

## 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2.6兆円の資産と、旧資金運用部からの借入金の返済という負債を承継した。旧年金福祉事業団が行っていた資金運用事業に係る累積利差損は、平成12年度末で-1兆7,025億円であった。

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、承継資産を含む市場運用部分の平成14年度運用実績は、修正総合収益率で-8.46%となった。また、承継資産に係る損益は、借入金の利払いを含めると、平成14年度単年度で、-1兆6,565億円となり、累積利差損は、平成13年度末の累積利差損（-2兆8,440億円）にこの単年度の損益を合わせた-4兆5,004億円となった。

（注）この承継資産に係る累積利差損（-4兆5,004億円）に、厚生年金・国民年金の寄託額に係る平成13年度及び平成14年度の損益を加えた年金資金運用基金全体の累積利差損は-6兆717億円。

承継資産は年金積立金そのものではないが、この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、上記の損益をすべて1（4）でみた運用実績に含めて見てみると、運用実績は以下のとおりとなる。

なお、承継資産は、資産であると同時に借入金という負債でもあるため、ここでは、資産額の中に計上していない。

承継資産に係るすべての損益を含んだ年金積立金合計の運用実績は、厚生年金の収益額が2,731億円のプラス、国民年金の収益額が371億円のマイナスとなっており、合計では、2,360億円のプラスであった。

また、収益率は、合計で0.17%のプラスであった。

（表5）

（単位：億円、%）

	合計		
		厚生年金	国民年金
資産額（平成14年度始め）	1,443,315	1,345,967	97,348
資産額（平成14年度末）	1,415,415	1,320,717	94,698
収益額	2,360	2,731	-371
収益率	0.17	0.21	-0.39

（注）承継資産に係る損益の厚生年金・国民年金への按分は、厚生年金・国民年金の積立金の元本平均残高比率により行っている。

※年金積立金資産額合計（平成14年度末）〔141.5兆円〕

=年金積立金資産額合計（平成14年度始め）〔144.3兆円〕

+収益額〔0.2兆円〕

+歳入（預託利子収入除く）等〔33.4兆円〕-給付費等〔36.5兆円〕

なお、市場運用分（運用手数料等控除後）、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6)

(単位：%)

合計	収益率	0.17
	市場運用分（運用手数料等控除後）	-1.04 (-8.53)
	財投債引受け分	0.05 (0.89)
	財政融資資金預託分	2.31 (2.75)
	承継資産分	-1.16
厚生年金	収益率	0.21
	市場運用分（運用手数料等控除後）	-1.02 (-8.53)
	財投債引受け分	0.05 (0.89)
	財政融資資金預託分	2.33 (2.77)
	承継資産分	-1.16
国民年金	収益率	-0.39
	市場運用分（運用手数料等控除後）	-1.26 (-8.53)
	財投債引受け分	0.07 (0.89)
	財政融資資金預託分	1.97 (2.50)
	承継資産分	-1.16

(注) カッコ内は各資産ごとの収益率であり、カッコ外は年金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、年金財政計画の下、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計画との比較による評価

公的年金では社会経済状況の変化を踏まえ、少なくとも5年に1度、財政計画の見直しである財政再計算が行われている。財政再計算では、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将来の収支状況を推計し、あわせて必要な制度改正を行い、財政の均衡が保たれるように財政計画を定めている。

実績がすべて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再計算の予測どおりに推移し、年金財政の均衡は保たれることとなる。

したがって、積立金の運用実績を評価するに当たっては、実現された運用収益率と、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

長期的にみると、年金の給付額の改定は名目賃金上昇率に連動して行われるため、年金給付費は名目賃金上昇率に連動して増加する。また、保険料及び年金給付費によって定まる国庫負担も名目賃金上昇率によって増加する。積立金による運用収入がある場合は、積立金についても相対的規模を維持するために賃金上昇率相当分を積み増すことが必要であり、積立金による運用収入のうち、賃金上昇率分を上回る実質的な運用利回り分が保険料軽減に恒常的に使用できる分となる。

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と、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。

#### (4) 平成11年財政再計算における運用利回り等の前提

平成11年の財政再計算では、直近の預託金や名目賃金上昇率の動向を踏まえ、長期的に名目運用利回り4.0%、名目賃金上昇率2.5%と見込んでおり、実質的な運用利回りは約1.5%とされている。（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7) 平成11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10年度	4.26	4.01	4.57	4.32	-0.30
11	3.67	3.55	3.57	3.45	0.10
12	3.61	3.47	1.08	0.95	2.50
13	3.52	3.27	1.00	0.75	2.50
14	3.49	3.28	0.97	0.76	2.50
15	3.49	3.35	0.97	0.83	2.50
16	3.57	3.48	1.04	0.96	2.50
17	3.76	3.75	1.23	1.22	2.50
18年度以降	4.00	4.00	1.46	1.46	2.50

(注1) 名目運用利回りは、平成10年度は実績見込み値、平成11年度は年金特別会計の予算上の値、平成12～17年度までは旧資金運用部預託分として平成10年度までに旧資金運用部に預託された実績額から推計される値に自主運用分を加重平均したもの。

(注2) 名目賃金上昇率は、平成10年度は厚生年金の実績見込み値、平成11年度は厚生年金の年金特別会計の予算上の値、平成12年度以降は2.5%としている。

(注3) 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。

## 2 運用実績の評価

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14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14年度の収益率（名目運用利回り）は厚生年金が0.21%となり、国民年金が-0.39%となっている。名目賃金上昇率は-1.15%であるから、実質的な運用利回りは厚生年金が1.38%、国民年金が0.77%となる。

再計算上の前提では平成14年度の実質的な運用利回りは、厚生年金が0.97%、国民年金が0.76%であるから、厚生年金では0.41%、国民年金では0.01%、実績が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が再計算の前提を上回っているものの、名目賃金上昇率が物価上昇率を下回ったことや、出生率が低下していること等の運用以外の要素があり、年金財政は全体として厳しくなっている。

（表8）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14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	0.21%	-0.39%	0.17%
	名目賃金上昇率	-1.15%	-1.15%	-1.15%
	実質的な運用利回り	1.38%	0.77%	1.34%
財政再計算上の前提	実質的な運用利回り	0.97%	0.76%	0.96%
実質的な運用利回りの財政再計算上の前提との差		0.41%	0.01%	0.38%
	差 額	0.54兆円	0.00兆円	0.54兆円

（注1）名目運用利回りは、修正総合収益率（運用手数料控除後）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、農林年金の統合、65～69歳への適用拡大及び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。

（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。

(参考)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 (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)		
平成10年度	% 3.78	% 3.28	% -0.48	兆円 129.8	兆円 4.1	% 4.57	% 4.26	% -0.30	% -0.79	兆円 -0.99
平成11年度	5.59	4.94	-0.62	135.4	6.4	3.57	3.67	0.10	2.02	2.61
平成12年度	1.61	1.60	-0.01	135.3	2.1	1.08	3.61	2.50	0.53	0.71
標準報酬等級改定の影響を含めた場合	0.85	1.60	0.74	135.3	2.1	1.08	3.61	2.50	-0.23	-0.31
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10～14年度平均	2.91	2.39	-0.51	-	3.1	2.23	3.71	1.45	0.69	0.91
標準報酬等級改定の影響を含めた場合	2.76	2.39	-0.36	-	3.1	2.23	3.71	1.45	0.53	0.71

○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 (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)		
平成10年度	% 3.57	% 3.07	% -0.48	兆円 8.9	兆円 0.3	% 4.32	% 4.01	% -0.30	% -0.75	兆円 -0.06
平成11年度	5.54	4.89	-0.62	9.5	0.4	3.45	3.55	0.10	2.09	0.19
平成12年度	1.37	1.36	-0.01	9.7	0.1	0.95	3.47	2.50	0.42	0.04
標準報酬等級改定の影響を含めた場合	0.62	1.36	0.74	9.7	0.1	0.95	3.47	2.50	-0.33	-0.03
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10～14年度平均	2.55	2.03	-0.51	-	0.2	2.03	3.52	1.45	0.51	0.05
標準報酬等級改定の影響を含めた場合	2.39	2.03	-0.36	-	0.2	2.03	3.52	1.45	0.36	0.03

(※)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(運用収益除く)等-給付費等  
 [132.1兆円] [134.6兆円] [0.3兆円] [27.8兆円] [30.6兆円]

という関係になっている。(かっこ内は平成14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り、平成14年度は農林年金の統合及び65～69歳への適用拡大の影響も控除している。

(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			実質的な運用利回りの実績と再計算上の前提 (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)		
平成10年度	% 3.77	% 3.27	% -0.48	兆円 138.6	兆円 4.4	% 4.55	% 4.24	% -0.30	% -0.78	兆円 -1.05
平成11年度	5.58	4.93	-0.62	144.9	6.8	3.56	3.66	0.10	2.02	2.79
平成12年度	1.59	1.58	-0.01	145.0	2.3	1.07	3.60	2.50	0.52	0.75
標準報酬等級改定の 影響を含めた場合	0.83	1.58	0.74	145.0	2.3	1.07	3.60	2.50	-0.24	-0.35
平成13年度	2.22	1.94	-0.27	144.3	2.8	0.98	3.50	2.50	1.24	1.78
平成14年度	1.34	0.17	-1.15	141.5	0.2	0.96	3.48	2.50	0.38	0.54
平成10~14年度平均	2.89	2.37	-0.51	-	3.3	2.21	3.70	1.45	0.68	0.96
標準報酬等級改定の 影響を含めた場合	2.73	2.37	-0.36	-	3.3	2.21	3.70	1.45	0.52	0.74

(※)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(運用収益除く)等-給付費等  
 [141.5兆円] [144.3兆円] [0.2兆円] [33.4兆円] [36.5兆円]

という関係になっている。(かっこ内は平成14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り、平成14年度は農林年金の統合及び65~69歳への適用拡大の影響も控除している。

(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。

### 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事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、平成14年度において、移行ポートフォリオを実現するよう、寄託金などの配分を行っている。資金配分に当たっては、移行ポートフォリオに向けてなだらかに資産構成割合を変更することができるよう、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。

この結果、平成14年度における各資産の構成割合の推移と平成13年度末の資産構成割合の値から平成14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、運用環境の変化などにより若干ブレがある資産はあるものの、移行ポートフォリオの乖離許容幅の範囲内でなだらかに移行されており、また、平成14年度末時点の年金資金運用基金の市場運用部分の資産構成割合は、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。このように、資産構成割合については、運用の基本方針に沿って適切に管理されていると評価できる。

(運用資産全体の移行ポートフォリオ)

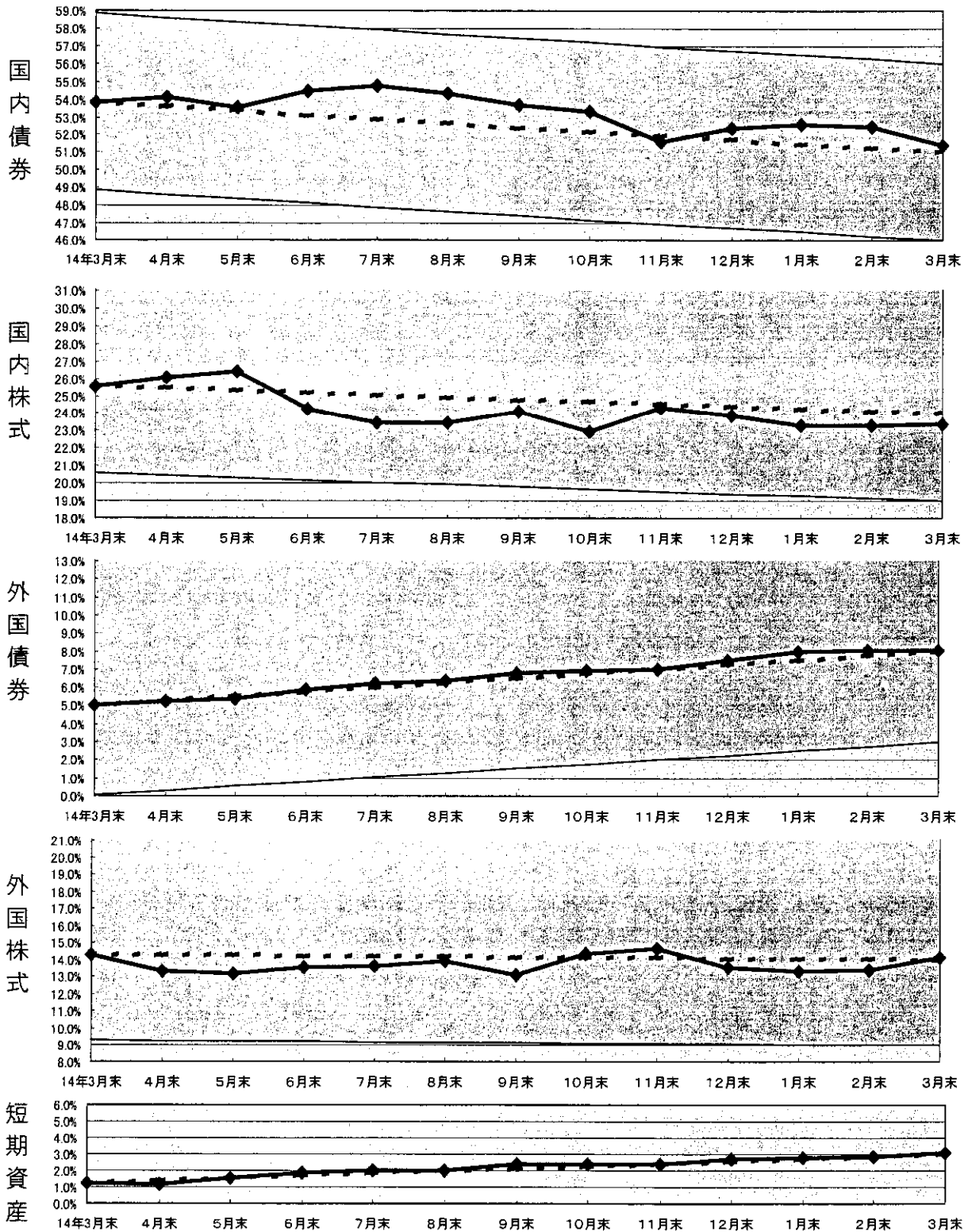
	国内債券	国内株式	外国債券	外国株式	短期資産
移行ポートフォリオ	87%	5%	2%	3%	3%
乖離許容幅	±1%	-1%	-1%	-1%	—
許容範囲	86%~88%	4%~	1%~	2%~	—
年度末の資産構成割合	87.38%	4.54%	1.57%	2.75%	3.77%

(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	51%	24%	8%	14%	3%
乖離許容幅	±5%	-5%	-5%	-5%	—
許容範囲	46%~56%	19%~	3%~	9%~	—
年度末の資産構成割合	51.35%	23.36%	8.06%	14.14%	3.09%



(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14年3月末時点の構成割合と、各資産の平成14年度移行ポートフォリオの構成割合を結んだ直線である。  
 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 市場運用資産の管理運用

〔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

国内債券の運用結果は、時間加重収益率が4.19%、ベンチマーク収益率に対する超過収益率は-0.07%と、ベンチマーク収益率を若干下回ったところである。また、アクティブ運用とパッシブ運用のベンチマーク収益率に対する超過収益率をみると、アクティブ運用が-0.10%、パッシブ運用が-0.04%であり、主にアクティブ運用のマイナスが影響している。

国内債券のベンチマーク収益率との乖離を分析すると、残存期間別の保有状況では、平成14年度において最も収益率が高かった長期セクターについて、基金のファンドはベンチマークの長期セクターの時価構成割合よりも多い状況であったため、プラスへの寄与があった。しかしながら、長期セクター内で最も収益率が高かった超長期セクターの組入れが相対的に低かったことなどにより、長期セクターの収益率がベンチマークの長期セクターの収益率を下回ったことからマイナスの寄与となり、ファンド全体ではベンチマーク収益率を下回ったところである。

さらに債券種別でみると、特に事業債でファンドの収益率がベンチマーク収益率を大きく下回ったことがマイナスに寄与している。

平成13年度のベンチマーク収益率に対する超過収益率と比較すると、若干改善されてはいるものの、なおベンチマーク収益率を確保するには至っていない。その要因としては、アクティブ運用の結果がベンチマーク収益率を下回った要因として大きいことから、平成15年度に実施することとしているアクティブ運用機関の組み合わせ（マネジャー・ストラクチャー）の見直しを着実に行うなどの取組みにより、ベンチマーク収益率を確保するよう努める必要がある。

また、自家運用の国内債券パッシブファンドにおいては、平成13年度に引き続きベンチマーク収益率を確保していることから評価できるものであり、引き続き適切な運用に努める必要がある。

なお、要因分析については適切に行われているが、アクティブ運用及びパッシブ運用それぞれの要因分析を行うなど、さらに詳細な分析を行う必要がある。

平成14年度

時間加重収益率	ベンチマーク収益率	超過収益率
4.19%	4.26%	-0.07%

（参考）平成13年度

時間加重収益率	ベンチマーク収益率	超過収益率
0.87%	0.95%	-0.08%

## (2) 国内株式

国内株式の運用結果は、時間加重収益率が-25.41%、ベンチマーク収益率に対する超過収益率は-0.58%と、全資産の中で最もベンチマーク収益率を下回る結果となっている。また、アクティブ運用とパッシブ運用のベンチマーク収益率に対する超過収益率をみると、アクティブ運用が-0.87%、パッシブ運用が-0.10%であり、主にアクティブ運用のマイナスが影響している。

国内株式のベンチマーク収益率との乖離を分析すると、業種選択要因では下落率の大きかった電気機器等のいわゆるハイテクセクターをベンチマークにおける比率より高い割合で保有していたことと、堅調であった電気・ガス業等の公益セクターを低い割合で保有していたことがマイナスに寄与している。銘柄選択要因では、主に銀行、小売業、化学のセクターにおいて、基金のファンドの収益率がベンチマーク収益率を下回ったことがマイナスに寄与し、ファンド全体ではベンチマーク収益率を下回ったところである。

また、アクティブ運用の内容を運用スタイルの観点から分析すると、基金のファンドは成長株運用（グロース株運用）の割合が割安株運用（バリュー株運用）の割合を上回っており、一方、平成13年度に引き続き割安株が成長株に対して優位な運用環境であったことなどにより、アクティブ運用についてはベンチマーク収益率を下回ったところである。

平成13年度のベンチマーク収益率に対する超過収益率と比較すると、改善はされているものの、依然ベンチマーク収益率を確保できていない。これは、アクティブ運用について、依然として運用スタイルの偏りがあったことが主なマイナスの要因となっている。年金資金運用基金においては、運用スタイルの偏りの是正も視野に入れて平成14年度からアクティブ運用機関の組み合わせ（マネジャー・ストラクチャー）の見直しに着手したところであるが、この見直しを早急に完了させるとともに、運用スタイルの適切な管理を行うなどの取組みにより、ベンチマーク収益率を確保するよう努める必要がある。

なお、要因分析については適切に行われているが、アクティブ運用及びパッシブ運用それぞれの要因分析を行うなど、さらに詳細な分析を行う必要がある。

### 平成14年度

時間加重収益率	ベンチマーク収益率	超過収益率
-25.41%	-24.83%	-0.58%

### (参考) 平成13年度

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

平成14年度の運用結果は、時間加重収益率が15.23%、ベンチマーク収益率に対する超過収益率は-0.24%と、ベンチマーク収益率を下回っているところである。また、アクティブ運用とパッシブ運用のベンチマーク収益率に対する超過収益率をみると、アクティブ運用が-0.19%、パッシブ運用が-0.27%

となっている。

外国債券のベンチマーク収益率との乖離を分析すると、通貨（国）選択要因では、為替が円に対し米ドル安、ユーロ高になったため、円ベースであるベンチマーク総合収益率と各通貨圏別ベンチマーク収益率を比較すると、米ドル圏で-13.7%、ユーロ圏で+10.2%と大きな差異が発生し、基金のファンドがベンチマークの時価構成割合と比べ米ドル圏を少なめに保有していたことがプラスに寄与した。銘柄選択要因では、主にユーロ圏での銘柄選択がマイナスに寄与しており、ファンド全体ではベンチマーク収益率を下回ったところである。

平成13年度のベンチマーク収益率に対する超過収益率と比較すると、改善されており評価できるが、ベンチマーク収益率は確保できていないことから、ベンチマーク収益率を確保するよう努める必要がある。

なお、要因分析については適切に行われているが、アクティブ運用及びパッシブ運用それぞれの要因分析を行うなど、さらに詳細な分析を行う必要がある。

#### 平成14年度

時間加重収益率	ベンチマーク収益率	超過収益率
15.23%	15.47%	-0.24%

(参考)平成13年度(10月~3月)

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%

(注)外国債券は、13年度後半の移行ポートフォリオから設定された資産である。

#### (4) 外国株式

平成14年度の運用結果は、時間加重収益率が-32.23%、ベンチマーク収益率に対する超過収益率は+0.14%と、ベンチマーク収益率を上回っているところである。また、アクティブ運用とパッシブ運用のベンチマーク収益率に対する超過収益率をみると、アクティブ運用が-0.50%、パッシブ運用が+0.42%となっている。

外国株式のベンチマーク収益率との乖離を分析すると、国選択要因は若干マイナスとなったものの、銘柄選択要因がプラスに寄与しており、特に米国の銘柄選択において、年度を通して安定していたエネルギーセクターや薬品・日用品セクターを多めに保有していたこと、上半期において特に下落幅が大きかった、いわゆるハイテクセクターを少なめに保有していたことが、プラスの寄与の主因となっている。

平成13年度のベンチマーク収益率に対する超過収益率と比較すると、改善されたとともに、ベンチマーク収益率も確保していることから、評価できるところであり、年金資金運用基金においては、引き続きベンチマーク収益率を確保するよう適切な運用に努める必要がある。

なお、アクティブ運用については、ベンチマーク収益率を確保できていないことから、平成15年度に実施することとしているアクティブ運用機関の組み合わせ(マ

ネジャー・ストラクチャー)の見直しなどにより、ベンチマーク収益率の確保を図る必要がある。

なお、要因分析については適切に行われているが、アクティブ運用及びパッシブ運用それぞれの要因分析を行うなど、さらに詳細な分析を行う必要がある。

平成14年度

時間加重収益率	ベンチマーク収益率	超過収益率
-32.23%	-32.37%	0.14%

(参考)平成13年度

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、時間加重収益率が0.02%、ベンチマーク収益率に対する超過収益率は-0.07%と、ベンチマーク収益率(CD(譲渡性預金)3ヵ月物金利)を若干下回っているところである。

これは、平成14年4月からペイオフの一部が実施され、CDについて発行元金融機関の信用リスクにも配慮する必要が生じたことに伴い、安全性を重視し流動性を確保する観点から、より安全性が高く満期の短いFB(政府短期証券)による運用を開始したことが要因である。

平成15年度からは、運用の実態に合わせ、ベンチマークをTB(割引短期国債)現先1ヵ月物金利に変更することとしているが、引き続き、安全かつ効率的な運用を行う必要がある。

平成14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%	0.08%	-0.07%

(参考)平成13年度

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) 資産全体

平成14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-8.63%、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-0.19%と、複合ベンチマーク収益率を下回っている。

平成13年度の複合ベンチマーク収益率に対する超過収益率と比較すると、改善はされているものの、依然、複合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、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。

平成14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
-8.63%	-8.44%	-0.19%

（注）複合市場収益率は、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の資産構成割合で加重平均して算出した収益率であり、ここでは、移行ポートフォリオを基に算出している。

（参考）平成13年度

資産全体の時間加重収益率	複合市場収益率	超過収益率
-2.65%	-2.18%	-0.48%

## 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、管理されており、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も行い公表している。

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なされていると評価できる。

〔平成14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	3兆1,251億円	3兆1,258億円
5年債	7兆 139億円	7兆 855億円
10年債	7兆8,095億円	8兆2,307億円
20年債	6,670億円	7,674億円
合 計	18兆6,155億円	19兆2,094億円