

《税・社会保障改革シリーズ No.19》

2014年5月29日

No. 2014-010

GPIF運用見直しは年金制度改革と一体で

調査部 上席主任研究員 西沢 和彦

《要 点》

- ◆年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）の運用見直しの行方が市場の注目を集めている。リスク資産のウェイト引き上げを中心とした提言が2013年11月に政府の有識者会議よりなされており、その際、諸外国の年金基金等の基本ポートフォリオが参照されている。本来、運用見直しは、運用結果が給付水準に与える影響など年金制度との一体的議論が不可欠である。本レポートでは、参照されている基金の性格やそれぞれの国の年金制度を検証し、その上で、今後議論すべき課題と方向性を指摘した。
- ◆有識者会議報告書が参照する5基金のうち、次の3基金とGPIFとをそもそも単純に比較することはできない。まず、ノルウェー政府年金基金グローバル（GPFGL）は、名称に年金と冠されているものの、そもそも年金制度と直接的な関係はなく、産油国であるノルウェー政府に固有な財政システムの一環である。次に、米国のカリフォルニア州職員退職制度（CalPERS）とオランダ公務員総合年金基金（ABP）は、いわば企業年金である。何れも、運用結果が、公的年金の給付水準に直接的な影響を及ぼすことはない。
- ◆他方、カナダのGPPIBとスウェーデンのAPファンドの2基金は、公的年金積立金の運用機関である。もっとも、わが国と決定的に異なる点を2つ指摘できる。1つは、いずれの国も1階と2階で構成される公的年金制度のうち2階部分の積立金を運用しているのであり、その結果が最低保障機能を担う1階部分に影響を与えないことである。それに対し、わが国は、1階に位置づけられる基礎年金の給付水準も積立金運用に左右される。もう1つは、仮に運用損失が発生しても、将来世代に先送りせず、即座に処理する仕組みが備わっていることである。スウェーデンは「自動収支均衡機能」、カナダは「不十分な料率条項」がそれである。他方、わが国にはそうした仕組みがなく、運用損失は投資の意思決定に参画していない将来世代に先送りされる。そもそも、リスク運用に耐える制度となっていないのである。

- ◆このように、GPIFの運用見直しは、今後のより活発な議論が期待されるものの、それは年金制度と一体的である必要がある。制度改革のポイントは2つある。1つは、わが国の基礎年金の意義を明確化することだ。仮に、基礎年金に最低保障機能を明確化するのであれば、その分については積立金運用によって給付水準が左右されるといったことは避けられなければならないことになる。制度の意義を明確にしたうえで、積立金運用を含めそれに相応しい財源調達方法を模索しなければならない。2つめは、運用損失発生時、損失を将来世代に先送りしない仕組みを確立することだ。例えば、マクロ経済スライドにおけるスライド調整率の決定要素に人口要素のみならず積立金の運用結果を加えることが考えられる。

本件に関するご照会は、調査部・西沢和彦宛にお願いいたします。

Mail: nishizawa.kazuhiko@jri.co.jp

1. はじめに

年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）の運用見直しの行方が市場の注目を集めている。GPIFは、厚生年金と国民年金の積立金計 126 兆円（2012 年度末）の運用を担っており、国内債券 67%、国内株式 11%、外国債券 8%、外国株式 9%、短期資産 5%と国内債券中心の基本ポートフォリオを組んでいる。しかし、株式をはじめリスク資産ウェイトの引き上げを中心とした提言が 2013 年 11 月に政府の有識者会議（**公的・準公的資金の運用リスク管理等の高度化等に関する有識者会議**）よりなされ、以後も、主要閣僚からGPIFへの言及が続いている。

例えば、2014 年 1 月、安倍晋三首相は、世界経済フォーラム年次会議の演説において次のように述べている。「日本の資産運用も、大きく変わるでしょう。1 兆 2,000 億ドルの運用資産をもつGPIFについては、そのポートフォリオの見直しを始め、フォーワード・ルッキングな改革を行います。成長への投資に、貢献することとなるでしょう」（首相官邸 HP）。

そうした見直しの論拠の 1 つとして、有識者会議の報告書では、諸外国の年金積立金等の現状が示されている（図表 1）。確かに、それらの基本ポートフォリオをみると、国内債券の割合は 4 割以下であり、他方、国内外の株式のみならず不動産やインフラなどリスク資産の割合が高く、国内債券 67%のGPIFと対照的である。これを一見する限りにおいてGPIFの運用見直しの余地は大きいようにも思われる。

もっとも、GPIFの運用見直しに際し、仮にこれら基金の基本ポートフォリオのみを参照するとなれば一面的である。本来、積立金運用と年金制度との関係、とりわけ、運用損失発生時の年金給付との関係などに立ち入って検証し、運用と年金制度とを一体的に議論することが不可欠である。これらの国はどうなっているのか。そこで、本レポートでは、有識者会議報告書で参照されている各基金についてそうした作業を行い、今後議論すべき課題および方向性を指摘した。

（図表 1）諸外国における市場運用を行っている年金積立金等について

名称	米国 (州・地方公務員年金)	カナダ	ノルウェー	オランダ	スウェーデン
	カリフォルニア州 職員退職制度 (CalPERS)	カナダ年金プラン 投資理事会 (CPPIB)	政府年金基金グ ローバル (GPF)	オランダ公務員総 合年金基金 (ABP)	国民年金 (AP1~4)
資金規模	約25兆円 (2013年6月末)	約17兆円 (2013年3月末)	約67兆円 (2013年3月末)	約34兆円 (2013年3月末)	約11兆円 (2012年12月末)
基本 (参照) ポート フォ	国内債券	17%	30%	39%	36~38%
	外国債券		5%	35~40%	
	国内株式	64%	10%	60%	46~53%
	外国株式		55%		
その他	不動産等 15% 流動性資産 4%	-	不動産等~5%	不動産、インフラ、 PE、オルタナ等 30%	不動産、PE等 11~17%
職員数	2,620名	906名	336名	4,143名	248名

（資料）公的・準公的資金の運用・リスク管理等の高度化等に関する有識者会議「報告書」（2013年11月）資料3より抜粋

2. そもそも単純な比較対象となりにくいノルウェーGPFG、米国 CalPERS、オランダ ABP

(1)ノルウェーの政府年金基金グローバル(GPFG)

まず、ノルウェーの政府年金基金グローバル (GPFG) は、年金という名称が冠されているものの、ノルウェーの年金制度と直接的な関係がなく¹、よって、そもそもGPIFの基本ポートフォリオ見直しに際し、ノルウェーのGPFGを単純に参照することはできない。

GPFGは、産油国という状況を背景とした、中央政府の財政システムの一環である。まず、GPFGの原資は石油事業収入であり、年金保険料ではない。ノルウェーの GDP の約4分の1は石油事業であり、ノルウェーでは、石油事業から得られる収入をGPFGに積み立て、言い換えれば、石油資産を金融資産に変換し、海外資産によって中央銀行が運用している。

次に、GPFGの支出も、年金給付と関連付けられていない。ノルウェー中央政府の財政ルールでは、予算(非石油事業の予算)は、GPFGの年初積立金残高の4%に限って収入と見込むことができることとなっている(4%ルール)。4%とは、期待実質利回りとして想定されている数値である。このように、GPFGの支出は、年金給付はもちろん中央政府支出によって決められているものでもない。他方、ノルウェーの年金制度自体は賦課方式で運営されている。

よって、GPFGの運用結果が年金制度の給付水準に直接影響を与えることはない²。自ずとGPFGの基本ポートフォリオもそれに沿ったものとなり、保険料を原資とし、その運用成績が年金給付水準に影響を及ぼすわが国のGPIFと単純に比較することはそもそもできない。

(2)カリフォルニア州職員退職制度、オランダ公務員総合年金基金

次いで、米国のカリフォルニア州職員退職制度 (CalPERS)、オランダ公務員総合年金基金 (ABP) は、全国民が加入する公的年金制度への上乗せである。対象は公務員だが、性格は企業年金といえる。CalPERS やA B Pの積立金運用の結果は、それぞれの年金給付に影響を及ぼしても、公的年金制度とは関係がない。やはりわが国のGPIFをこれらと単純に比較することはできない。

米国の公的年金制度は、ほぼ全国民を対象とした OASDI (Old-Age, Survivors, And Disability Insurance) と SSI (Supplemental Security Income) からなる1階建てである。OASDIは、社会保障税を財源とし、所得に比例しつつも垂直的再分配が強く採り入れられた給付体系を持つ(平均月額1,283ドル、2013年)。SSIは、一般財源による所得および資産テスト付きの最低保障年金である。OASDIの積立金は、2兆7,644億ドルあり(2013年末)、全額が非市場性国債で運用

¹ GPFGは、2006年にThe Petroleum Fund of Norway(ノルウェー石油基金)から改称された名称である。年金制度と直接関係がないにもかかわらず、'pension'が名称に冠された背景として、石油事業収入の使用に制限を設けたことになる「4%ルール」に対し国民の理解を得るためであったとの説明がノルウェーのなかにある。

² もっとも、年金制度とGPFGの間には次のような関係も見出せる。年金制度の保険料収入と給付は、中央政府の財政のなかで処理されていることから、中央政府の財政収支に影響を与える。高齢化が進むなかで、年金をはじめ医療や介護で財政収支が悪化した際、GPFGは財政収支改善の助けとなる。

されている。CalPERS は、州職員や教員などカリフォルニア州公務員 110 万人を対象に、これとは別に存在するものであり³、CalPERS 加入者は、OASDI と CalPERS それぞれの保険料を支払うことにより、それぞれの年金を受給することができる。

オランダの公的年金制度も、全国民を対象とした定額給付の基礎年金（Basic state pension : AOW）の1階建てである。基礎年金は、保険料を財源とし、単身、夫婦世帯には、それぞれ最低賃金の 70%、夫婦計 100%が給付される。基礎年金の補完として、積立方式で運営され独立した運営主体を持つなどわが国の厚生年金基金のような職域年金があり、280 万人の公務員を加入者とした A B Pはその1つに過ぎない⁴。

わが国の有識者会議報告書は、CalPERS や ABP を参照しているが、むしろ、米国 OASDI が積立金を市場運用せず、国債で運用している背景などをまずは参照すべきであろう（そうした背景については西沢 [2003]）。

3. カナダ、スウェーデンのわが国との決定的な違い

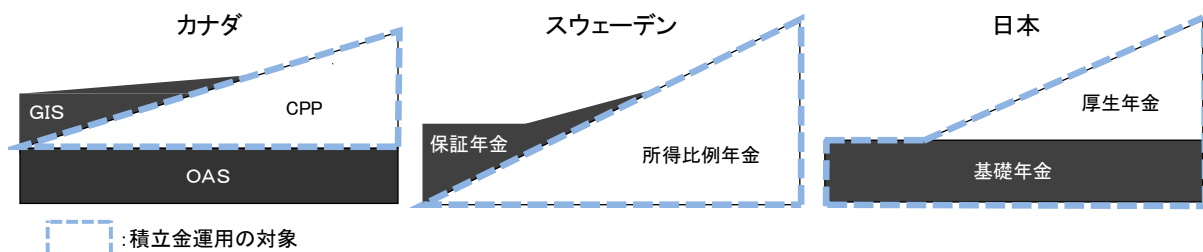
他方、カナダの CPPIB とスウェーデンの AP ファンドは、まさに公的年金の積立金を運用しており、GPIF の比較対象となり得る。もっとも、わが国とは決定的に異なる次の2点に十分に留意が必要であり、わが国の今後の議論にとって示唆的である。

(1) 運用しているのは2階部分のみ

1つは、CPPIB、AP ファンドの何れも、運用しているのは1階と2階で構成される公的年金制度のうち2階部分の積立金であり(図表2の点線枠囲み)、1階部分ではないことだ。すなわち、いずれの国においても1階部分の給付は、積立金運用の影響を受けない。それに対し、わが国の場合、GPIFの積立金運用の結果は、1階部分である基礎年金の給付水準にも影響を与える。GPIFの原資である厚生年金保険料と国民年金保険料は、基礎年金の財源を含む、あるいは、そのものであるためである。

なお、1階と2階の性格は、それぞれ、1階は、全国民を対象とした普遍的給付・所得再分配に裏付けられた最低保障機能、2階は、所得比例給付・1階への上乗せと大まかに捉えられる。

(図表2)カナダ、スウェーデン、日本の公的年金制度体系



(資料)日本総合研究所作成
(注)ごく簡略化した概念図。

³ 2013年6月末の加入者。出所は、CalPERS ‘FACTS AT A GLANCE’

⁴ 2014年3月末の加入者。出所は、ABP ‘2013 Annual Report Press Release’

カナダの公的年金制度は、OAS (Old Age Security) と GIS(Guaranteed Income Supplement) からなる 1 階部分、および、CPP (Canada Pension Plan) という 2 階部分によって構成される (図表 2)。一元化された制度である。OAS は、一般財源を原資とし、全国民に定額給付される。CPP は、年金保険料を原資とした所得比例給付の年金であり、OAS に上乗せされる。老後、CPP およびその他の所得の合計が一定額に満たない人に対しては、一般財源によって GIS がさらに給付される。こうした年金制度のうち、CPPIB が運用しているのは、その名が示す通り CPP の積立金であり、よって、CPPIB の運用結果によって 1 階部分である OAS や GIS の給付水準が影響を受けることはない。

こうした関係はスウェーデンでも同様である。スウェーデンの年金制度は、所得比例年金 (income-related pension) と所得比例年金が一定額に満たない人に向けた保証年金 (guarantee pension) の 2 つで構成される (図表 2)。保証年金、所得比例年金が、それぞれ 1 階、2 階に位置づけられる。一元化された制度である。財源は、所得比例年金、保証年金それぞれ年金保険料、一般財源である。AP ファンドが運用しているのは、所得比例年金の積立金であり、その運用結果によって保証年金の給付水準が影響を受けることはない。

この 2 か国に限らず、先進諸外国の多くでは、年金制度の 1 階部分が老後の最低所得保障の機能を担っている。それらの給付水準は、オランダの基礎年金が最低賃金との見合いで決まるように、まさしく最低限保障されるべき水準から導かれるのであって、積立金の運用成績によって変動したのでは、十分にその機能を果たすことが出来ない。それに対し、わが国は、1 階部分に位置づけられる基礎年金の給付水準も GPIF の運用結果の影響を受ける。この一点をとっても、わが国の基礎年金は、果たして社会保障としての機能を十分に果たしているのか疑わしいと言える。

(2) 損失発生時の速やかな処理

もう 1 つは、カナダ、スウェーデンには、運用における損失発生時、それを将来世代に先送りせず速やかに処理する仕組みが備わっていることである。それに対し、わが国にはそうした仕組みがなく、そもそもリスク運用出来る体制が整ってない。

スウェーデンの自動収支均衡機能 (Automatic Balance Mechanism) は広く知られている (詳しくは翁他 [2012])。スウェーデンの所得比例年金は、銀行口座に例えられる。支払われた年金保険料は、政府に置かれる国民 1 人ひとりの口座に記録され、そこには、賃金上昇率をみなし運用利回りとして利息が付される。概念上の拠出建て方式 (Notional Defined Contribution: NDC) である。年金受給開始時、その口座残高を平均余命で割ることで、毎年の年金給付額が決定され、受給後の年金額も、このみなし運用利回りで毎年改定されていく。

政府は、毎年の財政検証で、将来の保険料収入と積立金残高を資産とし、将来の給付を負債とするバランスシートを作成する。資産／負債 (Balance ratio) が 1 を割ると政治的意思決定を介さずに自動収支均衡機能が発動され、一定期間みなし運用利回りが引き下げられる。みなし運用利回り引き下げという年金財政上は必要でありつつも国民受けの悪い政策実行を政治がためらう

リスクを回避しているのである。

カナダでは、不十分な保険料率条項 (insufficient rates provisions) がこれに相当する。3年に一度の財政検証で、法定の保険料率 9.9%を超えてしまう見通しとなれば（その原因には積立金運用も含まれる）、まずは、年金制度を共管する連邦と州の財務大臣との間で対処についての合意が求められる。

しかし、合意に至らない場合、不十分な保険料率条項が適用される。具体的には、保険料率が引き上げられ、給付の物価スライドが止められる。すなわち、積立金運用で損失が発生した場合も、年金受給者も含む現在の世代が即座にその損失を埋め合わせることになり、損失を将来世代に先送りしない仕組みとなっている。

他方、わが国には、このような仕組みがない。積立金運用における損失は、政府が特段のアクションを起こさない限り、2004年改正で導入されたマクロ経済スライドの適用期間延長を通じて吸収するしかない。それは、運用損失発生の原因となった投資の意思決定に参画していない将来世代の年金給付水準切り下げとなる（マクロ経済スライドについて詳しくは西沢 [2011]）。

マクロ経済スライドは、毎年度の年金給付額改定の際、賃金上昇率および物価上昇率から一定値（スライド調整率）を引いた値による改定にとどめることで、段階的に給付水準を引き下げ、年金財政の均衡を図る仕組みである。スライド調整率は、積立金運用の成否とは無関係に決められるため、運用における損失は、マクロ経済スライドの適用期間延長によって吸収する他なく、それは、将来世代への損失先送りとなる。

4. 見直しは年金制度改革と一体で

このように、GPIFの運用見直しにあたって、仮に先進諸外国の年金基金等の基本ポートフォリオのみを参照するとすれば、極めて一面的である。基本ポートフォリオ見直しは、年金制度そのものの改正と一体である必要がある、これまでの議論からうかがえるように、とりわけ次の2点が重要である。

1つは、1階部分の基礎年金の性格を改めて明らかにすることである。わが国の基礎年金は、そもそも、「基礎」の名が冠されつつも全制度加入者に共通に給付されるといった程度の緩やかな実態しか伴っておらず、給付水準に明確な意味がある訳ではない。さらに、財源も、スウェーデンやカナダが1階は一般財源、2階は保険料と明確に分かれているのに対し、わが国の基礎年金に独自のものはなく、各制度（原資は保険料と国庫負担）からの拠出金で賄われている。

積立金の運用結果が1階に位置づけられる基礎年金の給付水準にまで影響を及ぼすということは、守るべき給付水準がそもそもなく、財源も1階と2階でドブブリ勘定という基礎年金の曖昧な性格に起因するところがある。よって、基礎年金の性格付けという制度のそもそものあり方に遡って議論することが必要である。

もう1つは、運用損失発生時、即座に損失処理を行う仕組みの導入である。マクロ経済スライドは、賃金上昇率あるいは物価上昇率から差し引くスライド調整率の決定要素に積立金に関するものが含まれておらず、結局、積立金の運用損失は、スライド調整期間の延長を通じて吸収する

しかない。これは、将来世代への損失先送りであり、そもそもリスク運用の体制が整っていないことを意味している。仮に、そのリスク運用を拡大するのであればなおのこと、損失を先送りしない仕組みの導入が不可欠である。

例えば、スライド調整率に、現行の人口要素のみならず、積立金の要素を加え、損失発生時にはスライド調整率をその分大きくするなどの仕組みへと拡張しておくことなどが考えられる。積立金運用で得られた収益は、将来世代の負担軽減原資とし、損失は投資の意思決定をした現世代で速やかに処理し、先送りしないという原則の確立がまずは重要だ。

近々公表される財政検証結果を踏まえ、マクロ経済スライドの見直しをはじめ制度改革が議論される見通しである。そこでは、現行制度の微修正にとどめるのではなく、GPIFの基本ポートフォリオが見直されるのであればなおのこと、抜本的な議論であることが求められる。言うまでもなく、株価浮揚の道具として年金制度加入者の資産である積立金が政治的に利用されることがあってはならない。

以上

〈参考文献〉

- [1] 翁百合、西沢和彦、山田久、湯元健治 [2012] 『北欧モデル 何が政策イノベーションを生み出すのか』 日本経済新聞出版社
- [2] 翁百合 [2014] 「GPIF改革の方向性とカナダの公的年金改革」 JRI レビュー Vol.4, No.14
- [3] 西沢和彦 [2003] 『年金大改革』 日本経済新聞出版社
- [4] 西沢和彦 [2011] 税と社会保障抜本改革入門（全 16 回）」ダイヤモンドオンライン <http://diamond.jp/category/s-nishizawa>
- [5] A.M. Christensen, O.C. Lien, Dennis Fredriksen, Nils Martin Stølen [2012] ‘Pension Reform in Norway: Combining NDC and Distributional Goals’ Robert Holzmann, Edward Palmer, and David Robalino, editors Nonfinancial Defined Contribution Pension Schemes in a Changing Pension World’ The World Bank
- [6] Bruce Little [2008] ‘Fixing The Future’ Rotman
- [7] OECD [2013] ‘PENSIONS AT A GLANCE’
- [8] Office of the Chief actuary (Canada) [2012] ‘26th Actuarial Report of the Canada Pension Plan’
- [9] Royal Ministry of Finance (Norway) [2014] ‘The National Budget 2014 A summary’
- [10] The Dutch Ministry of Social Affairs and Employment [2008] ‘The old-age pension system in the Netherlands’

◆『日本総研 Research Focus』は、政策 이슈、経済動向に研究員独自の視点で切り込むレポートです。