

保険・年金 フォーカス

年金改革ウォッチ 2018年4月号 ～ポイント解説：積立金の運用利回りの前提と目標

年金総合リサーチセンター 主任研究員 中嶋 邦夫
(03)3512-1859 nakasima@nli-research.co.jp

1 —— 先月までの動き

先月の年金財政における経済前提に関する専門委員会では、運用利回りについて年金積立金管理運用独立行政法人(GPIF)からのヒアリングや議論が行われました。年金数理部会では、2016年度の公的年金の財政状況を確認した結果が報告書としてとりまとめられました。

- 社会保障審議会 年金財政における経済前提に関する専門委員会
3月9日(第4回) GPIFからのヒアリング、運用利回りの設定、諸外国の経済前提、など
URL <http://www.mhlw.go.jp/stf/shingi2/0000197101.html> (配布資料)
- 社会保障審議会 年金数理部会
3月16日(第77回) 公的年金財政状況報告—平成28年度—、その他
URL <http://www.mhlw.go.jp/stf/shingi2/0000198131.html> (配布資料)
<http://www.mhlw.go.jp/stf/shingi2/0000198528.html> (報告書)

2 —— ポイント解説：積立金の運用利回りの前提と目標

先月の年金財政における経済前提に関する専門委員会では、当委員会の検討事項である運用利回りの前提に加えて、検討事項外の、厚生労働大臣がGPIFに課す目標利回りについても議論になりました。

1 | 前提と目標の設定方法：目標が前提を上回る構造

公的年金財政の将来見通しの作成には様々な前提が必要で、その1つが運用利回りです。運用利回りの前提は、長期金利の見通しに、株式などへ分散投資する効果が加味されます。長期金利の見通しは、当面10年間は内閣府の中長期経済モデルの計算結果(毎年変動・2通り)が、10年後以降は当委員会の長期経済モデルの計算結果(一定値・8通り)が使われています。分散投資効果は、どちらの時期にも、過去の実績等から計算した0.4%が使われています*1。

図表1 運用利回りの前提と目標の設定方法

○運用利回りの前提
= 長期金利の見通し + 分散投資効果 (分散投資効果は0.4%で固定)
○運用利回りの目標
= 貸金上昇率 + 1.7% (想定運用期間は2027年まで)

*1 国内債券なみのリスク水準(収益率のブレ)で分散投資した場合に達成される収益率と、国内債券のみに投資した場合に達成される収益率との差。この計算に用いられた収益率は、名目収益率から貸金上昇率を控除したもの。

一方、GPIFに課される中期目標には、確保すべき運用利回り(目標利回り)と運用リスクの条件*2が含まれ、目標利回りは「賃金上昇率+1.7%」となっています。賃金上昇率が基準になるのは、年金財政の大部分を占める保険料や給付費が賃金上昇率に連動するため、と説明されています。

「+1.7%」は、前述した10年後以降の前提(8通り)のうち、賃金上昇率と運用利回りの差が最大となるケースEの値です。+1.7%はどのケースでも適用されるため、他のケースでは目標利回りが前提利回りを上回る構造になっています。

また、GPIFの資産配分は、分散投資効果を計算する際とは違い、金利上昇に伴う債券価格下落の影響(国内債券の収益率低下)を織り込んだ上で目標を達成するように設定されたため、株式への配分が多くなっています。

2 | 目標利回りへの指摘：専門家からも様々な指摘

目標利回りについては、名目の利回りに対する感覚的な批判が話題になりがちです。しかし、専門家からはこれまでに具体的な複数の指摘があり、当委員会でも議論になりました。例えば、賃金上昇率を基準にすることに対して「年金財政への影響を見る際には重要だが、目標に利用するのは不適當」、期間について「目標利回りは経済再生後の値で、近年の運用環境で実現すればリスク資産が多くなる」という指摘や、「目標利回りの確保ではなく、年金財政への悪影響の最小化が重要」といった根本的な指摘もあります。

3 | 今後の課題：前提と目標を設定する議論の連携強化

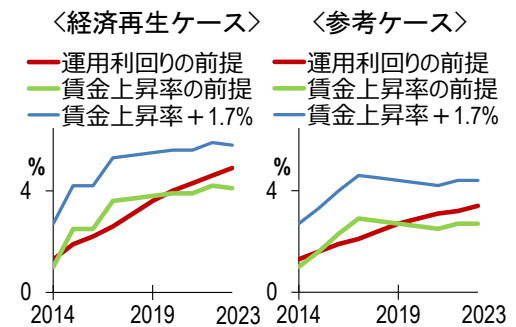
現在の審議会の役割分担では、運用利回りを含む経済前提については当委員会で議論し、目標利回りを含む中期目標については資金運用部会で議論することになっています。しかし、運用利回りと中期目標は深く関連しており、先日の当委員会でも検討事項外であるにも関わらず議論が行われました。運用利回りの議論を深めるには、当委員会で前提を検討する際に今回のように目標のあり方も議論したり、当委員会と資金運用部会の複数の委員*3が意見を交換するなど、両会議体の連携を密にする必要があるでしょう。

*2 名目賃金上昇率からの下振れリスクが全額国内債券運用の場合を超えないこと。加えて、株式等は想定よりも下振れ確率が大きい場合があることを十分に考慮し、予定された積立金額を下回る可能性の大きさを適切に評価すること等を行うことになっている。

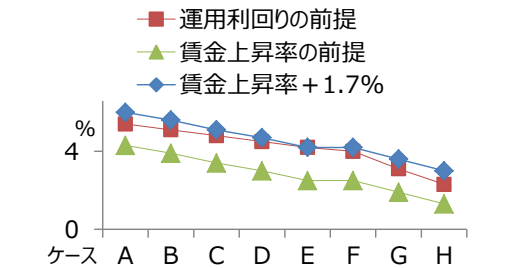
*3 当委員会の植田委員長は資金運用部会の部会長代理を務めている。

図表2 運用利回りの前提等(2014年見通し)

○当面10年間(年度ごとに変動)



○10年後以降(ケースごとに一定値)



(注) 当面10年間の経済再生ケースは10年後以降のケースA~Eに、再生ケースはケースF~Hに接続して利用されている。

図表3 目標利回りへの指摘の例

- 賃金上昇率を基準にすることに対して**
 - 年金財政への影響を見る際には運用利回りと賃金上昇率の差は重要だが、目標として賃金上昇率への上乗せ幅を要求するのは資産運用の実務に合わない
 - 保険料や給付費は賃金上昇率に加えて人口要素にも影響されるため、現在の設定方法は単純すぎる
 - 保険会社や年金基金では、前提の利回り(予定利率)が目標利回りになっている
- 期間について**
 - 目標利回りは10年後以降の経済再生後の経済状態の値であり、近年の運用環境で実現しようとすればリスク資産の比率が高まる
 - 当面10年間の前提の利回りは、長期金利上昇に伴う債券価格下落の影響を考慮するため低く、賃金上昇率と同水準にすぎない
- 目標利回り自体について**
 - 目標利回りの確保より、年金財政への悪影響(確率や平均的な大きさ、かなり悪い場合の大きさ)の最小化が重要
 - 年金財政に占める運用収入の割合は数%であり、過去の実績を元に決めれば十分

(注) 上記は、当日の議論に限らず各種の情報を元に、筆者の理解に基づいて簡潔に記したものです。