

平成15年度

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

平成16年10月
厚生労働省

目 次

第1章	年金積立金の運用の目的と仕組み	
1	運用の目的	1
2	運用の仕組み	2
3	運用方法	2
第2章	年金積立金の運用実績及びその年金財政に与える影響の評価	
I	年金積立金の運用実績	5
1	年金積立金の運用実績（承継資産の損益を含まない場合）	5
2	年金積立金の運用実績（承継資産の損益を含む場合）	7
II	年金積立金の運用実績が年金財政に与える影響の評価	9
1	年金財政からみた運用実績の評価の考え方	9
2	運用実績が年金財政に与える影響の評価	12
第3章	運用の基本方針に基づく年金資金運用基金における年金資金の管理及び運用の評価	
I	年金資金運用基金の資産構成割合の状況について	16
II	年金資金運用基金における年金資金の管理運用状況の評価について	18
1	市場運用資産の管理運用	18
2	引受財投債の管理運用	24
III	年金資金運用基金が年金資金の管理運用に関し遵守すべき事項について	25
1	リスク管理	25
2	運用手法	25
3	運用受託機関の選定・評価	26
4	市場への資金の投入及び回収の分散化	28
5	株主議決権の行使	28
6	同一企業発行銘柄への投資の制限	29
IV	その他	30
1	責任体制の明確化	30
2	情報公開の徹底	30
3	運用管理体制の充実	31
4	調査研究の充実	31
参考資料		
I	資金運用に関する用語の解説	32
II	株式を含む分散投資の是非について	34
III	図表データ等	35

第1章 年金積立金の運用の目的と仕組み

1 運用の目的

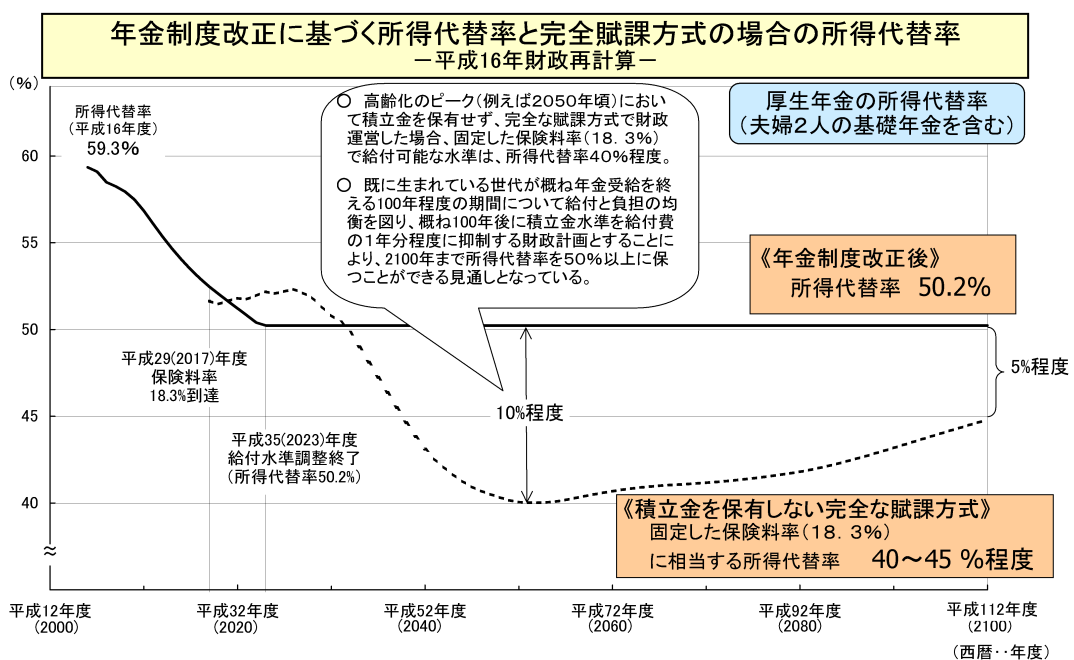
我が国の公的年金制度（厚生年金保険及び国民年金）は、現役世代の保険料負担で高齢者世代を支えるという世代間扶養の考え方を基本として運営されている。このため、年金給付を行うために必要な資金をあらかじめすべて積み立てておくという考え方は採られていない。

しかし、我が国においては、少子高齢化が急速に進行しており、現役世代の保険料のみで年金給付を賄うこととすると、保険料負担の急増又は給付水準の急激な低下は避けられない。そこで、一定の積立金を保有し、その運用収入を活用する財政計画としてきた。

これまでの財政方式では、将来にわたるすべての期間を考慮しており、将来にわたり一定規模の積立金を保有し、その運用収入を活用することとなっていた（永久均衡方式）が、平成16年年金制度改正により、今後は、概ね100年間にわたる期間を考慮に入れ、その期間の最終年度の積立度合を支出の1年分とする財政方式（有限均衡方式）とすることとした。ただし、新しい財政方式においても、概ね100年間にわたり支出の1年以上の積立金を保有することとなり、その運用収入は年金給付の重要な原資となる。

図1は、積立金を保有しない完全な賦課方式の場合に確保できる所得代替率の見通しと、積立金を保有する平成16年年金制度改正後の財政方式による所得代替率の見通しを比較したものである。積立金を活用することによって、完全な賦課方式の場合よりも高い所得代替率を確保できることを示している。

(図1)



2 運用の仕組み

平成12年度までは、年金積立金は全額を旧大蔵省資金運用部（現、財務省財政融資資金）に預託することによって運用されてきたが、平成13年4月の財政投融资制度の抜本的な改革に併せて、年金積立金は、厚生労働大臣から直接年金資金運用基金に寄託され、同基金により運用される仕組みとなった。

また、従来、旧年金福祉事業団が旧資金運用部から資金を借り入れて行っていた資金運用事業は年金資金運用基金に承継され、借入金の返済が終了する平成22年度までは、承継資金運用業務として継続されることとなっている。

なお、平成16年6月に成立した年金積立金管理運用独立行政法人法により、平成18年度以降、年金積立金の運用は、年金積立金管理運用独立行政法人において行われることとなった。

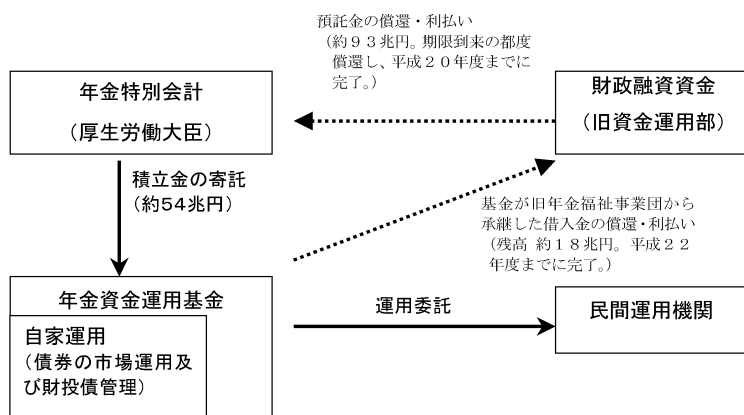
【運用の仕組み（平成13年度から）】

（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事業は基金が承継し、承継資金運用業務として、平成22年度まで実施。



3 運用方法

2で記したように、平成13年度から、年金積立金は、厚生労働大臣が、直接、年金資金運用基金に寄託するという、新たな仕組みの下で運用されることとなった。ただし、旧資金運用部へ預託されていた年金積立金の全額が償還され、年金積立金全額が新たな仕組みの下で運用されることとなるのは平成20年度末であり、それまでの間は、年金積立金は年金資金運用基金によって運用されるほか、経過的に「財政融資資金への預託」という形でも運用されることとなっている。

年金資金運用基金においては、厚生労働大臣から寄託された年金積立金を原資として民間

の運用機関等を活用した市場運用を行っているほか、財投債の引受けを行っている。

このほかに、年金資金運用基金では、旧年金福祉事業団が旧資金運用部から借り入れた資金を原資として行っていた資金運用事業に係る資産を承継しており、借入金の返済が完了する平成22年度まで、承継資金運用業務として運用を行っている。

(1) 年金資金運用基金における運用

① 市場運用

厚生労働大臣から寄託された厚生年金及び国民年金の積立金は、年金資金運用基金において、厚生労働大臣の定める「積立金の運用に関する基本方針」（以下「運用の基本方針」という。）に基づき市場で運用されており、「運用の基本方針」において示されたポートフォリオに基づき、国内債券を中心としつつ、国内外の株式等を一定程度組み入れた分散投資を行っている。

実際の市場での運用は、民間の運用機関（信託銀行及び投資顧問業者）を活用して行っており、これらの運用機関等を通じて、運用対象資産（国内債券、国内株式、外国債券、外国株式、短期資産の5資産）ごとに、各年度の資産構成割合の目標値を円滑に達成する等の管理運用を行っている。

② 財投債の引受け

旧資金運用部は、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等に貸し付けていたが、財投改革の結果、特殊法人等は、必要な資金を自ら財投機関債を発行して市場から調達することとなり、財投機関債の発行が困難な特殊法人等については、財政融資資金特別会計が国債の一種である財投債を発行し、市場から調達した資金をこれらに貸し付ける仕組みとなった。

この財投債の一部については、経過的に、郵便貯金や年金資金運用基金に寄託された年金積立金で引き受けることが法律に定められている。

なお、寄託された年金積立金のうち財投債引受け部分は、年金資金運用基金において、市場運用部分と区分して管理されている。

③ 旧年金福祉事業団から承継した資金の運用

年金資金運用基金は、旧年金福祉事業団で行われていた資金運用事業に係る約26兆円の資産を、その原資である旧資金運用部からの借入金の返済義務とともに承継し、この資産について、①で記した厚生労働大臣から寄託された年金積立金の市場運用部分と合同して市場運用している。

(2) 財政融資資金への預託

平成12年度まで、年金積立金は全額を旧資金運用部に預託することが義務づけられていたため、平成12年度末時点で、約147兆円の年金積立金が旧資金運用部へ預託

されていた。この積立金は、平成13年度から平成20年度までの間に、毎年度、20兆円弱程度ずつ財政融資資金から償還され、平成20年度には全額の償還が終わることとなっているが、それまでの間は、年金積立金の一部は財政融資資金に引き続き預託されることとなる。

預託されている資金に対しては、財政融資資金から、積立金預託時における預託金利に基づき、利子が支払われる。

第2章 年金積立金の運用実績及びその年金財政に与える影響の評価

I 年金積立金の運用実績

1 年金積立金の運用実績（承継資産の損益を含まない場合）

平成15年度における年金積立金全体の運用実績は、厚生年金の収益額が5兆6,236億円、国民年金の収益額が3,909億円となり、合計すると、6兆145億円の収益額となった。

また、収益率は、厚生年金が4.17%、国民年金が4.04%となり、厚生年金と国民年金との合計では、4.16%となった。

(表1)

(単位:億円、%)

	合 計		
		厚生年金	国民年金
資産額(平成15年度始め)	1,460,419	1,362,711	97,708
資産額(平成15年度末)	1,492,747	1,393,150	99,597
収益額	60,145	56,236	3,909
収益率	4.16	4.17	4.04

(注)運用手数料等控除後の運用実績である。

年金積立金は、前記のとおり、(1)市場運用、(2)財投債の引受け、(3)財政融資資金への預託、の3つの方法で運用されており、平成15年度におけるそれぞれの運用実績は以下のとおりであった。

(1) 市場運用分の運用実績

① 運用手数料等控除前の運用実績

平成15年度の年金資金運用基金の運用結果は、市場運用部分の総合収益額は4兆7,225億円であった。

この額を、厚生年金、国民年金、承継資産にそれぞれ按分すると、厚生年金の収益額は3兆2,326億円、国民年金の収益額は2,313億円となり、合計で、3兆4,638億円の収益額となった。

また、収益率は、12.48%であった。

② 運用手数料等控除後の運用実績

①の運用実績から、運用手数料等193億円を控除した収益額4兆7,032億円を、厚生年金、国民年金、承継資産にそれぞれ按分すると、厚生年金の収益額は

3兆2,194億円、国民年金の収益額は2,303億円となり、合計で、3兆4,497億円の収益額となった。

また、収益率は、12.43%であった。

(表2)

(単位:億円、%)

	合 計		
		厚生年金	国民年金
資産額(平成15年度始め)	149,987	141,446	8,540
資産額(平成15年度末)	340,816	318,244	22,572
収益額(注1)	34,497	32,194	2,303
収益率(注2)	12.43	12.43	12.43

(注1)収益額は、総合収益額。

(注2)収益率は、修正総合収益率。

(2) 財投債引受け分の運用実績

平成15年度においては、5兆6,534億円を財投債の引受けに充てた。

財投債の収益額は1,691億円であり、この額を厚生年金、国民年金、承継資産にそれぞれ按分すると、厚生年金の収益額は1,158億円、国民年金の収益額は83億円となり、合計で、1,240億円の収益額となった。

また、収益率は、0.83%であった。

(表3)

(単位:億円、%)

	合 計		
		厚生年金	国民年金
資産額(平成15年度始め)※	187,083	171,165	15,918
資産額(平成15年度末)※	221,245	202,741	18,505
収益額(注1)	1,240	1,158	83
収益率(注2)	0.83	0.83	0.83

※ 資産額のうち収益額を除く元本増分については、厚生年金・国民年金の寄託額の比で按分しており、承継資産には按分していない。

(注1)収益額は、実現収益額。

(注2)収益率は、実現収益率。

(3) 財政融資資金預託分の運用実績

平成15年度末においては、財政融資資金へは、93兆685億円（厚生年金分87兆2,165億円、国民年金分5兆8,520億円）が預託されている。この財政融資資金への預託分についての利子は、厚生年金の積立金の預託分と、国民年金の積立金の預託分のそれぞれに付される。

平成15年度においては、厚生年金の預託分の利子が2兆2,884億円、国民年

金の預託分の利子が1, 523億円となり、合計で2兆4, 407億円であった。

また、収益率は、厚生年金が2. 41%、国民年金が2. 34%、厚生年金と国民年金との合計では、2. 41%であった。

(表4)

(単位:億円、%)

	合 計		
		厚生年金	国民年金
資産額(平成15年度始め)	1,123,350	1,050,101	73,249
資産額(平成15年度末)	930,685	872,165	58,520
収益額	24,407	22,884	1,523
収益率	2.41	2.41	2.34

2 年金積立金の運用実績(承継資産の損益を含む場合)

年金資金運用基金は、旧年金福祉事業団から、約26兆円の資産と、その原資である旧資金運用部からの借入金の返済義務を承継した。旧年金福祉事業団が行っていた資金運用事業に係る累積利差損は、平成12年度末で-1兆7, 025億円であった。

年金資金運用基金では、承継した資産を、厚生労働大臣から寄託された年金積立金と合同して市場運用しており、平成15年度の承継資産を含む市場運用部分の運用実績は、修正総合収益率で12. 48%であった。また、承継資産に係る損益は、借入金の利払いを含めると、平成15年度単年度で8, 569億円となり、累積利差損は、平成14年度末の累積利差損(-4兆5, 004億円)にこの単年度の損益を合わせた-3兆6, 435億円となった。

(注) この承継資産に係る累積利差損(-3兆6, 435億円)に、厚生年金・国民年金の寄託額に係る平成13年度から平成15年度までの損益を加えた年金資金運用基金全体の累積利差損は-1兆6, 411億円。なお、年金資金運用基金が発足した平成13年度以降の市場運用分に係る累積運用収入は、1兆4, 784億円。

承継資産は、年金積立金そのものではないが、承継資産の運用実績をも広く年金積立金の運用実績の一部と捉えると、その運用実績は、厚生年金の収益額が6兆4, 232億円、国民年金の収益額が4, 482億円となり、合計すると、6兆8, 714億円の収益額となった。

また、収益率は、厚生年金が4. 91%、国民年金が4. 78%となり、厚生年金と国民年金との合計では、4. 90%であった。

(表5)

(単位:億円、%)

	合 計		
		厚生年金	国民年金
資産額(平成15年度始め)	1,415,415	1,320,717	94,698
資産額(平成15年度末)	1,456,311	1,359,151	97,160
収益額	68,714	64,232	4,482
収益率	4.90	4.91	4.78

(注1) 承継資産は、旧資金運用部からの借入金を原資としているため資産額には計上していない。

(注2) 承継資産に係る収益額については、厚生年金及び国民年金の積立金の元本平均残高により按分している。

※年金積立金資産額合計(平成15年度末) [145.6兆円]
 =年金積立金資産額合計(平成15年度始め) [141.5兆円]
 +収益額 [6.9兆円] +歳入(預託金利息収入除く)等 [34.4兆円]
 -給付等 [37.3兆円]

なお、市場運用分、財投債引受け分、財政融資資金預託分、承継資産分の年金積立金全体に対する収益率は以下のとおりとなった。

(表6)

(単位:%)

合 計	収益率	4.90	
	市場運用分(運用手数料等控除後)	2.46	(12.43)
	財投債引受け分	0.09	(0.83)
	財政融資資金預託分	1.74	(2.41)
	承継資産分	0.61	
厚生年金	収益率	4.91	
	市場運用分(運用手数料等控除後)	2.46	(12.43)
	財投債引受け分	0.09	(0.83)
	財政融資資金預託分	1.75	(2.41)
	承継資産分	0.61	
国民年金	収益率	4.78	
	市場運用分(運用手数料等控除後)	2.46	(12.43)
	財投債引受け分	0.09	(0.83)
	財政融資資金預託分	1.63	(2.34)
	承継資産分	0.61	

(注) かつこ内は各資産ごとの収益率であり、かつこ外は積立金全体に対する収益率である。

II 年金積立金の運用実績が年金財政に与える影響の評価

1 年金財政からみた運用実績の評価の考え方

(1) 年金積立金の運用とその評価

年金積立金の運用は、長期的な視点から安全かつ効率的に行うこととされており、運用実績の年金財政に与える影響についても、長期的な観点から評価することが重要である。

(2) 公的年金における財政見通しとの比較による評価

平成16年年金制度改正では、保険料水準の引上げ階段と上限を固定し、年金財政の均衡を確保するため、社会経済状況の変動に応じて給付水準を自動調整する保険料固定方式が導入された。併せて、少なくとも5年に1度、概ね100年間の視野に入れて財政状況を検証し、マクロ経済スライドにより給付水準がどこまで調整されるかの見通しを示すこととなった。

平成16年財政再計算においても、このような見通しを作成しており、社会経済状況について、基準的なケースで、平成16(2004)年度に59.3%の所得代替率(夫が平均賃金で40年間働き、その間、妻が専業主婦である厚生年金の標準的な世帯について年金を受け取り始めるときの所得代替率)が、平成35(2023)年度に所得代替率50.2%となるまで給付水準が調整される見通しを示している。

財政検証(平成16年財政再計算についても同じ。)では、将来の加入、脱退、死亡、障害等の発生状況(人口学的要素)や運用利回り、賃金上昇、物価上昇の状況(経済的要素)等について、一定の前提を置いて今後概ね100年間にわたる収支状況を推計し、財政見通しを公表することとされている。

実績がすべて財政検証(平成16年財政再計算)で置いた前提どおりに推移すれば、収入、支出等の実績値は財政検証(平成16年財政再計算)における予測どおりに推移し、見通しどおりの給付水準を確保することができる。

現在の基本ポートフォリオは、平成11年財政再計算を基礎として策定されたものではあるが、平成15年度の年金積立金の運用実績が年金財政に与える影響を評価するには、新しい財政見通しと比較する必要がある。

したがって、平成15年度の年金積立金の運用実績が年金財政に与える影響を評価するに当たっては、実現された運用収益率と、平成16年財政再計算が前提としている運用利回り(予定運用利回り)を比較することが適当である。

(3) 実質的な運用利回りによる評価

公的年金の年金額は、年金を受け取り始めるときの年金額は名目賃金上昇率に応じて改定され、受給後は物価に応じて改定されることが基本であるが、このような仕組みの

下では、長期的にみると年金給付費は名目賃金上昇率に連動して増加することとなる。

したがって、運用収入のうち賃金上昇率を上回る分が、年金財政上の実質的な収益となる。

このため、運用実績の評価の際には、収益率（名目運用利回り）から名目賃金上昇率を差し引いた「実質的な運用利回り」の実績と、財政検証（平成16年財政再計算）が前提としている「実質的な予定運用利回り」を比較することが適当である。

なお、平成16年年金制度改正において、マクロ経済スライドによる給付水準の自動調整が導入されたことにより、マクロ経済スライドを行う特例期間中は、基本的にはスライド調整率分、年金給付費の伸びが抑えられることとなる。しかしながら、マクロ経済スライドは人口学的要素（被保険者数の減少と平均余命の延び）に基づいて給付水準を調整する仕組みであり、運用実績が年金財政に及ぼす影響の評価は経済的要素の予定と実績の差に着目することが適切と考えられることから、特例期間中も名目賃金上昇率を差し引いた実質的な運用利回りで評価することとした。

（４）平成16年財政再計算における運用利回り等の前提

平成16年財政再計算では、運用利回り等の経済前提は、平成20（2008）年度までは、「改革と展望－2003年度改定」に準拠し、平成21（2009）年度以降は、構造改革の実行を前提とした日本経済の生産性の上昇の見込み（年次経済財政報告（内閣府））に基づく中長期的な実質賃金上昇率、実質運用利回りの推計結果（社会保障審議会年金資金運用分科会報告）を基に設定している。基準ケースでは、平成21年度以降、名目運用利回り3.2%、名目賃金上昇率2.1%、実質的な運用利回りは約1.1%としている。（長期的にはこの実質的な運用利回りが運用実績の評価基準となる。）

（表7）平成16年財政再計算における運用利回り及び賃金上昇率の前提

（単位：％）

	名目運用利回り		実質的な運用利回り		名目賃金上昇率
	厚生年金	国民年金	厚生年金	国民年金	
平成15年度	1.99	1.90	1.99	1.90	0.00
16	1.69	1.57	1.08	0.96	0.60
17	1.81	1.74	0.50	0.43	1.30
18	2.21	2.18	0.21	0.18	2.00
19	2.51	2.50	0.21	0.20	2.30
20	3.00	3.00	0.29	0.29	2.70
21年度以降	3.20	3.20	1.08	1.08	2.10

- (注1) 平成15年度の名目賃金上昇率は実績見込み値であり、名目運用利回りは「改革と展望－2003年度改定」に準拠して設定した自主運用分の名目運用利回りと平成14年度末の実績より推計される旧資金運用部預託分の名目運用利回りを加重平均したものの。
- (注2) 平成16～20年度は、名目賃金上昇率は「改革と展望－2003年度改定」に準拠しており、名目運用利回りは「改革と展望－2003年度改定」に準拠して設定した自主運用分の名目運用利回りと平成14年度末の実績より推計される旧資金運用部預託分の名目運用利回りを加重平均したものの。
- (注3) 平成21年度以降は、構造改革の実行を前提とした日本経済の生産性の上昇の見込み（年次経済財政報告（内閣府））に基づく中長期的な実質賃金上昇率、実質運用利回りの推計結果（社会保障審議会年金資金運用分科会報告）と過去20年の実績等から設定した長期的な物価上昇率 1.0%より設定したものの。

2 運用実績が年金財政に与える影響の評価

年金積立金の運用実績の評価は、長期的な観点から行うべきものであるが、平成15年度単年度における運用実績と、財政再計算上の実質的な運用利回りを比較すると次のとおりである。

平成15年度の収益率（名目運用利回り）は厚生年金が4.91%となり、国民年金が4.78%となっている。名目賃金上昇率は-0.27%であるから、実質的な運用利回りは厚生年金が5.19%、国民年金が5.06%となる。

平成16年財政再計算の前提では平成15年度の「実質的な運用利回り」は、厚生年金が1.99%、国民年金が1.90%としているから、厚生年金では3.20%、国民年金では3.16%、実績が財政再計算の前提を上回っている。

（注1）年金財政に影響を及ぼす要素としては、実質的な運用利回りの他に、賃金上昇率、死亡率、出生率などがある。運用実績の評価としては、本文にあるように実質的な運用利回りの実績を財政再計算の前提と比較することとなるが、年金財政全体の影響を考える場合には、出生率が低下していること等の運用以外の要素も考慮が必要となる。これらすべての要素の年金財政への影響については、少なくとも5年に1度行われる財政検証において検証されることとなる。

（注2）平成11年財政再計算での平成15年度の「実質的な運用利回り」は、厚生年金は0.97%、国民年金は0.83%としていたことから、平成11年財政再計算との比較でみると、厚生年金では4.22%、国民年金では4.23%、実績が前提を上回っていることとなる。

（表8）年金積立金の運用実績及び年金財政に与える影響の評価（平成15年度）

		厚生年金	国民年金	(参考) 年金積立金全体
実 績	名目運用利回り	4.91%	4.78%	4.90%
	名目賃金上昇率	-0.27%	-0.27%	-0.27%
	実質的な 運用利回り	5.19%	5.06%	5.18%
財政再計算 上の前提	実質的な 運用利回り	1.99%	1.90%	1.98%
実質的な運用利回りの財政 再計算上の前提との差		3.20%	3.16%	3.20%
差 額		4.19兆円	0.30兆円	4.48兆円

（注1）名目運用利回りは、運用手数料等控除後の収益率である。

（注2）実質的な運用利回りは $(1 + \text{名目運用利回り} \div 100) \div (1 + \text{名目賃金上昇率} \div 100) \times 100 - 100$ により求めている。

(注3) 名目賃金上昇率は、性・年齢構成の変動による影響を控除した名目標準報酬上昇率である。

(注4) 名目賃金上昇率は厚生年金のみのデータから求めたものであり、被用者年金全体のデータを用いて求められる再評価率とは異なる。