

公的年金持続可能性の鍵を握る成長戦略の成否 —平成 26 年財政検証結果から考える—

野村 亜紀子

■ 要 約 ■

1. 「平成 26 年公的年金財政検証結果」が、2014 年 6 月 3 日に公表された。経済前提が異なる 8 つのケースについて、将来の所得代替率（現役世代の収入に対する年金の割合）が提示され、女性や高齢者の労働市場への参加が進み、成長戦略が成功すれば、現在の公的年金が持続可能であることが示された。
2. 財政検証結果では、①「マクロ経済スライド」と呼ばれる給付抑制策の強化、②保険料納付期間・支給開始の延長、③非正規雇用者への厚生年金適用拡大、という制度改革の効果が定量的に示された。いずれも所得代替率の改善が確認された。
3. 財政検証における経済前提の一つが、公的年金積立金（GPIF）の運用利回りである。GPIF の運用については、2013 年 11 月の有識者会議からの提言に基づき、国内債券比率の引き下げ、運用対象の拡張などが実施されている。年金財政の観点からも GPIF の運用高度化が必要であることが確認され、運用の見直しが引き続き推進されていくと見られる。
4. 「マクロ経済スライド」は 2015 年から発動される見込みである。公的年金は実質目減りすることになり、自助努力の資産形成が不可欠となる。2014 年 6 月 24 日に閣議決定された「『日本再興戦略』改訂 2014」には、確定拠出年金の制度改革も盛り込まれた。現役世代が時間を味方に付けて老後に備えることができるよう、公的・私的年金の制度改革実現に向けた積極的な取り組みが期待される。

I 5 年に 1 度の公的年金財政検証

1. 健康診断に当たる財政検証

2014 年 6 月 24 日に閣議決定された「経済財政運営と改革の基本方針 2014」（骨太の方針）では、日本の経済再生と財政健全化の両立に向けて、社会保障を含む主な歳出分野における重点化・効率化の重要性が指摘された。我が国の政府支出の最大項目は社会保障で

あり、社会保障給付費の5割を占めるのが公的年金である。その公的年金の長期的な持続可能性を確認する「財政検証」の結果が、6月3日に公表された。「国民年金及び厚生年金に係る財政の現況及び見通し—平成26年財政検証結果—」である。

公的年金は、国民年金法及び厚生年金法により、少なくとも5年に1回、財政の健全性について検証することが定められている。いわば、公的年金の定期健康診断である。具体的には、年金財政の長期見通し、及び、給付抑制策である「マクロ経済スライド」の開始と終了年度の見通しが作成される。

「マクロ経済スライド」は、公的年金給付額の賃金・物価上昇に伴う引き上げを低く抑えるという措置である。例えば、物価上昇率が2%の場合、年金給付額に対し「スライド調整」を行い、2%未満の引き上げしか行わない。これにより少子高齢化の影響を吸収し、年金財政の均衡が見込まれるまで継続する。2004年の公的年金改革で、将来の現役世代に対する過度な負担を抑制するべく導入された。

マクロ経済スライドは、2015年度から発動される見込みである¹。そうなると、賃金や物価上昇ほど年金が増えないので、現役世代の平均収入と標準的な年金給付の比率である「所得代替率」が低下していくことになる²。2004年公的年金改革の時点の所得代替率は約59%だったので、これが徐々に低下していくことが予見された。ただし、あまりに低くなると年金としての意義が失われるので、スライド調整を続け年金財政が均衡した時点の所得代替率が50%以上という下限が設けられた。また、想定外の事態により、仮に次の財政検証までに所得代替率が50%を下回る見込みとなった場合は、スライド調整を終了し、制度の見直しを行うこととされた。

財政検証で公的年金制度が「健康」と判断されるためには、スライド調整の実施後も所得代替率50%が維持可能とされる必要がある。2004年の制度改正時の試算では、最終的な所得代替率は50.2%だった。その5年後の2009年の財政検証では、50.1%とされた。グローバル金融危機や東日本大震災を経て、2014年の検証結果がどう示されるかが、注目されていた。

2. 結論は明示されず、シナリオの提示のみ

ところが、6月3日の検証結果で、公的年金財政の健全性についての結論が明示されたとは言い難い。財政検証は長期の推計を伴うため、人口や経済の状態に関する前提条件が異なる8つのケースが用意されたが、それらのうちどのケースがメイン・シナリオであるか、すなわち、本検証の結論なのかが、明示されなかったからである。

¹ 2000～2002年度に物価が下落したにも関わらず、特例措置により年金を減額せず据え置いたため、その後本来の年金額より高い水準の年金支給が継続。マクロ経済スライドは、この特例水準の解消後に適用するとされていたが解消が進まず、未発動のまま10年が経過した。2012年11月に成立の国民年金法等改正法により2013～15年に特例水準を解消することが決定され、ようやく発動に向けた環境が整うこととなった。

² 公的年金制度において、支える側の現役世代収入に比して、支えられる退職世代の給付が過度に大きいのは適切と言い難い。所得代替率は、この世代間のバランスを見るための比率と捉えることができる。

ケース A から H までの 8 つの見通しの概要は、図表 1 の通りである³。A から E の高成長ケースでは、スライド調整後の最終的な所得代替率が 50%を上回り、現行制度が持続可能であることが示された。これらに共通するのは、女性と高齢者の労働市場への参加が進むという前提を置いていることである。例えば、結婚・出産期の女性の労働力率が低下する、いわゆる「M字カーブ」は完全に解消されることになっている。

F から H の低成長ケースでは、所得代替率 50%を維持できない、すなわち、いずれ制度の見直しが必要であるとされた。また、F から H については、仮に制度の見直しを行わず、50%を割り込んでも機械的にスライド調整を継続した場合の、最終的な所得代替率も示された。例えばケース F では 45.7%だった。さらに、ケース H については、機械的にスライド調整を続けると 2055 年度に国民年金積立金が枯渇することも示された。

上記の通り、これら 8 つのうち、どれが今回の検証結果におけるメイン・シナリオなのかは示されなかった。2009 年の検証で、人口推計中位・経済予測中位の「基本ケース」について所得代替率が 50.1%である旨示されたのに比べると、分かりづらいと言わざるを得ない。

他方、メイン・シナリオがハイライトされなかったがゆえに、各々のケースの前提条件に対する注目度が高まったとも考えられる。そのような見方をすると、「成長戦略が成功すれば、現行制度は持続可能」というのが、結論だったとも言える。

図表 1 2014 年財政検証で示された 8 つのケース

		経済前提						所得代替率		
ケース	2014年度			2015～23年度			2024年度以降			均衡後の所得代替率
	物価 上昇率	賃金 上昇率	運用利 回り	物価 上昇率	賃金 上昇率	運用利 回り	物価 上昇率	賃金 上昇率	運用利 回り	
A	2.6%	1.0%	1.3%	2.0～ 2.7%	2.5～ 4.2%	1.9～ 4.9%	2.0%	4.3%	5.4%	50.9% (2044年度～)
B							1.8%	3.9%	5.1%	50.9% (2043年度～)
C							1.6%	3.4%	4.8%	51.0% (2043年度～)
D							1.4%	3.0%	4.5%	50.8% (2043年度～)
E							1.2%	2.5%	4.2%	50.6% (2043年度～)
F	2.6%	1.0%	1.3%	1.2～ 2.3%	1.6～ 2.9%	1.6～ 3.4%	1.2%	2.5%	4.0%	50.0% (2040年度) →45.7% (2050年度～)
G							0.9%	1.9%	3.1%	50.0% (2038年度) →42.0% (2058年度～)
H							0.6%	1.3%	2.3%	50.0% (2036年度) →35～37% (2055年度～)

(注) 1. 賃金上昇率及び運用利回りは名目値。

2. ケース H では国民年金は 2055 年度に積立金が枯渇し完全な賦課方式に移行。

(出所) 厚生労働省「国民年金及び厚生年金に係る財政の現況及び見通し—平成 26 年財政検証結果—」(平成 26 年 6 月 3 日)より、野村資本市場研究所作成

³ 本稿で取り上げるのは、経済前提が 8 種類で、人口推計は出生・死亡ともに中位推計というケースだが、検証の「詳細結果」には、人口推計の高位及び低位も示されている。

3. 制度改革の効果の定量化

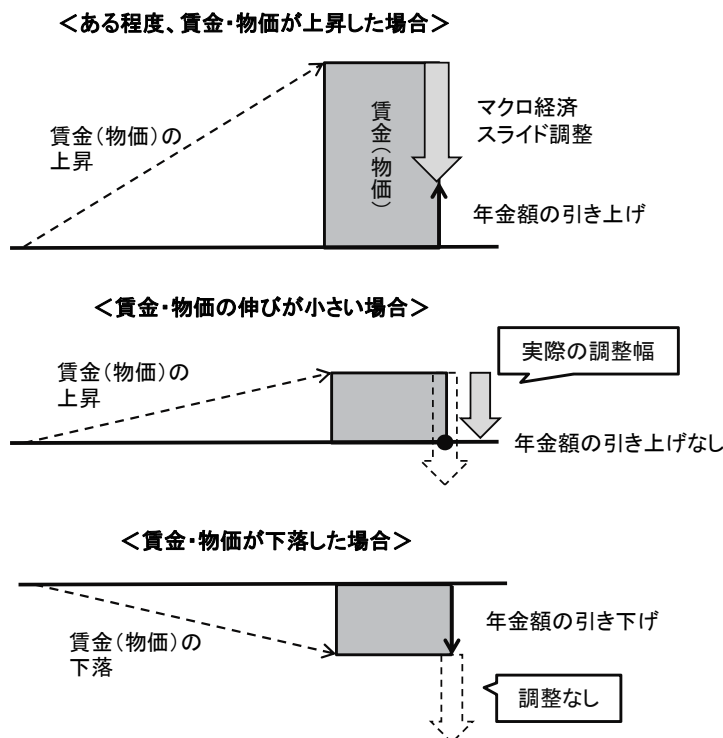
さらに重要とも言えるのが、今回の財政検証で、これまで議論されてきた給付抑制策等の効果が、「オプション試算結果」の形で、定量的に示された点である。具体的には、①マクロ経済スライドのフル発動、②保険料拠出期間及び支給開始年齢の延長、③短時間労働者等への厚生年金の適用拡大について示された。

①マクロ経済スライドのフル発動

実は、マクロ経済スライドは、デフレや低成長下では十分に機能を発揮しない設計になっている。退職世代への配慮から、年金の給付減額がなるべく生じないようにしたためである。

スライド調整の率は少子高齢化の状況に基づき設定されるので、景気動向とは独立の変数である。景気低迷などで物価上昇率が低下し、スライド調整率を下回ると、マクロ経済スライドを機械的に適用すれば給付減額になる。例えばスライド調整率が0.9%で、物価上昇率0.5%の場合、マイナス0.4%の減額である。しかし、現行制度では、このような場合でも給付額は据え置かれ、減額は行われぬ。あるいは、物価上昇率がマイナスの場合、デフレ分の給付減額を行うがスライド調整分のさらなる引き下げは行われぬ。これが、給付抑制が想定通り進まない一因となっているのも事実である。(図表2)

図表2 マクロ経済スライドのイメージ図



(出所) 厚生労働省資料より野村資本市場研究所作成

そこで、この制約を撤廃し、仮に物価や賃金の伸びが低くても機械的にスライド調整をフルに発動する仕組みに制度変更した場合、どの程度所得代替率が改善するかが試算された。ケース E を例にとると、図表 3 の通り、機械的にスライド調整を実施した場合の所得代替率は 50.6%から 51.0%に改善された⁴。また、G、H の低成長ケースほど制度変更の効果が大きいことも示された。

②保険料拠出期間・支給開始年齢の延長

先進諸国では、公的年金の支給開始年齢を 67 歳や 68 歳に引き上げる動きが見られる。例えば米国とドイツは 67 歳、英国は 68 歳に引き上げられることになっている。日本も現在、厚生年金の支給開始年齢の 60 歳から 65 歳への引き上げが段階的に実施されているが、更なる引き上げは、給付抑制策の一つとして、しばしば議論されてきた。

今回のオプション試算では、65 歳まで基礎年金保険料を納付し続け、その分年金を増額する場合⁵、さらに 67 歳まで厚生年金に加入し保険料を納付・67 歳から支給開始を選択した場合の所得代替率の変化が示された。前者については保険料納付期間が増えることによる年金の増額、後者については、それに加えて支給開始が遅らされることによる増額の二重の効果は大きく、所得代替率の大幅な改善が見られた。例えばケース E の場合、67 歳支給開始の所得代替率は 68.2%と、50.6%から 17.6%の増加だった。また、検証結果では所得代替率が 42%まで落ち込むケース G でも、保険料納付と支給開始を 67 歳に延長すれば 57.8%に改善した。(図表 3)

図表 3 オプション試算の概要

ケース	現行の所得代替率		マクロ経済スライドのフル発動	保険料拠出期間及び支給開始年齢の延長		短時間労働者等への厚生年金の適用拡大	
	経済変動無し	経済変動有り(注)		65歳まで納付・65歳から支給	67歳まで納付・67歳から支給	週20時間以上の短時間労働者	月5.8万円以上の収入のある全雇用者
C	51.0%(2043年度～)	50.8%(2043～)	51.2%	57.6%	68.7%	51.5%	57.3%
E	50.6%(2043年度～)	50.2%(2044～)	51.0%	57.1%	68.2%	51.1%	57.5%
G	42.0%(2058年度～)	39.5%(2072～)	44.5%	48.4%	57.8%	42.5%	47.1%
H	35～37%(2055年度～)	35～37%(2051～)	41.9%	47.9%	57.2%	42.2%	45.8%

(注) 周期 4 年・変動幅±1.2%の経済変動を想定。

(出所) 厚生労働省「国民年金及び厚生年金に係る財政の現況及び見通し—平成 26 年財政検証結果—」(平成 26 年 6 月 3 日)より、野村資本市場研究所作成

⁴ 検証結果では、経済変動によりマクロ経済スライドがフル発動されない状況が勘案されていないが、ケース C、E、G、H につき、周期 4 年・変動幅±1.2%の変動を想定した場合の所得代替率が別途示されている。例えばケース E の「変動有り」の場合、所得代替率は 50.6%ではなく 50.2%であり、0.8%の改善だった。図表 3 を参照。

⁵ 現在の制度では、基礎年金給付算定時の納付期間上限が 40 年(20～60 歳)だが、45 年(20～65 歳)に延長し、納付年数が伸びた分だけ基礎年金が増額する仕組みにする。また、65 歳以上の在職老齢年金を廃止する。

③短時間労働者等への厚生年金の適用拡大

短時間労働者など、従来であれば厚生年金の対象外だった人々に適用を拡大した場合の効果についても試算された。労働時間が週 20 時間以上の全雇用者 220 万人を厚生年金の対象に含めると、ケース E の場合でプラス 0.5%だった。さらに、労働時間に関わらず一定の収入（月 5.8 万円）のある全雇用者に適用を拡大すると、ケース E でプラス 6.9%だった。

今後、これらの制度改革については、定量的な効果に関する試算を踏まえた議論が可能になると思われる。

II GPIF 運用改革と財政検証

1. 運用改革を迫られる GPIF

財政検証の経済前提には、公的年金積立金の運用利回りが含まれる。日本の公的年金制度には、126.6 兆円に上る積立金があり（2014 年 3 月時点）、これを何パーセントで運用できるかは、年金財政に多大な影響を及ぼす。

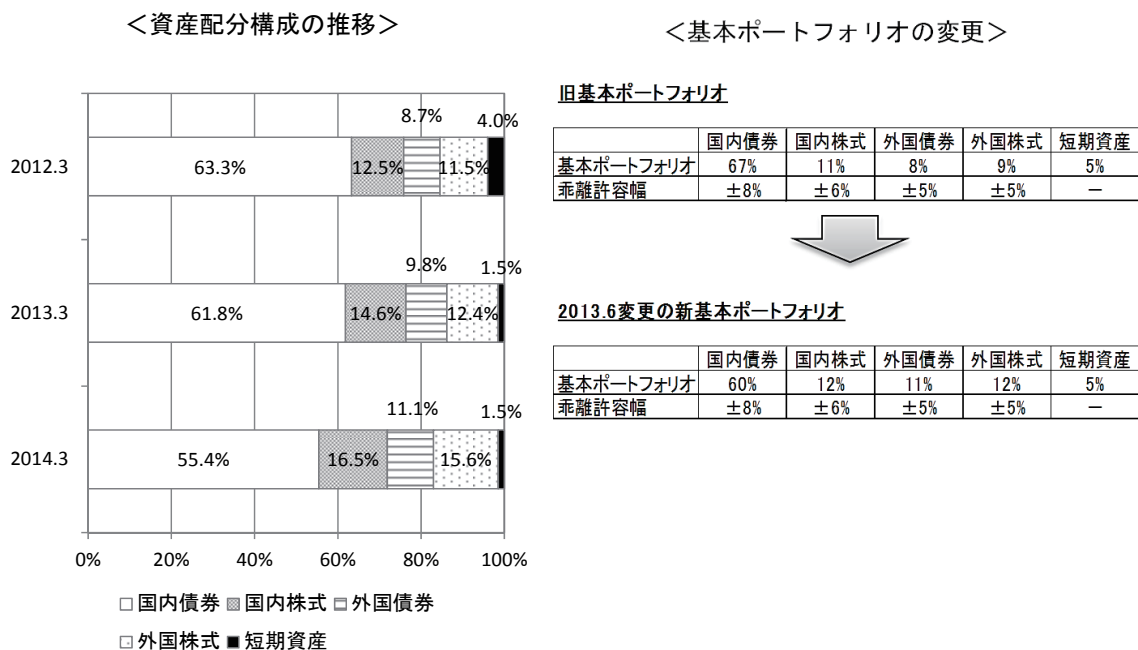
積立金は、年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）により運用されている。法令により「長期的な観点からの安全かつ効率的な運用」を行うこととされており、GPIF は、この考え方に基づき基本ポートフォリオを策定し、国内債券、国内株式、外国債券、外国株式の 4 つの資産に分散投資している。

公的年金積立金が適切に運用されることは、国民の貴重な資産を有効活用するためにも極めて重要であり、GPIF の運用の在り方はこれまでも何度か議論されてきた。安倍政権発足後の動きとしては、国内資金の有効活用、成長マネー供給促進の観点から、2013 年 6 月の「日本再興戦略」に、GPIF 等の公的・準公的資金の運用やガバナンス等の課題についての検討が盛り込まれた。同年 11 月には、これを受けて設置された有識者会議から、運用・リスク管理の高度化に関する提言が出され、国内債券を中心とするポートフォリオの見直し、運用対象の多様化、ガバナンス体制の見直し、「日本版スチュワードシップ・コード」⁶を踏まえた方針策定等によるエクイティ資産のリターン最大化などが盛り込まれた。

有識者会議が指摘する通り、GPIF の運用は国内債券中心である。ただし、提言に先立つ 2013 年 6 月には、すでに基本ポートフォリオの見直しが行われ、国内債券比率が 67%から 60%に引き下げられていた。図表 4 は、最近の GPIF の資産配分構成の推移だが、2 年間で国内債券比率が 63%から 55%に低下したことが見て取れる。

⁶ 「『責任ある機関投資家』の諸原則」。英国のスチュワードシップ・コードをモデルとしたことから、この名称がある。機関投資家が、対話を通じて投資対象企業の持続的成長を促すことにより、顧客や受益者の中長期的な投資リターンの拡大をはかるための原則として、2014 年 2 月に公表された。

図表 4 GPIF の資産配分構成と基本ポートフォリオ



(出所) GPIF より野村資本市場研究所作成

有識者会議の報告に沿った、さらなる運用の見直しも進められている。2014 年 2 月にカナダのオンタリオ州公務員年金基金などとの共同投資によるインフラ投資の開始、同年 4 月に国内株式の運用の見直しが発表された。具体的には、国内株式パッシブ運用の指数として従来の TOPIX に加え、「JPX 日経インデックス 400」を含む 3 つの新指数の採用、「スマートベータ型アクティブ運用」の導入によるアクティブ運用の多様化、J-REIT への投資の開始などが明らかにされた⁷。同年 5 月には日本版スチュワードシップ・コードの受け入れを表明し、機関投資家としての企業価値向上へのコミットメントも表明した。(図表 5)

2. GPIF に求められる運用利回り

上記のような議論では、GPIF の運用改革が、結果的に国内のリスク・マネー供給を活発にし、経済成長に貢献することが期待されているが、GPIF のそもそもの使命は、積立金運用の収益獲得を通じて年金制度の運営の安定に貢献することにある。GPIF の運用改革は、本来的には、既存の運用内容ではその使命を果たすのが難しいと判断された結果、行われるのが筋と言えるが、今回は運用改革の議論が先行した感があった。

GPIF が年金財政上、長期的に達成すべき運用利回りは、2014 年 3 月に、「年金財政における経済前提と積立金運用のあり方に関する専門委員会」(経済前提専門委員会)より、

⁷ スマートベータをめぐる動向については、岡田功太「世界の年金基金で進むスマートベータの導入」『野村資本市場クォーターリー』2014 年夏号(ウェブサイト版)を参照。

図表 5 GPIFの運用高度化をめぐる動き

年月日	内容
2013.11.20	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が、GPIF等の運用の見直しを提言。
2013.12.24	「独立行政法人改革等に関する基本的な方針」閣議決定。GPIFについて、高度で専門的な人材を確保できるよう、職員数や給与水準の弾力化、任期制・年俸制の導入などを検討するとされた。
2014.2.27	「責任ある機関投資家」の諸原則（日本版スチュワードシップ・コード）の確定版公表。機関投資家が投資先企業との対話を通じて企業価値の向上を促し、中長期的な投資リターン拡大を図るための原則。
2014.2.28	GPIF、日本政策投資銀行及びカナダ・オンタリオ州公務員年金基金との共同投資により、インフラ投資を開始すると公表。
2014.3.12	社会保障審議会年金部会で専門委員会の「年金財政における経済前提と積立金運用のあり方について」（検討結果の報告）が報告される。公的年金積立金の実質的な運用利回りは1.7%。
2014.4.1	GPIFの平成26年度計画公表。財政検証等に基づきモデルポートフォリオを公務員共済等と共同して作成し、GPIFの次期基本ポートフォリオを策定すること、高度で専門的な人財確保等が盛り込まれる。
2014.4.4	GPIF、パッシブ運用の新指数の採用、J-REITへの投資開始、「スマートベータ型アクティブ運用」の開始などを公表。
2014.5.30	GPIF、日本版スチュワードシップ・コードの受け入れを表明。

（出所）各種資料より野村資本市場研究所作成

「賃金上昇率+1.7%」と示された⁸。2009年の財政検証では、「賃金上昇率+1.6%」だったので、0.1%の引き上げだった。

経済前提専門委員会は、また、GPIFの運用内容の多様化等についても、被保険者の利益に資することを前提に、幅広い検討を行うべきとの見方を示した。議論の順序は前後したものの、年金財政の観点からもGPIFの運用高度化が必要であることが確認されたと言えた。2014年6月24日に「骨太の方針」と共に閣議決定された「『日本再興戦略』改訂2014—未来への挑戦—」（成長戦略第2弾）においても、GPIFは、有識者会議の提言を踏まえ必要な施策を迅速かつ着実に実施すること、平成26年財政検証結果を踏まえ、基本ポートフォリオについて適切な見直しをできるだけ速やかに実施することとされた。

なお、2009年の財政検証では、賃金上昇率と1.6%の合計値である「長期的な運用利回りの名目値」が4.1%であることも公表されたが、今回は運用利回りの示し方を変更し、「長期的な運用利回りの名目値は示さない」とされた。（図表1の2024年度以降の運用利回りは、筆者が実質運用利回りに物価上昇率を加算したものである。）2009年の財政検証時に「名目値による運用利回りがひとり歩きして運用目標に関する議論が混乱したとの意見」があったためとのことだが⁹、財政検証本体と同様に、一般向けの情報開示としては、分かりづらくなったと言える。

⁸ 社会保障審議会年金部会「年金財政における経済前提と積立金運用のあり方に関する専門委員会「年金財政における経済前提と積立金運用のあり方について（検討結果の報告）」（平成26年3月12日）」

⁹ 脚註8と同じ。

Ⅲ 確定拠出年金への期待

公的年金を含む社会保障制度改革は、引き続き議論されていく。年金関連の積み残しは、基本的に給付抑制策である。前述の通り、今回の財政検証で、制度改革の定量的な効果も試算された。

他方、現行制度の下でも、マクロ経済スライドがようやく発動されれば、公的年金給付は実質的に目減りしていく。公的年金の役割縮小は不可避であり、企業年金を含む私的年金の重要性が増す。確定拠出年金（DC）については、2014 年の税制改正により、企業型 DC の拠出限度額の引き上げが決定されたところである¹⁰。

さらに、「成長戦略第 2 弾」では、DC の普及に向けた制度改革が具体的に記載された。金融・資本市場の活性化のための施策の一つとして、「豊富な家計資産が成長マネーに向かう循環の確立」が盛り込まれ、DC について、以下のような施策が検討されることとなった。

「確定拠出年金の一層の普及等を図るため、国民の自助努力促進の観点から確定拠出年金制度全体の運用資産選択の改善、ライフスタイルの柔軟性への対応等（マッチング拠出における事業主拠出額以下との制限の取扱いや中小企業への確定拠出年金制度の普及等）について、3 階部分も含めた公的年金制度全体の見直しとあわせて検討を行う。」¹¹

DC は、加入者毎に個人勘定が設定され、加入者自身が、自分の個人勘定資産の運用指図を行う。離転職時に、個人勘定資産を転職先の DC または個人型 DC に移換し、年金資産としての税制優遇を継続することができる。自助努力の色彩が強く、働き方の多様化への対応力も備えるなど、経済・社会の変化に応えやすい制度と言える。他方、企業型 DC 全体の資産配分を見ると 6 割が低リスク・低リターン・の預貯金及び保険商品に入れられており、長期分散投資が実践されているとは言い難い。DC が老後のための資産形成制度としての機能を発揮するために、上記に挙げられたような制度改革が必要と言える。DC を含む企業年金の制度改革は、今後、厚生労働省の社会保障審議会企業年金部会で議論されることとなっている。

2014 年 6 月に公表された「公的年金財政検証結果」と「成長戦略第 2 弾」から、改めて日本の公的年金制度は健全性確保の過程でその役割縮小が不可避であることと、自助努力の資産形成を支援する制度整備の重要性が増していくことが見て取れる。現役世代が、公的年金に関する適正な展望を示された上で、時間を味方に付けて老後に備えることができるよう、公的・私的年金の制度改革実現に向けた積極的な取り組みが期待される。

¹⁰ 企業年金が DC のみの場合、月額 5.1 万円から 5.5 万円へ、確定給付型と DC の併用の場合、月額 2.55 万円から 2.75 万円への引き上げ。

¹¹ 「『日本再興戦略』改訂 2014」p77～78。