

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 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。

国内株式、外国株式は、ともに、各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%を超えるなど、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。国内債券、外国債券は、ともに、各債券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。

また、発行済み株式総数の5%を超えて保有していた株式銘柄はなかった。

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、運用の基本方針の規定に沿って、適切に管理されていると評価できる。

IV 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

[運用の基本方針の規定] (第4 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

[年度前半]

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が移行ポートフォリオとされ、外国債券を国内債券の代替資産として保有することが認められていたので、国内債券に約1兆円の外国債券を含んで運用していた。

平成13年度前半におけるベンチマーク収益率との乖離をみると、国内債券の代替資産として保有していた外国債券の収益率がベンチマークを大きく下回った(超過収益率: -0.96%)ことが、国内債券全体でベンチマーク収益率を下回った主な要因である。

この期間においては、円高により外国債券の収益率が国内債券より低かったため、ベンチマークを下回ったものであり、やむを得ないものと考えられる。

(平成13年度前半の収益率)

時間加重収益率	ベンチマーク収益率	超過収益率
0.42%	0.58%	-0.16%

[年度後半]

平成13年度後半は、移行ポートフォリオにおいて外国債券は独立した運用資産とされたため、国内債券のみとなった。主に、アクティブ運用における銘柄選択等要因により、ベンチマーク収益率が確保できており、要因分析についても、残存期間別、債券種別等により詳細に行われていることは評価できる。

(平成13年度後半の収益率)

時間加重収益率	ベンチマーク収益率	超過収益率
0.44%	0.37%	0.07%

(2) 国内株式

国内株式におけるベンチマーク収益率との乖離を分析すると、アクティブ運用の収益率がベンチマーク収益率を大きく下回ったこと(超過収益率-0.76%)が、国内株式全体の超過収益率(-0.86%)に大きな影響を与えた。(3月末の国内株式ポートフォリオに占める割合は、アクティブ運用55.76%、パッシブ運用44.24%)

さらに、アクティブ運用の内容を見ると、成長株運用(グロース株運用)の割合が割安株運用(バリュース株運用)の割合を上回っていたが、平成13年度は、成長株が割安株に劣後する運用結果であったため、年金資金運用基金のアクティブ運用はベンチマーク収益率を下回った。

また、業種別に見ると、収益率の低かった電気機器の組み入れ比率がベンチマークより高く、収益率の高かった電気・ガスの組み入れ比率が低かったこと等により、全体としてベンチマーク収益率を下回ることになった。

以上のように、国内株式の収益率については、ベンチマーク収益率を確保できていないため、年金資金運用基金においては、運用機関ごとに運用能力・運用スタイルの評価を行った上で、運用スタイルの偏りにより収益率がベンチマーク収益率から大きく乖離することのないよう、運用受託機関の組み合わせ(マネージャー・ストラクチャー)の見直しを進める必要がある。また、「運用の基本方針」に沿って、引き続きパッシブ運用比率の引き上げを図る必要がある。

時間加重収益率	ベンチマーク収益率	超過収益率
-17.05%	-16.18%	-0.86%

(3) 外国債券

外国債券は、平成13年度後半からの資産クラスである。

外国債券についてはベンチマーク収益率を大きく下回った(超過収益率-1.92%)。しかしこれは、年金福祉事業団から引き継ぎその後廃止された調整ファンドが、資産構成割合を変更するために設定されたために為替ヘッジ付きとされ、平成13年12月に円安が急激に進行した際、このファンドの為替ヘッジの分だけベンチマークを下回った結果である。調整ファンドを除いた外国債券ポートフォリオ収益率は、ベンチマークを0.22%上回った。

以上のように、外国債券の収益率についてはベンチマーク収益率を確保できていないが、これは、一部で為替ヘッジを行ったことが、平成13年度の為替変動の下では結果的にマイナスの影響をもたらしたものであり、年金資金運用基金においては、ベンチマークがノン・ヘッジであることを踏まえ、今後も為替リスク管理を適切に行っていくことが必要である。

時間加重収益率	ベンチマーク収益率	超過収益率
6. 20%	8. 12%	-1. 92%

(4) 外国株式

主にアクティブ運用の収益率がベンチマーク収益率を大きく下回った（超過収益率-0. 89%）ことが、外国株式全体としてベンチマーク収益率を確保できなかった（超過収益率-0. 47%）主な要因である（3月末の外国株式ポートフォリオに占める割合は、アクティブ運用46. 75%、パッシブ運用53. 25%）。

これは、米国同時多発テロ事件の後、多くの運用機関においては、景気回復が遅れるという判断から食品・日用品等景気変動の影響を受けにくい銘柄にシフトしていたが、米国株式市場などで一般的な予測より早期に景気回復が見られたため、ベンチマーク収益率に追従できなかったものである。

以上のように、外国株式の収益率については、ベンチマーク収益率を確保できていない。これは、米国同時多発テロによる影響が大きいですが、年金資金運用基金においては、予期せぬ事態が発生しても、安定的なベンチマーク収益率の確保を目指して運用を行う必要がある。このため、運用機関ごとに運用能力・運用スタイルの評価を行った上で、収益率がベンチマーク収益率から大きく乖離することのないよう、運用受託機関の組み合わせ（マネージャー・ストラクチャー）の見直しを進める必要がある。また、「運用の基本方針」に沿って、引き続きパッシブ運用比率の引き上げを図る必要がある。

時間加重収益率	ベンチマーク収益率	超過収益率
3. 67%	4. 14%	-0. 47%

(5) 短期資産

短期資産については、信託銀行において短期資産を金銭信託（合同口）で運用している場合が多く、ベンチマーク収益率（譲渡性預金（CD）3ヶ月）を若干上回る結果になっている。

年金資金運用基金においては、今後とも、ベンチマーク収益率の確保が図られるよう、適切な運用を行うことが必要である。

時間加重収益率	ベンチマーク収益率	超過収益率
0. 15%	0. 09%	0. 06%

(6) 転換社債

年金資金運用基金では、平成13年度後半の移行ポートフォリオからは、独立した投資対象ではなくなるため、原則として売却することとし、ポートフォリオの再構築を行わなかった。

このため、ベンチマーク収益率を下回ったことはやむを得ないものと考えられる。

時間加重収益率	ベンチマーク収益率	超過収益率
-8.35%	-7.23%	-1.12%

(7) 資産全体

平成13年度における年金資金運用基金の資産全体の時間加重収益率と、複合ベンチマーク収益率を比較すると、資産全体の時間加重収益率が複合ベンチマーク収益率を下回った。

年金資金運用基金においては、各資産ごとにベンチマーク収益率の確保を図ることを通じて、資産全体の収益状況の向上を図る必要がある。

資産全体の時間加重収益率	複合ベンチマーク収益率(注)	超過収益率
-2.65%	-2.18%	-0.48%

(注) 複合ベンチマーク収益率は、各資産のベンチマーク収益率を、各資産のポートフォリオにおける資産構成割合で加重平均して算出した収益率である。

ただし、平成13年度は、年度前半と年度後半でポートフォリオが大きく異なり、(年度前半は旧年金福祉事業団の基本ポートフォリオ、年度後半は移行ポートフォリオ)、ポートフォリオの資産クラスにも大きな変更があったため、ここでは、年金資金運用基金の毎月の各資産の実際の資産構成割合を用いて、複合ベンチマーク収益率を算出している。

2 引受財投債の管理運用

[運用の基本方針の規定] (第5 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。

満期保有とされた引受財投債は、償却原価法による運用評価を行うこととし、参考情報として時価評価も行い公表しており、引受財投債は、市場運用を行う資産と明確に区分され、適切に管理及び運用評価がなされえいと評価できる。

[平成13年度末の財投債の残高]

年限種別	簿価（償却原価法）	時 価（参考）
2年債	1兆9,854億円	1兆9,869億円
5年債	4兆4,633億円	4兆4,836億円
10年債	4兆9,685億円	4兆9,473億円
20年債	4,966億円	4,939億円
合 計	11兆9,138億円	11兆9,116億円

V その他

（1）運用能力の向上

年金資金運用基金では、資産運用については、民間部門に専門性・経験の蓄積があることから、今後、優秀な人材を民間部門から職員として中途採用することも検討課題として取り組む必要があるとしている。

民間部門からの中途採用は、専門性の向上の観点からも、その実施に向け、引き続き検討を行っていくことが必要である。

（2）調査研究の充実

年金資金運用基金では、基金発足初年度として、大規模な公的年金資金の運用という特性に鑑みた運用手法の基礎固めを進める観点から、調査研究を進めた。今後も、年金資金運用基金の運用の向上に必要なテーマについて、調査研究を精力的に進めていくこととしている。

年金積立金の運用は、最先端の理論や最新の情報に基づいて行う必要があるため、引き続き、情報収集と調査研究事業の適切な実施に努めることが必要である。

参考資料

I 資金運用に関する用語の解説

1 資金運用に関する用語

(1) 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。

(2) 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粹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)

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

(3) 実現収益率

実現収益額のみを収益ととらえた場合の収益率。

(計算式)

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

(4) 修正総合収益率

運用成果を測定する尺度の1つ。

従来の簿価ベースでの運用元本に時価の概念を導入した収益率で、総合収益率よりさらに時価ベースにした収益率。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広く普及している。

(計算式)

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

(5) 時間加重収益率

時間加重収益率は、時価に基づく運用収益から運用機関が自ら決めることができない運用元本の流出入の影響を排除した収益率であり、そ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。年金資金運用基金では、時間加重収益率の市場平均対比での超過収益率を測定し、運用行動の自己評価と、運用受託機関の定量評価に使用。

(6) 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。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（TOPIX等）があれば、基準指標に対してどの程度上回る収益率を達成できたか（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。

(7) ベンチマーク収益率

各市場（国内債券、国内株式、外国株式等の市場）における平均的な収益率をいい、市場を代表する指数（東証株価指数など）の騰落率により算出可能。いわゆる市場平均収益率。

(8) 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、各資産のポートフォリオにおける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が分かる。

(9) 償却原価法

債権あるいは債券を、債権金額あるいは債券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、これらの差額を弁済期又は償還期までに毎期、一定の方法で貸借対照表額に加減する方法

II 図表データ

(参考1) 平成13年度の年金資金運用基金の資金運用結果

①平成13年度の損益合計額について(単年度)

1 損益合計(①~④)	△1兆3,084億円	
①市場運用分の総合収益額	△6,564億円	} △6,182億円
・修正総合収益率	△2.48%	
②運用手数料	△308億円	
③引受財投債の収益額	690億円	
④承継資産運用勘定借入利息	△6,902億円	

2 各勘定の損益

厚生年金勘定	△1,421億円	} △1,669億円	} △6,182億円
国民年金勘定	△248億円		
承継資金運用勘定	△4,513億円	} △1兆1,415億円	
承継資産運用勘定借入利息(再)	△6,902億円		

②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)

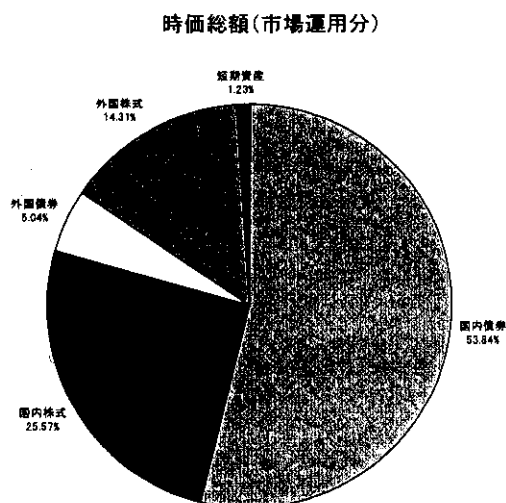
累積損失合計額 △3兆109億円

(平成13年度単年度損益合計額△1兆3,084億円+旧年金福祉事業団から承継した累積利差損△1兆7,025億円)

(参考2) 年金資金運用基金の運用資産の構成状況(平成13年度末)

	時価総額(億円)	構成比
国内債券	143,673	53.84%
国内株式	68,251	25.57%
外国債券	13,459	5.04%
外国株式	38,203	14.31%
短期資産	3,291	1.23%
合計	266,877	100.00%

財投債(簿価)	119,138
---------	---------



(参考3) 各資産ごとの運用状況 (平成13年度)

資産	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	0.87%	0.95%	-0.08%
運用機関	0.81%	0.95%	-0.14%
自家運用	1.06%	0.95%	0.11%
国内株式	-17.05%	-16.18%	-0.86%
外国債券	6.20%	8.12%	-1.92%
外国株式	3.67%	4.14%	-0.47%
短期資産	0.15%	0.09%	0.06%

(参考4) 年金積立金の額と利子収入の推移

年度	厚生年金			国民年金			合計		新規
	運用収益	年度末積立金	運用利回り	運用収益	年度末積立金	運用利回り	運用収入	年度末積立金	預託金利 (年度平均)
	(億円)	(億円)	(%)	(億円)	(億円)	(%)	(億円)	(億円)	(%)
元	39,159	702,175	5.94	1,514	32,216	5.04	40,673	734,391	5.17
2	42,152	768,605	5.90	1,737	36,317	5.20	43,889	804,922	6.80
3	46,652	839,970	5.97	2,057	43,572	5.29	48,709	883,542	6.24
4	49,554	911,340	5.82	2,551	51,275	5.53	52,105	962,615	5.21
5	50,772	978,705	5.52	2,789	58,468	5.22	53,561	1,037,173	4.31
6	52,621	1,045,318	5.34	3,043	63,712	5.11	55,664	1,109,030	4.47
7	55,268	1,184,111	5.24	3,184	69,516	4.90	58,452	1,187,627	3.41
8	56,061	1,184,579	4.99	3,296	78,493	4.56	59,357	1,263,072	3.20
9	55,637	1,257,560	4.66	3,405	84,683	4.26	59,042	1,342,243	2.48
10	52,164	1,308,446	4.15	3,368	89,619	3.94	55,532	1,398,065	1.72
11	47,286	1,347,988	3.62	3,236	94,617	3.58	50,522	1,442,605	1.95
12	43,067	1,368,804	3.22	2,828	98,208	2.98	45,895	1,467,012	1.95

(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
平成14年度	31,044	1,897	32,941
15年度	23,975	1,484	25,459
16年度	16,965	1,066	18,031
17年度	12,016	779	12,795
18年度	7,992	570	8,562
19年度	4,543	256	4,799
20年度	1,403	26	1,429
合 計	97,938	6,078	104,016

(注) 平成14年度は実績見込み、平成15年度以降は推計。

(参考6) 満期別預託償還額

(単位：億円)

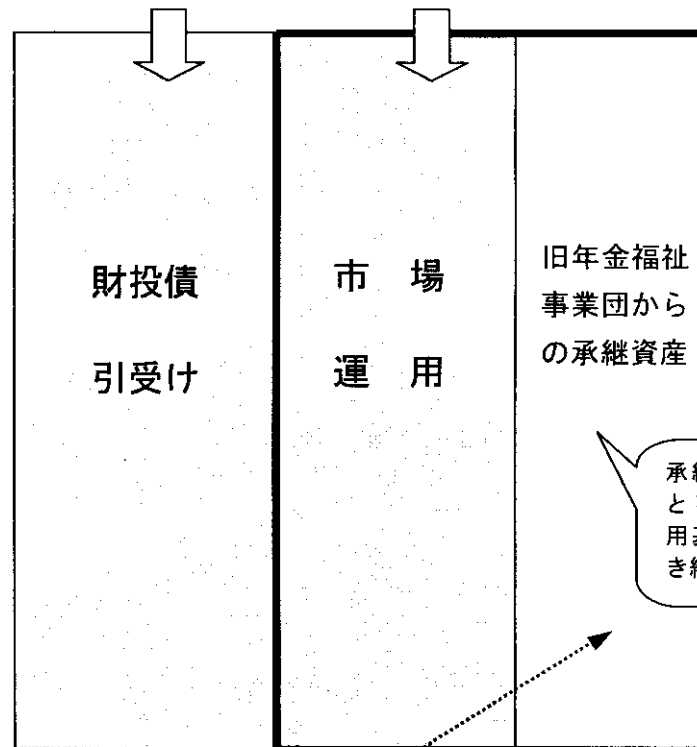
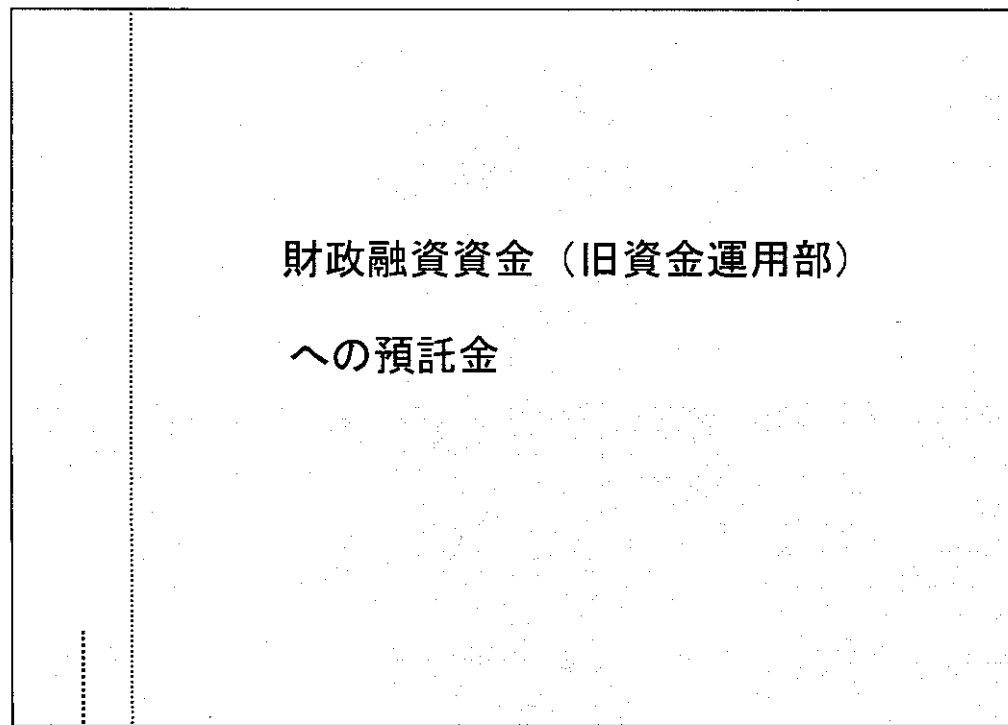
満期年度	厚生年金勘定	国民年金勘定	合計
平成13年度	139,017	16,361	155,378
14年度	173,848	7,335	181,183
15年度	199,628	13,206	212,834
16年度	158,895	12,248	171,143
17年度	171,219	8,274	179,493
18年度	163,669	10,683	174,352
19年度	166,528	20,347	186,875
20年度	140,388	2,548	142,936
合計	1,313,192	91,002	1,404,194
14～20	1,174,175	74,641	1,248,816
15～20	1,000,327	67,306	1,067,633
16～20	800,700	54,100	854,799
17～20	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) 年金積立金の運用の仕組み

年金積立金

年金資金運用基金の運用資産

(厚生労働大臣から寄託された年金積立金の運用)



旧資金運用部からの借入れを通じた間接的な年金積立金の運用 (平成22年度末には借入金全額を返済 (平成20年度末までにほぼ全額を返済))

市場運用部分