

# 財政検証と公的年金積立金のポートフォリオ

西沢 和彦

株式会社日本総合研究所 調査部 上席主任研究員

## はじめに

2014年10月31日、GPIFの基本ポートフォリオの変更が公表された。2013年6月の変更からわずか1年4か月後の変更である。その柱は、国内外の株式ウェイトを従来の計24%（国内12%、外国12%）から、計50%（国内25%、外国25%）へと倍増させるというものである。新しい基本ポートフォリオに対しては、年金積立金のリスクを増大させているといった批判のほか、公表日が日本銀行の追加金融緩和と同日であったこともあり、市場へのサプライズによる株価押し上げを意図したものではないかなど様々な疑義が呈されている。

本稿では、基本ポートフォリオと年金の財政検証との関係を改めて整理する。財政検証とは、5年

に一度のいわば年金財政の定期健診であり、将来推計人口に加え、物価上昇率、賃金上昇率、運用利回りなどの経済変数に一定の前提を置き、今後100年間の年金財政の姿を描き出す作業である。最近のものは、2014年6月に厚生労働省より公表された。

基本ポートフォリオ変更の正当性は、2016年3月の安倍晋三首相の国会答弁にみられるように、財政検証にも求められている。「ポートフォリオの変更については、このような想定の下で、年金の財政検証の結果に基づき、GPIFの運用委員会においてシミュレーションや統計的な分析等による専門的な検討を行い、最適な組合せを選定したものであります」<sup>1</sup>

では、実際に、基本ポートフォリオの変更は、どの程度、どのような形で財政検証に基づいているのだろうか。あるいは、そもそも基本ポートフォリオは財政検証に基づいていると言えるのだろうか。加えて、2017年初頃には新しい将来推計人口が国立社会保障・人口問題研究所から公表される見通しであり、すると2019年の次期財政検証も視野に入ってくるなか、本来、財政検証とGPIFの積立金運用はどのような関係にあるべきなのであろうか。

## 財政検証と基本ポートフォリオ変更

2014年10月の基本ポートフォリオ変更の代表的な理由としては、次の2つがあげられる。

### にしざわ かずひこ

1989年一橋大学社会学部を卒業し、三井銀行（現三井住友銀行）入行。堂ビル支店、自由が丘支店、東京営業部などを経て、1998年11月（株）さくら総合研究所へ出向。2001年4月、組織変更により（株）日本総合研究所調査部。2002年、法政大学修士（経済学）。社会保障制度改革国民会議委員、社会保障審議会日本年金機構評価部会委員などを務め、現在、社会保障審議会年金事業管理部会委員。著書に『年金大改革』（日本経済新聞出版社、2003年）、『年金制度は誰のものか』（日本経済新聞出版社、2008年〔第51回日経・経済図書文化賞〕）、『税と社会保障の抜本改革』（日本経済新聞出版社、2011年〔第40回日本公認会計士協会学術賞〕）など。

- 年金財政の持続可能性を確保するためには、積立金運用についてもリスク資産のウェイトを高め、高利回りを追求していく必要がある。
- わが国はデフレを脱却しつつあり、従来のような債券中心の運用では年金財政は維持できない。よって、株式のウェイトを高める必要がある。

では、年金財政の持続可能性、今後の物価動向それぞれについて2014年6月の財政検証はどのように想定しているのでしょうか。2014年の財政検証では、妥当性はさておき、経済が再生していけば年金財政は持続可能であると見通されている。具体的には、経済が最も好調に推移していくケースからそうではないケースまでの8通りのうち、上位5ケースでは、年金財政持続の目安となっている所得代替率（年金給付水準を示す代表的指標）50%が確保される結果となっている。そうした上位5ケースにおける $\alpha$ は1.1～1.7%である。 $\alpha$ とは、名目運用利回りと名目賃金上昇率の差であり、これがGPIFの運用目標として与えられる。

これまでGPIFに対しては $\alpha$ として1.6%の目標が与えられてきたが、このように2014年の財政検証においてより大きな $\alpha$ の確保が必要であるという計算結果が示された訳ではない。実績をみても、GPIFは2001年から2012年（財政検証公表時の直近）の間、平均2.76%の $\alpha$ を実現している。

次に、2つめのデフレ脱却との関係はどうだろうか。消費者物価上昇率は、1995年に約40年ぶりにマイナスとなり、1995年から2015年までの単純平均が0.1%、消費税率が引き上げられた1997年と2014年の2か年を除くと同-0.1%である。もっとも、この間の1999年、2004年、2009年、2014年の4回の財政検証（2004年までは財政再計算の呼称）は何れも、デフレ脱却を仮定しており、それぞれ消費者物価上昇率を1.5%、1.0%、1.0%、1.2%と見通している。2014年の財政検証がそれまでと異なり、デフレ脱却シナリオへと突如転じた訳ではない。常にデフレ脱却シナリオだったのである。

このように、2014年10月の基本ポートフォリオ

変更は、「財政検証の結果に基づいている」というより、むしろそれとは独立してGPIFの判断によって決められたものといえる。2014年の財政検証結果がとりわけ高い $\alpha$ を求めている訳でも、急遽デフレ脱却シナリオに転じた訳でもない。そのGPIFの判断にも不明な点が多い。

なかでも、GPIFが想定する期待リターンの根拠である。基本ポートフォリオは、大まかにいえば、国内外の債券と株式それぞれの期待リターン、標準偏差で測られるリスク、および、相関係数をもとに選択されている。今回の基本ポートフォリオ策定では、期待リターンの国内債券と特に国内外株式との相対的な差が、わずか1年4か月前に想定されたものから大きく拡大している（図表1）。

2013年6月の基本ポートフォリオにおいて、期待リターンは国内債券3.0%、それに対し、国内株式、外国株式はそれぞれ4.8%、5.0%であった。1.8%、2.0%の差である。2014年10月の基本ポートフォリオでは、国内債券2.6%に対し、国内株式、外国株式はそれぞれ6.0%、6.4%となっている。3.4%、3.8%の差である。株式は国内債券に比して極めて高い期待リターンが想定されている。

2013年6月の基本ポートフォリオ策定時、国内債券の期待リターンは、長期均衡点における長期金利をそのまま採用し3.0%と仮定されていた。すなわち、足もとでは超低金利（基本ポートフォリオ変更が公表された2013年6月7日の新発10年国債利回りは0.86%）であっても、将来にわたって長期金利は上昇し、均衡に至った時点の金利が国内債券のリターンとして採用されていた。

他方、2014年10月の基本ポートフォリオ策定時、国内債券の期待リターンは、足もとから長期均衡点に至る期間を含む25年間の平均を採用し、さらに修正が施されるとされている。その結果、長期均衡点の数値を用いるよりも、国内債券のリターンは当然低くなる。ここは極めて重大な変更のはずだが、そのように変更された合理的理由は見当たらない。

このように、国内債券の期待リターンは引き下げられる一方で、国内外株式のリスクプレミアムは引

図表1 基本ポートフォリオにおける期待リターン

(%)

	国内債券	国内株式	外国債券	外国株式
2013年6月7日～の 基本ポートフォリオ	3.0	4.8	3.2	5.0
[根拠] 期待リターン=長期 金利3.0%	長期金利+長期金利 スプレッド(対長期 金利の株式超過収益 率)1.8%	短期金利1.9%+リ スクプレミアム1.3%	短期金利+リスク プレミアム3.1%	
2014年10月31日～の 基本ポートフォリオ	2.6	6.0	3.7	6.4
[根拠] 「財政検証における 足下からの長期金利 推移シナリオに基づ き計算された想定投 資期間の平均収益率 を使用」	短期金利1.1%+リ スクプレミアム	短期金利1.1%+リ スクプレミアム	短期金利1.1%+リ スクプレミアム	

(資料) 次より日本総合研究所作成。社会保障審議会年金部会年金財政における経済前提と積立金運用のあり方に関する専門委員会(平成25年7月5日)資料2「年金積立金管理運用独立行政法人の中期計画(基本ポートフォリオの変更)、年金積立金管理運用独立行政法人「中期計画の変更について」(平成26年10月31日)。

き上げられており、それが、債券ウェイトを落とし、株式ウェイトを引き上げる基本ポートフォリオ変更へとつながっている模様である。

## 財政検証と基本ポートフォリオとの関係

前章で述べたように、2014年10月の基本ポートフォリオ変更は、「財政検証の結果に基づいている」とは言えない。GPIFによる判断である。もっとも、GPIFによる積立金運用は年金制度のパーツであり、財政検証がGPIFに対して単に運用目標 $\alpha$ を与えるだけでなく、両者のより有効な関係が模索されるべきであろう。

その1つとして、毎年度の厚生年金と国民年金財政の「収支」見通しがあげられる。収支は、保険料収入、国庫負担、運用収入を主要構成要素とした収入と支出すなわち給付との差である。収支がプラスであれば積立金が積み上がり、マイナスであれば積立金を取り崩して給付に充てる必要が生じる。

財政検証による収支見通し甘かったがゆえに、

長期保有を想定していた資産を急遽売らざるを得なくなる、あるいは、収支見通しに相当な幅があることを前提に流動性の高い資産に積立金を振り向けざるを得ないこととなれば、その分、運用利回りが犠牲になる。よって、収支見通し、とりわけ直近のものが正確であることは極めて重要である。

こうした視点を踏まえ、改めて財政検証の結果をみると正確性を備えているとは言い難い。例えば、財政検証における厚生年金の2014年度から2024年度までの収支は、2017年度までマイナスで推移するものの、2018年度からはプラスに転じることとなっている。これは、年金受給者自体は増えながらもマクロ経済スライドが功を奏し支出の伸びは緩やかとなる一方、保険料収入と運用収入が大きく伸びていく前提となっていることに拠っている。なお、マクロ経済スライドとは2004年の年金改正で導入された給付抑制の手段である。もっとも、デフレでは機能しないという欠点を抱えているため、今日まで殆ど機能していない。

保険料収入は、2014年度の30.5兆円から例えば2023年度には44.1兆円、運用収入は、同様

図表2 2014年財政検証における厚生年金財政の収支

年度	収入計							支出計	収支
	収入計	保険料収入	(名目賃金 上昇率、%)	国庫負担	運用収入	(利回り、 %)	その他 収入		
2014	42.5	30.5	(1.0)	9.5	2.3	(1.3)	0.2	46.6	-4.1
2015	45.1	31.7	(2.5)	9.9	3.2	(1.9)	0.3	48.0	-2.9
2016	47.3	33.2	(2.5)	10.2	3.6	(2.2)	0.3	49.2	-1.8
2017	49.8	34.8	(3.6)	10.4	4.3	(2.6)	0.3	50.1	-0.3
2018	52.3	36.3	(3.7)	10.6	5.1	(3.1)	0.3	50.7	1.5
2019	54.8	37.8	(3.8)	10.8	6.0	(3.6)	0.3	51.4	3.4
2020	57.3	39.3	(3.9)	11.0	6.8	(4.0)	0.3	52.3	5.0
2021	59.9	40.8	(3.9)	11.2	7.6	(4.3)	0.3	53.6	6.3
2022	62.5	42.4	(4.2)	11.4	8.5	(4.6)	0.2	54.6	7.9
2023	65.3	44.1	(4.1)	11.6	9.4	(4.9)	0.2	55.6	9.7
2024	66.5	45.5	(2.3)	11.8	9.0	(4.2)	0.2	57.0	9.5

(資料)厚生労働省「平成26年財政検証結果レポート」。

に2.3兆円から9.4兆円となっている。これらは、実勢よりも極めて高い名目賃金上昇率、運用利回りの結果であり2023年度を例にとれば、それぞれ4.1%、4.9%となっている。

財政検証における経済前提は、足もとと長期とでは根拠が異なっており、足もとは内閣府の「中長期の経済財政に関する試算」(平成26年1月20日)の2023年度までの数値がほぼそのまま用いられ、長期(2024年度以降)については社会保障審議会年金部会で検討された数値が用いられている。例えば、名目賃金上昇率は、2023年度の4.1%までほぼ一貫して上昇し、2024年度に2.3%へと急落するシナリオになっている。とりわけ足もとについて、内閣府の数値を用いることで、収支改善効果が顕著になっているのである。

もともと、内閣府の試算は、TFP上昇率をバブル経済期なみの1.8%に仮定しているなど、合理的根拠に基づくというより、飽くまで安倍政権の経済政策であるアベノミクスの成功を想定した政策目標あるいは期待水準の色彩が濃い。財政検証に向けた作業の過程では、経済前提を検討した年金部会内からもそうした指摘が出つつ、政府全体の整合性への配慮から内閣府の試算を用いている経

緯がある。しかし、見通しと実際の収支に大きな齟齬が生じ、不測の資産売却などとなって利回りが損なわれれば、それは年金被保険者の不利益へと直結する。

よって、少なくとも次の2つの課題がある。

1つは、財政検証において、内閣府試算に捉われることなく、被保険者の利益最大化の観点から、最も蓋然性の高い収支を描き出すことである。GPIFは、単に財政検証結果を受け入れるのではなく、積立金の運用を預かる立場から、乖離が極力少ないような財政検証を厚生労働省に求めなければならない。今回、GPIFと厚生労働省との間でそのようなやりとりがあったのか、やりとりがあったとして、そうした意識のもと今回の財政検証が進められたのかは不明である。なお、より正確な収支を見通すという観点から、日本年金機構の保険料収納の見通しも考慮されるべきである。厚生労働省、GPIF、日本年金機構が一体となってより精緻な収支見直しを作っていくという発想が必要である。

もう1つは、 $\alpha$ と並んで名目値の重視である。今回の財政検証から、 $\alpha$ が前面に出され、名目運用利回りは公表されなくなった(物価上昇率、実質運用利回りが公表されているので計算自体は可能であ

る)。財政検証の対象期間となる100年間という超長期を考えた場合、 $\alpha$ こそが重要なのであって、名目値に意味がないとしても、当面の数年間、あるいは10年間といった足もとの期間においては、利回りの追求などを考えるうえで、名目額が重要なはずである。

## おわりに

今後を展望すると、既に述べた通り2017年初頃新たな将来推計人口が公表されれば次期2019年の財政検証作業が視野に入ってくる。併せて、GPIFによる株式の自家運用の是非なども、改めて議論される見通しである。

本稿は、財政検証と基本ポートフォリオの「関係」に着目したため、財政検証、GPIFによる積立金運用それぞれの課題については十分に触れていないが、課題は多く、今後の議論に求められる視点を追加的に2点あげておけば以下の通りである。

1つは、2014年10月の基本ポートフォリオ変更の検証である。既に多方面から指摘があるうえ、本稿で述べたように、根拠が明確とはいえない。市場へのサプライズであったことが示すように、年金の被保険者の理解を得ているとも認めにくい。GPIFによる株式自家運用などの論点に進む前に、

2014年10月の見直しが検証されるべきであろう。リスク指標も、標準偏差によって測られるリスクに替え、下方確率が前面に出されるなど分かりにくくなっており、再度整理が必要である。

そのうえで、損失発生時に、その損失を将来世代につけ回すのではなく、現在の世代で吸収するよう、マクロ経済スライドの見直しあるいは他の仕組み導入といった制度的担保が必要である。基本ポートフォリオ見直しは制度と独立して議論されるのではなく、制度と一体的に議論されなければならない。

2つめは、財政検証の客観性の確保である。とりわけ2014年財政検証は、消費者物価上昇率目標2%などアベノミクスとの整合性が意識されている。もっとも、仮に整合性がとれたとしても、年金の被保険者の利益に必ずしもならないことは既に述べた通りである。2019年の次期財政検証においても、例えば、新三本の矢では、希望出生率1.8人が掲げられているが、それがそのまま財政検証で用いられるのではなく、被保険者の利益を最優先に、飽くまで蓋然性の高いシナリオが追求されなければならない。■

### 《注》

1 参議院予算委員会 2016年3月3日。

