

< ノート >

年金経済学ノート(4)

日本の年金積立金とその経済的な影響(中)

年金研究所 有森 美木

要約

先月号では、年金積立金の現状・制度・見通しについてまとめた。今月号では、年金積立金の運用先が官から民へシフトする場合の資金循環への影響について考察する。

約 150 兆円の財政融資資金への預託金が償還されると、資金の一部は民間金融機関を通じて国内株式市場へシフトする。また、外国株式・外国債券への投資は、海外資産の増大につながる。しかしながら、OECD 諸国をはじめとした先進国における現在の年金積立金の運用は、通常、政策的に国内資産への投資割合を高くするため、国外経済への影響が大きくなることは、現状ではあまり現実的ではないと考えられる。仮に公債への投資割合が現行よりも高くなる場合は民への資金のシフトが少なくなり、公債の割合が小さくなる場合は民へのシフトが増大する。

目次

1. はじめに
2. 日本の公的年金積立金
 - 2.1 年金積立金の現状
 - 2.2 年金積立金の制度
 - 2.3 年金積立金の見通し(以上、2005年4月号)
3. 年金積立金の経済的な影響
 - 3.1 資金循環の変化

3. 年金積立金の経済的な影響

先月号で指摘した通り、国民年金、厚生年金の積立金(以下、年金積立金)の運用は、今までは財政投融資の原資とされていたが、財政投融資改革により、平成 13(2001)年度から平成 20(2008)年度までに毎年度、約 20 兆円弱ずつ償還され、2008 年より完全に財政融資資金への預託が廃止されることになった。これは、公債への投資を除く年金資金が官から民間へシフトすることを意味する。

現在の積立金の額は、給付費の約5年分であるが、平成16(2004)年改革によって、おおむね100年程度の均衡期間を設定し、当該均衡期間の最後に1年分の給付費に相当する積立金を保有する形で、当該均衡期間について財政均衡を確保する方式(有限均衡方式)が採用されたことより、2100年に給付費の約1年分にまで取り崩される。

2100年までの年金積立金の見通しによると、年金積立金は、国民年金の場合は2008年まで、厚生年金の場合は2009年まで減少するが、その後、どちらも2050年までは積立金が増えると見込まれている。2050年よりも後になると、収支差引算がマイナスになり、給付費の不足分は積立金を取り崩すことによって賄われる。

これからは、年金積立金の資金が官から民へシフトし、かつ、積立金が増大する局面(見通しでは2050年まで)において、年金積立金がマクロ経済へ与える影響について考察する。

3.1 資金循環の変化

年金積立金の運用先が官から民へシフトする場合、資金循環がどのように変わるのかを把握するために、まず、年金部門の資金循環統計を見てみたい。

表3は、2004年12月末(速報)における保険・年金基金部門の資金循環表¹である。資金循環表では、社会保障年金の「うち公的年金」については、国民年金、厚生年金の他、共済年金や農業者年金等も含まれている。したがって、資金循環表から国民年金、厚生年金の積立金部分の数字のみを拾うことはできないが、資金循環表を見ることで、両制度に関する資金の移動状況を概要を把握することができると思われる。

表3の公的年金資産(約217兆円)の内訳を高いものから見ると、財政融資資金預託金が約38%(約81兆円)、国債・財融債が約24%(約52兆円)となっており、公的年金の資金の大半が官へ流れていることが分かる。この他、政府関係機関債(約6兆円)、地方債(約2兆円)、政府短期証券も官への資金となる²。

このように、現行の公的年金における官への資金の割合は64%と大きいですが、財政投融资改革による預託金の償還が始まる前(2001年度)までは、その割合は7割を超えており、官への資金のほとんどが財政融資資金預託金であった(表4参照)。

2001年度以降になると、財政投融资改革による預託金の償還により、公的年金における財政融資資金預託金残高が減少(2001年度:15兆円減、2002年度:17兆円減、2003年度:21兆円減)する一方、財融債の発行・引受けによって国債・財融債の残高が増えている(2001年度:15兆円増、2002年度:3兆円増、2003年度:11兆円増)(図3参照)。ただし、年金積立金による財投債の引受けは平成20(2008)年度までとされている。また、市場運用の拡大により、株式の割合も若干増大している(2000年度:3.8%、2001年度:5.4%、2002年度:5.5%、2003年度:8.2%)。

¹ 「資金循環表」については、『今月の用語』を参照。

² また、非金融部門貸出金から公的部門への貸出があれば、この資金も官への資金となる。

表3 保険・年金基金部門の資金循環

(2004年12月末(速報)、単位:兆円)

	保険		年金基金						社会保障基金				年金計 (年金基金 + 公的年金)	
	資産	負債	資産		負債		企業年金		その他年金		うち公的年金		資産	負債
			資産	負債	資産	負債	資産	負債	資産	負債	資産	負債		
現金・預金	6.6		5.1		4.7		0.4				5.4	2.5		7.6
財政融資資金預託金	2.7		0.7				0.7				92.4	81.7		82.3
貸出	71.9	5.5	4.5	0.0	4.1		0.4	0.0			9.3	16.0	9.2	15.6
日銀貸出金														
コール	2.5		3.0		2.9		0.1				0.7	0.7		3.7
買入手形・売渡手形	0.0		0.0		0.0		0.0				0.0	0.0		0.0
民間金融機関貸出	44.4	2.3	1.5	0.0	1.2		0.3	0.0						1.5
公的金融機関貸出金	25.0	0.0									16.0	15.6		15.6
非金融部門貸出金											6.5	0.1	6.4	6.4
割賦債権		0.6												
現先・債券貸借取引	0.0	2.6	0.0		0.0		0.0				2.0	0.0	2.0	0.0
株式以外の証券	199.8	0.4	32.9		24.9		8.0				72.6	71.5		104.3
政府短期証券	3.3		0.0		0.0		0.0				0.0	0.0		0.0
国債・財融債	107.0		18.7		15.4		3.4				52.8	51.8		70.5
地方債	22.4		1.4		1.0		0.4				2.1	2.0		3.4
政府関係機関債	31.8		1.7		0.9		0.8				6.4	6.4		8.1
金融債	1.5		2.3		0.5		1.8				2.3	2.3		4.6
事業債	18.7	0.4	5.5		4.2		1.3				6.9	6.9		12.4
居住者発行外債	0.8		0.1		0.1		0.0				0.0	0.0		0.1
CP	1.2	0.0	0.1		0.1		0.0				0.0	0.0		0.1
投資信託受益証券	4.6		0.6		0.6		0.0				0.1	0.0		0.7
信託受益権	3.2		1.7		1.5		0.2				2.1	2.1		3.8
債権流動化関連商品	5.2		0.6		0.6		0.0				0.0	0.0		0.7
抵当証券	0.0		0.0		0.0		0.0							0.0
株式・出資金	30.2	13.3	24.1	0.0	21.8		2.2	0.0			20.4	0.0	19.4	0.0
金融派生商品	0.3	0.3	0.0	0.1	0.0	0.1								0.0
保険・年金準備金		286.6		89.1		74.5		14.6						89.1
預け金	0.6	1.1	0.3	0.0	0.2		0.0	0.0			5.1	0.3	4.8	0.1
企業間・貿易信用														
未収・未払金	3.9	36.8	0.2	0.0	0.2		0.0	0.0			4.6	2.6	3.0	0.2
対外直接投資														
対外証券投資	38.8		24.1		21.6		2.5				23.7	23.7		47.8
その他対外債権債務	2.0		1.2		1.2		0.0							1.2
その他	1.7	0.4	0.2		0.1		0.0				2.8	1.0		1.2
金融資産・負債差額		14.2		3.8		4.2		-0.4			217.3	200.8		204.6
合計	358.6	358.6	93.1	93.1	78.8	78.8	14.3	14.3			236.3	236.3	216.7	216.7

(注) 年金基金とは、年金・退職一時金給付のために積み立てられた基金のことで、企業年金とその他年金で構成されている。企業年金には、厚生年金基金、適格退職年金、確定拠出年金(企業型)、確定給付企業年金、その他年金には、国民年金基金、勤労者退職金共済機構(中小企業退職金共済制度等を運営)、中小企業総合事業団の小規模企業共済勘定、石炭鉱業年金基金が含まれている。なお、個人型の確定拠出年金は、保険部門の保険・年金準備金の負債の部分に現れる。

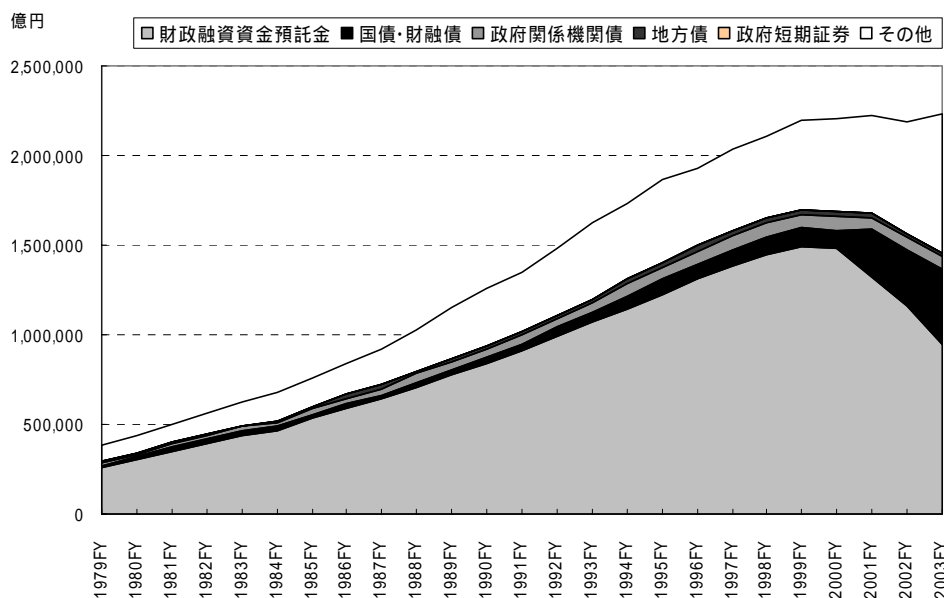
(データ出所) 日本銀行「資金循環」http://www.boj.or.jp/stat/stat_f.htm

表4 資金循環表における「公的年金」に占める官への資金割合の推移

	公的年金から官へ資金が提供されている割合					
	財政融資 資金預託	国債・ 財融債	政府関係 機関債	地方債	政府短期 証券	
1979FY	76.7%	67.4%	3.5%	3.7%	2.1%	0.0%
1980FY	78.1%	69.6%	3.7%	3.1%	1.7%	0.0%
1981FY	79.0%	69.6%	4.7%	3.0%	1.7%	0.0%
1982FY	79.5%	70.2%	4.4%	3.5%	1.4%	0.0%
1983FY	79.5%	70.2%	4.1%	4.0%	1.2%	0.0%
1984FY	76.8%	68.6%	3.4%	3.6%	1.1%	0.0%
1985FY	79.2%	70.6%	2.8%	4.2%	1.5%	0.0%
1986FY	79.1%	70.2%	2.5%	3.8%	2.6%	0.0%
1987FY	78.1%	69.4%	2.6%	3.6%	2.5%	0.0%
1988FY	77.5%	68.6%	2.8%	4.9%	1.3%	0.0%
1989FY	75.2%	67.8%	2.2%	4.0%	1.2%	0.0%
1990FY	74.3%	66.8%	2.7%	3.7%	1.1%	0.0%
1991FY	75.1%	67.7%	2.8%	3.5%	1.1%	0.0%
1992FY	74.5%	66.9%	3.1%	3.3%	1.2%	0.0%
1993FY	73.6%	66.0%	3.2%	3.2%	1.3%	0.0%
1994FY	75.8%	66.3%	4.1%	3.8%	1.6%	0.0%
1995FY	75.4%	65.7%	4.5%	3.6%	1.5%	0.0%
1996FY	77.6%	67.9%	4.3%	3.8%	1.5%	0.0%
1997FY	77.8%	68.2%	4.3%	3.9%	1.5%	0.0%
1998FY	78.4%	68.5%	4.8%	3.7%	1.5%	0.0%
1999FY	77.5%	68.0%	4.8%	3.5%	1.3%	0.0%
2000FY	76.7%	67.2%	4.7%	3.6%	1.3%	0.0%
2001FY	75.4%	59.5%	11.7%	3.2%	1.0%	0.0%
2002FY	71.4%	52.9%	14.5%	3.0%	0.9%	0.0%
2003FY	65.0%	42.4%	18.9%	2.9%	0.9%	0.0%

(データ出所) 日本銀行「資金循環」 http://www.boj.or.jp/stat/stat_f.htm

図3 資金循環表における「公的年金」残高の推移



(データ出所) 日本銀行「資金循環」 http://www.boj.or.jp/stat/stat_f.htm

次に、預託金の償還による官から民への資金がシフトする場合、資金循環がどのように変わるのかについて、考えうる選択肢として次の3つを挙げておきたい。

(1) 官から民への資金のシフト

約150兆円の財政融資資金への預託金が、政府（官）から年金積立金管理運用独立行政法人（以下「独立行政法人」）へ償還されると、基本ポートフォリオに基づき（表5）資金の一部は民間金融機関を通じて国内の株式市場（民）へシフトする。また、外国株式・外国債券への投資は、海外資産の増大につながる。一方、国内の公債への投資については官から民へのシフトとはならない。

表5 基本ポートフォリオと移行ポートフォリオ³

	基本ポートフォリオ		移行ポートフォリオ		移行ポートフォリオ	
			平成17年運用資産全体		平成17年市場運用分	
	資産構成割合	乖離許容幅	資産構成割合	乖離許容幅	資産構成割合	乖離許容幅
国内債券	67%	(±8)	75%	(±2)	52%	(±5)
国内株式	11%	(±6)	8%	(-2)	21%	(-5)
外国債券	8%	(±5)	5%	(-2)	12%	(-5)
外国株式	9%	(±5)	6%	(-2)	15%	(-5)
短期資産	5%	-	6%	-	0%	-
目標収益率	3.37%	-	-	-	-	-
標準偏差	5.55%	-	-	-	-	-

（データ出所）厚生労働省「厚生年金保険及び国民年金の積立金の運用に関する基本方針の変更について」（<http://www.mhlw.go.jp/shingi/2005/03/s0324-13.html>）

(2) 民へのシフトが少ないケース

仮に公債への投資割合が現行よりも高くなると、民への資金のシフトによる国内外の金融市場への影響は小さくなる。例えば、今後、超長期国債や地方債が現在以上に発行され、そちらに大量の資金が流れれば、民間への資金のシフトは小さくなる。また、現在のように国債残高が約600兆円（2004年12月末現在⁴）と巨額で、かつ、年金積立金が増大する局面においては、年金積立金は国債の安定的な買い手の一つになることが想定される⁵。

³ 2005年3月24日に公表された「厚生年金保険及び国民年金の積立金の運用に関する基本方針の変更について」答申・諮問によって、平成16年の年金財政再計算を踏まえた基本ポートフォリオ等の見直しが行われた。新しい基本ポートフォリオは、表5の通りである。先月号の表1に掲載した従来の基本ポートフォリオと比べると、国内債券が68% 67%、国内株式が12% 11%と、それぞれ1%ポイントずつ下がる一方、外国債券が7% 8%、外国株式が8% 9%と、それぞれ1%ポイントずつ上昇している。

⁴ （データ出所）財務省 国債及び借入金並びに政府保証債務現在高（<http://www.mof.go.jp/1c020.htm>）

⁵ なお、アメリカの社会保障年金であるOASDIの積立金は、給付費の約3年分（2004年末現在）金額で見ると日本の年金積立金よりも若干上回る173兆7,404億円（2004年末現在1兆6,868億ドル、1ドル=103円）である。アメリカにおいては年金積立金の運用は、年金積立金は株式及び債券市場で運用しない方針を採っている。（データ出所）2005 OASDI Trustees Report（<http://www.ssa.gov/OACT/TR/TR05/>）

(3) 民へのシフトが大きいケース

(2)とは逆に、ポートフォリオに占める公債の割合が小さくなる場合は、民へのシフトが増大する。しかしながら、Reisen(1998)によると、OECD 諸国をはじめとした先進国における現在の年金積立金の運用は、政策的に国内資産への投資割合を高くする(いわゆる「ホームカントリーバイアス」)ことが通常となっている⁶。したがって、後述する国外経済への影響が大きくなることは、現状ではあまり現実的ではないと考えられるが、本稿では考えうる選択肢として論点を挙げておく。

次回の年金経済学ノートでは、これらのケースについて、さらに詳しい検討を行いたい。

参考文献

Fischer, Bernhard and Reisen, Helmut, 'Pension Fund Investment From Ageing to Emerging Markets' OECD 1994

Reisen, Helmut, 'Liberalising Foreign Investments By Pensions Funds: Positive and Normative Aspects', OECD 1998

厚生労働省社会保障審議会年金資金運用分科会 資料

厚生労働省「平成15年度厚生年金保険及び国民年金における年金積立金運用報告書」

玉木伸介(2004)「年金2008年問題 市場を歪める巨大資金」日本経済新聞者

日本銀行調査統計局(2002)「資金循環統計の解説」

日本銀行調査統計局(2005)「資金循環表からみた80年代以降のわが国の金融構造」

日本銀行調査統計局経済統計課(2001)「入門 資金循環」東洋経済新報社

年金資金運用基金「平成15年度資金運用業務概況書(概要版)」

吉原健二(2004)「わが国の公的年金制度 その生い立ちと歩み」中央法規出版

⁶ ただし、アイルランドのように、年金の積立金を自国の国債に投資しない国もある。

