

第3章 年金積立金の運用実績が年金財政に与える影響の評価

I 年金財政からみた運用実績の評価の考え方

(1) 年金積立金の運用とその評価

年金積立金の運用は、長期的な視点から安全かつ効率的に行うこととされており、運用実績の年金財政に与える影響についても、長期的な観点から評価することが重要である。

(2) 公的年金における財政見通しとの比較による評価

平成16年年金制度改正では、年金財政の均衡を確保するため、保険料水準の上限を定め、平成29(2017)年度まで段階的に引き上げるとともに、社会経済状況の変動に応じて給付水準を自動調整する保険料固定方式が導入された。併せて、少なくとも5年に1度、概ね100年間を視野に入れて財政状況を検証し、マクロ経済スライドにより給付水準がどこまで調整されるかの見通しを示すこととなった。

少なくとも5年ごとに行うこととされている財政検証では、将来の加入、脱退、死亡、障害等の発生状況（人口学的要素）や運用利回り、賃金上昇、物価上昇の状況（経済的要素）等について、一定の前提を置いて、今後概ね100年間にわたる収支状況を推計し、財政見通しを公表しており、平成26年財政検証についても、このような推計を行ったところである。

なお、平成26年財政検証では、経済前提について高成長ケースから低成長ケースまで幅の広い経済状況を設定して検証を行っており、女性や高齢者の労働市場への参加が進み日本経済が再生するケースでは、年金の給付水準は、所得代替率50%が確保できることが確認されている。

実績がすべてこの財政検証で置いた前提どおりに推移すれば、収入、支出等の実績値は財政検証における予測どおりに推移し、見通しどおりの給付水準を確保することができる。

したがって、平成26年度の年金積立金の運用実績が年金財政に与える影響を評価するに当たっては、実現された運用収益率と、平成26年財政検証が前提としている運用利回りを比較することが適当である。

(3) 実質的な運用利回りによる評価

公的年金の年金額は、年金を受け取り始めるときの年金額は名目賃金上昇率に応じて改定され、受給後は物価に応じて改定されることが基本であるが、このような仕組みの下では、長期的にみると年金給付費は名目賃金上昇率に連動して増加することとなる。

したがって、運用収入のうち賃金上昇率を上回る分が、年金財政上の実質的な収益となる。

このため、運用実績が年金財政に与える影響の評価をする際には、収益率（名目運用利回り）から名目賃金上昇率を差し引いた「実質的な運用利回り」の実績と、平成26年財政検証が前提としている「実質的な運用利回り」を比較することが適当である。

なお、平成16年年金制度改正において、マクロ経済スライドによる給付水準の自動調整が導入されたことにより、マクロ経済スライドを行う特例期間中は、基本的にはスライド調整率分、年金給付費の伸びが抑えられることとなる。

マクロ経済スライドは人口学的要素（被保険者数の減少と平均余命の伸び）に基づいて給付水準を調整する仕組みであるが、運用実績が年金財政に及ぼす影響の評価には、このような人口学的要素の予定と実績の差を反映せず経済的要素の予定と実績の差に着目することが適切と考えられることから、特例期間中も名目賃金上昇率を差し引いた実質的な運用利回りで評価することとした。

（４）平成26年財政検証における運用利回り等の前提

平成26年財政検証では、運用利回り等の経済前提については、社会保障審議会年金部会の下に設置された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において作成された「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）に基づいて設定されたものである。

- ・足下（平成35(2023)年度まで）の経済前提は、内閣府が作成した「中長期の経済財政に関する試算」（平成26年1月20日）の「経済再生ケース」、「参考ケース」に準拠して設定している。（表2-12）

- ・長期（平成36(2024)年度以降）の経済前提は、マクロ経済に関する試算（コブ・ダグラス型生産関数を用いた長期的な経済成長率等の推計）に基づいて設定している。

- ※ 長期的な経済状況を見通す上で重要な全要素生産性（TFP）上昇率を軸とした、幅の広い複数ケース（8ケース）を設定している。（表2-13）

この章において、積立金の運用実績と財政検証上の実質的な運用利回りを比較する際に用いる財政検証の経済前提は、女性や高齢者の労働市場への参加が進み日本経済が再生するケース、具体的には足下(平成35年(2023)年度まで)について内閣府の中長期の経済財政に関する試算の経済再生ケースに準拠するもの、を用いることとする。

(表 2 - 1 2) 平成 26 年財政検証の足下 (平成 35 (2023) 年度まで) の経済前提

○ 内閣府 経済再生ケースに準拠する経済前提

	平成26 (2014)	平成27 (2015)	平成28 (2016)	平成29 (2017)	平成30 (2018)	平成31 (2019)	平成32 (2020)	平成33 (2021)	平成34 (2022)	平成35 (2023)
物価上昇率(暦年※1)	2.60%	2.70%	2.70%	2.20%	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%
賃金上昇率 実質<対物価>	▲ 1.60%	▲ 0.23%	▲ 0.18%	1.36%	1.73%	1.79%	1.94%	1.88%	2.18%	2.11%
運用利回り 実質<対物価>(※2)	▲ 1.26%	▲ 0.82%	▲ 0.53%	0.37%	1.08%	1.55%	1.95%	2.32%	2.64%	2.89%
運用利回り スプレッド<対賃金>(※2)	0.34%	▲ 0.59%	▲ 0.35%	▲ 0.99%	▲ 0.65%	▲ 0.24%	0.01%	0.44%	0.46%	0.78%

○ 内閣府 参考ケースに準拠する経済前提

	平成26 (2014)	平成27 (2015)	平成28 (2016)	平成29 (2017)	平成30 (2018)	平成31 (2019)	平成32 (2020)	平成33 (2021)	平成34 (2022)	平成35 (2023)
物価上昇率(暦年※1)	2.60%	2.30%	2.00%	1.40%	1.20%	1.20%	1.20%	1.20%	1.20%	1.20%
賃金上昇率 (実質<対物価>)	▲ 1.60%	▲ 0.67%	0.27%	1.46%	1.56%	1.47%	1.44%	1.26%	1.45%	1.49%
運用利回り 実質<対物価>(※2)	▲ 1.26%	▲ 0.69%	▲ 0.12%	0.73%	1.22%	1.51%	1.71%	1.89%	2.04%	2.18%
運用利回り スプレッド<対賃金>(※2)	0.34%	▲ 0.02%	▲ 0.39%	▲ 0.73%	▲ 0.34%	0.04%	0.27%	0.63%	0.59%	0.69%

(※1) 内閣府「中長期の経済財政に関する試算」の公表値は年度ベースであるが、年金額の改定等に用いられる物価上昇率は暦年ベースである。上表は暦年ベースである。

(※2) 運用利回りの設定は、長期金利に内外の株式等による分散投資でどのくらい上積みできるか(分散投資効果)を0.4%(平成36(2024)年度以降の長期の経済前提における設定を参考)として、これを加味して設定。また、平成21年財政検証における設定と同様、長期金利上昇による国内債券への影響を考慮して設定。

(表 2 - 1 3) 平成 26 年財政検証の長期 (平成 36 (2024) 年度以降) の経済前提

		将来の経済状況の仮定		経済前提				(参考) 経済成長率 (実質<対物価>) 2024年度以降20~30年
		労働力率	全要素生産性 (TFP) 上昇率	物価上昇率	賃金上昇率 (実質<対物価>)	運用利回り		
						実質 <対物価>	スプレッド <対賃金>	
ケースA	内閣府試算 「経済再生 ケース」に 接続するもの	労働市場へ の参加が 進むケース	1.8%	2.0%	2.3%	3.4%	1.1%	1.4%
ケースB			1.6%	1.8%	2.1%	3.3%	1.2%	1.1%
ケースC			1.4%	1.6%	1.8%	3.2%	1.4%	0.9%
ケースD			1.2%	1.4%	1.6%	3.1%	1.5%	0.6%
ケースE			1.0%	1.2%	1.3%	3.0%	1.7%	0.4%
ケースF	内閣府試算 「参考 ケース」に 接続するもの	労働市場へ の参加が 進まない ケース	1.0%	1.2%	1.3%	2.8%	1.5%	0.1%
ケースG			0.7%	0.9%	1.0%	2.2%	1.2%	▲0.2%
ケースH			0.5%	0.6%	0.7%	1.7%	1.0%	▲0.4%

II 運用実績が年金財政に与える影響の評価

(1) 平成26年度の運用実績が年金財政に与える影響の評価

年金積立金の運用実績の評価は、長期的な観点から行うべきものであるが、平成26年度単年度における運用実績と、財政検証上の実質的な運用利回りを比較すると次のとおりである。

平成26年度の収益率（名目運用利回り）は厚生年金が11.61%、国民年金が11.79%となっている。名目賃金上昇率は0.99%であるから、実質的な運用利回りは厚生年金が10.52%、国民年金が10.69%となる。

平成26年財政検証の女性や高齢者の労働市場への参加が進み日本経済が再生するケースでは平成26年度の実質的な運用利回りは、厚生年金と国民年金が共に0.34%としており、厚生年金では10.18%、国民年金では10.36%、実績が財政検証の前提を上回っている。

(注) 年金財政に影響を及ぼす要素としては、実質的な運用利回りの他に、賃金上昇率、死亡率、出生率などがある。運用実績の評価としては、本文にあるように実質的な運用利回りの実績を財政検証の前提と比較することとなるが、年金財政全体の影響を考える場合には、出生率の変化等の運用以外の要素も考慮が必要となる。これらすべての要素の年金財政への影響については、少なくとも5年に1度行われる財政検証において検証されることとなる。

(表2-14)

		厚生年金	国民年金	(参考) 年金積立金全体
実 績	名目運用利回り	11.61%	11.79%	11.62%
	名目賃金上昇率	0.99%	0.99%	0.99%
	実質的な運用利回り	10.52%	10.69%	10.53%
財政検証上の前提	実質的な運用利回り	0.34%	0.34%	0.34%
実質的な運用利回りの財政検証上の前提との差		10.18%	10.36%	10.19%
	差 額	12.52兆円	0.87兆円	13.39兆円

(注1) 名目運用利回りは、運用手数料等控除後の収益率である。

(注2) 実質的な運用利回りは $(1 + \text{名目運用利回り} \div 100) \div (1 + \text{名目賃金上昇率} \div 100) \times 100 - 100$ により求めている。

(注3) 名目賃金上昇率は、性・年齢構成の変動による影響を控除した名目標準報酬上昇率である。

(注4) 名目賃金上昇率は厚生年金のみのデータから求めたものであり、被用者年金全体のデータを用いて求められる再評価率とは異なる。

(注5) 平成26年度の財政検証上の実質的な運用利回り等の前提は、女性や高齢者の労働市場への参加が進み日本経済が再生するケースを用いている。

(2) 平成13年度から平成26年度までの14年間の運用実績が年金財政に与える影響の評価（年金積立金の自主運用開始からの評価）

平成26年財政検証との比較は、上記(1)のとおりであるが、年金積立金の自主運用を開始した平成13年度から平成26年度までの14年間の運用実績と、財政再計算及び財政検証上の実質的な運用利回りを比較すると次のとおりである。

平成13年度から平成26年度までの14年間の平均収益率(名目運用利回り)は厚生年金が3.33%、国民年金が3.21%となっており、この期間における平均名目賃金上昇率は-0.34%であるから、実質的な運用利回りの平均は厚生年金が3.68%、国民年金が3.56%となる。

財政再計算及び財政検証の前提では平成13年度から平成26年度までの14年間の実質的な運用利回りの平均は、厚生年金が0.32%、国民年金が0.27%としており、厚生年金では3.35%、国民年金では3.29%、実績が財政再計算及び財政検証の前提を上回っている。

(表2-15)

		厚生年金	国民年金	(参考) 年金積立金全体
実 績	名目運用利回り	3.33%	3.21%	3.32%
	名目賃金上昇率	-0.34%	-0.34%	-0.34%
	実質的な運用利回り	3.68%	3.56%	3.67%
財政再計算及び 財政検証上の前提	実質的な運用利回り	0.32%	0.27%	0.32%
実質的な運用利回りの財政再計算及び 財政検証上の前提との差		3.35%	3.29%	3.35%

(注1) 名目運用利回りは、承継資産の損益を含めた、運用手数料等控除後の収益率である。

(注2) 実質的な運用利回りは $(1 + \text{名目運用利回り} \div 100) \div (1 + \text{名目賃金上昇率} \div 100) \times 100 - 100$ により求めている。

(注3) 名目賃金上昇率は、性・年齢構成の変動による影響を控除した名目標準報酬上昇率である。

(注4) 名目賃金上昇率は厚生年金のみのデータから求めたものであり、被用者年金全体のデータを用いて求められる再評価率とは異なる。

(注5) 平成26年度の財政検証上の実質的な運用利回り等の前提は、女性や高齢者の労働市場への参加が進み日本経済が再生するケースを用いている。

(3) 平成22年度から平成26年度までの5年間の運用実績が年金財政に与える影響の評価（第二期中期目標期間の評価）

第二期中期目標期間である平成22年度から平成26年度までの5年間の運用実績と、財政検証上の実質的な運用利回りを比較すると次のとおりである。

平成22年度から平成26年度までの5年間の平均収益率（名目運用利回り）は厚生年金が6.16%、国民年金が6.20%となっており、この期間における平均名目賃金上昇率は0.36%であるから、実質的な運用利回りの平均は厚生年金が5.78%、国民年金が5.82%となる。

財政検証の前提では平成22年度から平成26年度までの5年間の実質的な運用利回りの平均は、厚生年金が-0.62%、国民年金が-0.62%としており、厚生年金では6.40%、国民年金では6.44%、実績が財政検証の前提を上回っている。

(表2-16)

		厚生年金	国民年金	(参考) 年金積立金全体
実績	名目運用利回り	6.16%	6.20%	6.17%
	名目賃金上昇率	0.36%	0.36%	0.36%
	実質的な運用利回り	5.78%	5.82%	5.79%
財政検証上の前提	実質的な運用利回り	-0.62%	-0.62%	-0.62%
実質的な運用利回りの 財政検証上の前提との差		6.40%	6.44%	6.40%

(注1) 名目運用利回りは、承継資産の損益を含めた、運用手数料等控除後の収益率である。

(注2) 実質的な運用利回りは $(1 + \text{名目運用利回り} \div 100) \div (1 + \text{名目賃金上昇率} \div 100) \times 100 - 100$ により求めている。

(注3) 名目賃金上昇率は、性・年齢構成の変動による影響を控除した名目標準報酬上昇率である。

(注4) 名目賃金上昇率は厚生年金のみのデータから求めたものであり、被用者年金全体のデータを用いて求められる再評価率とは異なる。

(注5) 平成26年度の財政検証上の実質的な運用利回り等の前提は、女性や高齢者の労働市場への参加が進み日本経済が再生するケースを用いている。

(4) まとめ

年金積立金全体の運用実績と、財政再計算及び財政検証上の実質的な運用利回りを比較すると、平成26年度単年度では10.19%（金額換算13.39兆円）、年金積立金の自主運用を開始した平成13年度からの14年間で3.35%、第二期中期目標期間である平成22年度から平成26年度までの5年間で6.40%、いずれも財政再計算及び財政検証上の前提を上回っており、年金積立金の運用が年金財政にプラスの影響を与えている。

(表2-16)運用実績と財政再計算上の前提との比較

○厚生年金

	実績					財政再計算上の前提			実質的な運用利回りの実績と再計算上の前提との差 (I)=(A)-(F)	差額
	実質的な運用利回り (A) =(B)÷(C)	名目運用利回り (B)	名目賃金上昇率 (C)	年度末積立金 (※) (D)	運用収益 (E)	実質的な運用利回り (F) =(G)÷(H)	名目運用利回り (G)	名目賃金上昇率 (H)		
	%	%	%	兆円	兆円	%	%	%	%	兆円
【平成11年財政再計算との比較】										
平成13年度	2.27	1.99	-0.27	134.6	2.7	1.00	3.52	2.50	1.27	1.70
平成14年度	1.38	0.21	-1.15	132.1	0.3	0.97	3.49	2.50	0.41	0.54
【平成16年財政再計算との比較】										
平成15年度	5.19	4.91	-0.27	135.9	6.4	1.99	1.99	0.00	3.20	4.19
平成16年度	2.94	2.73	-0.20	138.2	3.7	1.08	1.69	0.60	1.85	2.51
平成17年度	7.00	6.82	-0.17	140.3	9.2	0.50	1.81	1.30	6.50	8.76
平成18年度	3.09	3.10	0.01	139.8	4.3	0.21	2.21	2.00	2.88	3.97
平成19年度	-3.47	-3.54	-0.07	130.2	-4.9	0.21	2.51	2.30	-3.68	-5.06
平成20年度	-6.59	-6.83	-0.26	116.6	-8.7	0.29	3.00	2.70	-6.88	-8.79
【平成21年財政検証との比較】										
平成21年度	12.09	7.54	-4.06	120.8	8.6	1.42	1.47	0.05	10.67	12.21
平成22年度	-0.93	-0.26	0.68	114.2	-0.3	-1.58	1.78	3.41	0.64	0.76
平成23年度	2.39	2.17	-0.21	111.5	2.4	-0.72	1.92	2.66	3.11	3.47
平成24年度	9.34	9.57	0.21	117.9	10.5	-0.76	2.03	2.81	10.10	11.05
平成25年度	8.08	8.22	0.13	123.6	9.5	-0.36	2.23	2.60	8.44	9.79
【平成26年財政検証との比較】										
平成26年度	10.52	11.61	0.99	136.7	14.3	0.34	1.34	1.00	10.18	12.52
平成13～26年度平均	3.68	3.33	-0.34	-	4.1	0.32	2.21	1.88	3.35	-
平成18～26年度平均	3.65	3.34	-0.30	-	4.0	-0.11	2.05	2.17	3.76	-
平成22～26年度平均	5.78	6.16	0.36	-	7.3	-0.62	1.86	2.49	6.40	-

○国民年金

	実績					財政再計算上の前提			実質的な運用利回りの実績と再計算上の前提との差 (I)=(A)-(F)	差額
	実質的な運用利回り (A) =(B)÷(C)	名目運用利回り (B)	名目賃金上昇率 (C)	年度末積立金 (※) (D)	運用収益 (E)	実質的な運用利回り (F) =(G)÷(H)	名目運用利回り (G)	名目賃金上昇率 (H)		
	%	%	%	兆円	兆円	%	%	%	%	兆円
【平成11年財政再計算との比較】										
平成13年度	1.56	1.29	-0.27	9.7	0.1	0.75	3.27	2.50	0.81	0.08
平成14年度	0.77	-0.39	-1.15	9.5	-0.0	0.76	3.28	2.50	0.01	0.00
【平成16年財政再計算との比較】										
平成15年度	5.06	4.78	-0.27	9.7	0.4	1.90	1.90	0.00	3.16	0.30
平成16年度	2.98	2.77	-0.20	9.7	0.3	0.96	1.57	0.60	2.01	0.19
平成17年度	7.06	6.88	-0.17	9.7	0.6	0.43	1.74	1.30	6.63	0.62
平成18年度	3.06	3.07	0.01	9.4	0.3	0.18	2.18	2.00	2.88	0.27
平成19年度	-3.31	-3.38	-0.07	8.5	-0.3	0.20	2.50	2.30	-3.51	-0.32
平成20年度	-7.05	-7.29	-0.26	7.2	-0.6	0.29	3.00	2.70	-7.34	-0.60
【平成21年財政検証との比較】										
平成21年度	12.03	7.48	-4.06	7.5	0.5	1.42	1.47	0.05	10.61	0.75
平成22年度	-0.92	-0.25	0.68	7.7	-0.0	-1.58	1.78	3.41	0.65	0.05
平成23年度	2.36	2.15	-0.21	7.9	0.2	-0.72	1.92	2.66	3.09	0.24
平成24年度	9.29	9.52	0.21	8.1	0.7	-0.76	2.03	2.81	10.05	0.77
平成25年度	8.17	8.31	0.13	8.4	0.7	-0.36	2.23	2.60	8.53	0.68
【平成26年財政検証との比較】										
平成26年度	10.69	11.79	0.99	9.3	1.0	0.34	1.34	1.00	10.36	0.87
平成13～26年度平均	3.56	3.21	-0.34	-	0.3	0.27	2.16	1.88	3.29	-
平成18～26年度平均	3.62	3.31	-0.30	-	0.3	-0.11	2.05	2.17	3.73	-
平成22～26年度平均	5.82	6.20	0.36	-	0.5	-0.62	1.86	2.49	6.44	-

○年金積立金全体の実績(厚生年金+国民年金)

	実績					財政再計算上の前提			実質的な運用利回りの実績と再計算上の前提との差 (I)=(A)-(F)	差額
	実質的な運用利回り (A) =(B)÷(C)	名目運用利回り (B)	名目賃金上昇率 (C)	年度末積立金 (※) (D)	運用収益 (E)	実質的な運用利回り (F) =(G)÷(H)	名目運用利回り (G)	名目賃金上昇率 (H)		
	%	%	%	兆円	兆円	%	%	%	%	兆円
【平成11年財政再計算との比較】										
平成13年度	2.22	1.94	-0.27	144.3	2.8	0.98	3.50	2.50	1.24	1.78
平成14年度	1.34	0.17	-1.15	141.5	0.2	0.96	3.48	2.50	0.38	0.54
【平成16年財政再計算との比較】										
平成15年度	5.18	4.90	-0.27	145.6	6.9	1.98	1.98	0.00	3.20	4.48
平成16年度	2.94	2.73	-0.20	148.0	4.0	1.07	1.68	0.60	1.86	2.71
平成17年度	7.01	6.83	-0.17	150.0	9.8	0.50	1.81	1.30	6.51	9.38
平成18年度	3.09	3.10	0.01	149.1	4.6	0.21	2.21	2.00	2.88	4.24
平成19年度	-3.46	-3.53	-0.07	138.6	-5.2	0.21	2.51	2.30	-3.67	-5.38
平成20年度	-6.62	-6.86	-0.26	123.8	-9.3	0.29	3.00	2.70	-6.91	-9.39
【平成21年財政検証との比較】										
平成21年度	12.09	7.54	-4.06	128.3	9.2	1.42	1.47	0.05	10.67	12.96
平成22年度	-0.93	-0.26	0.68	121.9	-0.3	-1.58	1.78	3.41	0.64	0.81
平成23年度	2.39	2.17	-0.21	119.4	2.6	-0.72	1.92	2.66	3.11	3.71
平成24年度	9.33	9.56	0.21	126.0	11.2	-0.76	2.03	2.81	10.09	11.82
平成25年度	8.09	8.23	0.13	132.1	10.2	-0.36	2.23	2.60	8.45	10.47
【平成26年財政検証との比較】										
平成26年度	10.53	11.62	0.99	145.9	15.3	0.34	1.34	1.00	10.19	13.39
平成13～26年度平均	3.67	3.32	-0.34	-	4.4	0.32	2.21	1.88	3.35	-
平成18～26年度平均	3.64	3.34	-0.30	-	4.2	-0.11	2.05	2.17	3.75	-
平成22～26年度平均	5.79	6.17	0.36	-	7.8	-0.62	1.86	2.49	6.40	-

(※) 年度末積立金は時価で表示しており、

年度末積立金 = 前年度末積立金 + 運用収益 + 歳入(運用収益、積立金より受入)を除く等 - 給付費等 という関係になっている。([]は平成26年度の数値)
 [145.9兆円] [132.1兆円] [15.3兆円] [42.6兆円] [44.0兆円]

(注1) 運用利回りは運用手数料控除後のものであり、名目賃金上昇率は性・年齢構成の変動による影響を控除した名目標準報酬上昇率である。

(注2) 実質的な運用利回りは(1+名目運用利回り÷100)÷(1+名目賃金上昇率÷100)×100-100により求めている。

(注3) 平成13年度から平成22年度までについては、承継資産の損益を含んでいる。