

公的年金の運用状況と「財政検証」への注目点

石尾 勝（主任研究員）

はじめに

公的年金は、医療・介護とともに社会保障の車の両輪である。
もし公的年金の運営が危うくなれば、それは年金だけの問題ではなく、我が国の社会保障運営の土台を揺るがし、医療分野にも少なからぬ影響が生じる。

我が国の公的年金は基本的に賦課方式で運営されているが、少子高齢化により、保険料収入（＋一部税金）では国民に約束した給付を確保することは困難である。そこで、我が国は約 164 兆円（2019 年 3 月末時点）に達する巨額な積立金を保有し、積立金からのキャッシュフロー（運用収益の確保、元本の取崩し）により、今後 100 年近くに渡って、年金給付を下支えしていく構造になっている。

従って、この巨額な積立金をどのように運用して年金財政が必要とする運用収益を確保し、将来世代への安定した給付を支えていくかは、公的年金の制度運営における重要課題の一つである。

現在、公的年金の積立金の運用は、年金積立金管理運用独立行政法人（以下、GPIF という）が厚生労働大臣から寄託され、業務を実行している。

GPIF の運用の成果は、公的年金の行き末に少なからぬ影響を及ぼすため、大きなリスク変数の一つと言える。また、巨額の運用は内外の金融市場に大きな影響を与えるため、運用のあり方は社会保障の分野にとどまらず重要度を増している。

本稿では、7 月に公表された GPIF の 2018 年度業務概況書等を基に、直近の運用実績や運用方針等についてサーベイし、幾つかの問題点を指摘する。

さらに、今年は 5 年に一度の公的年金制度の「財政検証」が実施される年であり、積立金の運用実績から得られる知見等も踏まえて、「財政検証」に向けた注目点や課題について言及する。

1. 年金積立金の運用の全体概況

(1) 運用資産の全体収益

2018 年度の GPIF の運用による運用資産全体の収益率は+1.52%であり、収益額は+2 兆 3795 億円であった（図表 1 参照）。

これは、国内株式の下落による評価損（マイナス）があったが、外国株式の上昇によるプラスや債券利子・株式配当等の収益によって、最終的に全体としてカバーできたことによる。

ちなみに、途中の 2018 年 12 月末時点では、内外株式市場の下落等により、運用収益はマイナス▲14.8 兆円、運用利回りは▲9.06%に達し、先行きが危ぶまれたが、その後に市場が回復したため、運用パフォーマンスも盛り返す形となって終わった。

この結果、2018 年度末（2019 年 3 月末）における GPIF の運用資産の総額は、時価ベースで、159 兆 2154 億円となった（別途、年金特別会計で約 4.9 兆円を管理している）¹。

また、公的年金の資金が財政投融资の枠組みから離れ、市場運用を開始して以降（2001 年度～）の年平均収益率は、+3.03%（年率）となり、累積収益額は+65 兆 8208 億円になった（図表 2 参照）。

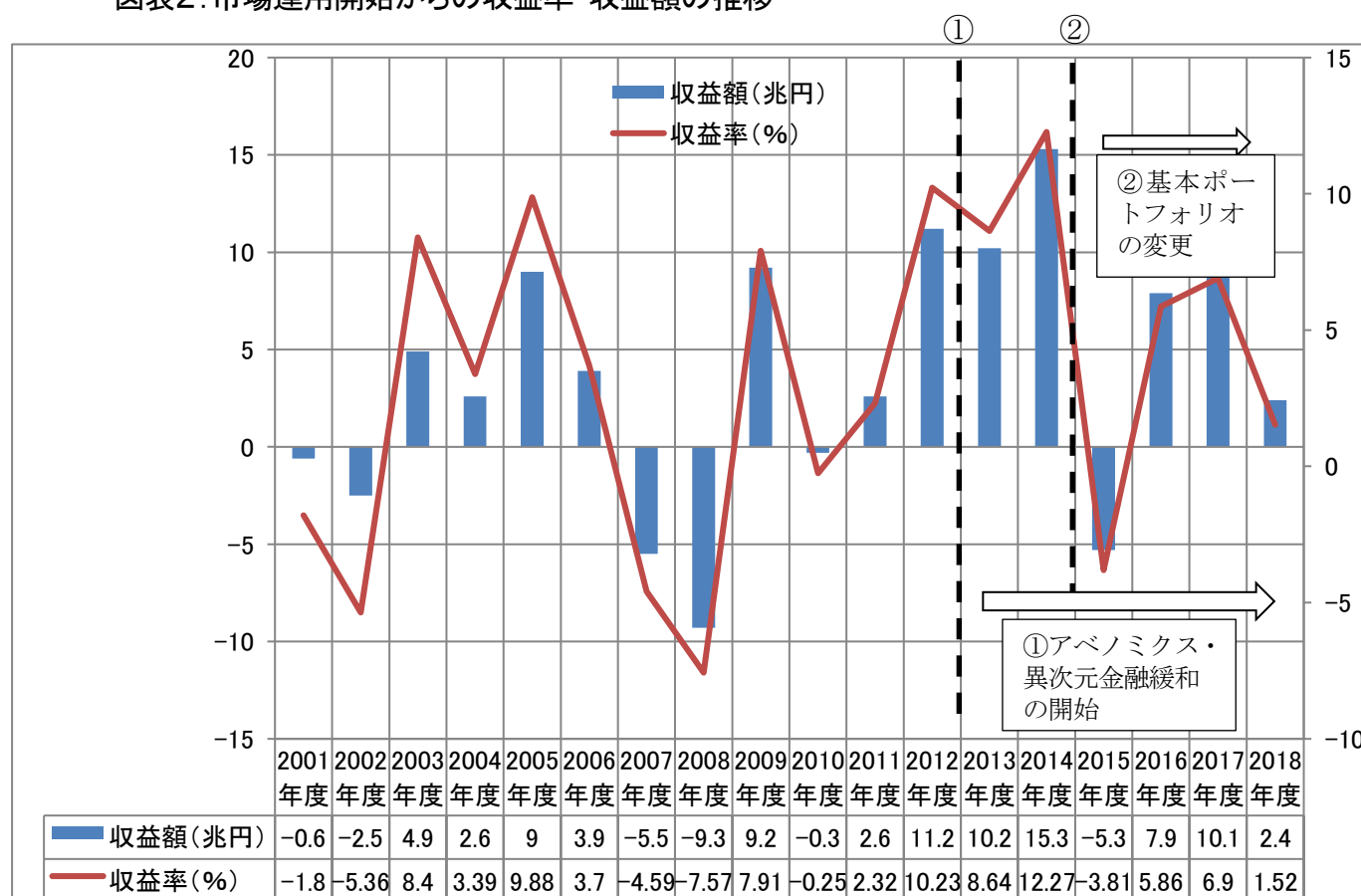
¹ 保険料の受入、年金受給者への給付、積立金との資金授受等の資金繰りを円滑に行う上で必要な額を保有する。これも加えると積立金総額は約 164 兆 1216 億円(時価ベース)になる。

図表1：市場運用開始からの収益率・収益額の推移（単位：収益額は兆円、収益率は％）

	2001 年度	2002 年度	2003 年度	2004 年度	2005 年度	2006 年度
収益額	▲0.6	▲2.5	4.9	2.6	9	3.9
収益率	▲1.8	▲5.36	8.4	3.39	9.88	3.7
	2007 年度	2008 年度	2009 年度	2010 年度	2011 年度	2012 年度
収益額	▲5.5	▲9.3	9.2	▲0.3	2.6	11.2
収益率	▲4.59	▲7.57	7.91	▲0.25	2.32	10.23
	2013 年度	2014 年度	2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年度
収益額	10.2	15.3	▲5.3	7.9	10.1	2.38
収益率	8.64	12.27	▲3.81	5.86	6.9	1.52

（出所） GPIF 2018 年度業務概況書より筆者作成

図表2：市場運用開始からの収益率・収益額の推移



（出所） GPIF 2018 年度業務概況書より筆者作成

(2) 基本ポートフォリオ変更（2014 年 10 月決定）後の運用実績

内外株式の割合を 50%に増やし、外国債券の割合も高めたリスクの大きい基本ポートフォリオへの変更が 2014 年 10 月に決定され、速やかに実行に移された。

基本ポートフォリオ変更後の運用実績を確認すると、2015 年度以降の収益率は、累積で約+10.4%（年率約+2.5%）、収益額は累計で約+15.1 兆円である²。従って、概ね良好なパフォーマンスを維持していると言える（図表 3 参照）。

しかし、ここまでのところ、リスクの高いポートフォリオへの変更が奏功したからと言って、公的年金の運用に問題は無いというわけではない。

例えば、2015 年度は、アベノミクスが停滞状態になり、日銀のマイナス金利政策導入（2016 年 1 月末）が失敗的状況になったこと等から、株安・円高が進み、収益率は▲3.81%、収益額は▲5.3 兆円を計上し、リスクの高い基本ポートフォリオへの懸念が高まった。

ところが、トランプ氏が米国大統領に当選した 2016 年 11 月以降、金融市場でいわゆる「トランプ・ラリー」が起こり、為替は円安に戻り、内外の株価も上昇に転じたため、運用状況は回復することができた。

翻って、足元では、トランプ大統領の下で、米中間の貿易戦争・覇権争いが高じており、内外金融市場は不安定になり、先行きの不確実性が増大しつつある。今後の運用はこれまで以上に難しく、リスクの高いものになる可能性が大きく、留意が必要である。

² 現行の基本ポートフォリオへの変更は 2014 年 10 月に決定されているが、実際の移行はそれから直ちにかつ一挙には行われていないため、評価の起点を定めるのは難しい面がある。ここでは 2014 年度末までに移行が完了したとみて、2015 年度以後の運用実績で確認した。

図表3: アベノミクス以降の資産別の金額・構成割合(年金積立金全体)

		2012 年度末 (2013 年 3 月末)		2013 年度末 (2014 年 3 月末)		2014 年度末 (2015 年 3 月末)		2015 年度 (2016 年 3 月末)	
		資産額 (億円)	構成比	資産額 (億円)	構成比	資産額 (億円)	構成比	資産額 (億円)	構成比
国内債券		744,586	61.81%	701,596	55.43%	567,037	41.25%	528,010	39.19%
市場運用		637,830	52.95%	620,364	49.01%	516,915	37.60%	493,588	36.63%
財投債	簿価	106,757	8.86%	81,232	6.42%	50,122	3.65%	34,422	2.55%
	時価	(110,928)	－	(83,993)	－	(52,114)	－	(35,980)	－
国内株式		175,575	14.57%	208,466	16.47%	316,704	23.04%	305,809	22.69%
外国債券		117,896	9.79%	139,961	11.06%	181,815	13.23%	189,388	14.05%
外国株式		148,758	12.35%	197,326	15.59%	300,772	21.88%	310,714	23.06%
短期資産		17,838	1.48%	18,422	1.46%	8,441	0.61%	13,554	1.01%
合 計		1,204,653	100.00%	1,265,771	100.00%	1,374,769	100.00%	1,347,475	100.00%

		2016 年度 (2017 年 3 月末)		2017 年度 (2018 年 3 月末)		2018 年度末 (2019 年 3 月末)	
		資産額 (億円)	構成比	資産額 (億円)	構成比	資産額 (億円)	構成比
国内債券		478,707	33.04%	445,178	27.50%	431,627	26.30
市場運用		462,236	436,214	26.95%	31.90%	422,664	25.75
財投債	簿価	8,964	0.55%	16,472	1.14%	8,963	0.55
	時価	(9,727)	－	(17,485)	－	9,576	－
国内株式		351,784	24.28%	406,995	25.14%	386,556	23.55
外国債券		196,817	13.58%	239,109	14.77%	278,187	16.95
外国株式		349,262	24.10%	386,629	23.88%	418,975	25.53
短期資産		72,463	5.00%	140,844	8.70%	125,871	7.67
合 計		1,449,034	100.00%	1,618,755	100.00%	1,641,216	100.00%

(出所) GPIF 2018 年度業務概況書より筆者作成

(注) 資産合計は年金特別会計で管理する積立金分の約 4.9 兆円を含んでいる。

(3)運用パフォーマンスの評価（年金財政の観点）

公的年金の積立金の運用におけるパフォーマンス（運用成果）を評価する基準は、単純に毎年の運用実績がプラスであれば良いというわけではない。

運用実績の利回りと、公的年金制度を維持運営していく上で財政的に必要とされる運用利回りとの優劣がより本質的なものとなる。

積立金の運用利回りについては、年金財政の仕組み上、賃金上昇率を上回る運用利回りが必要である³。

従って、運用利回りのうち、賃金上昇率を上回る分が実質的な運用成果と考えられる（これを「実質的な運用利回り」と呼んでいる）。

5年に一度の「財政検証」⁴では、約100年間の長期にわたって人口推計や労働力の見通し、金利や物価・賃金等の様々な経済前提を置いて、複数のケースを設定し、将来の年金給付水準等を推計しているが、その中で、運用利回りについては、「名目運用利回り>名目賃金上昇率」となる前提で数値が設定されている（図表4参照）。

運用パフォーマンスの評価は、実際の運用実績における「実質的な運用利回り」を「財政検証」が前提としている「実質的な運用利回り」と比較することになる。

そこで、この点について確認すると、2018年度運用実績の「実質的な運用利回り」は+0.54%で、「財政検証」の前提である▲0.34%（参考ケース）、▲0.65%（経済再生ケース）を上回っている。また、現在のような市場運用の形態になって以降（2001年度～）でみても、実績は+2.87%（年率換算）で、「財政検証」の+0.11%（参考ケース）、+0.05%（経済再生ケース）を上回っている（図表5参照）。

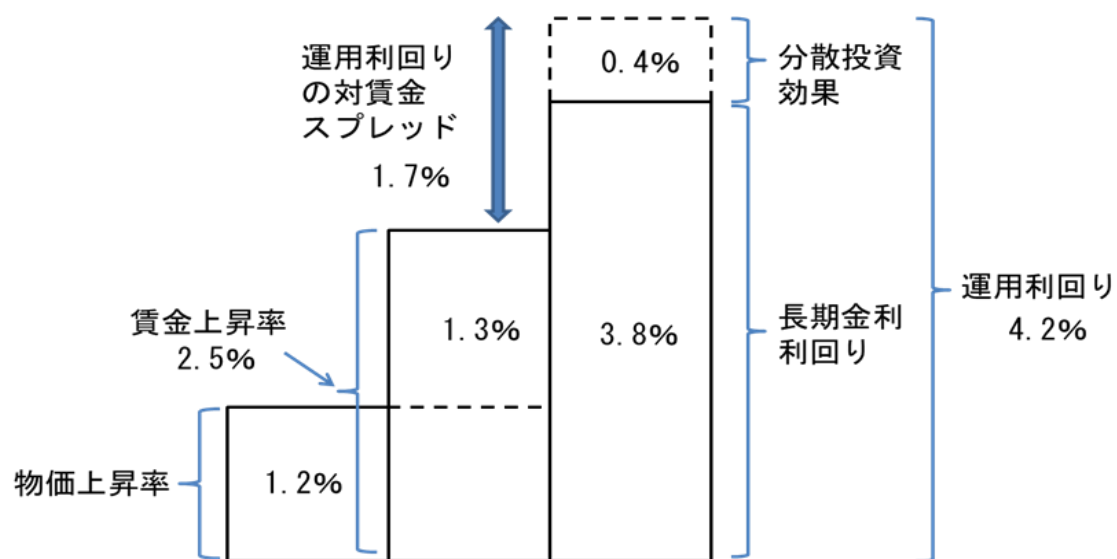
このことは、運用実績が「財政検証」で設定された実質的な利回りを超過達成し、その分だけ将来の給付を賄う上での「のりしろ」ができていていると考えられる⁵。

³ 我が国の公的年金は、基本的に制度設計上、負担も給付も概ね「賃金」に連動する仕組みになっている。例えば、負担面で、大きな部分を占める厚生年金の保険料は「賃金」に保険料率をかける。給付面では、新規受給裁定時に過去の「賃金」を現在価値へ再評価し、給付額を計算する。

⁴ 公的年金は長期的な制度であり、社会・経済の変化を踏まえ、適切な年金数理に基づいて、長期的な年金財政の健全性を定期的に検証することは、公的年金の財政運営にとって不可欠である。このため、厚生年金保険法及び国民年金法の規定により、少なくとも5年ごとに、国民年金及び厚生年金の財政の現況及び見通しの作成が行われる。これを財政検証という。

⁵ 筆者のラフな見積もりでは、前回（2014年）の財政検証における積立金残高の推計に比べ、15兆円程度のプラスの「のりしろ」が生じていると思われる。

図表4: 積立金の運用利回りと対賃金上昇率スプレッド(実質的な運用利回り)の関係



(出所) 年金積立金管理運用独立行政法人 (GPIF) 及び厚労省資料を基に筆者作成

図表5: GPIF の運用の評価(実質的な運用利回りの「実績」と「財政検証の前提」の比較)

	実績値			財政検証の前提	③－④
	名目運用利回り①	名目賃金上昇率②	実質的な利回り(スプレッド)③	実質的な利回り(スプレッド)④	
2018 年度	1.49%	0.95%	+0.54%	-0.34%	+0.88%
2001～2018 年度	2.70%	-0.16%	+2.87%	0.11%	+2.76%

(出所) GPIF 2018 年度業務概況書より筆者作成

(注) 財政検証での想定スプレッド(実質的な利回り)は、参考ケースEの数値

2. 運用資産別の運用実績

(1) 運用資産別の収益率と収益額

資産別の運用実績（収益率・収益額）は、以下の通りである（図表6、図表7参照）。

国内債券（市場運用分）は、収益額が+5959億円、収益率⁶は+1.43%であった。

マイナス金利政策が続く中、プラスの利回りを確保できているのは、市場金利が年度末にかけて低下（債券価格は上昇）したこと、過去から保有する比較的利率の高い債券からの利息収入（インカムゲイン）が+4389億円あったためである。ちなみに、インカムゲイン利回りは1.02%であった。

国内株式は、収益額が▲2兆732億円、収益率は▲5.09%と大きな損失であった。

これは、配当等収入（インカムゲイン）で+9070億円を計上したものの、国内株式の資産配分割合を高めだったことから、市場の下落によるキャピタルロス（▲2兆9802億円）が大きかったことによる。

外国株式は、収益額が+3兆1411億円、収益率は+8.12%と良好であった。

これは、海外株式市場が好調で、キャピタルゲインに加え、配当等も堅調（+9761億円）だったことによる。

外国債券は、収益額が+6975億円、収益率は+2.70%となった。

その内訳をみると、キャピタルゲインは▲223億円で若干のマイナスであったが（主に為替のユーロ安円高等のため）、利子収入（インカムゲイン）で+7198億円を確保した。

⁶ 収益率は修正総合利回りである

図表6: 2018 年度の運用資産別の収益率と収益額

		収益率 (%)	収益額 (億円)	インカム ゲイン (億円)	キャピタル ゲイン (億円)
市場 運用分	国内債券	1.43	5,959	4,389	1,570
	国内株式	▲5.09	▲20,732	9,070	▲29,802
	外国株式	8.12	31,411	9,761	21,650
	外国債券	2.70	6,975	7,198	▲223
	短期資産	0.02	11		
財投債		1.93	172		
資産全体		1.52	23,795	30,409	▲6,614

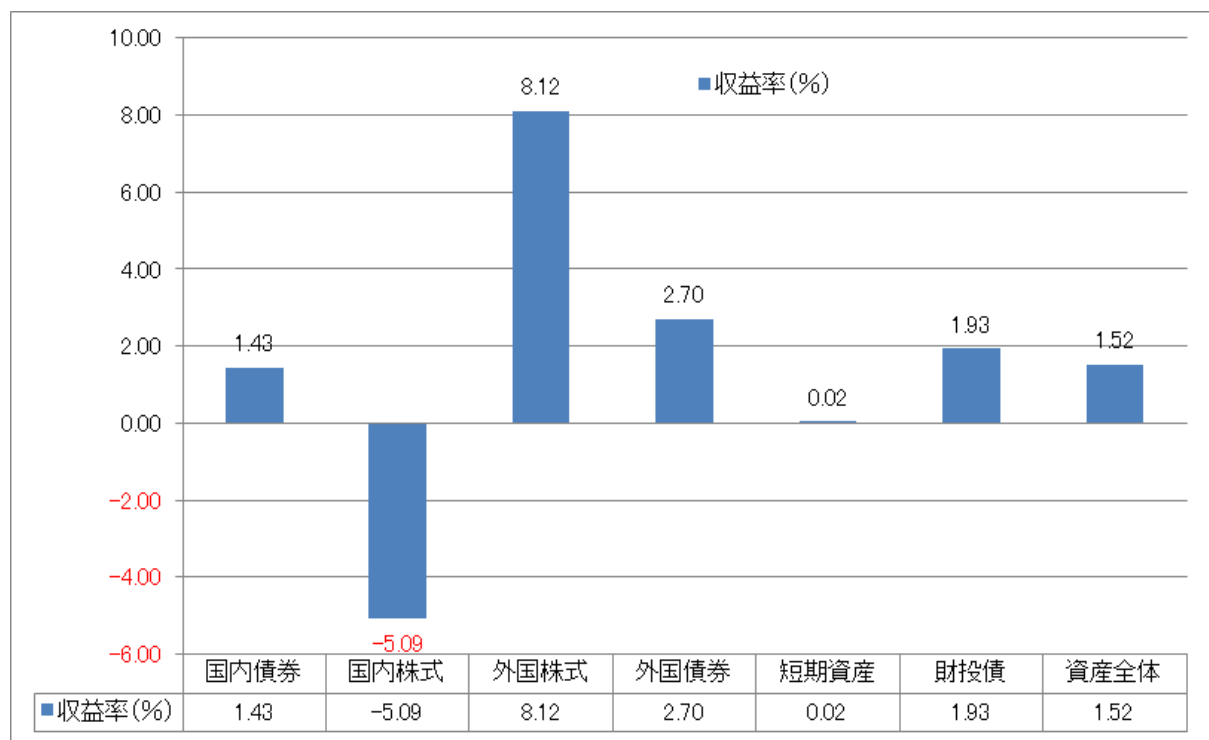
(注) 国内債券のインカムゲインには財投債のインカムゲインも含む。

合計のインカムゲインには短期資産の収益（インカムゲイン）も含む。

キャピタルゲインは収益額からインカムゲインを引いて算出した。

(出所) GPIF 2018 年度業務概況書より筆者作成

図表7: 2018 年度の運用資産別の収益率



(出所) GPIF 2018 年度業務概況書より筆者作成

(2)運用資産の構成（年金積立金全体ベース）

2018 年度末の公的年金の積立金の総額は、時価ベースで、164 兆 1216 億円となった⁷。以下、運用資産の構成についてサーベイする（図表 8 参照）。

国内債券の運用金額は 43 兆 1627 億円、構成割合は 26.3%となった。

2017 年度から金額は 1.4 兆円弱減り、構成割合も約 1%低下している。

「基本ポートフォリオ」と比べると、国内債券が大きくアンダーウェイトになっているのが目立つ。

これは、日銀のマイナス金利政策の継続により、運用の大宗を占める長期国債金利が 10 年未満ではほぼマイナス化しているため、新規投資や再投資が困難となっていることが要因として大きい。

国内株式の運用金額は 38 兆 6556 億円、構成割合は 23.6%となった。

2017 年度から金額は約 2 兆円減り、構成割合も低下したが、これは市場の下落による面が大きい。

外国株式の運用金額は 41 兆 8975 億円、構成割合は 25.5%となった。

2017 年度から金額は約 3.2 兆円増えたが、これは市場の上昇による面が大きく、積極的に組み入れた結果ではないと考えられる。

外国債券の運用金額は 27 兆 8187 億円、構成割合は 17.0%となった。

2017 年度から金額は 4 兆円弱も増え、構成割合も大幅に上昇したが、これは市場動向を考えると外国株式のように時価の上昇によるものではなく、金利が極めて低い国内債券ではリターンがあまり得られないため、外国債券に積極的な新規投資を行った結果だと思われる。

なお、運用資産の構成を、資産のリスク/リターンの観点から、安全な資産（国内債券及び短期資産）とリスクの高い資産（内外株式、外国債券）に分けてみると、安全資産は約 1/3 で、リスク資産が約 2/3 を占めており、リスクが高めのポートフォリオ運用になっていることがわかる（図表 9 参照）。

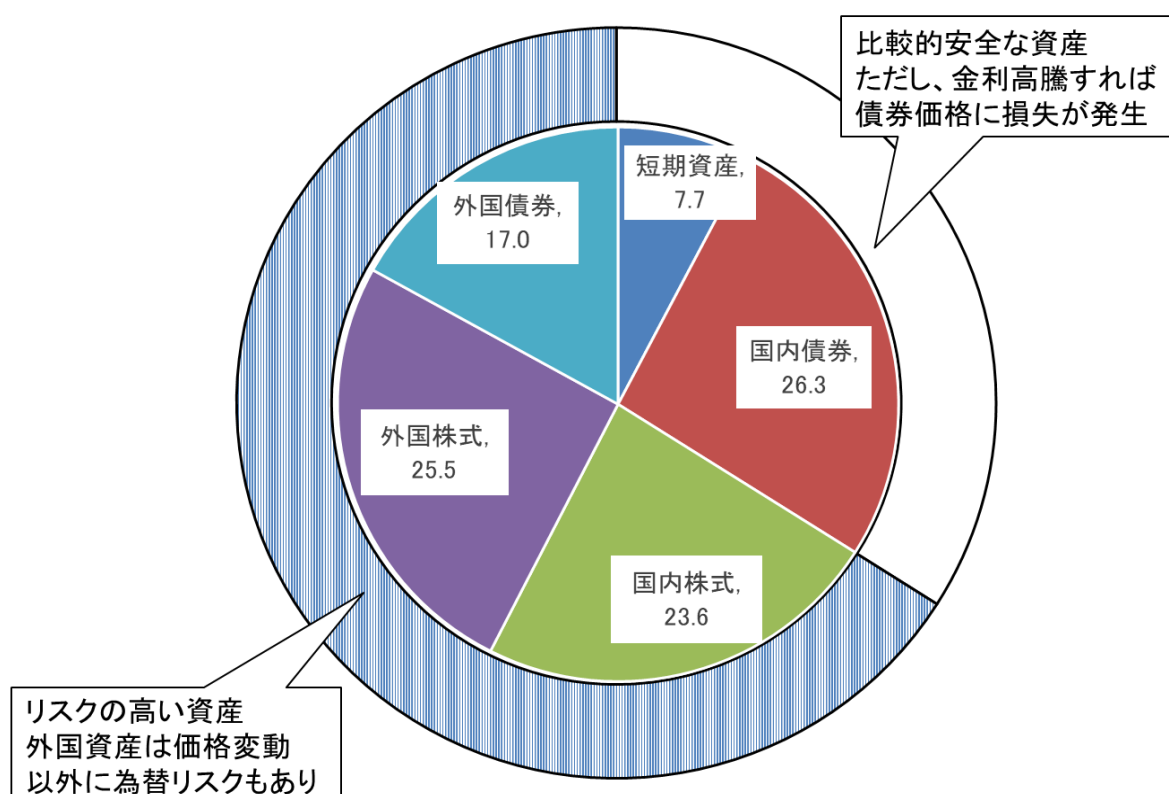
⁷ GPIF での運用資産の他に、年金特別会計で管理する約 4.9 兆円を含んだ数値である。

図表8:運用資産別の資産額と構成割合

	2017 年度末		2018 年度末		基本ポート フォリオ (%)
	運用資産額 (億円)	構成割合 (%)	運用資産額 (億円)	構成割合 (%)	
国内債券	445,178	27.50	431,627	26.3	35.0 (±10)
国内株式	406,995	25.14	386,556	23.6	25.0 (±9)
外国株式	386,629	23.88	418,975	25.5	25.0 (±8)
外国債券	239,109	14.77	278,187	17.0	15.0 (±4)
短期資産	140,844	8.70	125,871	7.7	—
合計	1,618,755	100	1,641,216	100	100

(出所) GPIF 2018 年度業務概況書より筆者作成

図表9:2018 年度末の資産別の構成割合



(出所) GPIF 2018 年度業務概況書より筆者作成

3. オルタナティブ資産の運用

(1) 運用の目的と方針

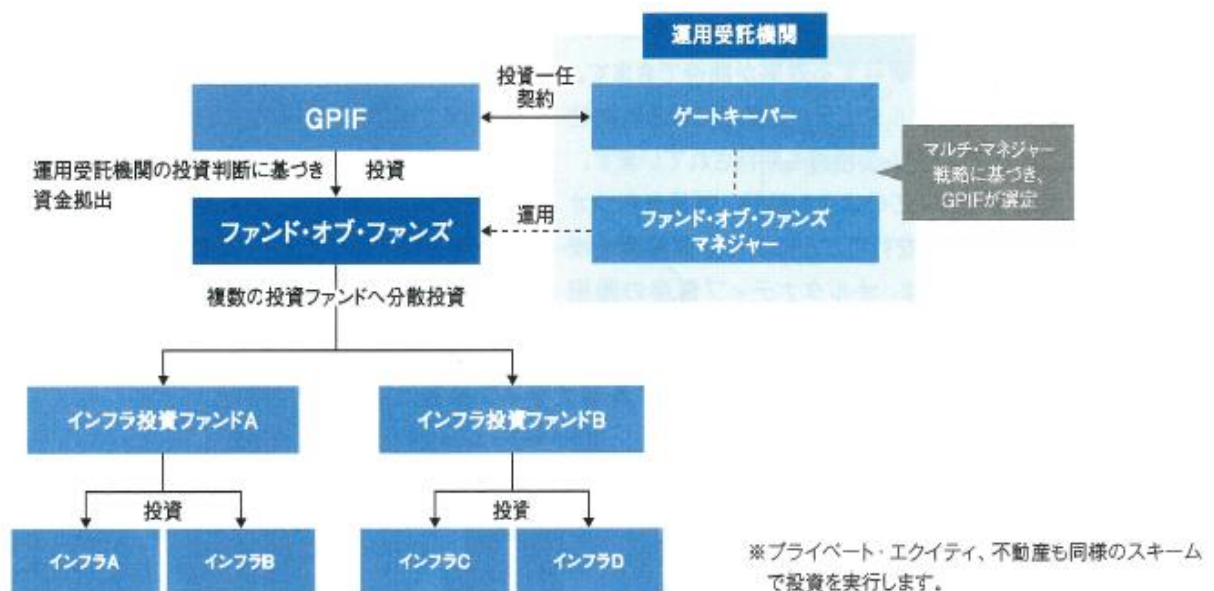
オルタナティブ資産は、一般に、伝統的な投資対象（上場株式や債券）とは異なるリスク・リターン特性を有しており、資産運用のポートフォリオに組み入れることにより、運用の向上に寄与する効果が期待されている。

GPIF も、2012 年度から調査研究を進め、パイロット投資を経て、2015 年度からの中期計画（2015 年度～2019 年度）において、資産全体の 5 % を上限にオルタナティブ資産へ投資することを明記した。

その計画に沿って、2017 年度以降、オルタナティブ資産での本格的な運用を開始している（投資スキームは図表 10 参照）。

なお、投資対象は、現在のところ、インフラストラクチャー、プライベート・エクイティ、不動産の 3 領域としている。

図表 10: GPIF のオルタナティブ投資のスキーム



（出所）GPIF 2018 年度業務概況書

(2) インフラストラクチャー投資

① 投資概要

インフラストラクチャー投資（以下、インフラ投資と呼ぶ）とは、電力発送電、パイプライン、鉄道等のインフラストラクチャーへの投資を言う。

基本的に長期に渡り、安定した利用料収入（インカムゲイン）が期待できるので、海外では年金基金等の有力な投資手法の一つとなっている。

特に社会・経済活動に不可欠で、当局による規制等が確固としており、長期契約に基づく安定した利用料収入等が見込まれるものを「コア型」と呼ぶ。

② 投資内容

「コア型」を中心とした分散投資をタイムリーかつ効率的に行うことで、利用料収入等からのインカムゲインを中心に安定的なリターンの獲得を目指している。

投資方法は、①自家運用での投資信託の購入（2014年2月からカナダ・オンタリオ州公務員年金基金及び日本政策投資銀行（DBJ）との共同投資協定に基づく投資）に加え、②投資一任契約方式（ファンド・オブ・ファンズ形式）において、2017年度より運用受託機関を選定し、投資ガイドラインに従った投資を委託している。

③ 運用状況

投資残高は、2019年3月末で、2935億円（時価総額）である。

国別では、英国が45%、スウェーデンと米国が11%、オーストラリアが10%で、タイプ別では、港湾が19%、空港が18%、上下水道が16%、送配電が13%、等となっている。

収益面では、2018年度の配当金は13億円であった。これを利回りの的に見れば1%弱であり、決して高いリターンとは言えない。

今のところ、投資を開始してから日も浅く、金額も全体から見れば小さいことから、本格的に評価するのは時期尚早と思われる。

(3) プライベート・エクイティ投資

① 投資概要

主に非上場企業の株式（プライベート・エクイティ（PE））を投資対象とする。PE ファンドは、その運用手法・内容によって様々な種類があり、様々なステージにある投資対象にリスク分散し、適切なタイミングと規模を選んで、投資を行う。

一般に、PE 投資は、資金投入から収益獲得、元本回収までの時間軸が長い。

また、収益に関して、投資のためのキャッシュアウトが先行するので、当分の間リターンがマイナスとなるが、時間が経つにつれ、成果が上がり、リターンプラスに転じる現象（J カーブ効果）がある。こうした特性から、年金資産のような時間軸が長い運用に向いているとされる。

② 投資内容

運用方針は、創業、成長、発展、再生といった様々なステージにある非上場企業へ分散投資を行うことで、主に企業価値の増大による比較的高いリターンを確保し、投資ポートフォリオ全体のリターン向上に貢献することとしている。

投資方法は、①自家運用での投資信託の購入（2015 年 6 月から国際金融公社（IFC）及び日本政策投資銀行（DBJ）との共同投資協定に基づき投資）があるが、②投資一任契約方式（ファンド・オブ・ファンズ形式）については、運用受託機関の選定を行っているものの未だ投資実績はない。

③ 運用状況

投資残高は、2019 年 3 月末で、未だ 143 億円である。

収益面では、運用を開始した 2015 年 6 月以来の U S ドル建て収益率は、投資の一部で J カーブ効果の回収期に入ったことから、3.43%とプラスに転じている。

国別では、中国が 41%、アフリカが 25%、インドが 11%で、3/4 を占めている。業種別には、一般消費財やヘルスケア、I T、金融等に分散投資されている。

(4)不動産投資

① 投資概要

不動産投資は、大きく言って、2つのやり方がある。

一つは、直接、実物不動産に投資する方法で、家賃等の賃料（インカムゲイン）を得る、または、当該実物不動産を売却することでキャピタルゲインを得る。

もう一つは、不動産投資を行っているファンドに投資する方法で、ファンドからの配当や分配金を得るか、当該ファンドを売却することでキャピタルゲインを得る。GPIFは、後者の手法によっている。

不動産投資は、不動産市場に特有の需給関係等による価格変動があること、案件あたりの投資金額が比較的大きくなる場合が多いこと等から、投資のタイミング・対象種別等をリスク分散することが重要となる。また、保有する不動産の資産価値を維持向上させていくことも大事で、管理運営も重要なポイントになる。

② 投資内容

運用方針は、不動産ファンドを中心とした分散投資をタイムリーかつ効率的に行うことで、インカムゲインを中心とした安定的なリターンの獲得を目指している。

投資方法は、投資一任契約方式（ファンド・オブ・ファンズ形式）により行うが、国内不動産は、2017年12月に運用受託機関として三菱UFJ信託銀行を採用し、開始している。海外不動産については運用受託機関の選定を終え、投資を2019年度に開始する。

③ 運用状況

投資残高は、2019年3月末時点で、1249億円（時価総額）である。

国内不動産のタイプ別では、物流施設が全体の31%、商業施設が23%、オフィスが19%、賃貸住宅17%、となっている。

収益面では、国内不動産の収益率は2.30%、配当金は未だわずか3億円である。

4. 基本ポートフォリオの「定期検証」の結果と考察

(1) 基本ポートフォリオの「定期検証」とは

厚生労働大臣がGPIFに示した中期目標では、『年金積立金の運用は、財政検証結果を踏まえ、保険給付に必要な流動性を確保しつつ、長期的に積立金の実質的な運用利回り（積立金の運用利回りから名目賃金上昇率を差し引いたもの）1.7%を、最低限のリスクで確保すること』とされている。

GPIFは、上記の中期目標を達成するために定めた「基本ポートフォリオ」が、市場環境等が時間とともに変化していく中で直近の時点でも適切かどうか、の検証を定期的に行うこととしている。

具体的には、直近の経済・市場データを更新した上で、運用ポートフォリオとしての効率性、ダウンサイドリスクへの頑健性、年金財政の持続可能性への影響の観点からの積立金運用の有効性等を検証している。

(2) 今回の「定期検証」の結論

その検証内容を総括すると、以下の通りである。

- ・分析の結果、現行の基本ポートフォリオは依然として効率的であり、概ね目標利回りを満たしている。
- ・運用資産残高が、年金財政上で必要な予定積立金額を下回るリスクは小さくなっている。
- ・現行の基本ポートフォリオは見直す必要はない。

(3) 予定積立金額の確保に関する検証

「財政検証」において、概ね今後の100年の年金財政を推計・分析しているなかで、積立金についても将来的に予定している必要な残高の推移を算出している。

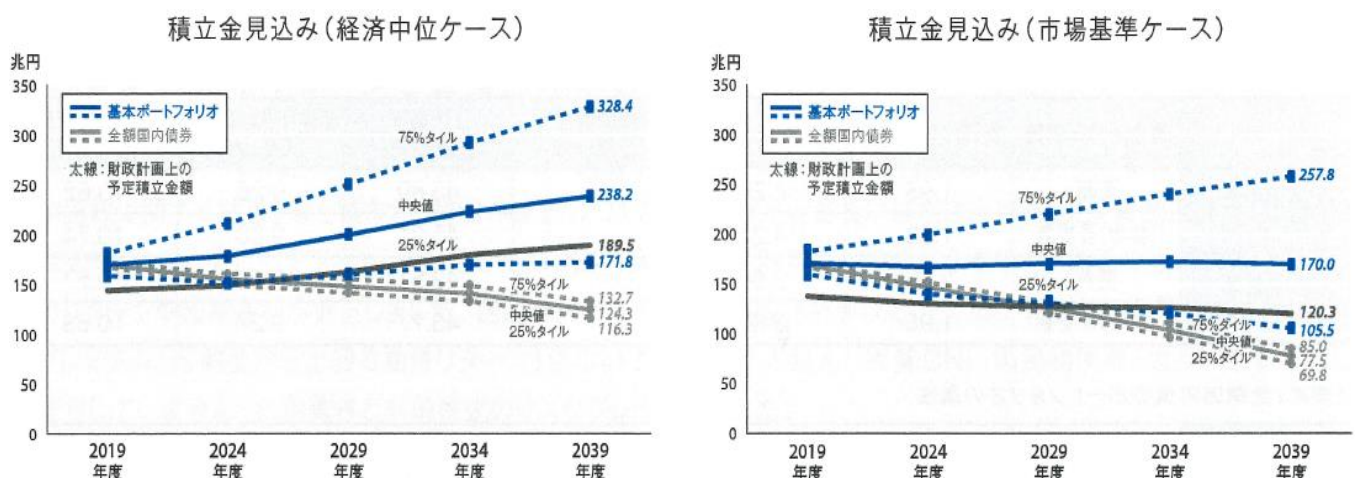
従って、年金財政上で必要な積立金の残高を将来的に確保できないリスクについて検証しておく必要がある。

今回は、2018年12月末を起点に、各資産の期待リターンとリスクを基に、現行の基本ポートフォリオで運用した場合の積立金残高の将来分布をシミュレーションし、必要な残高を確保できないリスクを確率的に推計して、現行の基本ポートフォリオの評価を行っている（図表11参照）。

その結果、現行の基本ポートフォリオのままで運用したと仮定した場合、将来的に必要な積立金額を確保できないリスクはかなり低いという結論が出ている。ただし、この要因には、比較的良好だった運用のおかげで、シミュレーションの起点（2018年12月末）における積立金残高が上振れしたことがあると思われる。

しかし、足元の数値で将来の財政状況が確定したわけではなく、今後の運用次第では、将来的に必要な残高を確保できないリスクが上昇することもあり得る。国民の老後を支える公的年金において、リスクが高めの運用を行っていることを肝に銘じ、将来への安易な楽観は控えることが望ましい。

図表11: 将来の予定積立金額を下回る確率



（出所）GPIF 2018 年度業務概況書

5. 積立金運用における課題

(1) リスクの高いポートフォリオ運用に対するリスクの再認識

安倍政権は、アベノミクスを掲げて、「3本の矢」「新3本の矢」等を繰り出したが、その成果については、株高・円安をもたらしたものの、肝心のデフレからの完全脱却や成長戦略に関しては未だ道半ば、との評価が多い。

そうした中で幸いなことに、公的年金の積立金運用はこれまでのところ、比較的良好なパフォーマンスを確保してきた。

しかしながら、そのことによって、公的年金の制度上の問題点や将来的な財政リスクが解消してしまったわけではない。

そもそも、市場での運用は多大な運用リスクを内包している。

株式等のリスクの高い資産に多く配分すれば、ポートフォリオ全体のリスクは高まるが、そのリスクの程度は金額ベースの構成割合よりも格段に大きい。

例えば、「株式」の資産全体に占める割合が金額的に50%だからと言って、リスクの大きさの割合は50%では収まらず、もっと大きい。他の資産の内容等にもよるが、ポートフォリオのリスクの大半を占める可能性もある。

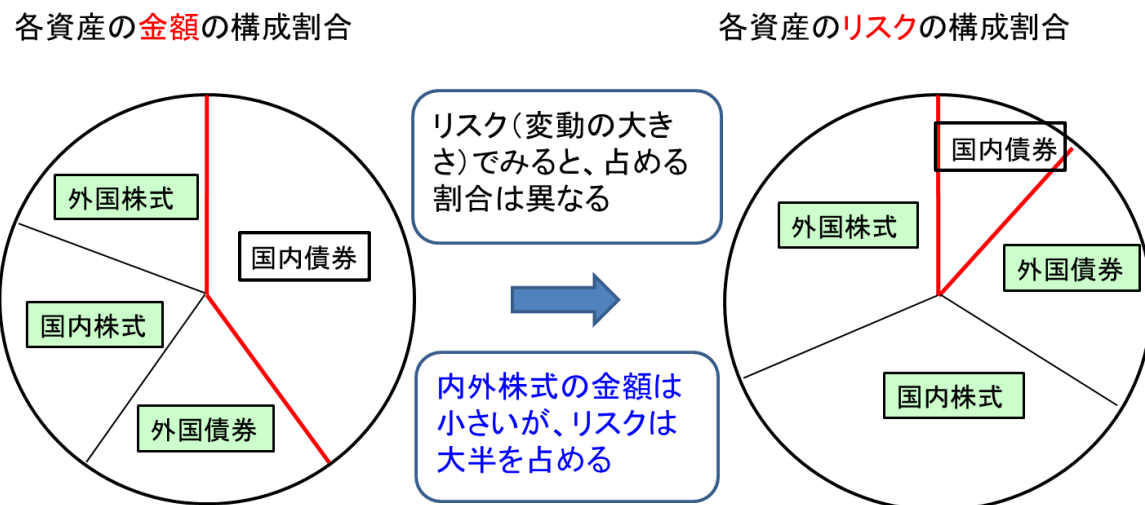
GPIFのポートフォリオでは内外株式や外国債券の構成割合が高まっているが、金額ベースの構成割合に比べて、運用リスクベースでは大幅にリスクが増加していることに留意しておく必要がある（図表12参照）。

さらに、もう一つの問題点は、資産構成割合の調整（ポートフォリオのリバランス）が機動的かつ十分に行うことができない状態に陥っていることである。

マイナス金利政策が続く運用環境では、安全資産とされる国内債券に新規投資や再投資することが極めて困難になっており、国内債券の構成割合が低下して、基本ポートフォリオの許容下限に近づいているにもかかわらず、リバランスすることができなくなっているのである。

こうした状況は、アベノミクス・異次元金融緩和政策の下での運用の限界を示しているとも言える。

図表12:ポートフォリオにおける各資産の金額割合とリスク割合(イメージ)



(出所) 筆者作成

(2) リスクを減らした運用の検討の必要性

良好な運用実績により、将来必要な給付に備えた積立金の残高に余裕（財政運営上の「のりしろ」）ができています（1. (3)運用パフォーマンスの評価を参照）。

しかし、この「のりしろ」は将来に向かって確定したわけではなく、今後の運用次第では消失してしまうこともありうる。

万一、公的年金の積立金運用が想定通りに収益をあげられなかった場合は、最終的に国民が『保険料の引き上げ』か『年金給付の削減』という形で、代償を払わざるを得なくなる可能性もあることを考えると、公的年金の運用でいつまでも大きなリスクを取り続けることは好ましくない。

運用の多様化や高度化を否定するものではないが、公的年金の使命である将来の確実な給付を考えた時、「のりしろ」があるうちに、リスクを減らした運用の方向性を考えていくべきではないだろうか。

おわりに:「財政検証」の結果に向けた注目点と課題

今年は5年に一度の公的年金の「財政検証」の年である。

前回からの環境変化や運用成果等を織り込んだうえで、将来の財政収支や給付状況がどのような姿になっていくのか、大いに注目されるところである。

「財政検証」に関する注目ポイントは多々あるが、ここでは、それらのうち、大きく3つの点について指摘したい。

(1)「財政検証」における将来試算に係る技術的な面

前回までの「財政検証」は、出生率等の社会動向の前提、全要素生産性、長期金利等の経済変数の想定やシナリオが楽観的であるとの指摘が少なくなかった。

できるだけ現実的で蓋然性の高い前提等に基づいた検証が行われることが肝要であり、その結果としての厳しい将来の姿もしっかり受け止める必要がある。

今回は6ケースのシナリオが設定されるが、そのうち、前提等が楽観的なケースではなく、保守的で慎重なケースを重視して結果を吟味すべきだろう。

また、年金財政の持続性を確保するための「マクロ経済スライド」の仕組みがほとんど発動されない現実を踏まえ、発動の円滑化に向けた議論と、発動の有無による将来の給付水準や財政状況の変化等についての分析が必要であり、この点に関する検証結果も注目される⁸。

(2)試算結果に関する議論のあり方

先頃、「老後資金は2000万円不足する」との金融庁・審議会報告書の記述が歪んだ形で取り上げられて問題化したが、そもそも、「人生100年時代」にどう備えるか、という国民生活の大きな課題に対してきちんと向き合う必要がある。

そのためには、国が国民に対して、適切な形でデータや情報を示し、十分に説明した上で、将来の方向を提示しなければ、国民の納得と理解は得られない。

⁸ マクロ経済スライドの発動が制約されたままでは、積立金があと30数年で底をつくとの試算もある（西沢和彦・日本総合研究所調査部主席研究員、中田大悟・創価大学准教授「年金過剰給付の是正急げ」（日経新聞 経済教室 2018年8月17日）。

その点に関して「財政検証」の結果を吟味する上での留意点を一つ上げると、「サラリーマンの夫＋専業主婦＋子供2人」という世帯を「標準」モデルとして中心的に考えるべきではない、ということである。

総務省の調査等によれば、今日の我が国の世帯は「標準」世帯はかなり以前にもはや「標準」ではなくなっている。「共働き」世帯が主流で、また、男・女、若年層・高齢者を問わず、単身世帯が増加している。

従って、「標準」以外の世帯を公的年金制度でどこまで支えられるのか、世帯の多様性を見据えた考察と政策対応が不可欠である⁹。

(3)試算のオプション（制度や政策の変更シミュレーション）に関する注目点

オプションとして、給付内容や適用範囲等に関する制度や政策を変更した場合のシミュレーション結果にも要注目である。

安倍首相は、新たに「全世代型社会保障」制度の実現を掲げており、公的年金制度についても、働き方改革と絡めた合わせ技で、持続可能で健全な制度への再構築に向けた政策的対応を考えていく必要に迫られている。

例えば、厚生年金の適用対象者の拡大や繰り下げ受給の上限年齢の延長、在職老齢年金制度の見直し等についての政策的議論が高まっている。

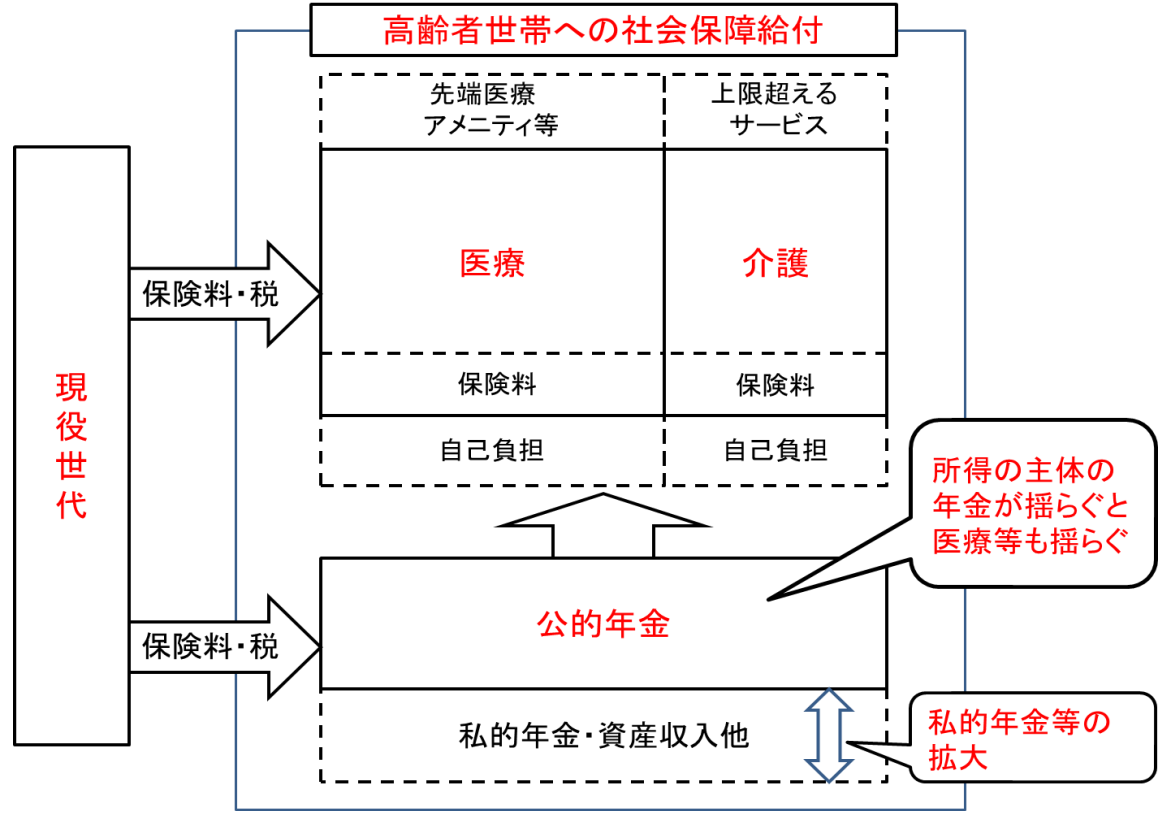
こうした制度変更とその影響に関して、今般の財政検証でどのような試算が行われ、どのような帰結が得られるのかは、政策への連関の点からも重要である。

我が国の公的年金は制度面でも運用面でも課題が山積みであり、その先行きは決して楽観できない状況にある。本稿の冒頭でも述べたように、公的年金の運営が危うくなれば、それは年金だけの問題ではなく、我が国の社会保障運営の土台を揺るがし、医療分野にも少なからぬ影響が生じる。

足元の運用成績に安心して寄りかからず、財政検証の結果を基に、制度運営や財政上の課題、問題点等を丁寧に議論し、真の意味で「100年安心」な公的年金の実現に向けて、各方面が知恵を出し合っていくことが求められる。

⁹ 総務省「国勢調査」「家計調査」等によれば、「標準世帯」は2017年で日本の総世帯数の4.9%に過ぎない。1位は無業・単身で約17%、次が有業・単身で約16%である。

図表 13: 年金と医療・介護の関係(高齢者世代の社会保障給付の在り方)



(出所) 筆者作成

【参考文献】

年金積立金管理運用独立行政法人(GPIF) ホームページ

<http://www.GPIF.go.jp/>

年金積立金管理運用独立行政法人(GPIF) 「2018年度業務概況書」(2019年7月)

厚生労働省 ホームページ (年金関係)

<http://www.mhlw.go.jp/stf/seisakunitsuite/bunya/nenkin/nenkin/index.html>

厚生労働省 「平成21年財政検証レポート」(平成22年3月)

「国民年金及び厚生年金に係る 財政の現況及び見通しー平成26年財政検証結果 」(平成26年6月)

平成29年度「厚生年金・国民年金の収支決算の概要」(平成30年8月)

厚生労働省 社会保障審議会年金部会資料 「年金財政における経済前提と積立金運用のあり方について」(平成26年3月)

首相官邸 ホームページ (アベノミクス・成長戦略関係)

http://www.kantei.go.jp/jp/headline/seicho_senryaku2013.html

企業年金連合会 ホームページ <http://www.pfa.or.jp/index.html>

日医総研W P NO. 359 『公的年金の積立金運用動向に関する考察』 (2016年2月)

日医総研W P NO. 365 『公的年金の積立金運用に関する考察 (追加分析) 』
(2016年8月)

日医総研W P NO. 417 『公的年金の積立金の運用について』 (2018年10月)

西沢和彦・日本総合研究所調査部主席研究員、中田大悟・創価大学准教授

「年金過剰給付の是正急げ」 (日経新聞 経済教室 2018 年 8 月 17 日)

(参考1)過去の年金積立金の運用状況

市場運用移行後の年金積立金の運用状況は下表のとおりである。

図表 14: 過去の年金積立金の運用状況 (単位: 収益額は億円)

	積立金全体		管理運用法人 (注1)		年金特別会計	
	収益額	収益率	収益額	収益率	収益額	収益率
平成13年度	27,787	1.94%	-13,084	-1.80%	40,870	2.99%
14年度	2,360	0.17%	-30,608	-5.36%	32,968	2.75%
15年度	68,714	4.90%	44,306	8.40%	24,407	2.41%
16年度	39,588	2.73%	22,419	3.39%	17,169	2.06%
17年度	98,344	6.83%	86,811	9.88%	11,533	1.73%
18年度	45,669	3.10%	37,608	3.70%	8,061	1.61%
19年度	-51,777	-3.53%	-56,455	-4.59%	4,678	1.45%
20年度	-93,176	-6.86%	-94,015	-7.57%	839	0.57%
21年度	91,554	7.54%	91,500	7.91%	54	0.09%
22年度	-3,263	-0.26%	-3,281	-0.25%	19	0.03%
23年度	25,863	2.17%	25,843	2.32%	20	0.03%
24年度	112,000	9.56%	111,983	10.23%	17	0.03%
25年度	101,951	8.23%	101,938	8.64%	13	0.02%
26年度	152,627	11.62%	152,619	12.27%	8	0.01%
27年度	-53,498	-3.64%	-53,502	-3.81%	4	0.00%
28年度	78,930	5.48%	78,925	5.86%	5	0.01%
29年度	100,293	6.52%	100,290	6.86%	3	0.00%
合計 (注2)	643,672	3.00%	503,007	2.89%	140,665	0.98%

(出所) 厚労省「平成 29 年度 年金積立金の運用状況について」を基に筆者作成

(注1) 平成 17 年度以前は年金資金運用基金、旧年金福祉事業団からの承継資産の損益を含む
収益率は運用手数料及び借入金利息等控除前の数値。合計欄の収益率は 16 年平均(年率)

(参考2)マクロ経済スライドについて

「マクロ経済スライド」のコンセプトは、以下の通りである。

- ① 現役世代の減少による保険料負担力の低下（ア）、年金受給世代の平均寿命の伸長に伴う給付額の増加（イ）に応じて、
- ② 年金額の改定率（物価や賃金上昇による改定）の引き下げを行い、
- ③ 年金財政の安定均衡を達成するまでの間、給付水準を抑制する。

具体的には、年金財政の均衡が図られるまでの一定期間の間（給付水準調整期間と呼ぶ）、（ア）被保険者数の減少分、（イ）平均余命の伸びの分、の2つを加えた率の分だけを本来の改定率を引き下げて、その分給付水準を抑制する。

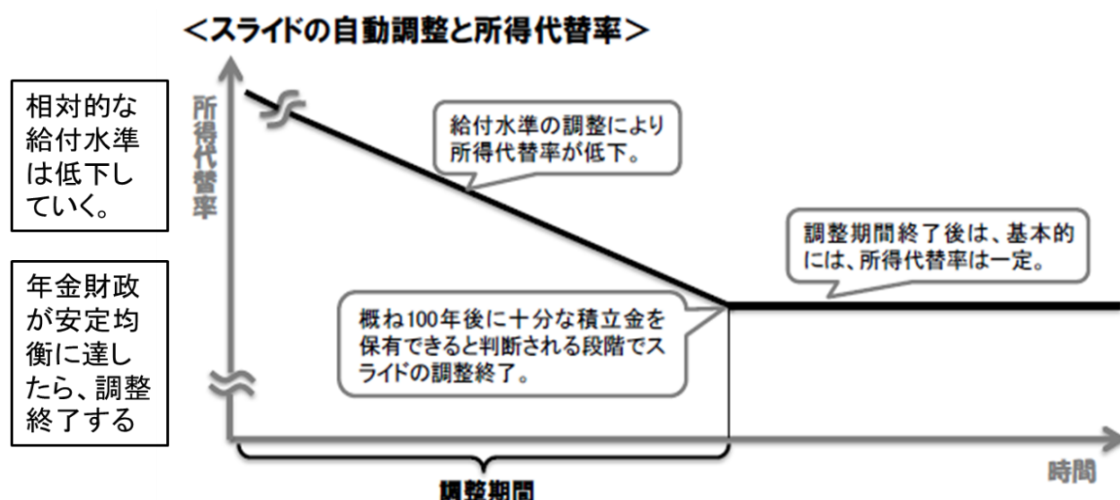
この結果、給付の絶対額は増えていくが、賃金や物価等の動きと比べた相対的な水準は切り下がっていく。

しかし、この仕組みは、経済のデフレ的な状態が続いたこと等から、これまで2015年度と2019年度の2回しか発動されていない。

また、既に受給中の高齢者に配慮し、既存給付額を維持する「名目下限」制約が存在している。

2016年の改正で「キャリーオーバー制」が導入されたため、発動条件は当初より改善されているものの、その機能発揮は依然として不完全である。

図表15：マクロ経済スライドによる自動調整と所得代替率（イメージ）

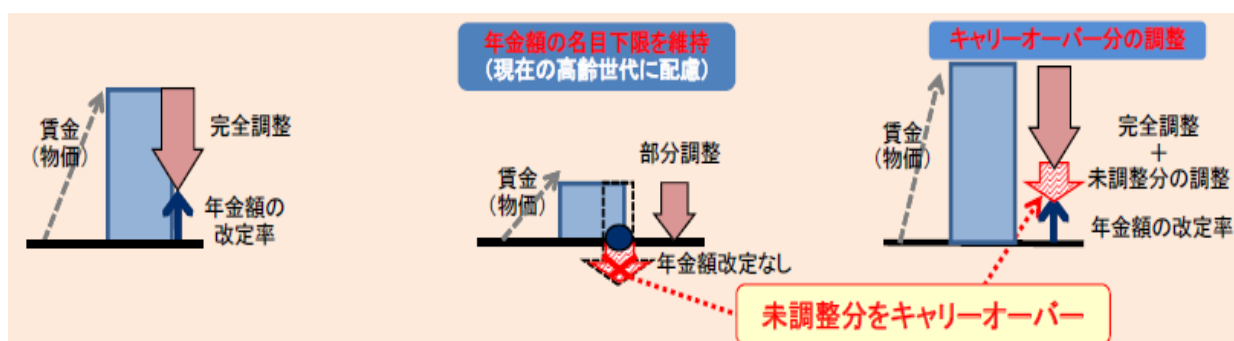


（出所）第3回社会保障審議会年金部会資料（平成23年9月29日）を基に筆者加筆作成

「マクロ経済スライド」の現在の発動ルールは以下の通りである。

- ① 物価や賃金の上昇率が大きくて、マクロ経済スライドによる減少率を上回る場合には、マクロ経済スライドによる給付額の調整改定を完全に行う。
- ② 物価や賃金の伸びが小さく、マクロ経済スライドを完全に行うと給付額が従前の給付額より低くなってしまう場合には、従前の名目額を下限とし、そこまでの減額にとどめ、給付水準を維持する。
- ③ 伸びがマイナスの場合には、物価（賃金）スライドによる給付額のマイナス改定を行うが、「マクロ経済スライド」は実施しない。
- ④ ②で積み残した分は次年度以降に持ち越し、物価や賃金の伸び率が十分に大きくて、上乗せ減額が可能な場合に、上乗せして減額する。

図表16：現在の「マクロ経済スライド」の発動ルール



(出所) 厚生労働省資料

スライド調整率以上に
賃金（物価）が上昇した場合
⇒完全に調整する

賃金（物価）の上昇がスライド調整率より小さい場合
⇒部分発動、従前名目額を確保
⇒未調整分は次年度以降にキャリーオーバーする

※ 賃金（物価）が下落した場合 ⇒スライド調整は行わない

(参考3)積立金の意義

公的年金の積立金の意義は「年金事業の安定化」に資することであり、ある程度の規模の残高を確保し、それを運用することで将来の給付支出を支えることである。

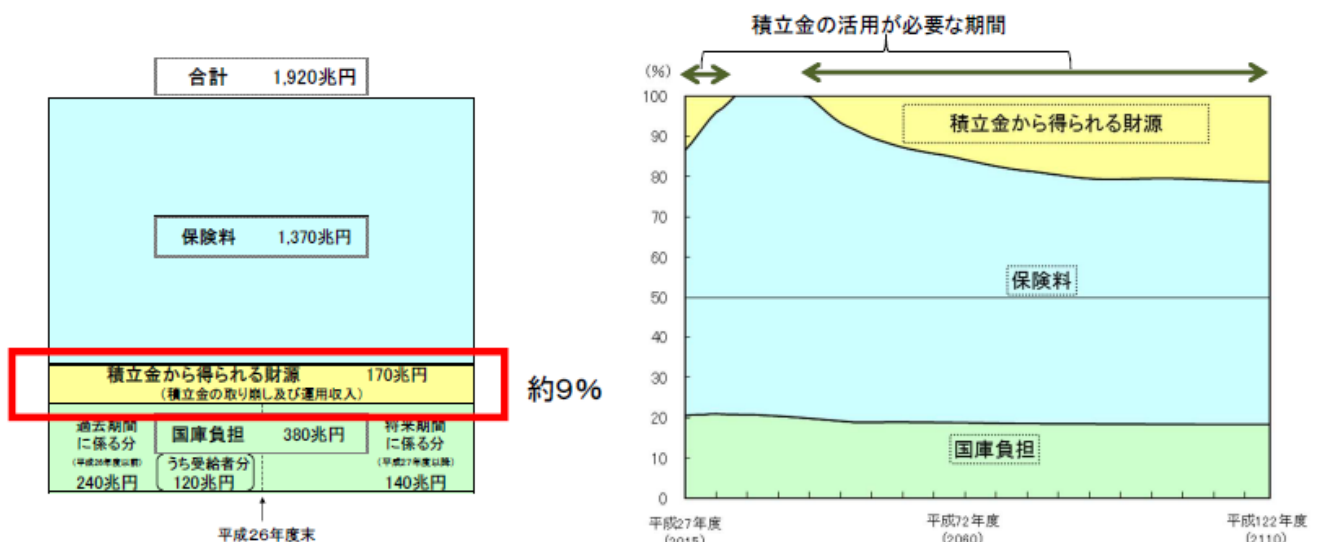
(1)財政収入への貢献

公的年金において、給付を賄う収入面の財源として、次の3つがある。

- ① 保険料収入
- ② 国庫負担（現在、基礎年金部分の2分の1は国庫負担となっている）
- ③ 積立金の運用収入・取り崩し

財政検証（2014年実施）での推計によれば、将来的には積立金から得られる財源（残高取崩し＋運用収益）で、年金給付の約2割を賄うことになるかとされている。この将来推計は、前提どおりに物事が進んだ場合に実現するものである点に留意が必要だが、積立金運用の貢献は少なからぬものがあると言える。

図表17: 我が国の公的年金の財政運営と積立金の活用(イメージ)



〔前提〕財政検証における人口: 出生中位、死亡中位 経済: ケースE
 物価上昇率: 1.2%、
 賃金上昇率(実質＜対物価＞): 1.3%、
 運用利回り(スプレッド＜対賃金＞): 1.7%

※おおむね25年後(2040年前後)に、積立金の水準はピークとなり、その後減少していく見込み。

(出典) 平成26年財政検証結果レポート

(出所) 厚生労働省「平成26年度財政検証結果レポート」

(2)所得代替率の下支え

平成 26 年「財政検証」の将来推計では、積立金を保有せず、完全な賦課方式で運営した場合、「所得代替率」は 2050 年（平成 62 年）頃には 40%程度に低下し、国民への公約である「50%」を確保できないことが示された。

一方、現行方式（平成 16 年改正後の財政方式）で、積立金を保有・運用していく場合には、2100 年度（平成 112 年度）まで、公約の「50%」を確保することが可能になっている。

つまり、積立金はその運用によって、将来の国民の年金額を下支えし、公約を守る役割を果たすことになっている。

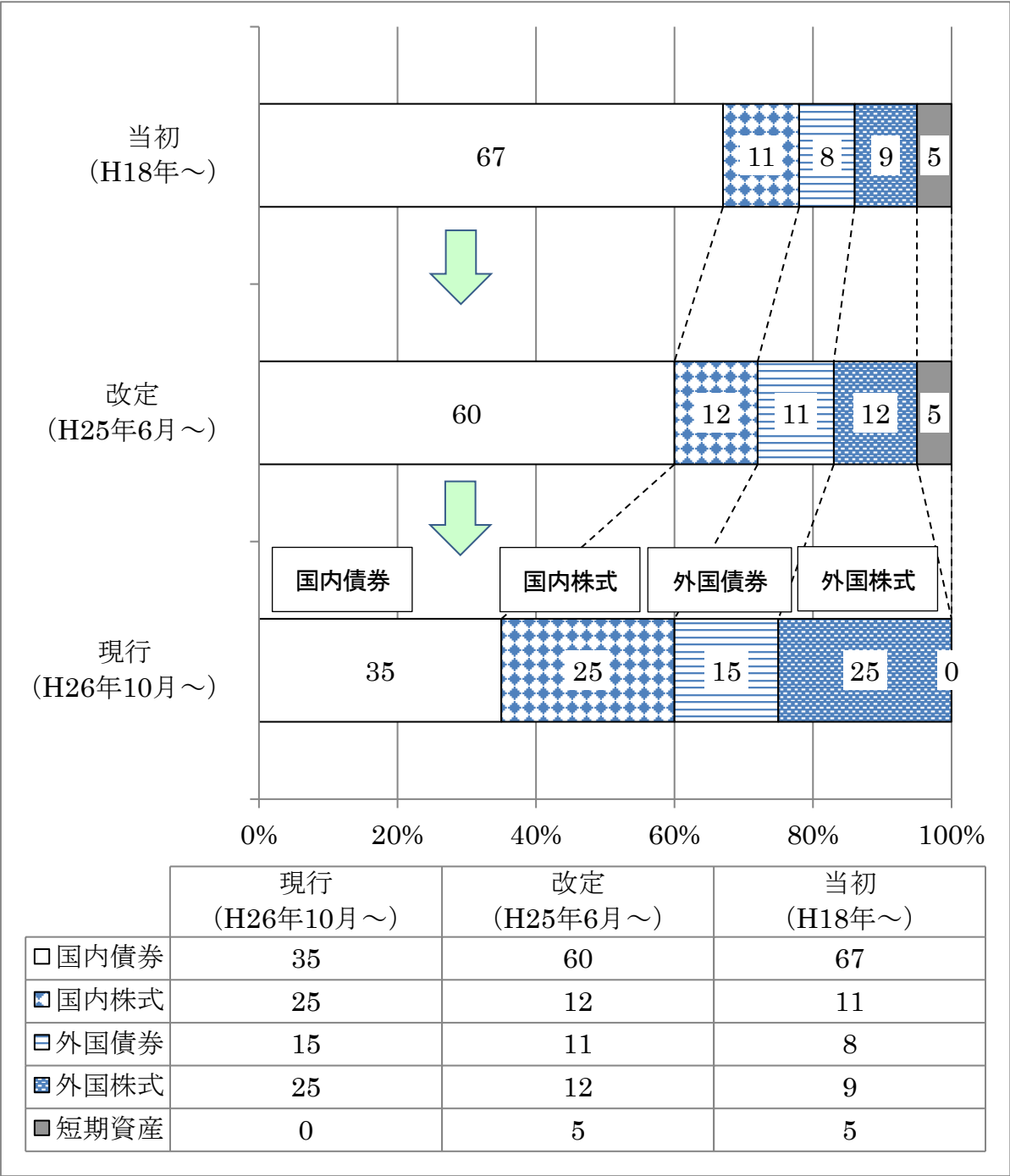
これは、単なる「希望」や「期待」ではなく、「実現」するものとして計算されているものである。

このことは、逆に言えば、積立金の運用において、もし、財政検証での想定以上の実績を確保できなければ、国民に約束した最低限の給付が賄えなくなる恐れがあるということである。

2014 年度に、アベノミクスのもとで、高いリターンが期待できる積極的な運用スタンスにシフトしたのは、上記のような将来に向かった年金財政上の事情があるから、とも考えられる。

(参考4) GPIF の基本ポートフォリオの変遷

図表 18: GPIF の基本ポートフォリオの変遷



(出所) GPIF のホームページより筆者作成