

⑥ 自家運用

自家運用による国内債券のパッシブ運用については、平成17年度の超過収益率は-0.01%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を確保することとなった。

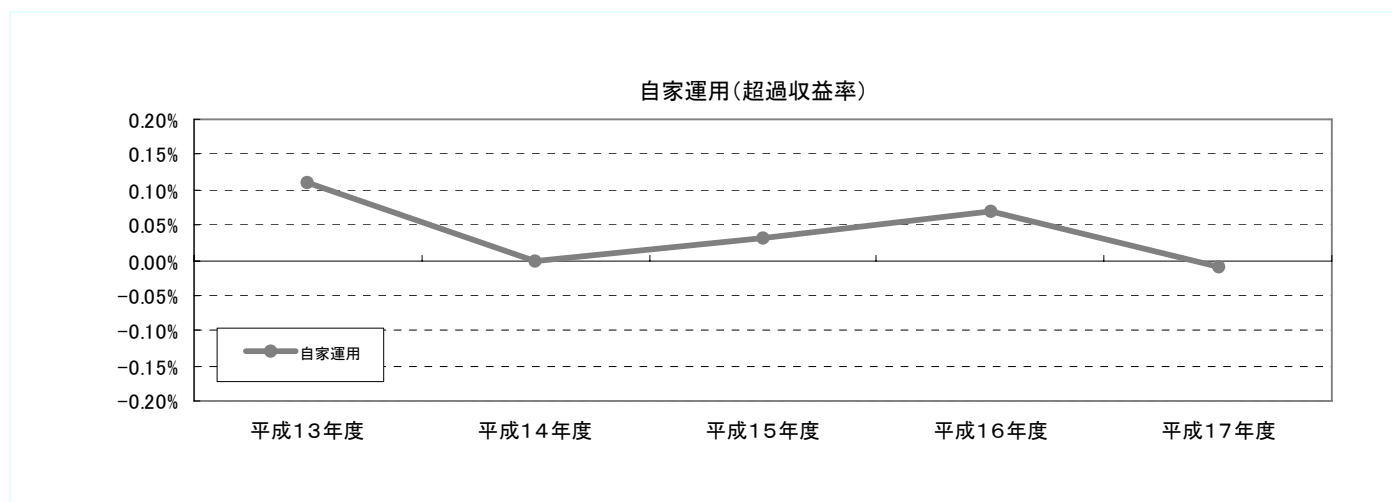
5年間平均としても、ベンチマーク収益率を0.04%上回っており、ベンチマーク並みの収益率であった。

自家運用については、今後とも適切な運用に努める必要がある。

(表3-14)

(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
ベンチマーク収益率		0.95%	4.26%	-1.74%	2.09%	-1.40%	0.81%
自家運用	時間加重収益率	1.06%	4.27%	-1.71%	2.17%	-1.40%	0.85%
	超過収益率	0.11%	0.00%	0.03%	0.07%	-0.01%	0.04%



⑦ 資産全体（市場運用分）

平成17年度の年金資金運用基金の資産全体（市場運用分）の複合ベンチマークに対する超過収益率は1.24%となっている。

また、平成13年度からの5年間をみると、平成13年度は、資産全体（市場運用分）の超過収益率は-1.17%と大きなマイナス、平成15年度（超過収益率0.42%）及び平成17年度（超過収益率1.24%）（前述）はいずれもプラスであり、他の2年度（平成14年度及び平成16年度）は、複合ベンチマーク収益率を若干下回った。

これらのうち、平成17年度以外で、複合ベンチマークと大きく乖離した平成13年度及び平成15年度の乖離要因をみると、次のとおりである。

- ・ 平成13年度の超過収益率-1.17%の主な要因としては、
 - － 旧年金福祉事業団の運用からの移行に伴い、年度内にポートフォリオの大幅な変更及び運用方針の変更（パッシブ運用を中心とした運用に移行することに伴うマネジャー・ストラクチャーの変更）を行う必要があったこと（注1）
 - － 米国同時多発テロ（平成13年9月11日）に伴う外国株式の市況の予想外の変化に追従できなかったこと（注2）
 - － 年度前半において、国内株式及び外国株式の収益率が市場動向と同様にマイナスであった際に、ポートフォリオに比べ、毎月の実際の国内株式及び外国株式の資産構成割合が多くなっていたこと

などが挙げられる。（参考：表3-17）

（注1） 年度後半（10月）から新たなポートフォリオ（平成13年度移行ポートフォリオ）を適用し、外国債券を、ポートフォリオにおける新たな資産クラスとして明確に規定した。このため、年度後半の当初において、移行ポートフォリオに比べ実際の外国債券の資産構成割合が少なくなっていたが、このことが、外国債券の収益率がプラスとなっていたため、複合ベンチマーク収益率に対する比較においてマイナス要因となった。

また、外国債券において、旧年金福祉事業団から承継した為替ヘッジ付きのアセット・アロケーション調整ファンドによる一時的な為替要因が大きく影響した。（p33③外国債券の（注）を参照）

（注2） 米国同時多発テロ事件の後、一般的な予測より早期に景気回復が見られた際、外国株式において、ベンチマークの収益率に追従できなかった。

- ・ 平成15年度の超過収益率0.42%の主な要因としては、平成17年度と同様、国内株式が年間を通じて上昇し、高い収益率（時間加重収益率50.30%）を記録した際、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が挙げられる。（参考：表3-16）

5年間平均としては、資産全体（市場運用分）の5年間平均（各年度の時間加重収益率の相乗平均）の収益率が3.72%となっており、複合ベンチマークの5年間平均の収益率に対して-0.01%と、概ね複合ベンチマーク並みの収益率であった。

引き続き、各資産ごとにベンチマーク収益率の確保を図ること及びポートフォリオ管理を適切に行うことが必要である。

(表3-15)

(単位：年率)

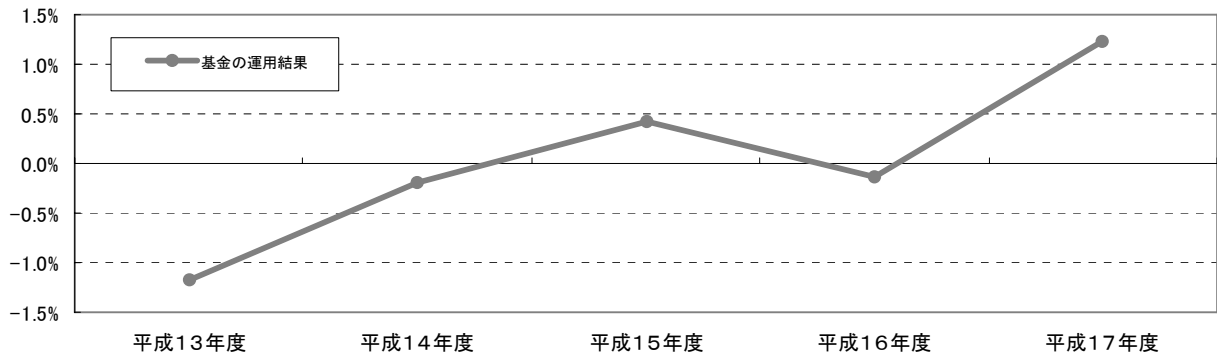
	平成13年度	平成14年度	平成15年度	平成16年度	平成17年度	5年間
複合ベンチマーク	-1.48%	-8.44%	12.59%	4.56%	13.13%	3.74%
資産全体 (市場運用分)	-2.65%	-8.63%	13.01%	4.43%	14.37%	3.72%
超過収益率	-1.17%	-0.19%	0.42%	-0.13%	1.24%	-0.01%

(注) 複合ベンチマーク収益率は、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の。

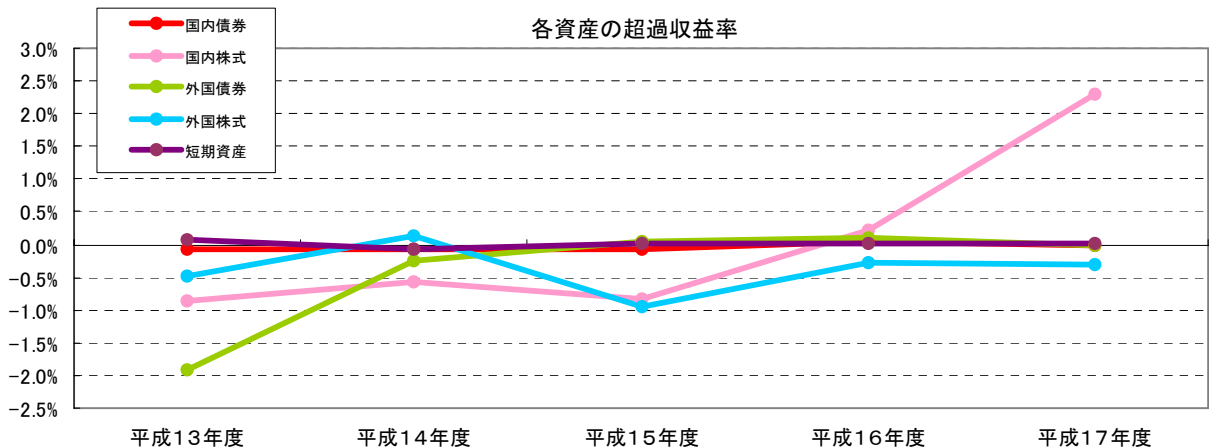
(単位：年率)

		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
国内債券	ベンチマーク収益率	0.95%	4.26%	-1.74%	2.09%	-1.40%	0.81%
	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%	0.04%	0.00%	-0.04%
国内株式	ベンチマーク収益率	-16.18%	-24.83%	51.13%	1.42%	47.85%	7.38%
	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%
外国債券	ベンチマーク収益率	8.12%	15.47%	0.15%	11.32%	7.73%	9.42%
	時間加重収益率	6.20%	15.23%	0.20%	11.42%	7.71%	8.97%
	超過収益率	-1.92%	-0.24%	0.05%	0.10%	-0.02%	-0.46%
外国株式	ベンチマーク収益率	4.14%	-32.37%	24.70%	15.70%	28.52%	5.48%
	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%
短期資産	ベンチマーク収益率	0.09%	0.08%	0.00%	0.00%	0.00%	0.04%
	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%

資産全体の超過収益率(対複合ベンチマーク収益率)



各資産の超過収益率



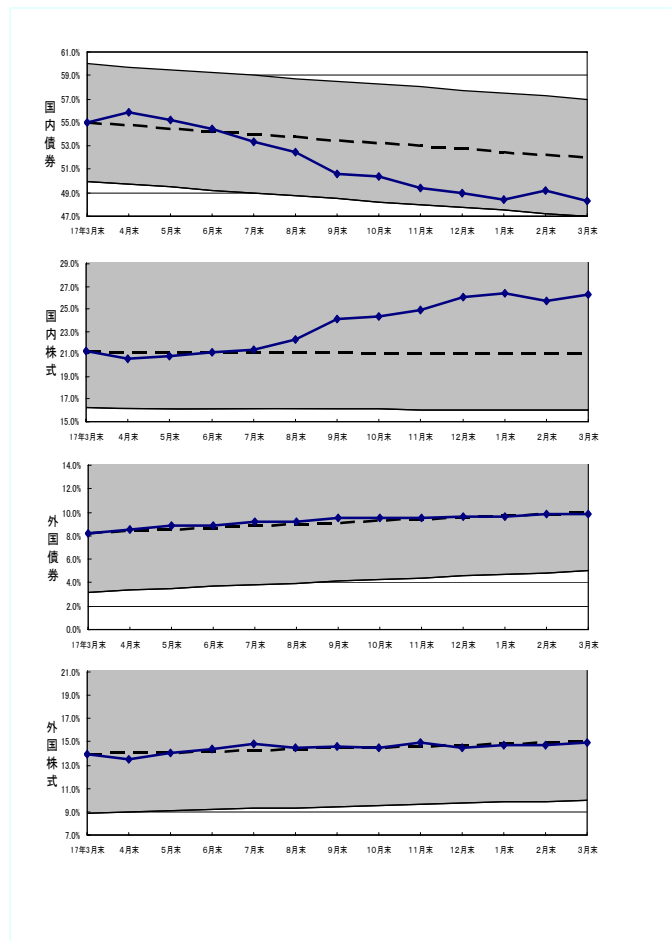
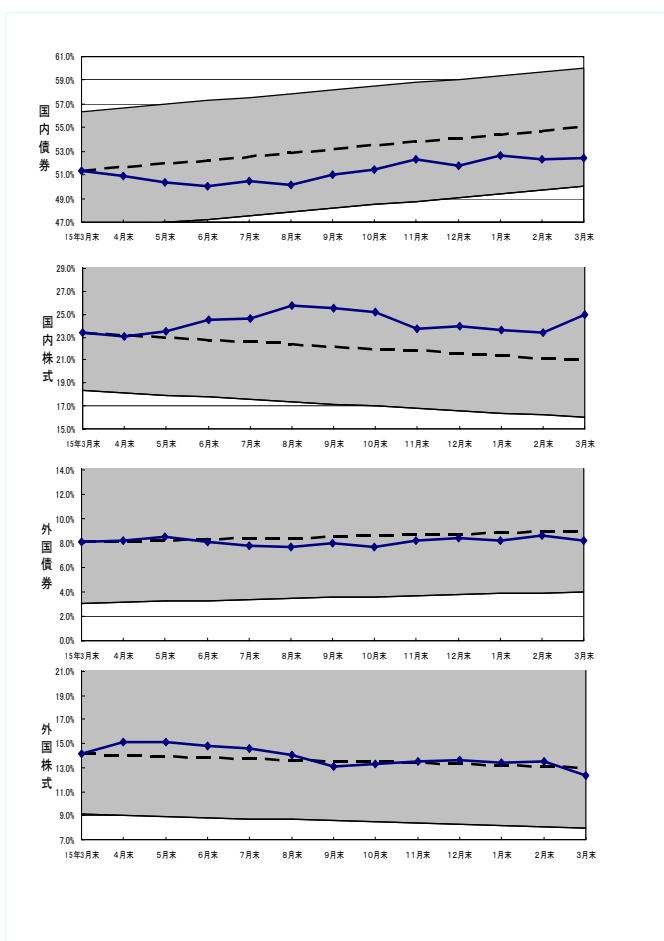
(表3-16) 各資産の資産構成割合の推移 (平成15年度、平成17年度)

(平成15年度)

	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	55%	21%	9%	13%	2%
年度末の資産構成割合	52.44%	24.97%	8.22%	12.33%	2.04%
時間加重収益率	-1.82%	50.30%	0.20%	23.76%	0.01%

(平成17年度)

	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%
年度末の資産構成割合	48.36%	26.28%	10.46%	14.90%	0.00%
時間加重収益率	-1.40%	50.14%	7.71%	28.20%	0.02%



(表3-17) 平成13年度の移行ポートフォリオ及び資産ごとの運用状況

<4～9月：旧年金福祉事業団のポートフォリオを適用>

	債券	国内株式	外国株式	転換社債	短期資産
移行ポートフォリオ	58%	22%	11%	4%	5%
9月末の資産構成割合	63.16%	21.05%	11.63%	0.79%	3.35%

<10～3月>

	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%	26%	6%	14%	2%
年度末の資産構成割合	53.84%	25.57%	5.04%	14.31%	1.23%

<資産ごとの運用状況>

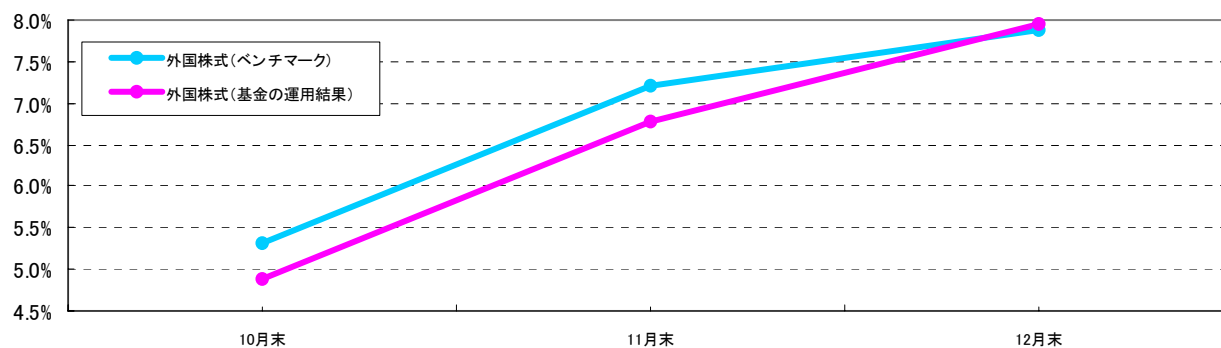
	国内債券	国内株式	外国債券	外国株式	短期資産	転換社債
時間加重収益率	0.87%	-17.05%	6.20%	3.67%	0.15%	-8.35%
ベンチマーク収益率	0.95%	-16.18%	8.12%	4.14%	0.09%	-7.23%
超過収益率	-0.08%	-0.86%	-1.92%	-0.47%	0.06%	-1.12%

(注1) 国内債券の年度前半は、外国債券を代替資産として保有。

(注2) 外国債券は、独立した運用資産とされた年度後半の運用結果である。

(注3) 転換社債は、旧年金福祉事業団のポートフォリオを適用し、独立した投資対象資産とされていた年度前半の運用結果である。なお、年度後半からの新たな移行ポートフォリオでは独立した投資対象ではなくなったため、原則として売却した。

米国同時多発テロ(平成13年9月11日)後における
外国株式のベンチマーク収益率と基金の運用結果



2 引受財投債の管理運用

[運用の基本方針の規定] (第5の一)

財政投融资制度改革の円滑な推進のため、年金特別会計が一定の財投債(国債)を毎年引き受けることが経過措置として法律に定められている。

この場合、既発行の国債に加え、財投改革により財投債が相当量発行されることから市場の状況を勘案すると、引き受けた財投債の一定部分は満期まで保有するという運用になることも考えられる。満期まで保有する意図をもって引き受ける財投債については、明確に区分した上で、企業会計原則にならない原価法(引受価格と券面額との間に差がある場合には、償却原価法)による運用評価と開示を行うこととし、参考情報として時価評価を行う。

現在、引受財投債については、すべて満期まで保有することとしているが、これら満期保有とされた引受財投債は、市場運用を行う資産と明確に区分し管理されている。

また、償却原価法による運用評価が行われ、参考情報として時価評価を行い公表している。

このように、引受財投債については、適切に管理及び運用評価が行われていると評価できる。

(表3-18) 平成17年度末の財投債の残高

年限種別	簿価(償却原価法)	時価
2年債	2,400億円	2,396億円
5年債	14兆4,275億円	14兆3,236億円
10年債	15兆1,089億円	14兆8,457億円
20年債	8,773億円	8,721億円
合計	30兆6,538億円	30兆2,810億円

(表3-19) 各年度の引受財投債の年限種別構成

年限種別	平成13年度末	平成14年度末	平成15年度末	平成16年度末	平成17年度末
2年債	1兆9,845億円	1兆1,388億円	9,498億円	1,600億円	799億円
5年債	4兆4,563億円	2兆5,486億円	2兆1,582億円	4兆0,075億円	1兆9,783億円
10年債	4兆9,261億円	2兆8,310億円	2兆3,952億円	3兆2,709億円	1兆6,185億円
20年債	4,930億円	1,705億円	1,400億円	499億円	199億円
合計	11兆8,599億円	6兆6,889億円	5兆6,432億円	7兆4,883億円	3兆6,966億円

(表 3 - 2 0) 各年度末における引受財投債の年限種別残高

年限種別	平成13年度末	平成14年度末	平成15年度末	平成16年度末	平成17年度末
2年債	1兆9,854億円 (1兆9,869億円)	3兆1,251億円 (3兆1,258億円)	2兆0,895億円 (2兆0,901億円)	1兆1,100億円 (1兆1,107億円)	2,400億円 (2,396億円)
5年債	4兆4,633億円 (4兆4,836億円)	7兆0,139億円 (7兆0,855億円)	9兆1,742億円 (9兆2,056億円)	13兆1,869億円 (13兆2,808億円)	14兆4,275億円 (14兆3,236億円)
10年債	4兆9,685億円 (4兆9,473億円)	7兆8,095億円 (8兆2,307億円)	10兆2,090億円 (10兆1,769億円)	13兆4,915億円 (13兆7,697億円)	15兆1,089億円 (14兆8,457億円)
20年債	4,966億円 (4,939億円)	6,670億円 (7,674億円)	8,073億円 (8,171億円)	8,574億円 (8,756億円)	8,773億円 (8,721億円)
合計	11兆9,138億円 (11兆9,116億円)	18兆6,155億円 (19兆2,094億円)	22兆2,801億円 (22兆2,897億円)	28兆6,458億円 (29兆0,368億円)	30兆6,538億円 (30兆2,810億円)

(注) 上段は、簿価(償却原価法)、下段の()は、時価評価である。

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

1 リスク管理

[運用の基本方針の規定] (第3の一の2(1))

基金は、厚生労働大臣から寄託された資金を、民間運用機関への委託運用及び自家運用によって運用するとともに、資産全体、資産クラスごと及び運用受託機関ごとにリスク管理を行う。

年金資金運用基金では、資産全体及び資産クラスごとのリスク管理指標（資産構成割合、トラッキングエラー（注1）、デュレーション（注2）など）については、資産統合管理システムやリスク分析ツールにより把握・分析し、リスク管理指標の状況に問題があれば、資産構成割合の変更など、リスク管理上必要な措置を講じることとしている。

各運用受託機関に対しては、リスク管理に関する事項をガイドラインに規定し、その徹底を図っており、また、毎月、各運用受託機関から、取引や残高に関する情報について報告を受け、これを基に分析ツールを利用して収益率の把握やリスクの分析を行っている。

また、平成17年度は、リスク管理や運用受託機関の評価のため、各運用受託機関について定期ミーティングを2回実施し、そのほかにも投資行動やその結果を把握するための個別のミーティングを随時行っている。

これらを踏まえると、資産全体、資産クラスごと及び運用受託機関ごとのリスク管理については、適切に管理されていると評価できる。

引き続き、運用受託機関の運用スタイルの多様化やリスク管理の高度化を踏まえ、資産統合管理システム及びリスク分析ツールの充実や効果的な活用等により、リスク管理を適切に行う必要がある。

(注1) ベンチマーク収益率からの収益率の乖離の大きさを表す指標

(注2) 金利の変動が債券価格に与える影響を表す指標

2 運用手法

[運用の基本方針の規定] (第3の二の1)

各資産クラスともパッシブ運用を中心とし、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。

年金資金運用基金では、資産ごとのパッシブ運用の割合について目標（国内債券と外国債券は60%以上、国内株式と外国株式は70%以上）を定め、パッシブ運用を中心とする運用手法への移行に取り組んできたところである。

平成17年度のパッシブ運用の割合は、国内株式と外国債券が70%を超え、国内債券と外国株式は80%に近い割合となっている。

今後とも、長期的な観点からパッシブ運用中心という考え方を踏まえ、パッシブ運用割合の目標設定を含め、パッシブ運用とアクティブ運用の在り方を検討する必要がある。

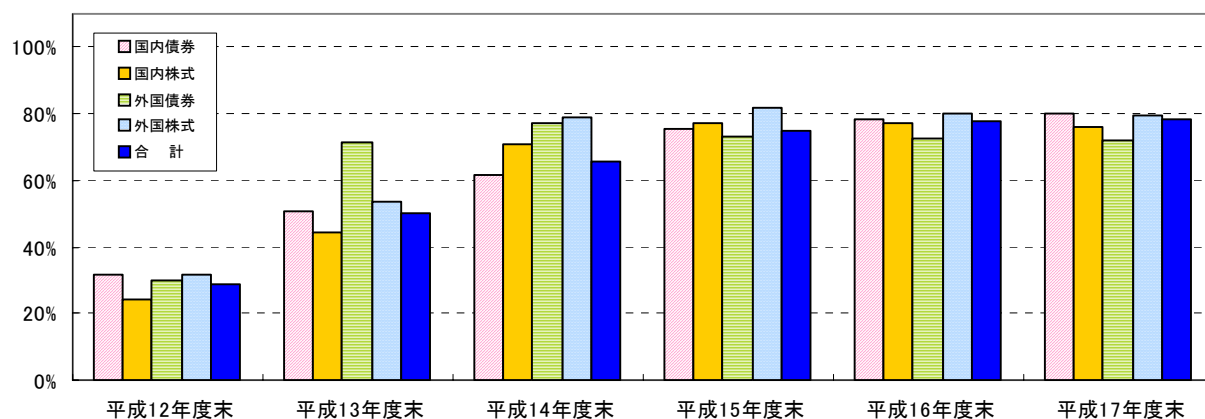
また、パッシブ運用については、市場における運用資産額が拡大する中で、運用方法を検討することも課題である。

(表 3 - 2 1)

年金資金運用基金のパッシブ運用の比率の推移

	平成 12 年度末	平成 13 年度末	平成 14 年度末	平成 15 年度末	平成 16 年度末	平成 17 年度末
国内債券	31.6%	50.7%	61.4%	75.5%	78.6%	79.9%
国内株式	24.3%	44.2%	70.8%	77.0%	76.9%	76.2%
外国債券	29.7%	71.4%	76.9%	73.3%	72.4%	72.0%
外国株式	31.9%	53.3%	79.0%	81.6%	79.9%	79.7%
合 計	28.7%	50.1%	65.5%	74.9%	77.8%	78.1%

年金資金運用基金のパッシブ運用の比率の推移(グラフ)



3 運用受託機関の選定・評価

[運用の基本方針の規定] (第3の2の2)

基金は、運用受託機関の選定・評価基準を明確化するとともに、運用受託機関の採用、資金配分及び解約に関するルールを整備する。

年金資金運用基金では、運用受託機関や資産管理機関の選定・評価、運用受託機関に対する資金配分・回収について、管理運用方針の中で明確なルールを定め、これを公表することにより透明性の確保に努めている。

運用受託機関等の選定については、原則としてインターネットなどを通じて広く運用機関を公募し、書類審査やヒアリングを通じて、あらかじめ定めた評価項目について、運用実績に関する定量データを踏まえ、定性・定量の両面から慎重に評価を行い、その際には、運用機関や資産管理機関の実地調査も実施している。選定結果は速やかに公表し、選定手続きの透明性を確保するよう努めている。

運用受託機関への資金配分については、パッシブ運用では、超過収益率及びトラッキングエラーによる定量評価並びに定性評価が一定水準以上の運用受託機関に対して資金配分することとしており、アクティブ運用では、総合評価の高い上位2分の1に該当する運用受託機関及び運用開始後3年未満の運用受託機関に対し資金配分することとしている。

資金回収は、総合評価の低い下位4分の1に該当するアクティブ運用受託機関から資金を回収することとしている。

また、3年ごとに行う定期的な見直しの際には、新たに運用機関を公募し、応募があった運用機関に比べ運用能力が低いと判断した運用受託機関は解約することとしている。さらに、ガイドラインに違反した場合や、運用能力に問題が生じたと判断される場合などについても、資金の一部回収や解約などの措置を講じることとしている。

上記のルールに基づき、平成17年度においては、

- ・ 全てのパッシブ運用受託機関に対し、資金を配分
- ・ アクティブ運用受託機関に対しては、マネジャー・ストラクチャー（運用機関の組み合わせ）の見直しを行ったところであるため、十分な運用実績がなく、適切な評価ができないことから例外的な取扱いとし、運用資産額が比較的少ない運用受託機関を中心に資金を配分
- ・ 総合評価の結果を踏まえ、国内債券アクティブ運用受託機関3ファンドの解約、外国株式アクティブ運用受託機関1ファンドの資金を一部回収
- ・ ガイドライン違反等により、国内株式アクティブ運用受託機関2ファンドを解約

などの措置を講じている。

また、自家運用における運用資産額の増加が見込まれることから、的確かつ効率的に資産管理を行うため、資産管理機関1社を選定し、平成18年2月に国内債券パッシブファンド、3月に財投債ファンド及び資金管理ファンドの資産管理を特定運用信託契約

により委託した。

これらを踏まえると、運用受託機関や資産管理機関の選定・評価、運用受託機関に対する資金配分・回収等について、管理運用方針に選定基準及び評価方法、評価項目などを明確に定め、選定・評価基準に沿った取組みが行われていると評価できる。

引き続き、ルールに則して運用受託機関の採用、解約及び資金配分・回収を行うとともに、これらの実施の際には、運用受託機関の運用スタイルの分析、運用スタイルの組合せ及び運用スタイルを考慮した運用受託機関の評価が基本になることから、これらへの取組みを適切に実施する必要がある。また、資金配分・回収のルールについては、これまでの取組みも踏まえつつ、運用の効率性の観点から、再検討することも課題である。

年金資金運用基金における運用受託機関の採用・評価・資産配分について

