

平成 1 7 年度

厚生年金保険及び国民年金における
年金積立金運用報告書

平成 1 8 年 1 2 月
厚 生 労 働 省

目 次

第1章 年金積立金の運用の目的と仕組み

1	運用の目的	1
2	運用の仕組み	2
3	運用方法	4

第2章 年金積立金の運用実績及びその年金財政に与える影響の評価

I 年金積立金の運用実績（平成17年度）

1	年金積立金の運用実績（承継資産の損益を含まない場合）	6
（1）	市場運用分の運用実績	6
（2）	財投債引受け分の運用実績	7
（3）	財政融資資金預託分の運用実績	8
2	年金積立金の運用実績（承継資産の損益を含む場合）	9

II 年金積立金の運用実績（5年間）

1	年金積立金の運用実績（承継資産の損益を含まない場合）	11
（1）	市場運用分の運用実績	12
（2）	財投債引受け分の運用実績	13
（3）	財政融資資金預託分の運用実績	14
2	年金積立金の運用実績（承継資産の損益を含む場合）	15

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	18
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	20
（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	21

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

I 年金資金運用基金の資産構成割合の状況について

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	26
（1）	管理運用の状況	26
①	国内債券	26
②	国内株式	26
③	外国債券	28

④ 外国株式	28
⑤ 短期資産	29
⑥ 自家運用	29
⑦ 資産全体	30
(2) 評価等	31
① 国内債券	31
② 国内株式	32
③ 外国債券	33
④ 外国株式	35
⑤ 短期資産	36
⑥ 自家運用	37
⑦ 資産全体	38
2 引受財投債の管理運用	42
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	44
2 運用手法	44
3 運用受託機関の選定・評価	46
4 市場への資金の投入及び回収の分散化	48
5 株主議決権の行使	48
6 同一企業発行銘柄への投資の制限	49
IV その他	
1 責任体制の明確化	50
2 情報公開の徹底	50
3 運用管理体制の充実	51
4 調査研究の充実	51
参考	52
参考資料	
I 資金運用に関する用語の解説	54
II 図表データ	57

添付資料 平成17年度資金運用業務概況書
(作成：年金積立金管理運用独立行政法人)

第1章 年金積立金の運用の目的と仕組み

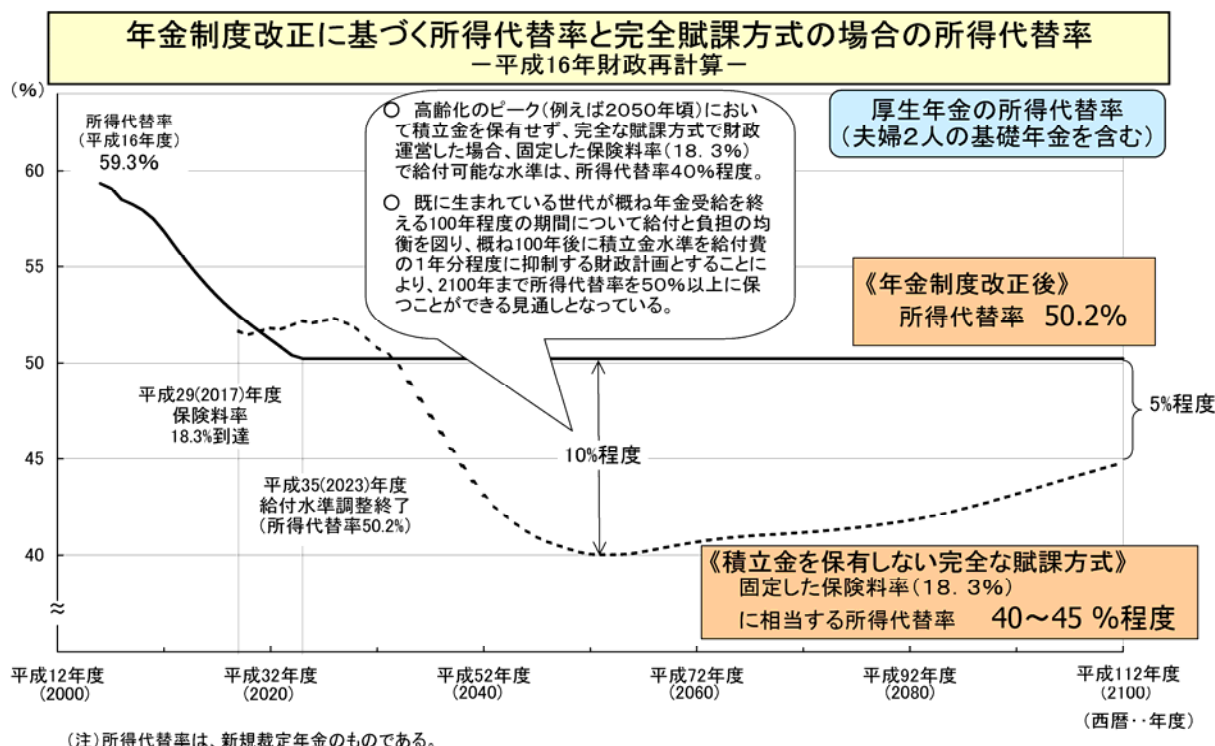
1 運用の目的

我が国の公的年金制度（厚生年金保険及び国民年金）は、現役世代の保険料負担で高齢者世代を支えるという世代間扶養の考え方を基本として運営されている。このため、年金給付を行うために必要な資金をあらかじめすべて積み立てておくという考え方は採られていない。

しかし、我が国においては、少子高齢化が急速に進行しており、現役世代の保険料のみで年金給付を賄うこととすると、保険料負担の急増又は給付水準の急激な低下は避けられない。そこで、一定の積立金を保有し、その運用収入を活用する財政計画としてきた。

平成16年年金制度改正までの財政方式では、将来にわたるすべての期間を考慮しており、将来にわたり一定規模の積立金を保有し、その運用収入を活用することとなっていた（永久均衡方式）が、平成16年年金制度改正により、今後は、概ね100年間にわたる期間を考慮に入れ、その期間の最終年度の積立度合を給付費の1年分とする財政方式（有限均衡方式）とすることとした。ただし、新しい財政方式においても、概ね100年間にわたり給付費の1年以上の積立金を保有することとなり、その運用収入は年金給付の重要な原資となる。

積立金を保有する平成16年年金制度改正後の財政方式による所得代替率の見通しと、積立金を保有しない完全な賦課方式の場合に確保できる所得代替率の見通しを比較すると、積立金を活用することによって、完全な賦課方式の場合よりも高い所得代替率を確保できることとなる。



2 運用の仕組み

年金積立金は、平成12年度までは、全額を旧大蔵省資金運用部（現在の財務省財政融資資金）に預託することによって運用されていたが、財政投融资制度の抜本的な改革により、平成13年度以降、厚生労働大臣から、直接、年金資金運用基金に寄託され、同基金により運用される仕組みとなっており、年金積立金の運用に当たっては、厚生労働大臣が社会保障審議会の審議を経て策定した「積立金の運用に関する基本方針」（以下「運用の基本方針」という。）に沿って、専ら被保険者のために、長期的な観点から、安全かつ効率的に行うこととされてきた。

また、従来、旧年金福祉事業団が旧資金運用部から資金を借り入れて行っていた資金運用事業は年金資金運用基金に承継され、借入金の返済が終了する平成22年度まで、承継資金運用業務として継続されることとされてきた。

しかしながら、年金積立金の管理運用を行う年金資金運用基金については、平成16年6月に成立した年金積立金管理運用独立行政法人法により、平成18年4月に、年金積立金管理運用独立行政法人（以下「管理運用法人」という。）の設立とともに同基金は解散し、年金積立金の管理運用は、管理運用法人において行われることとなった。

管理運用法人における年金積立金の運用においては、厚生労働大臣は、管理運用法人が中期計画を策定する際の指針や管理運用法人の業務の実績を評価する際の基準として中期目標を定めるとともに、外部有識者から構成される厚生労働省の独立行政法人評価委員会（以下「独法評価委員会」という。）が管理運用法人の業務の実績の評価を行うこととなっている。

一方、管理運用法人は、中期目標に掲げられた目標を達成するための具体的な計画として、自ら中期計画を策定し、その中で、①運用の基本方針、②長期的な観点からの資産構成割合（基本ポートフォリオ）の策定、③遵守すべき事項などを定め、計画に従って、管理運用業務を行うこととなった。

また、管理運用法人には、経済・金融に関して高い識見を有する者などのうちから厚生労働大臣が任命した委員で組織する運用委員会を置き、中期計画等を審議するとともに、運用状況など管理運用業務の実施状況の監視を行うこととなった。

なお、年金積立金の運用に関する報告書は、平成17年度に係る報告書（本年度の報告書）をもって廃止され、平成18年度からは、毎年度、厚生労働大臣は、年金積立金の運用が年金財政に与える影響について検証し、独法評価委員会に報告することとなる。

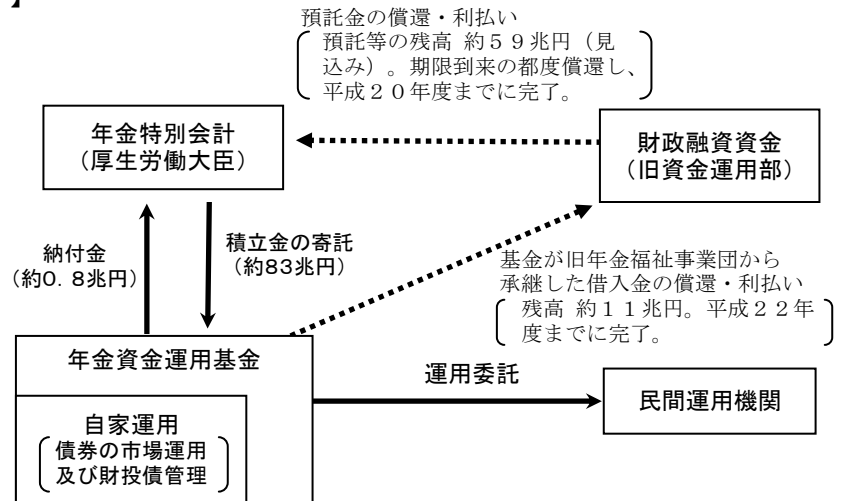
管理運用法人は、当該年度における中期計画の実施状況の調査・分析の結果及び上記の厚生労働大臣の報告の内容を考慮して、各年度における業務の実績について、独法評価委員会の評価を受けることとされている。（年金積立金管理運用独立行政法人法28条2項による読替後の独立行政法人通則法32条）

【運用の仕組み（平成13年度以降）】

（ポイント）

- 厚生労働大臣による自主運用。
資金運用部への預託義務の廃止。
- 厚生労働大臣は、基金に資金を
寄託することにより運用。

- ※ 図の数値は平成17年度末時点の残高。
（納付金は平成17年度の納付額）
- ※ 旧年金福祉事業団の資金運用業務は基金
が承継し、承継資金運用業務として、平成
22年度まで実施。



3 運用方法

2で記したとおり、年金積立金は、厚生労働大臣が、直接、年金資金運用基金（平成18年度以降は管理運用法人）に寄託するという仕組みの下で運用されてきた。ただし、旧資金運用部へ預託されていた年金積立金の全額が償還され、年金積立金全額がこのような仕組みの下で運用されることとなるのは平成20年度末であり、それまでの間は、年金積立金は年金資金運用基金によって運用されるほか、経過的に「財政融資資金への預託」という形でも運用されることとなっている。

年金資金運用基金（平成18年度以降は管理運用法人）においては、厚生労働大臣から寄託された年金積立金を原資として民間の運用機関等を活用した市場運用を行ってきたほか、財投債の引受けを行ってきた。

このほかに、年金資金運用基金（平成18年度以降は管理運用法人）では、平成22年度まで、旧年金福祉事業団に係る承継資産の運用を行うこととされてきた。

以下においては、本報告書の報告内容となる平成17年度における年金積立金の運用方法について述べる。

（1）年金資金運用基金における運用

① 市場運用

厚生労働大臣から寄託された厚生年金及び国民年金の積立金は、年金資金運用基金において、厚生労働大臣の定めた「運用の基本方針」に基づき市場で運用されてきており、「運用の基本方針」において示されたポートフォリオに基づき、国内債券を中心としつつ、国内外の株式等を一定程度組み入れた分散投資を行ってきた。

実際の市場での運用は、民間の運用機関（信託銀行及び投資顧問業者）を活用して行っており、これらの運用機関等を通じて、運用対象資産（国内債券、国内株式、外国債券、外国株式及び短期資産の5資産）ごとに、各年度の資産構成割合の目標値を円滑に達成する等の管理運用を行ってきた。

② 財投債の引受け

年金資金運用基金は、厚生労働大臣から寄託された年金積立金により、財投債の引受けを行ってきた。旧資金運用部は、郵便貯金や年金積立金の預託により調達した資金を特殊法人等に貸し付けていたが、財投改革の結果、特殊法人等は、必要な資金を自ら財投機関債を発行して市場から調達することから、財投機関債の発行が困難な特殊法人等については、財政融資資金特別会計が国債の一種である財投債を発行し、市場から調達した資金をこれらに貸し付ける仕組みとなった。

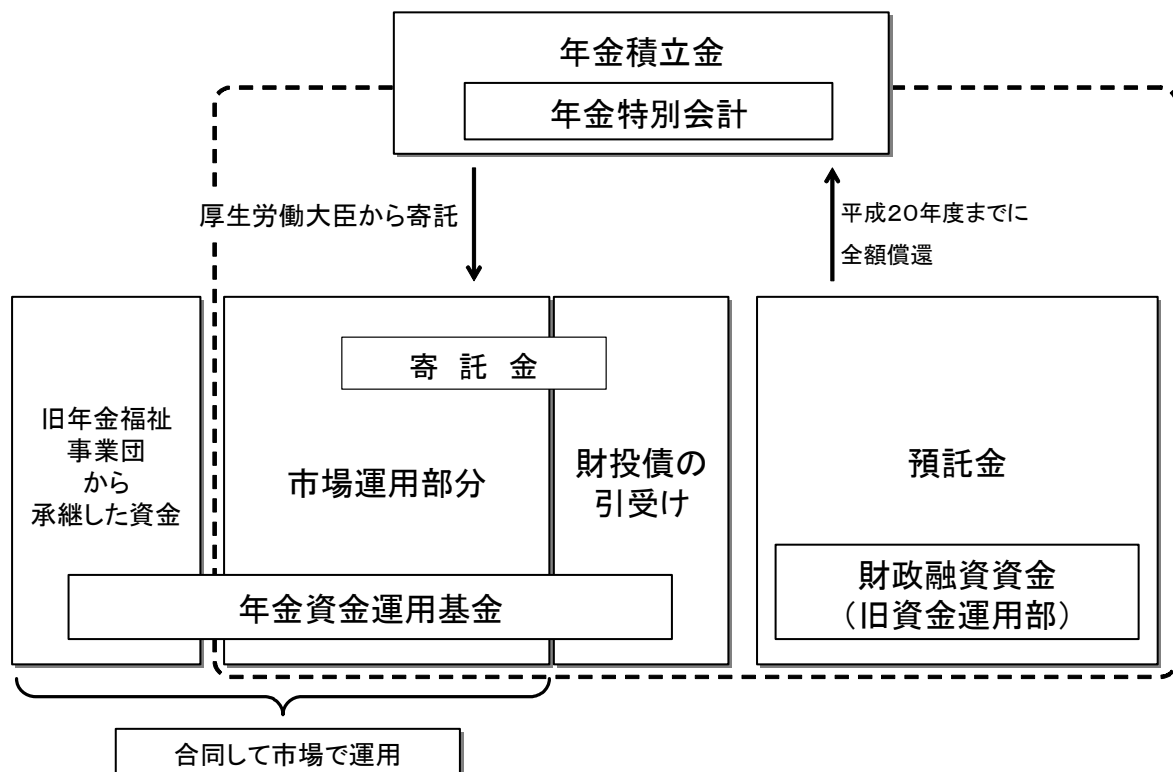
この財投債の一部については、経過的に、郵便貯金や年金資金運用基金に寄託された年金積立金で引き受けることが法律に定められている。

なお、寄託された年金積立金のうち財投債引受け部分は、年金資金運用基金において、市場運用部分と区分して管理されてきた。

年金資金運用基金は、旧年金福祉事業団で行われていた資金運用事業に係る約2兆6兆円の資産を、その原資である旧資金運用部からの借入金の返済義務とともに承継し、この資産について、①で記した厚生労働大臣から寄託された年金積立金の市場運用部分と合同して市場運用してきた。

平成１２年度まで、年金積立金は全額を旧資金運用部に預託することが義務づけられていたため、平成１２年度末時点で、約１４７兆円の年金積立金が旧資金運用部へ預託されていた。この積立金は、平成１３年度から平成２０年度までの間に、毎年度、２０兆円弱程度ずつ財政融資資金から償還され、平成２０年度には全額の償還が終わることとなっているが、それまでの間は、年金積立金の一部は財政融資資金に引き続き預託されることとなる。

【運用方法】



第2章 年金積立金の運用実績及びその年金財政に与える影響の評価

I 年金積立金の運用実績（平成17年度）

1 年金積立金の運用実績（承継資産の損益を含まない場合）

平成17年度における年金積立金全体の運用実績は、厚生年金の収益額が8兆4,382億円、国民年金の収益額が5,928億円となり、合計で9兆0,310億円の収益額となった。

また、収益率は、厚生年金が6.11%、国民年金が6.17%となり、合計で6.12%となった。

（表2-1）

（単位：億円、%）

	合 計		
		厚生年金	国民年金
資産額（平成17年度始め）	1,514,947	1,415,433	99,514
資産額（平成17年度末）	1,527,525	1,428,918	98,607
収益額	90,310	84,382	5,928
収益率	6.12	6.11	6.17

（注）運用手数料等控除後の運用実績である。

年金積立金は、前記のとおり、（1）市場運用、（2）財投債の引受け、（3）財政融資資金への預託、の3つの方法で運用されており、平成17年度におけるそれぞれの運用実績は以下のとおりであった。

（1）市場運用分の運用実績

① 運用手数料等控除前の運用実績

平成17年度の年金資金運用基金の運用結果は、市場運用部分の総合収益額は8兆6,795億円であった。

この額を、厚生年金、国民年金、承継資産にそれぞれ按分すると（注）、厚生年金の収益額は7兆1,503億円、国民年金の収益額は5,023億円となり、合計で7兆6,526億円の収益額となった。

また、収益率は、14.37%であった。

（注）厚生年金及び国民年金に係る寄託金の平均残高、承継資産の原資である旧資金運用部からの借入金の平均残高を基に按分している。

② 運用手数料等控除後の運用実績

①の運用実績から、運用手数料等 271 億円を控除した収益額 8 兆 6, 524 億円を、厚生年金、国民年金、承継資産にそれぞれ按分すると、厚生年金の収益額は 7 兆 1, 280 億円、国民年金の収益額は 5, 007 億円となり、合計で 7 兆 6, 287 億円の収益額となった。

また、収益率は、14.33%であった。

(表 2-2)

(単位: 億円、%)

	合 計		
		厚生年金	国民年金
資産額(平成17年度始め)	473,775	442,591	31,184
資産額(平成17年度末)	635,712	597,516	38,195
収益額(注1)	76,287	71,280	5,007
収益率(注2)	14.33	14.33	14.33

※ 平成17年度において、年金特別会計への納付金として、厚生年金 7,522 億円、国民年金 600 億円、合計 8,122 億円を年金特別会計に納付した。上記の平成17年度末の資産額は、納付金を差し引いた後の数値である。

(注1) 収益額は、総合収益額。

(注2) 収益率は、修正総合収益率。

(2) 財投債引受け分の運用実績

平成17年度においては、3 兆 7, 030 億円を財投債の引受けに充てた。

財投債の収益額は 2, 824 億円であり、この額を厚生年金、国民年金、承継資産にそれぞれ按分すると、厚生年金の収益額は 2, 326 億円、国民年金の収益額は 163 億円となり、合計で 2, 490 億円の収益額となった。

また、収益率は、0.93%であった。

(表 2-3)

(単位: 億円、%)

	合 計		
		厚生年金	国民年金
資産額(平成17年度始め)※	284,498	261,960	22,538
資産額(平成17年度末)※	306,356	285,082	21,274
収益額(注1)	2,490	2,326	163
収益率(注2)	0.93	0.93	0.93

※ 資産額のうち収益額を除く元本増分については、厚生年金・国民年金の寄託額の比で按分しており、承継資産には按分していない。

(注1) 収益額は、実現収益額。

(注2) 収益率は、実現収益率。

(3) 財政融資資金預託分の運用実績

平成17年度末においては、58兆5,457億円（厚生年金分54兆6,320億円、国民年金分3兆9,138億円）が財政融資資金への預託等により運用されている。財政融資資金への預託分についての利子は、厚生年金の積立金の預託分と、国民年金の積立金の預託分のそれぞれに付される。

平成17年度においては、厚生年金の預託分の利子が1兆0,776億円、国民年金の預託分の利子が758億円となり、合計で1兆1,533億円であった。

また、収益率は、厚生年金が1.73%、国民年金が1.80%、合計で1.73%であった。

(表2-4)

(単位:億円、%)

	合 計		
		厚生年金	国民年金
資産額(平成17年度始め)	756,674	710,882	45,792
資産額(平成17年度末)	585,457	546,320	39,138
収益額	11,533	10,776	758
収益率	1.73	1.73	1.80

2 年金積立金の運用実績（承継資産の損益を含む場合）

年金資金運用基金は、旧年金福祉事業団から、約26兆円の資産と、その原資である旧資金運用部からの借入金の返済義務を承継した。

年金資金運用基金では、承継した資産を、厚生労働大臣から寄託された年金積立金と合同して市場運用しており、平成17年度の承継資産に係る市場運用部分の運用実績は、収益率で14.33%（運用手数料等控除後）であった。なお、平成17年度の承継資産に係る損益は、借入金の利払いを含めると8,034億円の収益額となった(注1)。

承継資産は、年金積立金そのものではないが、承継資産の運用実績をも広く年金積立金の運用実績の一部と捉えたと、平成17年度の運用実績は、厚生年金の収益額が9兆1,893億円、国民年金の収益額が6,451億円となり、合計で9兆8,344億円の収益額となった。

また、収益率は、厚生年金が6.82%、国民年金が6.88%となり、合計で6.83%であった。

(注1)承継資産に係る市場運用分及び財投債の収益額は10,571億円、借入金の利払いは-2,537億円であった。

(表2-5)

(単位:億円、%)

	合 計		
		厚生年金	国民年金
資産額(平成17年度始め)	1,479,619	1,382,468	97,151
資産額(平成17年度末)	1,500,231	1,403,465	96,766
収益額	98,344	91,893	6,451
収益率	6.83	6.82	6.88

(注1)承継資産は、旧資金運用部からの借入金を原資としているため資産額には計上していない。

(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。

※年金積立金資産額合計(平成17年度末)〔150.0兆円〕
 = 年金積立金資産額合計(平成17年度始め)〔148.0兆円〕
 + 収益額〔9.8兆円〕
 + 歳入(預託金利子収入、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〔36.1兆円〕
 - 給付費等〔43.8兆円〕

なお、平成17年度末の承継資産に係る累積利差損は-2兆7,294億円(注2)、厚生年金と国民年金の寄託金に係る累積損益は12兆0,113億円となり、これらを合わせた年金資金運用基金全体の累積損益は9兆2,819億円となった(注3)。

また、平成16年度末における年金資金運用基金の簿価の累積収益(厚生年金1兆4,180億円、国民年金1,112億円)が準備金積立所要額(厚生年金6,657億円、

国民年金５１２億円）を上回ったことから、年金資金運用基金は、上回った額を、平成１７年度において年金特別会計に納付金として納付することとなり、厚生年金について７，５２２億円、国民年金について６００億円（合計で８，１２２億円）を、それぞれ厚生保険特別会計、国民年金特別会計に納付した。

年金資金運用基金の累積損益９兆２，８１９億円から、この平成１７年度の年金特別会計への納付金８，１２２億円を控除した年金資金運用基金の会計上の累積損益は、８兆４，６９７億円となった。

（注２）旧年金福祉事業団に係る累積利差損は、－１兆７，０２５億円（平成１２年度末）であった。

（注３）平成１７年度の年金特別会計への納付金納付前の累積損益９兆２，８１９億円に、平成４年度において年金特別会計へ納付した納付金１３３億円を加えた運用上の累積損益は、９兆２，９５２億円であった。

市場運用分、財投債引受け分、財政融資資金預託分、承継資産分の年金積立金全体に対する収益率は以下のとおりとなった。

（表２－６）

（単位：％）

合 計	収益率		6.83
		市場運用分（運用手数料等控除後）	5.29 (14.33)
		財投債引受け分	0.17 (0.93)
		財政融資資金預託分	0.80 (1.73)
		承継資産分	0.56
厚生年金	収益率		6.82
		市場運用分（運用手数料等控除後）	5.29 (14.33)
		財投債引受け分	0.17 (0.93)
		財政融資資金預託分	0.80 (1.73)
		承継資産分	0.56
国民年金	収益率		6.88
		市場運用分（運用手数料等控除後）	5.34 (14.33)
		財投債引受け分	0.17 (0.93)
		財政融資資金預託分	0.81 (1.80)
		承継資産分	0.56

（注）かっこ内は各資産ごとの収益率であり、かっこ外は積立金全体に対する収益率である。

Ⅱ 年金積立金の運用実績（５年間）

平成１３年４月に現行の年金積立金運用の仕組みに改められてから、平成１７年度末で５年が経過したことを踏まえ、本年度の報告書においては、平成１３年度から平成１７年度までの５年間ににおける年金積立金の運用実績について報告する。

１ 年金積立金の運用実績（承継資産の損益を含まない場合）

平成１３年度から平成１７年度までの５年間ににおける年金積立金全体の収益額の合計は、厚生年金の収益額が２３兆１，８８４億円、国民年金の収益額が１兆５，１７７億円となり、合計で２４兆７，０６１億円の収益額となった。

また、５年間の平均収益率は、厚生年金が３．３８％、国民年金が３．１２％となり、合計で３．３６％となった。

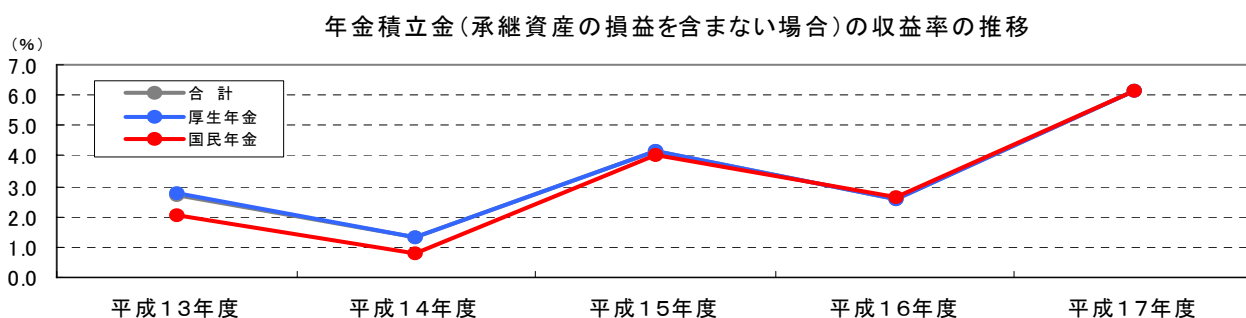
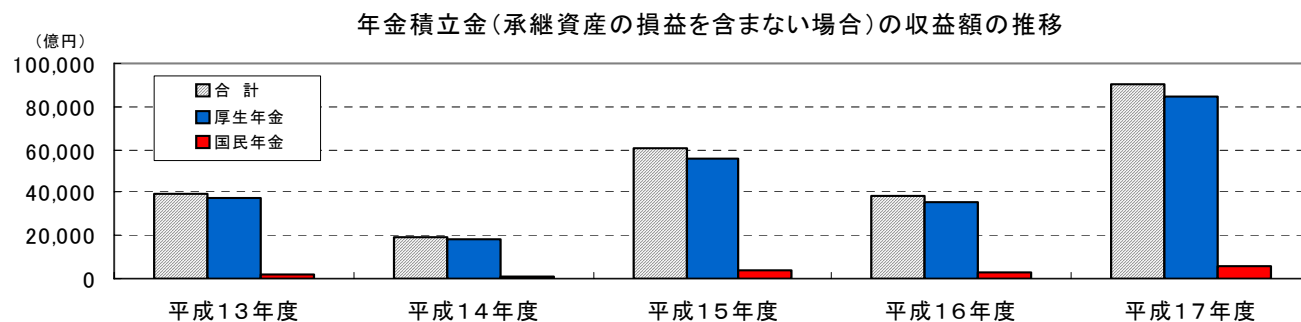
（表２－７）

（単位：億円、％）

		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 [上段:累積収益額] [下段:平均収益率]
合 計	資産額(年度始め)	1,467,012	1,471,755	1,460,419	1,492,747	1,514,947	
	資産額(年度末)	1,471,755	1,460,419	1,492,747	1,514,947	1,527,525	
	収益額	39,201	18,924	60,145	38,480	90,310	247,061
	収益率	2.70	1.30	4.16	2.59	6.12	3.36
厚生年金	資産額(年度始め)	1,368,804	1,372,513	1,362,711	1,393,150	1,415,433	
	資産額(年度末)	1,372,513	1,362,711	1,393,150	1,415,433	1,428,918	
	収益額	37,186	18,180	56,236	35,899	84,382	231,884
	収益率	2.75	1.34	4.17	2.59	6.11	3.38
国民年金	資産額(年度始め)	98,208	99,242	97,708	99,597	99,514	
	資産額(年度末)	99,242	97,708	99,597	99,514	98,607	
	収益額	2,015	744	3,909	2,581	5,928	15,177
	収益率	2.06	0.76	4.04	2.63	6.17	3.12

（注１）運用手数料等控除後の運用実績である。

（注２）５年間の平均収益率は、相乗平均である。



(1) 市場運用分の運用実績（運用手数料等控除後の運用実績）

平成13年度から平成17年度までの5年間に於ける市場運用分（運用手数料等控除後）の収益額の合計は、厚生年金が10兆6,331億円、国民年金が7,221億円となり、合計で11兆3,552億円の収益額となった。

また、5年間の平均収益率は、3.67%となった。

(表2-8)

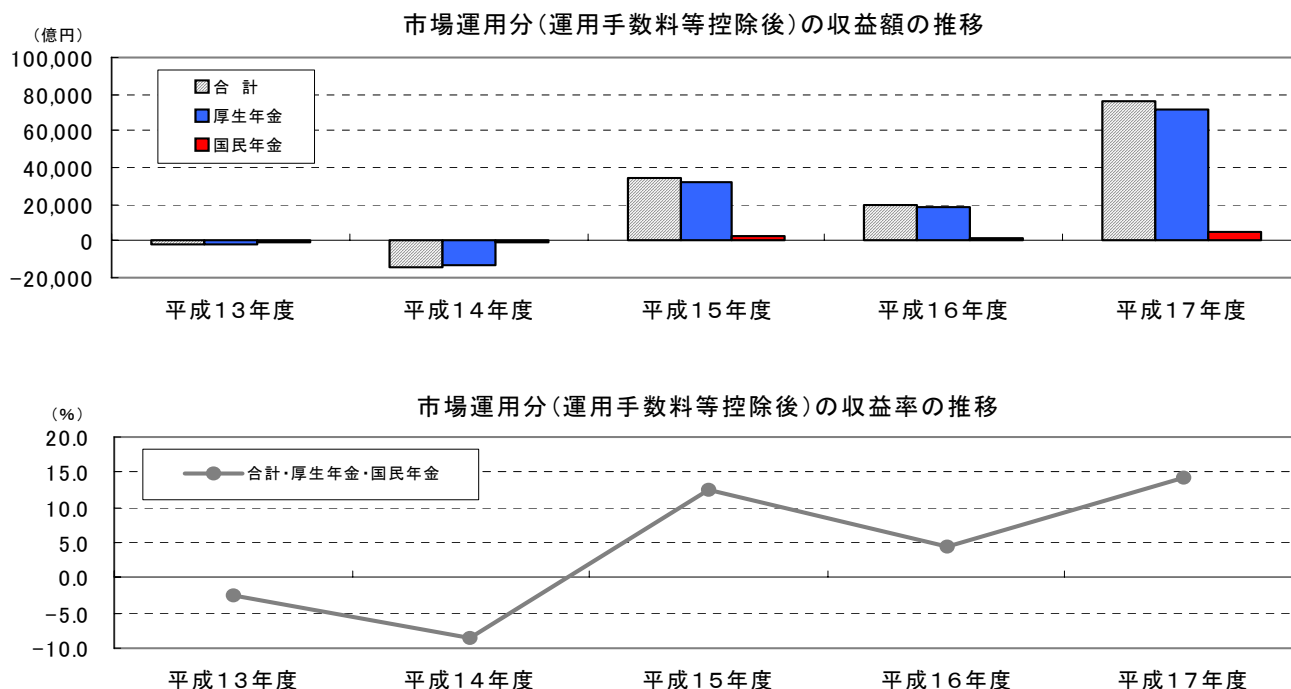
(単位：億円、%)

		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 [上段：累積収益額] [下段：平均収益率]
合 計	資産額（年度始め）	0	49,276	149,987	340,816	473,775	
	資産額（年度末）	49,276	149,987	340,816	473,775	635,712	
	収益額（注1）	-1,855	-14,809	34,497	19,432	76,287	113,552
	収益率（注2）	-2.59	-8.53	12.43	4.56	14.33	3.67
厚生年金	資産額（年度始め）	0	43,830	141,446	318,244	442,591	
	資産額（年度末）	43,830	141,446	318,244	442,591	597,516	
	収益額（注1）	-1,580	-13,593	32,193	18,030	71,280	106,331
	収益率（注2）	-2.59	-8.53	12.43	4.56	14.33	3.67
国民年金	資産額（年度始め）	0	5,446	8,540	22,572	31,184	
	資産額（年度末）	5,446	8,540	22,572	31,184	38,195	
	収益額（注1）	-276	-1,216	2,303	1,402	5,007	7,221
	収益率（注2）	-2.59	-8.53	12.43	4.56	14.33	3.67

(注1) 収益額は、総合収益額。

(注2) 収益率は、修正総合収益率。

(注3) 5年間の平均収益率は、相乗平均である。



(2) 財投債引受け分の運用実績

平成13年度から平成17年度までの5年間に於ける財投債引受け分の収益額の合計は、厚生年金が6,089億円、国民年金が472億円となり、合計で6,562億円の収益額となった。

また、5年間の平均収益率は、0.94%となった。

(表2-9)

(単位: 億円、%)

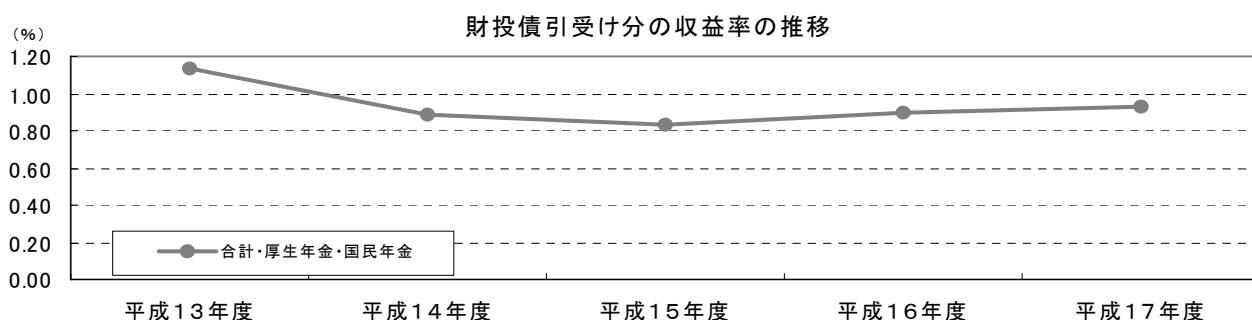
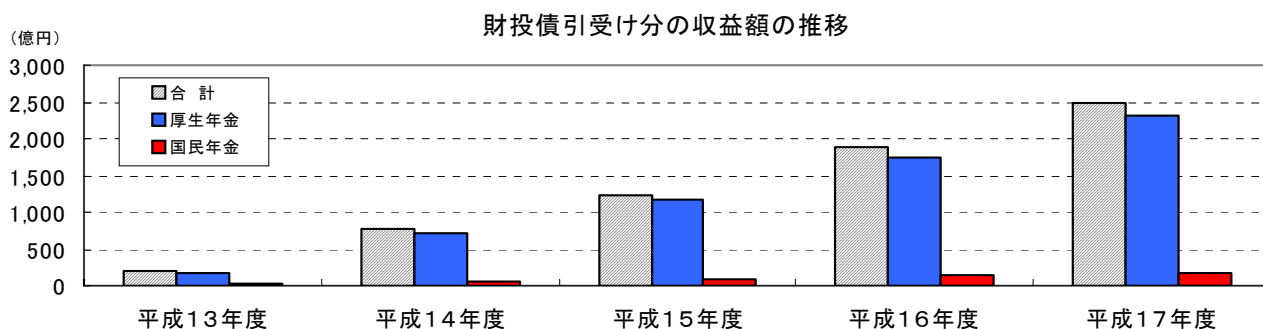
		平成13年度	平成14年度	平成15年度	平成16年度	平成17年度	5年間 [上段: 累積収益額] [下段: 平均収益率]
合 計	資産額(年度始め)	0	119,279	187,083	221,245	284,498	
	資産額(年度末)	119,279	187,083	221,245	284,498	306,356	
	収益額	186	765	1,240	1,880	2,490	6,562
	収益率	1.13	0.89	0.83	0.90	0.93	0.94
厚生年金	資産額(年度始め)	0	105,925	171,165	202,741	261,960	
	資産額(年度末)	105,925	171,165	202,741	261,960	285,082	
	収益額	159	703	1,158	1,744	2,326	6,089
	収益率	1.13	0.89	0.83	0.90	0.93	0.94
国民年金	資産額(年度始め)	0	13,354	15,918	18,505	22,538	
	資産額(年度末)	13,354	15,918	18,505	22,538	21,274	
	収益額	28	63	83	136	163	472
	収益率	1.13	0.89	0.83	0.90	0.93	0.94

※ 資産額のうち収益額を除く元本増分については、厚生年金・国民年金の寄託額の比で按分しており、承継資産には按分していない。

(注1) 収益額は、実現収益額。

(注2) 収益率は、実現収益率。

(注3) 5年間の平均収益率は、相乗平均である。



(3) 財政融資資金預託分の運用実績

平成13年度から平成17年度までの5年間における財政融資資金預託分の収益額の合計は、厚生年金が11兆9,464億円、国民年金が7,484億円となり、合計で12兆6,948億円の収益額となった。

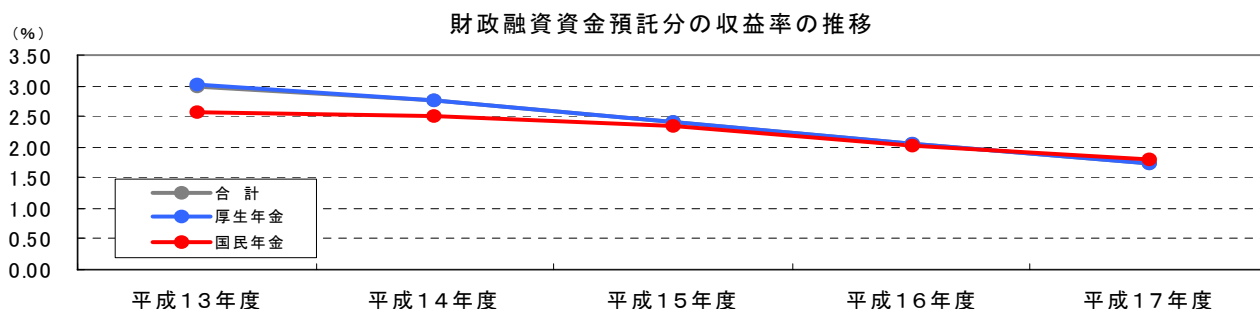
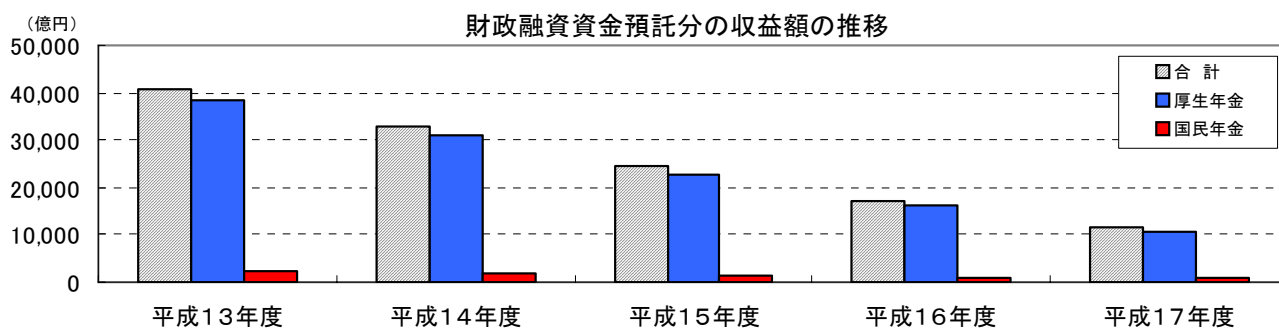
また、5年間の平均収益率は、厚生年金が2.40%、国民年金が2.24%となり、合計で2.39%となった。

(表2-10)

(単位：億円、%)

		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 [上段：累積収益額] [下段：平均収益率]
合 計	資産額(年度始め)	1,467,012	1,303,200	1,123,350	930,685	756,674	
	資産額(年度末)	1,303,200	1,123,350	930,685	756,674	585,457	
	収益額	40,870	32,968	24,407	17,169	11,533	126,948
	収益率	2.99	2.75	2.41	2.06	1.73	2.39
厚生年金	資産額(年度始め)	1,368,804	1,222,758	1,050,101	872,165	710,882	
	資産額(年度末)	1,222,758	1,050,101	872,165	710,882	546,320	
	収益額	38,607	31,071	22,884	16,125	10,776	119,464
	収益率	3.02	2.77	2.41	2.06	1.73	2.40
国民年金	資産額(年度始め)	98,208	80,442	73,249	58,520	45,792	
	資産額(年度末)	80,442	73,249	58,520	45,792	39,138	
	収益額	2,263	1,897	1,523	1,044	758	7,484
	収益率	2.57	2.50	2.34	2.02	1.80	2.24

(注) 5年間の平均収益率は、相乗平均である。



2 年金積立金の運用実績（承継資産の損益を含む場合）

承継資産は、年金積立金そのものではないが、承継資産の運用実績をも広く年金積立金の運用実績の一部と捉えると、平成13年度から平成17年度までの5年間ににおける収益額の合計は、厚生年金が22兆2,331億円、国民年金が1兆4,461億円となり、合計で23兆6,792億円の収益額となった。

また、5年間の平均収益率は、厚生年金が3.31%、国民年金が3.04%となり、合計で3.29%となった。

（表2-11）

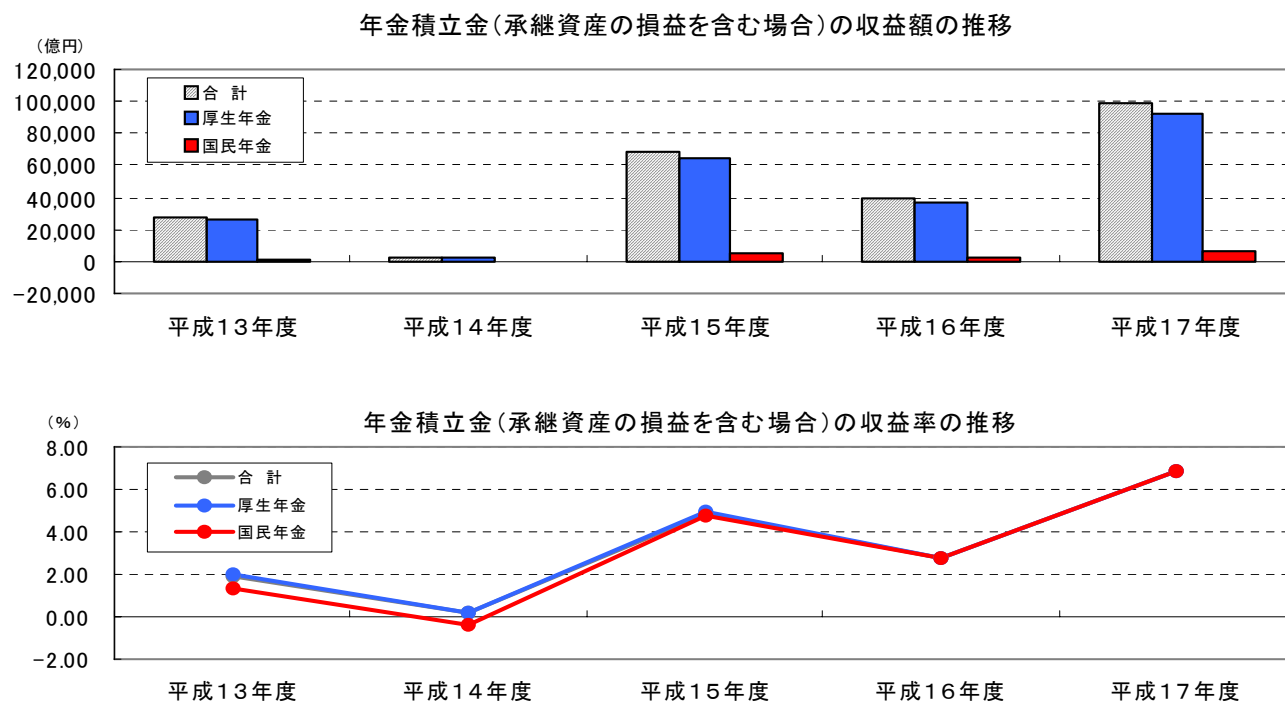
（単位：億円、%）

		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 [上段: 累積収益額] [下段: 平均収益率]
合 計	資産額(年度始め)	1,449,987	1,443,315	1,415,415	1,456,311	1,479,619	
	資産額(年度末)	1,443,315	1,415,415	1,456,311	1,479,619	1,500,231	
	収益額	27,787	2,360	68,714	39,588	98,344	236,792
	収益率	1.94	0.17	4.90	2.73	6.83	3.29
厚生年金	資産額(年度始め)	1,352,904	1,345,967	1,320,717	1,359,151	1,382,468	
	資産額(年度末)	1,345,967	1,320,717	1,359,151	1,382,468	1,403,465	
	収益額	26,541	2,731	64,232	36,934	91,893	222,331
	収益率	1.99	0.21	4.91	2.73	6.82	3.31
国民年金	資産額(年度始め)	97,083	97,348	94,698	97,160	97,151	
	資産額(年度末)	97,348	94,698	97,160	97,151	96,766	
	収益額	1,246	-371	4,482	2,654	6,451	14,461
	収益率	1.29	-0.39	4.78	2.77	6.88	3.03

（注1）承継資産は、旧資金運用部からの借入金を原資としているため資産額には計上していない。

（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）5年間の平均収益率は、相乗平均である。



市場運用分、財投債引受け分、財政融資資金預託分、承継資産分の年金積立金全体に対する収益率は以下のとおりとなった。

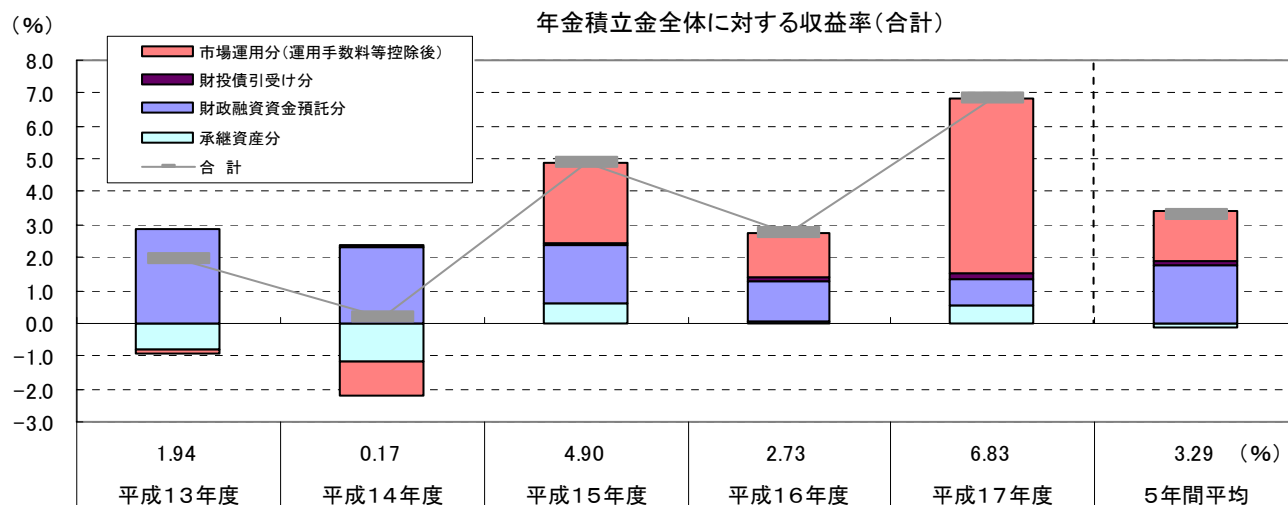
(表 2-12)

① 年金積立金全体に対する収益率

(単位 : %)

		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
合 計	収益率	1.94	0.17	4.90	2.73	6.83	3.29
	市場運用分(運用手数料等控除後)	-0.13	-1.04	2.46	1.34	5.29	1.56
	財投債引受け分	0.01	0.05	0.09	0.13	0.17	0.09
	財政融資資金預託分	2.85	2.31	1.74	1.19	0.80	1.78
	承継資産分	-0.80	-1.16	0.61	0.08	0.56	-0.14
厚生年金	収益率	1.99	0.21	4.91	2.73	6.82	3.31
	市場運用分(運用手数料等控除後)	-0.12	-1.02	2.46	1.33	5.29	1.57
	財投債引受け分	0.01	0.05	0.09	0.13	0.17	0.09
	財政融資資金預託分	2.89	2.33	1.75	1.19	0.80	1.79
	承継資産分	-0.80	-1.16	0.61	0.08	0.56	-0.14
国民年金	収益率	1.29	-0.39	4.78	2.77	6.88	3.03
	市場運用分(運用手数料等控除後)	-0.29	-1.26	2.46	1.46	5.34	1.52
	財投債引受け分	0.03	0.07	0.09	0.14	0.17	0.10
	財政融資資金預託分	2.34	1.97	1.63	1.09	0.81	1.57
	承継資産分	-0.80	-1.16	0.61	0.08	0.56	-0.14

(注) 5年間の平均収益率は、相乗平均である。



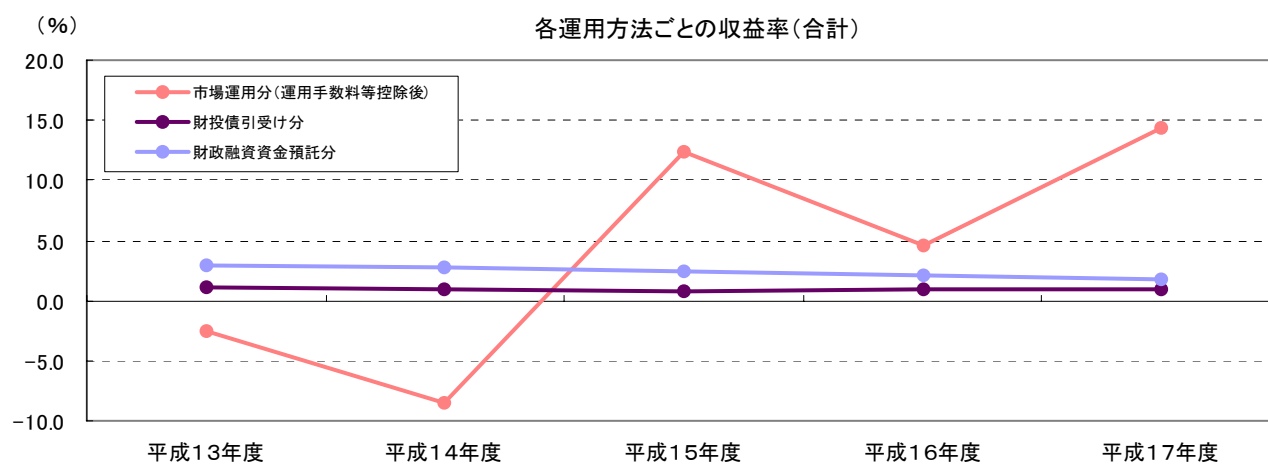
(表2-13)

② 各運用方法ごとの収益率

(単位 : %)

		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
合 計	市場運用分(運用手数料等控除後)	-2.59	-8.53	12.43	4.56	14.33	3.67
	財投債引受け分	1.13	0.89	0.83	0.90	0.93	0.94
	財政融資資金預託分	2.99	2.75	2.41	2.06	1.73	2.39
厚生年金	市場運用分(運用手数料等控除後)	-2.59	-8.53	12.43	4.56	14.33	3.67
	財投債引受け分	1.13	0.89	0.83	0.90	0.93	0.94
	財政融資資金預託分	3.02	2.77	2.41	2.06	1.73	2.40
国民年金	市場運用分(運用手数料等控除後)	-2.59	-8.53	12.43	4.56	14.33	3.67
	財投債引受け分	1.13	0.89	0.83	0.90	0.93	0.94
	財政融資資金預託分	2.57	2.50	2.34	2.02	1.80	2.24

(注) 5年間の平均収益率は、相乗平均である。



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。

（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

(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2-16) 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		
	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)	
		名目運用 利回り (B)	名目運用 利回り (B)					名目運用 利回り (G)				名目運用 利回り (G)
【平成 1 1 年財政再計算との比較】 平成 13 年度 平成 14 年度	%		%	兆円	兆円	%	%	%	%	%		
	2.27	1.99	-0.27	134.6	2.7	1.00	3.52	2.50	1.27	1.70		
	1.38	0.21	-1.15	132.1	0.3	0.97	3.49	2.50	0.41	0.54		
【平成 1 6 年財政再計算との比較】 平成 15 年度 平成 16 年度 平成 17 年度 平成 13～17 年度平均 平成 15～17 年度平均	5.19	4.91	-0.27	135.9	6.4	1.99	1.99	0.00	3.20	4.19		
	2.94	2.73	-0.20	138.2	3.7	1.08	1.69	0.60	1.86	2.51		
	7.00	6.82	-0.17	140.3	9.2	0.50	1.81	1.30	6.50	8.76		
	3.74	3.31	-0.41	-	4.4	1.10	2.50	1.38	2.64	-		
	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	
	実質的な運用利回り (A) =(B)÷(C)	名目賃金上昇率		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			
		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】		%	%	兆円	兆円	%	%	%	兆円	
	平成13年度	1.56	1.29	-0.27	9.7	0.1	0.75	3.27	2.50	0.08
	平成14年度	0.77	-0.39	-1.15	9.5	-0.0	0.76	3.28	2.50	0.00
【平成16年財政再計算との比較】		5.06	4.78	-0.27	9.7	0.4	1.90	1.90	0.00	0.30
	平成15年度	2.98	2.77	-0.20	9.7	0.3	0.96	1.57	0.60	0.19
	平成16年度	7.06	6.88	-0.17	9.7	0.6	0.43	1.74	1.30	0.62
	平成13～17年度平均	3.45	3.03	-0.41	-	0.3	0.96	2.35	1.38	-
	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、

$$\text{年度末積立金} = \text{前年度末積立金} + \text{運用収益} + \text{歳入 (運用収益、積立金より受入及び年金特会への納付金 (0.8兆円) を除く) 等} - \text{給付費等}$$

[140.3兆円] [138.2兆円] [9.2兆円]

[30.5兆円]

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 $(1 + \text{名目運用利回り} \div 100) \div (1 + \text{名目賃金上昇率} \div 100) \times 100 - 100$ 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。

○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)		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 13 年度	2.22	1.94	-0.27	144.3	2.8	0.98	3.50	2.50	1.78	
	平成 14 年度	1.34	0.17	-1.15	141.5	0.2	0.96	3.48	2.50	0.54	
【平成 16 年財政再計算との比較】		5.18	4.90	-0.27	145.6	6.9	1.98	1.98	0.00	3.20	4.48
	平成 15 年度										
	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
	平成 17 年度	7.01	6.83	-0.17	150.0	9.8	0.50	1.81	1.30	6.51	9.38
	平成 13～17 年度平均	3.72	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	-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 $(1 + \text{名目運用利回り} \div 100) \div (1 + \text{名目賃金上昇率} \div 100) \times 100 - 100$ 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

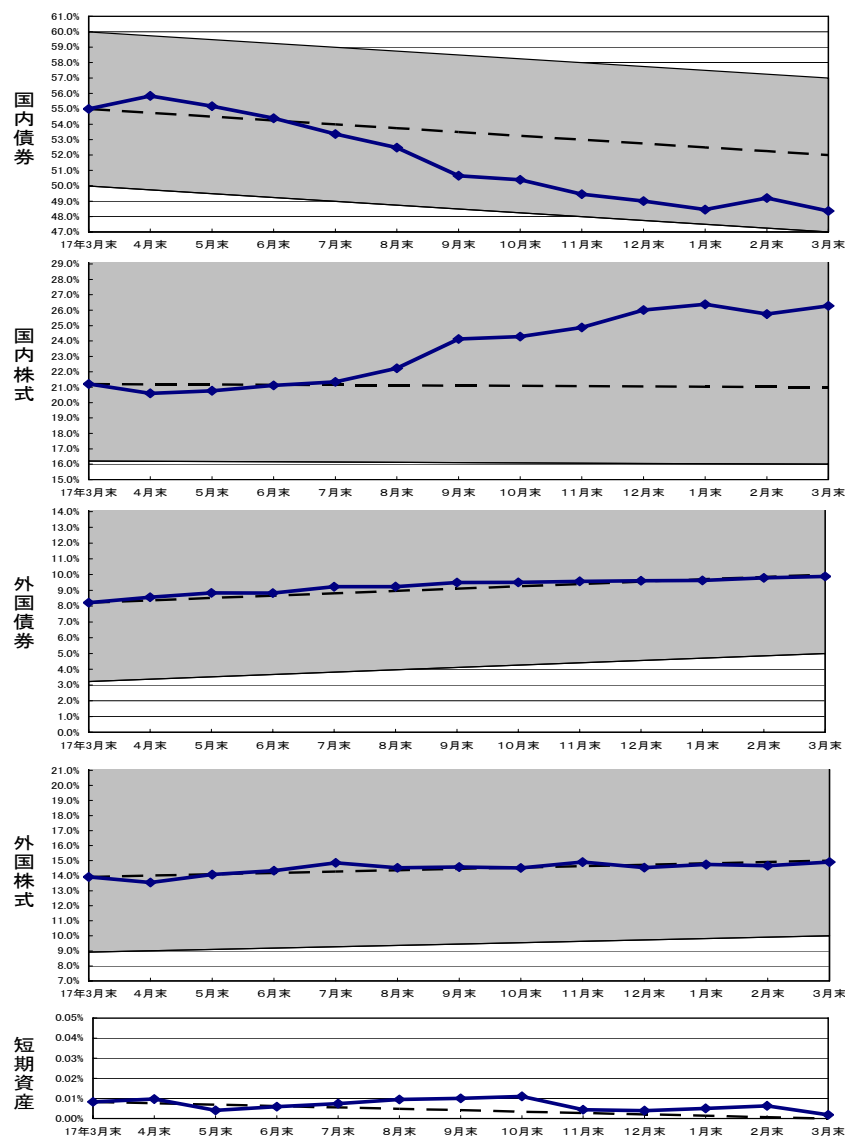
(運用資産全体の移行ポートフォリオ)

	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こととなる。

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%

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)

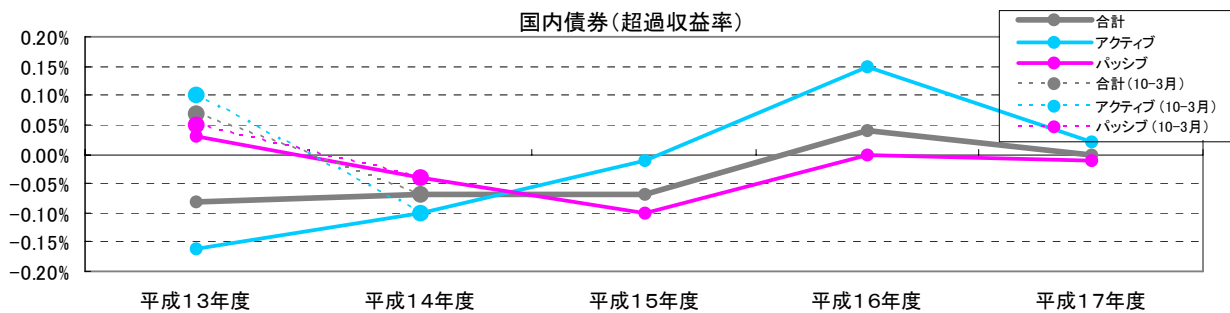
		平成13年度	平成14年度	平成15年度	平成16年度	平成17年度	5年間平均
ベンチマーク収益率		0.95%	4.26%	-1.74%	2.09%	-1.40%	0.81%
計	時間加重収益率	0.87%	4.19%	-1.82%	2.13%	-1.40%	0.77%
	超過収益率	-0.08% (0.07%)	-0.07%	-0.07%	0.04%	0.00%	-0.04% (-0.01%)
アクティブ	時間加重収益率	0.79%	4.16%	-1.76%	2.24%	-1.38%	0.79%
	超過収益率	-0.16% (0.10%)	-0.10%	-0.01%	0.15%	0.02%	-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、旧年金福祉事業団による運用から、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)は旧年金福祉事業団のポートフォリオ、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。

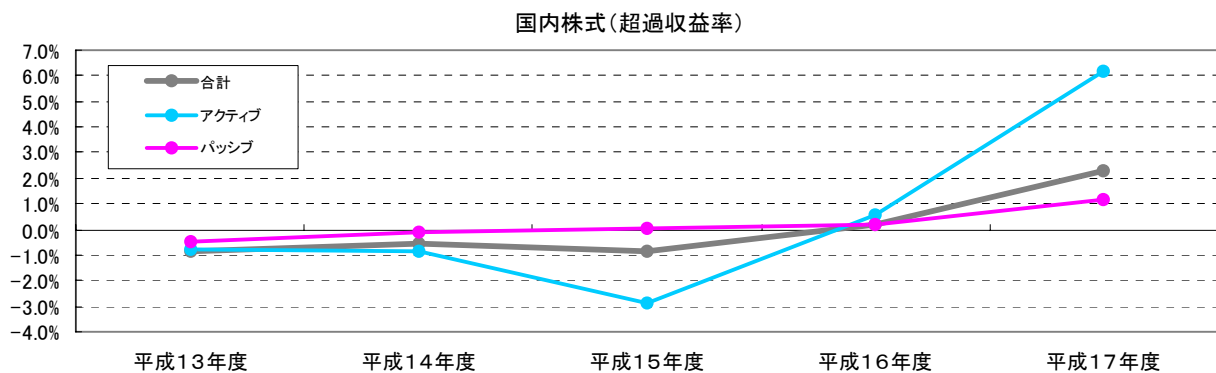
国内株式においては、今後とも、割安株・成長株運用などの運用スタイルを適切に評価・管理するとともに、特にアクティブ運用受託機関の運用能力を適切に評価することなどを通じて、ベンチマーク収益率の確保に努める必要がある。

(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)

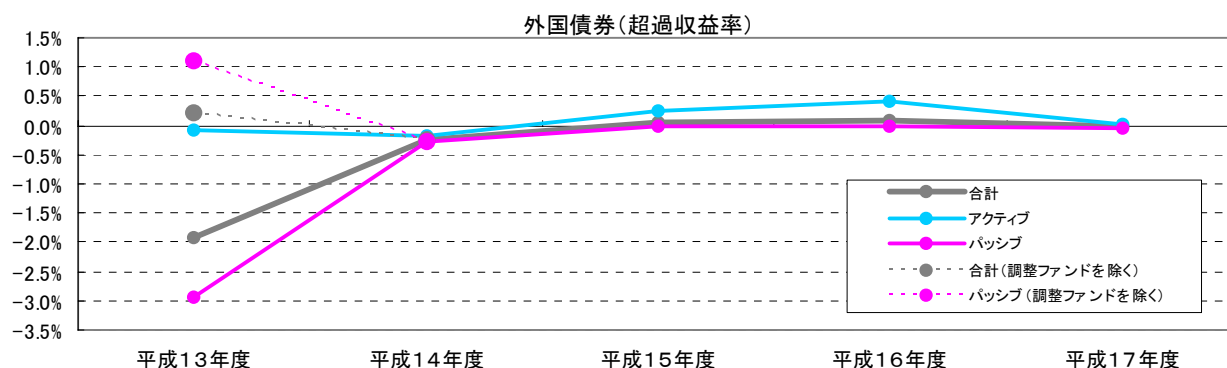
		平成13年度	平成14年度	平成15年度	平成16年度	平成17年度	5年間平均
ベンチマーク収益率		8.12%	15.47%	0.15%	11.32%	7.73%	9.42%
計	時間加重収益率	6.20%	15.23%	0.20%	11.42%	7.71%	8.97%
	超過収益率	-1.92% (0.22%)	-0.24%	0.05%	0.10%	-0.02%	-0.46% (0.02%)
アクティブ	時間加重収益率	8.04%	15.29%	0.39%	11.73%	7.74%	9.51%
	超過収益率	-0.08%	-0.19%	0.24%	0.41%	0.01%	0.09%
	アクティブ比率	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	-2.93% (1.10%)	-0.27%	-0.02%	-0.02%	-0.03%	-0.74% (0.17%)
	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。

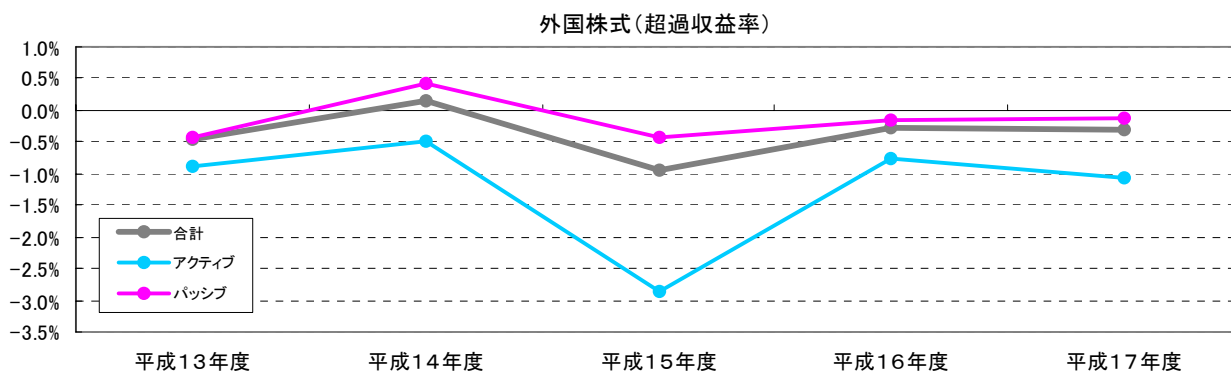
外国株式においては、アクティブ運用についての考え方を再確認するとともに、アクティブ運用受託機関の評価をより適切に行い、必要な対応を通じて、ベンチマーク収益率の確保に努める必要がある。

（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)

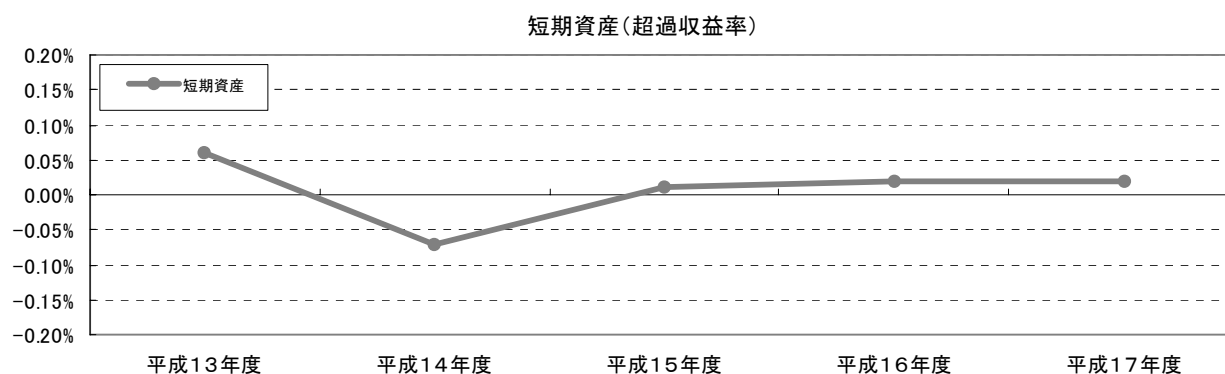
		平成13年度	平成14年度	平成15年度	平成16年度	平成17年度	5年間平均
ベンチマーク収益率		0.09%	0.08%	0.00%	0.00%	0.00%	0.04%
短期資産	時間加重収益率	0.15%	0.02%	0.01%	0.02%	0.02%	0.04%
	超過収益率	0.06%	-0.07%	0.01%	0.02%	0.02%	0.01%

(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。



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。

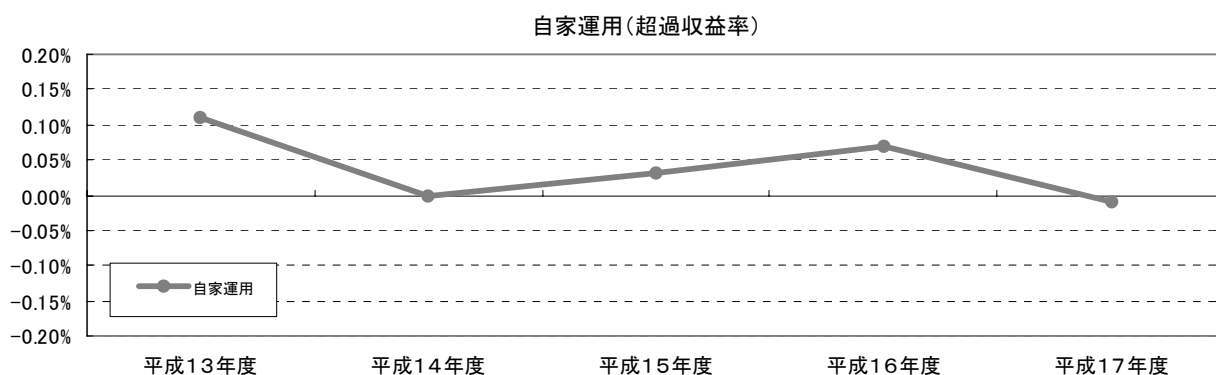
5年間平均としても、ベンチマーク収益率を0.04%上回っており、ベンチマーク並みの収益率であった。

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)

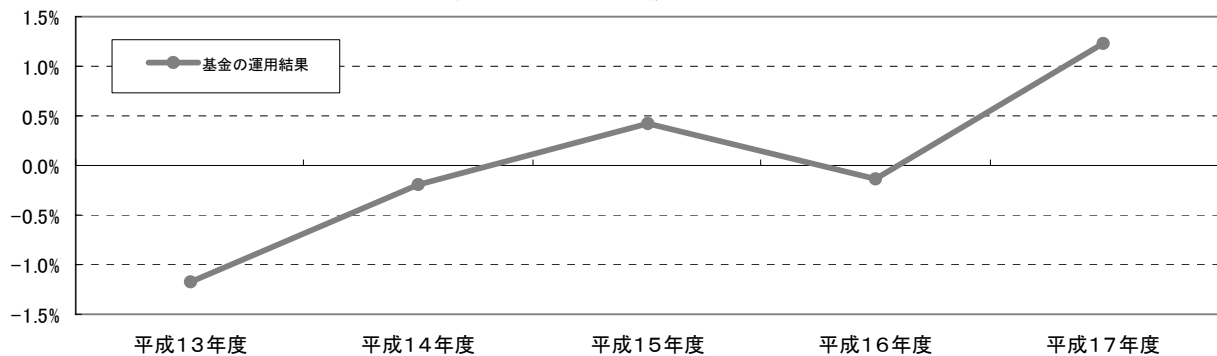
	平成13年度	平成14年度	平成15年度	平成16年度	平成17年度	5年間
複合ベンチマーク	-1.48%	-8.44%	12.59%	4.56%	13.13%	3.74%
資産全体（市場運用分）	-2.65%	-8.63%	13.01%	4.43%	14.37%	3.72%
超過収益率	-1.17%	-0.19%	0.42%	-0.13%	1.24%	-0.01%

(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。

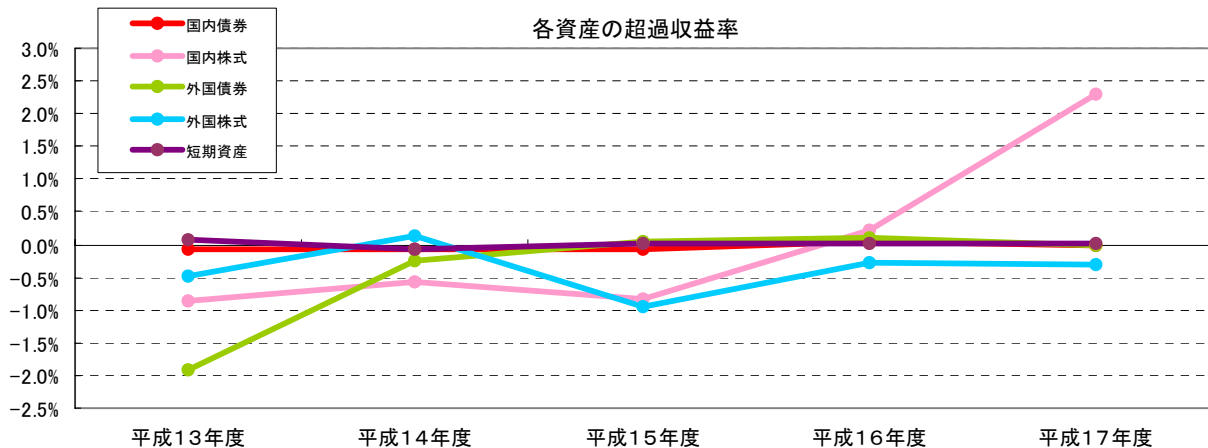
(単位：年率)

		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



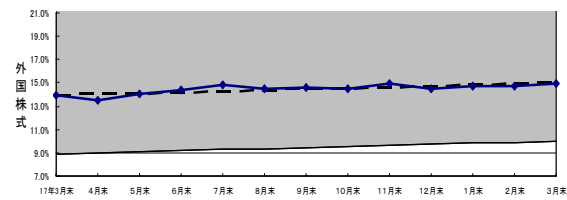
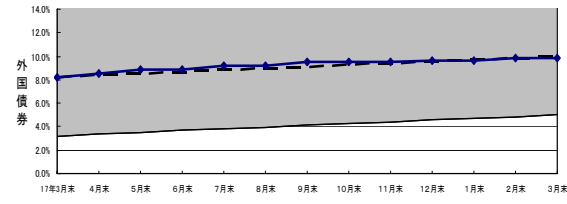
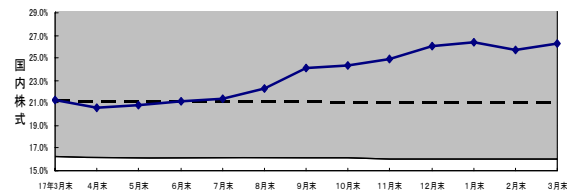
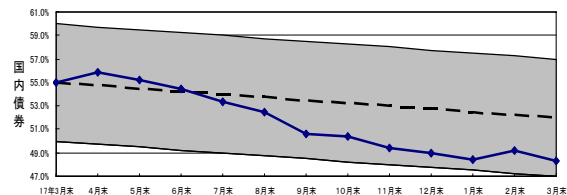
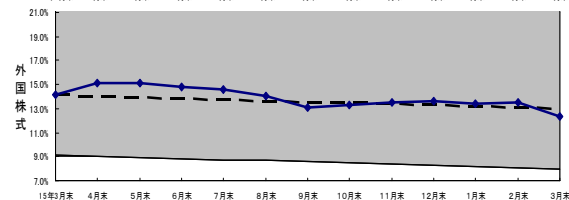
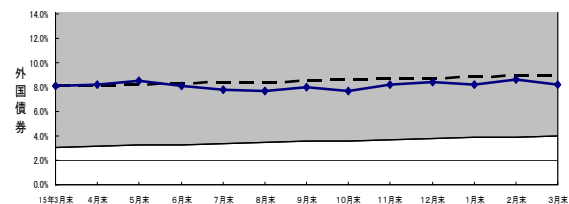
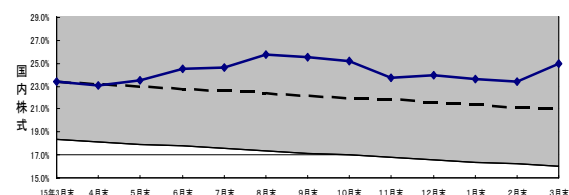
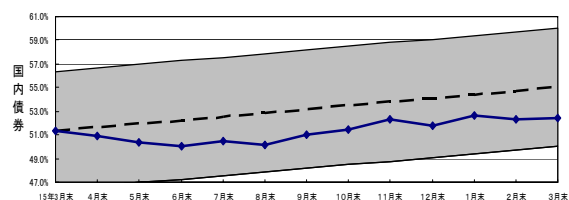
(表 3－16) 各資産の資産構成割合の推移 (平成 15 年度、平成 17 年度)

(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〉

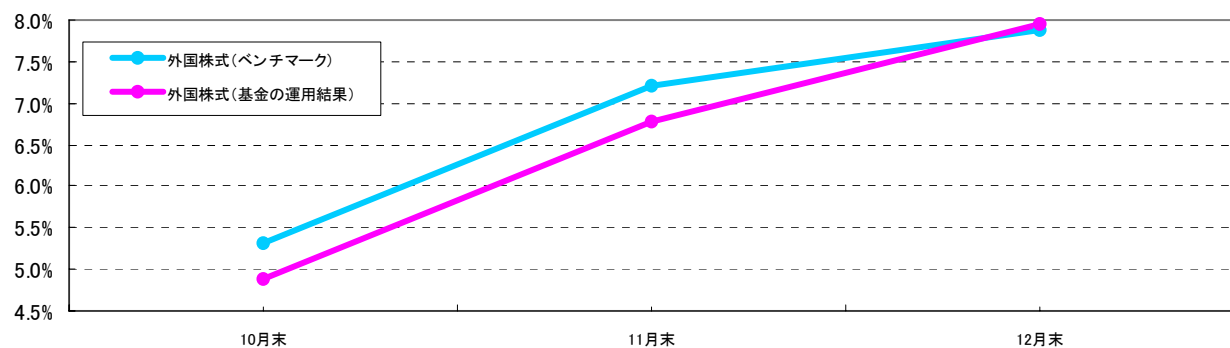
	国内債券	国内株式	外国債券	外国株式	短期資産	転換社債
時間加重収益率	0.87%	-17.05%	6.20%	3.67%	0.15%	-8.35%
ベンチマーク収益率	0.95%	-16.18%	8.12%	4.14%	0.09%	-7.23%
超過収益率	-0.08%	-0.86%	-1.92%	-0.47%	0.06%	-1.12%

(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 3－20) 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。

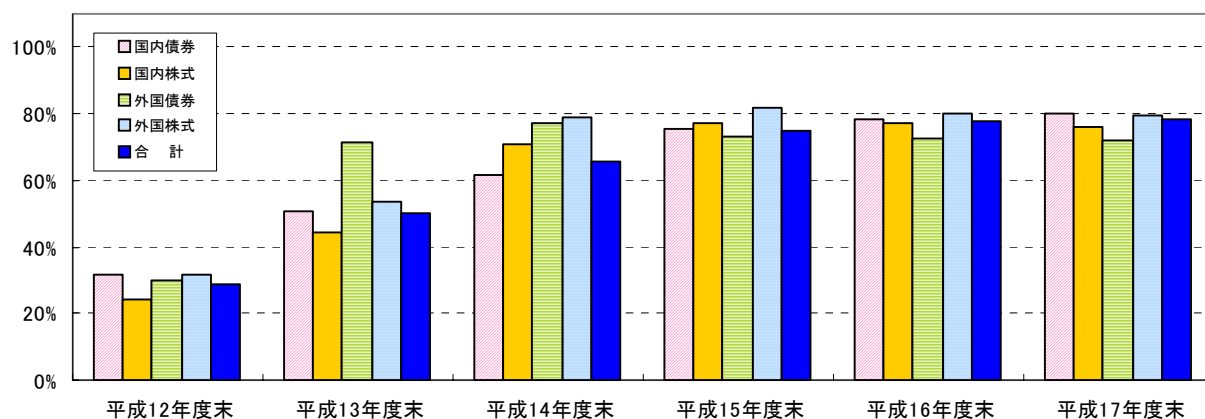
また、パッシブ運用については、市場における運用資産額が拡大する中で、運用方法を検討することも課題である。

(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。

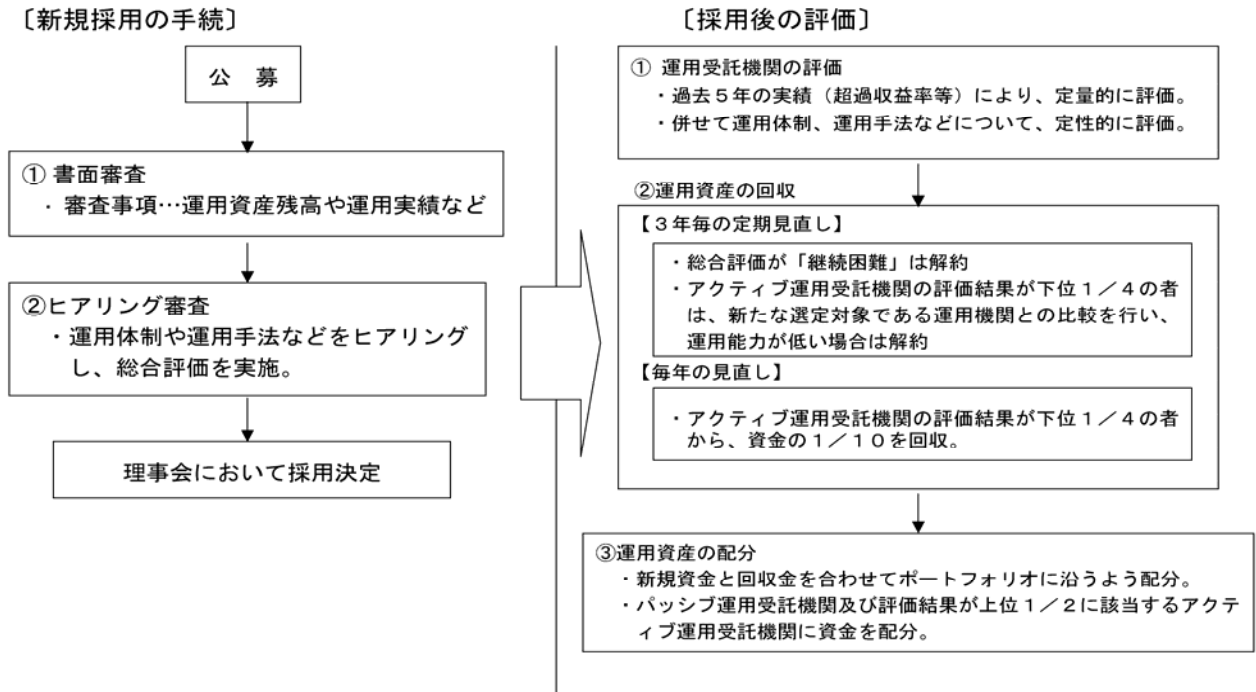
また、自家運用における運用資産額の増加が見込まれることから、的確かつ効率的に資産管理を行うため、資産管理機関1社を選定し、平成18年2月に国内債券パッシブファンド、3月に財投債ファンド及び資金管理ファンドの資産管理を特定運用信託契約

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



4 市場への資金の投入及び回収の分散化

〔運用の基本方針の規定〕（第3の三）

基金は運用額の規模を考慮し、自ら過大なマーケットインパクトを蒙ることがないように努めるとともに、市場の価格形成等への影響に配慮し、特に、資金の投入及び回収に当たって、特定の時期への集中を回避するよう努める。

年金資金運用基金では、各年度の移行ポートフォリオで示された資産構成割合の円滑な実現を図るため、市場に与える影響に十分留意しながら、特定の時期・資産に集中しないように、配分時期や各資産への分散を考慮し、資金の配分・回収を行っている。

平成17年度における毎月の資金の投入及び回収状況については、平成17年度の移行ポートフォリオの実現に向けて、実際の資産構成割合と目標値の乖離を縮小するよう行われており、「運用の基本方針」どおり特定の時期に集中することなく、市場への投入等が行われている。

また、解約した運用受託機関からの資産の回収に当たっては、できる限り資産を売却せず、証券など現物資産のまま他の運用受託機関への移管を行うなど、市場への影響や資産の売却に伴う執行コストを抑えた効率的な資産の回収、移管を行っている。

これらを踏まえると、資金の投入及び回収については、市場への影響に配慮した適切な取組みが行われていると評価できる。

5 株主議決権の行使

〔運用の基本方針の規定〕（第3の四）

株主議決権の行使については、投資収益を目的とする株主として当然であるが、国が民間企業の経営に影響を与える等の懸念を生じさせるおそれがあるので、公的機関である基金が直接行うのではなく、運用を委託した民間運用機関の判断に委ねる。

この場合、基金は、運用受託機関への委託に際し、議決権行使の目的は長期的な株主利益の最大化を目指すものであることを示し、株主議決権に関する考え方を「管理運用方針」に定めるとともに、議決権の行使に関する運用受託機関の方針や行使状況について報告を求める。なお、企業に反社会的行為があった場合の運用受託機関の対応方針等についても基金は報告を求める。

年金資金運用基金では、「運用の基本方針」を踏まえ、株主議決権行使に関する考え方を管理運用方針に定めるとともに、運用受託機関に示すガイドラインで明確化している。

また、運用受託機関とのミーティングを通じて行使内容の確認等を行っている。

平成17年度における各運用受託機関の議決権行使状況は、運用受託機関の全社（国内株式18社、外国株式20社）が、それぞれが定めた対応方針に従って株主議決権の行使を行った。

なお、西武鉄道株式会社が、平成16年10月13日に有価証券報告書の虚偽記載の事

実などを公表し、同年１１月１６日に東京証券取引所が西武鉄道株の上場廃止を決定したことから、年金資金運用基金が委託者兼受益者である信託財産において保有していた西武鉄道株の売却を余儀なくされ、損害を被った。このため、平成１７年１０月７日付けで、受託者である信託銀行において損害賠償請求訴訟を提起した。

これらを踏まえると、株主議決権の行使については、適切な取組みが行われていると評価できる。

今後とも、株主議決権の行使については、株主利益の最大化の観点から運用受託機関が株主議決権を適切に行使しているか、その行使内容の確認、分析を行い、定性評価に反映させることなどを通じて、運用受託機関の一層適切な取組みを推進する必要がある。

６ 同一企業発行銘柄への投資の制限

〔運用の基本方針の規定〕（第３の五）

運用受託機関ごとに、資産区分に従って受託資産に占める同一企業発行有価証券の割合を５％以下とし、この制限を超える場合には基金に報告すること。ただし、上の制限に依りがたい合理的な理由がある場合には、基金において対応を検討すること。

また、同一企業の株式の保有については、運用受託機関ごとに当該企業の発行済み株式総数の５％以下とすること。

年金資金運用基金では、「運用の基本方針」を踏まえ、同一企業発行銘柄への投資の制限について管理運用方針に定めるとともに、運用受託機関に示すガイドラインで明確化している。

平成１７年度においては、国内株式については、いくつかの運用受託機関において、株式ファンドの時価総額の５％を超えて保有していた銘柄があったが、いずれもベンチマークにおける１銘柄当たりの構成割合が５％に近い銘柄であること等から、５％を超えて保有する合理的理由があり、ガイドライン上問題ないものであった。

また、国内債券、外国債券及び外国株式は、各ファンドの時価総額の５％を超えて保有していた銘柄はなかった。

なお、国内株式、外国株式とも、発行済み株式総数の５％を超えて保有していた銘柄はなかった。

これらを踏まえると、同一企業発行銘柄への投資の制限については、「運用の基本方針」に沿って適切に管理されているものと認められる。

IV その他

1 責任体制の明確化

〔運用の基本方針の規定〕（第１の四）

年金積立金の運用に当たっては、責任体制の明確化を図り、年金積立金の運用に関わるすべての者について、受託者責任（忠実義務及び善良なる管理者としての注意義務の遵守）を徹底する。

年金資金運用基金では、法令や管理運用方針に違反した場合などにおける制裁処分の内容や手続きを定めた制裁規程を作成するなど、責任体制の明確化を図っている。このほか、受託者責任に関して事例研究を行うとともに、法令や管理運用方針を含め関係規程を全職員に配布するなど、受託者責任の徹底に努めている。

また、運用受託機関、資産管理機関については、慎重な専門家の注意義務と忠実義務を契約書に明記し、違反した場合には解約することもあり得るとされており、その内容を具体化したガイドラインを提示した上で、その遵守状況を管理するなどにより、受託者責任の徹底を図っている。

これらを踏まえると、責任体制の明確化及び受託者責任の徹底が図られていると評価できるが、運用に関わる役職員は、受託者責任を重く認識し、必要な知識、技術の修得等により引き続き最善を尽くすとともに、受託者責任を徹底する観点から、業務管理、業務執行における統制と監視の整備等について検討する必要がある。また、運用受託機関の受託業務に係る内部統制状況の確認を行うなど、より一層受託者責任の徹底に努める必要がある。

2 情報公開の徹底

〔運用の基本方針の規定〕（第１の五）

運用の具体的な方針、運用結果、年金財政に与える影響等について、十分な情報公開を行い、年金積立金の自主運用に関して国民のより一層の理解と協力を得るよう努める。

年金資金運用基金では、「運用の基本方針」に沿った運用の具体的な方針や運用受託機関や資産管理機関の選定・評価及び運用受託機関に対する資金配分・回収の明確なルールなどを定めた管理運用方針や、四半期ごとの時価による資産額や収益の状況及び年度分の業務概況書、運用機関の公募に関する情報や新たに採用した運用受託機関について、年金資金運用基金のホームページに掲載するなど情報公開に努めている。

これらを踏まえると、情報公開に積極的に取り組んでいると評価できる。

今後とも、公表内容の充実とともに、分かりやすい情報公開や広報など、更に工夫を行い、国民の一層の理解と協力が得られるよう努める必要がある。

3 運用管理体制の充実

年金資金運用基金では、基金職員の運用能力の向上を図るため、国内長期研修や証券アナリスト資格のために必修となっている通信教育の受講など、各種研修を実施している。

また、運用資産の状況を的確かつ迅速に把握するため、資産統合管理システムを構築し、運用データの一元管理を行うとともに、リスク管理や収益の管理・分析に活用している。

今後とも、年金資金運用基金においては、研修の充実等による基金職員の専門性の確保を通じて、管理運用能力の向上に努めるとともに、民間部門からの人材採用等についても引き続き検討を行う必要がある。また、管理運用システムについては、管理運用の目標を明確にする中で、これを効率的に達成する観点から、その在り方を検討する必要がある。

4 調査研究の充実

年金資金運用基金では、平成１７年度においては、大規模な公的年金資金の運用という特性を踏まえた基礎的な課題に加え実務的な課題も整理する観点から、調査研究を行っている。また、主要な年金基金により組織される内外の協議会などの会合に参加し、年金資金運用に関する意見交換や情報収集に取り組んでいる。

今後、資金規模の増大に伴い、資金運用の効率化とリスク管理の高度化の必要性が高まることや、資金運用の手法は日々進歩することから、常に最新の知見をフォローしながら、これを巨額の年金積立金の運用に応用していくための努力を継続的に行う必要がある。

参考

各資産のリスク・リターンの5年間の実績値と基本ポートフォリオ策定時における推計値

基本ポートフォリオ（平成13年及び平成17年）策定時には、数十年の長期にわたって運用を行うことを前提として、ポートフォリオ策定のため、資産ごとにリスク・リターン・相関係数の推計を行っている。

今回、平成13年4月に基本ポートフォリオに基づく市場運用を開始してから5年が経過したことを踏まえ、参考として、平成13年4月から平成18年3月までの5年間のにおけるリスク・リターンの実績値を算出した。

○平成13年度から平成17年度までの5年間の実績値（年率） （単位：％）

		国内債券	国内株式	外国債券	外国株式	短期資産
年金資金 運用基金	リターン	0.77	7.25	8.97	5.17	0.04
	リスク	1.96	16.06	7.55	16.43	-
ベンチ マーク	リターン	0.81	7.38	9.42	5.48	0.04
	リスク	1.95	15.94	7.73	16.77	-

名目賃金上昇率	-0.41
---------	-------

物価上昇率	-0.44
-------	-------

○平成13年基本ポートフォリオにおける推計値 （単位：％）

	国内債券	国内株式	外国債券	外国株式	短期資産
名目リターン	4.0	6.5	4.5	7.0	2.5
リスク	5.45	21.62	14.67	20.30	3.38

名目賃金上昇率	2.5
---------	-----

物価上昇率	1.5
-------	-----

注：名目賃金上昇率及び物価上昇率は、平成11年財政再計算における経済前提。

○平成17年基本ポートフォリオにおける推計値 （単位：％）

	国内債券	国内株式	外国債券	外国株式	短期資産
名目リターン	3.0	4.8	3.5	5.0	2.0
リスク	5.42	22.27	14.05	20.45	3.63

名目賃金上昇率	2.1
---------	-----

物価上昇率	1.0
-------	-----

注：名目賃金上昇率及び物価上昇率は、平成16年財政再計算における経済前提。

リターンの実績値は、

- ・ 国内債券は、平成13年・平成17年ポートフォリオのいずれの推計値も下回った。しかし、短期資産の名目リターンが長期的には2%又は2.5%程度と推計されている。

るのに対し、この5年間における短期資産の名目リターンがほぼゼロ（0.04%）であったことを踏まえると、国内債券のリスクプレミアムは、平成17年ポートフォリオの推計値とほぼ同水準であった。

- ・ 国内株式・外国債券は、平成13年・平成17年ポートフォリオのいずれの推計値も上回った。
- ・ 外国株式は、平成17年ポートフォリオの推計値とほぼ同水準であった。

一方、リスクの実績値は、全資産について、推計値を大きく下回った。

なお、ポートフォリオにおいては、将来の数十年の長期間におけるリスク・リターンの推計を行っているのに対し、実績値は、5年間という短い期間の結果であり、かつ、平成13年度から平成17年度の運用環境特有の諸事情を反映したものであるため、推計値と実績値を比較して、基本ポートフォリオ策定時の各資産のリスク・リターンの推計方法について評価することは適当ではない。

参考資料

I 資金運用に関する用語の解説

○ 実現収益額

売買損益や利息・配当金収入のように現金として実際に入金された収益。

○ 総合収益額

時価による収益額。

売買損益及び利息・配当金収入という純粋に現金として期中に実現した収益に、当期において生じた将来確実に現金として得られる未収収益を加えるとともに、さらに、期中に増減した評価損益も運用の成果と捉えて収益に含めたものである。

(計算式)

$$\begin{aligned}\text{総合収益額} &= \text{売買損益} + \text{利息・配当金収入} \\ &\quad + \text{未収収益増減（当期末未収収益} - \text{前期末未収収益）} \\ &\quad + \text{評価損益増減（当期末評価損益} - \text{前期末評価損益）}\end{aligned}$$

○ 実現収益率

実現収益額のみを収益と捉えた場合の収益率。

(計算式)

$$\text{実現収益率} = (\text{売買損益} + \text{利息・配当金収入}) / \text{運用元本平均残高}$$

○ 修正総合収益率

運用成果を測定する尺度の1つ。

総合収益率では、収益に時価の概念を導入しているが、これに加え、運用元本に時価の概念を導入して算定した収益率である。算出が比較的容易なことから、運用の効率性を表す時価ベースの資産価値の変化を把握する指標として用いられる。

(計算式)

$$\begin{aligned}\text{修正総合収益率} &= \{ \text{売買損益} + \text{利息・配当金収入} \\ &\quad + \text{未収収益増減（当期末未収収益} - \text{前期末未収収益）} \\ &\quad + \text{評価損益増減（当期末評価損益} - \text{前期末評価損益）} \} \\ &\quad / (\text{運用元本平均残高} + \text{前期末未収収益} + \text{前期末評価損益})\end{aligned}$$

○ 時間加重収益率

運用機関が自ら決めることができない運用元本の流入の影響を排除した時価に基づく運用収益率である。運用機関の運用実績とベンチマーク収益率（市場平均収益率）との比較により、運用能力を評価することが可能となる。

年金資金運用基金では、時間加重収益率とベンチマーク収益率との対比で超過収益率を測定し、資産全体や個々の運用受託機関の定量評価に使用している。

○ 相乗平均

相乗平均は、 n 個のデータを全て掛け合わせたものの n 乗根。

(計算式)

例えば3年平均の利回り

$\{(1 + (1\text{年目の利回り}) \times (1 + (2\text{年目の利回り}) \times (1 + (3\text{年目の利回り}))\}$
の3乗根 $- 1$

○ ベンチマーク

運用成果を評価する際に、相対比較の対象となる基準指標。市場の動きを代表する指数を使用している。

* NOMURA－BPI総合

野村證券金融経済研究所が作成・発表している国内債券市場のベンチマーク。国内債券の代表的なベンチマークの1つであり、基金もベンチマークとして採用。

* TOPIX(配当込み)

東京証券取引所が日々計算して発表している指数。東証第一部の基準時の時価総額を100として、その後の時価総額を指数化したもの。国内株式の代表的なベンチマークの1つであり、基金もベンチマークとして採用。

* シティグループ世界国債インデックス(除く日本、円貨換算、ヘッジなし)

日興シティグループ証券株式会社が作成・発表している世界国債のベンチマーク。時価総額につき一定基準を満たす国の国債について、投資収益率を指数化したもの。国際債券投資の代表的なベンチマークの1つであり、基金もベンチマークとして採用。

* MSCI－KOKUSAI(配当込み)

モルガン・スタンレー・キャピタル・インターナショナル(MSCI)・KOKUSAI(円貨換算、配当込み、グロス)

モルガン・スタンレー・キャピタル・インターナショナル社が作成・発表している日本を除く先進国で構成された世界株指数。対象国の包括性、切り口の多様性等の点で国際株式投資の代表的なベンチマークの1つであり、基金もベンチマークとして採用。

* TB現先

TB(Treasury Bills)とは、割引短期国債をいう。

TB現先とは、割引短期国債を一定期間後に一定価格で買い戻す(売り戻す)ことを予め約束して行う売買取引をいう。TB現先1ヶ月の利回りをもとに指数化したものを基金の短期資産のベンチマークとしている。

○ ベンチマーク収益率

ベンチマークの騰落率。いわゆる市場平均収益率。

運用収益率の絶対値の高低による評価は、投資環境の違いを反映せず、運用期間が異なる場合に横並びの比較が不可能である。しかし、投資環境を反映する基準指標の騰落率に対してどの程度収益率が上回ったか（超過収益率）を算出することにより、運用期間の異なるものの横並び比較が可能。

ただし、ベンチマーク収益率は、市場平均収益率を示す理論値であるため、取引にかかる売買手数料などの取引コストは考慮されていない。

○ 複合ベンチマーク収益率

各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平均して算出した収益率。複合ベンチマーク収益率と、資産全体の収益率を比較することにより、資産全体で市場平均の収益率を確保できているかどうか分かる。

○ 償却原価法

債券を額面金額よりも低い金額又は高い金額で取得した場合、差額が発生するが、これらの差額を償還期までに毎期、一定の方法で収益又は費用に加減する評価方法。

Ⅱ 図表データ

(参考 1) 平成 17 年度の年金資金運用基金の資金運用結果

○ 平成 17 年度の損益合計額について (単年度)

1 損益合計 (①～④)	8 兆 6,811 億円		
①市場運用分の総合収益額	8 兆 6,795 億円	}	8 兆 9,348 億円
・修正総合収益率	14.37 %		
②運用手数料等	△271 億円		
③引受財投債の収益額	2,824 億円		
④承継資金運用勘定借入利息	△2,537 億円		
2 各勘定の損益			
厚生年金勘定	7 兆 3,606 億円	}	7 兆 8,777 億円
国民年金勘定	5,171 億円		
承継資金運用勘定	10,571 億円	}	8 兆 9,348 億円
承継資金運用勘定借入利息	△2,537 億円		
			8,034 億円

○ 年金資金運用基金の運用資産に係る損益合計額について (累積)

運用上の累積損益 9 兆 2,952 億円

※特別会計への納付金 (平成 4 年度及び平成 17 年) を控除する前の運用上の累積損益

(平成 16 年度末累積損益 6,008 億円 + 特別会計への平成 4 年度納付金 133 億円 + 平成 17 年度単年度損益 8 兆 6,811 億円)

累積損益合計額 8 兆 4,697 億円

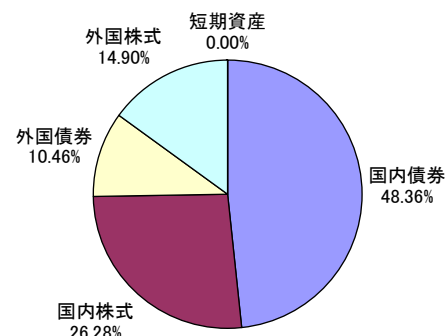
(平成 16 年度末累積損益 6,008 億円 + 平成 17 年度単年度損益合計額 8 兆 6,811 億円 - 特別会計への平成 17 年度納付金 8,122 億円)

(注) 上記の数値は四捨五入のため、合算した数値は一致しない場合がある。

(参考 2) 年金資金運用基金の運用資産の構成状況 (平成 17 年度末)

	時価総額(億円)	構成比
国内債券	349,242	48.36%
国内株式	189,789	26.28%
外国債券	75,515	10.46%
外国株式	107,617	14.90%
短期資産	13	0.00%
合 計	722,176	100.00%

財投債(簿価)	306,538
---------	---------



(注) 上記の数値は四捨五入のため、合算した数値は一致しない場合がある。

(参考 3) 各資産ごとの運用状況 (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)	-1.38%		0.02%
(パッシフ)	-1.40%		-0.01%
国内株式	50.14%	47.85%	2.29%
(アクティブ)	54.05%		6.21%
(パッシフ)	49.02%		1.17%
外国債券	7.71%	7.73%	-0.02%
(アクティブ)	7.74%		0.01%
(パッシフ)	7.70%		-0.03%
外国株式	28.20%	28.52%	-0.31%
(アクティブ)	27.46%		-1.06%
(パッシフ)	28.38%		-0.14%
短期資産	0.02%	0.00%	0.02%
合 計	14.37%	13.13%	1.24%
		14.01%	0.35%

(注) 合計欄のベンチマーク収益率は、上の段が移行ポートフォリオを基に計算された資産構成割合で、下の段が毎月の実際の資産構成割合で加重して求めた複合市場収益率。

(参考 4) 年金積立金の額の推移 (年度末時点)

(単位: 億円)

年 度	厚生年金	国民年金	合 計
平成元年度	702,175	32,216	734,391
2 年度	768,605	36,317	804,922
3 年度	839,970	43,572	883,542
4 年度	911,340	51,275	962,615
5 年度	978,705	58,468	1,037,174
6 年度	1,045,318	63,712	1,109,030
7 年度	1,118,111	69,516	1,187,628
8 年度	1,184,579	78,493	1,263,072
9 年度	1,257,560	84,683	1,342,243
10 年度	1,308,446	89,619	1,398,065
11 年度	1,347,988	94,617	1,442,605
12 年度	1,368,804	98,208	1,467,012
13 年度	1,373,934	99,490	1,473,424
14 年度	1,377,023	99,108	1,476,132
15 年度	1,374,110	98,612	1,472,722
16 年度	1,376,619	96,991	1,473,610
17 年度	1,324,020	91,514	1,415,534

- (注) 1. 国民年金の積立金の残高は、基礎年金勘定分を除いた額である。
2. 厚生年金の積立金は特別会計の積立金であり、厚生年金基金の代行部分は含まれていない。
3. 平成 13 年度以降の積立金には年金資金運用基金への寄託分を含む。
4. 上記の数値は四捨五入のため、合算した数値は一致しない場合がある。

(参考５) 預託金利子収入見込み額

(単位：億円)

年 度	厚生年金	国民年金	合 計
１７年度	10,776	758	11,533
１８年度	7,983	566	8,549
１９年度	4,543	256	4,799
２０年度	1,403	26	1,429
合 計	24,705	1,606	26,310

(注) 平成１７年度は実績、平成１８年度は予算額、平成１９年度以降は推計。

(参考６) 満期別預託償還額

(単位：億円)

満期年度	厚生年金	国民年金	合計
平成１７年度	171,219	8,274	179,493
１８年度	163,669	10,683	174,352
１９年度	166,528	20,347	186,875
２０年度	140,388	2,548	142,936
合計	641,804	41,852	683,656
１８～２０	470,585	33,578	504,163
１９～２０	306,916	22,895	329,811

(参考７) 基本ポートフォリオ

<基本ポートフォリオ>

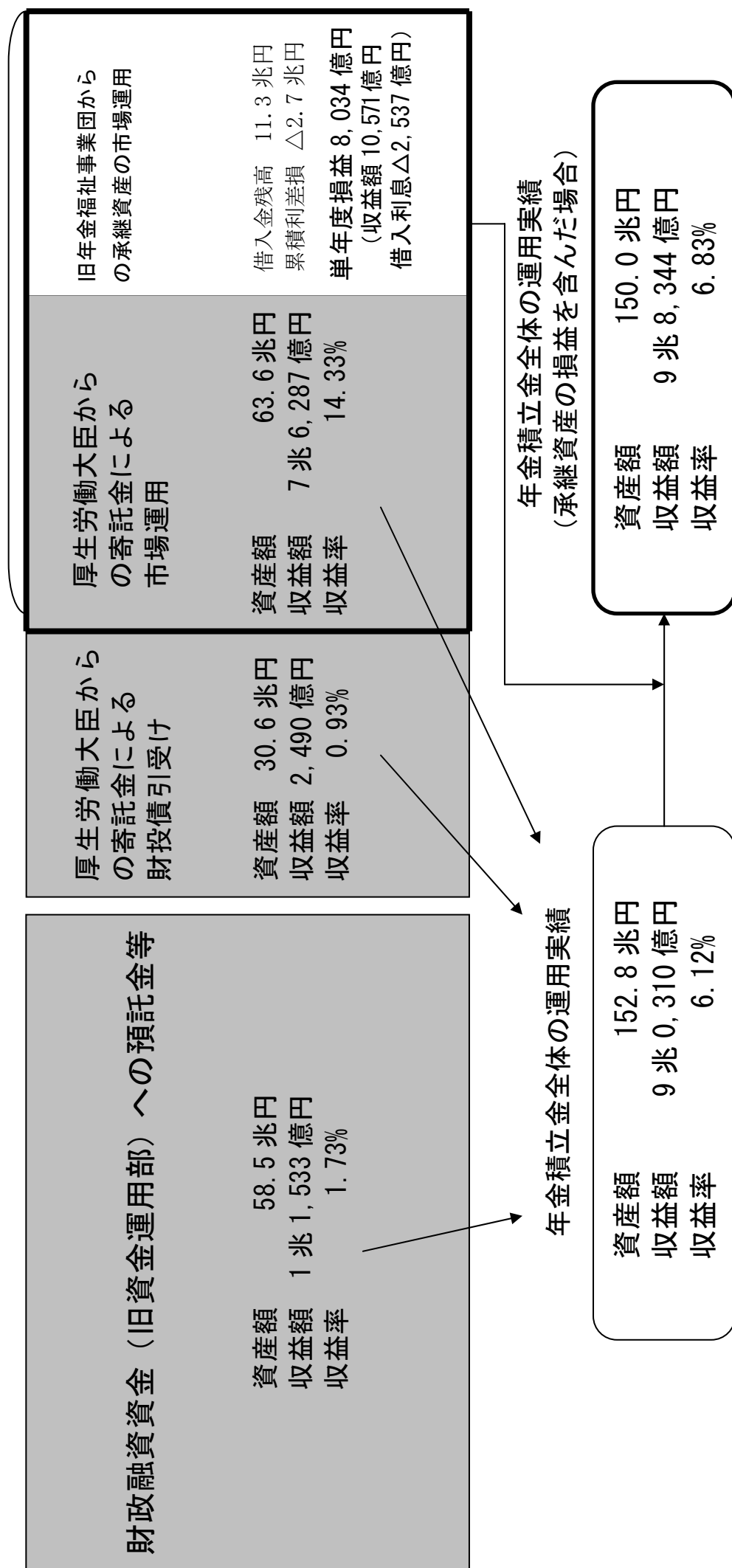
	国内債券	国内株式	外国債券	外国株式	短期資産
資産構成割合	67%	11%	8%	9%	5%
乖離許容幅	±8%	±6%	±5%	±5%	—

目標収益率	標準偏差(リスク)
3.37%	5.55%

(注) このポートフォリオは、平成１６年の財政再計算結果（予定運用利回り３．２％）に基づき、平成１７年３月に策定したもの。

年々金積立金の運用実績

市場運用部分



(注1)資産額は平成17年度末の値。

(注2)平成17年度末における年金資産運用基金の年金特別会計への納付金控除後の累積増益は8兆4,697億円。

なお、運用上の累積損益は9兆2,952億円(年金特別会計への納付金(平成4年度及び平成17年度)控除前)。