

〔総論〕

年金積立金およびGPIFを巡る諸問題

駒村 康平

慶応義塾大学経済学部教授

はじめに

年金財政には、加入者が「現役時代」に保険料を払い老後それを取り崩す「積立方式」と、「現役世代」が支払った保険料のほとんどが政府を通じて高齢者に年金給付として渡される「賦課方式」がある。積立方式は主に民間年金保険の仕組みであり、日本の公的年金制度は、「基本的には」賦課方式、すなわち「世代間仕送り方式」の財政の仕組みとなっている。高齢者の中には、自分たちも現役時代に保険料を支払っているわけで、自分たちは、自分たちの支払った保険料の積立金から年金を受け取っていると思っている人もいるかもしれないが、そうではない。現在の高齢者が若いとき支払った保険料の大半は、「当時の」高齢者への年金給付として使われている。また、高齢者が現役時代に支払った保険料総額と平均寿命から考えて生涯受け取れる年金総額を比較すると、現在の高齢者は支払った保険料総額の数倍の年金を受け

取ることになる。支払い総額と受け取り総額のバランスが取れていないということは、現在の若い世代からの所得移転を受けていることになる。

積立方式と賦課方式はそれぞれ特徴がある。積立方式は、支払った保険料が政府によって市場で運用され運用結果次第で年金額が大幅に変動する。またインフレが起きると年金額が目減りするという問題もある。賦課方式では、給付はそのときの若い世代からの保険料で大半がまかなわれるので、年金給付は積立金の運用に左右されず、インフレ時には年金額がインフレ率に連動して引き上げられるので、年金額が目減りすることはないというメリットがある。しかしながら、賦課方式の年金制度、つまり若い世代が高齢世代の年金を支えるという仕組みになっているため、若い人が減少し高齢者が増加するつまり高齢化社会では制度が不安定になる。急速な高齢化のなかで、若い世代から将来年金制度が維持できるのだろうか、あるいは維持できたとしても大幅に年金額がカットされて、自分たちが支払った保険料よりも少ない年金額しかもらえないのではないかという不安が若い世代の間で高まっている。

ところで日本の年金制度は、基本的に「賦課方式」の財政の仕組みで運用されているとはいうものの、積立金がまったく無いわけではない。実際には、積立金の運用と取り崩しだけでは、年金給付額は賸えないの、高齢化が一番厳しいときに備えて、準備金のような性格の積立金を保有しており、その

こまむら こうへい

慶応義塾大学大学院経済学研究科博士課程修了。経済学博士。東洋大学教授を経て現職。専門は社会保障論、経済政策。

著書に『中間層消滅』（角川新書、2015年）『日本の年金』（岩波新書、2014年）、『最低所得保障』（岩波書店、編著、2009年）、『大貧困社会』（角川SSC新書、2009年）、『社会保障の新たな制度設計』（慶応大学出版、編著、2005年）『年金はどうなる』（岩波書店、2003年）など。

総額は約140兆円になる。

この年金の積立金をめぐりここ数年大きな政策転換と関連する議論が発生している。本特集では年金積立金を巡る問題として、1)今後の年金財政はどうなるか。一定の給付を維持するために必要な年金積立金の利回りはどの程度必要なのか、そのためには年金積立金をどのような金融資産で運用すべきなのかという、年金積立金の「ポートフォリオ」に関するテーマ、2)年金積立金の運用の意思決定のあり方、つまり実際に年金積立金を運用している政府機関である「年金積立金管理運用独立行政法人（以下、GPIF）」のガバナンス（組織統治）に関する議論、最後に3)誰が年金積立金を運用するかという議論の3つを取り扱うことにした。

1)の年金積立金のポートフォリオあるいはその運用成績について、2014年11月から国債の比率を下げ、株式の比率を上げたことからよりハイ・リスク・ハイ・リターンな資産構成になっていること、加えて2016年の年初からの大幅な株価下落で積立金に多額の損失が発生しているのではないかという点から国民の注目が集まっている。

2)については、GPIFが政府から独立して、金融政策や経済政策などのためではなく、厚生年金法が定めるように年金財政のために年金積立金を運用しているのかどうか、そして、その運用に保険料の拠出者の意思が反映されているのかという点である。すなわち年金積立金は、「誰のもの」で「誰のため」に運用するのかという議論である。

3)の実際にだれが積立金を運用するのかと点は、先日の社会保障審議会年金部会でにわかに白熱した議論になったことがらであり、これは日本の金融構造やコーポレートガバナンスに与える影響は極めて大きなテーマになる。

1)については、主に西沢論文が取り扱っている、2)については拠出者を代表する連合の立場から平川論文が議論をしている。3)については、玉木論文が担当である。

年金制度の場合、どうしても保険料負担と年金給付額にのみ人々の関心が集中する傾向があるが、昨今の年金積立金の議論は、年金のみならず

日本の経済社会に大きな影響を与える可能性があることを読み取っていただきたい。

年金積立金をめぐる議論

日本の公的年金制度は1942年に労働者年金として発足し、1944年に厚生年金制度に制度・名称が変更された。実は戦前の年金制度は積立方式であり、政府から見ると、多額の年金保険料収入がある一方で、支出は将来発生するための膨大な積立金が発生した。このため、年金積立金を誰がどのように運用するかという議論は、厚生年金発足以来、大蔵省と厚生省の間で何度も議論が行われた。

厚生年金発足時点での両省庁は、大蔵省預金部が年金積立金を他の公的資金と一体に国債、社債等で一元管理し、積立金の一部を福祉施設（病院、保養所、労務者住宅）に還元融資することで合意した。そして、戦後の混乱とインフレによって、年金制度は一時的に休眠状態になったが、1954年から実質的には賦課方式の形で年金制度は再スタートすることになった。この間、還元融資は一度廃止されたが、すぐに復活し、住宅や病院の建設の融資が再開した。高度経済成長期には、積立金は急激に増加し、積立金の15－25%が還元融資される一方、残りの大半は財政投融資の原資となり、社会資本整備に当てられた。こうした年金積立金による社会資本整備が経済成長を加速させたという研究もある。

皆年金を目指した1959年の国民年金発足時にも、再び、積立金の運用について大きな議論があった。積立金をどのように使うのか、一部には政府が再軍備のために使うという疑義もあり、国民年金反対運動も起きた。政府内での議論は、年金積立金の運用を大蔵省の資金運用部で他の資金と一括運用するのか、それとも年金積立金を分離して管理運用するのか、保険料の拠出者の意向をどのように反映するかなどが大きな論点になった。結局、年金積立金は、大蔵省の資金運用部資金とするものの、他の公的資金と区分した別管理にし、財投計画の対象とし、年金積立金の増加額の25%

国民の福祉向上の厚生福祉施設（病院、福祉施設等）整備にあてることになった。さらに7年以上の長期預託金には6.5%の金利とつけること、大蔵省の資金運用審議会に年金に詳しい委員を置くことが決まった。

さらに1985年の基礎年金導入時にも、年金福祉事業団が資金運用部から還元融資を受け、国民の福利向上のための諸施設等の建設を行うことになった。こうした仕組みは、2000年から財投改革とも大きく変化した。資金運用部への預託は全面廃止、自主運用に切り替えられることになった。他方で、福利厚生向上のための還元融資で建設された施設の無駄、非効率さが指摘されるようになり、年金福祉事業団は廃止された。年金積立金の自主運用する機関としてGPIFが2006年度から発足し、現在の仕組みになっている。

年金積立金が年金給付に与える影響

以上のように年金積立金をめぐって省庁間での主導権争いが常に存在した。しかし、厚生年金保険法第79条で、「厚生保険特別会計の年金勘定に係る積立金の運用は、積立金が厚生年金保険の被保険者から徴収された保険料の一部であり、かつ、将来の保険給付の貴重な財源となるものであることに特に留意し、専ら厚生年金保険の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ことにより、将来にわたって、厚生年金保険事業の運営の安定に資することを目的として行うものとする」とされ、公的年金財政の安定性確保のために運用されるべきことが明確に定義されている。では、年金積立金の運用は、実際に年金給付にどの程度影響を与えるのであろうか。

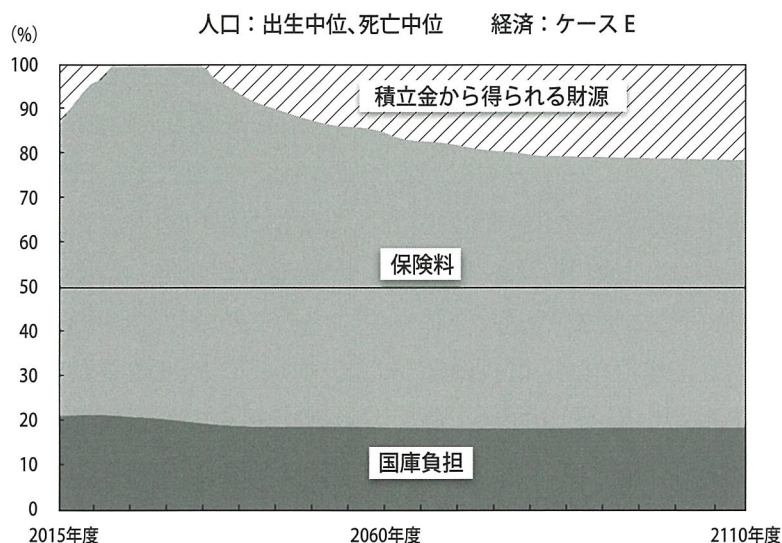
(1) バッファーフアンドとしての公的年金積立金

現在の公的年金の積立金は給付の4年分程度積立金であり、100年後には1年分まで取り崩すことになっている。しかし、経済状況によっては、早めに取り崩すこともあり得る。たとえば賃金デフレの状態が続くと、年金財政の収入は不足し、年金

積立金にキャッシュアウトが発生する。従って、公的年金の積立金の性格は、あくまでも年金給付を安定的に確保するための「準備金」、「バッファーフアンド」である。つまり、年金積立金は、1) 予想外の経済変動による一時的な取り崩しがあっても、ただちに年金給付が滞ることはない、2) 経済、社会の構造が変化した場合、当然年金改革も必要になるが、その政治的な合意には時間がかかることが多いが、制度改革が遅れたとしても当面の年金財政は維持できるという、役割を担う。日本と同程度の積立度合のバッファーフアンドを持っている国はスウェーデンであり、他の先進国の積立度合いは、日本、スウェーデンよりもよりも低い。たとえばドイツは、積立金をナチス時代に戦争目的に使ったという反省から、数週間分の給付を賄う積立金しか持っていないため、経済変動や人口構造に変動に対して直ちに保険料や給付寸を調整しなければいけない状況になっている。

こうした性格の公的年金積立金の運用について、巷間やや不正確な議論が行われることが多い。たとえば、1) 未納化が広がっており、年金財政が不安定、2) 高齢化により年金財政が破綻する、3) 運用に成功すれば保険料を引き下げることができ、などの理由から、もはやハイ・リスク・ハイ・リターン資産選択を行うしかないでといった見方であるが、すべて誤った議論である。1)の年金未納化とは、国民年金1号被保険者（自営業、無職、非正規労働者の一部）の4割が保険料を支払っていない状況を指すわけであるが、この割合は「公的年金加入者全体（国民年金1号、2号、3号被保険者の合計）」の10%未満であり、かつ金額的にも給付費の数%に過ぎない。しかも未納者は年金を受け取れないのだから、未納が年金財政に与える影響は軽微である。次に2)については、5年に一度の財政検証によって、さまざまな問題はあるものの2014年時点で持続可能性は確認されており、年金財政が現時点で早晚破綻するというわけではない。3)については、現行制度では、保険料は2017年度以降、固定方式になっており、予想以上の運用益は給付に反映されるようになっており、運用成績が良

図1 将来の年金財政の構成比



出典：厚生労働省(2015『平成26年財政検証結果レポート』)

くても保険料減額に使われることはない。

では、結局年金の積立金は年金財政にどのような影響与えるのであろうか。2014年の財政検証結果によると年金給付に年金積立金の運用およびその取り崩しが与える影響は、図1のようになっている。つまり、運用成績と積立金が年金給付に与える影響(斜線部分)は、年によって変動があるものの、その効果は限定的であり、最大でも20%とそれほど大きく年金給付水準や年金財政を左右するものではない。

今回の年金積立金改革の経緯と現在国会に提出されている年金改革法のポイント

ここ数年の年金積立金を巡る議論のきっかけは内閣官房におかれた有識者会議(以下、「有識者検討会」[平川論文参照])が2014年2月に公表し報告書がある。有識者検討会は、独立行政法人改革に関連し「公的準公的資金」の扱いをタイトルに議論したが、実際には、対象になる公的・準公的資金の70%以上が公的年金積立金であり、さらにそのほとんどが、サラリーマン・公務員グループ、すなわち被用者年金の積立金である。従って、この議論は本質的には公的年金積立金の議論であったにもかかわらず、拠出者、労使が参加しない会議体で議論されることになった。有識者会議の報告書の提言は1) GPIFは独立性を高め、より

積極的にリスクを取りに行く必要があり、そのためにはアクティブ運用を行い、さらに3) REIT、不動産投資、インフラ投資、ベンチャーキャピタル投資、プライベートエクイティ投資、コモディティ投資など投資先を多様にして、4) 海外資本投資比率を高めるべき、としている。有識者会議の報告書では、「経済成長と資金運用の好循環」というレトリックを使っているが、成長戦略に年金積立金を活用するトーンが強く出ていた。安倍総理は、この報告書を受けて、2014年のダボス会議で「総額1兆2000億ドルに上る公的年金基金の資産運用を自由化する取り組みについては、ポートフォリオの見直しなど将来に向けた改革を推進する。」「GPIFは成長につながる投資を行う」と述べ、実際に2014年11月に年金積立金の運用は株式中心に変更された。従来より年金積立金を成長戦略に活用するという主張は根強くあり、政府の経済財政諮問会議グローバル化改革専門調査会の第二次報告「公的年金基金運用の改革に向けて—世界の経済成長を生活の豊かさに—」や日本経済調査協議会「政府系ファンド(SWF)の役割と政策的インプリケーション」では、GPIFの分割化、運用の積極的な国際展開、年金積立金のSWF(ソブリン・ウェルス・ファンド)化(政府による国際的な戦略基金)を彷彿させるような考えを提案した。確かに、国際経済ではSWFが注目されてきている。例えば、ま

たノルウェー年金基金・グローバルは公的年金基金によるSWFの事例とされるが、その原資は年金保険料ではなく、石油収入である点には注意が必要である。総じていうと、有識者会議他の議論は、公的年金財政の持続可能性を高めるための年金積立金の運用という視点ではなく、実際には金融市場活性化、経済成長寄与に重点を置いた議論であった。

こうした動きを受けて、年金部会では、GPIFのガバナンスに関する議論が始まった。現在のGPIFは世界最大の資金運用機関にもかかわらず理事長一人の判断で運営されており、政治の介入の恐れがある。さらに年金の積立金のウェイトが株式に偏るになるといっそう、GPIFが政府により株式価格操作の手段になる恐れが出てきた。他方OECDが2010年に発表した「GPIFのガバナンスおよび資産運用方針改善案」では、GPIFの政府からの独立性が弱いという問題点を指摘している。GPIFのガバナンスについては、年金部会では1)合議制の経営委員会を設置し、2)決定機関である経営委員会が、実際の運用部門をきちんと監視する仕組みにするという点に議論が集中した。ここで問題になったが、経営委員を誰にするかである。年金部会の委員の多くは、抛出者である労使が中心になるべきであったが、金融界から選任された専門委員は金融の専門家にゆだねるべきと議論は激しく対立した。さらに、GPIFのガバナンスが確立される以上、これまでのようにGPIFが外部の金融機関の運用を委託するのではなく、自ら運用をするべきで、その方が金融機関へ支払う委託料の節約できるとし、いわゆるGPIFによるインハウス運用の是非に議論が拡大し、ここでも年金部会は非常に紛糾した。もし、GPIFが直接株式を売買することを認めた場合、GPIFが日本の株式の7~8%以上を保有する大株主になる。株主になる以上、議決権の行使が可能になる。政府の一機関であるGPIFが株主として振る舞うことをどのように考えるか。GPIFが独立性を高める改革を行ってとしても、最終的に経営委員の任命権は、厚生労働大臣が持っている。政府が、一方の手で様々な

経済規制や補助金を持つ権限をもちながら、もう一つの手で株主として企業利益を追求することになり、そこに「利益相反」が発生する危険性もある。

では、もしGPIFが政府から完全に独立できれば問題ないか?各国の事例を見ると、そういうわけではない。年金運用を担う政府一機関のGPIFは大きな損失を発生しても顧客を失い、倒産しない。この不死身の組織がひたすら株主として利益を追求すると経済に何が起きるのか。実際に、アメリカで最大の年金基金であるカリフォルニア州公務員退職年金基金(カルパス)が、攻撃的なファンドと組んで、株価を上げるために企業側に従業員のリストラを要求することもあった。たしかに、年金給付を最大化することが年金基金の目的であるのだから、年金基金も株主としての利益を求めることは正当化される。では、同じことをGPIFが日本で行ったらどうなるか。公的年金の積立金を運用するGPIFが企業に対して公的年金加入者である従業員のリストラを要求するようになった場合、国民はどのように年金制度を理解するだろうか。このようにインハウス運用は、日本の企業統治に大きな影響を与える危険性もある。

結局、年金部会では、GPIFのガバナンスは確立させるもののインハウスは認めないという穏当な結論になり、年金改正法案が国会に提出されることになったが、インハウス運用の是非については再度議論を3年後行うという規定も残った。

公的年金積立金を巡っては、公的年金制度発足当初のから省庁間主導権争いが激しく、その陰で抛出者である労使、国民不在となっている。平成22年内閣府世論調査「年金積立金の運用に関する世論調査」によると国民の年金運用に関する関心は低調である(駒村2014年参照)。

現状のような国民の理解度、周知度の状態で年金積立金の運用がハイ・リスクにシフトし、かつ国民の理解から遊離した運用が行われれば、国民の公的年金への信認は一気失うことになるであろう。■

《参考文献》

- 厚生労働省(2015)『平成26年財政検証結果レポート』
駒村康平(2014)『日本の年金』岩波書店