

公的年金の運営状況についての考察(補論)
～積立金運用の現状の問題点と医療分野等への影響～

石尾 勝 (主任研究員)

【概要】

- ・我が国の公的年金は、約155兆円(2019年3月末)の巨額積立金からのキャッシュフローで給付を下支えする構造になっており、その動向は公的年金、ひいては医療や社会保障全般の運営に懸念を生じさせかねない。
- ・2019年度公的年金積立金の運用は、年度末にかけての新型コロナ禍発生により、約8兆3千億円の損失を計上した。
- ・年金積立金の運用は、財政的に必要とされる利回りを上回る必要がある。問題は、その高い利回りを達成するには、株式等のリスクが高い資産を増やす方向に向わざるを得ないことである。
- ・実際に、アベノミクスのもとで運用の見直しが行われ、安全資産とされる国内債券中心から、リスク資産の内外株式や外国債券を大幅に増やす資産構成にシフトしてきた。
- ・直近の基本となる運用資産構成(基本ポートフォリオ)でも、将来必要な積立金額を確保できない確率が約40%ある。
- ・もし大幅な損失が続けば、厳しい国家財政の中で、積立金を給付財源としている公的年金、ひいては社会保障全般の運営に少なからぬ影響を及ぼす。特に損失の回復が遅れた場合、問題は深刻化しかねない。
- ・運用の多様化や高度化を否定するものではないが、公的年金の使命として、将来の国民への確実な給付を考えた場合、超高齢化の進捗状況等も鑑みながら、長期に安定したリターンが得られるインフラ投資等も勘案しつつ、全体として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か。

1. 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、少子高齢化もあり、保険料収入と一部国庫負担だけでは国民への年金給付を円滑に行うことは難しい。

そこで、我が国は約 155 兆円（2019 年 3 月末）に達する巨額な積立金を保有し¹、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。

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、その業務を実行している。

GPIF による積立金の運用は、公的年金の行く末に少なからぬ影響を及ぼすリスク変数の一つと言える。また、巨額の運用は金融市場にも大きな影響を与えるため、その運用のあり方は社会保障の分野はもちろん各方面で重要度を増している。

本稿では、直近の運用実績や運用方針等について概観し、運用リスク等の問題点を考察した上で、医療等の社会保障分野への影響を指摘する。

※本稿の意見にわたる部分は筆者の個人的見解であり、間違い等は筆者の責任である。

¹ P35（参考2）世界の公的年金ファンドの規模 を参照

2. 年金積立金の 2019 年度の運用実績(概況)

(1)運用資産の全体収益

- ・ 2019 年度公的年金積立金の運用は、年度末にかけての新型コロナ禍発生により、過去 2 番目に大きな損失（約 8 兆 3 千億円のマイナス）を計上した。
- ・ ちなみに、これは消費税の 3～4 %分に相当する金額である。

2019 年度の GPIF（公的年金積立金の市場運用を行う特殊法人）による運用資産全体の収益額は▲ 8 兆 2831 億円となり、収益率は▲5.20%であった。

これは、年明け以降の第 4 四半期（2020 年 1 月～3 月）において、世界的な新型コロナウイルスの感染拡大を受けて、内外の株式市場が大幅に下落したことによる評価損（キャピタルロス）が巨額に上ったためであり、外国債券の評価益や利子・配当（インカムゲイン）等の収益によっては、到底カバーできなかったことによる。

ちなみに、途中の 2018 年 12 月末時点では、内外株式市場が好調であったこと等により、収益率は+4.61%を確保していたが、第 4 四半期の運用が▲10.71%を記録したため、全体として運用パフォーマンスは大幅なマイナスとなって終わった。

なお、この運用収益額のマイナスの大きさは、公的年金の積立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～）、リーマンショック直後の 2008 年度の約▲9 兆 3000 億円に次ぐ大きさである。

この結果、2019 年度末（2020 年 3 月末）における GPIF の運用資産の総額は、時価ベースで、150 兆 6332 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）²。

また、市場運用の本格的な開始以降（2001 年度～）の年平均収益率は年率+2.39%（2018 年度末では+3.03%であった）となり、累積収益額は約 8 兆 3000 億円減り、+57 兆 5377 億円（2018 年度末では+65 兆 8208 億円）となった。

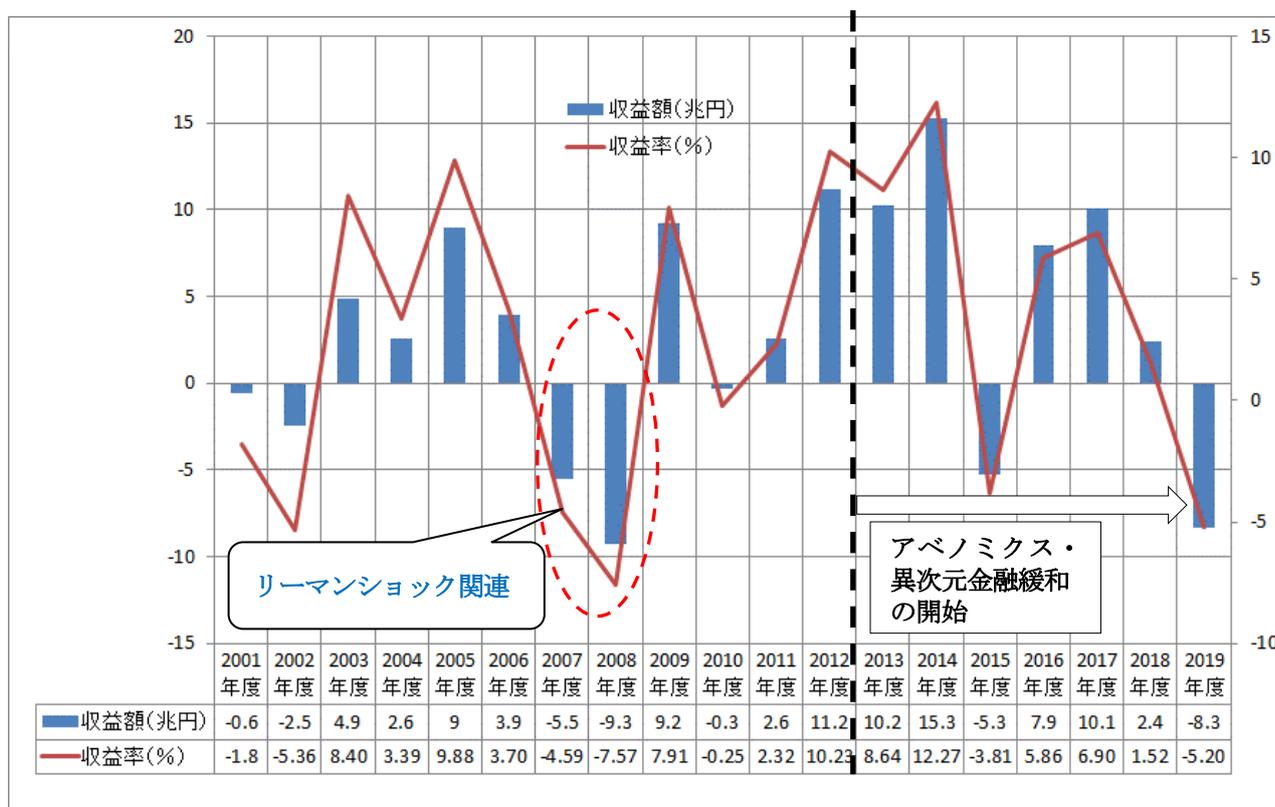
² 保険料の受入、年金受給者への給付、積立金との資金授受等の資金繰りを円滑に行う上で必要な額を保有する。これも加えると積立金総額は約 155 兆 5000 億円(時価ベース)になる。

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	2007年度
収益額	▲0.6	▲2.5	4.9	2.6	9	3.9	▲5.5
収益率	▲1.8	▲5.36	8.4	3.39	9.88	3.7	▲4.59
	2008年度	2009年度	2010年度	2011年度	2012年度	2013年度	2014年度
収益額	▲9.3	9.2	▲0.3	2.6	11.2	10.2	15.3
収益率	▲7.57	7.91	▲0.25	2.32	10.23	8.64	12.27
	2015年度	2016年度	2017年度	2018年度	2019年度	累計	
収益額	▲5.3	7.9	10.1	2.38	▲8.28	57.54	
収益率	▲3.81	5.86	6.9	1.52	▲5.20	2.39%	

(出所) GPIF 2019年度業務概況書より筆者作成。累計の欄は2001年度以降の計算値。

図表 2: 市場運用開始からの収益率・収益額の推移



(出所) GPIF 2019年度業務概況書より筆者作成

【補足】今年度 4-6 月期は一転して最大の黒字収益（2020 年 8 月 7 日公表）

GPIF の 4～6 月期の積立金運用の実績は、12 兆 4868 億円の大黒字となった。四半期としては 2016 年 10～12 月期（10 兆 4971 億円）を上回る過去最高の運用益を記録した。

これは、新型コロナウイルス感染拡大の影響で悪化する経済を下支えするため、各国政府の大規模な財政政策（事業支援や失業給付の大幅拡充等）や、各国中央銀行による大胆な金融緩和策の実行といった、過去に例を見ない経済政策が発動され、また、それによってマネーが市場に大量に流れ込んだこともあり、内外の株式市場が一転して大きく上昇したことによる。

6 月末の運用資産は 162 兆 926 億円で、3 月末（150 兆 6332 億円）から回復した。

公的年金の積立金運用が大幅損失から回復したことは、安堵すべきことであるが、こうした動きは、公的年金の積立金がいかに価格や収益の変動リスクの大きい運用に傾斜しているかを如実に示していると言える。

このリスクに関する諸問題に関しては、第 4 章以降で論じる。

図表 3: 国内株式市場の推移(TOPIX 指数)



(出所)SBI 証券ホームページ

図表 4: 米国株式市場の推移(NY ダウ指数)



(出所)SBI 証券ホームページ

図表 5: 円ドルレートの推移



(出所) SBI 証券ホームページ

図表 6: 米国長期金利の推移



(出所) SBI 証券ホームページ

図表 7: 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)		2019年度末 (2020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		478,707	33.04%	445,178	28.47%	431,627	27.11%	371,259	24.65%
市場運用		462,236	31.90%	436,214	27.89%	422,664	26.55%	362,297	24.05%
財投債	簿価	16,472	1.14%	8,964	0.57%	8,963	0.56%	8,962	0.59%
	時価	(17,485)	-	(9,727)	-	(9,576)	-	(9,371)	-
国内株式		351,784	24.28%	406,995	26.03%	386,556	24.28%	355,630	23.61%
外国債券		196,817	13.58%	239,109	15.29%	278,187	17.47%	364,087	24.17%
外国株式		349,262	24.10%	386,629	24.72%	418,975	26.32%	371,639	24.67%
短期資産		72,463	5.00%	85,920	5.49%	76,808	4.82%	43,716	2.90%
合計		1,449,034	100.00%	1,563,832	100.00%	1,592,154	100.00%	1,506,332	100.00%

(出所) GPIF 2019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(2019年度は約4.9兆円)を含んでいる。

(2)運用資産別の収益率と収益額

- ・国内債券（市場運用分）は、収益額が▲1221 億円、収益率は▲0.36%
- ・国内株式は、収益額が▲3 兆 7015 億円、収益率は▲9.71%と、大きく損失
- ・外国株式は、収益額が▲5 兆 4887 億円、収益率は▲13.08%と、大きく損失
- ・外国債券は、収益額が+ 1 兆 154 億円、収益率は+3.55%で、プラス確保

国内債券（市場運用分）は、収益額が▲1221 億円、収益率³は▲0.36%であった。

マイナス金利政策が続く中、年度末に長期金利が若干上昇（債券価格は下落）したこと等から、利子収入（インカムゲイン）があったものの、全体ではマイナスの運用収益となった。ちなみに、国内債券のインカムゲイン分の収益額は+4020 億円、収益率は+1.11%であった。

国内株式は、収益額が▲3 兆 7015 億円、収益率は▲9.71%と大きく損失した。

これは、配当等収入（インカムゲイン）で+9820 億円を計上したものの、年度末の2月から3月にかけて、新型コロナ禍による株式市場の下落で、大きなキャピタルロスを経験したことによる。

外国株式は、収益額が▲5 兆 4887 億円、収益率は▲13.08%と大きく損失した。

これは、主に国内株式同様、年度末にかけての新型コロナ禍で、外国株式市場が大きく下落したことによる。

外国債券は、収益額が+ 1 兆 154 億円、収益率は+3.55%となり、主要4資産の中では唯一、プラスの運用収益を確保できた。

その内訳をみると、利子収入（インカムゲイン）で+8189 億円を確保できた上、キャピタルゲインも海外市場の金利低下（債券価格は上昇）等により、+1965 億円のプラスであった。

ちなみに、2019年度の運用におけるキャピタルロスの総額は、▲11兆5237億円であったが、これは消費税収の総額：約11兆7千億円（2019年度補正後見込み）に匹敵する大きさである。

³ 収益率は、各資産とも運用手数料控除前の時間加重収益率の数値である

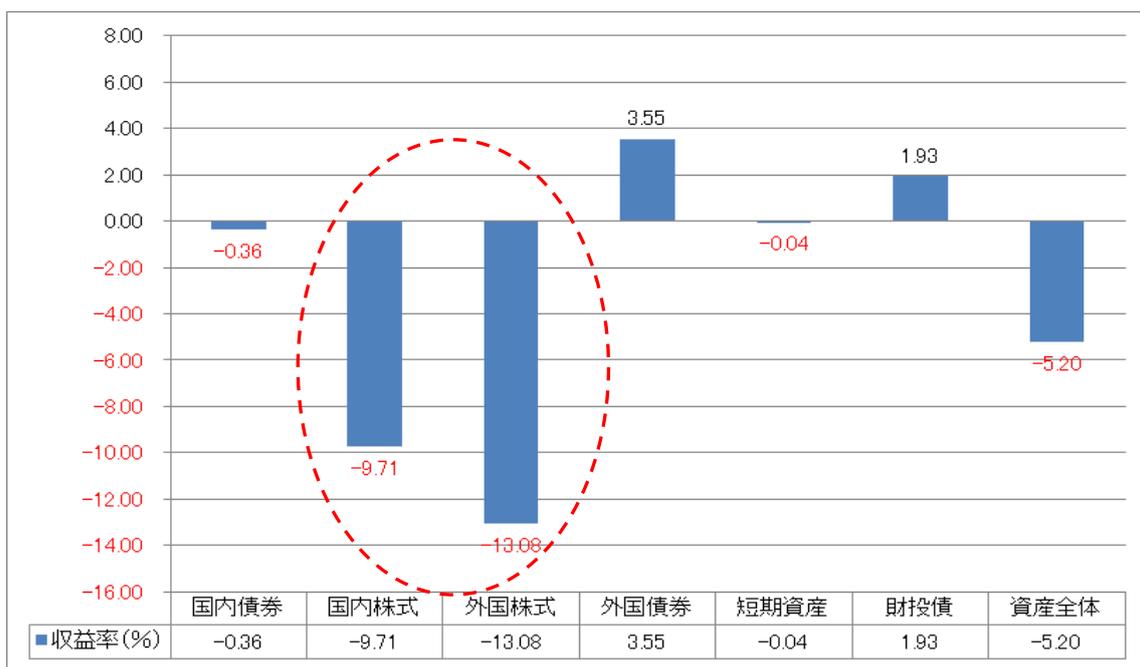
図表 8: 2019 年度の運用資産別の収益率と収益額

		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	▲0.36	▲1,221	4,020	▲5,241
	国内株式	▲9.71	▲37,015	9,820	▲46,835
	外国株式	▲13.08	▲54,887	10,382	▲65,269
	外国債券	3.55	10,154	8,189	1,965
	短期資産	▲0.04	▲34		
財投債	1.93	172			
資産全体		▲5.20	▲82,831	32,406	▲115,237

(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。

(出所) GPIF 2019 年度業務概況書より筆者作成

図表 9: 2018 年度の運用資産別の収益率



(出所) GPIF 2019 年度業務概況書より筆者作成

(3)運用資産の構成(年金積立金全体ベース)

- ・2019年度末の公的年金積立金の総額は時価ベースで155兆5168億円となった⁴。
- ・運用リスクの観点から見ると、安全性が高い資産(国内債券+短期資産)は約30%、リスク性資産が約70%を占め、リスク高めのポートフォリオ運用になっている。

2019年度末の公的年金積立金の総額は、時価ベースで、155兆5168億円となり、前年度から約8兆6千億円減少した。これは主に収益がマイナスだったことによる。

「基本ポートフォリオ」(運用資産の基本となる構成割合)と比べて、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(「基本ポートフォリオ」については、「4.(2)運用管理の基本的考え方」で論じる)。

国内債券の運用金額は37兆1259億円、構成割合は23.87%となった。2018年度から金額は6兆円弱減り、構成割合も約2.5%低下している。

短期資金(9兆2552億円、5.95%)を合わせても、「基本ポートフォリオ」の35%を下回っている。

これは、長期国債の金利が残存10年未満ではほぼマイナス化しているため、国内債券での運用では収益が得られず、投資が困難となっていることが大きい。

国内株式の運用金額は35兆5630億円、構成割合は22.87%となった。

2018年度から金額は約3兆円減り、構成割合も1%弱低下したが、これは年度末にかけての市場の下落による面が大きい。

外国株式の運用金額は37兆1639億円、構成割合は23.90%となった。

2018年度から約4.7兆円も減り、構成割合も約1.5%低下したが、これも年度末にかけての市場の下落によるものと考えられる。

外国債券の運用金額は為替ヘッジ無しとヘッジ付きを合わせ、36兆4087億円、構成割合は23.42%となった。

2018年度から8.6兆円も増え、構成割合も大幅に上昇したが、これは市場金利の低下(債券価格の上昇)に加え、外国債券に積極的な投資を行った結果と思われる。

⁴ 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。

なお、運用資産の構成を、リスク管理の観点から見ると、安全性が高い資産（国内債券+短期資産）は約30%で、その他のリスク性の資産が約70%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。

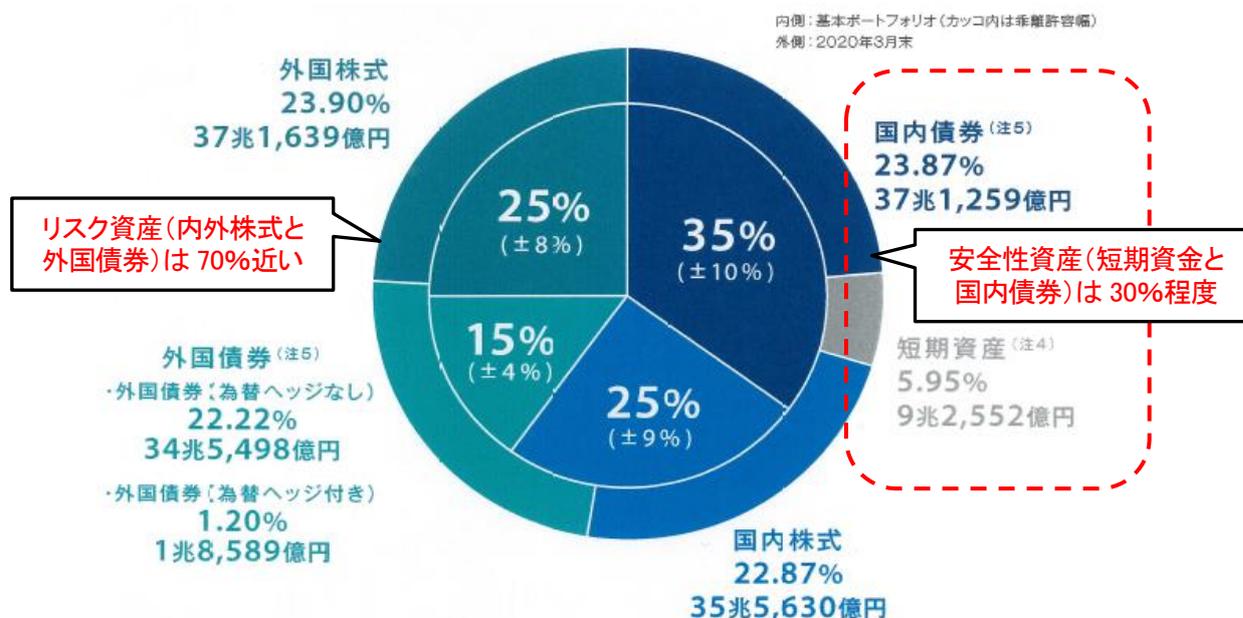
図表 10: 運用資産別の資産額と構成割合

	2018年度末		2019年度末		基本ポート フォリオ (%) (注)
	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	431,627	26.3	371,259	23.87	35.0 (±10)
国内株式	386,556	23.6	355,630	22.87	25.0 (±9)
外国株式	418,975	25.5	371,639	23.90	25.0 (±8)
外国債券	278,187	17.0	364,087	23.42	15.0 (±4)
短期資産	125,871	7.7	92,552	5.95	—
合計	1,641,216	100	1,555,168	100.00	100.00

(出所) GPIF 2019年度業務概況書より筆者作成

(注) 「基本ポートフォリオ」は2020年3月までのもの。2020年4月から変更されている。

図表 11: 2019年度末の資産別の構成割合



(出所) GPIF 2019年度業務概況書に筆者のコメントを加筆

3. 運用の評価

(1)運用評価の考え方(年金財政の観点からの尺度)

- ・ 公的年金の積立金の運用は、単純にその運用実績がプラスであれば良いというわけではない。
- ・ 実際の利回り実績が財政的に必要とされる積立金の運用利回りを上回る分が、本質的な運用成果（＝実質的な運用利回り）となる。
この上回る分が「財政検証」での想定以上となることが求められている。
- ・ 2019 年度の実質的な運用利回りは▲5.88%で、「財政検証」⁵の想定を下回った。ただし、2001 年度以降の長期で見ると、その実績は賃金上昇率を上回っている。

前節まで直近の積立金の運用成果について見てきたが、公的年金の積立金運用は、単純にその実績がプラスであれば良い、というわけではない。

我が国の公的年金は、制度運営の仕組み上、基本的に負担も給付も「賃金」に連動する仕組みになっているので、運用利回りは少なくとも賃金上昇率を上回ることが必要とされている。

5年に一度の「財政検証」では、将来の人口、労働力や金利、物価・賃金等の様々な前提をシナリオ別に設定し、将来の給付水準等を推計しているが、積立金の運用利回りについては、年金財政として必要となる達成すべき数値が設定されている。

具体的には、「名目運用利回り > 名目賃金上昇率」となる数値が設定されている⁶。

すなわち、積立金の運用利回りのうち、賃金上昇率を上回った分が実質的な運用成果であり、これを「実質的な運用利回り」⁷（対賃金上昇率スプレッド）と呼ぶ。

⁵ 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。

⁶ P17（参考1）公的年金の「財政検証」と積立金運用利回りの設定を参照。

⁷ 我が国の公的年金は、基本的に制度上、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」に保険料率をかけて算出している。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て、給付額を計算することが行われている。

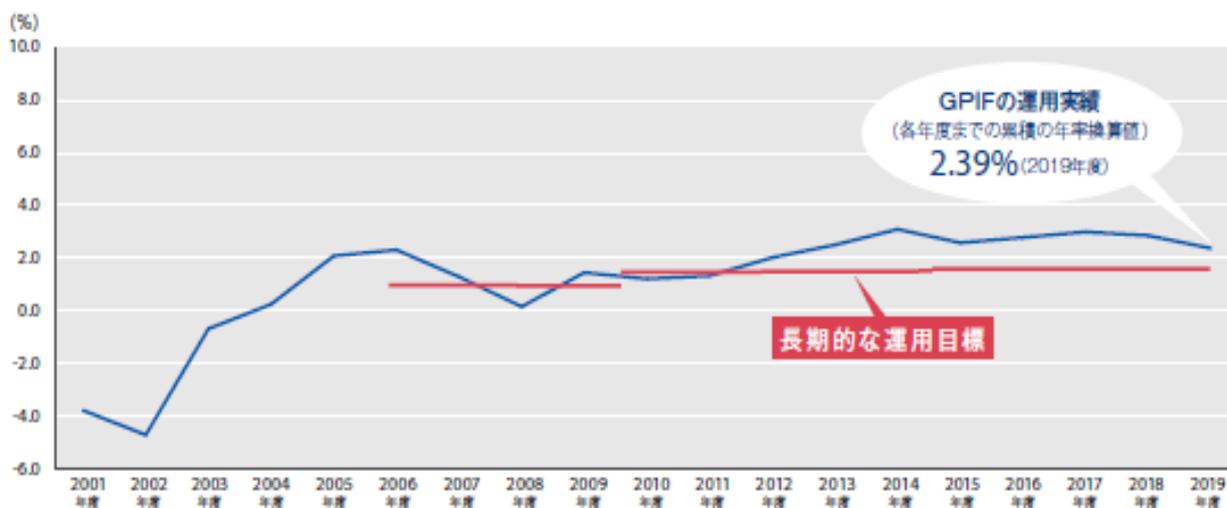
従って、年金積立金の運用においては、「実質的な運用利回り」が運用成果を評価するポイントであり、その実績値を「財政検証」が設定した数値と比べて、上回っているか否かが運用のパフォーマンスを図る基準となる。

ちなみに、2019年度の運用実績における「実質的な運用利回り」は▲5.88%で、「財政検証」での想定（+0.1%）を下回った。

ただし、市場運用となった2001年度以降の長期で見ると、「実質的な運用利回り」の実績は+2.39%で、この期間の設定された値（+1.1%～1.7%）を上回る実績を確保している。

このことは、過去の運用実績は、「財政検証」で設定した「実質的な運用利回り」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」が生じていたと言えることができる。

図表 12:「実質的な運用利回り」の「財政検証」での想定と運用実績との比較



(出所) GPIF 2019 年度業務概況書

(2)積立金運用利回りのあり方に関する問題点

先に見たように、我が国の公的年金では、制度運営の仕組み上、積立金の運用利回りは賃金上昇率をある一定以上、上回ることが求められている⁸。

さらに、物価と賃金の関係では、賃金上昇率>物価上昇率であることが経済的にも年金財政的にも好ましい。そのため、その関係を前提にした数値シナリオで「財政検証」は行なわれている。

従って、これら変数の関係は、我が国の公的年金の財政において重要であり、簡単にいえば、「運用利回り>賃金上昇率>物価上昇率」の実現が「公的年金」の制度運営の鍵となっているのである。

しかし、果たして、これらの数値の関係が、今後の日本で長期にわたり持続的に実現するのか、そのために必要な適切な政策を実行できるのか等については、実はまったく不透明である。

確かに、近年の年金積立金の運用成績は相対的に良好であり、その「実質的な運用利回り」の実績値は財政的に設定された要求値を超過達成している。ただ、これは、長らくデフレが続き、実際の賃金がほとんど上昇してこなかったことによる面も大きく、今後もそうなるとは限らない。

そして、実際の運用における問題は、上記のような高い利回りのスプレッドを達成するには、国内外の株式やオルタナティブ投資等、リスクが高い資産を増やす方向に向わざるを得ないことである。

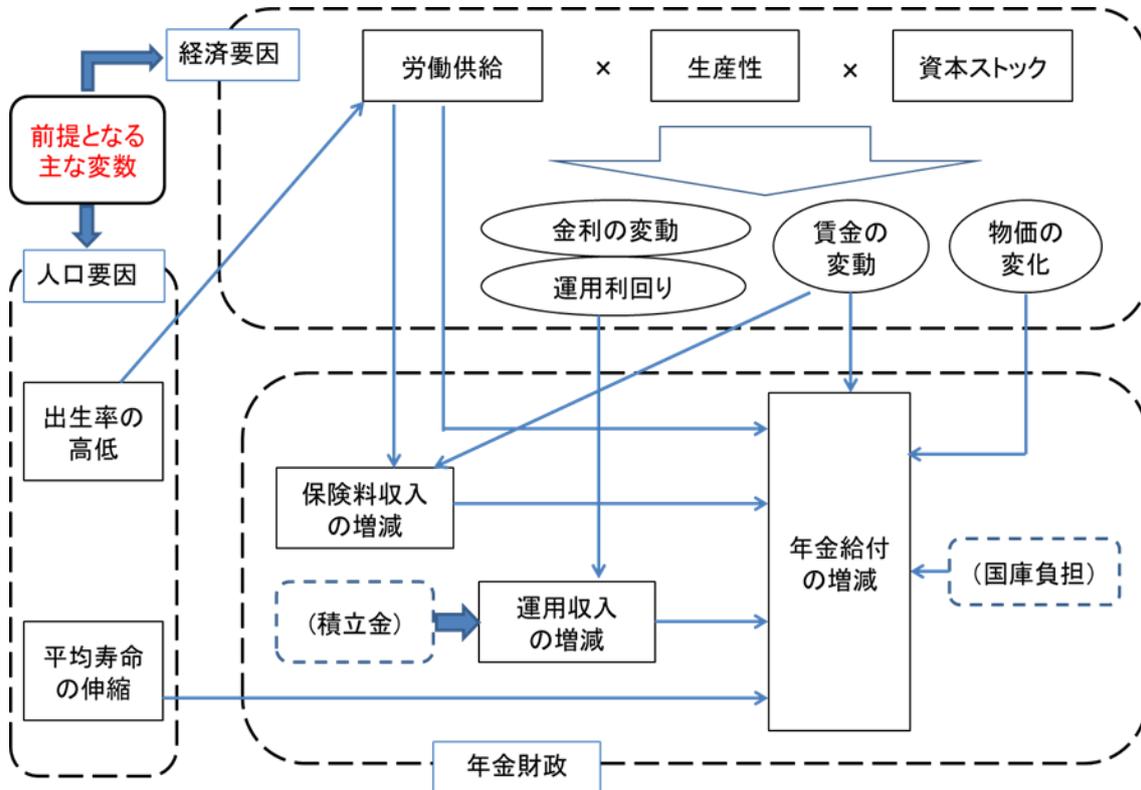
実際にアベノミクスのもとで、年金積立金の運用は安全資産とされる国内債券中心から、リスク資産の内外株式や外国債券を大幅に増やす資産構成にシフトしてきた（P29、図表23：GPIFの基本ポートフォリオの変遷を参照）。

これまでのところ、これが概ね奏功して、積立金運用は年金財政に少なからぬ貢献をしていると言えるが、国民の老後生活の原資である年金積立金をどこまで運用リスクに晒すことができるかについては、慎重に議論する必要がある。

（これについてはP27「6. 積立金の運用に関する課題と考察」で論じる）

⁸ 現在、GPIFが実際の運用で達成すべき「実質的な運用利回り」は1.7%とされている。

図表13：「前提」の主なマクロ変数が年金財政に与える影響の経路



(出所) 厚労省資料等を基に筆者作成

(参考 1) 公的年金の「財政検証」と積立金運用利回りの設定

わが国の公的年金制度は、現役世代の保険料負担で高齢者世代を支える賦課方式の考え方を基本として運営されている。

しかし、少子高齢化が進む中、現役世代の保険料（＋一部国庫負担）で年金給付を賄うことは、安定した給付を円滑に行うことが困難になる可能性もあることから、ある程度大きな額の積立金を保有して、その運用収益と取り崩しにより、将来世代の年金給付を下支えしていくこと、としている。

（公的年金の「財政検証」については、「公的年金の「2019年財政検証」の内容と課題」石尾 勝：日医総研ワーキングペーパーNO. 435（2019年11月）、等を参照）

このようなフレームワークで、少なくとも5年ごとに、人口の変化や経済動向を踏まえて、年金財政の健全性を検証する「財政検証」が行われるが、直近では2019年に実施された（2019年8月27日公表）。

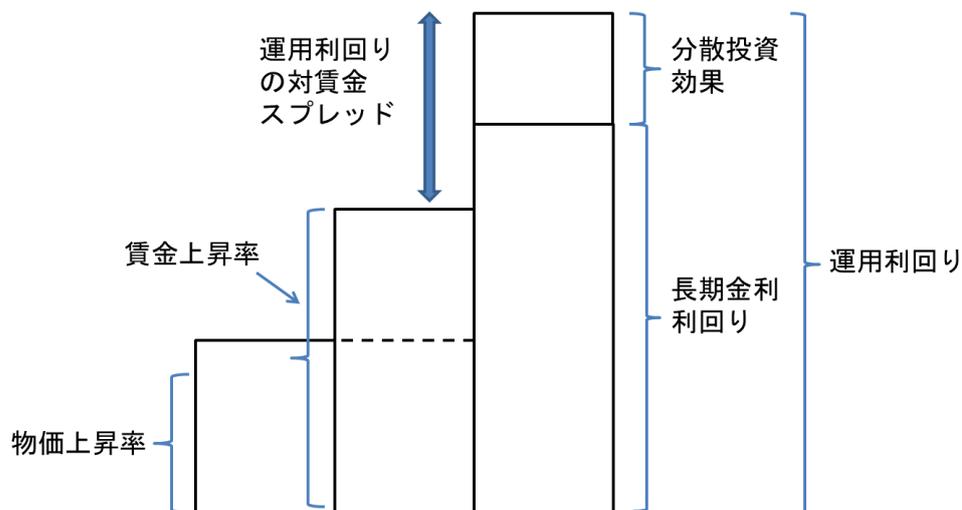
2019年「財政検証」では、経済等に関する6ケースの将来シナリオが設定され、そこで前提となった物価や賃金上昇率等の大きさに基づき、積立金の運用利回りが定められている。

ちなみに、その数値を見ると、積立金の「実質的な運用利回り」（対賃金上昇率スプレッド）は＋1%弱から2%程度が想定されている（経済等が悪化する最も悪いシナリオのケースVIを除く）。

以上のことを踏まえて、現在、GPIFが実際の運用で達成すべき「実質的な運用利回り」は1.7%になっている⁹。

⁹ 2019年財政検証を踏まえ、社会保障審議会資金運用部会において、第4期中期目標期間における運用目標及びリスク制約について議論が行われ、中期目標で以下のように定められた。「財政検証を踏まえ、長期的に年金積立金の実質的な運用利回り（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を目標とし、この運用利回りを確保するよう、基本ポートフォリオを定め、これに基づき管理を行うこと。」

図表14：運用利回りと金利・賃金・物価の関係（イメージ）



（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 15: 2019 年「財政検証」における積立金運用利回りの設定

		将来の経済状況の仮定		経済前提				(参考)
		労働力率	全要素生産性 (TFP) 上昇率	物価上昇率	賃金上昇率 (実質<対物価>)	運用利回り		経済成長率 (実質) 2029年度以降 20~30年
						実質 <対物価>	スプレッド <対賃金>	
ケースI	内閣府試算「成長実現ケース」に接続するもの	経済成長と労働参加が進むケース	1.3%	2.0%	1.6%	3.0%	1.4%	0.9%
ケースII			1.1%	1.6%	1.4%	2.9%	1.5%	0.6%
ケースIII			0.9%	1.2%	1.1%	2.8%	1.7%	0.4%
ケースIV	内閣府試算「ベースラインケース」に接続するもの	経済成長と労働参加が一定程度進むケース	0.8%	1.1%	1.0%	2.1%	1.1%	0.2%
ケースV			0.6%	0.8%	0.8%	2.0%	1.2%	0.0%
ケースVI			0.3%	0.5%	0.4%	0.8%	0.4%	-0.5%

（出所）GPIF 「基本ポートフォリオの変更について」

4. 積立金運用のリスク管理について

(1) GPIF の管理・運用体制

- ・年金積立金の運用は、長期的観点から安全かつ効率的に行い、将来にわたって年金事業の運営の安定に資することを目的としている。
- ・厚生労働大臣が定めた中期目標を踏まえて策定した「基本ポートフォリオ」に基づいた運用を行っている。
- ・長期的な運用成果は、「基本ポートフォリオ」によってほとんど決まるため、最適な「基本ポートフォリオ」による長期的視点での運用とリスク管理が、年金積立金の運用の根幹である。

GPIF は、厚生労働大臣から公的年金（厚生年金及び国民年金）の積立金を寄託されて、その管理・運用を行っている。

年金積立金の運用は、年金事業の運営の安定に資するよう、専ら被保険者の利益のため、長期的な観点から、年金財政上必要な利回りを最低限のリスクで確保することを目標としている。

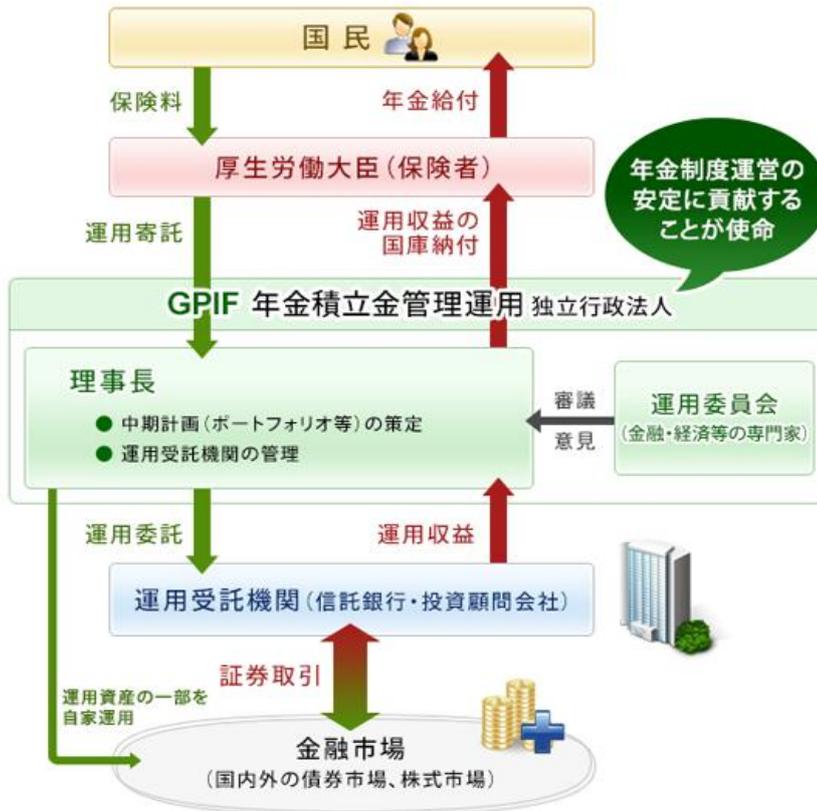
厚生労働大臣が積立金の管理運営の中期目標を定め、GPIF はそれを踏まえて策定した「基本ポートフォリオ」に基づき、国内外の債券や株式等に投資を行っている（「基本ポートフォリオ」については、次節の「4. (2). 運用管理の基本的考え方」で論じる）。

実際の運用は、民間の運用機関（信託銀行及び金融商品取引業者（投資顧問会社））を選んで、それらに運用を委託することを基本としている。なお、運用資金の一部は、国内債券を対象に GPIF が自ら市場運用を行っている¹⁰。

運用のリスク管理は、運用機関の分散や入替、委託金額の調整等を通じて行い、運用資産の構成割合が「基本ポートフォリオ」の許容範囲内に収まるよう、管理している。

¹⁰ 平成 13 年度から平成 19 年度まで財政融資資金特別会計から直接引き受けた財投債が残っており、その管理・運用（満期償還まで単純に保有する運用）も行っている。

図表 16: GPIF における運用の枠組み



(出所) GPIF ホームページ

(2)運用管理の基本的考え方¹¹

運用を行う金融市場や経済環境には不安定で不確実性が存在し、短期的には、運用資産は上下に変動しながら推移していくが、長期的には、運用成果の大半は「基本ポートフォリオ」によって決まることが実証的に分かっている。

したがって、長期的な運用においては、短期的な市場動向等により資産構成割合を変更するよりも、基本となる資産構成割合（＝「基本ポートフォリオ」）を決めて長期間維持しつつ、運用を行っていく方が効率的で良い結果をもたらすと考えられている。

年金積立金の運用は、長期的観点から年金財政上必要な利回りを最低限のリスクで確保することを目標として行われている。

具体的には、GPIFの運用は、厚生労働大臣が定めた積立金運用の「中期目標」に基づいて、「長期的に年金積立金の実質的な運用利回り（年金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¹²。

なお、ここでのリスクは「市場の一時的変動による短期的リスク」ではなく、「年金財政上必要とされる長期的な収益が得られないリスク」のことである。

以上のように、「基本ポートフォリオ」による長期的な視点での運用が年金積立金の運用管理の根幹である。

GPIFは、運用における「投資原則」¹³を掲げ、運用リスク管理の「基本方針」を定めているが、そのポイントは以下のとおりである。

- ①最適な「基本ポートフォリオ」を基にした運用を行う。
- ②複数資産へ適切に分散投資し、資産全体・各資産等をモニタリングする¹⁴。
- ③リスク管理はルールに基づいて、運用機関の入替、委託金額の調整等を行い、運用資産の構成割合を「基本ポートフォリオ」の許容範囲内に収める。

¹¹ 本節はGPIFの2019年度業務概況書の記述を参考に作成した。

¹² P17（参考1）公的年金の「財政検証」と積立金運用利回りの設定を参照。

¹³ P37（参考4）年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）の投資原則を参照。

¹⁴ 実際の運用では、市場リスク、流動性リスク、信用リスク、カントリーリスク等を管理するとともに、マクロ経済動向や地政学リスク、トラッキングエラー、VaR等の各種リスク指標を適時把握し、長期的なリスク・リターンを勘案した適切な対応を行う。

図表 17: GPIF の運用リスク管理の「基本方針」(GPIF のホームページより抜粋)

- (1) 年金財政上必要とされる運用利回りを最低限のリスクで確保するよう、基本ポートフォリオを定め、これを適切に管理する。
- (2) リターン・リスク等の特性が異なる複数の資産に分散投資することをリスク管理の基本とする。
- (3) 資産全体、各資産クラス、各運用受託機関等のそれぞれの段階でリスク管理を行うとともに、資産全体及び各資産ごとのベンチマーク収益率を確保する。
- (4) 経済環境や市場環境の変化が激しい昨今の傾向を踏まえ、基本ポートフォリオの乖離許容幅の中で市場環境の適切な見通しを踏まえ、機動的な運用ができる。ただし、その際の見通しは、合理的な根拠を持つものでなければならない。
- (5) 短期的には市場価格の変動等はあるものの、長い投資期間を活かして、より安定的に、より効率的に収益を獲得し、併せて、年金給付に必要な流動性を確保する。流動性確保に際しては、市場の価格形成等に配慮しつつ、円滑に資産の売却等を行い、不足なく確実に資金を確保する。
- (6) 年金積立金の管理及び運用に当たっては、専門性の向上を図るとともに、責任体制の明確化を図り、受託者責任（慎重な専門家の注意義務及び忠実義務の遵守）を徹底する。

5. 基本ポートフォリオの見直し

(1)「基本ポートフォリオ」変更の概要

- ・ GPIFは新しい「基本ポートフォリオ」を策定した（2020年4月から適用）。
- ・ 新しい「基本ポートフォリオ」は、2019年「財政検証」結果と積立金の中期目標を踏まえたものである。
- ・ 変更前と比べ、新しい「基本ポートフォリオ」では、国内債券の利回りがほとんど無い状況等を鑑み、国内債券を引き下げ、外国債券を引き上げている。
- ・ リスク資産の割合が増え、潜在的運用リスクはさらに高まったと考えられる。国民の老後生活の原資の行方について、しっかり注視していく必要がある。

先にも述べたように、長期運用においては、短期的な市場動向等で資産構成を変更するよりも、基本となる資産構成割合を決め、長期間維持して運用するほうが、効率的で良い結果をもたらすと考えられている。

GPIFによる年金積立金の運用も、各資産の期待収益率やリスク等を考慮し、基本となる資産構成割合（基本ポートフォリオ）を定め、これに基づいた運用を行っている。

その「基本ポートフォリオ」の内容が直近で変更され、2020年4月から新たな「基本ポートフォリオ」で運用を行っている。

今回の変更は、公的年金の2019年「財政検証」結果を踏まえ、新たな運用の中期目標を設定されたことを受けたものである。

厚生労働大臣から示された第4期中期目標（2020年度～2025年度）では、年金積立金の運用目標について、「長期的に年金積立金の実質的な運用利回り（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を目標とし、この運用利回りを確保するよう、基本ポートフォリオを定め、これに基づき管理を行うこと」とされた。

これを受けて、GPIFは、2020年度からの新たな「基本ポートフォリオ」を策定したのである。

(2)新しい「基本ポートフォリオ」の内容

年金財政上必要な利回り運用目標（実質的な運用利回り：1.7%）を満たしつつ、最もリスクの小さいポートフォリオを選定した結果、以下のような「基本ポートフォリオ」となった。

その内容を確認すると、国内債券の配分割合を35%から25%に減らし、その分、外国債券の割合を15%から25%へ引き上げている。

外国債券は、国内債券や短期資金に比べ、海外の金利市場の変動や為替リスク等が存在し、売買取引も複雑になり、価格変動リスク等の運用リスクが大きいことに留意する必要がある。

図表 18: 今回の「基本ポートフォリオ」の変更内容

【変更前】

	国内債券	外国債券	国内株式	外国株式
資産構成割合	35%	15%	25%	25%
乖離許容幅	±10%	±4%	±9%	±8%



【変更後】（2020年4月以降）

	国内債券	外国債券	国内株式	外国株式	
資産構成割合	25%	25%	25%	25%	
乖離許容幅	各資産	±7%	±6%	±8%	±7%
	債券・株式	±11%		±11%	

（出所） GPIF 「基本ポートフォリオの変更について」

（注）オルタナティブ資産（インフラストラクチャー、プライベート・エクイティ、不動産他）は、リスク・リターン特性に応じて、国内債券、国内株式、外国債券及び外国株式に区分し、資産全体の5%を上限とする（例外規定あり）。

為替ヘッジ付き外国債券及び円建ての短期資産については国内債券に区分し、外貨建ての短期資産については外国債券に区分する。

基本ポートフォリオの乖離許容幅の中で市場環境の適切な見通しを踏まえ、機動的な運用ができる。ただし、見通しは、合理的な根拠を持つものでなければならない。

(3) 予定積立金額の確保に関する検証

- ・ 公的年金の積立金の意義は将来の国民への年金給付支出を支えることである¹⁵。
- ・ 積立金運用によって、財政上必要な積立金残高を将来的に確保できないリスクを検証する必要がある。
- ・ 新たな「基本ポートフォリオ」が将来必要な積立金額を確保できないリスクは昨年度までのものに比べて低いが、それでも40%弱の確率がある。
- ・ 今後の運用次第では、必要額を確保できないリスクが高まることもあり得る。国民の老後を支える公的年金の運用への安易な楽観は控えることが望ましい。

公的年金の積立金の意義は、「国が行う年金事業の安定化」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国民への年金給付支出を着実かつ安定的に支えることである。

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。

従って、積立金の運用において、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くなるリスクについて、しっかりと検証しておく必要がある。

今回決定された、新しい「基本ポートフォリオ」の策定プロセスにおいても、各資産の期待リターンとリスクを基に、「基本ポートフォリオ」で運用した場合の将来の積立金残高について、確率的計算手法によるシミュレーションを行い、財政検証上の予定積立金残高を確保できないリスクを確率的に推計することで、運用目標を満たしつつ、下振れリスクの最小化を図った最も効率的なポートフォリオを選定する作業を行っている。

その結果、昨年度までの古い「基本ポートフォリオ」で運用した場合よりも、新しく採用した「基本ポートフォリオ」の方が、将来的に必要な積立金額を確保できないリスクは低くなっていることが示されている。

¹⁵ 厚生年金保険法第79条の2(同旨 国民年金法第75条)を参照

しかしながら、新しい「基本ポートフォリオ」でも、将来必要な積立金額を下回るリスクが40%近くもあることを、決して軽視してはならないと思われる。

また、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、内外株式等のリスクが高い資産に大きな割合を配分した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。

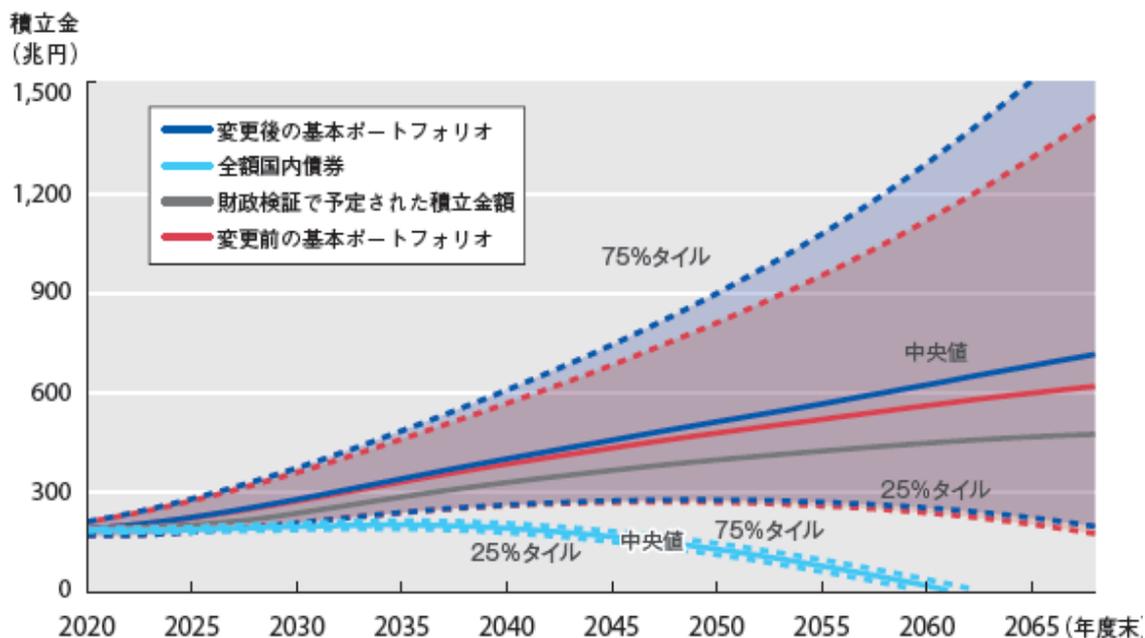
図表19: 将来の予定積立金額を下回る確率(リスク)

	25年後	50年後
新しい基本ポートフォリオでの運用	38.1	39.8
全額国内債券での運用	100.0	100.0

(出所) GPIF 「基本ポートフォリオの変更について」

(注) 数字は下回る確率なので、全額国内債券の場合は必ず下回ってしまうことを意味する。

図表20: 「財政検証」の予定積立金額と「基本ポートフォリオ」での運用結果の比較



(出所) GPIF 「基本ポートフォリオの変更について」

6. 積立金の運用に関する課題と考察

(1) リスクを高めた積立金運用のリスクの大きさの再確認

年金積立金運用の実績とその方向性に関するここまでの整理分析を踏まえて、改めて年金積立金の運用について考えると、わずか数ヶ月で10兆円クラスの変動が生じるようなリスクの大きい運用が、公的年金の給付原資の運用として、果たしてどこまで適切なのか、という問いを持たざるを得ない。

そもそも、金融市場での資産運用は多大で様々な運用リスクを内包している。中でも、資産別の変動リスクを見ると、内外株式や外国債券はリスクが大きい。

ちなみに、GPIFが「基本ポートフォリオ」策定において用いた、各運用資産の期待リターンとその変動リスク(標準偏差)は、下表の通りである。

図表21:各資産の期待リターンとリスク(標準偏差)

	短期金利	国内債券	外国債券	国内株式	外国株式
期待収益率	-1.7	-1.6	0.3	3.3	4.9
標準偏差	—	2.56%	11.87%	23.14%	24.85%

(出所) GPIF 「基本ポートフォリオの変更について」

国内株式と外国株式のリスク(収益変動の標準偏差)は、国内債券に比べて10倍近く大きく、外国債券のリスクも5倍程度大きいことがわかる。

仮に金額ベースで、国内株式の構成割合が50%、国内債券が50%であっても、リスクに換算したベースで見ると、ポートフォリオ全体のリスクは換算値で100%を超えた大きさになるイメージである¹⁶。

要するに、リスクベースで見た資産のリスクの大きさは金額ベースの資産の金額の大きさとは異なるので(株式等はリスクが大きい)、ポートフォリオ全体のリスクは、株式等の構成割合が高いと、金額ベースの資産構成の評価と異なり、かなり大きなリスクを有していることになる。

¹⁶ 現実には、各資産間の相関係数はもちろん1ではなく、負の相関が現れる場合もあるため、ポートフォリオ全体のリスクは各資産のリスクの単純合計ではなく、軽減されたものとなる。これについてはP38(参考5)新しい「基本ポートフォリオ」の前提も参照。

従って、株式への配分金額を増やした場合には、金額ベースの増加に比べ、株式によるリスクの増加は格段に大きなものになることを認識する必要がある。

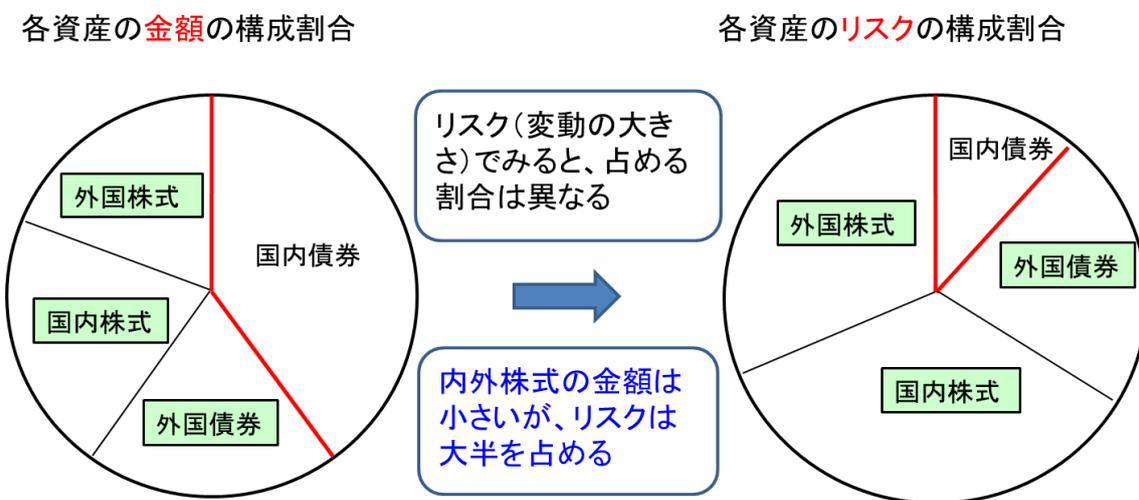
翻って、実際の積立金運用を見ると、高い収益性を追求し、多様で大きなリスクが内在する運用にシフトしてきている。

改めて積立金の運用の「基本ポートフォリオ」の過去からの変遷を確認すると、アベノミクスの発動・日銀の超金融緩和政策の実施と平仄を合わせて、国内債券等のいわゆる安全資産を大幅に減らし、内外株式や外国債券といったリスク資産での運用を大幅に増やしてきた。

直近の、国内債券を減らして外国債券を増やした「基本ポートフォリオ」の変更もその流れに沿ったものである。

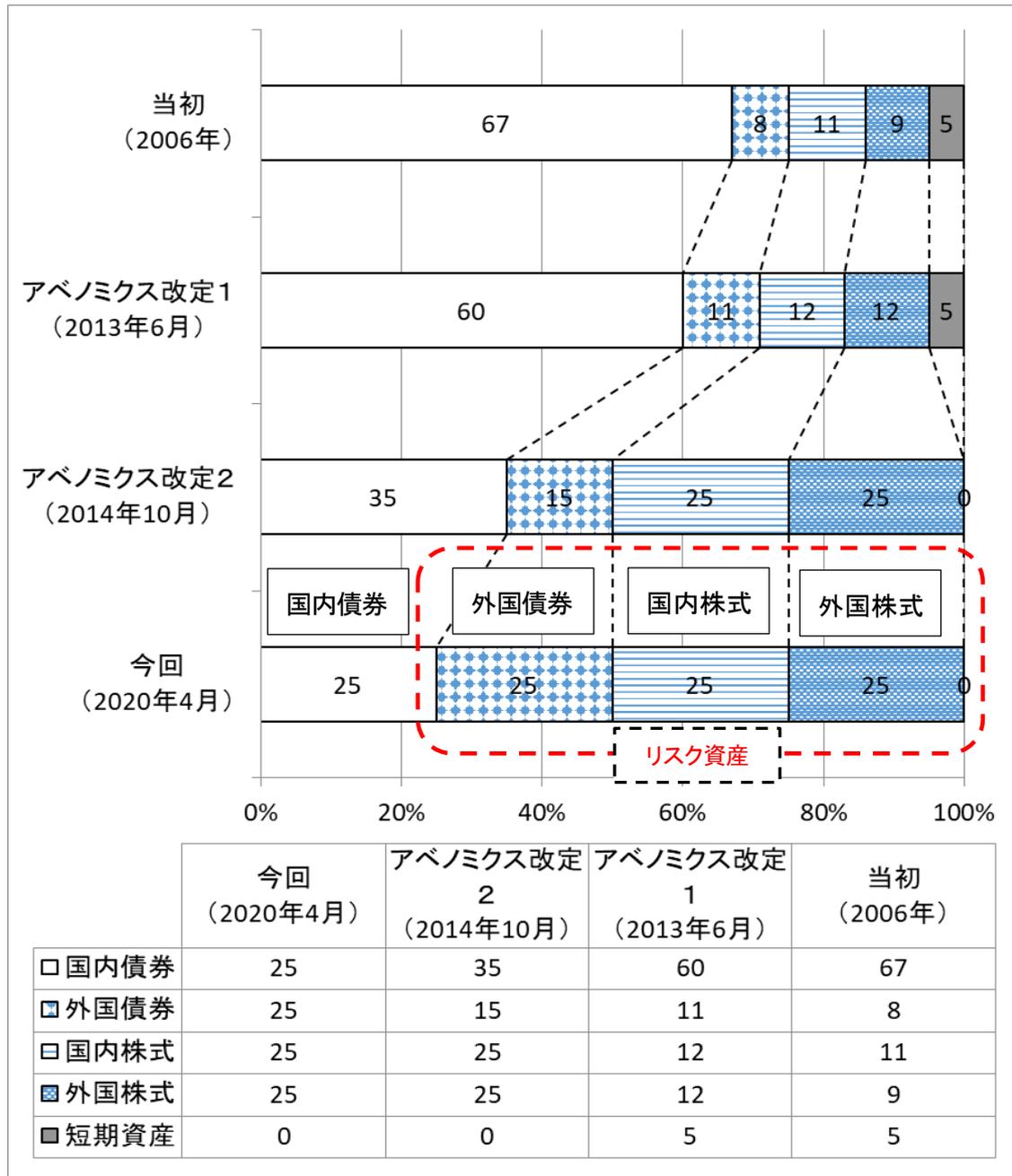
そこでは、配分金額ベースの構成割合の変化に比べて、リスクベースで測ると、大幅にリスクが増加していることに、十分留意しておく必要がある。

図表22: 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

図表 23: 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

(2)リスクを減らした運用の検討の必要性

積立金運用はリスクの高いものにシフトしており、運用資産の価格や収益の変動は大きなものとなり得る。

しかし、市場運用における損失は、以下の考え方から特に問題ないとされている。

- ・市場で生じた運用損失は、大幅なものであったとしても、一時的な「評価損」であって、それらの資産を売却してしまわない限り、実現損にはならない。
- ・年金資産のように長期に渡り運用する仕組みでは、その資金特性から言って、短期で売却する必要性は低く、その割合も大きくない。
- ・いずれ市場は回復するので、運用資産の大幅な損失が生じても問題はない。

上記の主張は、我が国の公的年金の置かれた厳しい現状を踏まえれば、必ずしも適切とは言えないと思われる。

第一に、大幅な運用損失を、比較的短い年月で着実かつ確実に取り戻せるという理論的な保証は無いことである。

現に、我が国の株式市場は、リーマンショック直前からの下落を回復するのに約8年かかり、1989年末の高値は30年後の現在でも未だ回復できずにいる。

新しい「基本ポートフォリオ」でも、将来必要な積立金額を下回るリスクが40%近くもあることを、決して軽視してはならない。

第二に、大幅な損失の発生は、厳しい国家財政の中で、積立金を給付財源としている公的年金、ひいては社会保障全般の運営に懸念を生じさせかねないからである。

特に回復が遅れた場合、問題は深刻化しかねない。

運用で積立金が毀損し、なかなか回復しなければ、次のような悪循環が生じる。

⇒運用損失によって大幅に減少した資産から得られる運用収益は、資産の毀損が無いことを前提に想定した金額を下回ることになる。

⇒あてにしていた運用収益からの財政収入が予定より小さくなるので、それを補うために、当初の計画を超えて積立金元本を取り崩さざるを得なくなる。

⇒積立金残高の減少が想定以上に進み、給付のための支出と運用効率の悪化の悪循環が生じ、積立金残高や年金財政の資金繰りが累積的に劣化していく。

(3)積立金の運用リスクの年金財政への影響

現行制度上、公的年金の給付を賄う収入面の財源としては、3つある。

まずは、制度収入である「保険料収入」、そして、「税金等」の国庫負担の投入、さらに、「積立金の運用収益と取り崩し」に頼る構造になっている。

「財政検証」での推計によれば、将来シナリオ（ケース）によっても異なるが、積立金からの財源（残高取崩し+運用収益）で、最大時には年金給付の約2割を賄うことを想定しており、財政への貢献は少なからぬものがある¹⁷。

ここで重要なのは、これは単なる「期待」ではなく、将来において「実現」することを前提にしていることである。

逆に言えば、積立金の運用において、「財政検証」で設定している数値を確保できなければ、国民に約束した最低限の年金給付すら賄えなくなる可能性がある。

積立金からの給付原資が想定を下回る状態が続いた場合、年金財政の収支尻をあわせるために採り得る政策は、国庫負担による財源不足の穴埋めは無いものとする、次のどちらかになる。

- ・国民からの保険料を追加的に引き上げて、当初の給付額を賄う（←収入の増加）
- ・給付額を財政収支が見合う水準まで引き下げる調整を行う（←支出の削減）

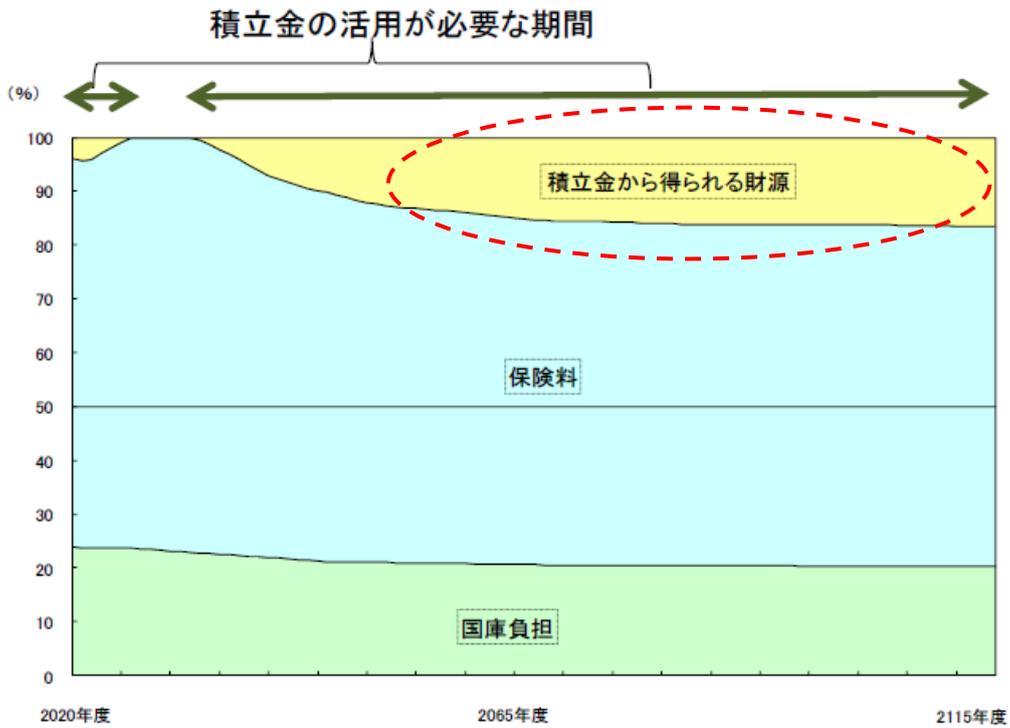
つまり、積立金運用が予定通り行かなかった場合、最終的には、『保険料率の引上げ』か『給付額の削減』という選択を、制度の受益者であるがリスク負担者でもある国民が余儀なくされる可能性もあるのである。

この点については、実際に、安倍首相が2016年に国会で、「GPIFの運用が悪化すれば、年金給付の減額もあり得る」旨の答弁をしている（脚注参照）¹⁸。

¹⁷ 将来の公的年金給付の状況に関する考察については、日医総研ワーキングペーパーNo. 435 『公的年金の「2019年財政検証」の内容と課題』石尾 勝(2019年11月)を参照。

¹⁸ 「安倍首相は、平成28年2月15日の衆議院予算委員会の民主党・玉木雄一郎氏への答弁で、株価下落でGPIFの運用損が指摘されていることに関連し、『運用は長いスパンで見ると、その時々損益が直ちに年金額に反映されるわけではない』と述べつつも、『想定利益が出ないなら当然支払いに影響する。給付に耐える状況にない場合は給付で調整するしかない』として、運用状況次第では、年金支給額の減額もあり得るとの認識を明らかにした。」（各新聞報道より）

図表24: 我が国の公的年金の財政運営と積立金の活用(「財政検証」の推計ケースⅢ)



(出所) 厚生労働省「2019年度財政検証関連資料」(第9回社会保障審議会年金部会)

(注) 長期的な経済前提が最も標準的と思われるケースⅢの場合。物価上昇率: 1.2%、実質賃金上昇率: 1.1%、実質的な運用利回り(対賃金上昇率スプレッド) 1.7%

(4) 積立金運用リスクの医療等の社会保障分野への影響

さらなる問題は、積立金運用の抱えるリスクの影響が年金の範疇にとどまらない恐れがあることである。

政府・厚生労働省の青写真では、年金給付の将来的な伸びについては、医療・介護に比べて、相対的に低く抑え込むことができることを想定して、社会保障費用が推計され、社会保障に関する将来像が描かれている。

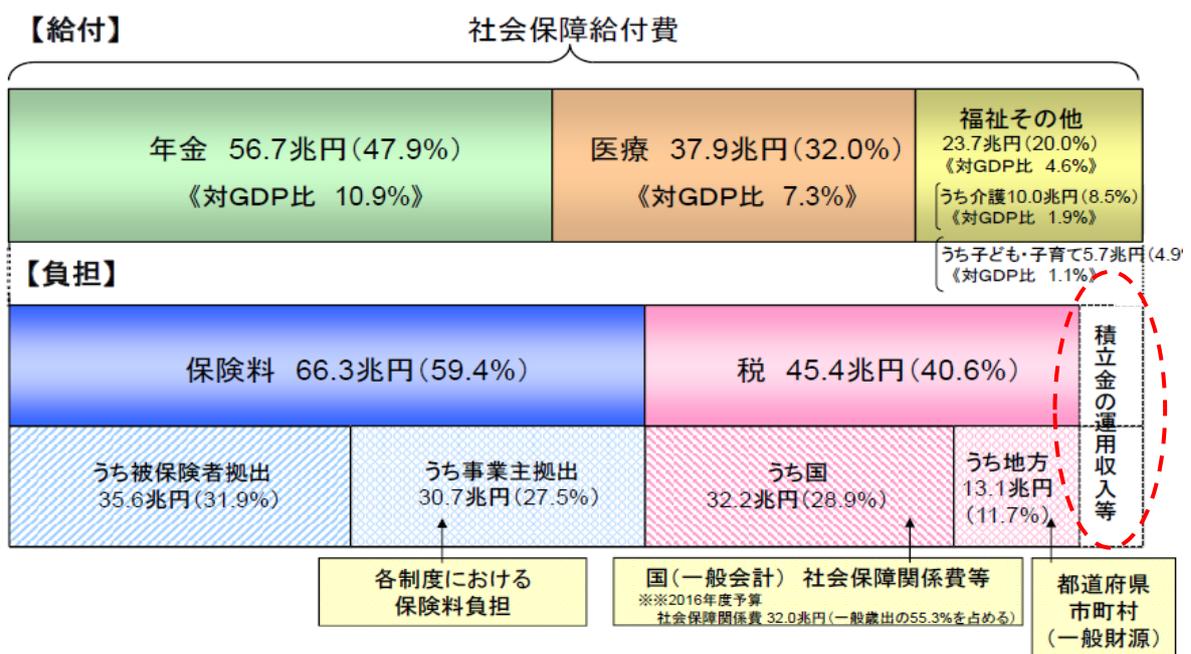
しかし、その給付に必要な原資を想定通りに確保できなければ、青写真は崩れる。

仮に、積立金運用が大幅なマイナスとなり、すぐには回復せず、給付のための資金を予定通りに積立金から得ることができなくなれば、国全体の財政に余裕が無い中で、医療等の年金以外の社会保障分野にもその影響が及ぶ可能性もある。

社会保障に振り向けられる財源（税金や公債による収入）が青天井では無い以上、他分野の支出を削減または伸びを抑制して財源を確保し、年金に回すことで、年金の行き詰まりを回避する方策がとられることもあり得る。

その場合、同じ社会保障分野の医療・介護への支出が対象になる可能性がある。

図表 25: 社会保障の給付と負担(財源)の構造



(出所) 財務省の社会保障関係資料

(5) まとめ

翻ってみれば、少子高齢化の進行する中、公的債務は1000兆円を超えている。さらに、新型コロナ禍の影響とそれへの政策対応で、我が国の財政構造がより厳しいものとなることは必定である。

今後、我が国の社会保障政策がより厳しい運営を迫られる中で、「年金」「医療・介護」「少子化・子育て」等の各分野で、選択する政策の効果や相互作用、さらには社会全体への影響等がより強く問われることになるだろう。

年金積立金の運用収入は、国家財政や社会保障全体から見れば、相対的に小さい額であるが（それでも、第1章で見たように消費税収入に比肩しうる規模である）、超高齢社会がさらに進行し、財政全体の「ゆとり」がますます失われていく中では、その動きは社会保障の運営にも少なからぬインパクトがあると考えられる。

本レポートで確認したように、将来の給付に際して、安定的で確実なキャッシュフローが必要となる公的年金積立金が、運用で大きなリスクを取り続けることは、決して好ましいことではない、と思われる。

運用の多様化や高度化を否定するものではなく、GPIFが最近投資を開始している長期に安定したリターンが得られるインフラ投資等への展開を留意しながら、展開していくことは十分考えられよう。

ただ、公的年金の使命として、将来の国民への確実な給付を考えた時、超高齢化の進捗状況も鑑みながら、全体として、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。

(参考 2) 世界の公的年金ファンドの規模

GPIF は公的年金の運用ファンドでは世界一の規模であり、その動向を世界の金融市場関係者が常にモニタリングしている。

図表 26: 世界の公的年金ファンド規模別ランキング(単位: 百万ドル、2013 年末時点)

	基金名	国	運用残高	注
①	年金積立金管理運用独立行政法人(GPIF)	日本	1, 221, 501	
2.	政府年金基金	ノルウェー	858, 469	
3.	公務員年金基金 (ABP)	オランダ	415, 657	
4.	国民年金公団	韓国	405, 521	
5.	連邦公務員向け確定拠出型年金	米国	375, 088	
6.	カリフォルニア州職員退職年金基金	米国	273, 066	
7.	カナダ年金制度	カナダ	206, 173	注 1
8.	全国社会保障基金	中国	205, 168	
9.	中央積立基金	シンガポール	200, 376	
10.	厚生福祉年金基金 (PFZW)	オランダ	196, 933	注 1
11.	従業員積立基金	マレーシア	182, 216	
⑫	地方公務員共済組合連合会	日本	179, 820	注 1
13.	カリフォルニア州教職員退職年金基金	米国	172, 424	
14.	ニューヨーク州職員退職年金基金	米国	164, 008	
15.	フロリダ州管理理事会	米国	146, 266	
16.	ニューヨーク市公務員年金基金	米国	143, 925	
17.	オンタリオ州教職員年金基金	カナダ	132, 445	
18.	テキサス州教職員退職年金	米国	119, 706	
19.	政府職員年金基金 (GEPF)	南アフリカ	117, 681	注 2
⑳	企業年金連合会	日本	117, 636	

(出所) 「P&I / Towers Watson global 300」(2013 年) および Towers Watson Global Pension Asset Study に基づく推定値。国・政府が年金債務に備えて設立された基金。

(注 1) 2014 年 3 月 31 日時点、(注 2) 2013 年 4 月 30 日時点

(参考3)市場運用移行後の年金積立金の運用結果の推移

市場運用移行後の年金積立金の運用結果の数値は下表のとおりである。

図表 27: 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
2001年度	27,787	1.94%	-13,084	-1.80%	40,870	2.99%
2002年度	2,360	0.17%	-30,608	-5.36%	32,968	2.75%
2003年度	68,714	4.90%	44,306	8.40%	24,407	2.41%
2004年度	39,588	2.73%	22,419	3.39%	17,169	2.06%
2005年度	98,344	6.83%	86,811	9.88%	11,533	1.73%
2006年度	45,669	3.10%	37,608	3.70%	8,061	1.61%
2007年度	-51,777	-3.53%	-56,455	-4.59%	4,678	1.45%
2008年度	-93,176	-6.86%	-94,015	-7.57%	839	0.57%
2009年度	91,554	7.54%	91,500	7.91%	54	0.09%
2010年度	-3,263	-0.26%	-3,281	-0.25%	19	0.03%
2011年度	25,863	2.17%	25,843	2.32%	20	0.03%
2012年度	112,000	9.56%	111,983	10.23%	17	0.03%
2013年度	101,951	8.23%	101,938	8.64%	13	0.02%
2014年度	152,627	11.62%	152,619	12.27%	8	0.01%
2015年度	-53,498	-3.64%	-53,502	-3.81%	4	0.00%
2016年度	78,930	5.48%	78,925	5.86%	5	0.01%
2017年度	100,293	6.52%	100,290	6.86%	3	0.00%
2018年度	23,462	1.43%	23,459	1.52%	3	0.00%
合計 (注2)	767,428	3.11%	626,757	3.03%	140,671	0.87%

(出所) 厚労省「平成30年度 年金積立金の運用状況について」を基に筆者作成

(注) 2005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値。合計欄の収益率は18年間平均(年率)

(参考 4)年金積立金管理運用独立行政法人(GPIF)の投資原則

年金積立金管理運用独立行政法人の投資原則(平成27年3月26日公表)

年金積立金管理運用独立行政法人(以下「GPIF」といいます。)の運用委員会は、GPIFの投資原則を定めました。

本原則を国民の皆様との約束とさせていただき、運用委員及び役職員は、高い職業倫理に基づき行動してまいります。そして、管理運用体制を強固なものとし、説明責任を果たしつつ、国民の皆様から更なる信頼を得ていきたいと考えています。

投資原則

【1】年金事業の運営の安定に資するよう、専ら被保険者の利益のため、長期的な観点から、年金財政上必要な利回りを最低限のリスクで確保することを目標とする。

【2】資産、地域、時間等を分散して投資することを基本とし、短期的には市場価格の変動等はあるものの、長い投資期間を活かして、より安定的に、より効率的に収益を獲得し、併せて、年金給付に必要な流動性を確保する。

【3】基本ポートフォリオを策定し、資産全体、各資産クラス、各運用受託機関等のそれぞれの段階でリスク管理を行うとともに、パッシブ運用とアクティブ運用を併用し、資産クラスごとにベンチマーク収益率(市場平均収益率)を確保しつつ、収益を生み出す投資機会の発掘に努める。

【4】株式投資においては、スチュワードシップ責任を果たすような様々な活動を通じて被保険者のために中長期的な投資収益の拡大を図る。

以上

(出所) GPIF のホームページ

(参考5) 新しい「基本ポートフォリオ」の前提(運用資産の期待リターンとリスク)

今回の見直しに際して、主な運用資産の期待リターンは、次表の通りである。なお、運用における名目期待リターンを「財政検証」における「実質的な運用利回り」(対賃金上昇率スプレッド)に変換する上で重要となる名目賃金上昇率は、財政検証の経済前提(ケースⅢ)の将来の平均値である「2.3%」としている。各資産の計算の基礎となる短期金利の期待リターンは、金融市場におけるイールドカーブに基づき推計したものを使用している。

図表28:各資産の期待リターン(今回再設定)

短期金利	国内債券	外国債券	国内株式	外国株式	賃金上昇率
-1.7	-1.6	0.3	3.3	4.9	2.3
(0.6)	(0.7)	(2.6)	(5.6)	(7.2)	

(出所) GPIF 「基本ポートフォリオの変更について」

また、標準偏差と相関係数については、今回、バブル崩壊後の過去25年の年次データを用いて、推計している。

図表29:標準偏差(リスク)と相関係数(今回再計算)

	国内債券	外国債券	国内株式	外国株式	賃金上昇率
標準偏差	2.56%	11.87%	23.14%	24.85%	1.62%

相関係数	国内債券	外国債券	国内株式	外国株式	賃金上昇率
国内債券	1.00				
外国債券	0.290	1.00			
国内株式	-0.158	0.060	1.00		
外国株式	0.105	0.585	0.643	1.00	
賃金上昇率	0.042	-0.010	0.113	0.099	1.00

(出所) GPIF 「基本ポートフォリオの変更について」

(注) 国内債券の標準偏差の計算では将来のデュレーションの長期化を考慮している。

【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) 「2019年度業務概況書」(2020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26年財政検証レポート」(2014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31年財政検証結果 」(2019年7月)

平成30年度「厚生年金・国民年金の収支決算の概要」(2019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」(2014年3月)

石尾 勝 「公的年金の積立金運用動向に関する考察」日医総研ワーキングペーパー NO. 359 (2016年2月)

石尾 勝 「公的年金の積立金運用に関する考察(追加分析)」日医総研ワーキングペーパー NO. 365 (2016年8月)

石尾 勝 「公的年金の積立金の運用について」日医総研ワーキングペーパー NO. 417 (2018年10月)

石尾 勝 「公的年金の運用状況と「財政検証」への注目点」日医総研リサーチエッセイ NO. 76 (2019年8月)

石尾 勝 「公的年金の「2019年財政検証」の内容と課題」日医総研ワーキングペーパー NO. 435 (2019年11月)