

金融市場の側面からみた公的年金民営化の検討

調査部 主任研究員 翁 百合

## &lt; 要 約 &gt;

公的年金の改革案が厚生省から5通り示されているが、現在問題となっている公的年金の世代間の不公平を根本的に是正しようとするのであれば、積み立て方式への移行が検討に値する。

しかし、年金が公的部門にとどまったまま積み立て方式に移行すると、公的年金の金融・資本市場における存在がさらに巨大化し、コーポレートガバナンスへの影響が一段と深刻化するなど、金融市場の効率を損ねる可能性が高い。したがって、積み立て方式への移行を検討するのであれば、民営化を視野に入れることが必要になる。

二階部分の厚生年金の積み立て方式への移行・民営化は、移行時に350兆円もの積み立て不足が顕在化するため、フィージビリティがない、との意見がある。確かに、現役世代に対する課税や保険料引き上げによってこれまでの積み立て不足を全て埋めるという考え方を採れば、現役世代に巨額の二重負担が生じる。また、人口が減少していく将来世代にこれを賦課すれば、さらに世代間の不公平が広がる。このため、人口が頭打ちとなっている現状のもとで世代間の不公平を広げないためには、移行期における積立不足は、課税でなく国債発行によりファイナンスするしかない。ただし、これは新たにわが国に大量の負債が突然現れることを意味するのではなく、現在存在している隠れた負債が顕在化することに過ぎない。

その際、350兆円という積み立て不足(所要国債発行)の金額は、給付の削減実施によって相当程度縮小することは可能であり、必要でもある。積み立て方式移行と同時にマーケットで大量の国債を発行する必要が生じ、インフレーションナリーな状況になる訳でない点には注意を要する。

むしろ、積み立て方式に移行すれば、移行期において年金資産と政府の負債が両建てで徐々に増加することになるため、金融市場への影響を小さくするためには、国債発行、引き受け方式の工夫が必要となる。また、民営化によって拠出のポートフォリオが自由化されることによって、株式や民間の債券への民間による長期資金運用ニーズが生まれる。こうした需給関係の変化を通じて、金利にも影響を与えることになる。

民営化を行えば、労働インセンティブの向上や家計の運用対象の選択可能性が広がり、マクロの経済成長を活性化させる可能性はある。また、民営化論議を行う一つのメリットは、隠れた負債の顕在化により、国民に真の負担の大きさが認識されることにもあり、これは、行政の効率化や世代間の不公平のさらなる拡大を抑止する方向に作用しよう。

民営化は年金制度の性格を大きく変えるものであり、その是非については十分な議論が必要であるが、その際、移行期の 350 兆円の二重負担を所与として民営化の議論を閉ざしてしまうことは適切ではないであろう。

昨年未厚生省から年金改革に向けて5つの選択肢が示され(図表1)、年金改革に向けての提言が各方面からなされている。なかでも注目されるのは、その選択肢の中にE案として厚生年金の民営化が示されていることである。ただし、現段階の案は抽象度が高く、現実に民営化移行によってどのような枠組みに変化するのか、そのフィージビリティや影響をイメージすることが難しい。本稿では、厚生年金の積み立て方式移行・民営化のメリットとデメリットなどを確認したうえで、主に金融的側面から民営化移行期について検討する。

## 1. 公的年金の民営化：本稿の問題意識と民営化の意義

### (1) 公的部門による積み立て方式移行の問題点：公的年金の自主運用と年金改革の関係

現在、年金制度は給付の拡大に見合う保険料を徴収してこなかったことから、深刻な財政危機に直面している。特に今回の年金改革では、二階部分の厚生年金の改革が大きな議論となっている。勿論、厚生省が今回二階部分の厚生年金の改革のAからD案で示しているように(図表1)、今後年金給付を抑え、拠出を大きくすることによって、財政危機を何とか乗り切ることが不可能なこととはいえない。しかし、今後さらに高齢化・少子化が進行していけば、こうした対応の帰結として、後世代の負担が極めて大きくなることが確実である。世代間の不公平を解決する改革の一つは、年金制度を賦課方式から積み立て方式に切り替えることであろう<sup>1</sup>。

ただし、厚生年金が積み立て方式に移行することは、大きな問題を引き起こす。それは、厚生年金という公的年金制度を公営のまま積み立て方式に変えると、公的年金運用がわが国金融市場に大きなインパクトを与えてしまうという問題である。郵便貯金事業の自主運用移行に伴い223兆円の公的資金が市場に出現することを考えると、公的部門の金融市場でのプレゼンスの拡大はさらに大きな問題となる。

---

<sup>1</sup> 賦課方式とは、積立金をほとんど持たず、現役世代が老齢世代に所得を移転する方式。積み立て方式とは、そのまま積立金を民間保険会社等に引き渡せば民営化できる方式(ただし、民営化した場合、給付の最低保障期間はない。また、予想インフレ率の分だけ逓増させないと同一にはなり得ない)。現在の日本の年金は「賦課方式にかなり近い積み立て方式」となっている。厚生省は、積立金の保有意義について、その運用収入によって最終保険料率負担を抑制することができ、少子高齢化の進行の中で将来に向けて負担の平準化を図り、世代間の公平に資することができるとしている。

ちなみに現在、わが国の厚生年金は、事実上の賦課方式を採用しているが、国民年金と合わせると平成8年度で126兆円の積み立て金（給付費の5年分程度）を有している。年金福祉事業団が年金自主運用分としてこのうち23兆円の運用を行っている。現在の公的年金が、財政投融资改革により、自主運用というかたちで現在の年金福祉事業団のポートフォリオ構成（22%、平成8年度）のまま株式市場に開放されるだけでも、東証時価総額（1部、2部の合計）の約6%を保有することとなる。さらに、これが積立方式に移行した場合には極めて大きな存在となる。

今回、財政投融资改革によって公的年金の自主運用が行われる方向性が決定したことは、金融市場の効率化という観点から捉えれば、公的年金の将来像について、（1）公的年金の性格をできるだけ賦課方式に純化させ、積立金は資金繰り上のバッファーとしての最小限だけ保有させるべく縮小していくか、（2）公的年金の積み立て方式の色彩を強めて民営化するか、の選択を政府に迫ることになったものといえる。

#### （2）民営化議論の中の「年金の民営化」の位置づけ

このように考えると、年金を積み立て方式に移行する場合、金融市場への影響の観点から考えると、民営化が望ましいことになる。また、積み立て方式への移行は行政活動としての色彩が弱まることにより民営化を実現しやすくする。というのも、公的年金が賦課方式で運営され、世代間の所得再分配政策との位置づけであれば、行政の活動として位置づけざるを得ない。しかし、公的年金が積み立て方式で運営され、個人の貯蓄手段としての色彩が強めれば、行政が関与する必要は薄れ、むしろ行政が関与することの弊害が大きくなる。有利な市場運用が必要という観点からは、市場規律が働きやすい民間活動に委ねる方がメリットが大きくなる。

この点、近年、行政関与の在り方を極力効率的にしていくとともに、経済活動全般について、官民の役割分担を再考していく必要性が指摘されている。行政関与の在り方を考える際<sup>2</sup>には、（1）まず効率的な行政活動を達成していくために、当該活動が本当に必要かを検討し、（2）仮にこれが必要と判断されても、これが民間活動でできないか、競争原理を導入できないか、といった点を検討する必要がある。このような手順で行政サービスの多くを担っている特殊法人のような企業体の民営化の可能性を探ることは、現在の行政改革に不可欠の作業となっている。

年金制度も、こうした手順でその在り方を再考することが必要とされている。まず、所

---

<sup>2</sup> 以下の基準は、行政改革委員会官民活動分担小委員会の示した基準である。

得再分配が重層的に行われるようになってきているなか、弱者への所得移転という意味では必ずしも効率的でない年金という所得再分配政策を、もっと効率的なものできないか、見直していくことは必要であろう<sup>3</sup>。さらに、年金福祉事業団における自主運用が結果的に赤字を計上している実態を考えると、年金制度自体を官が行っていることによる弊害によるものではないか、民間活動ではできないのか、といった点も具体的に検討していく必要がある。年金という活動を行政でやることのメリット（利潤動機と矛盾する政策目的の実現に有利、等）とデメリット（行政は権限と責任が重層化しがち、会計制度や雇用制度などの制約が小さく、市場規律に欠ける場合が多い、等）を比べ、仮にそのメリットの方が大きければ、民営化<sup>4</sup>を検討する必要がある。このように公的年金の民営化も、郵政三事業

---

<sup>3</sup> 例えば八田[1998a]は、「現在の年金制度が行っている世代内の再分配は、真の弱者に対して向けられていない。例えば豊かな専業主婦や、賃金所得こそ低いが資産所得が大きな人に再分配が行われている。その一方で、現在の日本では、真の弱者に対する保護システム、特に生活保護制度、があまりに弱い。年金制度の世代内再分配部分を廃止し、真の弱者保護のための施策は一般会計の中で充実させればよい」としている。

<sup>4</sup> 基礎年金については、国がセーフティネットを提供し、二階部分の厚生年金について官民の役割分担を考えた場合、厚生年金の機能は次のようにアンバンドリングができ、以下のような選択肢がありえると思われる。ここでは、(2)のイメージで検討する。

(1) 管理・運用すべて民間、国は最終的なバッファも提供しない

これは、完全民営化であり、厚生年金を現時点で廃止してしまい、その分は、現在ある企業年金や個人年金を膨らませて対応するというものである。現在の厚生年金保険をデフォルトさせ、国民にそれぞれの給付と負担に応じて資産負債を破綻処理していくというものである。これは厚生省が示す選択肢のE案のイメージである。

(2) 管理・運用すべて民間だが、国は最終的なバッファを提供したり、運用会社に対する補完的モニターの役割を担う

次は、厚生年金を民営化して個人別の拠出勘定とし、現在国が行っている年金の管理、運用は、すべて個々の民間企業が行うというものである。国はスキームづくりや民間企業のモニターはする。ただし、チリのように、万が一最低限の年金給付を下回るような場合には、国がセーフティネットを提供する。

(3) 運用のみ民間、管理等は国（自主運用）

現在の厚生年金の性格を維持しつつ、実際の運用は民間の信託銀行や生命保険会社、投資顧問が行う。しかし、国がバックにある投資家として存在し、管理運営も国が行うとい

や特殊法人の民営化と同様の視点からも検討する必要があるが、積み立て方式への移行は民営化移行を進めていくという立場に立てば、重要なワンステップといえよう。

本稿は以上のような問題意識に基づき、「少子・高齢化の下で賦課方式の年金制度を採用した場合、不可避免的に発生する世代間の不公平是正を図るには、公的年金の積み立て方式移行を検討することは必要。この場合、金融市場への影響の観点からは民営化は必然となり、また積み立て方式とすれば、年金制度が所得再分配政策と切り離されるため、行政活動としての必然性が低下し、公的年金の民営化が可能になる。ただし、ここで検討する公的年金とは二階部分の厚生年金であり、基礎年金については老後生活の最低限のセーフティネットとして民営化の検討の対象とはしない」との立場に立っている<sup>5</sup>。なお、一般に民営化は、確定拠出、公的年金は確定給付というイメージがあるが、年金制度が、個人勘定か一括勘定か、確定拠出型か確定給付型かという区分は、必ずしも民営化のための条件とはならない。例えば、イタリア、スウェーデンは、確定拠出の公的年金を導入しようとしている（後述）<sup>6</sup>。ただし、積立方式のメリットを活かし、自己責任原則を貫徹するためには、個人勘定の確定拠出型年金が望ましいとはいえよう。実際、既に民営化を実施したチリなどでは、個人勘定の確定拠出型としている。本稿では、民営化した二階部分の年金システムを「積み立て方式、個人別勘定、確定拠出型で民間が運営、運用主体となるシステム」を想定して検討を進めることにするが、まず公的年金の積み立て方式・民営化移行

---

うものである。これは、今後年金積立金の自主運用が行われるときの姿である。

#### （４）運用・管理、最終的セーフティネットすべて国（現在）

現在の厚生年金保険の姿である。すなわち、運用も管理運営もすべて国が行っているというものである。

<sup>5</sup> ただし、八田[1994]は、積み立て方式への移行のみを提言しており、民営化は必要ないとしている。これは、平均余命を持つ個人に対して市場収益率に基づいた終身年金市場が存在しにくいいため、公的年金であれば保険加入をすべての人に強制することによって、この現象を防ぐことができる（逆選択の排除）、老人に不必要な大きな生活保護支出を防ぐ（過小貯蓄の発生を防ぐ）、引退後の貯蓄を怠った場合の消費者の後悔を防ぐ（過小貯蓄の発生を防ぐ）、といったことによるものであるとしている。もっとも、八田[1998]では、積み立て方式移行後による民営化も検討の視野に入れている。

<sup>6</sup> 最近オーストラリアが強制貯蓄の年金制度を導入、フランスでも一部積み立て方式を導入している。

に伴う論点整理をしておくこととする。

## 2. 積み立て方式・民営化移行に伴う論点整理

### (1) 積み立て方式のメリット・デメリット

まず、民営化の移行期の検討に入る前に、公的年金制度を積み立て方式とした場合のメリットとデメリットを、賦課方式と比較しながら、整理しておくこととする。

#### (イ) 積み立て方式のメリットとして指摘されている点と評価<sup>7</sup>

##### 人口変動のリスクから逃れられる

現在のわが国の公的年金は、事実上の賦課方式を採用（修正積み立て方式とよばれる）しているため、少子・高齢化の影響を極めて大きく受けやすい。すなわち、賦課方式の年金収益率は賃金上昇率と現役世代の増加率（人口成長率）の和であるが、積み立て方式の年金収益率は市場収益率（利子率）である。このため、賦課方式は、人口変化によって極めて大きな影響を受け、団塊の世代のようなベビーブーマーには世代を通じて有利に作用するが、人口増加が頭打ちとなった世代については不利に作用する。一方、積み立て方式は、市場収益率が年金収益率となり、人口変動に伴うリスクは小さくなる。現状が少子・高齢化が急速に進行している状況にあることを考えると、団塊の世代を支える世代にとって賦課方式の収益率は低くなる可能性が大きい。換言すれば、人口成長が頭打ちとなった状況を前提とすれば、賦課方式は世代間の不公平を助長、ひいては世代を通じて非効率となり、将来世代の負荷を大きいもの<sup>8</sup>とす

---

<sup>7</sup> 積み立て方式のメリットとして指摘される「貯蓄の増加」には留意が必要である。Feldsteinらは、積み立て方式移行はいわば強制貯蓄であり、ネットでの貯蓄増加につながるとしているが、同時に負債も増加する訳であるから、積み立て方式移行が即貯蓄投資バランスの変化につながる訳ではない。積み立て方式の年金制度が viable なものとなって初めて貯蓄の増加に結びつく。ただし、従来経常黒字が大幅に続いてきたことを考えると、賦課方式の公的年金制度の一部は高齢者の貯蓄削減で、一部は仕送りの削減でオフセットされているとみられ、公的年金による資本形成の減少は、世代間会計による推計値を相当下回っている可能性が高い。このため、年金財政だけをとりあげて、貯蓄への影響を課題評価することは適当ではないであろう。

なお、後述のチリでは、民営化に伴い、高額所得者の貯蓄率が上昇し、GDPで2%の貯蓄増加に結びついたとの実証研究がみられる（Coronado[1998]）。

<sup>8</sup> 実際、世代間会計でわが国の実状を他の先進国と比べても、世代間の不公平は極めて大きいものとなっている（Kotlikoff et al.[1998]参照）。

るが、積み立て方式の採用はこの問題を緩和させる。

ただし、現状の世代を通じた非効率化は、必ずしも賦課方式という財政方式にあるのではなく、高齢化・少子化が根本的な要因である。

#### 家計による運用対象の選択が可能になる

積み立て方式に移行すれば、保険料負担は自らの貯蓄のために積み立てるものと認識される。また、積み立て方式に移行すれば、個人勘定による確定拠出型の導入も可能になり、ミクロ的には個々人が年金の運用について自主的に運用対象を選択することが可能となる。ただし、積み立て方式に移行したとしても、これが個人別の確定拠出の仕組みにならない限り、個々人による自己責任原則は貫徹されない。無論確定給付をメニューに加える受託者があってもよいが、その場合の予想収益率は、当然確定拠出型を下回ることになり、投資家はそれらと比較したうえで、自主的に年金の委託者を選ぶシステムでなければならない。なお、現在保険料は企業も負担しているが、仮に民営化によって、企業負担が軽減される制度設計になれば、企業活動にもプラスの影響が出る可能性が高い。

#### 労働インセンティブの改善

積立方式は受益と負担の関係が明確になる（自分の積み立てたものが、将来の年金の給付となる）という点で、労働インセンティブを改善するという点もメリットとして指摘されている（Mitchell[1996]）。

#### （ロ）積み立て方式のデメリットとして指摘されている点と評価

積み立て方式移行については、例えば八田[1998]は、以下の4点に分類し、批判的に紹介している。

##### 積み立て方式の年金制度はインフレに弱い

積み立て方式にすれば、将来の給付の実質価値は保証されないため、インフレに対してきわめて弱くなる。この点で積み立て方式の年金制度は年金制度の性格を根本的に変えることになる。これに対して八田[1998]は、金利自由化後は金利はインフレに連動して上がる、としており、日本では既にこの批判はあてはまらない、と主張している。また、積み立て方式を採用したとしても、アメリカのように、インフレ連動債などが発行されるようになれば、年金制度外でインフレのリスクを国が負うことは可能である。しかしながら、賦課方式であれば、保険料を収めてから年金受給開始時

でのみならず、年金受給開始時から終了時まで確定給付によってインフレに対して守られる仕組みとなっており、仮にインフレ連動債で対応しても、積み立て方式は、その積み立て金取り崩しの手法に何らか工夫を施さない限り、そうした安定的な仕組みを作ることは難しいであろう。

年金は世代間の助け合いであり、親の世代の面倒をみるという精神が重要であり、各世代の損得は考えるべきでない、という考え方

確かに積み立て方式は国が(結果的には子の世代が)親の世代の長生きのリスクシェアをするしくみではない。したがって、八田[1998]が指摘しているように、例外的に平均寿命が伸びたり、戦争で資産をすべて失った世代が引退した場合などは、上記のような批判はあてはまり、世代間の助け合いが必要な場面もありえよう。しかし、だからといって日本が直面している人口構成の違いによる世代間の不均等な負担(たとえば人口が多いベビーブーマーの一人当たり負担は小さいが、人口が再び減少する後続世代は多くの高齢者を少ない人数で支えなくてはならず、負担が大きい)を正当化することはできないであろう。しかも、前述のとおり、問題は世代を通じて非効率になっている点にあり、一方的にある世代が損をして、別の世代が得をするのを世代間の助け合いというのは、無理であろう。

賦課方式の国で、完全積み立て方式に移行しようとすれば、移行期の現役世代が前世代の年金のみならず、自らの年金についても負担しなければならないという「二重の負担」が避けられない、という批判

この点について八田[1998a]は、現在のわが国の40歳以上の世代は、自分たちの給付に応じた保険料すら支払っておらず、年金制度成立によって給付のみを受ける年金第一世代(負担をせずに給付だけ受けられる世代)への給付負担まで、高齢化時代の現役層に先送りしていることが問題である、と指摘している。しかし、年金第一世代の負担のすべてを現役世代に負わせることは適当でなく、何らかの工夫が必要になることは事実であろう。八田[1998b]の中では二重の負担は数世代で分散できる、としている。

また、これに関連して高山[1997]は、年金民営化で巨額資金が一挙に金融市場に流れこみ、国内金利が低下する一方、貯蓄超過で貿易摩擦をさらに深刻化させる、また、積み立て資金の大半が、マネーゲームに向かい、実物資本の形成につながらない恐れがある、としている。これらの点については次の章で検討する。

世代間再分配を原則的に廃止するにしても、世代内再分配は公的年金で行えばよい、という批判

世代内再分配政策という観点から年金をみた場合、低所得の給与生活者から給与所得のない資産家への所得移転が起こり得る点で必ずしも効率的な政策ではない。したがって、年金制度によって重層的に所得再分配政策を実施する必要性は小さい、といえる。

## (2) 公的年金による積立方式移行の問題点

以上のように、積み立て方式移行については、賃金上昇率 + 人口増加率 < 市場収益率という状況の下では、主に世代間の不公平を是正するという観点から、メリットが大きいと考えられる。しかし、現在のように、公営のまま年金制度が積立方式に移行すると、金融市場において公的年金の巨額の資金が大きな地位を占めることになり、官業による民間市場や民間企業に対するガバナンスの問題や市場の効率性の低下など多くの問題点を惹起する。さらに、公的機関が株式などに自主運用をして、万が一これに失敗した場合、運用責任が明確にならない可能性が高いほか、最終的には国民の税金の投入につながる、といった問題を引き起こしかねない。

### コーポレートガバナンスの観点からの問題点

現在、わが国では国自身が直接株式を保有することは認められていない。年金福祉事業団は特殊法人であり、個別銘柄の指図は望ましくないとの観点から、運用方法に次のような制限が設けられている(図表2)。

すなわち、特殊法人が株式を運用する場合、個別銘柄の指図を行うことが問題になるので、自家運用は認められていないほか、投資一任契約についても、特殊法人に個別銘柄の指図権があることを前提とした契約であるため、認められていない。一方、信託契約(指定単)については、資産の種類と構成割合を指定するだけで、個別銘柄の指図をするものではないため認められているほか、生命保険契約も、保険契約者に個別銘柄の指図権はないため認められている。

しかしながら、株主の議決権については、極めて不自然な姿となっている。すなわち、契約により、信託契約(指定単)の場合は、委託者または信託銀行が行使、生命保険会社の場合は、株式は生命保険会社の固有資産として保有されるため、生命保険会社が行使、投資一任契約の場合、契約により委託者または投資顧問会社が議決権を行使することとな

っている。ただし、年金福祉事業団の場合は、運用規模が大きく、個々の運用機関が独占禁止法に抵触する可能性があるため、指定単については、年金福祉事業団が議決権を持つこととなっているが、実際には議決権の行使を行っていないのが実情である。

今後、年金が積み立て方式に移行、または積み立て部分を多くしようとしていけば、株式の保有額も大きくなることが想定されるが、これは議決権の多くが国の手の中に入り、民間企業の経営に影響を大きく及ぼしうることを意味している。もし、国が議決権を行使することが望ましくないとして、行使を行わないとすれば、株式の一定割合がガバナンスの役割を十分に果たせないことになりかねない。しかし、この場合議決権放棄の代価としてのプレミアムは支払われておらず、これは年金委託者に不利、株主に有利に作用する。こうしたかたちで、公的年金の株式の自主運用分を大幅に拡大したり、積み立て方式に変更していくことは問題が大きい。また、株式の売却も、市場や当該企業に対して与えるインパクトは極めて大きい。

ちなみに、アメリカの公的年金では給付費の1.4年分程度の積立金を有しているが、全額が社会保障信託基金のために特別に発行される証券（償還期間15年の長期債と短期債務証券）で運用されている。一方、スエーデンでは、積立金を1974年以降株式にも運用をしている。これは、当時積立金を景気刺激にも活用すべきとの観点から開始されたものであり、現在では株式投資の主たる目的は、リターンの向上にあるとされ、1990年からはインデックスリンク債、外国証券、国内海外不動産等への投資も解禁されている。

#### 資本市場の機能を損なう可能性

国の運用姿勢が、パッシブ運用を図るなど、安定志向が強いとすると、指定単の制度等によって個別銘柄を選定して投資できない仕組みとなっても、結果的にリターンが高いが、リスクも高い将来有望な企業に対して投資をすることができなくなり、資本市場の機能の一つであるベンチャービジネスへの資本提供機能が損なわれることになりかねない。また、国が公共の利益を追求しようとする立場から、年金制度加入者の経済的利益を追求する受託者責任を果たすうえで様々な障害に直面する可能性がある。たとえば、社員による贈賄やセクハラなどの不祥事で社会的非難を浴びている企業には、事業が健全で収益がいかに好調であっても、結果的に思い切って投資をすることは難しくなる。運用機関が民間であっても、国が投資家である以上、そのような判断が重なっていくと、市場の効率性の観点からは大きな問題となり得る。

#### 政治的介入が行われる可能性

従来の財政投融资の国鉄清算事業団への融資などで典型的にみられたように、公的金融が政治的目的のために安易に使われることが防げなくなる可能性がある。年金積立金が、株価対策や財政赤字の先送りなどに使われてしまったりするリスクがあるほか、運用先などについても政治的配慮が入り込む可能性がある。

#### 株式市場、長期金融市場への影響

仮に公的年金が積み立て方式となれば、移行期の段階で、これが支払いの確定した債務として顕在化し、一義的には国債価格は低下し、国債利回りは高くなるというように金融市場に大きな影響を与えるであろう。ただし、この問題は、民营化移行によっても、これまでの拠出に対する国の支払い義務は残ると考えるため、同様に考慮しなくてはならない点である。

#### (3) 民营化のメリット・デメリット

それでは、年金制度を積み立て方式に移行したうえで、その運営主体を民間とし、運用も完全に民間で行われた場合のメリット、デメリットはどのように整理できるであろうか。

##### (イ) 民营化のメリット

###### 運営の効率化と運用収益の拡大

公的年金の運営・運用主体が民間となることにより、上記(2)の問題点を回避することができ、また、個々の運営主体(金融機関)ごとの競争が生まれ、市場規律に委ねられたかたちで運営の効率化が図られる可能性も高い。すなわち、運用主体が民間となることにより、収益向上が合目的的となり、民間投資家本来の機能として、受託者責任を果たすなかで、株式の運用により収益性の追求や、コーポレートガバナンスの追求を行うことができる。これらの点は、資本市場を中核とする金融システムの効率化・活性化に寄与すると期待される。

###### 民間の超長期資金運用ニーズの顕現化

さらに、公的年金を民营化することによって、年金が民間の投資家として長期的視野から積極的に、民間の超長期債券投資や株式投資などのリスクをテイクすることができるようになれば、民間の超長期資金運用ニーズが生まれる。これに伴い、住宅金融など超長期資金調達ニーズに民間サイドから応需することが可能になり、財政投融资の超長期資金供給機能を一部肩代わりできるようになる。

(ロ) 民営化のデメリット

個人が年金形成に失敗した場合

公的年金提供の一つの根拠として、国民が近視眼的な発想から行動しがちであるとの前提（ギリギリス仮説）があるとみることができる。また、当初予想し得ない状況の変化が起きる場合もある。したがって、確定拠出型の年金となると、老後の生活が必ずしも保障できないという点が指摘できる。このためには、基礎年金を多少厚くしたうえでセーフティネットとして提供することも考えられる。

中小企業勤労者や拠出漏れの問題

仮に、厚生年金を民営化する場合、従業員の少ない企業の従業員は厚生年金を民営化した場合にその対象とならず、恩恵を受けることができなくなる、という批判がある。ただし、現状をみても、適格年金・厚生年金基金に入っていない企業が多く存在する。制度設計のあり方にもよるが、確定拠出型の個人勘定であれば、個人として新たな年金制度に加入するインセンティブは大きいものと考えられる。

事務コスト

規模の経済が働くため、公的年金を一元的に管理することにより、一人当たりの事務管理コスト等を小さくできる、との指摘がある（Diamond[1996]）。この指摘については妥当であると考えられるが、官から民への動きを進めるならば、多元的分権的な世界に入らざるを得ず、競争を持ち込んで最終的にコストを小さくしていくしかない。

政策金融が消失

わが国の場合、年金資金は財政投融资に直接投入されたほか、還元融資のかたちで年金加入者に対する住宅金融融資に向けられたりした。財政投融资改革によって、政策金融の役割が大きく見直され、公的年金が融資のかたちで財政投融资機関に直接投入されることはなくなるが、年金が民営化されることによって、政策的な配慮から年金資金を運用することができなくなるという問題をどう考えるか、整理しておく必要がある。小さな政府を志向し、政策コストの透明性を高めるという立場に立てば、むしろひとつのメリットという見方もできよう。

(1) 中間的整理

以上の整理をまとめると次のようになる。

年金収益率を比較すると、人口が確実に高齢化していく状況の下では、市場での運用リターンである積み立て方式下での年金収益率は、確実に起きる人口減少に影響を受ける賦課方式の下での収益率[賃金上昇率+人口増加率]に比べて大きくなる可能性がある。こうした状況の下では、積み立て方式への移行は、世代間の不公平問題を解消する方向に作用し、将来の世代に人口構成の変化によるつけ回しすることができなくなる。

積み立て方式に移行して公的部門にとどまり続けることは、金融市場のコーポレートガバナンス等資本市場に与える悪影響が大きく、問題がある。また、積み立て方式に移行した場合、そのメリットを最大限活かすのであれば、民営化して、収益の向上を目指すことが必要である。そのことを通じて資本市場にも良い影響が及ぶことが期待できる。

さらに、世代間の所得再分配政策を大きく縮小して、年金自体を自己責任による個人の積み立てという性格に変えるという方向性も、年金という制度の特質を大きく変えるものである。老後の生活の保障は近視眼的な個人には不可能であるという立場からの批判に妥当性があるとすれば、一階部分の賦課方式の基礎年金を厚くするなどの対応が検討に値する<sup>9</sup>。

また、積み立て方式への移行は移行期の現役世代に二重の負担をさせる可能性があり、これをどう克服するか、という点が問題となり得る。

以上のように、積み立て方式・民営化について、いくつかのメリットと問題点が指摘可能であるが、問題点については、大きく分けて、年金制度の性格を根本的に変えることについてどう考えるか、という点と、移行期における二重負担とは、本当に克服不可能な問題なのか、という点の十分な検討が必要であるといえよう。ここでは、後者の公的年金の積み立て方式移行に伴う民営化の移行期の問題に着目し、従来検討されている現役世代の厚生観のみならず、金融市場の観点などからも具体的に検討し、この問題をクリアできるのかどうかを考えてみたい。

#### 4. 金融的側面から考えた民営化の移行期の検討

---

<sup>9</sup> 基礎年金を平均寿命以上に長生きする高齢者にのみ給付するという手法で「長生きのリスク」をカバーするというやり方もありえよう。

## ( 1 ) 移行期の問題

以上みてきた通り、民营化をにらんだ積み立て方式移行はかなりの程度魅力的な案ではあるが、上述のように積み立て方式への移行には二重負担という大きな問題が立ちはだかっていると指摘されている（厚生省の二重負担の考え方については、図表3参照）。つまり、制度創設時から積み立て方式であれば何の問題もないが、現在わが国の厚生年金は実質的に賦課方式となっており、膨大な積み立て不足という隠れた債務（過去期間に対応する積み立て不足）を抱えているという問題である。このため、積み立て方式・民营化に移行しようとする、移行期には現役世代への二重負担ないし巨額の国債発行に伴う金融市場の混乱がもたらされる、といった指摘が見受けられる。

こうした議論の前提は、仮に賦課方式を持続するのであれば、隠れた年金債務は隠れたまま将来世代に受け継がれていくことになるのに対し、積み立て方式が採用されれば、積み立て不足が顕在化する、というものである<sup>10</sup>。この積み立て不足は、厚生省によれば、負担能力等を考慮し、これまで給付水準に見合った保険料を徴収してこなかったこと、物価や賃金の上昇に応じた給付改善に要する費用は後代負担としてきたこと、制度創設以降、加入期間が短い者にも一定水準の給付を支給してきたこと、等の過去の制度運営上の給付過剰によるものである。厚生省はこの年金債務額は、基礎年金も含めて490兆円、厚生年金だけで350兆円存在すると試算している。厚生省は、仮に積み立て方式に移行すると、現役世代は、厚生年金の350兆円の不足分に加えて、自分が将来のために積み立てる分の「二重の」負担を強いられることになる、というのが積み立て方式移行の最大の問題であると指摘している。

他方、高山[1997]も、移行期の問題として、二重の負担が大きすぎるとしたうえで、前述の通り、「年金民营化で巨額資金が一挙に流れ込む。金余りで国内金利はさらなる低迷を余儀なくされ、金利収入を生活費の一部に充てている人（年金受給者）を脅かし続けるであろう。高金利運用は、国内では期待できず、積み立て方式のメリットを活かすには為替リスクを伴う国際投資に積み立て資金の多くは向かわざるを得ない。また貯蓄超過は対外収支黒字を継続させ、貿易摩擦をさらに加熱させるだろう」としている。さらに、「民营化のねらいは貯蓄増強を通じて国内実物資本を増やし経済成長を促進することだ。積み立て資金の大半がマネーゲームに向かい実物資本の形成につながらない恐れがないのか」としている。

---

<sup>10</sup> ただし、賃金上昇率や運用利回りの前提などの見込み違いといった制度設計が原因となつてこうした積み立て不足が大きくなることも考え得る。

## (2) 移行期の「二重の負担」の議論の問題点

しかし、現在存在している隠れた負債の350兆円分は、引退世代に約束された給付であるので、約束を反古にしない限り、現役世代か将来世代が負担しなければならないことは積み立て方式であっても、賦課方式であっても同じである。

ただ、賦課方式であれば350兆円の穴を次世代に賦課し、それに伴う次世代の積み不足を次の次の世代に賦課し、それに伴う次の次の世代の積み不足を次の次の次の世代に賦課し・・・、という形で、積み不足を積み不足として表面化させないかたちで先送りすることができる、ということであり、積み立て方式であれば、350兆円の穴が突然、現役ないし将来世代の負担として発生するわけではない。換言すれば、現行制度の理解は、図表4の通り、現役世代は、賦課方式でも350兆円の穴(国債)のファイナンスを引退世代の給付のための保険料支払いという形で強られるに過ぎない。換言すれば、賦課方式であれば保険料の一部を利払いにあて、350兆円の隠れた国債の償還を先送りしているにすぎず<sup>11</sup>、積み立て方式への移行はこうした国債の存在が顕在化するにすぎない、という見方もできよう(基礎年金も含めたベースで厚生省の図を考え直したものは図表4、こうした理解をしているものとして、Mariger[1997]参照、概要は、図表5)。

したがって、積み立て方式移行に伴って原理的に二重の負担が生じるという考え方は、必ずしも適切でない。ただし、積み立て方式に移行することによって隠れた負債が顕在化する、という問題を惹起することは事実である。短期間に穴埋めをしようとするならば、現役世代には高い拠出を要求することにより大きな負担がかかる。厚生省の示した「5つの選択肢」や「有識者に対するアンケート」では、一定の期間の保険料の引き上げ(30年間で2階部分の債務を解消するとすれば、保険料率は11%に相当)や現役世代の給付水準の引き下げ、増税(30年間で対応しようとする、毎年23兆円が必要)、国債発行(30年間の長期国債を発行したとすると毎年19兆円の利払いを行い、30年後に350兆円の元本を返済することが必要)といった手法が例示されている。

これらのうち、国債発行については、償還せずに借換を繰り返すなり、永久債を発

---

<sup>11</sup> 隠れた負債という意味では、後年度に処理を要すると認識すれば、いわゆる財政の隠れ借金と同じ種類の負債であるといえる。ちなみに、現在大蔵省が発表している今後処理を要する処置としては、地方財政対策の改革による交付税特別会計借入金、国鉄および国鉄清算事業団から承継した債務の償還の延期、厚生年金の国庫負担金の繰り入れ特例などあわせて約45兆円である(田村[1998])。

行すれば、現行の賦課方式と同様その支払いを将来世代に繰り延べることになる。<sup>12</sup>つまり、永久国際で償還を考えない「積み立て方式」とは、本来の積み立てに対して不足する分を社会保障基金の債務として認識する一方で、社会保険料の既払い込み分に対する被保険者の債権を社会会計上認識し、将来の加入期間に対応する分の保険料+隠れ債務の金利を賄う分の保険料ないし税を課すことに等しい。この場合、社会会計上確実な概念的变化は、年金の積み立て分の貯蓄が政府勘定から家計部門の個人勘定に移行することのみであり、積立金不足を国債発行でファイナンスすれば年金資産と国債が両建てで増えるだけで、マクロ的なネットの貯蓄総額が変化するわけではない。また、給付の義務に見合う負債は割引現在価値でみれば同一である。しかし、積み立て方式への移行に伴って、家計の貯蓄への認識は変化しうるし、そのことは家計の行動を変えうる。また、資本・負債が両建てで増加することは金融市場に大きな影響を与えうる。この点、および民営化によってポートフォリオを自由化した場合については、(5)で検討する。

### (3) 公債の償還を先送りした場合の現役世代の厚生

まず、家計の最適化行動を考えた場合には、どのような違いが生ずるだろうか。幾つかの文献が、公債の償還を先送りした場合の積み立て方式への移行が、現役世代の厚生を低下させるかどうかについて理論的に分析している。八田・小口[1992]は世代重複モデルを用いて、積み立て方式に移行する時期の現役世代(移行世代)については、賦課方式では便益がプラスであったのが、積み立て方式移行に伴ってゼロ以下になりかねず、公債の償還を先送りしないと、図表6の通り、移行世代の純便益はゼロにならないことを示している。

他方、Feldstein[1995]は、八田・小口[1992]で捨象されている経済成長と金利の効果を明示することにより、公債を発行することによって積み立て方式移行に伴い将来世代に純便益が発生する事を示している。すなわち、公債の発行によって負担を調整し、(1)民間資本の収益率が賦課方式の収益率よりも大きい、(2)民間資本の収益率が世代間の割引率よりも大きい、(3)経済が成長している、という3条件を満たしていれば、将来世代には便益をもたらすとしている(図表7)。このモデルでは、現役世代の純便益は、(国債償還のための)金利負担の分だけマイナスになっている。しかし、図表8の通り、両建てで保有する積立金が金利を稼ぐことを勧告すれば、現役世代の純便益がゼロになること

<sup>12</sup> ここでは、遺産動機は完全ではなく、公債発行と課税調達が同じ効果を持つという中立命題が必ずしも成り立たない世界を想定している。

は、八田・小口モデルと同様である。

なお、井堀[1997]は、労働供給が内生であり、年金負担が労働所得税として課せられているケースでは、賦課方式での年金負担は労働と余暇の選択に攪乱的な影響を及ぼすため、パレート効率的でない、としている。すなわち、労働供給が内生的に決定されると仮定すれば、適切な一括固定税の調整または公債発行によってすべての世代がパレート最適となる可能性がある、としている。

#### (4) いくつかの国における公的年金改革の動き

次に諸外国における公的年金民営化の経験をみてみよう。

##### チリなど南米諸国（積み立て方式・確定拠出）

チリでは、1981年に年金改革に取り組んだ。世代間扶養という考えをとりやめ、確定拠出型年金を採用し、老後の年金は基本的には自己責任とした。年金積立金はいまやGDPの40%を占めている。新制度では個々の従業員のペンション・セイビング・アカウント（PSA、年金貯蓄口座）を柱とし、従業員の給与の10%が雇用主によって天引きされ（所得控除）、PSAに積み立てられる。従業員が新制度に入るかどうかは、個人の選択に任せられ、新規の従業員はみな新制度に加入することとなり、新制度へのシフトの割合は年々大きくなっている（図表9）。従業員は、任意で非課税でさらに10%積み立てを上増しすることも可能なほか、早期退職（現在の退職年齢は男性65才、女性60才）や高い年金を希望すればさらに10%積み立てすることもできる。

これらの年金原資は、民間の年金運用会社（AFP）が運用する。AFPは、95年段階で20社存在し、ポートフォリオ・アロケーションについては、社会保障監督庁によって厳しく監督されている。AFPの中には、米国銀行バンカーストラストなどが出資、管理している会社も存在する。加入者は自由にAFPを選択・変更することができる。AFPは、一定のガイドラインのもとに運用対象を多様化しているが、制度導入と同時期1984年に民営化された電力、通信などの旧国営企業の株式を積極的に購入している。収益率は年々大きく振れているが、やや長い目でみると、資産規模は着実に伸びている（図表10）。

移行期の問題に関しては、隠れた債務の大部分を即座に顕在化させるという手法をとった。すなわち、移行の直近5年以内に12か月以上旧制度に拠出していた者が新制度に変更した場合には、過去の拠出を国が受け取ったこと（システムとしての支払い義務）を認識するものとして recognition bond とよばれる債券を発行した。この債券の満期は各加入者が退職し、支払い開始年齢に達する時点であり、移行時点から満期まで4%の利回り（インフレ調整実施）が付され、額面は拠出月の平均課税所得、拠出月数、性別、年齢等によ

って計算された。この債券は個人勘定の積立金に加えられ、市場での売買はできず、退職時にはじめて利用可能となる。

1990年の段階で、AFPはモーゲージの56.1%、社債の53.9%を保有しており、チリ国内の極めて重要な機関投資家として成長している。また、同時期のAFPの資産残高はGDPのおよそ26.6%となっている。ポートフォリオの内訳としては、国営企業の株式、債券が多く、モーゲージ債券、CD、なども含まれている(図表11)。政府は、年金制度運営をやめる代わりに、最低年金支給額を保証すると同時に、AFPの監督(認可、業務の監督、AFPの最低自己資本規制や流動性規制に関する監督、投資ポートフォリオに関する規制等)を行うことが必要になっている。

なお、アルゼンチン(94年)、ペルー(93年)コロンビア(94年)等の南米諸国も民営化を開始している。

#### スウェーデン・イタリア(賦課方式・確定拠出)

スウェーデンは、1994年の改革で賦課方式の確定拠出型を採用した。保険料は賃金の18.5%で、うち16.5%で賦課方式で運営され、各人の拠出額が個人別の年金勘定に記録され、名目賃金上昇率に等しいみなし運用利回りがつく。残りの2%は、スウェーデンの貯蓄不足の状況にかんがみて、積立方式で運用されている。年金額には最低保障額があり、拠出分がこれに満たない場合には、全額国庫負担でその差分を埋める。年金額算定は、個々の年金加入者が積み上げた保険料を毎年一般的賃金動向に応じて再評価し、年金受給開始時に、平均余命の年数を考慮した除数で割ることによって、決定される。また、受給開始年齢は61才以上であれば、何歳でもよいことになった。

イタリアでも、スウェーデンの改革をヒントにして、95年8月の改革で、公的年金制度を確定給付型から確定拠出型にした。会計上では、個々人の勘定として管理され、一定の収益率で運用されるものと想定される。収益率は、イタリアの場合は、スウェーデンと異なり、名目GDP成長率が採用されている。改革は1996年から2035年にかけて実施されることになっている。イタリアのこの改革は、拠出逃れの防止という意図が最大のものであったが、給付水準の引き下げをスムーズに行うことも企図されていたとの指摘もある(小島[1996])。

#### アメリカの社会保障制度諮問委員会での議論

アメリカでもOASDIとよばれる社会保障制度のサステナビリティが大きな問題となっており、民営化の議論が盛んに行われている。1997年1月に社会保障制度諮問委

員会は、2年間の審議を経て社会保障改革の方向性についての答申を発表したが、一つの案にしぼることはせず、以下の3つの選択肢を示すこととした。その内容は次の通りである。

第一案は、現行の給付水準を維持し、株式投資だけを認めるという小規模の変更にとどめるものである。すなわち、高利回りを達成するために40%まで株式投資を認め、社会保障税を2045年に1.6%引き上げ、将来の給付を若干削減する。

第二案は、個人保障勘定(PSA)を設置するという最も民営化に近いものである。12.4%の社会保障税のうち5%の用途を個人保障勘定とし、受給者個人が管理、個人の責任において自由に投資判断を下すことができるものとする。社会保障税の残りの7.4%については、最低給付水準を維持する。1998年に保障税を1.52%引き上げてその水準を72年間維持することとされている。この案は受給者が個人の裁量で高収益を達成することができるというメリットがある。

第三案は、政府が一括して運用を行うというものである。1998年に個人負担分を1.6%引き上げ、その部分を財源とする政府運用個人勘定(IA)を「連邦政府」が運用する。受給者は国債100%運用と株式100%運用の間で限定的に投資判断ができる。この案は、受給者の貯蓄について限界的に自己管理することができるようになるが、国が運用を行うという意味で民営化を求める声には完全に答える案とはなっていない。以上の3つの案について委員会で投票が行われ、得票数はそれぞれ、6票、5票、2票であり、政府の一括運用案には否定的な結果となったものの、その他の案も過半数の得票に達せず、最終的な結論は得られなかった。

なお、わが国と同様、民営化議論のさかんなアメリカでは、様々な移行期のファイナンスの工夫についての提案がなされている。

例えば、積み立て方式に完全に移行する場合の過去期間債務の負担について、若年層の民営化移行希望者については、過去期間債務に目をつぶる(すなわち給付の削減)という考え方が提案されている(Altig et al.[1997])。Kotlikoff[1995]では、移行期の不足分は、財務省からの借入れを実施し、これに対する利払いを一般会計から支払うことを提案している。

また、将来世代にも移行期の負担を税で徴収するといった手法や、過去の拠出に対する債権を、今後給付される社会保障の現在割り引き価格と同額の「認識国債」のかたちで会計上顕在化させて、個人勘定に入れ、実際には将来の政府収入によって給付に対する支払いを行っていくというチリ型の手法も提案されている(Greenspan FRB 議長の97年11

月 20 日の講演)。

こうした債券発行によるファイナンスの手法として、Borden[1995]は、現役世代の将来の年金給付である負債をTBレートで割り戻し、現在価値を算定したうえで、各人の給付開始時に償還されるゼロクーポンのTBを発行し、各個人の口座にあてはめることを提案している(ゼロクーポン債であれば、いったん負債は大きく計上されるが、その後の利払い負担は小さくなる)。このゼロクーポン債は市場で売買されることとし、各個人は自由にそのリスク選好度に応じてポートフォリオを組むことができる。したがって、国民がある一定割合を民間債券で持ちたいと考えれば、その分だけゼロクーポン債券を発行して、債務を顕在化させ、個人は民間債券をそのゼロクーポン債券見合いで購入することができることとする。移行期にあたっては、個人は旧制度にとどまり続けるか、ゼロクーポン債による払い出しを受け入れるか、の選択が委ねられるというものである。

議会からも、Porter プラン、Kerry-Danforth プラン、Simpson-McMillan-Goss プラン、Kerrey-Simpson プランといった様々な民営化提案がなされてきている(詳しくは、Borden[1995]参照)。

#### (5) 移行過程の具体的な検討：わが国におけるイメージ

以上の理論的な整理や諸外国の経験を踏まえたうえで、民営化の際に現役世代に負担が集中する手法を避け、なんらかの形で国債発行により世代間の負担平準化を図ることを想定したうえで、さまざまな前提を置いて民営化が金融市場に与える影響を検討する。

こうした検討が必要となるのは、前述の通り民営化に際して、隠れた債務を現役世代だけで穴埋めしようとするれば、同額の急激な保険料引き上げや税金の投入が必要になるためである。むろん、厚生省発表の350兆円という数字については割引率など様々な前提をおいたうえで試算値であり、幅をもって見るべきものである点に留意する必要がある。さらに、引退世代および現役世代の給付額を大きく削減することにより、かなりの程度小さくしうる筈であり、そうした見直しは賦課方式であれ、積み立て方式であれ、避けられない。<sup>13</sup>

しかし、そうであるとしても、厚生省の試算値で示されている負債額のオーダーは、増税を避け財投を用いて処理を先送りせざるをえなかった旧国鉄の累積赤字(約28兆円)

---

<sup>13</sup> 八田[1998]によれば、支払い開始年齢を一気に弾力化すること、および2000年から2015年までの賃金スライド制の廃止によって給付を削減することが、世代間の公平の観点からは最適であるとしている。

の1.2倍近い規模であり、厚生省が提示した一定の期間の保険料の引き上げ（30年間で2階部分の債務を賄う保険料率1.1%）ないしこれと等価な消費税引き上げ（30年間毎年2.3兆円の税金）、償還期限が30年程度の国債発行（毎年1.9兆円の利払いと350兆円の元本返済）により、現役世代のみでその解消を図るのは現実性がないと思われる。

したがって、積み立て方式に移行する場合、隠れた負債に対する現実的対応としては、まずその負担を繰り延べ可能とする国債発行を行い、これと同時に現役世代が積み立てを行っていく、というかたちをとるのが適切であろう。つまり、給付世代の拠出不足にみあう積み不足（過去債務）については、賦課方式と同様将来世代にまで先送りし、そのためのファイナンスは、国債の利払のための負担というかたちで行うことになる。その支払い負担は、350兆円を前提とすれば保険料5%（名目金額では1.9兆円）に匹敵する税金である。ただし、現在の現役世代以降の世代の将来給付分に対する保険料負担は、個人勘定への拠出として積み立て方式に移行し、人口構成の変化に伴うリスクから将来世代を開放することになる。

積み立て方式に移行する場合の具体的手順としては、次のような形が考えられる。まず、移行準備として、過去期間に対応した債務の削減＝給付削減を行う<sup>14</sup>。過去期間に対応した債務350兆円は、給付の削減や物価スライド制見直し、支給年齢引き上げ等によって、削減する。これは賦課方式で検討されている給付削減の考え方と同じである。そのうえで、（1）積み立て方式に移行する現役世代、（2）積立不足を補う必要のある受給世代に分けて対応を考える<sup>15</sup>。

---

<sup>14</sup>小塩[1997]も、給付削減を実施したうえで、段階的民営化を検討すべきとしている。賦課方式の段階的縮小により追加的な負担の発生をなるべく分散させ、その吸収をできるだけ容易なものにするというものである。具体的には、賃金スライドを完全に廃止し、2001年以降2040年までの各年から年金を受給し始める人に対して、2000年における新規年金額を毎年40分の1ずつ削減した額を年金として支給していく。次に年金額の削減に合わせて引退世代を扶養する現役世代の保険料を徐々に引き下げ、それによって個人年金の資金を捻出する。試算では賦課方式では、2000年に12.4%の保険料率が2050年には1.8%になるが、段階的民営化ケースでは、2050年には1.4%まで低下させることができる。その分を個人積み立て型の年金に振り替えるというものである。これにより、現役世代は確かに負担は増えるが、将来世代への負担の先送りを避けることができる。

<sup>15</sup> 実際には、積み立て方式に移行すれば、現役世代も積み立て不足となっている。ここでは議論をわかりやすくするため、積立金のある世代（現役世代）と積み立て不足のある世代（引退

(A) 現役世代の積立方式移行<sup>16</sup>

## 積み立て口座の開設と選択

まず、現役世代に対しては、個人積み立て年金勘定の開設を認める。その場合、個人には民間機関に運用を委託するか、公的年金基金に運用を委託するかの2つの選択肢を用意する。また、これまでの拠出分のうち積立金に見合う分については、「年金受給信託」を交付する(図表12)<sup>17</sup>。なお、過去の拠出額が積立金残高を上回る分については、その額について個人の口座に後述の交付国債を見合いとした年金証書が給付されるものと考え。新規に加わる世代は、すべて新しい個人積み立て勘定の自動的な開設を行う。

## (民間機関を選択した場合)

これにより、今後の拠出分については、個人勘定に積み立てることが可能となり、個人は、民間の年金運用会社を選択して、確定拠出型で株式や債券など自由なポートフォリオを組むことができる。給料に対する拠出比率も、基本的に個人の選択に任せられるようにする。運用会社は情報開示を徹底して、個人が運用手法などについて選択が可能になるようにする。

## (公的年金基金を選択した場合)

新規加入者は民営化された年金に加入するが、既に現在まで旧制度に加入していた個人が、今のままの制度にとどまりたいと考える場合は、今後の拠出分について、安全性を重視した公社債中心の合同運用を行う確定給付型の「公的年金基金」にとどまることを可能とする。個人がその運用利回りと民間会社の利回り・リスクを比較したうえで、「公的年金基金」を脱退し、民間口座に資金を移すことは可能とする。

## 年金受給信託の基本設計

年金受給信託は現行の公的年金運用ポートフォリオに対する持ち分権であり、その果実はポートフォリオの収益率を反映させる確定拠出型とし、収益率の変動が将来世代の負担に不確実性を与えないようにする。ただし、相続は認めない。現在の公的年金運用ポート

---

世代)として記述している。

<sup>16</sup> ここで考える民営化の手法は、八田[1998]の完全積み立て方式による民営化提案を具体化したイメージに近い。

<sup>17</sup> ここでは、年金受給信託を現役世代が使うことになっているが、受給世代から使うという考え方もあり得る。

フォリオは、財政投融资と自主運用分であるから、年金受給信託のイメージとしては、財投債が多くを占め、その他に現在の年金福祉事業団の運用ポートフォリオが入る。要するに積立金の運用ポートフォリオを忠実に反映させることになる（図表13）。

#### 年金受給信託の流動性

ここでの一つのポイントは、年金受給信託に流動性を付与するか（売却を認めるか）どうか、という点である。個人の最適化行動を信奉する市場主義の立場からは、売却可能なものとしてポートフォリオ・アロケーションを個人の自由にすべき、ということになる。この場合は、完全な民営化につながる。ただし、老後の公的扶助の延長線上に年金制度を捉える立場からは、近視眼的な家計が年金受給信託を売却し、消費に充ててしまうことを危惧する考え方もあり得よう。そのときには、年金受給信託を2分し、他人への譲渡を禁止する基礎年金部分と譲渡可能な付加年金部分に分けることも考えられる（図表12）<sup>18</sup>。

#### 年金受給信託の発行・積立金の増加が金融市場に与える影響

上記の年金受給信託は、現在財政投融资制度により合同運用されている積立金を、個人が公的機関から民間機関に預け替えるための便宜上のものであり、新たに委託された民間機関が、受託者責任を負い、ポートフォリオの組み替えを行うことになる。その意味で積み立て方式移行自体は、金融資産に対するネットの需要増加をもたらすものではない（従来公的ポートフォリオに含まれる資産を、民間ポートフォリオとして入れ替えるだけ）。ただし、年金受給信託を売却可能とすることにより、財投債よりも高利回りの民間債券や株式のニーズが高まれば、ポートフォリオのリシャッフルにより、市場金利に影響を与えることになる。

他方、政府勘定の年金積立金が個人勘定に配分されることにより、民間のマネーとなると、年金資金が民間投資家によって運用され、それぞれのリスク選好度に応じて投資が決定されることになる。このため、前述のような公的年金自体が株式を保有するデメリットの克服は可能となる。しかし、運用利回りを高めるために株の組み入れ比率が高まるといったことに伴って株価が上昇すると、マクロ経済にも影響をもたらす可能性が存在する。

マネーフローは、移行時期に政府の黒字が民間の黒字に変化するが、一国としての貯蓄

---

<sup>18</sup> 年金受給権を譲渡可能とすると、普通の貯蓄と全く同じになる、拋出の所得控除、利子配当所得課税の繰り延べといった年金の優遇措置には厳しい用途制限が必要であるとの立場に立てば、譲渡可能とした部分には、優遇措置を講じないというのが自然であろう。

投資バランスには影響を与えない。

積立金が増加するにつれて、個人貯蓄が増加していく。ただし、同時に後述の通り、政府の負債も増加する。

#### (B) 受給(引退)世代にたいする公的扶助

拠出金不足の受給(引退)世代への給付は、国債発行を行うことが考えられる。その際の手順は、次の通りである。

#### 交付国債の発行

まず、拠出不足の現在価値にみあう交付国債を発行する。交付国債は、公的年金制度が資金不足になったときに、ファイナンスのための国債発行に振り替える。従って、制度創設時点では、交付国債の発行は、金融市場になんら影響を与えない。この点は、改正預金保険法で特例業務基金と金融危機管理勘定の原資とされる交付国債と同様である。

#### 国際による資金調達

実際の公的年金制度の資金不足額に応じて、ファイナンスのために国債発行を行う。このための利払いは現役世代の負担になるが、将来のある時点で償還すると、その世代に大きな影響を与えるため永久債(コンソル)とし、大きな人口変動に直面しない限り原則的に償還しないこととする。また、インフレ連動債として、インフレに対する対応を行うことが望ましい。ただし、将来の人口構成に大きな変動が予見される場合、世代間の負担を利払いも含めてならず趣旨で部分的に償還していくことが考えられる。少子化が進んでいく状況を考えると、国債償還は、世代間の公平の観点からは、現在の引退世代に多少でもその負担を課すことが望ましく、それ以降負担を課すことができるとすれば、恐らく少子化の第二のピークである2050年を越えてからということになる。なお、国債の利払いについては、国債発行と同時に発生し、そのための負担が明示的になる(図表14)。

#### 年金受給のイメージ

制度切り替え時に拠出不足がある引退世代は、交付国債発行時点で年金受給年齢までは利払いゼロ、受給年齢になったらそれ以降毎年一定額の年金額利払いを保証する年金証書を給付される(図表12)。また、受給有資格者が死亡した場合、受給権は消滅、将来世代に受け継がれていくことになる。

### 金融市場への影響

金融市場への影響は、国債が徐々に累積されていくことによって発生する。財政の国債依存度がどの程度上がるかは、将来の給付額についてどの程度削減できるか、という制度改革による。財政の国債依存度が高まり、税収の多くが利払いに充てられることを問題視する考え方もありうるが、例えば八田[1998]は、国債の対GDP比を一定に保つという方式なら、利利率がGDP成長率に等しい場合国庫負担は不要、完全積み立てに移行する場合には、利払いを国庫で負担するという選択になるとしている。

移行期における国債発行がマネーフローに与える影響は、積み立て方式移行時点で急に実際の政府部門の赤字が拡大するわけではなく、国債が発行されていくにしたがって、政府部門の資本不足が徐々に拡大し、支払われた分だけ受給者の資本余剰が膨らんでいくが、一方で同額の課税が行われれば個人部門全体の資金過不足は変わらない。最終的に賦課方式の下で今まで隠れていた政府部門の資本不足が金融負債というかたちで顕在化する。

マネーサプライへの影響は次の通りである。まず、ファイナンスのための国債が発行され同額が引退世代へ支払われた場合には、国債発行額と同額の預金が増加する。したがって、この場合マネーサプライは一旦国債発行額（年金支払い額）と同額だけ増加する。ただ、この国債を市中金融機関以外の機関投資家や個人が購入すれば、機関投資家や個人は、国債購入と同時に民間預金を取り崩すため、その分マネーサプライは減少する。このため、国債を発行しても、非金融機関が保有する分については、インフレマネーの拡大には結びつかない。

次に「350兆円マイナス・アルファ」の債務を交付国債などの形で「顕在化」させることの、市場への影響をどう考えるべきかという点がある。これは、隠れ債務に対する市場の認識によって異なってくる。民営化を予め合理的に金融市場が予想していれば350兆円の債務が顕在化しても、市場金利への影響は軽微である。この点について、グリーンズパン議長は1997年11月20日の議会証言で、「隠れた負債が市場に十分に織り込まれていなければ、この顕現化が、国債の利回りの上昇を招くであろう」と指摘している。

一方、年金証書の流動性を付与すると、原理的には、年金受給信託に流動性を付与した場合と同じ効果が出る。近視眼的な個人を想定し、老後の生活を保証する観点からは売却可能とすべきでないという立場になるが、仮により有利な金融商品を購入したいと考えた場合、売却を認める場合があり得るだろう。

### (C) トータルとしての移行期の具体的イメージ

#### (1) 国債発行の所要額

上記のイメージを多少、計数的に検証するため、年金収支の動きをラフに示せる簡単なマクロ年金モデル（詳細は補論を参照）を使って、現役・将来世代の負担（保険料と拠出）や国債発行などをみてみよう。まず、平成9年中位推計（八田[1998]による加工データを使用）と同一の給付者数、前回財政再計算時にコミットしている年金受給（ただし、中位推計による人口変化を織り込む）、受給者数、賃金上昇率（4%）、保険料（拠出）率は17.35%、運用利回り、割引率5.5%を前提に積立不足の現在価値を、モデルで計算すると過去期間と将来期間に対応する積み立て不足は、454兆円となる（図表16）。

この数字と、厚生省試算の違いは、主に年金給付債務の流列の違いである。本稿試算では、データの入手可能な2060年までで切って計算しているが、厚生省は100年程度シミュレーションし、100年五の状態がその後も続くと仮定している。このため、2060年以降、高齢化に伴う将来期間に対応する年金債務額の増加分だけ、年金債務額が異なってきている。なお、厚生省の年金受給額流列データでは、過去期間の割合と将来期間の割合の内訳（厚生省の試算では、現在価値ベースで過去分は全体のおよそ53%程度）、基礎年金と厚生年金の内訳（厚生省試算では、現在価値ベースで全体のおよそ71%）についての情報がない（したがって、二階部分の過去期間の積み立て不足は、全体の積み立て不足の38%）。そこで、ここでの試算における過去分と将来分の内訳については、2060年までのデータを用いていることから、厚生年金の過去期間と将来期間の債務の割合を厚生省の試算による割合より大き目に考え、厚生年金部分の穴は全体の積み立て不足の約7割と想定して、厚生年金の過去期間の積み立て不足のイメージを約300兆円（全体の積み立て不足の約66%）と仮定して、この年金収支の流列を様々な前提を置きながら、検討することにする。<sup>19</sup> このような設定で、年金収支の変動を補論の簡単なマクロモデルで大括みにフォローし、金融市場に対する影響のおよそのイメージをつかむこととしたい（ただし、モデルの推計値はごくラフな試算であるから、その推計結果は幅をもって受け止めておく必要がある）。

仮に給付を2000年から1割程度削減すると、このモデルで当初300兆円必要と考えられた国債発行は176兆円、2割削減すると、51兆円で良いことになる。勿論、このように削減しても、拠出不足は解消しないから、拠出不足世代の個人は引退世代に入ると、国債発行をベースにした公的な扶助と自己の積み立て金の取り崩しというかたちで年

<sup>19</sup> 厚生省の試算では、過去期間債務は490兆円であり、すべての債務910兆円のおよそ半分である。2060年の段階では、現在20歳の被保険者も80歳となっており、それ以降の年金債務はすべて将来期間に対応するものと考えられる。

金を受け取ることになる。

このように簡単なモデルによる試算によっても、厚生省が示した350兆円といった積み立て不足も、給付削減によって大きく減少し得るものであることがわかる。

## (2) トータルとしての金融市場への影響のイメージ

上記のモデルを参考にしながら、積立方式移行の金融市場への影響をみると、次の通りである(図表15参照)。

現時点(平成11年度)でコミットしている年金給付の1割カットを前提に、積み立て方式に移行すると、年金受給信託の発行は180兆円、過去期間の不足に対応する交付国債の発行は、176兆円程度となる(これを標準予測とする、現在のまま、または給付をさらに削減した場合については、図表16参照)。仮に給付削減を行うと、この発行額は大きく縮小する。ただし、この国債の額は、賃金上昇率、運用利回り、割引率などの前提条件により大きく変化する。

マネーフロー全体としては、移行期に政府部門の資金余剰(180兆円)が民間部門の資金余剰に変化する。ただし、これは国全体としての貯蓄投資バランスには影響を与えない。また、同時に交付国債176兆円程度が発行されるが、これも会計上の操作であり、実質的な貯蓄投資バランスには何も影響を与えない。

引退世代の年金支払いのために2000年から国債をほぼ同額づつ発行、年金証書の利払いを行い、国債はおよそ20年程度で285兆円程度まで積み上がっていくと想定する。同時に現役世代は個人勘定への拠出を行い、個人勘定積立金が積み上がっていく。これらの状況変化は、従来みえなかった資金不足である負債が顕在化する一方で、個人資産が積み上がるという、いわば両建ての変化がマネーフローに起こる事を意味する。

個人拠出額全体の資産残高は、個々人の拠出率と市場収益率に依存するが、仮に拠出率を一定とすると、ピークは2020年頃であり、その後徐々に減少していく。上記の想定であると、ピーク時で、285兆円程度の政府負債に対して399兆円程度の民間資産が出現し、ネットで114兆円の民間資産が生まれることになる。この年時点の個人勘定残高399兆円を、名目GDP比でみると、名目GDPが年率3%で増加すれば、41.4%、同4%なら、33.5%程度となっている。ちなみに、平成9年度の個人資産は、名目GDP比でおよそ、2.3倍である。

マネーサプライへの影響は、国債発行額に応じ徐々に増加する可能性がある。2021年頃までの国債発行のフローの増加はおよそ15兆円ずつ発行するイメージで想定しており、この想定では、M2 + CDの伸び率が3%程度とすれば、その伸び率押し上げの直接効果は最大で2.41%程度となる。ただし、国債を投資家が購入する場合、民間預金が引き落とされるので、押し上げ効果は相殺されるため、この数字は直接効果の上限ということになる。

積み立て方式移行・民営化の金融市場(とりわけ金利)への影響について留意する点は次の三点である。第一は、隠れた負債の大きさを市場が認識しているかどうかという点である。事前に検証することは困難であるが、仮にこれを市場が合理的に予想しているのであれば、債券価格など長期金利には何ら影響を与えない。認識が不十分であった場合には、金利を押し上げることが予想される。第二は、国債の発行・流通形式である。国債が機関投資家・個人などが購入すると、マネーサプライには大きな影響を与えず、インフレの懸念も小さい。第三は、どの程度年金受給信託の売却を認めるかという点である。もし、売却を認めると、個人はこれを株式や長期債券に投資する可能性が高いため、これらの価格の上昇要因になる。また、売却可能な分だけ民間金融機関による信用創造が行われれば、マネーサプライにプラスに寄与する。

なお、こうした完全移行方式よりも、金融市場への影響を小さくするため、賦課方式の部分を残しておくことによって、国債の残高も積み立て金の残高も小さくするという折衷案が考えられる。例えば年金ファイナンスのための国債発行残高の上限を定め(例えば100兆円)、残りを賦課方式で集めれば、その分個人の拠出が減少するため、積立金も縮小することになる。

このように、モデルによる簡単な試算によれば、年金民営化によって巨額資金が金融市場に一挙に流れ込み、金余りで国内金利はさらなる低迷を余儀なくされるといった事態を避けるためには、適切な給付削減と国債発行方法などの制度設計の工夫が必要となる。

## 5. おわりに

### (1) まとめ

以上の民営化移行期の検討から得られる結論は次の通りである。

移行期における拠出不足の問題については、積立方式への移行、民営化にあわせて現役世代に対する課税や保険料引き上げによってこれまでの積み立て不足を全て埋めるという考え方を採れば、現役世代にいわゆる二重負担が生じる。また、人口が減少していく将来世代にこれを賦課すればさらに、世代間の不公平が広がる。このため、積立不足は課税でなく国債発行によりファイナンスする方が世代間の公平の観点からは望ましい。

国債発行によって金融市場に一定の影響を与える可能性があり得る。ただし、これは現行の賦課方式における積み立て不足の顕在化ということにすぎない。金融市場への影響を小さくするためには、給付の削減や国債発行方式の工夫が必要となる。また、拠出のポートフォリオを自由化することによって、株式や長期債券へのニーズが生まれ、需給関係の変化を通じて、金利、金融市場に影響を与えうる。

公的部門に存在したまま、積立方式に移行し、公的年金の金融・資本市場やコーポレートガバナンスへの影響がさらに大きくなり、公的部門が年金制度を運営することに伴う歪みが大きな問題となりうる。したがって、積み立ての要素を大きくしていくのであれば、民営化を視野にいれることが必然になる。

民営化は、年金制度の性格を大きく変えるが、これによって労働へのインセンティブや家計による運用対象の選択の広がりが経済にプラスに寄与する可能性もある。民営化議論を行うもう一つのメリットは、隠れた負債が表に出ることにより、国民の真の負担の大きさが判明することにもある。こうした負担の大きさが国民に認知されることは、行政の効率化へのインセンティブとして作用するとともに、世代間の不公平がさらに拡大することを抑止することにつながる。

## (2) 厚生年金を民営化した場合の日本の年金制度のイメージ

仮に、厚生年金を積み立て方式に移行する場合には、次のような2階建て構造で年金制度をとらえ、制度設計を行うことになる。すなわち、一階が基礎年金であり、これは世代間扶養のために使われる最終的セーフティネットとなる。厚生年金を民営化する場合、この部分については、二階部分の構造に応じてもう一度その必要最低額を考える必要がある。

すなわち、全体として公的関与を思い切ってスリム化するという大枠の中で、仮に二階

部分について個人別・完全民営・確定拠出型積み立て年金を構想し、強制加入ではなく希望する人が入るかたちとする、というところまで変化させるのであれば、一階の基礎年金部分は相当厚めにするか、またはチリのような最低保障額を二階部分にビルトインすることが必要となろう。また前述の通り、基礎年金を長生きのリスクに対応するものとして純化させることも検討に値する。なお、公的年金の民営化に伴い、公的年金にさらに上積みされる企業年金の形態は当然、原則として、企業の自主的な選択に任せることになろう。企業自体が在来型の確定給付型の基金を運営してもよいし、確定拠出型の年金に対するプラスアルファの拠出をするといった対応も考えられよう。

また、既存の個人年金については、基本的には民営化された確定拠出年金に収束させ、各金融機関が様々な商品を提供し、競い合うというイメージになろう<sup>20</sup>。

厚生年金の積み立て方式への移行・民営化は年金制度の理念を大きく変えるものであるだけに、その導入の是非にあたっては十分な議論が必要である。その際、「民営化 = 350兆円という二重負担の発生」ということを所与の数字として、予めその可能性を排除するのは問題である。移行期の問題とは、賦課方式のもとでの過去の過大な給付という問題点が顕在化することにある、との理解に基づいて民営化について検討することが必要であると言えよう。

---

20

## 補論 簡単な年金モデル

## 基本的なモデルの考え方

今、 $t$  期の被保険者数  $N(t)$ 、期初の一人当たり賃金  $W(0)$ 、賃金上昇率  $w$ 、保険料（積立金への拠出）率を一律  $\alpha$  とすると、 $t$  期の保険収入  $Y(t)$  は、

$$Y(t) = (1+w)^t W(0) \cdot N(t) \quad (1)$$

となる。

また、一人当たりの給付予定額  $C(t)$ 、受給者数  $M(t)$  とすると、 $t$  期の給付額  $C(t)$  は、

$$C(t) = C(t)M(t) \quad (2)$$

となる。

今、年金制度が期初に  $S(0)$  という積立金（年金受給信託）を持ち、利回り  $r$  で基金を運用できるとすると、将来の保険料（拠出金）も含めた年金資産の現在価値  $V A$  は、

$$V A = S(0) + \sum_{t=1}^{\infty} Y(t) / (1+r)^t \quad (3)$$

となる。

他方、年金債務の現在価値は

$$V D = \sum_{t=1}^{\infty} C(t) / (1+r)^t \quad (4)$$

である。

この二つの差が現時点の積み立て不足  $G$  に相当する。

$$G = V D - V A \quad (5)$$

## 給付削減と国債発行

$G$  を縮小させるには、給付をカットすることが考えられる。今カット率を  $\beta$  とすると、給付削減後の給付  $C(t)$  は、

$$C(t) = \beta C(t) \quad (6)$$

また、給付率削減後の  $G$  は、

$$G = \beta V D - V A \quad (7)$$

である。

次に、 $G$  を国債発行で埋めることを考える。理想的には、期初に、 $G$  に等しい  $B(0)$  の国債をコンソルで発行し、代り金を個人勘定に交付し、完全積立金  $S_p$  を作れば、最も明快なかたちで積み立て方式に移行できることになる。

$$S_p = S(0) + B(0) \quad (8)$$

この場合、国債の購入者に対して每期  $rB(0)$  だけの金利を支払う必要があることになる。仮に  $B(0)$  が交付国債というかたちで発行され、 $n$  年間で引退世代の拠出不足の支払いにあてられるとしよう。このとき、

$$B(0) = b_t / (1+r)^n \quad (9)$$

となる。

なお、償還を考えるなら、 $n$  年間毎年  $T$  だけ課税すると、その現在価値は、

$$T(0) = T \cdot 1 / (1+r)^t \quad (10)$$

となり、国債発行所要額は、 $B(0) + T(0)$  となる。

参考文献

- Altig A. & Gokhale J.[1997], "Social Security Privatization," Social Security privatization, No.9.,The Cato Institute.
- Ball et al. (Advisory Council on Social Security) "Social Security for the 21<sup>st</sup> Century",1997.
- Borden K.[1995] "Dismantling the Pyramid: The Why and How of privatizing Social Security", Social Security privatization, No.1.,The Cato Institute.
- Coronado J.L.[1998], "The Effects of Social Security Privatization on House Holding Saving: Evidence from the Chilean Experience," Finance and Economics Discussion Series,FRB.
- Edwards S. [1996] "The Chilean Pension Reform: A Pioneering Progrm", NBER Working Paper Series 5811.
- Ferrara P.J. [1997] "A Plan For Privatizing Social Security", Social Security privatization, No.8.,The Cato Institute.
- Feldstein M.[1995] "Would Privatizing Social Security Raise Economic Welfare?", NBER Working Papaer Series 5281.
- Feldstein M.[1997] "Transition to a Fully Funded Pension System: Five Economic Issues," NBER Working Paper Series 6149.
- Gaener C.A.[1997] "Social Security Privatization: Balancing Efficiency and Fairness", Economic Review Third Quarter 1997, FRB of Kansas city
- Kotlikoff L.J.[1995], "Privatization of Social Security: How It Works and Why It Matters." NBER Working Paper 5330.
- Kotrikoff A.J., Auerbach A.J. and Leibfritz W.[1998], "Generational Accounting Around the World", Jan. 1998.
- Mariger R.P., "Social Security Privatization: What it Can and Cannot Accomplish", Finance and Discussion Series",FRB,1997.
- Mitchell O.S.& Zeldes S.P.[1996]"Social Security Privatization: A Structure for Analysis", NBER Woeking Paper Series 5512.
- Ostaszewski K..M[1997], "Privatizing the Social Security Trust Fund?", Don't Let the Government Invest", Social Security privatization, No.6.,The Cato Institute.
- Pinera J.[1995], "The Success of Chile's Privatized Social Security," Cato Policy Report July/August 1995.

Superintendence of Pension Funds Administrators[1996] “Chilean Pension System: Characteristics and Main Results,” Dec.1996.

井堀利宏[1997] 「高齢化と年金改革」 「公共経済の理論」有斐閣所収

小塩隆士[1998] 「年金制度改革の課題：民営化は可能か」 E S P 1998年1月号 経済企画庁

貝塚啓明[1997] 「社会保障をめぐるいくつかの問題」フィナンシャルレビュー 1997年12月号 大蔵省財政金融研究所

厚生省[1997] 「年金改革・5つの選択肢」1997年12月

厚生省[1998a] 「年金白書」

厚生省[1998b] 「年金積立金の運用の基本方針に関する研究会」公表資料

厚生省[1995] 「年金と財政」

小島晴洋[1996] 「イタリアの新たな年金改革」海外社会保障情報 1996年冬号 社会保障研究所

高山憲之[1997] 「公的年金、改革は漸進的に」日本経済新聞経済教室 1997年5月16日

高山憲之[1998] 「年金改革」経済研究 Vol.49 No.1 一橋大学 1998年1月

田村義雄[1997] 「図説日本の財政」東洋経済新報社

筑紫みずえ[1997] 「チリ、年金改革に成功」日経金融新聞 2月26日

八田達夫・小口登良[1989] 「賦課方式から積み立て方式への移行」季刊社会保障研究

[1989] 「賦課方式から積み立て方式への移行と財政収支」季刊社会保障研究

[1990] 「年金改革 - 市場収益率年金への移行」 「リーディングス日本の社会保障3年金」所収 有ひ閣

八田達夫[1994] 「消費税はやはりいらない」東洋経済新報社

八田達夫[1998] 「厚生年金の積み立て方式への移行」八田達夫・八代尚宏編 「社会保険の改革：年金、介護、医療、雇用保険の再設計」所収 日本経済新聞社.