

③ 外国債券

平成17年度の運用結果は、時間加重収益率が7.71%、ベンチマーク収益率に対する超過収益率は-0.02%と、概ねベンチマーク並みの収益率となった。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0.01%、パッシブ運用が-0.03%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は、収益率の高かった米国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やユーロ圏における銘柄選択要因がプラスに寄与する一方、英国等における銘柄選択要因がマイナスに影響した結果、相殺されることになった。このため、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。

パッシブ運用については、概ねベンチマーク並みの収益率となった。

(表3-4)

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
外 国 債 券	7.71%	7.73%	-0.02%
アクティブ運用	7.74%		0.01%
パッシブ運用	7.70%		-0.03%

④ 外国株式

平成17年度の運用結果は、時間加重収益率が28.20%、ベンチマーク収益率に対する超過収益率は-0.31%と、ベンチマーク収益率を下回っている。このうち約0.2%は、ベンチマーク(MSCI-KOKUSA I)が、配当に対する現地源泉徴収税を考慮せずに算出されているのに対し、実際の運用においては、投資対象国によっては、配当から現地源泉徴収税が控除されること(配当課税要因)がマイナス要因となっている。

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-1.06%、パッシブ運用が-0.14%であり、主にアクティブ運用のマイナスが影響している。

アクティブ運用については、業種要因では、収益率の高かった不動産、素材、エネルギー業種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ことや、収益率の低かったメディア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が、マイナスに影響した。

また、銘柄選択要因では、企業ファンダメンタルズの改善(財務内容改善、収益率向上)などに着目した投資行動の結果、電気通信サービス、テクノロジー・ハードウェア及び機器、半導体・半導体製造装置、各種金融などの業種において、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銘柄の価格が低迷したことがマイナスに影響した。一方、ベンチマークに組み入れられていない新興国(エマージ

ング)の銘柄について一部のファンドで保有しており、高い収益率となったことがプラスに寄与した。

アクティブ運用全体では、エマージングの銘柄選択要因がプラスに寄与したものの、業種要因及び銘柄選択要因によるマイナス要因により、ベンチマークを下回ることとなった。

パッシブ運用については、前記の配当課税要因によるマイナスを除くと、概ねベンチマーク並みの収益率となった。

(表3-5)

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
外国株式	28.20%	28.52%	-0.31%
アクティブ運用	27.46%		-1.06%
パッシブ運用	28.38%		-0.14%

⑤ 短期資産

短期資産については、主に譲渡性預金(CD)を中心に自家運用を行っている。

平成17年度の収益率は、ベンチマーク収益率を0.02%上回っており、概ねベンチマーク並みの収益率となった。

(表3-6)

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
0.02%	0.00%	0.02%

⑥ 自家運用

年金資金運用基金は、運用の効率化等の観点から、運用資産の一部について自ら管理運用を行っている。具体的には、財投債の管理及び運用(財投債ファンド)、基金が行う国内債券の中核的なパッシブファンドの管理・運用(国内債券パッシブファンド)、納付金の納付などに必要な流動性の確保(資金管理ファンド)を行うため、それぞれのファンドの管理運用を自ら行っている。

以下においては、市場運用資産における自家運用として、国内債券パッシブファンドの管理運用の状況を述べる。(注)

なお、国内債券全体の運用状況は、①国内債券(p26)で述べており、自家運用している国内債券パッシブファンドの運用状況をその一部として含んでいる。本項は、市場運用している国内債券の運用状況のうち自家運用部分のみを取り出して述べるものである。

(注) 資金管理ファンドについては、既に前項 (⑤短期資産) において述べた。また、財投債ファンドについては、「2 引受財投債の管理運用 (p42)」において評価している。

平成17年度の収益率は、ベンチマーク収益率に対する超過収益率が-0.01%となっており、概ねベンチマーク並みの収益率となった。

(表3-7)

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
-1.40%	-1.40%	-0.01%

⑦ 資産全体

平成17年度の年金資金運用基金の資産全体の時間加重収益率は14.37%、複合市場収益率(複合ベンチマーク収益率)に対する超過収益率は1.24%と、複合市場収益率を上回っている。

この主な要因は、平成17年度においては国内株式市況の急激な回復により国内株式は高い収益率(時間加重収益率 50.14%)を記録したが、これに伴い、国内株式の資産構成割合が高まり、年間を通じて、複合ベンチマーク収益率の算出の基となる移行ポートフォリオを基に計算された資産構成割合の国内株式の比率に比べ、毎月の実際の資産構成割合における国内株式の比率が多くなっていたことによるものである。(参考:表3-1)

(表3-8)

平成17年度		
資産全体の時間加重収益率	複合市場収益率(注)	超過収益率
14.37%	13.13%	1.24%

(注) 複合市場収益率は、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基に計算された資産構成割合で加重したもの。

(2) 評価等

[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

平成17年度の超過収益率は0.00%となっており、ベンチマーク並みの収益率を確保している。

また、平成13年度からの5年間の運用結果をみると、アクティブ運用については、平成15年度まではベンチマーク収益率を下回っていたが、平成16年度及び平成17年度は、ベンチマーク収益率を上回った。また、パッシブ運用については、平成15年度を除いて、各年とも概ねベンチマーク程度の収益率を確保した。

この結果、5年間平均としては、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、平成17年度では、総合評価に基づき、アクティブ運用受託機関の一部について入替えを行ったところである。今後とも、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。

(表3-9)

(単位：年率)

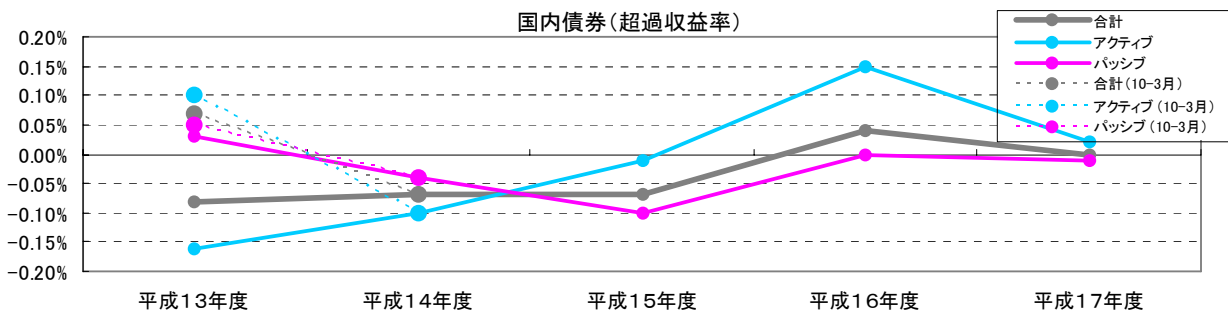
		平成13年度	平成14年度	平成15年度	平成16年度	平成17年度	5年間平均
ベンチマーク収益率		0.95%	4.26%	-1.74%	2.09%	-1.40%	0.81%
計	時間加重収益率	0.87%	4.19%	-1.82%	2.13%	-1.40%	0.77%
	超過収益率	-0.08% (0.07%)	-0.07%	-0.07%	0.04%	0.00%	-0.04% (-0.01%)
アクティブ	時間加重収益率	0.79%	4.16%	-1.76%	2.24%	-1.38%	0.79%
	超過収益率	-0.16% (0.10%)	-0.10%	-0.01%	0.15%	0.02%	-0.02% (0.03%)
	アクティブ比率	53.40%	45.00%	28.80%	22.00%	19.50%	—
パッシブ	時間加重収益率	0.98%	4.22%	-1.84%	2.09%	-1.40%	0.79%
	超過収益率	0.03% (0.05%)	-0.04%	-0.10%	0.00%	-0.01%	-0.02% (-0.02%)
	パッシブ比率	46.60%	55.00%	71.20%	78.00%	80.50%	—

(注1) 平成13年度は、旧年金福祉事業团による運用から、厚生労働大臣が策定する運用の基本方針に基づく運用への円滑な移行を図るため、年度前半(4~9月)は旧年金福祉事業团のポートフォリオ、年度後半(10月~3月)は厚生労働大臣が策定した平成13年度移行ポートフォリオを用いることとした。

これに伴い、債券の資産クラス区分は、平成13年度前半においては、国内・国外の区別なく一括して「債券」とされ、この中に、国内債券の代替資産として位置付けられていた外国債券が含まれていたのに対し、平成13年度後半は、外国債券が独立した資産クラスとして位置付けられたのに伴い、「国内債券」「外国債券」の区分となっている。

上記の平成13年度の国内債券の時間加重収益率・超過収益率は、平成13年度前半は「債券」、平成13年度後半は「国内債券」の収益率を用いて算出しているため、4~9月の間の収益率には外国債券の寄与分が含まれており、他の年度と単純に比較することができない。そこで、参考として、国内債券だけの運用を行った10~3月の超過収益率と、それを用いて算出した5年間平均の超過収益率を()内に掲げている。

(注2) アクティブ比率及びパッシブ比率は、各年度の業務概況書の参考資料にある各四半期のアクティブ比率及びパッシブ比率を年度ごとに平均した数値。



② 国内株式

平成17年度の超過収益率は2.29%となっており、ベンチマーク収益率を大きく上回っている。

また、平成13年度からの5年間の運用結果を見ると、まず、国内株式全体については、平成15年度までは、アクティブ運用の低迷が主な要因となって3年連続でベンチマーク収益率を下回っていたが、平成16年度及び平成17年度は、アクティブ運用がベンチマーク収益率を上回ったため、ベンチマーク収益率を上回ることとなった。次に、アクティブ運用・パッシブ運用別に見ても、いずれも、平成14年度まではベンチマーク収益率を下回っていたが、パッシブ運用については平成15年度から、またアクティブ運用についても、平成16年度から超過収益率が改善し、ベンチマーク収益率を上回った。

5年間平均としては、アクティブ運用・パッシブ運用別にみると、いずれもベンチマークを上回ったが、国内株式全体では、ベンチマーク収益率を0.13%下回ることとなった。これは、アクティブ運用の比率が高かった平成13年度及び平成14年度において、アクティブ運用の超過収益率が低迷し、平成15年度のアクティブ運用の超過収益率も大きくマイナスとなったこと、逆に、アクティブ運用の超過収益率がプラスに転じた平成16年度及び平成17年度においては、既にアクティブ運用の比率が低下していたこと等によるものである。

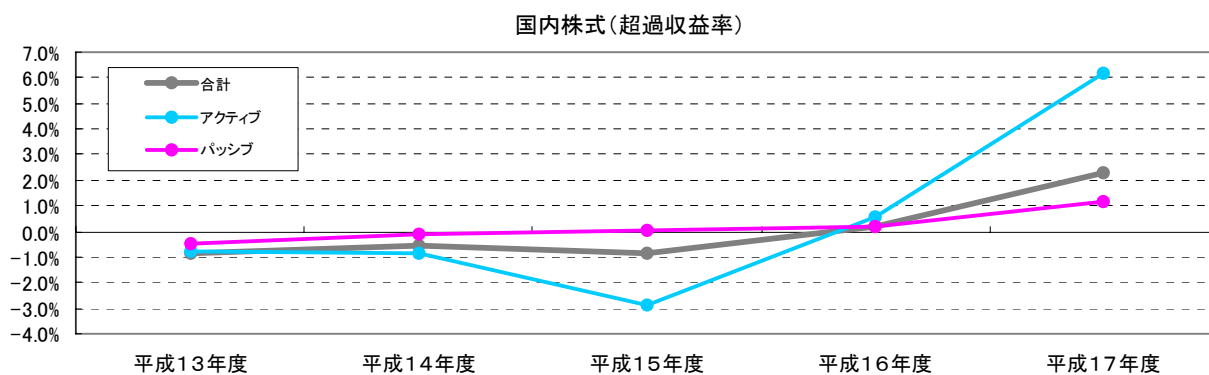
国内株式においては、今後とも、割安株・成長株運用などの運用スタイルを適切に評価・管理するとともに、特にアクティブ運用受託機関の運用能力を適切に評価することなどを通じて、ベンチマーク収益率の確保に努める必要がある。

(表3-10)

(単位：年率)

		平成13年度	平成14年度	平成15年度	平成16年度	平成17年度	5年間平均
ベンチマーク収益率		-16.18%	-24.83%	51.13%	1.42%	47.85%	7.38%
計	時間加重収益率	-17.05%	-25.41%	50.30%	1.64%	50.14%	7.25%
	超過収益率	-0.86%	-0.58%	-0.83%	0.22%	2.29%	-0.13%
アクティブ	時間加重収益率	-16.94%	-25.70%	48.22%	1.98%	54.05%	7.52%
	超過収益率	-0.76%	-0.87%	-2.91%	0.55%	6.21%	0.14%
	アクティブ比率	67.00%	43.40%	24.00%	23.20%	23.70%	—
パッシブ	時間加重収益率	-16.66%	-24.93%	51.15%	1.60%	49.02%	7.44%
	超過収益率	-0.48%	-0.10%	0.02%	0.17%	1.17%	0.06%
	パッシブ比率	33.00%	56.60%	76.00%	76.80%	76.30%	—

(注) アクティブ比率及びパッシブ比率は、各年度の業務概況書の参考資料にある各四半期のアクティブ比率及びパッシブ比率を年度ごとに平均した数値。



③ 外国債券

平成17年度の超過収益率は-0.02%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5年間の運用結果をみると、平成13年度及び平成14年度の収益率はベンチマークを下回ったものの、平成15年度以降、2年連続してベンチマーク収益率を上回り、平成17年度は概ねベンチマーク並みの収益率であった。

5年間平均としては、主として平成13年度の超過収益率のマイナス(-1.92%)の影響により、ベンチマーク収益率を0.46%下回ることとなった。

しかし、平成13年度の超過収益率は、旧年金福祉事業団から承継した「アセット・アロケーション調整ファンド」(平成14年5月に廃止)による一時的な為替要因(注)

が大きく影響しており、このファンドを除いた外国債券の平成13年度の超過収益率は0.22%であり、この場合の5年間平均の超過収益率は、0.02%とほぼベンチマーク並みになっている。これを踏まえると、5年間平均としては、概ねベンチマーク程度の収益率を確保していると評価することができる。

引き続き、外国債券においては、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。

(注) 平成13年度の超過収益率について

平成13年度(10月～3月)の外国債券パッシブ運用の超過収益率が大きくマイナスとなった主な原因は、外国債券が為替ヘッジなしのインデックスをベンチマークとしている中で、外国債券の一部に、旧年金福祉事業団から承継した為替ヘッジ付きのファンド(アセット・アロケーション調整ファンド)が含まれていることにある。

アセット・アロケーション調整ファンドは、旧年金福祉事業団において、毎年度の新規資金が多くない中で、ポートフォリオ全体の資産構成割合を円滑に変更するために設けたものであり、この調整ファンドでは、為替リスクの影響の大きい外国債券については為替ヘッジ付きとし、為替リスクの抑制を行っていた。

年金資金運用基金は、平成13年度前半(4月～9月)は、旧年金福祉事業団のポートフォリオにより運用を行い、10月から、厚生労働大臣が策定した新ポートフォリオに移行したが、平成13年12月に急激に円安が進行した際、外国債券全体のベンチマークでは為替ヘッジなしのインデックスを用いているため収益率が大きくプラスとなる中で、この調整ファンドは為替ヘッジを行っていたため、ベンチマークよりも低い収益率にとどまったことによるものである。

(表3-11)

(単位：年率)

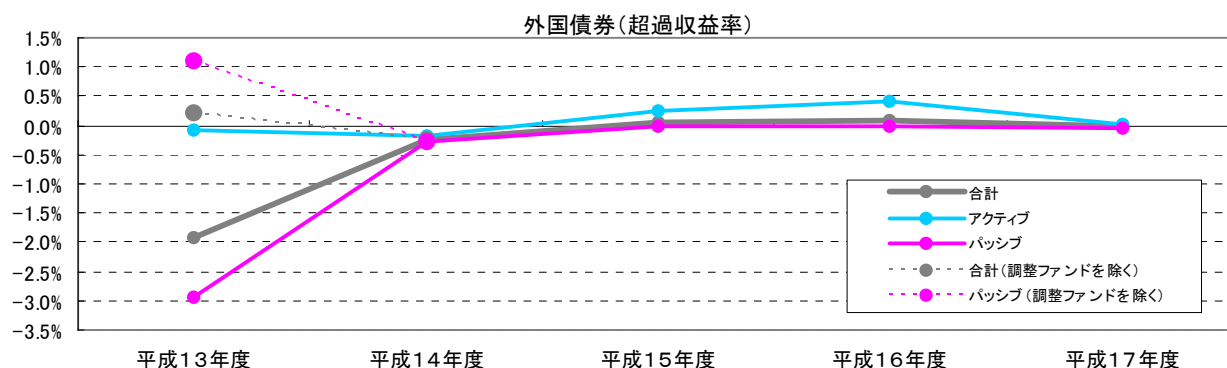
		平成13年度	平成14年度	平成15年度	平成16年度	平成17年度	5年間平均
ベンチマーク収益率		8.12%	15.47%	0.15%	11.32%	7.73%	9.42%
計	時間加重収益率	6.20%	15.23%	0.20%	11.42%	7.71%	8.97%
	超過収益率 (0.22%)	-1.92%	-0.24%	0.05%	0.10%	-0.02%	-0.46%
アクティブ	時間加重収益率	8.04%	15.29%	0.39%	11.73%	7.74%	9.51%
	超過収益率	-0.08%	-0.19%	0.24%	0.41%	0.01%	0.09%
	アクティブ比率	31.90%	24.60%	26.10%	27.30%	27.80%	—
パッシブ	時間加重収益率	5.20%	15.20%	0.14%	11.30%	7.70%	8.69%
	超過収益率 (1.10%)	-2.93%	-0.27%	-0.02%	-0.02%	-0.03%	-0.74%
	パッシブ比率	68.10%	75.40%	73.90%	72.70%	72.20%	—

(注1) 平成13年度の外国債券の各収益率は、外国債券が独立した資産クラスとして位置付けられた10月以降の数値である。

(詳細は、①国内債券の(注1)を参照のこと。)

また、参考として、アセット・アロケーション調整ファンドを除いた平成13年度の超過収益率と、それを用いて算出した5年間平均の超過収益率を、()内に掲げている。

(注2) アクティブ比率及びパッシブ比率は、各年度の業務概況書の参考資料にある各四半期のアクティブ比率及びパッシブ比率を年度ごとに平均した数値。



④ 外国株式

平成17年度の超過収益率は-0.31%となっており、ベンチマーク収益率を下回っている。特に、アクティブ運用が-1.06%となっており、全体の超過収益率がマイナスとなる主な要因となっている。

また、平成13年度から5年間の運用結果をみると、平成14年度を除く各年度ともベンチマーク収益率を下回っている。特に、アクティブ運用については、四つの資産クラス（国内債券・国内株式・外国債券・外国株式）の中で唯一、5年連続でベンチマーク収益率を下回り、また、パッシブ運用の収益率を5年連続で下回るという結果となった。

5年間平均では、配当課税による影響（約-0.2%）（詳細はp27）がある中でも、パッシブ運用は概ねベンチマーク収益率程度（超過収益率-0.08%）となったが、アクティブ運用の低迷（超過収益率-1.14%）が影響し、外国株式全体としてはベンチマーク収益率を0.31%下回ることとなった。

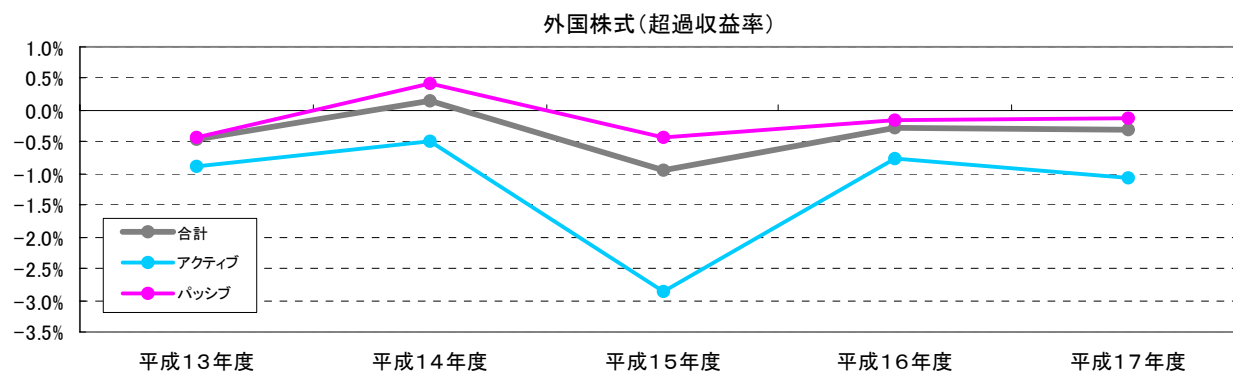
外国株式においては、アクティブ運用についての考え方を再確認するとともに、アクティブ運用受託機関の評価をより適切に行い、必要な対応を通じて、ベンチマーク収益率の確保に努める必要がある。

（表3-12）

（単位：年率）

		平成13年度	平成14年度	平成15年度	平成16年度	平成17年度	5年間平均
ベンチマーク収益率		4.14%	-32.37%	24.70%	15.70%	28.52%	5.48%
計	時間加重収益率	3.67%	-32.23%	23.76%	15.43%	28.20%	5.17%
	超過収益率	-0.47%	0.14%	-0.94%	-0.27%	-0.31%	-0.31%
アクティブ	時間加重収益率	3.25%	-32.87%	21.83%	14.93%	27.46%	4.34%
	超過収益率	-0.89%	-0.50%	-2.87%	-0.77%	-1.06%	-1.14%
	アクティブ比率	58.00%	30.70%	19.40%	19.50%	20.20%	—
パッシブ	時間加重収益率	3.71%	-31.95%	24.27%	15.53%	28.38%	5.40%
	超過収益率	-0.43%	0.42%	-0.42%	-0.17%	-0.14%	-0.08%
	パッシブ比率	42.00%	69.30%	80.60%	80.50%	79.80%	—

（注）アクティブ比率及びパッシブ比率は、各年度の業務概況書の参考資料にある各四半期のアクティブ比率及びパッシブ比率を年度ごとに平均した数値。



⑤ 短期資産

平成17年度の超過収益率は0.02%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5年間の運用結果をみると、5カ年とも概ねベンチマーク並みの収益率であった。

5年間平均としては、ベンチマーク収益率を0.01%上回っており、ベンチマーク並みの収益率であった。

引き続き、短期資産においては、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。

(表3-13)

(単位：年率)

		平成13年度	平成14年度	平成15年度	平成16年度	平成17年度	5年間平均
ベンチマーク収益率		0.09%	0.08%	0.00%	0.00%	0.00%	0.04%
短期資産	時間加重収益率	0.15%	0.02%	0.01%	0.02%	0.02%	0.04%
	超過収益率	0.06%	-0.07%	0.01%	0.02%	0.02%	0.01%

(注) 各年度の短期資産のベンチマーク

平成13年度～平成14年度：譲渡性預金（CD）3ヶ月物金利

平成15年度～平成17年度：割引短期国債（TB）現先1ヶ月物金利

なお、平成14年度については、ベンチマークに譲渡性預金（CD）3ヶ月物金利を採用していたが、実際の運用においては、流動性を確保する観点から、政府短期証券（FB）による運用を開始した。これを踏まえ、平成15年度からのベンチマークを割引短期国債（TB）現先1ヶ月物金利に変更した。

