

「年金巨額損失」というニュースの正しい読み方



金融研究部 上席研究員 チーフ株式ストラテジスト 井出 真吾
side@nli-research.co.jp

1——はじめに

年金に関する批判的な報道が再び増えそうだ。新型コロナウイルスの影響で世界中の株価が急落し、年金積立金の運用が大幅な損失となった可能性が高いからだ。一部のメディア等は国民の不安を煽るだろうが、この損失が原因で年金が減らされたり、ましてや年金制度が破綻する心配などは不要だ。決して鵜呑みにしてはいけない。

2——2019年度は「大幅損失」か

年金の積立金はGPIF（年金積立金管理運用独立行政法人）が国内外の株式や債券に投資している。2019年度は8兆円程度の損失となった模様だ。

損失の大半は国内外の株式投資によるものだ。株価が下落した2015年や2018年も「ギャンブル性が高い」などの批判が噴出したが、今回も同じような論調が増えるだろう。

〔図表1〕2019年度は8兆円程度の損失か

注：4月～12月はGPIF、1～3月および19年度は筆者簡易推計、単位＝兆円 資料：GPIF、Refinitivより試算

19年度					
	4～6月	7～9月	10～12月	1～3月	
収益額(兆円)	-8.0	0.3	1.8	7.4	-17.4
運用利回り	-4.46%	0.16%	1.14%	4.61%	-9.84%

3——累計では57兆円の黒字

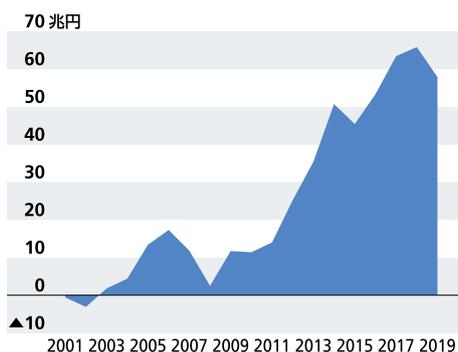
年金不安を煽りたいメディア等は今回の損失ばかりをクローズアップしがちだが、GPIFが運用を始めた2001年度からの累計では57.8兆円の黒字で、その大部分は国内外の株式投資によるものだ。

そもそも「ギャンブル」とは「たまに大当たりするがトータルでは負ける」ものだが（1大勝9敗のイメージ）、過去19年間のGPIFの運用実績は12勝7敗だ。ギャンブルと

は正反対で「3年に1度は損失が発生したが、トータルではプラス」が正しい評価だ。

〔図表2〕累計では57兆円の黒字

注：2018年度まではGPIF、2019年度は筆者推計
資料：GPIF、Refinitivより試算



4——株式を増やさなかったら・・・

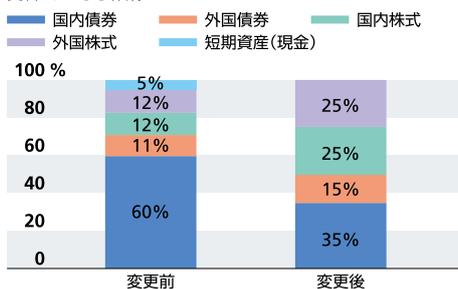
実はGPIFは2014年10月末に株式の投資割合を増やした経緯がある。従来は資産全体の24%だったが、ほぼ倍増して株式への投資割合を50%にした。

当時は日本の金利が低下傾向にあり、10年国債の利回りがついに0.5%を下回った時期だ。資産の6割を国債に振り向けても必要十分な利回りを確保しづらい等の判断から株式投資を増やしたが、「ギャンブルだ」などの批判が散見された。

では、もし2014年に株式の割合を増やさなかったら、どのような収益結果になっていたのだろうか。GPIFの詳細な売買内容

〔図表3〕GPIFは株式の投資割合を増やした

資料：GPIFより作成

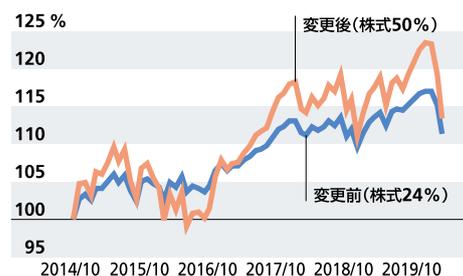


は公表されていないので、各資産の運用ベンチマーク指数の収益率を用いて試算してみよう。

株式の投資割合を増やすと発表した2014年10月末を100とすると、変更前(株式の投資割合24%)は2020年3月末時点で111.3なのに対して、変更後(株式50%)は113.3と2ポイントほど高い。変更当時の運用資産総額(約130兆円)をベースに考えると、約2.6兆円のプラス効果だ。

〔図表4〕株式の投資割合を増やした方が高収益だった

注：各資産のベンチマーク指数の月次収益率を用いて計算
(2014年10月末=100) 資料：Morningstar Directより作成



確かにグラフからは、変更後(株式50%)の方が今回のコロナショックによる株価急落の影響が大きい様子がわかる。しかし約5年半のトータルでは、コロナショックを考慮しても株式を増やしたことによる資産価値への弊害は認められない。GPIFの株式投資拡大は、一部メディア等が報じるように「年金を破綻に導いた」ところか、「将来世代への給付をより確実にしている」と言えるのではないだろうか。

従来どおり日本国債中心なら運用損失による批判を受けずに済むだろう。しかし、今やマイナス金利の日本国債に資産の過半を投資し続けることが、国民の大事な財産である年金積立金を預かる者として本当に責任を全うしているといえるのか、大いに疑問だ。



いで・しんご

93年日本生命保険相互会社入社。
99年ニッセイ基礎研究所、07年より現職。
日本証券アナリスト協会検定会員、日本ファイナンス学会。

5——年金の支給に積立金はほとんど使われていない

ところで、「年金は積立金から支給される」と考えている人が多いようだ。だからこそGPIFの運用で損失が発生すると「年金破綻の危機！」などの過激な文字がメディアを賑わせ、さらにネットで拡散して大騒ぎになるのだろう。これは大きな間違いだ。

具体的な数字で示そう。2018年度の公的年金の支出総額は約53兆円で、その99%以上が年金の給付だ。財源は3つあり、(1)現役世代から集めた保険料(約38兆円)、(2)税金など(約13兆円)、(3)積立金など(約2兆円)となっている。つまり、保険料と税金が95%以上を占めており、積立金の貢献度は3.5%に過ぎない。

15年度以降の推移をみても、積立金の貢献は年間2兆円～5兆円程度だが、その積立金の残高は約170兆円ある(2019年末時点)。仮に積立金の運用で10兆円規模の損失が数年続いたとしても、年金が減ることもなければ、ましてや年金制度が破綻することもないと考えるのが合理的だろう。

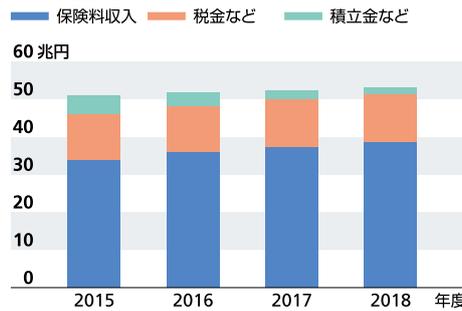
例えるなら、定常的な収入(給与や親からの仕送り)だけでは少し足りず、170万円の貯蓄から年間2～5万円を取り崩して生活している人が、貯蓄が20～30万円減ったからといって直ちに生活費が足りなくなったり、生活そのものが破綻すると言えるだろうか。

6——100年先まで、積立金は年金支給の1割程度の見込み

厚生労働省によると、年金支給に占める積立金の貢献度は100年先まで1割程度で推移する見込みだ。しかも、この試算

[図表5] 公的年金の大部分は保険料と税金で支払われている

注:「税金など」は国庫・公経済負担、「積立金など」は「支出総額」と「保険料収入」および「税金など」の差額
資料:厚生労働省の資料より作成



は6つの経済シナリオのうち悪い方から2番目(実質経済成長率0%が続く前提)の場合である。

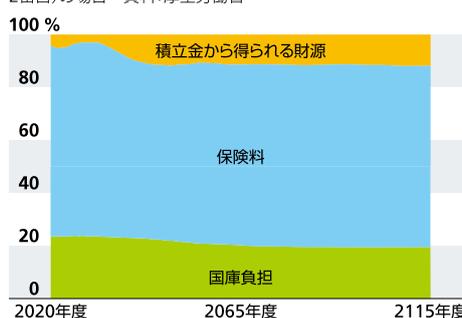
今後も景気サイクルや災害などの影響で年金積立金の運用で大きな損失が発生することはあるだろう。大事なことから繰り返すが、積立金の貢献度が1割程度ならば、運用による巨額損失が原因で年金が減額されたり年金制度が破綻することは考えにくい。

7——まとめ

2019年度は年金積立金の運用で8兆円程度の損失が発生した模様だ。GPIFが運用結果を公表する7月頃には「年金が減

[図表6] 悲観的な経済前提でも積立金の貢献度は1割程度が続く見込み

注:2019年財政検証ケースV(6つの経済シナリオのうち下から2番目)の場合 資料:厚生労働省



らされる」とか「年金破綻の危機」といった過激な報道が増えるだろう。また「2014年に株式投資の割合を増やしたことが失敗だった」などの批判も出そうだ。

確かに2019年度は大幅な損失となったが、GPIFが運用を始めた2001年度からの累計では約57兆円の収益を確保している。また、2014年に株式投資を増やしたことでコロナショックの影響は大きく受けたが、14年以降の累計では運用収益が増えた可能性が高い。

そもそもの話として年金給付に占める積立金の貢献度はここ数年5%前後だ。今後100年間についても1割程度と見込まれており、積立金の運用で大きな損失が発生したからといって年金が減額されたり、年金制度が破綻することなど考えにくい。

GPIFの運用が本当にギャンブル性が高く、中長期的にマイナスとなることが確実視されるのであれば、いずれ積立金が枯渇して年金制度は破綻の危機に直面するだろう。しかし、実際の運用がギャンブルとは程遠いものであることは先述の通りである。

こうした点に触れずに、年金積立金の運用で巨額損失が発生したことをばかりを取り上げて世間の恐怖心を煽るのは無責任である。無論GPIFは長期的な視点に立ちリスクを見極めて適切な運営を継続する必要があるが、一部メディアは十分な理解がない中で誌幅や放送時間の制約もあり、インパクトのあるトピックスとしたいのは致し方ない面もあるかもしれない。

年金運用については断片的な情報を鵜呑みにすることなく、本質を見極める姿勢が重要だ。