

## 国内債券運用の現状

- 債券運用の手法にはパッシブ運用とアクティブ運用がある。年金資金運用基金（以下、「基金」）ではそれぞれの手法について信託銀行及び投資顧問会社への委託（パッシブ運用の一部は自家運用）により運用しているが、その中心はパッシブ運用である。

### （1）パッシブ運用

パッシブ運用とは、金利等の予測を重視しないで、一定の考え方に沿って、いわば受動的にポートフォリオを構築する運用方法であり、その典型が特定のインデックスをベンチマークとするインデックス運用である。

基金では現在、基本的にはポートフォリオのリスクとリターンを市場全体のリスク・リターンとあわせるとの考え方から、債券市場で発行され現に存在する債券全体の姿（年限別、債券種別）をそのまま縮小したようなポートフォリオを構築するようにパッシブ運用（インデックス運用）を行っている。市場に現存する債券全体の姿を映すという意味では、一度ポートフォリオに組み入れた銘柄が外れるのはそれに対応する債券が償還日に近付き市場から姿を消す時であり、この意味では現在のパッシブ運用はほぼ購入後満期まで保有することを想定した運用手法であるといえる。

実際にベンチマークとして採用している NOMURA-BPI 総合（以下「野村指数」という。）では、残存期間1年以上の債券を組み入れ対象としており、残存期間が1年未満となった銘柄は指数から外している。これにしたがって実際の運用においても償還まで1年となった銘柄は一律市場で売却する扱いとしている。このため、

—— 購入時の債券の残存期間と実際の運用期間は一致しない（例えば期間5年の利回りで購入した債券は運用期間4年で売却）。

—— また償還1年前に売却、現金化し再投資に充てている点については、債券保有額の増加に伴う1年前売却規模の拡大から、満期償還による現金化に比べ事務手数、売買コストが嵩んでいくものと考えられる。

### （参考1）

- 「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、長期的には市場は効率的であると考えられること等から、各資産クラスともパッシブ運用を中心とする。また、アクティブ運用は、市場の不均衡を利用するものであるが、そうした機会は存在するもののその規模は決して大きくないことを考慮し、確たる根拠がある場合に限るものとする。パッシブ運用とアクティブ運用の比率は、基金が各資産の特性を踏まえ定める。」（「年金積立金の運用の基本方針」厚生労働省告示）
- 基金では、パッシブ運用の割合については、国内株式及び外国株式は70%以上、国内債券及び外国債券は60%以上とすることとしている。

### （参考2）国内債券 アクティブ・パッシブ比率

	%				億円
	平成15年3月	平成16年3月	平成17年3月	平成17年6月	平成17年6月
パッシブ	61.36	75.47	78.58	80.86	263,161
アクティブ	38.64	24.53	21.42	19.14	62,290
計	100.00	100.00	100.00	100.00	325,451
（参考）財投債					303,462

### （参考3）ベンチマークの回転率

- 野村指数の銘柄入替えの内訳(平成12年1月～平成17年9月の平均(年率))
 

残存期間が1年未満となることによる除外	15.39%
格付要因による除外	0.29%
新発債の組入れ	24.72%
格付要因による既発債の組入れ	0.14%

(2) アクティブ運用

- 国内債券のアクティブ運用とは、市場の先行きを予測しながら売買を行い高い収益率を目指すものであり、いろいろな手法がありうる。現在、基金では基本的には野村指数をベンチマークとして与えているので、具体的には野村指数から意図的に乖離した運用を行うことでベンチマークを上回る収益率を達成しようとする運用になっている。
- 超過収益率を達成する源泉としては、通常、①金利水準の変化を予想した上でのデュレーション操作、②イールドカーブの形状変化を予想した上での割高、割安（と考えられる）銘柄の入替え、及び③債券種類別の金利格差（信用スプレッド）を利用した債券種類別の構成変化という3つの手法が利用されている。

(参考4) 国内債券 運用実績

		パッシブ	アクティブ
平成14年度	ファンド	4.22%	4.16%
	ベンチマーク	4.26%	4.26%
	超過収益率	-0.04%	-0.10%
平成15年度	ファンド	-1.84%	-1.76%
	ベンチマーク	-1.74%	-1.74%
	超過収益率	-0.10%	-0.01%
平成16年度	ファンド	2.09%	2.24%
	ベンチマーク	2.09%	2.09%
	超過収益率	0.00%	0.15%