
平成15年度 資金運用業務概況書 (概要版)

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。

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。

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(23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。

4 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)

1.	資金運用の仕組みと役割	
(1)	積立金の意義	1
(2)	基金における運用の仕組み	1
(3)	資金運用の基本的考え方	3
2.	運用環境	6
3.	平成15年度の運用結果	
(1)	資産全体の運用状況	8
(2)	運用資産の構成状況	10
(3)	平成15年度の資金配分・回収状況	11
(4)	ベンチマーク収益率による分析	14
(5)	財投債の状況	22
(6)	各勘定の損益と平成13年度からの推移	22
4.	平成15年度の実績	
(1)	基金が行う運用の概要	26
(2)	運用機関構成(マネージャーストラクチャー)の見直し	27
(3)	代行返上に伴う現物納付の受入れ	28

(4) 株主議決権の行使	.....	28
(5) 運用管理体制の充実	.....	28
(6) 調査研究の充実	.....	29
(7) 手数料の見直しによるコストの抑制	.....	29

5. 今後の取組み

(1) 移行ポートフォリオの実現	.....	30
(2) 運用内容の見直し	.....	30
(3) 運用管理体制の強化	.....	30
(4) 調査研究の充実	.....	31
(5) 独立行政法人による権利・義務の承継に向けた取組み	.....	31

1. 資金運用の仕組みと役割

(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。

(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。

(注) 財投制度の改革に伴い発行される財投債の一部について、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定められ、厚生労働大臣の指示に基づき、基金において財投債を引き受けています。

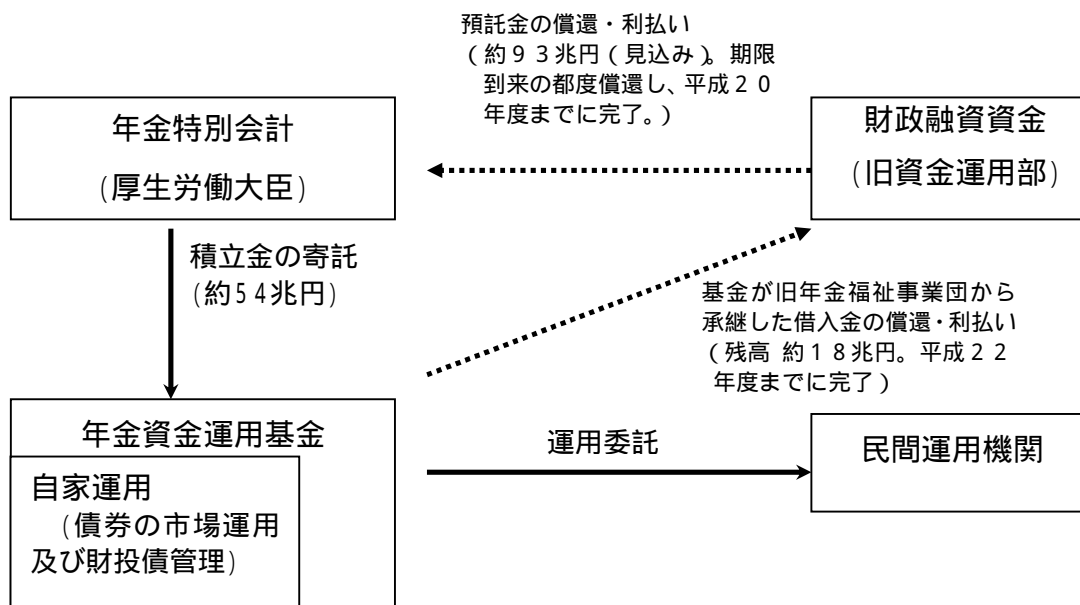
【運用の仕組み（平成13年度から）】

(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。



(3) 資金運用の基本的考え方

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、リスク・リターンの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かとされています。

年金積立金は、この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。

< 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。

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。

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%	-

2. 運用環境

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が、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、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、量的緩和などの金融緩和策を継続しました。

一方、米国の景気は、夏以降、超低金利政策の継続を背景に、消費の増加、企業業績の改善がみられ、景気は力強い回復基調で推移しました。

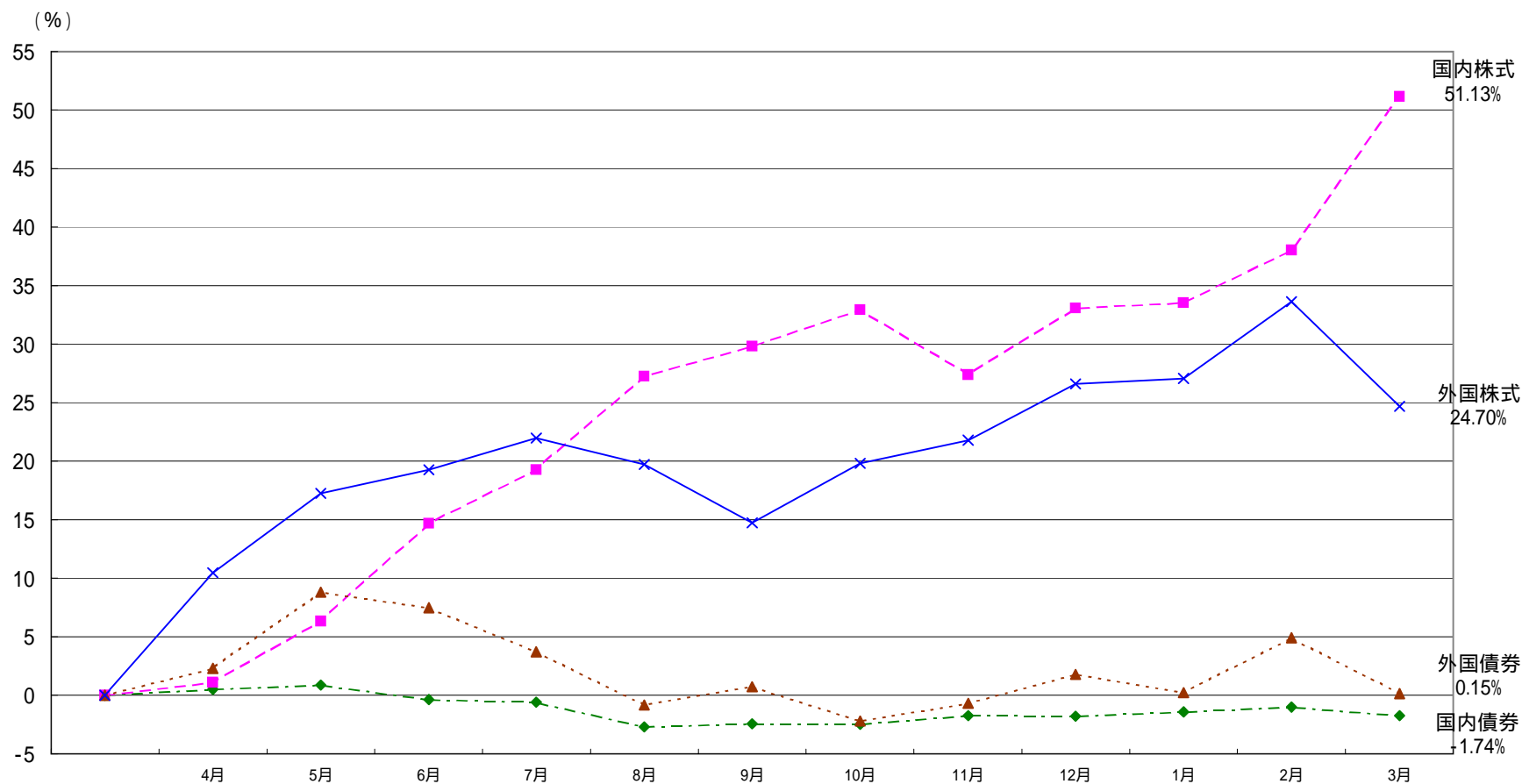
また、欧州においては、年度前半は、昨年度からのユーロ高による輸出競争力の低下により、景気は停滞傾向が継続していましたが、秋以降、米国景気の回復を受け、景気は緩やかな回復基調となりました。

以上の結果、国内株式と外国株式の市場収益率は大きなプラスとなり、外国債券はわずかなプラス、国内債券は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	- 1.74%(NOMURA - BPI 総合)
国内株式	51.13%(TOPIX(配当込み))
外国債券(円ベース)	0.15%(シイグループ世界国債インデックス(除く日本))
外国株式(円ベース)	24.70%(MSCI - KOKUSAI(配当込み))

(参考)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 (米国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. 平成15年度の運用結果

(1) 資産全体の運用状況

平成15年度における運用原資の規模

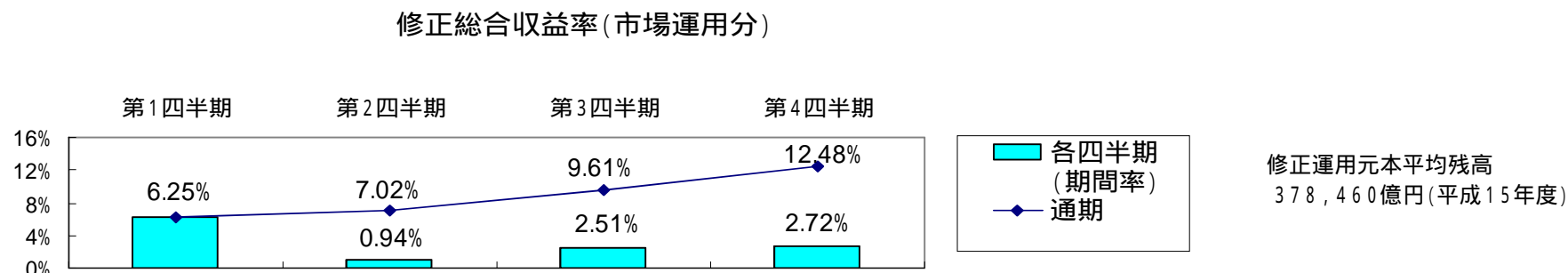
平成15年度においては、以下の資産を原資として運用しました。

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)

平成15年度の運用実績

2. 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。

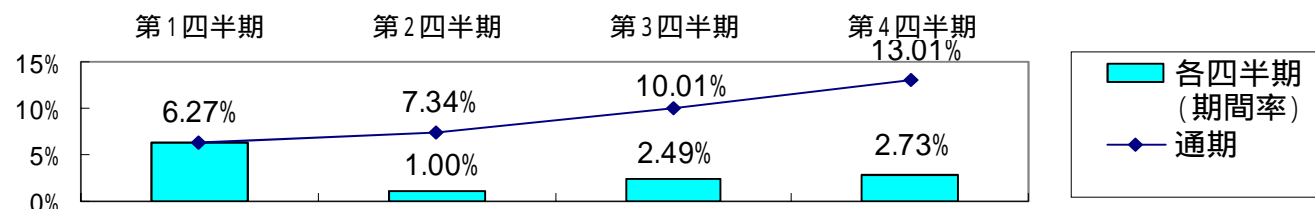
(参考1) 平成15年度四半期ごとの資産全体の修正総合収益率(期間率)



(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)

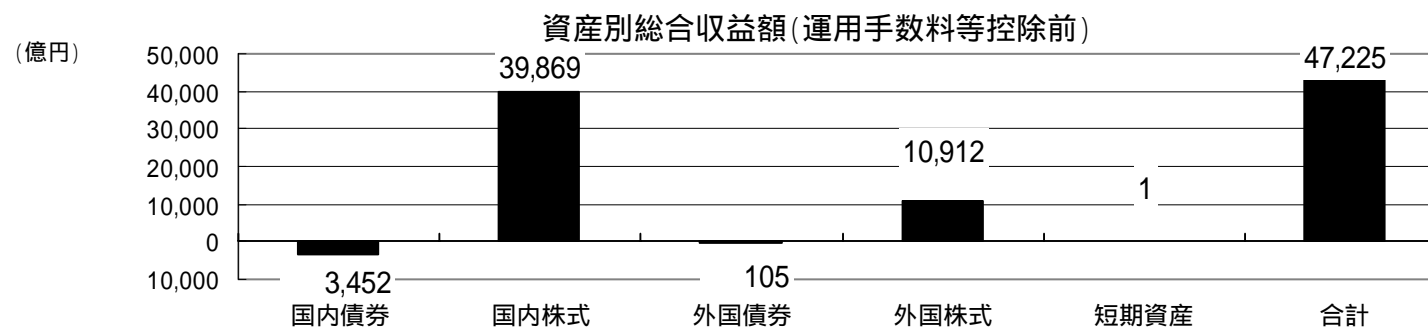
時間加重収益率(市場運用分)



(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。



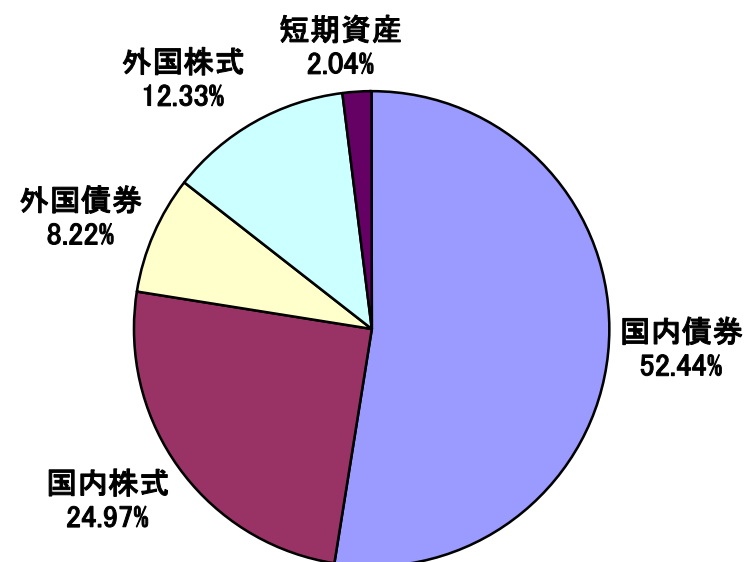
(2) 運用資産の構成状況

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)
---------	---------------------------

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)欄は未収収益を含んだ償却原価法による簿価です。

(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、又は少なく配分しました。

このため、平成15年度は、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)

	移行ポートフォリオ (16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	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	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	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	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	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

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、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。

ベンチマーク収益率との比較

市場における収益率を資産全体で見ると、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。

各資産の運用状況

ア. 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%)

・アクティブ運用(超過収益率 - 0.01%)

残存期間別で分析すると、基金のファンドは、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、残存期間の短い債券の収益率が高くなったことから、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、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。

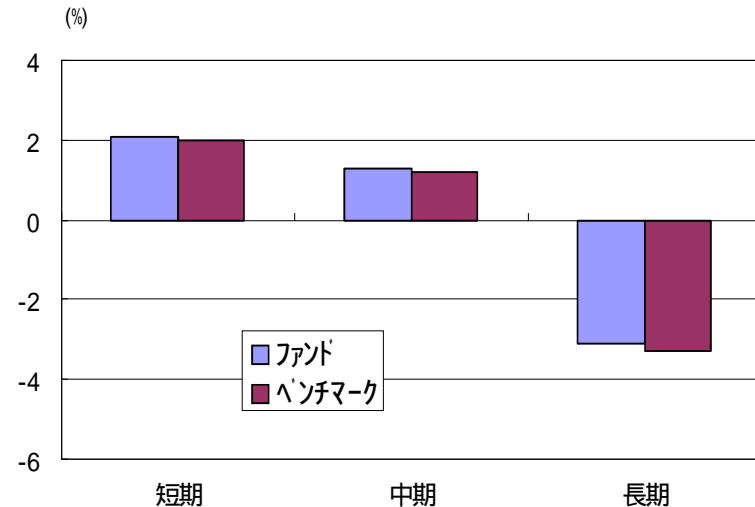
その結果、概ねベンチマーク並みの収益率の確保にとどまりました。

・パッシブ運用(超過収益率 - 0.10%)

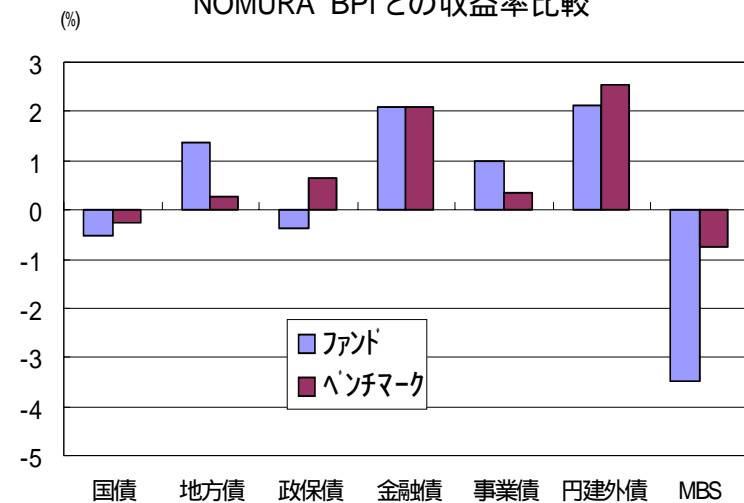
債券の売買に伴う取引コスト等のマイナス要因により、ベンチマーク収益率に若干劣後する結果となりました。

なお、自家運用(国内債券パッシブファンド)の収益率は、ベンチマーク収益率を+0.03%上回りました。

NOMURA BPI との収益率比較



NOMURA BPI との収益率比較



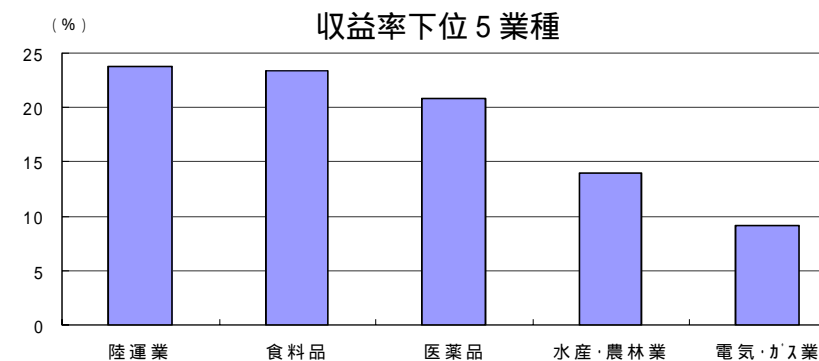
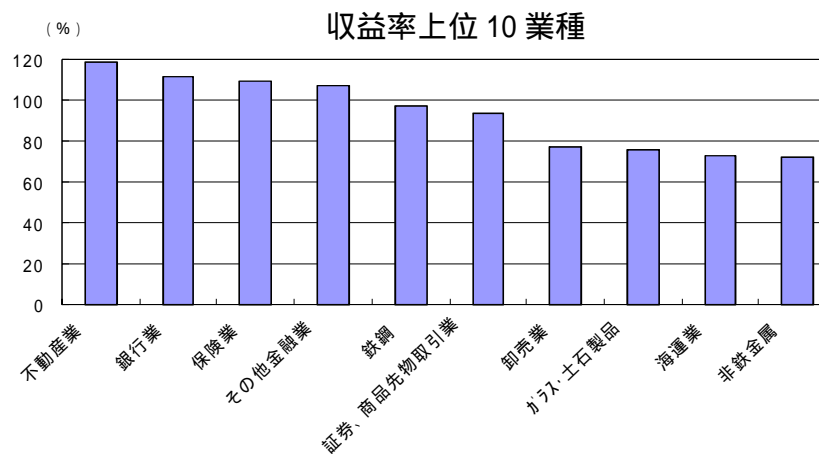
イ. 国内株式(超過収益率 - 0.83%)(アクティブ運用 - 2.91%、パッシブ運用 + 0.02%)

. アクティブ運用(超過収益率 - 2.91%)

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、卸売等が上昇し、電気・ガス、食料品、医薬品等の安定成長セクターは劣後しました。

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。

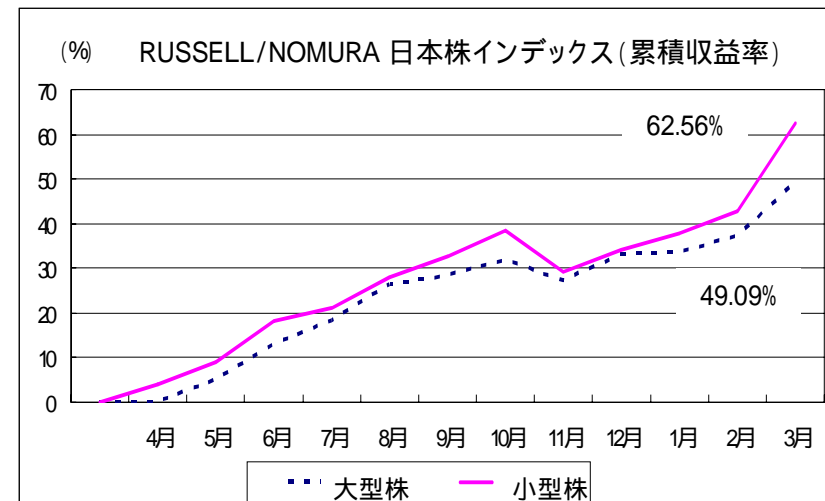
基金のファンドでは、長期投資の観点から、企業のファンダメンタル調査に基づき、財務内容の安定性の高い大型株を中心に保有していたため、このような低位・小型・割安の相場展開に追従できませんでした。



(注)全33業種の平均収益率は、51.13%。

超過収益率 - 2.91%の要因を分解すると、成長株・割安株という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、上記の結果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、一般的に用いられる株価収益率(PER)で相对比较すると、平成15年度末には格差が縮小しており、小型株の割安度は解消しつつあると考えられます。



さらに、運用スタイルの要因や大型株・割安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。

. 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。

ウ. 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%)

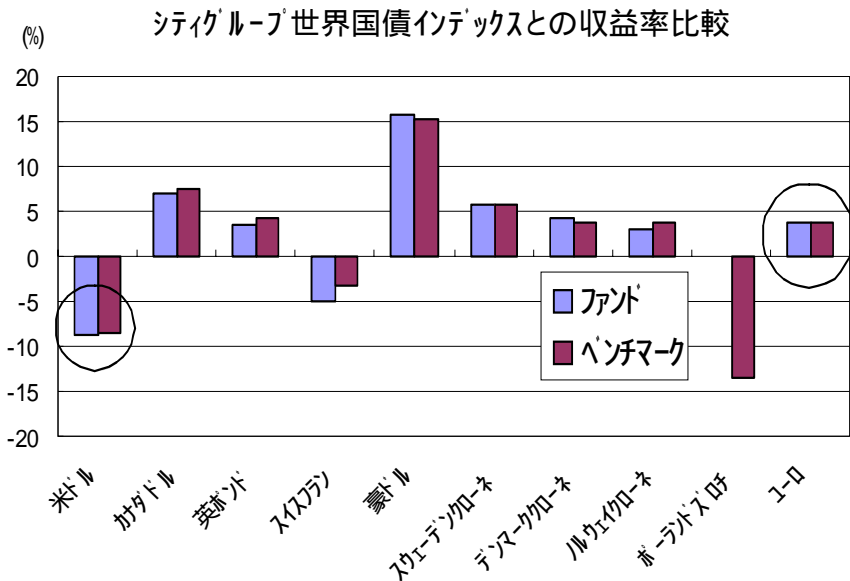
. アクティブ運用 (超過収益率 + 0.24%)

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、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。

. 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。



エ. 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が、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。

. アクティブ運用(超過収益率 - 2.87%)

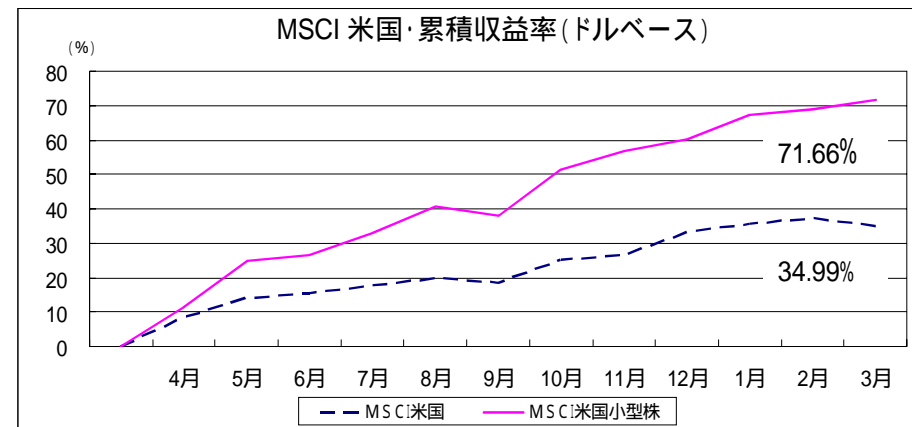
主要国株式市場は、景気回復期に企業業績回復の恩恵を受けやすい景気敏感銘柄や、景気低迷の続く中で売り込まれ割安性が拡大した財務内容の弱い銘柄、小型株等が市場平均を上回るパフォーマンスを上げました。

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従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。

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、国内株同様、小型株が非常に優位な相場展開であり、この点が大きくマイナス寄与しました。

(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。



. パッシブ運用(超過収益率 - 0.42%)

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。

オ. 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、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。

カ. 自家運用の状況

基金は、運用の効率化の観点から、国内債券パッシブファンド、資金管理ファンド及び財投債ファンドの3つのファンドを設けて自家運用を行っています。

国内債券パッシブファンドの収益率は、16ページのとおりです。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)を行っており、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、上記のとおりです。

(5) 財投債の状況

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おり、平成15年度末の評価額は、簿価(償却原価法)で2兆2,801億円(時価で2兆2,897億円)です。

また、収益額は1,691億円、収益率は0.83%です。

(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。

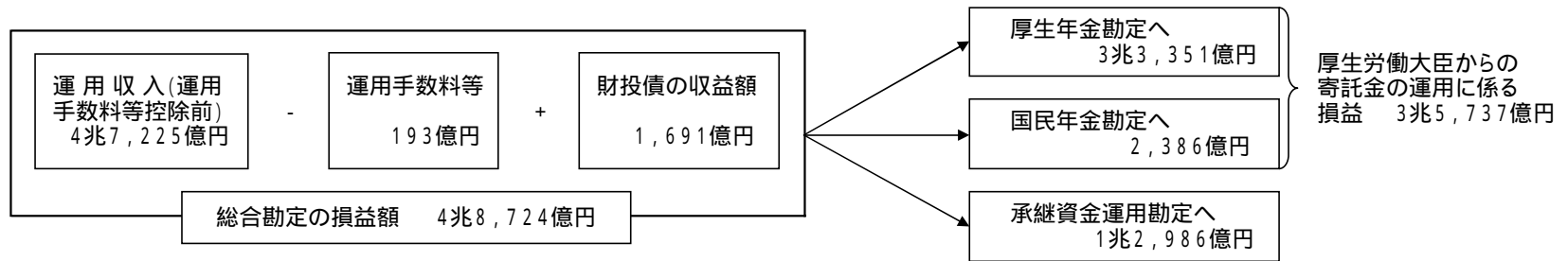
以上のように、基金が厚生年金勘定及び国民年金勘定で管理運用している年金積立金の累積損益は合計で2兆25億円であり、基金発足後3年目で、大幅な黒字となりました。また、旧年金福祉事業団から引き継いだ承継資産を管理する承継資金運用勘定も、単年度では、財政融資資金に対する借入利息を差し引いて8,569億円の大幅な黒字となりました。しかし、累積では、-3兆6,435億円の大幅な赤字となっています。したがって、承継資産の損益も含んだ場合の、基金の資金運用事業の累積損益の合計は-1兆6,411億円となります。

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。

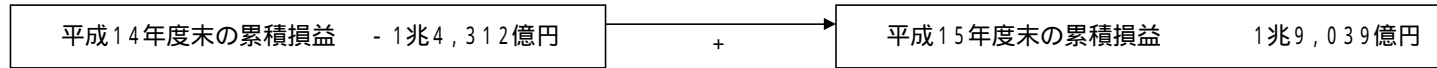
資金運用事業の損益について、基金が発足した平成13年度以来の推移を示すと下記のとおりとなります。市場での運用により生じた運用収入をみると、平成15年度において、平成13年度及び平成14年度の損失を大きく上回る利益を生じています。また、一方で、財政融資資金からの借入金は、長期の固定金利で借り入れており、近年の低金利の局面においては、結果的に割高となる面があるため、借入利息の支払いが大きな負担となっています。

	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

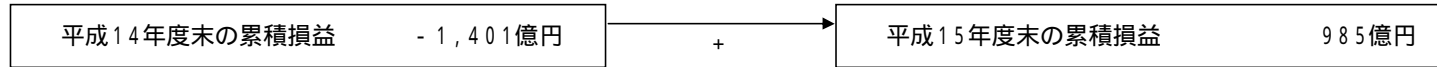
(参考1) 各勘定への損益の按分



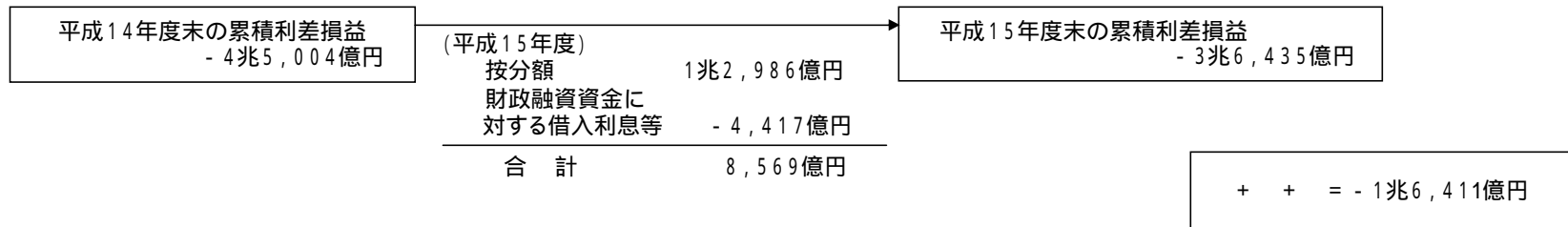
(参考2) 厚生年金勘定の累積損益



(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。

<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

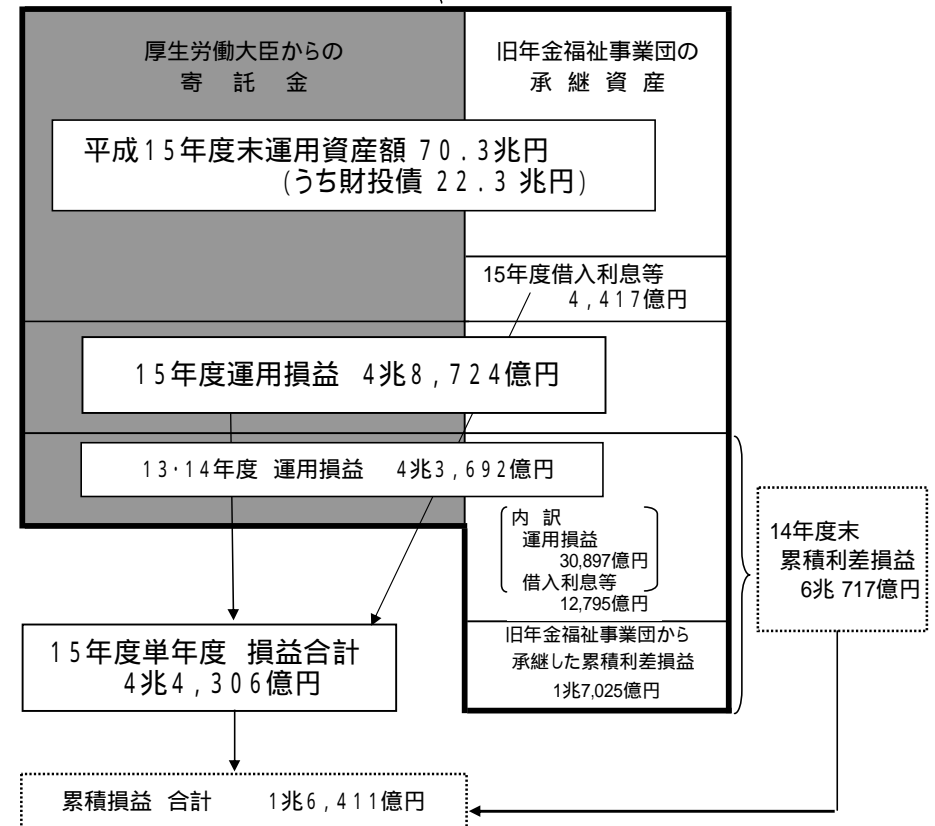
「厚生年金保険及び国民年金における年金積立金運用報告書」において運用結果を公表(本年秋に公表見込み)【厚生労働大臣】

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。

4. 平成15年度の取組み

(1) 基金が行う運用の概要

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。」と定められており、基金では、パッシブ運用の割合を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しています。

(注)パッシブ運用：市場平均並みの収益率を確保することを目指す方法。

アクティブ運用：市場平均以上の収益率を目指す方法。

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、資金運用におけるリスクを適切に管理することが欠かせません。このため、資産統合管理システム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。

運用受託機関に対する資金配分については、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、次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。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ファンドに資金配分しました。

運用開始後3年を経過すると、総合評価が下位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年度には、国内株式の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、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。

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、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に基づき、定性、定量の両面から評価を行います。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。

管理運用方針や毎年度作成する業務概況書、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などをホームページに掲載するなど、情報公開の徹底に努めています。

(2)運用機関構成(マネージャーストラクチャー)の見直し

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、運用スタイルの均衡がとれた組合せとなるよう留意しました。

(3) 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) 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。

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。

(5) 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。また、管理運用に関する専門性を確保する観点から、3名の投資専門委員を選任しています。

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。

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。

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15年度においては、収益率の算定方法について、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するとともに、新たな分析ツールを導入するなど、リスク管理の高度化を進めました。また、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体制を強化しました。

(6) 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。

(7) 手数料の見直しによるコストの抑制

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。

(参考)	平成14年度		平成15年度
運用手数料額	176億円	→	183億円
運用手数料率	0.06%	→	0.04%

5. 今後の取組み

(1) 移行ポートフォリオの実現

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

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。

(3) 運用管理体制の強化

ア. 年金資金の運用は専門的な分野であり、人材の育成が極めて重要です。そこで、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。

イ. 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で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。