

### Ⅲ 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おり、平成16年度財政再計算についても、このような推計を行ったところである。

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。

したがって、平成17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伸び）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2－14）

#### 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

### (1) 平成17年度の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17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17年度の収益率（名目運用利回り）は厚生年金が6.82%、国民年金が6.88%となっている。名目賃金上昇率は-0.17%であるから、実質的な運用利回りは厚生年金が7.00%、国民年金が7.06%となる。

平成16年財政再計算の前提では平成17年度の「実質的な運用利回り」は、厚生年金が0.50%、国民年金が0.43%としており、厚生年金では6.50%、国民年金では6.63%、実績が財政再計算の前提を上回っている。

(注) 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。

(表2-15)

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17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	6.82%	6.88%	6.83%
	名目賃金上昇率	-0.17%	-0.17%	-0.17%
	実質的な運用利回り	7.00%	7.06%	7.01%
財政再計算上の前提	実質的な運用利回り	0.50%	0.43%	0.50%
実質的な運用利回りの財政再計算上の前提との差		6.50%	6.63%	6.51%
差 額		8.76兆円	0.62兆円	9.38兆円

(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。

(2) 平成13年度から平成17年度までの5年間の運用実績が年金財政に与える影響の評価

平成13年度から平成17年度までの5年間の平均収益率（名目運用利回り）は厚生年金が3.31%、国民年金が3.03%となっており、この期間における平均名目賃金上昇率は-0.41%であるから、実質的な運用利回りの平均は厚生年金が3.74%、国民年金が3.45%となる。

財政再計算の前提では平成13年度から平成17年度までの5年間の実質的な運用利回りの平均は、厚生年金が1.10%、国民年金が0.96%としており、厚生年金では2.64%、国民年金では2.49%、実績が財政再計算の前提を上回っている。

(注) 平成16年財政再計算は平成14年度末積立金を基礎として推計を行っているため、平成16年財政再計算に対して運用実績がどの程度乖離しているかを見る場合には、平成15年度以降について比較することが適当である。平成15年度から平成17年度までの3年間の実質的な運用利回りの平均は平成16年財政再計算では厚生年金が1.19%、国民年金が1.10%としたのに対し、実績は厚生年金が5.03%、国民年金が5.02%であり、厚生年金では3.84%、国民年金では3.92%、実績が財政再計算の前提を上回っている。

(表2-1-16) 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 兆円		
	実質的な運用利回り =(B)÷(C) %		名目運用利回り (B)		名目賃金上昇率 (C)		実質的な運用利回り =(G)÷(H) %		名目運用利回り (G)				名目賃金上昇率 (H)	
	年度末積立金 (※) (D) 兆円	運用収益 (E) 兆円	名目運用利回り (B) %	名目賃金上昇率 (C) %	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】														
平成13年度	2.27	1.99	-0.27	134.6	2.7	1.00	3.52	2.50	1.27	1.70				
平成14年度	1.38	0.21	-1.15	132.1	0.3	0.97	3.49	2.50	0.41	0.54				
【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				
平成17年度	7.00	6.82	-0.17	140.3	9.2	0.50	1.81	1.30	6.50	8.76				
平成13~17年度平均	3.74	3.31	-0.41	-	4.4	1.10	2.50	1.38	2.64	-				
平成15~17年度平均	5.03	4.81	-0.21	-	6.4	1.19	1.83	0.63	3.84	-				

○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 兆円		
	実質的な運用利回り =(B)÷(C) %		名目運用利回り (B)		名目賃金上昇率 (C)		実質的な運用利回り =(G)÷(H) %		名目運用利回り (G)				名目賃金上昇率 (H)	
	年度末積立金 (※) (D) 兆円	運用収益 (E) 兆円	名目運用利回り (B) %	名目賃金上昇率 (C) %	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】														
平成13年度	1.56	1.29	-0.27	9.7	0.1	0.75	3.27	2.50	0.81	0.08				
平成14年度	0.77	-0.39	-1.15	9.5	-0.0	0.76	3.28	2.50	0.01	0.00				
【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				
平成17年度	7.06	6.88	-0.17	9.7	0.6	0.43	1.74	1.30	6.63	0.62				
平成13~17年度平均	3.45	3.03	-0.41	-	0.3	0.96	2.35	1.38	2.49	-				
平成15~17年度平均	5.02	4.80	-0.21	-	0.5	1.10	1.74	0.63	3.92	-				

(※) 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 + 運用収益 + 歳入(運用収益、積立金より受入及び年金特会への納付金(0.8兆円)を除く)等 - 給付費等  
 [140.3兆円] [138.2兆円] [9.2兆円] [30.5兆円] [37.6兆円]

という関係になっている。(かつこ内は平成17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) 年金福祉事業団から継承した資産分は損益を厚生年金と国民年金の寄託・預託元本平残の比で按分している。

(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)×100-100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				差額	
	実質的な運用利回り =(A)÷(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 =(G)÷(H)			名目賃金 上昇率 (H)
	(A)	(C)					(F)	(H)		
【平成11年財政再計算との比較】										
平成13年度	2.22	1.94	1.94	-0.27	144.3	2.8	0.98	3.50	2.50	1.24
平成14年度	1.34	0.17	0.17	-1.15	141.5	0.2	0.96	3.48	2.50	0.38
【平成16年財政再計算との比較】										
平成15年度	5.18	4.90	4.90	-0.27	145.6	6.9	1.98	1.98	0.00	3.20
平成16年度	2.94	2.73	2.73	-0.20	148.0	4.0	1.07	1.68	0.60	1.87
平成17年度	7.01	6.83	6.83	-0.17	150.0	9.8	0.50	1.81	1.30	6.51
平成13～17年度平均	3.72	3.29	3.29	-0.41	-	4.7	1.09	2.49	1.38	2.63
平成15～17年度平均	5.03	4.81	4.81	-0.21	-	6.9	1.18	1.82	0.63	3.85

(※) 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 + 運用収益 + 歳入（運用収益、積立金より受入及び年金特会への納付金（0.8兆円）を除く）等 - 給付費等  
 [150.0兆円] [148.0兆円] [9.8兆円] [36.1兆円] [43.8兆円]

という関係になっている。（かつこ内は平成17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) 年金福祉事業団から継承した資産分を含んでいる。

(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+名目運用利回り÷100)÷(1+名目賃金上昇率÷100)×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という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、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。また、市場に与える影響に留意し、特定の時期に集中しないよう配分時期の分散を考慮している。

なお、多額の新規寄託金の配分により乖離の縮小が期待できること及び運用資産を回収して他の資産に配分すると売却コストがかかることから、基本的には、各資産が乖離許容幅の範囲にある場合は回収を行わないこととしている。

平成17年度においては、国内株式及び外国株式市場が好調であったことから、これらの資産の構成割合が大きくなり、資金の配分額を抑えてプラスの乖離の縮小を図った。しかし、国内の株式相場の上昇が非常に大きく、急激であったことから、プラスの乖離が拡大した。また、国内債券については、市場が軟調な相場展開であったため、資金の配分額を多くしたものの、国内金利の上昇(債券価格の下落)に加え、国内株式の市場が堅調で資産構成割合が大幅に上昇したことから、国内債券はマイナスの乖離が大きくなった。

この結果、財政融資資金への預託金や引受財投債を含む運用資産全体における国内債券については、平成17年度末においては乖離許容幅を逸脱することとなった。しかし、年金資金運用基金が管理する市場運用部分に係る移行ポートフォリオでは、平成17年度における各資産の構成割合の推移と、平成16年度末の資産構成割合の値と平成17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。

このことから、年金資金運用基金においては、運用方針に沿って管理されているものと評価できるが、運用資産全体の資産構成割合についても、十分な管理を行う必要がある。

(表3-1)

平成17年度

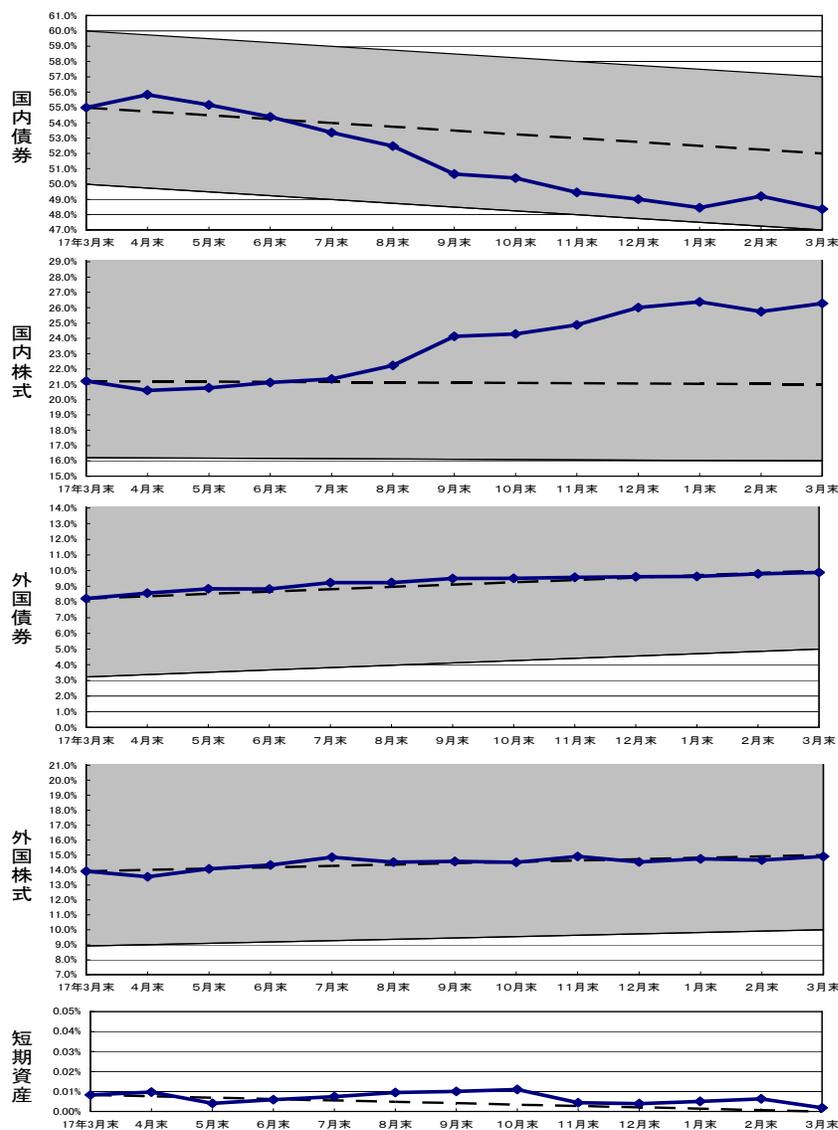
(運用資産全体の移行ポートフォリオ)

	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	75%	8%	5%	6%	6%
乖離許容幅	±2%	-2%	-2%	-2%	-
許容範囲	73%~77%	6%~	3%~	4%~	-
年度末の資産構成割合	71.86%	11.76%	4.68%	6.67%	5.04%

(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	52%	21%	12%	15%	0%
乖離許容幅	±5%	-5%	-5%	-5%	-
許容範囲	47%~57%	16%~	7%~	10%~	-
年度末の資産構成割合	48.36%	26.28%	10.46%	14.90%	0.00%

(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17年3月末時点の構成割合と、各資産の平成17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

#### (1) 管理運用の状況

##### ① 国内債券

平成17年度の運用結果は、時間加重収益率が-1.40%、ベンチマーク収益率に対する超過収益率は0.00%と、ベンチマーク並みの収益率であった。

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0.02%、パッシブ運用が-0.01%であり、いずれもベンチマーク並みの収益率であった。

アクティブ運用について、残存期間別でみると、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、収益率の高かった短期セクターを少なめに、収益率の低かった中期セクターを多めに保有していたことが、マイナスに影響した。また、債券種別でみると、事業債及び金融債において銘柄選択要因によりベンチマーク収益率に比べ高い収益率を上げたことがプラスに寄与した。これらの結果、アクティブ運用全体としては、ベンチマーク並みの収益率となった。

(表3-2)

平成17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	-1.40%	-1.40%	0.00%
	アクティブ運用	-1.38%		0.02%
	パッシブ運用	-1.40%		-0.01%
	自家運用	-1.40%		-0.01%

##### ② 国内株式

平成17年度の運用結果は、時間加重収益率が50.14%、ベンチマーク収益率に対する超過収益率は2.29%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6.21%、パッシブ運用が1.17%であり、いずれもベンチマーク収益率を上回っている。

なお、ベンチマーク収益率に対する超過収益率については、ベンチマークにおける会社合併による上場廃止銘柄の取扱いの影響(+0.2%程度)が含まれている。

(注)

(注) 会社合併による上場廃止銘柄についての、上場廃止日から合併による変更上場日の前営業日までの間(4営業日)の評価額の取扱いが、ベンチマーク(TOPIX)と年金資金運用基金とで異なっていた。

ベンチマークでは、上場廃止日の前営業日の株価で固定して算出していたのに対し、年金資金運用基金のファンドにおいては、適正な時価(存続会社の銘柄の時価に、上場廃止銘柄の存続会社に対する合併比率を乗じて得る額)で評価していることから、存続会社の銘柄の時価が上昇した場合は、ベンチマークの収益率を上回る事となる。

なお、ベンチマークにおける上記の取扱いは、平成18年1月から、年金資金運用基金の評価方法と同一の方法に変更された。

アクティブ運用について、ベンチマーク収益率を上回った要因を、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、成長株の市場平均収益率(RUSSELL/NOMURA日本株指数)が割安株に対し年間で2.7%上回った。しかしながら、年金資金運用基金のアクティブ運用は、成長株・割安株の比率を市場と同程度に保てるよう、偏りが一定範囲内になるように管理しているため、ベンチマーク収益率とはほとんど乖離しなかった。
- ・ 大型株と小型株の観点からは、大型株の市場平均収益率(RUSSELL/NOMURA日本株指数)が小型株に対し年間で6.9%上回った。年金資金運用基金のアクティブ運用は、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いて投資を行うため、ファンドの構成が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に偏る傾向にあるため、プラスに寄与した。
- ・ 業種配分の観点からは、景気の堅調さを受けて非鉄金属、鉄鋼のほか卸売業などの収益率の高かった業種をベンチマークの時価構成割合に比べ多めに保有していたことに加え、収益率の低かった情報・通信業をベンチマークの時価構成割合に比べ少なめに保有していた結果、プラスに寄与した。

アクティブ運用全体としては、大型株・小型株による影響と業種配分による影響がプラスに寄与する結果となった。

パッシブ運用については、TOPIXの浮動株指数への移行に追随し、浮動株指数に対応する銘柄の入替を分散して実施したところ、結果として、ベンチマーク収益率よりも高い収益率が生じた。

(表3-3)

平成17年度

	時間加重収益率	ベンチマーク収益率	超過収益率
国内株式	50.14%	47.85%	2.29%
アクティブ運用	54.05%		6.21%
パッシブ運用	49.02%		1.17%