

## (年金運用)：公的年金の基本ポートフォリオ見直しについて

年金改革や財政再計算を機に、公的年金の積立金運用の軸となる基本ポートフォリオも見直された。選定された基本ポートフォリオは、国内債券を中心とした、比較的 low risk でバランスのとれたものであるが、その選定プロセスには疑問が残る点もある。

公的年金の積立金運用は、2000 年以降、厚生労働大臣による自主運用に変わった。そして、運用の目的、基本的な考え方、基本ポートフォリオなど「運用の基本方針」を定めて運用を行うことになっている。基本ポートフォリオとは、どの資産にどの割合を投資して運用するかを定める資産配分の目標であり、また、資産運用がどの程度うまくいったかを評価するための軸としても利用される。資産運用のリスクは、基本ポートフォリオのリスクで 90% 近く説明できるとも言われて、基本ポートフォリオの決定は極めて重要な意思決定であると言える。

ここで、基本ポートフォリオは資産運用に止まらず、年金制度全体に大きな影響を与える。今回の年金改正で、マクロ経済スライド（年金財政がバランスするまで、被保険者の減少や余命の伸びを考慮して、年金の改定率を引き下げること）による所得代替率（受給者となって新規に受け取る年金額の現役世代の賃金に対する割合）の削減が行われることになった。もしも、積立金の運用が、予定よりうまくいかない場合には、給付水準が予定よりも引き下げられたり、あるいは、年金財政の健全性が保たれなくなったりする可能性がある。

今回、厚生年金・国民年金の財政再計算が行われ、経済前提を踏まえて、基本ポートフォリオの見直しが行われた。見直しのプロセスは、まず、過去のデータやモデルを利用して、証券市場のリスク・リターンの推計を行っている。具体的には、各資産クラスのリスクと相関係数はインデックスの過去実績（1973～2003 年の年次データ）を用いて推計している。国内債券の期待リターンは、今回の財政再計算での予定運用利回りの推計方法と整合的に推計している。国内株式の期待リターンは、配当割引モデルを利用して、また、外国債券、外国株式は過去実績（1979～2003 年）を用いて推計している。

次に、この前提条件を利用して、有効フロンティア（同じ期待リターンなら、リスクが最小となるポートフォリオの集まり）を導出する。期待リターンが 3.2～3.7% までの 0.05% 刻みで 11 通りの資産配分を検討の対象としている。その際、制約条件として、(1) 外国債券 < 外国株式 < 国内株式（ホームカンントリー・バイアス：各国の投資家が自国市場への投資割合を高める傾向）と、(2) 短期資産=5%（流動性制約）を課している。

この有効フロンティア上のポートフォリオのうち、シャープ・レシオ（ $= (\text{ポートフォリオ期待リターン} - \text{短期資産期待リターン}) / \text{リスク}$ ）が最大となる資産配分から、端数調整した 2 通りの候補資産配分を導出する。この 2 つに対して、モンテカルロ・シミュレーションを実行して、2029 年度末の予定積立金額を下回る可能性が低いポートフォリオを基本ポートフォリオとして最終的に選択している（図表 1、詳細は分科会資料や、厚生労働省年金局数理課、厚生年金・国民年金平成 16 年財政再計算結果の第 4 章 4 節経済前提の設定を参照）。

図表 1：選択された基本ポートフォリオと前提条件

前提条件	国内債券	国内株式	外国債券	外国株式	短期資産
期待リターン	3.0%	4.8%	3.5%	5.0%	2.0%
リスク	5.42%	22.27%	14.05%	20.45%	3.63%

基本ポートフォリオ						
期待リターン	リスク	国内債券	国内株式	外国債券	外国株式	短期資産
3.35%	5.42%	67%	11%	8%	9%	5%
乖離許容幅		± 8%	± 6%	± 5%	± 5%	

出所：社会保障審議会年金資金運用分科会資料 (<http://www.mhlw.go.jp/shingi/2005/03/s0324-17.html>)

上述のような基本ポートフォリオ策定の方法は、「アセット・オンリーアプローチ」と言われ、資産サイドのみを検討する典型的な方法で、分析が容易という利点もあるが、次のような問題点もある。まず、基本ポートフォリオ候補選択の判断基準として、資産運用のリスク・リターンのみを考えたシャープ・レシオを利用している。しかし、本来であれば、給付水準や財政の健全性などを含めた制度全体のリスク・リターンを考慮すべきではないだろうか。

特に、重要な政策目標である、給付水準の動向が考慮されていない。上記の方法では、厚生労働省の試算前提の運用利回り（＝3.2%）を上回る期待リターンを持つポートフォリオを検討対象としているため、どの候補を選択したとしても、平均的には所得代替率 50% 確保が可能となる。しかし、資産運用の結果、どの程度まで所得代替率が低下するか、あるいは、50% 確保のために、どの程度の積立金を取り崩すことになるか、などのリスクが検討されていない。

また、上記のプロセスでは、財政の健全性を確認するために、2つの最終候補の中から、2029年度末の予定積立金を下回る確率が低いものを基本ポートフォリオとして選択している。しかし、この2029年の予定積立金は、2023年にマクロ経済スライドによる給付削減が終了することを前提とした積立金である。運用がうまくいかないと、積立金の水準が予定していたよりも低いような場合には、マクロ経済スライドは2023年に終了するか、2029年の積立金がどの程度の水準になるかわからない。この2029年の予定積立金から、どれだけ下回る可能性があるかを判断基準としても、財政の健全性を適切に判断したとは言えないのではないだろうか。また、財政の健全性を確認するためには、積立金の水準よりも、積立金に対する給付支出の割合を検討する方が適切である。なぜなら、たとえ積立金が減少したとしても、給付支出がそれより減少したならば、実質的には、財政の健全性は高まっていると考えられるからである。

さらに、国内債券の期待リターン 3.0% は、現在の金利水準（10年金利 1.3%、20年金利 2.0%、30年金利 2.4%）と比較すると、少し高めと言えるだろう。決定された基本ポートフォリオは国内債券への配分が中心となっているが、仮に、国内債券の期待リターンが30年金利並みだとすると、試算前提の運用利回り（＝3.2%）を達成するためには、もう少しリスクな資産配分である必要がある。この場合、積立金に対するリスクは、より大きなものとなるだろう。

公的年金の資産運用と給付水準や財政の健全性は密接に関わっている。資産運用の軸となる基本ポートフォリオを選択する際には、単に資産サイドだけ検討するのではなく、年金制度全体のリスクを考慮した判断基準が必要ではないだろうか。 （北村 智紀）