

2015年11月16日 全9頁

# 公的年金運用改革は一元化後に本格化するか

## 被用者年金一元化を見据え各共済組合等も資産構成に変化がみられる

金融調査部 研究員  
佐川 あぐり

### [要約]

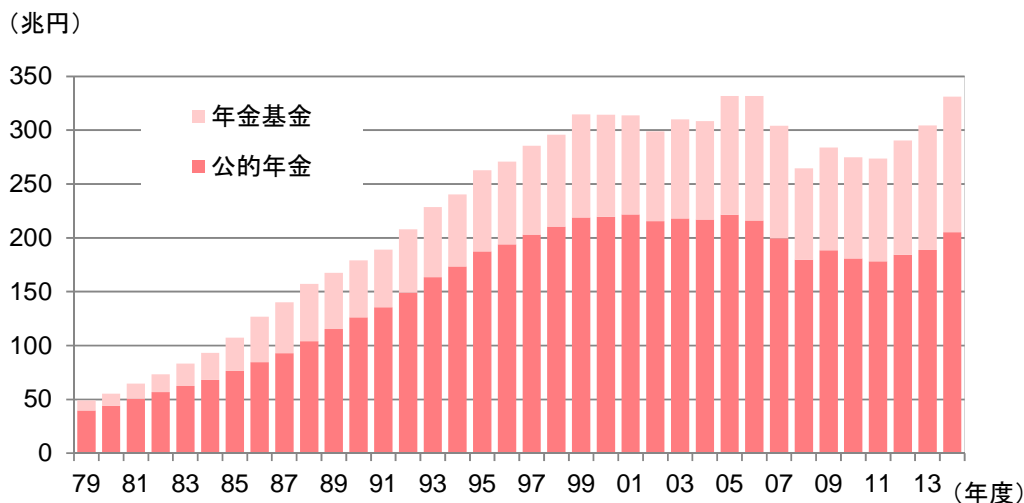
- 公的年金の資産総額は、205.4兆円と8年ぶりに200兆円を回復した。資産構成をみると、2000年代後半以降は、国債等の割合が徐々に低下し替わって株式・出資金、対外証券投資の割合が上昇している。これはGPIFの動きを反映したものとみられる。
- GPIFでは、運用対象の多様化、ベンチマークの多様化などの運用改革が本格化している。2014年10月には基本ポートフォリオの変更を公表し、その後の資産構成は、国内債券からリスク性資産へのシフトが進んでいることを示している。
- 被用者年金制度の一元化により、共済年金は厚生年金と一本化した。一元化後はGPIF及び各共済組合等は共通の運用方針の下、積立金の管理運用を行う。一元化前の各共済組合等の資産構成を確認すると、国内債券の比率は高いものの、リスク性資産へシフトする動きもみられる。
- GPIFの運用改革の背景には、少子高齢化により公的年金制度の維持が難しくなっていることがある。積立金の運用リターンの改善を図るべく、ポートフォリオ改革が進められているが、さらに高度化した分散投資を進めていくには、同時にガバナンス改革が必要になる。

### 1. 変化する公的年金の資産構成

日銀の資金循環統計によると、日本の年金資産は、2014年度末で331.2兆円となり、内訳は公的年金が205.4兆円、年金基金<sup>1</sup>が125.8兆円である。公的年金は、1990年代後半から2000年代前半にかけて200兆円を超える資産を保有していたが、世界金融危機等の影響を受け2000年代後半以降残高が減少していた。2014年度は運用環境が好調だったことから8年ぶりに200兆円を回復している。

<sup>1</sup> 年金基金の内訳は、企業年金（厚生年金基金、確定給付企業年金、確定拠出年金（企業型）等）と、その他年金（国民年金基金、勤労者退職金共済機構、中小基盤機構の小規模共済勘定、農業者年金基金、確定拠出年金（個人型））となる。日銀「資金循環統計の解説」、41～43ページ参照。

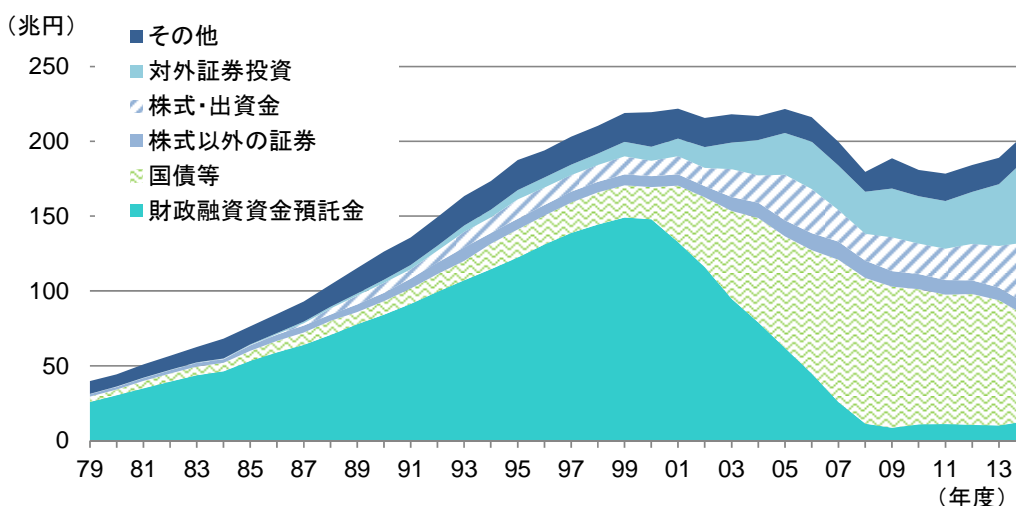
図表1 日本の年金資産



(出所) 日本銀行「資金循環統計」をもとに大和総研作成

公的年金とは、主に、厚生年金と国民年金の積立金を運用する GPIF<sup>2</sup>と被用者年金一元化前の共済年金である。その資産構成をみると、2000 年以降、財投改革による財政融資資金への預託金が減少するのに伴い、他の資産へシフトする動きがみられるが、そのシフト先は主に国債等であったといえる。しかし、預託金の償還が終了した 2008 年以降は、国債等の割合が徐々に低下しており、2009 年度末で 50.0%だったのが 2014 年度末時点で 34.3%となった。替わって投資割合が上昇してきたのが株式・出資金、対外証券投資である。これは、GPIF の動きを反映したものとみられる。

図表2 公的年金の資産構成



(注1) 「国債等」は、国庫短期証券、国債・財融債、地方債、政府関係機関債を含む。

(注2) 「株式以外の証券」は、「国債等」に含まれる資産を除く。

(注3) 「その他」は、現金・預金、貸出、預け金、未収・未払い金、その他を含む。

(出所) 日本銀行「資金循環統計」をもとに大和総研作成

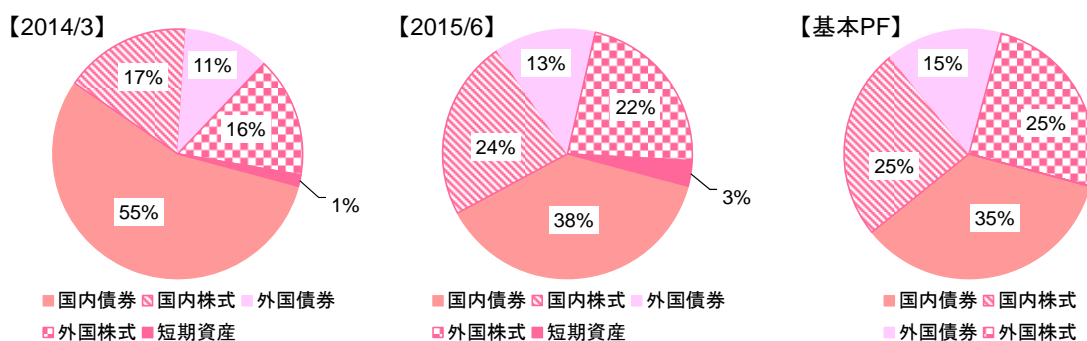
<sup>2</sup> 年金積立金管理運用独立行政法人 (Government Pension Investment Fund)。

## 2. GPIF においては、運用戦略の多様化が進む

『日本再興戦略 2013』（2013 年 6 月 14 日閣議決定）の一つとして、「公的・準公的資金の運用等についての検討」が挙げられ、同年 7 月 1 日に第 1 回有識者会議が行われた。有識者会議の議論の柱の一つが、「GPIF の運用に関することで、日本の低金利国内債を多く保有しすぎているのではないか<sup>3</sup>」ということであり、国内債券中心のポートフォリオからの脱却を見据えた、GPIF におけるポートフォリオ改革が検討課題となった。同年 11 月に提言を取りまとめた報告書が公表され、具体的には運用対象の多様化やベンチマークの多様化、アクティブ比率の引き上げなどが提言された。

これを受けて、GPIF の運用については大きな変化がみられる。2014 年 10 月に変更された、**新・基本ポートフォリオ【国内債券 35%（±10）、国内株式 25%（±9）、外国債券 15%（±4）、外国株式 25%（±8）】（変更日：平成 26 年 10 月 31 日）**では、国内株式、外国債券、外国株式のリスク性資産の割合が引き上げられた。公表前の 2014 年 3 月と直近の 2015 年 6 月で実際の資産構成割合を比較すると、国内債券が低下し、替わって国内株式、外国株式が上昇しており、国内債券中心のポートフォリオからの脱却が進んでいることがわかる。

図表 3 GPIF の資産構成割合と基本ポートフォリオ



(注) 基本ポートフォリオの変更日は、2014（平成 26）年 10 月 31 日。

(出所) GPIF「平成 25 年度業務概況書」、「平成 27 年度第 1 四半期運用状況」をもとに大和総研作成

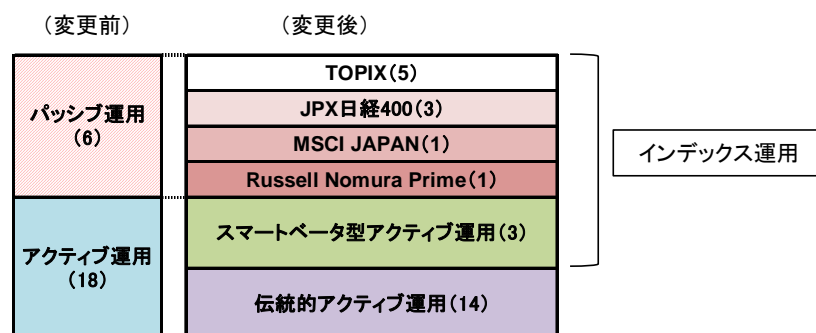
運用対象の多様化としては、2012 年度に新興国株式への投資が開始された。2014 年度末には資産総額（時価ベース）が 2012 年度末の約 2 倍となり、外国株式アクティブ運用資産の約 6% となっている。また、2013 年度には日本政策投資銀行及びカナダ・オンタリオ州公務員年金基金と共同でインフラ投資を開始しており、投資規模は 5 年程度をかけて最大総額約 2800 億円となるという。

ベンチマークの多様化については、2014 年 4 月に国内株式運用受託機関構成の見直しにおいて公表している（変更は 2013 年度の運用から実施されている）。パッシブ運用においては、従来の「TOPIX」に加えて「JPX 日経 400」など 3 つの新しいベンチマークが採用され、アクティブ運用においても伝統的なアクティブ運用に加えて、スマートベータ型のアクティブ運用が追

<sup>3</sup> 伊藤（2015）

加された（図表 4）。さらに、2015 年 10 月には外国債券運用の運用受託機関の選定結果が公表された。2014 年度の外国債券アクティブ運用においては、ベンチマークは「シティ世界 BIG 債券インデックス（除く日本円、ヘッジなし・円ベース）」のみ 7 ファンドであったのに対し、2015 年度は 8 つのベンチマークが採用され 21 ファンドが選定されている。

図表 4 GPIF における国内株式運用受託機関構成の変更のイメージ図（2013 年度より）



(注) ( ) 内はファンド数。

(出所) GPIF「平成 25 年度業務概況書」を基に大和総研作成

また、2014 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、2015 年 9 月には国連責任投資原則の署名機関となったことを公表している。スチュワードシップ責任を果たす一環として、ESG への取組みを強めることとしており、GPIF の資金が ESG 投資を通して社会の持続的な発展に貢献する企業へ流れる、新たな役割が期待されているといえるだろう。

一方で、有識者会議の議論のもう一つの柱が「高度な資産運用を戦略的に考えて実行するガバナンス体制が整っていないのではないか<sup>4</sup>」ということであった。国内債券からリスク性資産へ分散投資を進めるには、より高度な資産運用に精通した人材や組織が必要となるが、現在の GPIF では人員も少なく不十分という見解である。『日本再興戦略改訂 2015』（2015 年 6 月 30 日閣議決定）では、「GPIF については、ガバナンス体制について、年金制度、法人の組織論などの観点から今後の法改正の必要性も含めた検討を行うなど必要な施策の取組を加速すべく所要の対応を行う。」とされている。GPIF におけるガバナンス改革は、今後本格化していくといえよう。

### 3. 被用者年金制度の一元化により、共済年金は厚生年金と統合へ

GPIF 以外の公的年金である共済年金については上述のように 2015 年 10 月に「被用者年金制度の一元化等を図るための厚生年金保険法等の一部を改正する法律」（以下、被用者年金一元化法）が施行され、厚生年金に統一された。これまで被用者年金制度は、民間サラリーマンが厚生年金、公務員等が共済年金と区別されていたが、今後は厚生年金に一本化される。厚生年金と共済年金の制度的差異については、基本的に厚生年金に揃えて解消され、共済年金の上乗せ給付である職域部分は廃止が決定した。新たに「年金払い退職給付」制度が設立され、これは、民間サラリーマンにおける 3 階部分となる企業年金制度と同等の位置づけとなる。

<sup>4</sup> 伊藤（2015）

共済年金の積立金については、厚生年金の水準に見合った額を厚生年金の積立金（共通財源）、残った額を各共済組合等における経過的長期給付積立金<sup>5</sup>として仕分け、一元化後も引き続き各共済組合等が積立金の管理運用を行う。共通財源については、管理運用における基本指針（以下、積立金基本指針<sup>6</sup>という）が定められている。積立金基本指針は、管理運用主体<sup>7</sup>となる GPIF、国家公務員共済組合連合会（以下、国共連）、地方公務員共済組合連合会（以下、地共連）、日本私立学校振興・共済事業団（以下、私学共済）の各主務大臣<sup>8</sup>が定める。管理運用主体は、この積立金基本指針に則して共同でモデルポートフォリオを作成している。さらに、各主体は積立金基本指針及びモデルポートフォリオに則してそれぞれの管理運用の基本方針を定めている。

モデルポートフォリオは、前述した GPIF の基本ポートフォリオと同じ中心値、乖離許容幅を採用している。これまで、各共済組合等においても GPIF と同様に国内債券中心の資産構成であった。一元化後は、新しい基本ポートフォリオに則して運用が行われることになり、今後の各共済組合等の資産構成の変化が注目される。

#### 4. 一元化前における各共済組合等の運用状況

2014 年度末時点での GPIF および各共済組合等の資産残高を図表 5 に示した。共済組合等全体の資産残高は 52.9 兆円で、内訳は国共連（A）が 7.8 兆円、地方公務員共済組合全体（B、①～⑤の合計）が 40.9 兆円、私学共済（C）が 4.2 兆円であった。

図表 5 GPIF と各共済組合等の資産総額（2014 年度末）

	合計
GPIF	144.0
共済組合等(A、B、①～⑤、Cの合計)	52.9
国家公務員共済組合連合会(A)	7.8
地方公務員共済組合連合会(B)	21.1
地方職員共済組合(①)	0.2
公立学校共済組合(②)	5.4
警察共済組合(③)	2.9
全国市町村職員共済組合連合会(④)	10.5
東京都職員共済組合(⑤)	0.6
地方公務員共済組合の合計(B、①～⑤の合計)	40.9
日本私立学校振興・共済事業団(C)	4.2

(注) 単位は兆円。時価ベース。

(出所) GPIF、国共連、地共連、私学共済、地方職員共済組合、公立学校共済組合、警察共済組合、全国市町村職員共済組合連合会、東京都職員共済組合、の公表データをもとに大和総研作成

<sup>5</sup> 旧職域部分の給付に係る積立金。

<sup>6</sup> 2014（平成 26）年 7 月 3 日公布。

<sup>7</sup> 管理運用主体である GPIF、国共連、地共連、私学共済のほか、図表 5 に示す、地共連傘下の 4 共済組合・1 連合会（地方職員共済組合、公立学校共済組合、警察共済組合、全国市町村職員共済組合連合会、東京都職員共済組合）が、実質的に積立金の運用を行っている。後述参照。

<sup>8</sup> 厚生労働大臣（GPIF）、財務大臣（国共連）、総務大臣（地共連）、文部科学大臣（私学共済）の 4 大臣。

各共済組合等の運用状況については、それぞれディスクローズしている内容が異なるため、取得できるデータや情報等から推察したい。まずは、(A) 国共連、(B) 地共連、(C) 私学共済において確認する。資産構成の推移をみると、いずれも徐々に国内債券の比率が低下しており、程度の違いはあるだろうが、被用者年金制度一元化へ向けた取り組みが行われていたと推察される。

(A) 国共連については、国内債券の比率が2014年度末時点で66%と、地共連、私学共済と比較しても高い水準である。しかし、各共済組合等の中で唯一、被用者年金制度の一元化前の今年2月に現行の基本ポートフォリオへ変更しており、2013年度は外国株式、2014年度は国内株式の運用受託機関構成の見直しも行われている。運用状況の報告書には、保有債券の一部を売却し内外株式に資金投入が行われたことが明記されている。また、国共連は積立金の34%を財政融資資金に預託する義務があり、国内債券のうち5割以上が預託金となるが、一元化後はこの義務が廃止されることになった。2015年度も、国内債券から他の資産へシフトする動きがみられるだろう。

(B) 地共連は、図表5の①から⑤に示す各共済組合等の連合体であり、傘下の各共済組合等においても、積立金の管理運用を行っている。地共連は、各共済組合等から払い込まれる「組合払込金<sup>9</sup>」を積立金として管理運用しており、2014年度末時点で資産総額は21.1兆円である。地共連の事業内容の一つとして、傘下の各共済組合等で年金給付のための資金が不足した場合に、これを原資として必要な額を交付することになっている<sup>10</sup>。

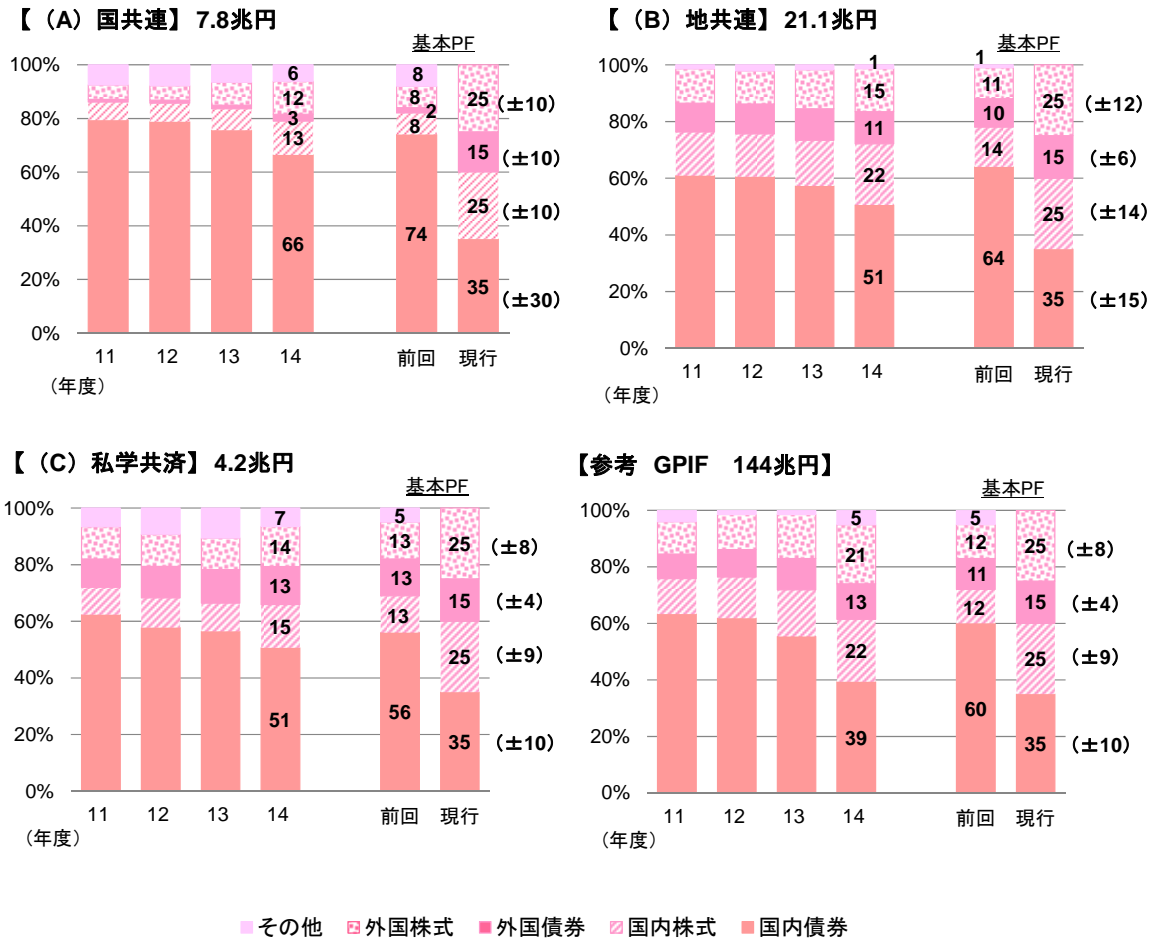
資産構成割合をみると、国内債券の比率が2014年度末時点で51%まで低下している。国内株式については22%と、国共連、私学共済と比較しても高い水準で、基本ポートフォリオの25%との乖離が-3%となっている。国内株式については好調な相場環境による時価上昇の影響も大きいだろうが、2014年7月、11月に国内株式アクティブ運用、国内株式インデックス運用における運用受託機関の選定結果が公表されており、資金投入も行われたとみられる。さらに2015年6月、8月には、外国株式アクティブ運用、外国債券アクティブ運用において運用受託機関の選定結果が公表されており、今後は外国株式、外国債券の比率が徐々に高まってくるとみられる。

(C) 私学共済においても、国内債券の比率は2014年度末時点で51%まで低下した。運用状況の報告書には、やはり、被用者年金制度の一元化を見据え、当初予定していた国内債券への投資資金の一部を内外株式や外国債券への投資に振り替えたことと明記されている。リスク性資産については、特に外国債券が13%と基本ポートフォリオの15%との乖離が-2%となっており、今後は国内株式、外国株式へのリバランスが行われるのではないだろうか。

<sup>9</sup> 各組合の各年度の収入（掛金・負担金）が支出（給付）を上回る場合には長期給付積立金が増加し、この場合、この増加額の30%を連合会に払い込むこととなっている。各組合の収入が支出を下回る場合には各組合は当面、各自積み立てている長期給付積立金を取り崩して給付に充てることとなっており、この場合、連合会への払込金はゼロとなる。地方公務員共済組合連合会、資金運用基本問題研究会「資金運用基本問題研究会報告書（平成17年6月）<http://www.chikyoren.or.jp/sikin/pdf/houkoku.pdf>」4ページ脚注2より抜粋。

<sup>10</sup> このような財政調整制度は、他の公的年金制度には見られない独自のものとされている。

図表6 GPIF および各共済組合等の資産構成推移



(注1) 国共連の資産は、「国内債券」に預託金、「その他」に短期資産、不動産、貸付金を含む。

(注2) 地共連の資産は、「その他」に短期資産を含む。

(注3) 私学共済の資産は、「その他」に短期資産を含む。

(注4) GPIFの資産は、「国内債券」に財投債、「その他」に短期資産を含む。

(注5) 時価ベース。

(注6) 現行の基本ポートフォリオについては、国共連が2015年5月、地共連、私学共済が2015年10月、GPIFが2014年10月から採用されている。

(出所) 国共連、地共連、私学共済、GPIFの公表資料を基に大和総研作成

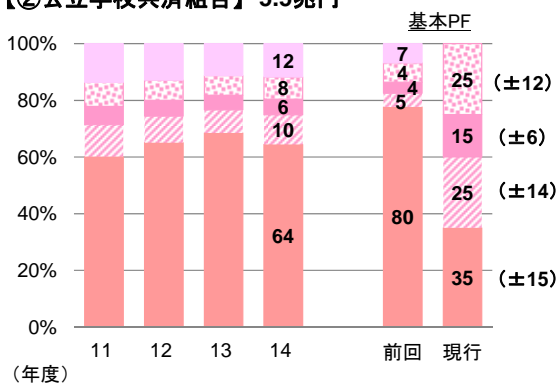
さらに、地共連の傘下の共済組合等のうちデータが取得できる、②公立学校共済組合、③警察共済組合、④全国市町村職員共済組合連合会について確認する。公立学校共済組合については、2011年度から2013年度にかけて国内債券の比率が上昇していた。2014年度は低下したが比率は64%と高く、前回基本ポートフォリオにおいて国内債券の比率が80%と他の共済組合等と比較しても高い水準であることから、特に国内債券中心の運用内容であったと推察される。警察共済組合は、共済組合等の中では最も分散投資が進んでいるといえよう。2014年度末の資産構成と現行の基本ポートフォリオを比較すると、外国債券(フルヘッジとノーヘッジの合計)の乖離幅が+9%と、国内株式、外国株式に比べて比率が高い。全国市町村職員共済組合連合会においては、2011年度以降の推移をみると、大きな変化が見られていない。しかし、四半期ごとの運用状況を公表しており、2015年6月末時点での最新の資産構成をみると、国内株式の比

率が 15.6%（2014 年度末）から 16.9%（2015 年 6 月末）へと上昇している。今後、これら共済組合等においても、現行の基本ポートフォリオに向けて、国内債券から他の資産へのシフトが進んでいくだろうと思われる。

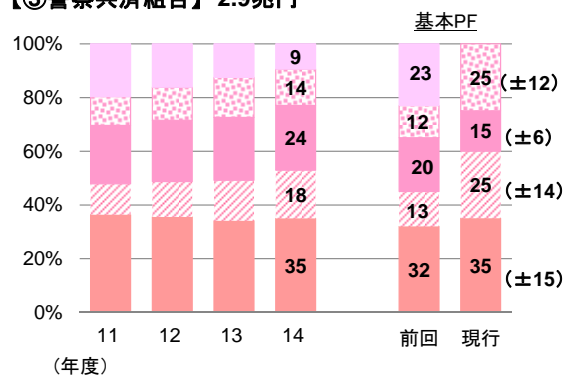
また、各共済組合等で公表している厚生年金の積立金における管理運用の方針の中にも、スチュワードシップ・コードに係る取り組みや、また株式運用における ESG 投資を考慮することの検討について明記されている。GPIF においては多面的な運用改革が本格的に進んでいるが、各共済組合等においても運用改革の波が押し寄せているといえよう。

図表 7 地共連傘下の各共済組合等の資産構成推移

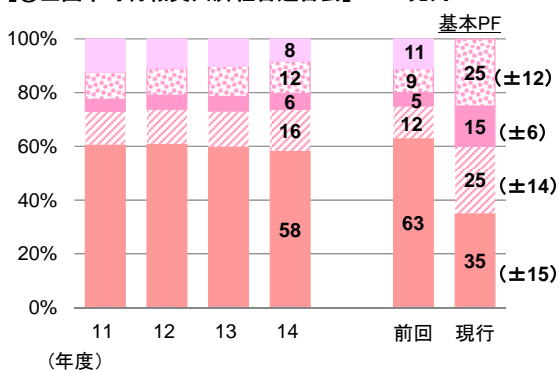
【②公立学校共済組合】 5.5兆円



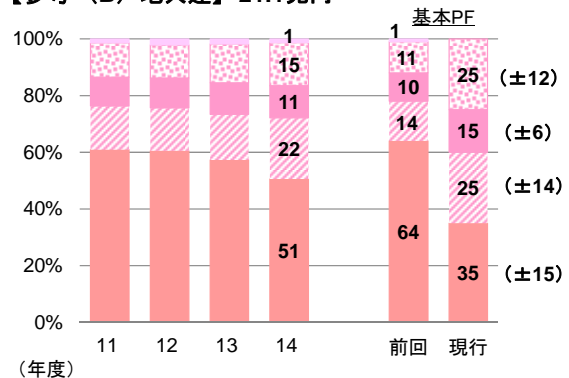
【③警察共済組合】 2.9兆円



【④全国市町村職員共済組合連合会】 10.6兆円



【参考 (B) 地共連】 21.1兆円



■ その他 ■ 外国株式 ■ 外国債券 ■ 国内株式 ■ 国内債券

(注 1) 公立学校共済組合の資産は、「国内債券」に生命保険、貸付等、「その他」に短期資産を含む。

(注 2) 警察共済組合の資産は、外国債券及び外国株式はそれぞれノーヘッジとフルヘッジの合計、「その他」に短期資産、2号・3号（地方公務員等共済組合法施行規程第 14 条第 1 項第 2 号及び第 3 号に掲げる不動産又は貸付金をいう。「長期経理の余裕金の運用に関する基本方針」（平成 14 年 7 月 31 日）、2 ページより抜粋）を含む。

(注 3) 全国市町村職員共済組合連合会の資産は、「その他」に短期資産等を含む。

(注 4) 地共連の資産は、「その他」に短期資産を含む。

(注 5) 時価ベース。

(注 6) 現行の基本ポートフォリオについては、いずれも 2015 年 10 月から採用されている。

(出所) 地共連、公立学校共済組合、警察共済組合、全国市町村職員共済組合連合会の公表資料をもとに大和総研作成



## 5. まとめ

被用者年金制度の一元化によって、共済年金は厚生年金に統一されるわけだが、積立金の運用については、共通の運用方針の下ではありながら、引き続き各共済組合等で行っていくことになった。GPIF 並びに各共済組合等の公表する基本ポートフォリオは、中心値はいずれも同じだが、乖離許容幅はそれぞれ異なる水準を採っている。例えば、ポートフォリオ上は内外株式 50%となっているが、乖離許容幅を考慮すると、各共済組合等の内外株式保有比率は 50%に近い数字ではあるかもしれないが、全く同じ比率ではないだろう。よって、短期的には運用結果に差が出るかもしれないが、長期的にみると運用リスクが分散されていると考えられる。

公的年金においては、少子高齢化の進行によって給付支出が保険料収入を上回り、積立金を取り崩し給付に対応している。しかし、積立金の取り崩しが永遠に続くわけではなく、また、保険料の引き上げや給付水準の引き下げ（マクロ経済スライドの本格適用等）、支給開始年齢の引き上げといった対応により、加入者の負担も大きい。そこで、積立金の運用リターン改善を図るべく、ポートフォリオ並びにガバナンス改革が進められているというのが、GPIF の運用改革の背景である。本稿で確認したように、GPIF の資産構成には大きな変化がみられるが、さらに高度化した分散投資を進めていくためには、やはりガバナンス改革が必要になるだろう。

### <参考文献>

- ・伊藤隆敏（2015）「公的年金運用改革の必要性と提言の背景」『証券アナリストジャーナル Vol. 53』， PP. 6-15.
- ・企業年金連合会「企業年金に関する基礎資料（平成 23 年 12 月）」
- ・大和総研レポート「公的年金の規模と資産構成（09 年度末）」（2010 年 11 月）土屋貴裕
- ・大和証券レポート「共済年金の日本株運用の現状と今後」（2015 年 7 月）塩村賢史