

2020年7月29日 全6頁

コロナ禍を受け年金資産は11.5兆円の減少

資金循環統計（2020年3月末）から見る年金資産の動向

政策調査部 研究員 佐川あぐり

[要約]

- 日本の年金資産（公的年金、年金基金）は、2020年3月末で378.3兆円と、前年同期と比べて▲11.5兆円減少した。2020年初以降、新型コロナウイルス感染症の拡大により生じた世界的な株価下落が影響している。
- 公的年金の残高は220.7兆円と前年比で▲11.6兆円減少した。株式等の残高が減少した一方、GPIFによる外国債券への投資拡大で、対外証券投資は残高、フローともにプラスが続いている。GPIFの基本ポートフォリオを踏まえれば、今後も対外証券投資の拡大傾向が続くだろう。
- 年金基金のうち、確定給付型年金は公的年金と同様に株価下落等により残高が減少し、足元では積立不足が拡大した。一方、企業型DC（Defined Contribution：確定拠出年金）やその他年金（小規模企業共済や個人型DCなど）は、資金流入の増加や株価変動の影響を受けにくい資産構成によって、それぞれ残高が増加した。
- 株価下落局面においては、年金積立金を株式で運用することに対する国民の不安の声が高まるが、長期的にみれば株式による収益は年金資産の増加に寄与している。

はじめに

日本銀行から公表された資金循環統計（速報）によると、日本の年金資産（公的年金¹、年金基金²）は2020年3月末で378.3兆円となり、前年比（2019年3月末比、以下同じ）で、▲11.5兆円、3.0%の減少となった。2020年初以降、新型コロナウイルス感染症の拡大の影響から生じた世界的な株価下落により、2020年1-3月期に保有資産の時価が下落したことに起因している。本レポートでは、2019年度における年金資産の動向を確認する。

¹ 公的年金に分類されているのは、GPIF（Government Pension Investment Fund：年金積立金管理運用独立行政法人）と共済組合等（国家公務員共済組合連合会、地方公務員共済組合連合会、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、日本私立学校振興・共済事業団の8機関）である。

² 年金基金に分類されているのは、企業年金（厚生年金基金、確定給付企業年金、企業型確定拠出年金等）と、その他年金（国民年金基金、勤労者退職金共済機構（中小企業退職金共済、特定業種退職金共済）、小規模企業共済、農業者年金基金、個人型確定拠出年金【iDeCo：イデコ】等）である。

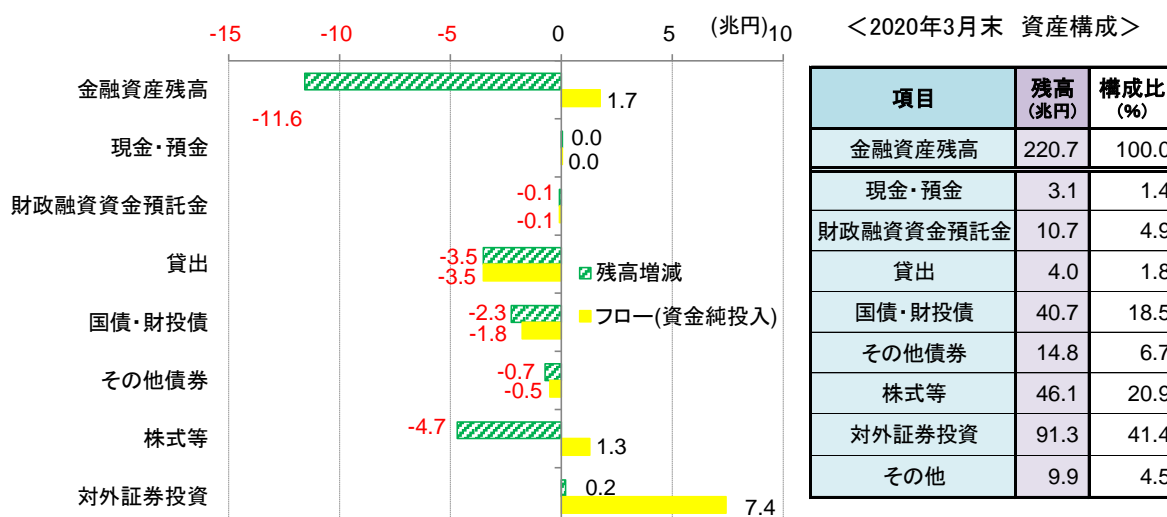
公的年金

2020年3月末の公的年金の資産残高は220.7兆円であり、前年比で▲11.6兆円減少した。2019年度には、7-9月期、10-12月期に株価上昇や円安進行を背景として保有資産の時価が上昇し、12月末の資産残高は243.8兆円と過去最高になった。しかし、2020年に入ると新型コロナウイルス感染症拡大の影響により世界的に株価が急落し、1-3月期には▲23.1兆円の残高が減少した。これは四半期ベースの減少幅としては統計が得られる範囲で最も大きかった。

金融資産別では、株式等の資産残高が46.1兆円と前年比で▲4.7兆円減少した。2019年度1年間のフローでは1.3兆円の資金純投入（買い越し）だったが、2020年1-3月の株価下落の影響が大きい。四半期ベースのフローは、株価上昇局面ではリバランスによる売却の動きも見られるが、年度ベースでは2015年度以降プラスが続いており、公的年金の株式を買い増す動きが続いている。公的年金の行動を株価の下支え要因の一つとみている市場参加者もいるだろう。

対外証券投資の資産残高は91.3兆円と前年比で+0.2兆円増えた。フローが同+7.4兆円と大きく、これはGPIFによる外国債券への投資拡大を示しているとみられる。2019年10月以降、GPIFは為替リスクをヘッジした外国債券を国内債券の資産構成割合に算入するとし、実質的に外国債券投資の枠を拡大していた³。利回りの低下が続く国内債券の代替としてヘッジ付きで外債への投資が行われていたため、外国債券としての乖離許容幅管理上の取り扱いを見直す必要があったからだ。2019年度まで適用されていたGPIFの基本ポートフォリオでは外国債券の割合は15%±4%とされていたが、2020年1-3月期の株価下落もあり、為替ヘッジなしの外国債券の割合が3月末には22.22%まで高まった。

図表1 公的年金の金融資産の状況（2019年度）と資産構成（2020年3月末）



(出所) 日本銀行「資金循環統計」より大和総研作成

³ GPIF「2019年度業務概況書」参照。

国内債券の利回りが低下している一方で、外国債券の金利が相対的に高いという状況も踏まえ、GPIFは2020年度から今後5カ年の新しい基本ポートフォリオを採用している⁴（図表2）。債券と株式とが50%ずつという割合に変更はないが、国内債券の資産配分が35%から25%へと引き下げられ、外国債券が15%から25%へと引き上げられた。また、乖離許容幅は、これまで各4資産ベースの数値だけが示されていたが、リスク管理を強化するために、今回から株式と債券という2資産ベースの数値も設定された。前述の通り、2020年3月末で外国債券（為替ヘッジなし）の構成比は22.22%であり、これを基準とすれば3%程度の、外国債券の許容幅を考慮すれば8%超の買い余力が生まれたことになる。今後、資金循環統計上では、公的年金による対外証券投資のフローと残高がプラスとなりやすい一方で、国債・財投債のフローと残高はマイナスとなりやすいだろう。

図表2 GPIFの基本ポートフォリオ ※2020年4月1日から変更

(変更前)		国内債券	外国債券	国内株式	外国株式
資産構成割合		35%	15%	25%	25%
乖離許容幅		±10%	±4%	±9%	±8%

↓

(変更後)		国内債券	外国債券	国内株式	外国株式
資産構成割合		25%	25%	25%	25%
乖離許容幅	各資産	±7%	±6%	±8%	±7%
	債券・株式	±11%		±11%	

(出所) GPIF「基本ポートフォリオの変更について」より大和総研作成

年金基金

◆企業年金<確定給付型年金>

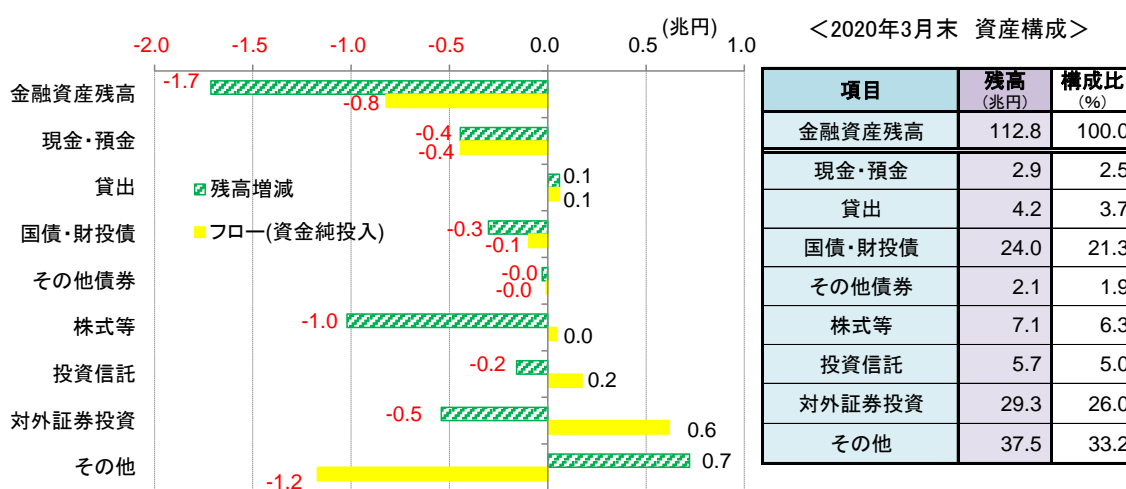
2020年3月末の確定給付型年金（厚生年金基金、確定給付企業年金（DB: Defined Benefit）等）の資産残高は112.8兆円と、前年比で▲1.7兆円減少した。2019年度は、公的年金と同様、2019年内の株価上昇や円高進行によって時価ベースでみたバランスシートの改善が進み、確定給付型年金の資産に計上される対年金責任者債権（年金責任者にとっての負債であり、いわゆる「積立不足」を表す）が2019年12月末時点では2019年3月末と比べて3.3兆円減少した。2004年度末には57.7兆円あった積立不足は増減しながらも近年は20兆円台まで減少している。ただ、株価下落等の影響が大きかったことで2020年3月末には25.5兆円となり、積立不足は2019年12月末と比べて4.9兆円増加した。積立不足の大幅な増加は企業財務に大きな影響を与え得る。今後は、運用環境の激変に伴う将来の年金財政悪化リスクへの備えとして、DBにおけ

⁴ 国家公務員共済組合連合会、地方公務員共済組合連合会、日本私立学校振興・共済事業団においても2020年4月1日から新しい基本ポートフォリオ（モデルポートフォリオ）が採用されている。資産構成割合はGPIFと同じ。乖離許容幅は各機関で異なる。

るリスク対応掛金⁵の導入を検討する動きが広まるのではないかと。

金融資産別では、2020年1-3月期の株価下落等の影響が大きく、株式等の資産残高が7.1兆円、対外証券投資が29.3兆円と、前年比でそれぞれ▲1.0兆円、▲0.5兆円の減少となったが、フローはいずれもプラスであった。過去のフローを見ると、株式等は2010年度から17年度まで、また対外証券投資は2011年度から18年度までマイナスが続いていた。背景には、適格退職年金や厚生年金基金の実質的な制度廃止等による資産売却の動きがあったが、その後は両者ともプラスに転じており、そうした動きはほぼ終了したとみられる。

図表3 確定給付型年金の金融資産の状況（2019年度）と資産構成（2020年3月末）

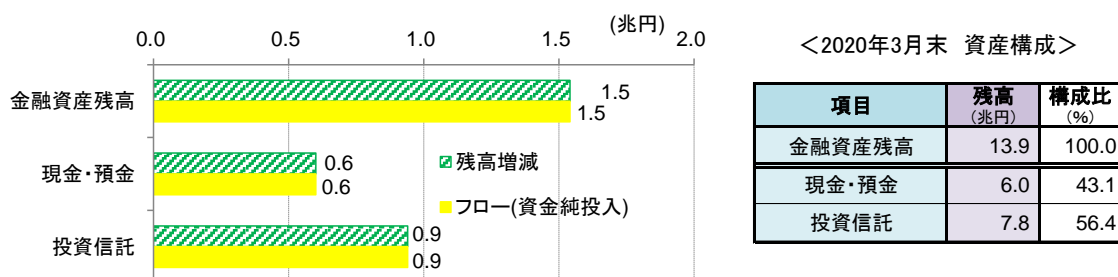


（出所）日本銀行「資金循環統計」より大和総研作成

◆企業年金＜企業型DC（Defined Contribution：確定拠出年金）＞

2020年3月末の企業型DCの資産残高は13.9兆円と、前年比で+1.5兆円増加した。資金循環統計における企業型DCの金融資産は、主に現金・預金と投資信託（以下、投信）であり、残高増加の内訳は、投信が+0.9兆円、現金・預金が+0.6兆円であった。

図表4 企業型DCの金融資産の状況（2019年度）と資産構成（2020年3月末）



（注）速報段階ではストックのみが推計されており、フローはストックの差分とされている。

（出所）日本銀行「資金循環統計」より大和総研作成

⁵ リスク対応掛金は、不況期等の掛金増加につながらないように、あらかじめ将来発生するリスクを特定し、労使合意によりその範囲内で上乗せの掛金を拠出することができる仕組みである。2017年1月に導入され、同時に、リスク対応掛金の拠出を前提とした「リスク分担型企業年金」というDBの新たな仕組みも導入された。

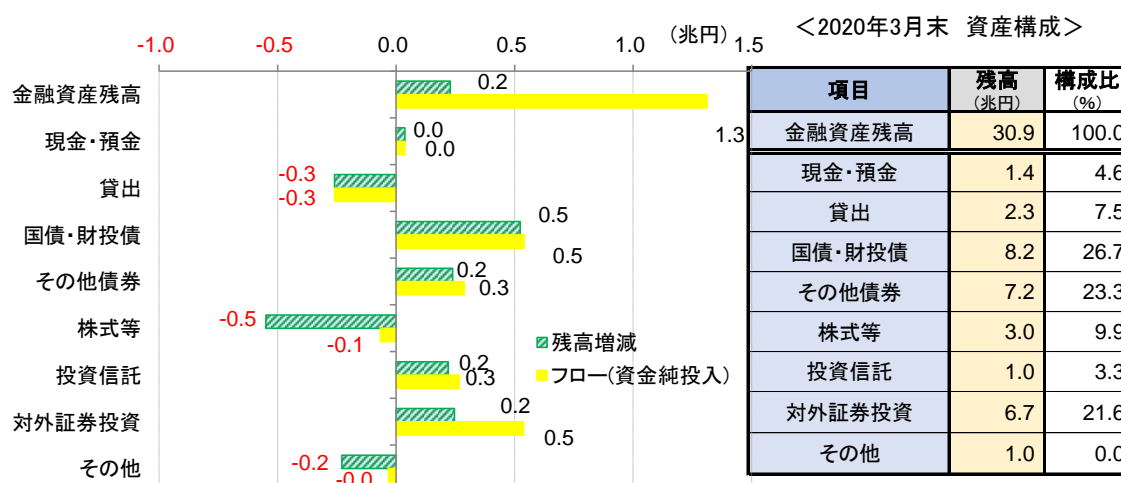
企業型 DC の資産構成は、2001 年の制度スタート以降、元本確保型の商品である預貯金と保険が中心であったが、2012 年以降は徐々に投信の割合が高まってきた。着実にフローが増えてきたことに加え、株価上昇や円安進行により投信の基準価額が上昇したことも背景にある。株価下落局面では、損失回避のために投信への資金拠出の配分割合を下げたり、投信から預貯金や保険へと資産の入れ替えをしたりした加入者もいただろう。だが、過去の株価下落局面においてもフローはプラスであり、資金は純投入されていた。短期的な株価動向に影響されない着実な投信購入は、株価が低い時に多くの投信を購入することになり、その後の相場上昇によって長期的な資産の増加につながるということだろう。

◆その他年金

2020 年 3 月末のその他年金の資産残高は、30.9 兆円と前年比で+0.2 兆円増加した。2019 年度は、株価上昇や円安進行の影響を受けて資産残高が増加していたが、1-3 月の株価下落による残高減少で、それまでの増加分はほぼ相殺されて微増にとどまった。

資産構成を見ると、国債・財投債とその他債券の資産残高が全体の半分を占めており、国内債券の比率が高い。その他年金に含まれる小規模企業共済や中小企業退職金共済などは、高い利回りよりも安定的な給付を目的として資産運用を行っている。2019 年度はフローが+1.3 兆円であり、内訳は国債・財投債が+0.5 兆円、その他債券が+0.3 兆円である。株価変動の影響が小さい資産構成であったことが、株価下落による資産全体の減少をある程度抑えたと言えよう。

図表 5 その他年金の金融資産の状況（2019 年度）と資産構成（2020 年 3 月末）



(出所) 日本銀行「資金循環統計」より大和総研作成

近年は、自助による資産形成の意識が広がりつつあり、制度の加入者数の増加とともに掛金収入も増えている。保守的な運用内容と着実なフローの増加が、安定的な資産増加につながっているのだろう。また、中長期的な視点で期待したいのが個人型 DC (iDeCo) 拡充に伴う投信の増加だ。その他年金における投信の残高は 2019 年 12 月末に初めて 1 兆円を超えた。iDeCo につい

ては、加入資格年齢の上限が 60 歳から 65 歳に引き上げられるなどの制度拡充が進められ、加入者数の増加が見込まれている。資金流入額も堅調に推移しており、今後もこの傾向が続くのではないかと。

株式運用に対する国民の不安の声は高まるが

2019 年度の年金資産の動向をまとめると、2019 年 10-12 月期までは株価上昇や円安進行による資産価格の上昇を受け残高が増加するなど、概ね堅調に推移した。だが、2020 年に入り新型コロナウイルス感染症の拡大で生じた世界的な株価下落の影響は大きく、年度ベースでみた場合には残高が減少した。特に、公的年金の残高減少が大きく、GPIF の 2019 年度運用実績は、収益率が▲5.2%、損失額は▲8.3 兆円で、特に 2020 年 1-3 月の運用損失は▲17.7 兆円と 1 四半期としては過去最大の損失幅となった。

GPIF が運用損失を計上すると、年金積立金を株式で運用することに対する国民の不安の声が高まる。だが、現在の公的年金制度の仕組み上、年金積立金の運用収益や元本は先行き概ね 100 年の計算の中で、年金財政が均衡するように活用されるものである。GPIF の運用損失が、ただちに当面の年金給付の減額といった影響を及ぼすことはない。

長期的な年金運用では、短期の相場変動により資産構成割合を頻繁に変更するよりも、基本ポートフォリオで定めた資産構成割合を長期間維持していく方が、効率的で良い結果となることが知られている。GPIF では、年金財政上求められる運用利回りを最低限のリスクで達成するように基本ポートフォリオを定め、これを適切に管理運用することで長期的な収益の確保を目指している。つまり、収益の大半は資産配分（基本ポートフォリオ）によって決まるため、基本ポートフォリオの構成割合を維持するようにリバランスしていくことが重要となる。

これまでの株価下落局面においても、基本ポートフォリオに沿って株式のリバランス（買い増し）が行われてきた。GPIF が自主運用を開始した 2001 年度から 2019 年度までの累積収益額は 57.5 兆円に上るが、このうち、2014 年 10 月の基本ポートフォリオ変更の影響が反映された 2014 年度から 2019 年度の直近 6 年間の累積収益額は 21.8 兆円であった。内訳は、国内株式が 7.7 兆円、外国株式が 7.0 兆円と、2 資産で全体の約 2/3 を占めている。単年度ベースでは大きく変動しているが、直近 6 年間の累積で見れば、株式運用は収益額に大きく寄与している。

足元 2020 年度に入り、国内外の株式相場は持ち直しており、4-6 月の GPIF の運用実績は大幅に収益を回復したと推察される。しかし、新型コロナウイルス感染症拡大による経済社会への影響が見通せない中、今後も株価急落で一時的な損失が計上されることは想定される。中長期的には、基本ポートフォリオによって管理運用していくことが必要だが、今後 GPIF には、市場動向を注視しつつ、基本ポートフォリオ策定時に想定した運用環境から乖離がないか、検証を重ね、必要に応じて見直しの検討も行っていくことが求められる。