

第18回

年金積立金の運用

政府が実施する国民年金、厚生年金の年金積立金は、国の年金特別会計に属しますが、実際の管理運用は、「年金積立金管理運用独立行政法人」(GPIF=Government Pension Investment Fund)に寄託して専門的に行われています。今回は、「長期分散投資」の考え方による年金積立金の運用について解説します。

1 年金積立金の役割と長期分散投資

日本の公的年金制度は、世代間扶養による賦課方式を基本としていますが、少子高齢化が進む中で、将来の現役世代の負担が過重にならないよう、一定の積立金を保有し、積立金とその運用収入を活用する財政運営を行っています。

今後100年間の年金給付に充てる財源のうち、積立金から得られる財源は1割程度です。当面は積立金を増やし、少子高齢化の進展に応じて活用します。

年金積立金の運用の基本的な考え方は、法律で「専ら被保険者の利益のために、長期的な観点から、安全かつ効率的に行う」と規定されています。また、「他事考慮の禁止の原則」があり、専ら被保険者の利益のためという目的を離れて、他の政策目的のために積立金の運用を行うことはできません。

株式投資については、「投資一任契約の原則」があり、金融市場や企業経営に直接の影響を与えないよう、投資判断の全部を運用受託機関(信託銀行、投資顧問会社等)に一任して行っ

ています。また、「個別銘柄選択の禁止の原則」があり、個別の銘柄を買う買わないの選択の指示はできません。GPIFは、国の監督を受ける独立行政法人ですから、国が株式を通じて企業経営を支配することにつながってしまうからです。

GPIFの運用は、「長期分散投資」の考え方で運用しています。短い期間では、運用収益はプラスやマイナスに大きく振れますが、長い期間では、プラスとマイナスが互いに打ち消し合うことで、平均の収益の振れ幅は小さくなります。また、国内外のさまざまな資産に分けて投資することで、大きな損失が発生する可能性を抑えることができます。

2 株式や外国資産を組み入れ、経済成長の果実を取り込む

株式は、短期的な価格変動リスクは債券よりも大きいですが、長期的には債券よりも高い収益が期待できます。GPIFの株式運用は、インデックス(指数)に連動して幅広い銘柄を保有するパッシブ運用を中心としています。

株式を長期保有する意味は、国内外の企業活動や経済成長の果実を「配当」と「評価益」という形で取り込むことにあります。企業の経済活動から得られる利益は、「配当」として株主に分配されます。さらに、企業が成長すれば、配当の増額に加え、株価の上昇による「評価益」という形で、成長の果実を獲得できます。

債券(特に国債)は安全資産のイメージがありますが、債券にもリスクがあり、損失が生じることがあります。市場の金利が上がると、新しく発行される高い金利の債券への需要が高まる一方で、既に発行された低い金利の債券の魅力が低下しますので、保有している債券価格が下落します。

国内の債券は低金利が続いていますが、米国など外国債券の金利は、国内より継続的に高く推移しています。外国株式の配当利回りも、長期間にわたり国内株より高くなっています。

債券や株式などの金融資産は、長期的にみると世界の経済成長に見合って収益性が向上しています。日本の成長率は近年1%程度まで低下している一方で、世界経済は、米国や新興国などを中心に、全体として3%程度の成長となっており、一般的に海外資産は、国内資産よりも相対的に高い収益性が期待できます。

年金積立金の運用に外国資産を組み入れることにより、資産分散の効果により、大きな損失が発生する可能性を抑えるとともに、世界の中で経済成長している地域の経済成長の果実を取り込むことができます。

3 基本ポートフォリオに基づく運用

長期的な運用では、基本となる資産構成割合(基本ポートフォリオ)を決めて長期間維持していく方が、効率的で良い結果をもたらすとされ、長期の運用実績の大半は、基本ポートフォリ



高橋 俊之

日本総合研究所特任研究員
(元厚生労働省年金局長)

オによって決まるとされています。

基本ポートフォリオに基づく運用では、リバランス(株式や債券などの資産価格の上下により、資産ごとの構成割合が基本ポートフォリオから乖離したものを、元の状態に戻すこと)を行います。リバランスの目的は、基本ポートフォリオに沿った適切なリスク量に調整することですが、高くなった資産を売り、安くなった資産を買うため、リターンが長期で高まります。

GPIFの基本ポートフォリオは、5年に1度行われる財政検証を踏まえた見直しや、必要に応じた見直しが行われています。

2013年までは、国内債券67%で国内債券中心の運用でしたが、世界的な低金利の中で、特に日本国債の金利が低下し、国内債券中心では、必要な利回りを確保できなくなりました。2013年3月に、日本銀行総裁に黒田東彦氏が就任し、異次元の金融緩和が開始され、その後、マイナス金利政策へ強化されました。

その中で、2014年10月からは、国内債券35%、外国債券15%、国内株式25%、外国株式25%の割合とする見直し(短期資産の区分は廃止)が行われ、株式の比率は20%から50%に引き上げられ、外国資産の比率は17%から40%に引き上げられました。

さらに、2020年4月から、国内債券、外国債券、国内株式、外国株式を各25%に改め、外国資産の比率が50%に引き上げられています。

GPIFの基本ポートフォリオの変遷

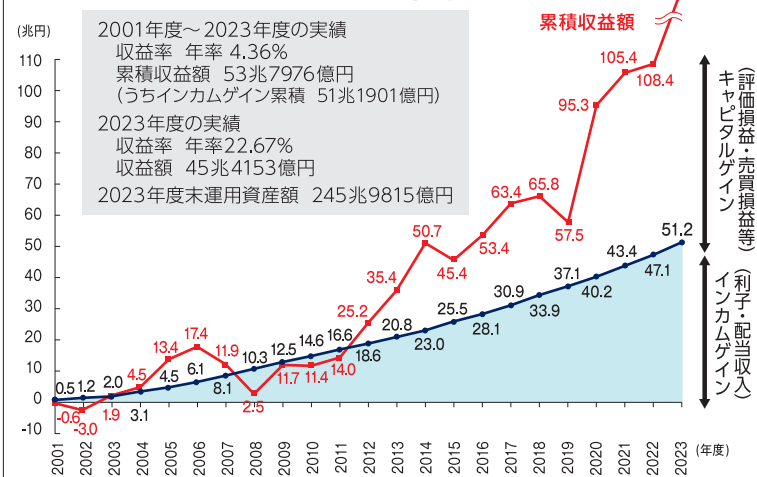
2006(平成18)年 4月1日～		国内債券	外国債券	国内株式	外国株式	短期資産
資産構成割合	67%	8%	11%	9%	5%	
乖離許容幅	±8%	±5%	±6%	±5%	-	
2013(平成25)年 6月7日～		国内債券	外国債券	国内株式	外国株式	短期資産
資産構成割合	60%	11%	12%	12%	5%	
乖離許容幅	±8%	±5%	±6%	±5%	-	
2014(平成26)年 10月31日～		国内債券	外国債券	国内株式	外国株式	
資産構成割合	35%	15%	25%	25%		
乖離許容幅	±10%	±4%	±9%	±8%		
2020(令和2)年 4月1日～		国内債券	外国債券	国内株式	外国株式	
資産構成割合	25%	25%	25%	25%		
乖離許容幅	各資産	±7%	±6%	±8%	±7%	
	債券・株式	±11%		±11%		

4 23年間の累積で、年率4.36%、154兆円の収益

GPIFの2023年度の運用実績は、急速な株価の上昇と円安の影響もあり、収益率は22.67%(年率)、収益額は45.4兆円となり、2023年度末の運用資産額は245兆9815億円となりました。市場運用を開始した2001年度から2023年度までの累積では、収益率は4.36%(年率)、収益額は153.8兆円です。

GPIFの収益は、インカムゲイン(利子・配当収入)とキャピタルゲイン(価格変動による損益)に分けられます。累積収益額のうち、インカムゲインは51.2兆円であり、全体の3分の1です。インカムゲインは市場変動の影響を受

GPIF運用実績



けにくく、着実に収益に貢献しています。GPIFでは、近年、海外の年金基金と同様に、分散投資効果と安定的な利回りのため、オルタナティブ資産(インフラ、非上場株式、不動産)への投資も行っており、2023年度末時点で3.7兆円(積立金全体の1.46%)です。本年8月には、過度の円安と過熱感のあった株価の揺り戻しが生じましたが、この1年で急速に膨らんだ収益の一部調整の範囲です。年金積立金の運用は、超長期で巨額な資金を運用するものです。長期分散投資を基本として、一時的な変動に一喜一憂しないことが重要です。

【筆者の新刊書籍「年金制度の理念と構造」(社会保険研究所)と、日本総研の筆者のページ(「日本総合研究所 高橋俊之」でWeb検索)もご覧下さい。】