

## 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、年金財政の均衡を確保するため、保険料水準の上限を定め、平成29(2017)年度まで段階的に引き上げるとともに、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年間を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。

平成16年度における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16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際には、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16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。

(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。

(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。

## 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16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16年度の収益率（名目運用利回り）は厚生年金が2.73%、国民年金が2.77%となっている。名目賃金上昇率は-0.20%であるから、実質的な運用利回りは厚生年金が2.94%、国民年金が2.98%となる。

平成16年財政再計算の前提では平成16年度の「実質的な運用利回り」は、厚生年金が1.08%、国民年金が0.96%としており、厚生年金では1.86%、国民年金では2.02%、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16年度の「実質的な運用利回り」は、厚生年金は1.04%、国民年金は0.96%としており、平成11年財政再計算との比較でみると、厚生年金では1.90%、国民年金では2.02%、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16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	2.73%	2.77%	2.73%
	名目賃金上昇率	-0.20%	-0.20%	-0.20%
	実質的な 運用利回り	2.94%	2.98%	2.94%
財政再計算 上の前提	実質的な 運用利回り	1.08%	0.96%	1.07%
実質的な運用利回りの財政 再計算上の前提との差		1.86%	2.02%	1.87%
差 額		2.51兆円	0.19兆円	2.71兆円

（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。

## (参考)運用実績と財政再計算上の前提との比較

### ○厚生年金

	実績					財政再計算上の前提			実質的な運用利回りの実績と再計算上の前提との差 (I)=(A)-(F)	差額
	実質的な運用利回り (A) =(B)÷(C)	名目運用利回り (B)	名目賃金上昇率 (C)	年度末積立金 (※) (D)	運用収益 (E)	実質的な運用利回り (F) =(G)÷(H)	名目運用利回り (G)	名目賃金上昇率 (H)		
【平成11年財政再計算との比較】	%	%	%	兆円	兆円	%	%	%	%	兆円
平成10～14年度平均	2.91	2.39	-0.51	-	3.1	2.23	3.71	1.45	0.69	0.91
標準報酬等級改定の影響を含めた場合	2.76	2.39	-0.36	-	3.1	2.23	3.71	1.45	0.53	0.71
【平成16年財政再計算との比較】										
平成15年度	5.19	4.91	-0.27	135.9	6.4	1.99	1.99	0.00	3.20	4.19
平成16年度	2.94	2.73	-0.20	138.2	3.7	1.08	1.69	0.60	1.86	2.51

### ○国民年金

	実績					財政再計算上の前提			実質的な運用利回りの実績と再計算上の前提との差 (I)=(A)-(F)	差額
	実質的な運用利回り (A) =(B)÷(C)	名目運用利回り (B)	名目賃金上昇率 (C)	年度末積立金 (※) (D)	運用収益 (E)	実質的な運用利回り (F) =(G)÷(H)	名目運用利回り (G)	名目賃金上昇率 (H)		
【平成11年財政再計算との比較】	%	%	%	兆円	兆円	%	%	%	%	兆円
平成10～14年度平均	2.55	2.03	-0.51	-	0.2	2.03	3.52	1.45	0.51	0.05
標準報酬等級改定の影響を含めた場合	2.39	2.03	-0.36	-	0.2	2.03	3.52	1.45	0.36	0.03
【平成16年財政再計算との比較】										
平成15年度	5.06	4.78	-0.27	9.7	0.4	1.90	1.90	0.00	3.16	0.30
平成16年度	2.98	2.77	-0.20	9.7	0.3	0.96	1.57	0.60	2.02	0.19

(※)年度末積立金は時価で表示しており、

年度末積立金=前年度末積立金+収益額+歳入(預託金利息収入除く)等-給付費等

[138.2兆円] [135.9兆円] [3.7兆円] [31.2兆円] [32.6兆円]

という関係になっている。(かっこ内は平成16年度厚生年金の数値)

(注1)運用利回りは運用手数料控除後のものである。

(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平均残高により按分している。

(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)実質的な運用利回りは(1+名目運用利回り÷100)÷(1+名目賃金上昇率÷100)×100により求めている。

(注5)ここでは国民年金の年金改定率は厚生年金の名目賃金上昇率と同じとしている。

(注6)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。

○年金積立金全体の実績(厚生年金+国民年金)

	実績					財政再計算上の前提			実質的な運用利回りの実績と再計算上の前提との差 (I)=(A)-(F)	差額
	実質的な運用利回り (A) =(B)÷(C)	名目運用利回り (B)	名目賃金上昇率 (C)	年度末積立金(※) (D)	運用収益 (E)	実質的な運用利回り (F) =(G)÷(H)	名目運用利回り (G)	名目賃金上昇率 (H)		
	%	%	%	兆円	兆円	%	%	%	%	兆円
【平成11年財政再計算との比較】										
平成10～14年度平均	2.89	2.37	-0.51	-	3.3	2.21	3.70	1.45	0.68	0.96
標準報酬等級改定の影響を含めた場合	2.73	2.37	-0.36	-	3.3	2.21	3.70	1.45	0.52	0.74
【平成16年財政再計算との比較】										
平成15年度	5.18	4.90	-0.27	145.6	6.9	1.98	1.98	0.00	3.20	4.48
平成16年度	2.94	2.73	-0.20	148.0	4.0	1.07	1.68	0.60	1.87	2.71

(※)年度末積立金は時価で表示しており、

年度末積立金=前年度末積立金+収益額+歳入(預託金利子収入除く)等-給付費等  
 [148.0兆円] [145.6兆円] [4.0兆円] [36.7兆円] [38.4兆円]  
 という関係になっている。(かっこ内は平成16年度の数値)

(注1)運用利回りは運用手数料控除後のものである。

(注2)承継資産に係る収益額を含んでいる。

(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)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5)ここでは国民年金の年金改定率は厚生年金の名目賃金上昇率と同じとしている。

(注6)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。

### 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

年金資金運用基金は、厚生労働大臣から年金積立金の寄託を受けて、「運用の基本方針」に沿って管理及び運用を行うこととされている。

以下では、厚生労働大臣が定めている「運用の基本方針」に沿った運用が行われているかなどを中心として、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を行う。

#### I 年金資金運用基金の資産構成割合の状況について

〔運用の基本方針の規定〕（運用の基本方針 第2の四の1）

基本ポートフォリオを実現するまでの経過的な資産構成割合（移行ポートフォリオ）については、効率的な運用を目指すと同時に、円滑に基本ポートフォリオを実現することを考慮して策定する。

移行ポートフォリオは毎年度策定し、策定後遅滞なく公表する。

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。

年金資金運用基金では、平成16年度において、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、寄託金などの資金を各資産に配分している。資金配分に当たっては、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、又は少なく配分したところである。

なお、短期資産については、移行ポートフォリオで定める資産構成割合が0%（平成15年度は2%）とされたことから、第1四半期に運用手数料等の支払いに必要となる程度の額を除いて資金を回収し、他の資産へ配分したところである。

この結果、平成16年度における各資産の構成割合の推移と、平成15年度末の資産構成割合の値と平成16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とを比較すると、短期資産を除く各資産について、移行ポートフォリオの乖離許容幅の範囲内に収まっている。このように、資産構成割合については、運用の基本方針に沿って管理されていると評価できる。

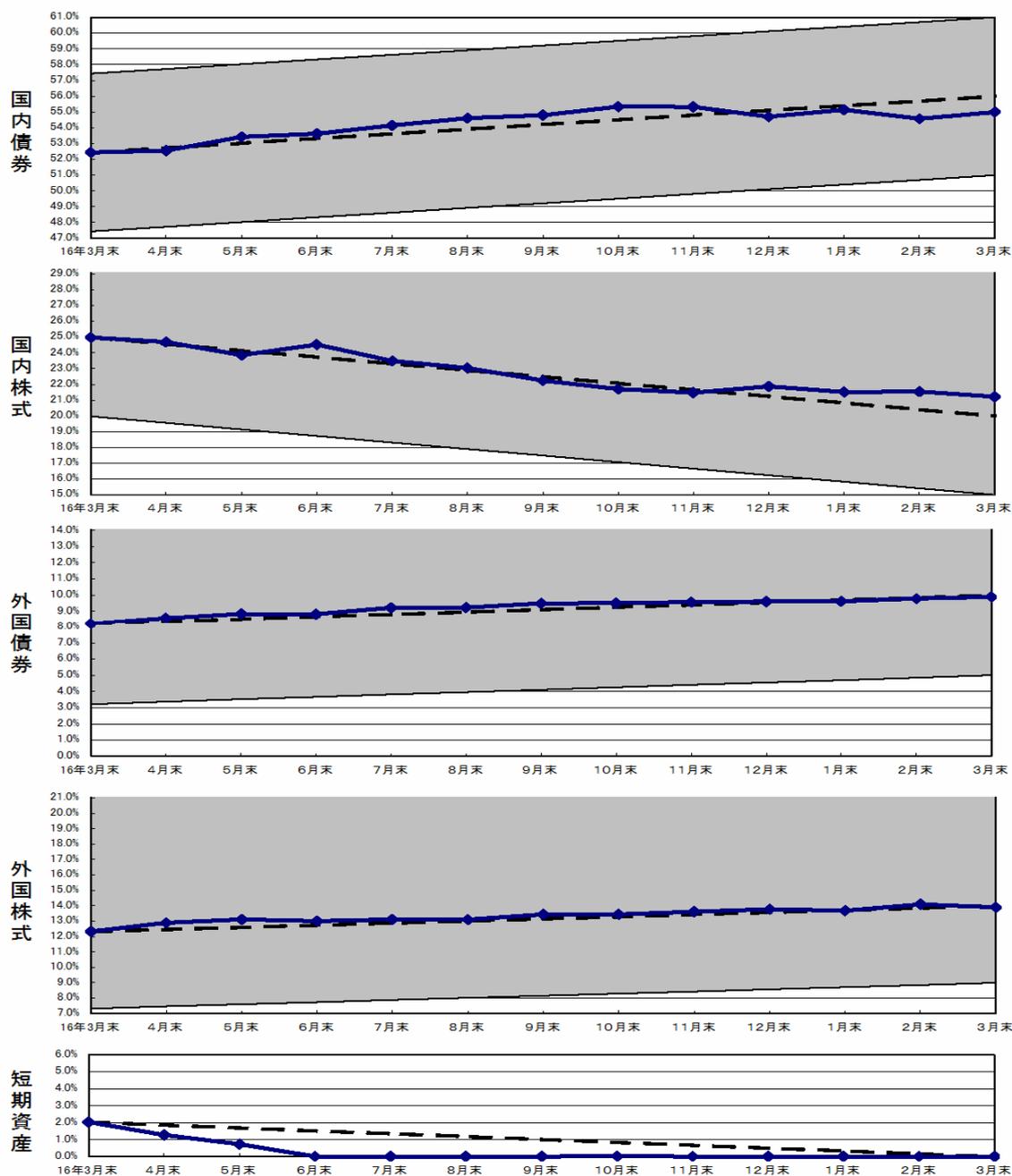
（運用資産全体の移行ポートフォリオ）

	国内債券	国内株式	外国債券	外国株式	短期資産
移行ポートフォリオ	79%	7%	3%	5%	6%
乖離許容幅	±2%	-2%	-2%	-2%	-
許容範囲	77%~81%	5%~	1%~	3%~	-
年度末の資産構成割合	79.33%	7.63%	3.56%	5.00%	4.49%

(年金資金運用基金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
移行ポートフォリオ	56%	20%	10%	14%	0%
乖離許容幅	±5%	-5%	-5%	-5%	-
許容範囲	51%~61%	15%~	5%~	9%~	-
年度末の資産構成割合	54.99%	21.21%	9.89%	13.91%	0.01%

(参考)各資産の資産構成割合の推移



※ 実線が各資産の構成割合の推移であり、点線は各資産の平成16年3月末時点の構成割合と、各資産の平成16年度移行ポートフォリオの構成割合を結んだ線である。  
 網掛け部分は、各資産の乖離許容幅の範囲を示している。なお、基本ポートフォリオを実現するまでの間、内外株式及び外国債券の乖離許容幅は、下限のみを設けている。

## 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

### 1 市場運用資産の管理運用

[運用の基本方針の規定] (第4の二)

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。

その上で、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。

#### (1) 国内債券

##### ① 管理運用の状況

平成16年度の運用結果は、時間加重収益率が2.13%、ベンチマーク収益率に対する超過収益率は0.04%と、ベンチマーク収益率を若干上回っている。

また、アクティブ運用とパッシブ運用の超過収益率は、アクティブ運用が0.15%、パッシブ運用が0.00%であり、アクティブ運用のプラスが寄与している。

アクティブ運用について、残存期間別で見ると、年金資金運用基金においては、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たことが、第2四半期以降に金利の低下局面が続いたことによりプラスに寄与した。また、債券種別で見ると、ベンチマークの時価構成割合に比べ、事業債を多めに保有していたことがプラスに寄与した。これらの結果、アクティブ運用では、ベンチマークを上回る収益率となった。

パッシブ運用については、ベンチマーク並みの収益率となった。

##### ② 評価等

平成16年度の超過収益率は0.04%となっており、概ねベンチマーク収益率を確保している。

また、平成13年度からの4年間の運用結果をみると、アクティブ運用では平成14年度、平成15年度とベンチマーク収益率を下回っていたが、平成16年度は上回っており、全体としては、ベンチマーク収益率を若干下回っている期間はあるが、概ねベンチマーク収益率を確保している。

年金資金運用基金においては、平成16年度にマネジャー・ストラクチャー（運用機関の組み合わせ）の見直しを完了したところであり、今後、運用受託機関の運用能力を適切に評価することなどを通じて、ベンチマーク収益率の確保に努める必要がある。

なお、パッシブ運用のうち自家運用分については、平成13年度から4年連続で

ベンチマーク収益率を上回っており、今後とも適切な運用に努める必要がある。

平成16年度

		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	国内債券	2.13%	2.09%	0.04%
	アクティブ運用	2.24%		0.15%
	パッシブ運用	2.09%		0.00%
	自家運用	2.17%		0.07%

(参考)

平成15年度

		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	国内債券	-1.82%	-1.74%	-0.07%
	アクティブ運用	-1.76%		-0.01%
	パッシブ運用	-1.84%		-0.10%
	自家運用	-1.71%		0.03%

平成14年度

		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	国内債券	4.19%	4.26%	-0.07%
	アクティブ運用	4.16%		-0.10%
	パッシブ運用	4.22%		-0.04%
	自家運用	4.27%		0.00%

平成13年度

		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月～9月	0.42%	0.58%	-0.16%
	10月～3月	0.44%	0.37%	0.07%
	アクティブ運用	0.46%		0.10%
	パッシブ運用	0.42%		0.05%
	自家運用	1.06%	0.95%	0.11%

(注)平成13年4月から9月までの間は、国内債券の代替資産として外国債券を含んでいる。

## (2) 国内株式

### ① 管理運用の状況

平成16年度の運用結果は、時間加重収益率が1.64%、ベンチマーク収益率に対する超過収益率は0.22%と、ベンチマーク収益率を上回っている。

また、アクティブ運用とパッシブ運用の超過収益率は、アクティブ運用が0.55%、パッシブ運用が0.17%であり、いずれもベンチマーク収益率を上回っている。

アクティブ運用について、ベンチマーク収益率を上回っている要因を、割安株と成長株、大型株と小型株、業種配分の観点から分析すると、

- ・ 割安株と成長株の観点からは、年度を通じて割安株優位の相場展開となり、割安株の市場平均収益率（RUSSELL/NOMURA日本株指数）が成長株に対し年間で8.1%上回った。年金資金運用基金のアクティブ運用は、割安株を若干多めに保有していた結果、プラス（0.77%）に寄与した。