

## (公的年金)：保険料固定方式導入で高まった積立金運用の重要性

今回の厚生年金改革の最大の特徴である保険料固定方式では、これまでの給付水準維持方式と違って、保険料を調整して運用リスクをカバーすることが難しい。積立金の運用戦略の違いにより、所得代替率や積立度合は大きな影響をうける。

これまでの給付水準維持方式では、所得代替率（巻末注1）を59%で維持できるように保険料を段階的に引き上げるため、積立金の運用成果が与える影響は小さかった。例えば、運用がうまくいかない場合でも、最終保険料率を1~2%引き上げることで財政を安定できた。

これに対して、今回の改革で最終保険料率を18.3%に固定する保険料固定方式が導入された。積立金運用が期待通りにいかない場合、保険料率を引き上げられないため、積立度合（巻末注2）は悪化することになる。また、財政バランスを保つために、マクロスライド終了による給付削減を長引かせることになるので、所得代替率は低下する。しかし、改正法の付則には所得代替率の50%維持も重要な目標として明記されているため、積立金の運用次第で、財政的な安定と、所得代替率の50%維持という2つの大きな目標が影響を受けることになる。

そこで、弊社公的年金シミュレーションモデルを用いて、積立金の運用戦略の違いで、所得代替率や積立度合がどのような影響を受けるか分析を行った（図表1）。基準ケースは、基本的に政府試算と同じ前提条件である。積立金運用の期待リターンを3.2%、リスクを5%と想定したが、これは概ね現在の資産配分を反映したものと考えることができる。

図表1：運用戦略の違いが所得代替率と積立度合に与える影響

ケース	基準	ケース1 債券100%	ケース2	ケース3	ケース4	ケース5 株式100%	
期待リターン	3.2%	2.9%	3.5%	3.8%	4.4%	5.1%	
リスク	5.0%	2.5%	7.5%	10.0%	15.0%	21.0%	
マクロスライド 終了年	平均	2026	2032	2020	2016	2009	2006
	標準偏差	7.5	3.7	9.3	10.1	7.4	3.2
	中央値	2026	2032	2017	2012	2006	2006
	5%タイル	2014	2025	2010	2006	2006	2006
	95%タイル	2038	2037	2038	2038	2027	2007
最終的な 所得代替率	平均	49.0%	46.7%	51.3%	53.1%	56.1%	57.1%
	標準偏差	3.3%	2.1%	4.1%	4.6%	3.3%	1.6%
	中央値	49.4%	46.7%	52.4%	54.5%	57.0%	57.2%
	5%タイル	42.9%	43.1%	42.8%	42.9%	49.5%	55.7%
	95%タイル	53.8%	49.9%	56.4%	57.8%	58.4%	58.5%
積立度合 (2015年)	平均	4.3	4.1	4.3	4.3	4.4	4.7
	標準偏差	0.8	0.4	1.1	1.5	2.6	4.2
	中央値	4.2	4.1	4.2	4.1	3.8	3.6
	5%タイル	3.1	3.5	2.7	2.4	1.5	0.9
	95%タイル	5.6	4.8	6.3	7.0	9.1	12.1

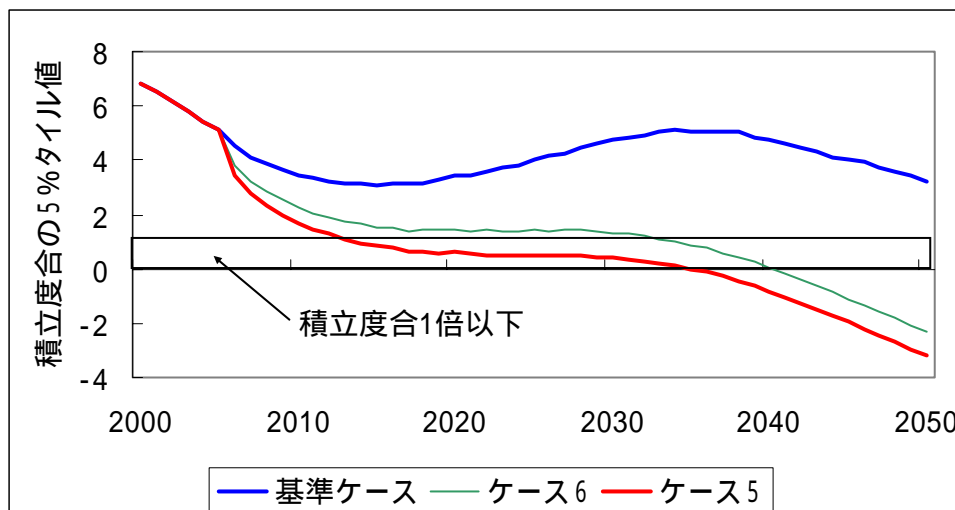
前提条件、シミュレーションの方法等は、弊社所報32号(2004年4月)「2004年厚生年金改革案のリスク分析」を参照

ケース1は、積立金運用を債券中心にして、安定運用を行うケースを想定している。この場合、運用収入が少なくなるため、マクロスライド終了後の最終的な所得代替率は46.7%まで低下する。また、95%マイル(通常想定できる最も楽観的な場合)でも、所得代替率が49.9%となり、改正法にある所得代替率の50%維持は、ほぼ達成できない結果となった。逆に、積立度合は、運用リスクが小さいため、基準ケースより安定的となった。

これに対して、ケース2～5は現在よりも株式への配分を高め(ケース5は株式100%運用に相当)、リスクな運用を想定したものである。高いリターンを想定した株式への配分を高めるほど、(1)マクロスライド終了が早まる、(2)所得代替率は高位に留まる、(3)所得代替率50%維持の確率が高まる傾向となる。極端なケース5の場合には、マクロスライドを行わなくても財政バランスがとれる結果となった。

しかし、リスクな運用を行うほど、財政上のリスクは高まることになる。積立度合の期待値は、運用戦略によって大きな違いはないが、積立度合の5%マイル値(通常想定できる最も悲観的な場合)は、株式への配分を高めると急速に悪化する(図表2)。例えば、ケース5では2015年の積立度合が0.9倍となり、財政的危機的を迎える可能性もある。

図表2：運用戦略の違いによる積立度合(5%マイル値)



これは、株式への配分を高めた結果、将来の高い運用収益を見込んでマクロスライドを早めに終了し、所得代替率を高位に留めることができるが、リスクな運用が期待通りの成果を生まない場合もある。マクロスライド終了後は、これまでどおり、給付水準維持方式に戻るため、年金給付の増加を補うために運用収益を得られない場合には、財政的な悪化が不可避となる。

新しい保険料固定方式では、これまでの給付水準維持方式と比べて、積立金の運用戦略が所得代替率や積立度合に、大きな影響を与えるため、年金運用の重要性が増しているといえる。ここでの結果は、もちろん、期待リターンやリスクの想定次第で異なり得る点に注意を要する。

(北村 智紀)