

(年金運用)： 有識者会議報告を踏まえた年金運用の課題

昨年 11 月の「公的・準公的資金の運用・リスク管理等の高度化等に関する有識者会議」の報告書は、従来になく具体的に踏み込んだ内容となっている。今後、その提言を実現する上では、①デフレ脱却というシナリオだけに賭けるのか、②規模の制約をどう克服するか、③年金給付・負債への影響を十分に考慮できるか、などの課題がある。

昨年 11 月、4 ヶ月にわたって議論されてきた「公的・準公的資金の運用・リスク管理等の高度化等に関する有識者会議」の最終報告書が発表された。報告書は大きく①運用目標・方針、②ポートフォリオ（運用対象）、③リスク管理体制等のガバナンスの見直し、④エクイティ資産に係るリターン最大化、の四つの項目からなる（報告書の具体的内容は下表参照）。

図表 1：公的・準公的資金の運用・リスク管理に関する有識者会議の報告書概要

運用の見直し <ul style="list-style-type: none"> ・ デフレ脱却を見据え国内債券を中心とするポートフォリオの見直し。 ・ 収益目標とリスク許容度について、資産と負債の関係から再検討。 ・ 高度な運用への運用コスト受け入れ。 ・ 運用対象の多様化とアクティブ比率上昇。 ・ パッシブ運用のベンチマーク見直し、ポートフォリオの機動的見直し。 ・ 独立性を有し、柔軟な運用を行うベビーファンドの活用。
ガバナンス・リスク管理体制の見直し <ul style="list-style-type: none"> ・ 所管大臣は運用機関の自主性や創意工夫を発揮できるようにすべき。 ・ 合議制の導入と専門人材の確保（経費などの弾力的な扱い）。 ・ 現行法制でもできることから対応（常勤の運用委員会委員など）。 ・ 脱デフレなどフォワードルッキングなリスク分析に基づくポートフォリオ構築。
エクイティ資産に係るリターン最大化 <ul style="list-style-type: none"> ・ 日本版スチュワードシップコードの検討結果を踏まえ、運用受託機関を通じた投資先との緊密な対話や議決権行使。
GPIFに係る改革の工程表 <ul style="list-style-type: none"> ・ ①直ちに取組みべき課題、②今後1年を目途に取り組むべき課題、③法律改正を行った上で取り組むべき課題、について提言。

公的年金の資産運用については、従来から対象資産の多様化などについてさまざまな提言があった。その際に障害の一つとされてきたのが、独立行政法人である年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）などの組織形態である。投資の責任が理事長 1 人に集まっており、補佐する立場の運用委員会メンバーは常勤でない。また、専門知識を持つ業務スタッフを集めようにも、閣議決定により経費抑制・削減が求められていた。それらの背景を踏まえ、報告書は組織やガバナンスの改革を提言し、運用見直しとリスク管理を含むガバナンス体制の見直しを一体化した工程表を示している。

その他、運用資産の多様化を通じたリスク分散効果の享受（効率的フロンティアの上方シフト）や年金負債の重要性を指摘している点などをみる限り、金利水準（リスクフリーレート）の高い海外の年金基金より名目リターンが劣っていることだけを問題視するような従来の改革論よりは健全な議論の出発点と評価できる。その上で以下では、今後提言を具体的に実行していく上での課題を被保険者の利益の観点から 3 つ指摘しておきたい。

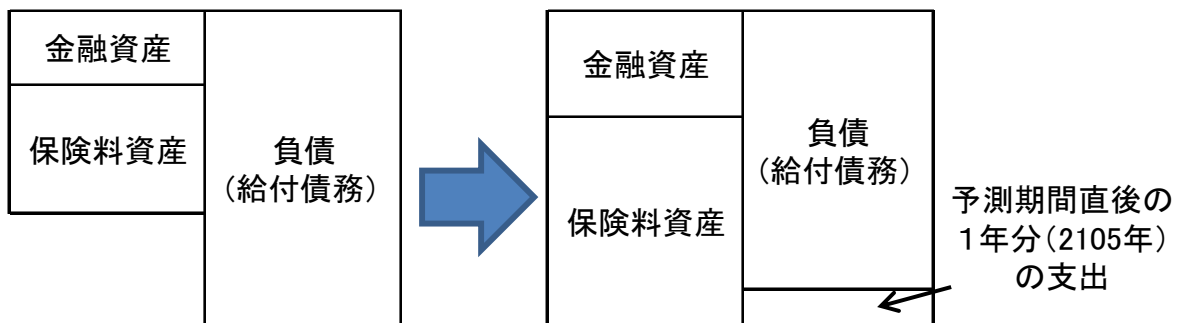
第1がデフレ脱却シナリオへの対応である。提言されているように、金利・インフレなど今後の経済状況見通しを踏まえた、フォワードルッキングな（先読みをした）リスク分析は有用であろう。10年国債利回りが1%を下回る現状では、金利上昇が債券ポートフォリオを傷めるリスクを考慮すべきである。ただ、脱デフレは政策目標であって100%確実なシナリオではない。デフレ継続シナリオも含め、両にらみのポートフォリオを模索すべきである。

第2が資産規模の制約である。報告書は機動的な資産配分の変更、あるいはベビーファンドの活用を求めている。ただ、公的年金の運用資産はGPIFだけで約130兆円あり、国内の債券・株式流通市場ではともに8%のシェアを占めている。リスク・リターンに意味のあるサイズでポートフォリオを変更しようとする、市場への影響が制約になりうる。

第3が年金財政と給付水準への影響の検証である。下掲の図表2のように、現在の制度では概ね今後100年間について年金財政のバランスシート上の資産（運用資産と将来の保険料）、負債（給付債務）の将来価値を計算し、ある時点で資産が負債を一定額（2105年1年分の支出）以上上回ればマクロ経済スライドによる給付削減が停止される。もしもリスクの高い株式への配分を増やせば期待リターンが上昇し、平均的にはスライド停止の時期が早まり、年金給付水準が改善する。ただ、反対にリスクが現実化した最悪の場合には、スライド停止が遅れ、給付水準が低下する。このトレードオフの中でどの程度のリスクを許容するかの判断には、スライド停止のタイミングや給付水準の分布をポートフォリオごとに検証する必要がある。

それを踏まえ、いくつかの仮定をおき厚生年金保険財政について1万回のモンテカルロシミュレーションを実行した。結果をみると（裏面の図表3）、2009年の財政検証通りにリターンが推移したケース(A)（標準偏差でみたリスクを5.0%と想定）ではマクロ経済スライド停止が平均で2017年、最悪5%の場合に2021年となった。リスクはそのままリターンが0.3%上昇したケース(B)では、平均的なスライド終了年が2016年、最悪5%の場合が2020年になる。さらに全資産の20%程度を債券から内外株式に振り替えることを想定し、リスク9.0%の下で期待リターンを財政検証から1.0%引き上げた場合(C)、平均的にはスライド終了年が2011年に早まるものの、最悪5%の場合には2024年になり、モデル所得代替率が49.1%に低下した。このシミュレーションは簡略なものであるものの、ポートフォリオのリスク許容度を定めるにあたっては、こうした給付水準への影響を十分に考慮する必要がある。

図表2：年金財政のバランスシートとマクロ経済スライドの関係
 <現状> <マクロ経済スライド停止以降>



図表3：公的年金運用に関するモンテカルロシミュレーションの手法と結果の概要

目的	厚生年金保険のマクロ経済スライドによる給付削減の終了年及び最終的なモデル所得代替率を推計。			
手法	<ul style="list-style-type: none"> 厚生年金保険の運用リターンについて、(A)、(B)、(C)3つのシナリオ(期待リターンとリスク(リターンの標準偏差))を想定。(ポートフォリオのリターンは対数正規分布を想定し、各ケースの95年間(2010~2104)について1万回のパスを発生) パス毎に、財政均衡に必要な厚生年金のマクロ経済スライド終了年を計算。それに基づく最終モデル所得代替率も計算。(賃金上昇率・物価上昇率は2009年財政検証通りで、スライド調整率は100%全てのパスに適用されると仮定) 運用以外の収入(保険料、国庫負担など)と給付費以外の支出(基礎年金拠出金など)は2009年財政検証結果を使用。(すなわち、人口(出生率、死亡率)、国民年金のマクロ経済スライド終了年も2009年財政検証の数値をそのまま使用) 			
前提		ケース(A)	ケース(B)	ケース(C)
	期待リターン (長期(2020年度~)の値) リスク	2009年財政検証 (4.1%) 5.0%	財政検証+0.3% (4.4%) 5.0%	財政検証+1.0% (5.1%) 9.0%
結果	【平均】 マクロ経済スライド終了年 最終モデル所得代替率 *	2017 50.5%	2016 50.8%	2011 52.3%
	【最悪5%】 マクロ経済スライド終了年 最終モデル所得代替率 *	2021 49.6%	2020 49.9%	2024 49.1%

* 最終モデル所得代替率は、基礎年金のスライド調整が終了した後(2038年度末以降)の値

(名古屋市立大学大学院経済学研究科 臼杵 政治)

発行： ニッセイ基礎研究所

〒102-0073 東京都千代田区九段北 4-1-7 九段センタービル

FAX：03-5512-1082, E-mail：report@nli-research.co.jp

年金ストラテジーWeb アドレス

http://www.nli-research.co.jp/report/pension_strategy/index.html

本誌記載のデータは信頼ある情報源から入手、加工したのですが、その正確性と完全性を保証するものではありません。本誌内容について、将来見解を変更することもあります。本誌は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、契約の締結や解約を勧誘するものではありません。ニッセイ基礎研究所の書面による同意なしに本誌を複写、引用、配布することを禁じます。