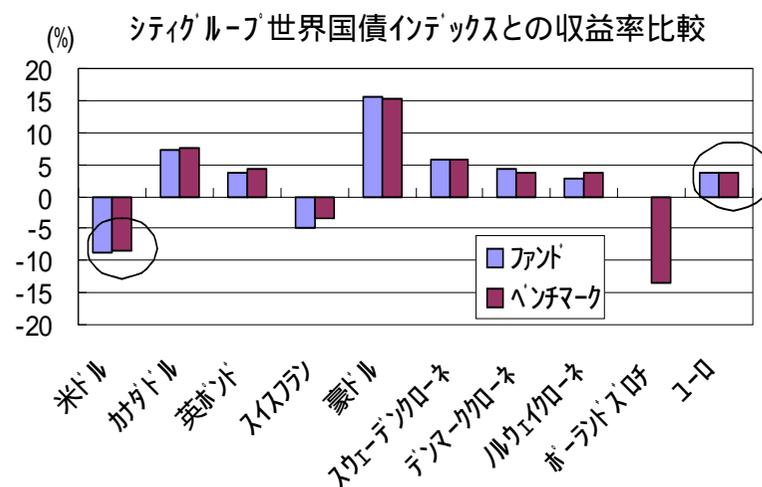
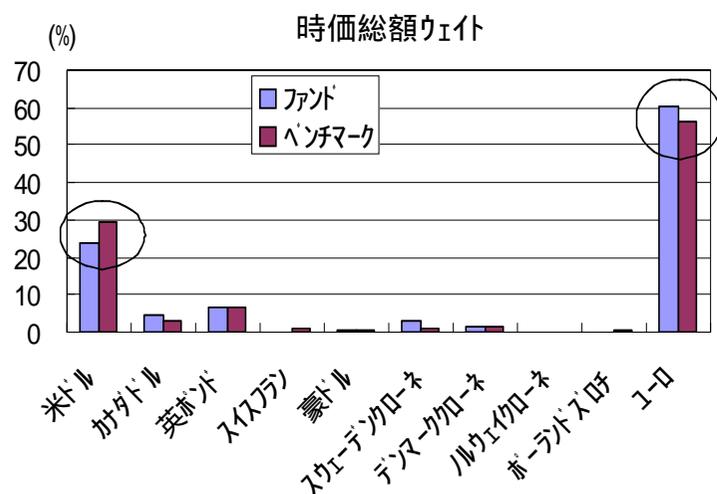
イ. パッシブ運用(超過収益率 + 0.02%)

ベンチマークである TOPIX に新規銘柄が採用される際、ポートフォリオへの組入時期を分散する取組みが行われたことから、主に第3四半期においてプラスの超過収益を確保しました。一方、ベンチマーク収益率に加味されているが、実際の運用では実現できない未収配当金の再投資収益分のマイナスや、分割銘柄に係る年度末のベンチマークとの評価時価差によるマイナスから、年度通期では若干のプラスとなりました。

外国債券(超過収益率 + 0.05%) (アクティブ運用 + 0.24%、パッシブ運用 - 0.02%)

ア. アクティブ運用(超過収益率 + 0.24%)

アクティブ運用の結果を通貨別で分析すると、基金のファンドは、ベンチマークの時価構成割合に比べ、ユーロを多めに、米ドルを少なめに保有していました。平成15年度の為替相場は、円に対してユーロ、米ドルともに下落しましたが、米ドルに比べるとユーロの下落幅は小幅にとどまり、ベンチマーク総合収益率と各通貨別インデックス収益率を比較してみると、ユーロは+3.68%、米ドルは-8.59%とユーロの収益率が米ドルを大きく上回りました。その結果、ベンチマークを0.24%上回る成果を上げることができました。



イ. パッシブ運用(超過収益率 - 0.02%)

平成15年度においては投資対象をAA格以上に限定していたため、これに満たないポーランド国債を保有しておらず、その結果がプラスに寄与しました。一方で、為替等の取引コストがマイナス要因として働いたため、概ねベンチマーク並みの収益率になりました。

外国株式(超過収益率 - 0.94%) (アクティブ運用 - 2.87%、パッシブ運用 - 0.42%)

超過収益率のマイナス幅0.94%のうち、約0.3%は配当課税要因によるものです。基金がベンチマークとして利用しているMSCI - KOKUSAI(配当込み、グロス)は、配当に対し現地源泉徴収税がかからないという前提で収益率が計算されています。しかし、実際の運用においては、投資対象国によって配当から現地源泉徴収税が控除されるため、これによるマイナス効果が生じます。

ア. アクティブ運用(超過収益率 - 2.87%)

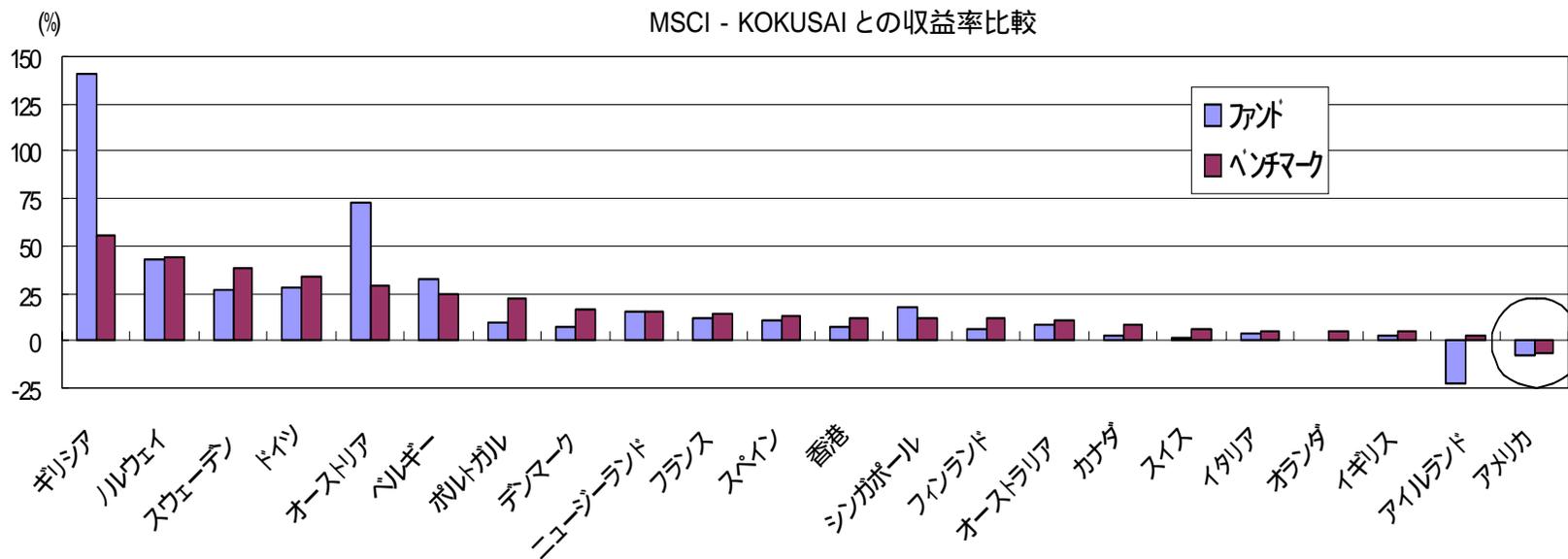
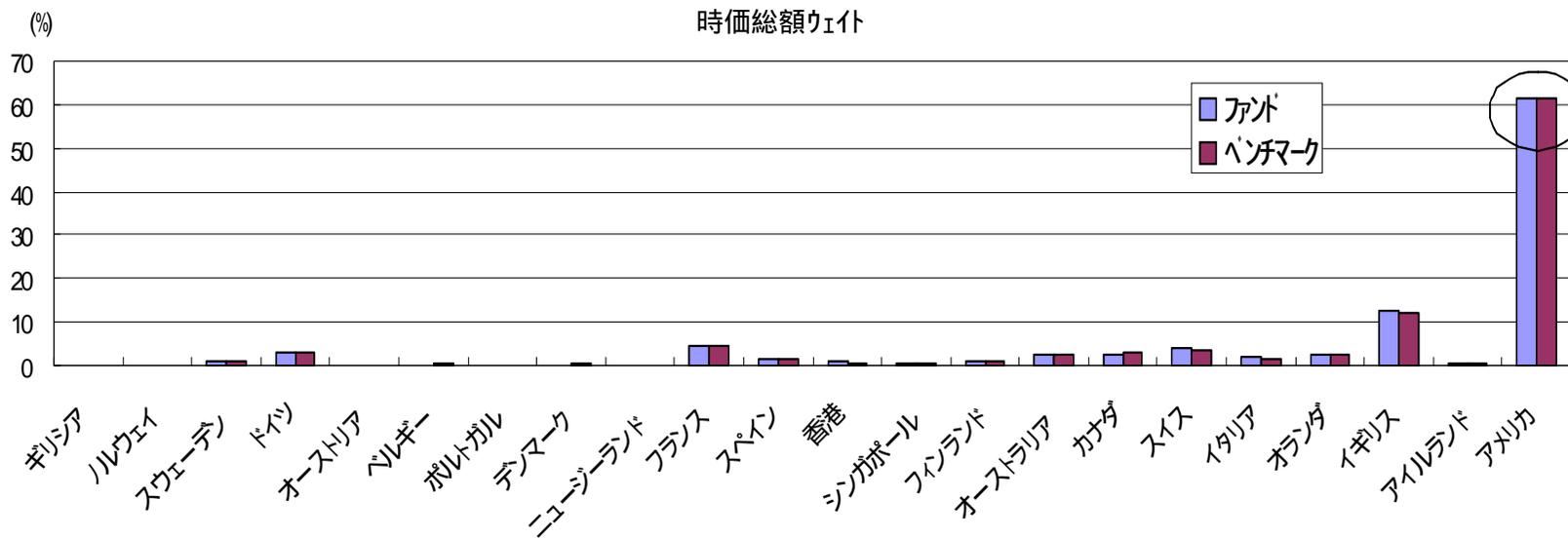
平成15年度の主要国株式市場は、金融緩和政策や米国での減税等を背景に、平成14年度の世界的デフレ懸念から一転して景気回復期待が盛り上がったことから、企業業績回復期待を反映する相場展開となりました。具体的には、景気回復期において企業業績回復の恩恵をもっとも受けやすい、景気敏感銘柄や、景気低迷の続く中で売り込まれ割安性が拡大した財務内容の弱い銘柄、小型株などの銘柄が市場平均を上回るパフォーマンスを上げました。

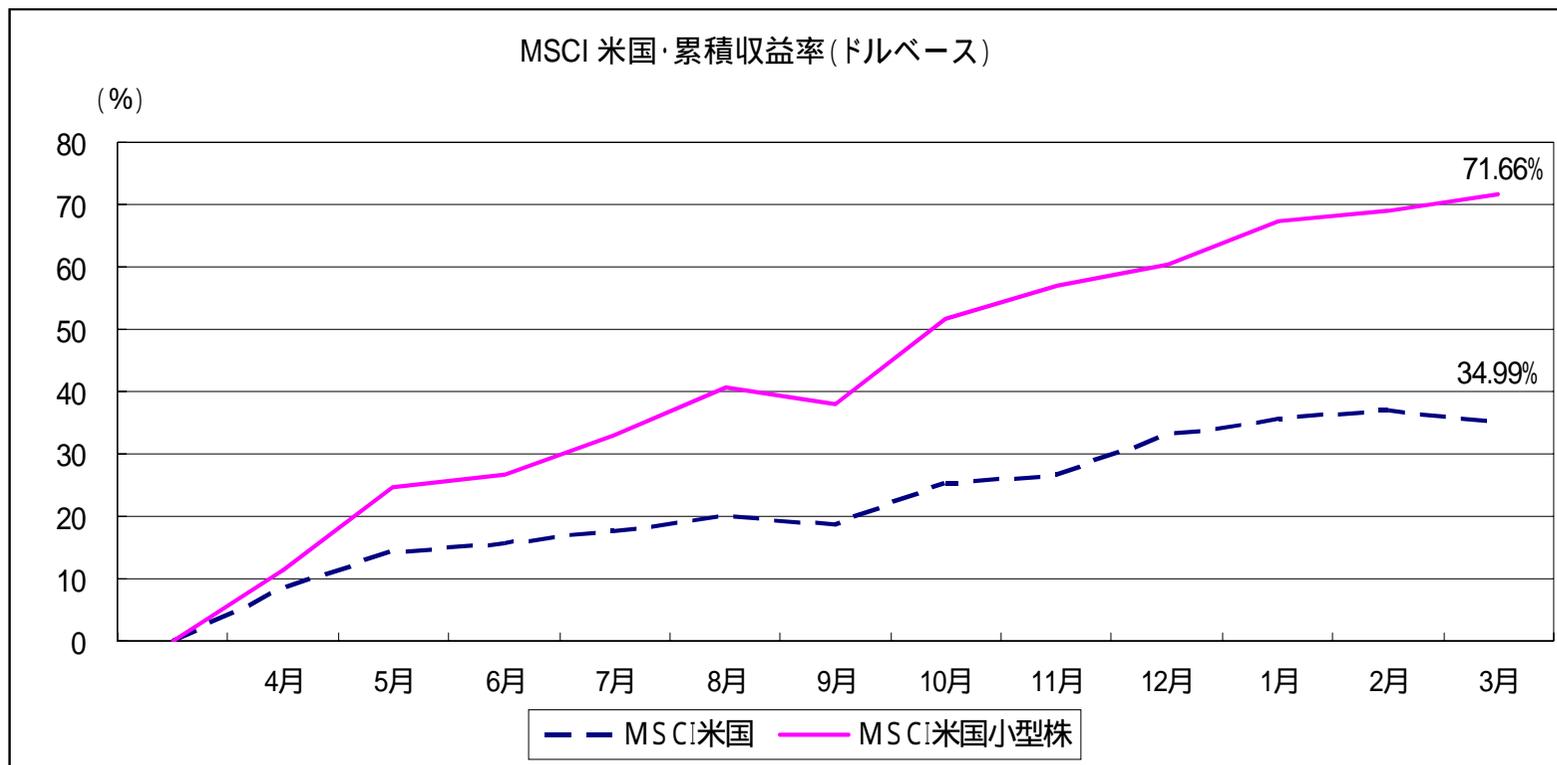
基金のファンドにおいては、長期投資の観点から、企業のファンダメンタル調査に基づき、財務内容の良い大型優良銘柄を多めに保有しており、このような市場環境に追随できなかったものです。

運用の結果を地域別に分析してみると、ベンチマーク時価構成割合の約6割を占める米国での運用が市場平均を下回り、全体のマイナスに大きく影響を及ぼしています。(次ページのグラフ参照)

そこで米国市場をみると、MSCI米国小型株指数(ドルベース)は年間で+71.66%であったのに対し、MSCI米国指数(ドルベース)は+34.99%であり、国内株同様、小型株が非常に優位な相場展開であったことがわかります。この点が基金のアクティブ運用において大きくマイナス寄与しました。(59ページのグラフ参照)

(注) MSCI米国小型株指数は、基本的に、時価総額2億ドルから15億ドルの銘柄で構成されています。





イ. パッシブ運用(超過収益率 - 0.42%)

パッシブ運用については、前述の配当課税要因に加え、未収配当金が支払われるまでの間、再投資収益を得られない効果が主な要因となり、ベンチマーク収益率に劣後しました。

短期資産(超過収益率 + 0.01%)

収益率は、ベンチマーク収益率を + 0.01% 上回りました。

短期資産については、自家運用(資金管理ファンド)において管理運用を行い、ベンチマークはTB(割引短期国債)現先1ヶ月物金利を採用しています。

自家運用の資金管理ファンドにおいては、安全性を重視し流動性を確保する観点から、政府短期証券(FB)を中心に、一部譲渡性預金(CD)を組み合わせる運用を行い、ベンチマーク収益率とほぼ同程度の収益率となりました。

### (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時価総額は、平成16年3月末で4兆7,550億円であり、運用実績については、50ページに記載したとおりです。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15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16年3月末)の国債を信託し、収益額(運用手数料控除前)は、7億3,700万円となっています。

資金管理ファンドの運用実績については、前ページに記載したとおりです。

## 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15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	2兆895億円	2兆901億円
5年債	9兆1,742億円	9兆2,056億円
10年債	10兆2,090億円	10兆1,769億円
20年債	8,073億円	8,171億円
合計	22兆2,801億円	22兆2,897億円

(注1) 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。

(注2) 「簿価(償却原価法)」欄には未収収益を含んでいます。

### 財投債の収益額

1,691億円(利子等1,596億円、引受手数料95億円)

財投債の収益率(財投債元本平均残高(20兆3,919億円)に対する収益額の比率)

0.83%(利子等分0.78%、引受手数料分0.05%)

## 6. 各勘定の損益と平成13年度からの推移

「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15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4兆7,225億円から運用手数料等の額193億円(注)を差し引き、財投債の収益額1,691億円を加えた4兆8,724億円となります。

(注)資産統合管理システム経費等を含んでいます。

この4兆8,724億円を、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	3兆3,351億円(15年度末の累積損益	1兆9,039億円)
国民年金勘定に	2,386億円(15年度末の累積損益	985億円)
承継資金運用勘定に	1兆2,986億円(15年度末の累積利差損益	-3兆6,435億円(注))

(注)承継資金運用勘定の累積利差損益(時価)は、平成14年度末の累積利差損益 - 4兆5,004億円に、按分額 1兆2,986億円を加え、財務省財政融資資金(旧資金運用部)に対する借入利息等4,417億円を差し引いたものです。

以上のように、基金が厚生年金勘定及び国民年金勘定で管理運用している年金積立金の累積損益は合計で2兆25億円であり、基金発足後3年目で、大幅な黒字となりました。また、旧年金福祉事業団から引き継いだ承継資産を管理する承継資金運用勘定も、単年度では、財政融資資金に対する借入利息を差し引いて8,569億円の大幅な黒字となりました。しかし、累積では、-3兆6,435億円の大幅な赤字となっています。したがって、承継資

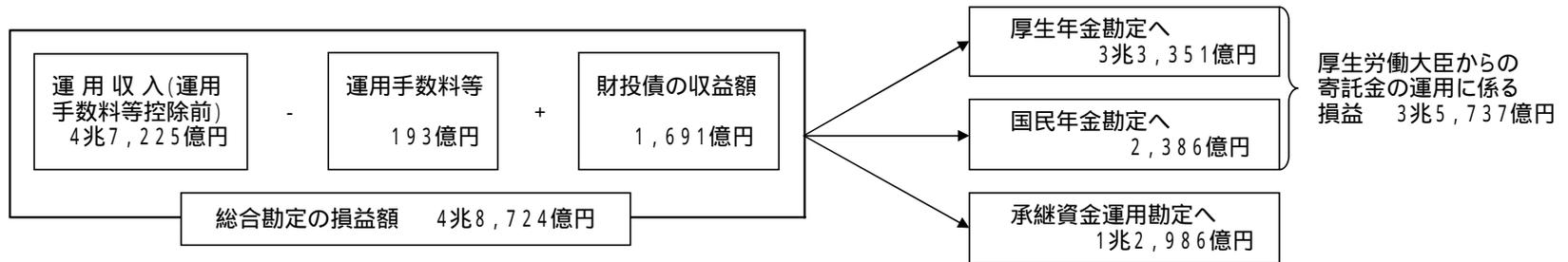
産の損益も含んだ場合の、基金の資金運用事業の累積損益の合計は - 1兆6,411億円となります。

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変わるものであり、確定しているものではありません。

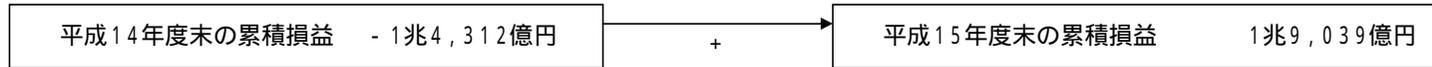
資金運用事業の損益について、基金が発足した平成13年度以来の推移を示すと下記のとおりとなります。市場での運用により生じた運用収入をみると、平成15年度において、平成13年度及び平成14年度の損失を大きく上回る利益を生じています。また、一方で、財政融資資金からの借入金は、長期の固定金利で借り入れており、近年の低金利の局面においては、結果的に割高となる面があるため、借入利息の支払いが大きな負担となっています。

	運用収入	財投債収益額	借入利息等	運用手数料等	損益額
平成13年度	- 6,564億円	690億円	6,902億円	308億円	- 1兆3,084億円
平成14年度	- 2兆5,877億円	1,347億円	5,893億円	184億円	- 3兆608億円
平成15年度	4兆7,225億円	1,691億円	4,417億円	193億円	4兆4,306億円
3年通期	1兆4,784億円	3,728億円	1兆7,212億円	685億円	615億円

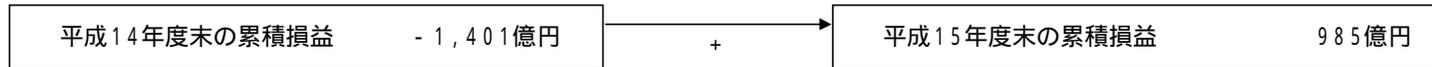
(参考1) 各勘定への損益の按分



(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15年度運用原資の額と平成15年度末運用資産の額の関係等について

平成15年度においては、41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14年度末運用資産 50兆 2,143億円
- ・厚生労働大臣からの寄託金 18兆 9,255億円

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15年度の元本償還額は、3兆1,535億円ですので、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。

$$50兆2,143億円 + 18兆9,255億円 - 3兆1,535億円 = 65兆9,863億円$$

平成15年度においては、63ページに記載したとおり、総合勘定において4兆8,724億円の運用収益が発生しました。また、承継資金運用勘定において4,417億円の財政融資資金に対する支払利息等が生じており、差し引き4兆4,306億円の単年度収益が生じています。

また、未払費用等に関する調整(注)として、758億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収益及び未払費用等に関する調整の額を加減した額は、

$$65兆9,863億円 + 4兆4,306億円 - 758億円 = 70兆3,411億円$$

となります。この額が、平成15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。

収入についても、同様に、発生した年度の収入として計上することとされており、実際の収入の受取が次年度以降となるもの(未収金)については、

・収入として計上された年度においては、収入の受取がないため、運用資産の額は増加せず、

・収入の受取りが行われた年度には、新たに収入は計上されないが、運用資産の額が増加する

こととなります。

このため、平成15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760億円を差し引くとともに、未収金等に関する調整として2億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、758億円となります。

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93兆円が運用されています。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、平成15年度には、年金積立金全体では約6兆8,700億円の収益を生じています。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15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

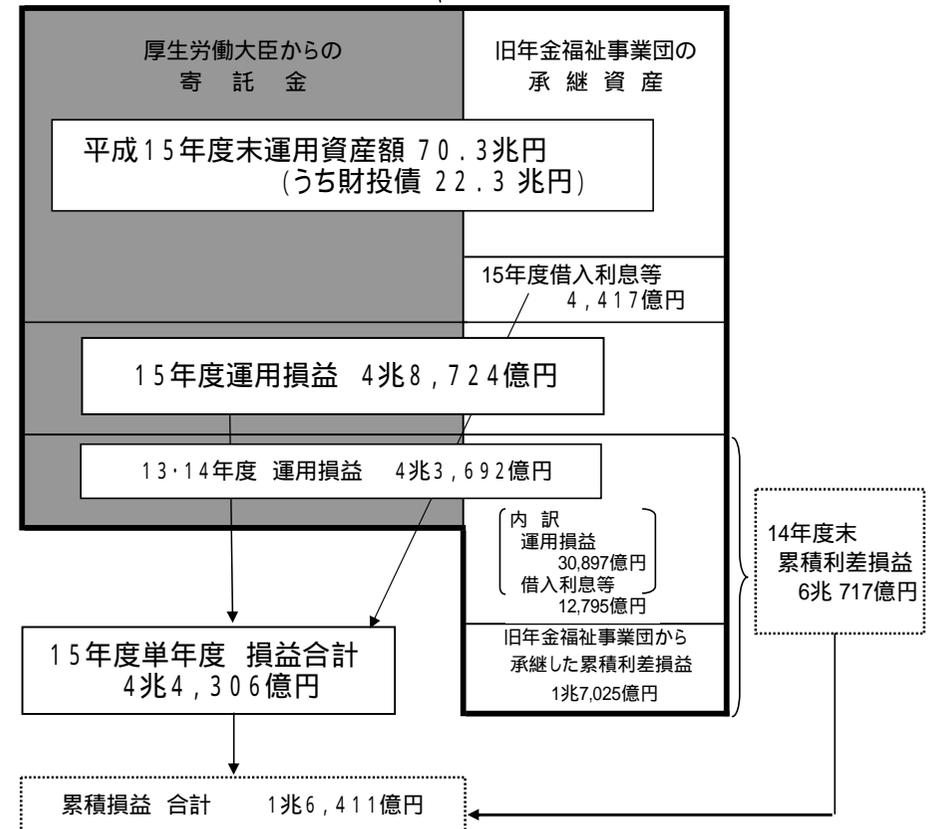
「厚生年金保険及び国民年金における年金積立金運用報告書」において運用結果を公表(本年秋に公表見込み)【厚生労働大臣】

財政融資資金への預託金  
約93兆円(見込み)

15年度の預託金利息収入(見込み) 約2兆4,400億円(運用利回り2.4%)

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】



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) 「15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

運用機関構成の見直しが一段落したことを踏まえ、市場に及ぼす影響に配慮しつつ、パッシブ運用及びアクティブ運用の運用受託機関に対する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実現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) 資産管理機関の機能の活用

資産管理機関については、平成13年度に4社を採用し、現在、各社ともに複数の資産を管理しています。今後は、運用状況の迅速な把握や分析、資産移管の円滑な実施などを行う上で、資産管理機関の機能のさらなる活用を図ることとし、資産管理機関を評価した上で、各資産別に資産管理機関の集約化に取り組むこととしています。

### (2) 総合評価の的確な実施

基金発足以来取り組んできた運用受託機関の選定及び解約を受けて、運用受託機関の運用スタイルの多様化にも適切に対応しながら、総合評価の的確な実施に努めてまいります。また、パッシブ運用受託機関の定量評価については、従来は、トラッキングエラーにより評価を行っていましたが、効率的な運用を徹底するため、平成15年度の運用実績からは、超過収益率を含めて定量評価を行うこととしています。

### 3. 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。このため、基金職員の専門性を向上させるため、金融実務研修、国内長期研修等の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。

#### (2) 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、運用収益の要因や国内株式の運用スタイルの偏りをはじめとするリスク管理指標を毎月モニタリングし、新規資金の配分にも反映させて、リスク管理に活用しています。

平成16年度からは、各資産別に資産管理機関の集約化に取り組み、データ処理の負担軽減を図るなど、より精密かつ効率的なリスク管理を行っていくこととしています。

### (3) 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、新たなリスク管理指標の活用など、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。

こうしたことから、各資産別に資産管理機関の集約化に取り組み、データ処理の負担軽減を図るとともに、現行の「資産統合管理システム」について、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、外部の専門家の知識も活用して、抜本的な改善のための具体的な検討を進めていくこととしています。

## 4. 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、巨額な年金資金の運用に当たっては、市場への影響を考慮するとともに、責任体制の明確化を図り、受託者責任を徹底することが重要となります。

このため、マーケットインパクト等の執行コスト、受託者責任のあり方等をテーマとして、調査・研究を精力的に進めていくこととしています。

## 5. 独立行政法人による権利・義務の承継に向けた取組み

本年6月に、年金積立金管理運用独立行政法人法が成立しました。この法律により、平成18年4月1日に、年金積立金の管理運用を行う独立行政法人が設立され、基金の管理運用業務における権利・義務はこの独立行政法人が承継し、基金は解散することとされました。このため、基金では、この独立行政法人が円滑に権利・義務を承継することができるよう、準備を進めることとしています。