

2023年3月22日 全9頁

公的年金の好調な運用実績は将来の受給水準を押し上げるか

試算では所得代替率が1.3%pt改善する結果に

経済調査部 シニアエコノミスト 末吉 孝行

[要約]

- 2024年夏頃には5年に1度の公的年金の財政検証が予定されている。モデル年金の所得代替率（現役世代の平均手取り収入額に対する比率）など、将来の給付水準や年金財政の見通しなどが公表されるため、注目度は高い。
- 公的年金のこれまでの保険料収入のうち給付等に充てられなかったものは、積立金として金融市場で運用されており、年金財政の安定化に活用される。近年の積立金の運用成績は好調で、前回の2019年の財政検証の結果にこれを反映すると、最終的な所得代替率は50.8%から1.3%pt改善し、52.1%になると試算される。
- ただし、年金財政には人口動態や賃金動向が大きな影響を与える。少子高齢化の一層の進展や、賃金停滞の長期化が見込まれれば、将来の年金財政の姿も悪化する。政府内では積立金の計算方法の変更も議論されており、次回の財政検証で必ずしも所得代替率が改善するとは限らない。

はじめに

政府は公的年金について、先行き約100年間の財政状況や給付水準の見通しなどを作成・公表している。この作業は財政検証と呼ばれ、少なくとも5年に1度行うことが法律によって政府に義務付けられている。直近では2019年に実施され¹、次回は2024年夏頃となる予定だ。

財政検証で公表される項目の中でも注目度が高いのが、所得代替率である。夫が平均賃金で40年間働いたサラリーマン、妻が40年間第3号被保険者である世帯が受給する「モデル年金」の新規裁定時（受給開始時）の金額と、現役世代の平均手取り収入額との比率を示すものだ。

賦課方式である公的年金制度の下、現役世代の過重な負担を回避するため、年金の保険料率に

¹ 2019年財政検証についての詳細は、佐川あぐり「[2019年財政検証をどう見るか 将来見通しに大きな改善は見られず、制度改革が急がれる](#)」（大和総研レポート、2019年9月5日）を参照。

は上限が固定されている²。その財源の範囲内で将来にわたる給付を確保するには、給付水準を抑制していく必要があるため、2004年にマクロ経済スライドと呼ばれる仕組みが導入された。毎年度の給付水準を賃金や物価の伸びの範囲内で抑制する仕組みである³。マクロ経済スライドはデフレ下では十分な効果を挙げることができなかつたが⁴、今後、賃金と物価の好循環が実現すれば、マクロ経済スライドによって新規裁定時のモデル年金の所得代替率が低下していくことが予想されている。

マクロ経済スライドが発動される期間は給付水準調整期間（以下、調整期間）と呼ばれ、所得代替率が低下する。例えば2019年の財政検証では、マクロ経済スライドにより所得代替率が2019年度の61.7%から、基礎年金の調整期間の終了年度とされた2047年度の50.8%になることが示されている（代表的な見通しとされるケースⅢ⁵の場合。以下、特に断りのない限り2019年の財政検証について述べる場合はケースⅢを指す）。

ところで、公的年金制度は賦課方式であるが、これまでの保険料収入のうち給付等に充てられなかったものは積立金として金融市場で運用されており、年金財政の安定化に活用されている。

近年の積立金の運用成績は好調で、足元の積立金残高は前回の財政検証の想定を上回っている。積立金が増えるとマクロ経済スライドによる調整の必要性も緩和されるため、将来の給付水準は財政検証の見通しから上振れする可能性がある。そこで以下では、当社の計量モデルを用いて、積立金の動向についてみるとともに所得代替率への影響を考えたい。

財政検証の想定を上回る年金積立金の残高

公的年金の運用成績は好調

公的年金の積立金は国内外の株式・債券等で運用されている。政府が定める運用目標は「賃金上昇率+1.7%」で、2019年の財政検証の想定と同様に設定されている。

2019～2022年度（2022年度は12月まで）の運用成績を見ると、平均で年率4.5%と目標（同2.4%（＝賃金上昇率年率平均0.7%⁶+1.7%））を大きく上回っている（**図表1左**）。2020年度の運用収益が国内外の株式を中心に37.8兆円に達し、名目運用利回りが24.0%となった影響が大きい⁷。本稿執筆時点では、2022年度の運用利回りはマイナスが見込まれるが、それを考慮しても積立金は2019年の財政検証の想定から29兆円程度上振れしているとみられる（**図表1右**）。

² 私学共済以外の保険料率は18.3%に固定されている。私学共済の保険料率は本稿執筆時点で18.3%を下回っているが、2027年にかけて18.3%に上昇していくことが決まっている。

³ 毎年度の公的年金の改定率の決まり方の詳細は、佐川あぐり「[2021年度の年金額はマイナス改定 将来の年金のために、マクロ経済スライドの名目下限措置は撤廃を](#)」（大和総研レポート、2021年2月10日）を参照。

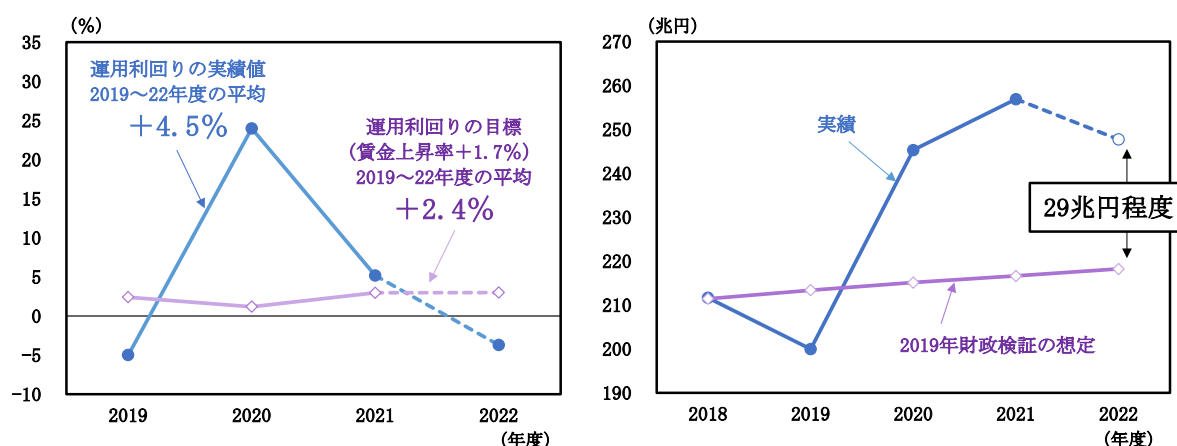
⁴ これまでマクロ経済スライドが完全に発動されて年金額が調整されたのは2015年度、2019年度、2020年度である。また2023年度もマクロ経済スライドによる調整が予定されている。

⁵ 財政検証で提示された6ケースの中のケースⅢ（人口の前提は出生・死亡とも中位、経済前提については経済成長と労働参加が進むことを想定）。安倍首相（当時）は2020年4月14日の衆議院本会議答弁で、「代表的なケース」としてケースⅢの所得代替率を示している（出所：衆議院ウェブサイト）。

⁶ 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（共済組合分を含む）」であり、2019～2021年度はGPIF資料に基づく。2022年度の値は12月までで大和総研による推計値。

⁷ GPIF「2020年度 業務概況書」

図表 1：公的年金積立金の実質的な運用利回り（左）、公的年金積立金の金額（右）



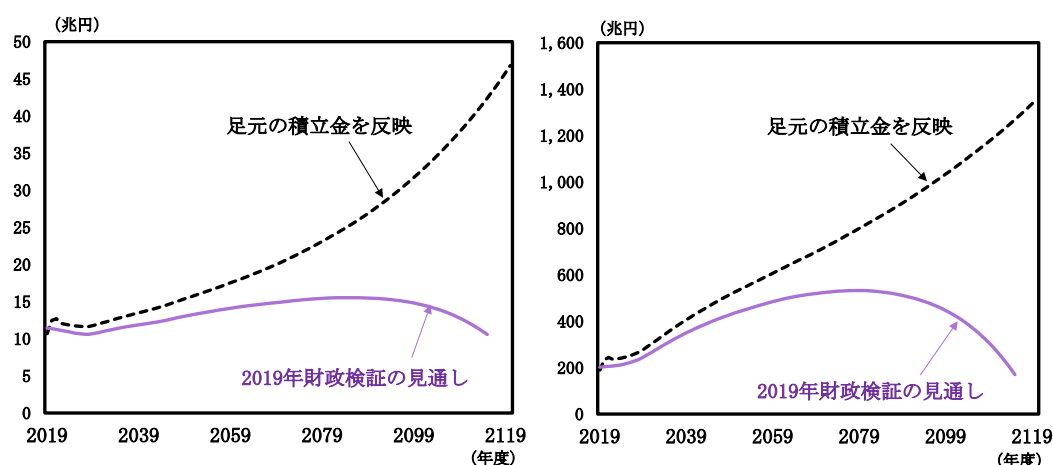
(注) 左図の実質的な運用利回りの2022年度は2022年12月までの値で、大和総研による推計値（賃金上昇率は足元の現金給与総額から推計）。右図は時価ベースで、実績の2022年度は2022年12月までの運用収益を反映した大和総研による推計値。2019年財政検証の想定はケースⅢに基づく。

(出所) 厚生労働省、GPIFより大和総研作成

将来の積立金も大きく上振れする可能性

そこで年金財政に関する当社の計量モデルを用いて⁸、2022年度までの積立金動向を反映させた試算を行った。積立金以外は2019年の財政検証と同様の前提を置き、2023年度以降の積立金について財政検証と同様の運用利回りを想定した。その結果、運用益の絶対額が大きくなることにより、将来の積立金がさらに大きく増加する結果となった（図表2）。

図表 2：公的年金の積立金の推計（国民年金：左、厚生年金：右）



(注) 2019年財政検証の想定はケースⅢに基づく。

(出所) 厚生労働省、GPIFより大和総研作成

なお、公的年金の制度には、自営業者や学生、専業主婦等が中心に加入する国民年金と、会社員や公務員等が加入する厚生年金の2つがある。国民年金からは基礎年金が、厚生年金からは

⁸ 当社の計量モデルの詳細は補論を参照。

基礎年金と報酬比例年金（以下、報酬比例）が給付される。積立金の規模は両者で大きく異なるが（2021年度末の積立金は、国民年金 12.7 兆円、厚生年金 244.6 兆円⁹）、運用はおおむね同様に行われている。いずれの積立金も、試算では財政検証の見通しから大きく上振れする。

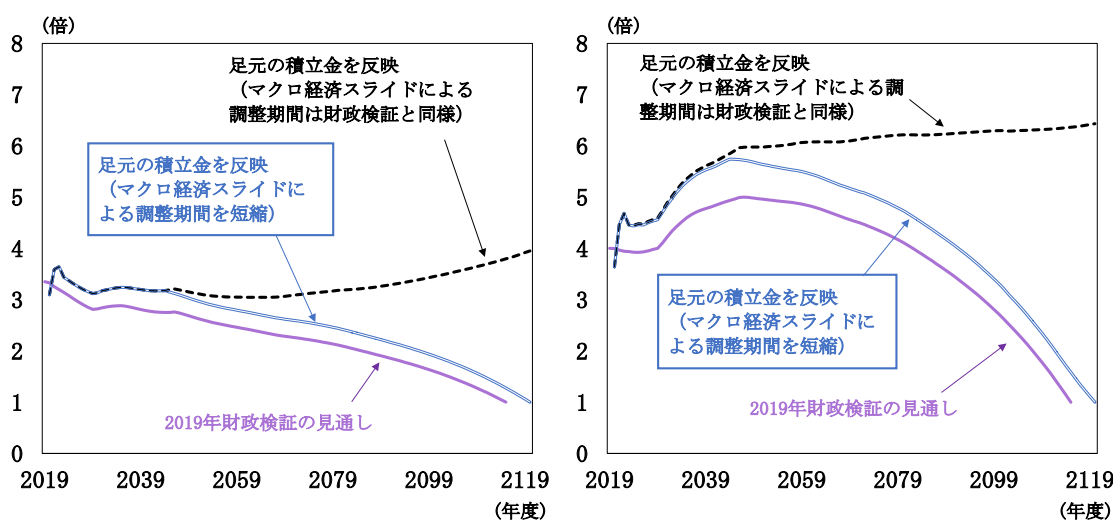
調整期間の前倒し終了で所得代替率は上昇

マクロ経済スライドによる調整期間は前倒しで終了が可能に

もともと、公的年金は有限均衡方式である。約 100 年間で年金財政の均衡を図っており、具体的には約 100 年後に積立金と給付費が同程度になることが目指されている。約 100 年間という期間が設定されている背景には、既に生まれている世代が年金の受給を終えるまでが約 100 年と考えられるからである¹⁰。

この有限均衡方式の下では、年金財政の長期的な計算において積立金が一方的に増加する姿は想定しない。現実の積立金が上振れすると、調整期間を短縮させて給付水準の抑制を緩和し（従来よりも緩和を増やし）、財政の均衡を図る仕組みになっている。

図表 3：公的年金の積立度合（積立金÷給付費）の推計（国民年金：左、厚生年金：右）



(注) 2019 年財政検証の想定はケースⅢに基づく。財政検証に基づき、「前年度の積立金÷当年度の給付費」を示したものの。

(出所) 厚生労働省、GPIF より大和総研作成

本レポートでの試算における「積立金÷給付費」（積立度合）を示したものが**図表 3**である。青の二重線は調整期間を短縮し 2120 年度に積立金と給付費がほぼ等しくなる（積立度合が 1 倍）ようにしたものだ¹¹。調整期間を短縮すると所得代替率の低下が抑制され、積立金を取り崩され

⁹ 厚生労働省 社会保障審議会 年金数理部会 資料 4 厚生労働省・財務省・総務省・文部科学省「令和 3 年度実績と財政検証における将来見通しとの比較」（2023 年 1 月 11 日）

¹⁰ この約 100 年間は財政均衡期間と呼ばれ、前回の財政検証では 2020 年度から 2115 年度までの 95 年間であった。定期的に行う財政検証ごとに財政均衡期間は移動しており、常に約 100 年後までの給付と負担の均衡が考えられている。

¹¹ 2019 年の財政検証では 96 年後の 2115 年度に向けた財政均衡が図られており、2024 年に予定されている次

る額も多くなるため、積立度合は調整期間を短縮しない場合（黒の点線）から大きく低下する。

このとき、調整期間は基礎年金で3年（終了年度は財政検証で2047年度だが、本レポートの試算では2044年度へ）、報酬比例で2年（同様に2025年度が2023年度へ）、それぞれ短縮される。

所得代替率は52.1%へと1.3%pt改善する見通し

調整期間が短縮される結果、所得代替率は2044年度に52.1%まで低下し、その後は同水準で横ばいとなる。2047年度にかけて50.8%まで低下するとされている財政検証と比べて、+1.3%ptの改善となる。内訳を見ると基礎年金が26.2%から27.1%へと+0.9%pt、報酬比例が24.6%から25.0%へと+0.3%pt¹²改善する。2019年の物価水準に換算すると、2047年度のモデル年金は、夫と妻の基礎年金が合計で月額4,400円程度、夫の報酬比例年金が同1,900円程度増える計算だ（図表4）。

図表4：積立金の増加を反映した所得代替率等の推計

モデル年金の受給水準 (2019年時点)	基礎年金		報酬比例		合計
	現役男子の手取り収入(35.7万円)に対する比率(所得代替率)	夫婦2人の基礎年金：13.0万円		夫の厚生年金：9.0万円	
	36.4%		25.3%		61.7%

モデル年金の受給水準	基礎年金		報酬比例		最終的な 所得代替率 (基礎年金+報酬比例)
	最終的な 所得代替率	調整期間 終了年度	最終的な 所得代替率	調整期間 終了年度	
2019年の財政検証	26.2%	2047年度	24.6%	2025年度	50.8%
筆者試算 (積立金の増加を反映)	27.1%	2044年度	25.0%	2023年度	52.1%
差分	+0.9%pt	3年前倒し	+0.3%pt	2年前倒し	+1.3%pt
差分(受給金額、2047年度) 2019年の物価水準ベース	+4,400円程度		+1,900円程度		+6,200円程度

(注) 2019年財政検証の想定はケースⅢに基づく。モデル年金の受給水準は新規裁定の値。四捨五入のため、数値が一致しないところがある。

(出所) 厚生労働省等より大和総研作成

回の財政検証では2120年度に向けた財政均衡が図られると考えられる。本レポートの試算でも2120年度に向けた財政均衡を想定している。

¹² 小数点以下第2位を四捨五入しているため、内訳の合計は合計に必ずしも一致しない。

人口動態や賃金動向等も次回の財政検証に大きく影響

報酬比例年金の水準調整は不要になるか

2019年の財政検証では報酬比例年金の調整期間は2025年度までとされ、基礎年金と比べて相対的に短い期間で終了する見通しが示されたが、現在の積立金の上振れを考慮すればさらに短縮され、2023年度に終了できる試算結果となった。もっとも調整期間の終了を実際に政府が判断するのは、2024年とみられる次回の財政検証を確認してからである。既に2023年度はマクロ経済スライドによる調整が実施されることが決まっており¹³、当面は報酬比例年金も調整は続くとみられる。終了時期について具体的な判断が示されるとしても、次回の財政検証においてだろう¹⁴。

ただし、次回の財政検証では、本レポートの試算で示した積立金の動向に加えて、以下の点が大きく影響すると考えられる。

1つ目は人口動態である。2023年前半に社会保障・人口問題研究所が新しい将来人口推計を公表する予定であり、次回の財政検証はそれに基づいて実施される。新型コロナウイルス感染拡大の影響もあって婚姻数や出生数が減少しており、前回推計より若年層を中心に人口減少が進む姿が示される可能性が高い¹⁵。年金制度は若年世代から高齢世代への仕送りのシステムであるため、若年人口が減少すると給付水準も抑制される。そうすると報酬比例年金の調整も短期間では終わらないかもしれない。

2つ目は賃金動向である。マクロ経済スライドの発動は、賃金の十分な伸びを前提としている。2004年に現在の財政検証の仕組みができた際は、早期に所得代替率を低下させて年金財政の均衡化を図る（給付水準の調整を終わらせる）予定であった。しかし、現実の賃金の伸びが財政検証の想定を下回る状態が続いてきたため、マクロ経済スライドがなかなか発動されなかった。結果として、給付の抑制が不十分となり、新しい財政検証が公表されるたびに調整期間の終了年度が後ろ倒しされている（**図表5**）。だが、足元では賃上げムードが高まっている。賃金の持続的な上昇が見込まれば、今後の財政検証でこれまでのように調整期間の終了が後ろ倒しされる可能性は低くなるだろう。また、マクロ経済スライドの発動による効果以外にも、好循環として期待されている賃金上昇には年金財政を好転させる効果があると考えられる。賃金上昇は給付費と保険料収入をいずれも増加させるが、そのペースに違いがあるからだ。受給開始時の年金額は、その受給者の過去における各時点の賃金水準を新規裁定時の賃金と同じ水準に再評価した上で決定される（賃金上昇に対応した年金給付が保障される）ため、人々の賃金が上昇す

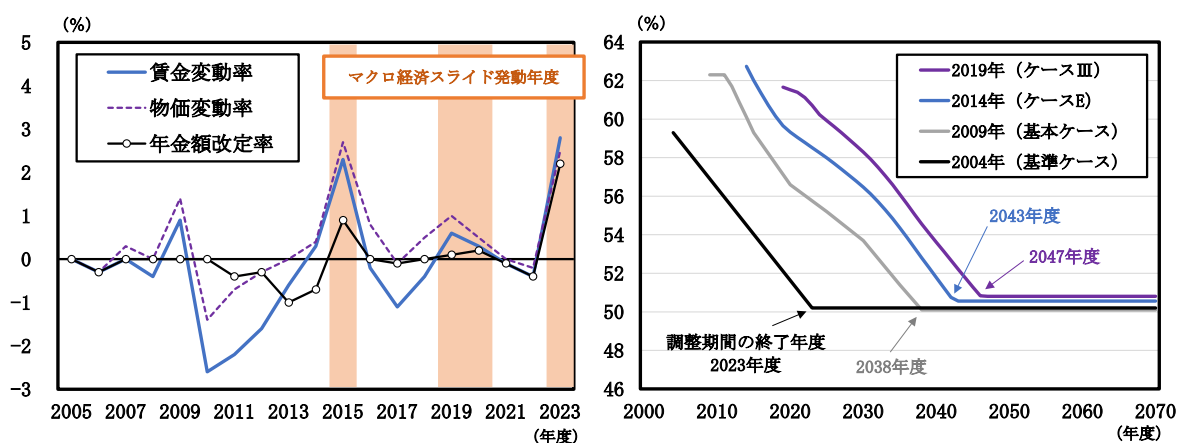
¹³ 厚生労働省「令和5年度の年金額改定について」（2023年1月20日）。

¹⁴ 国民年金法第十六条の二第三項、および厚生年金保険法第三十四条第三項に「政府は、調整期間において財政の現況及び見通しを作成するときは、調整期間の終了年度の見通しについても作成し、併せて、これを公表しなければならない」と規定されている。

¹⁵ 新型コロナウイルス感染症によって受給者数が大きく変動すれば年金財政にも影響があるが、WTO “Global excess deaths associated with COVID-19, January 2020 – December 2021,” May 2022によると、日本の高齢人口に与えた影響（新型コロナウイルスの影響によって増加したとみられる死亡者数/60歳以上の人口）は、2020年で▲0.035%、2021年で0.014%であり（数値が高いと新型コロナウイルス感染症による死亡者が多いことを示す）、年金給付額への影響は小さいとみられる。

れば受給額が増加することになる。また、新規裁定者（67歳以下）は年金額が賃金変動率でスライドされるため、賃金上昇局面では受給額が増加する。ただ、給付費は漸進的に増加することになると考えられる。なぜなら、受給者の圧倒的多数は既裁定者（既に年金を受給している68歳以上）であり、既裁定者の受給額は物価変動率で決まるからだ。賃金と物価の好循環が実現している経済とは、実質賃金が増加している状態を意味し、すなわち物価の伸びは賃金のそれを下回っていることから、賃金の伸びと対比すれば給付費はあまり増えない。もちろん、賃金上昇が持続すればその影響は徐々に年金受給者全体に及んでいくが、それには相応の時間がかかる。一方、保険料収入は賃金に連動するため、賃金上昇による年金財政へのプラスの影響は直ちに反映される。その結果、当分の間は年金財政が健全化すると考えられ、賃上げの進展は報酬比例の調整を短期化する方向に働くと思われる。

図表5：賃金変動率、物価変動率、年金額改定率（左）、各財政検証におけるモデル年金の所得代替率の見通し（右）



(注) 左図の賃金変動率、物価変動率は、年金額の改定に用いられる値で、厚生労働省の資料に基づく。網掛けはマクロ経済スライドが発動された年度。2009年度の賃金変動率はプラスであるが、年金受給額の本来水準が特例水準（1999～2001年度にかけて、物価が下落しているにもかかわらず年金額を据え置いたために、そうでない場合よりも多くなっている受給金額）を下回っていたという特殊事情により、マクロ経済スライドは発動されなかった。2013～2015年度の年金額改定率には、特例水準解消のために引き下げられた影響が含まれている（2013年度の改定率は特例水準解消が行われた10～3月の値）。右図の所得代替率は一部を線形補間している。

(出所) 厚生労働省より大和総研作成

3つ目は財政検証における積立金の考え方である。政府内では、積立金の単年度の変動をノイズとみなす議論がある。次回の財政検証では、積立金の実績値をそのまま使わず、運用収益を5年間均した値を反映するという「平滑化」が導入される可能性がある。これが導入されれば近年の運用の好成績による影響を認識する度合いが抑えられ、財政検証における積立金の初期値は実績値を下回って設定されることになろう。そこから算出される運用益は少額となり、その影響は将来にかけて大きくなる。前掲図表2で示したような積立金の上振れは見込めないとすれば、調整期間もさほど短縮されないのではないかと。

4つ目は基礎年金についてである。現行の制度や考え方が維持されるとすれば、基礎年金では報酬比例に比べて調整期間が極めて長くなり、所得代替率の低下幅が大きくなる。そのため、老

後の所得保障を目的とした公的年金の意義に沿わないという見方がある。国民年金と厚生年金の積立金を統合して、基礎年金と報酬比例の調整期間を一致させ、基礎年金の所得代替率の低下に歯止めをかけようとの意見もあるようだ。だが、そうなると報酬比例の調整期間は長期化することになるだろう¹⁶。

おわりに

本稿では、足元の積立金の状況を直近の財政検証に反映させ、所得代替率への影響を試算した。その結果、最終的な所得代替率が1.3%pt上昇することや、計算上は報酬比例年金の調整期間を2023年度に終了させることができる状態であることが示された。

もっとも公的年金を巡る状況は大きく変わり得る。今後、財政検証に影響を与える人口推計等が公表されるだろうし、賃金動向も見逃せない。政府内で仕組みを見直す議論も進んでいくと思われる。それらを織り込んだ2024年夏の財政検証が注目される。

補論. 年金財政に関する計量モデルについて

当社の年金財政に関する計量モデルは、上田淳二・寺地祐介・森田茂伸（2010）¹⁷に基づいて作成している。これまでの当社レポート¹⁸においても使用しており、給付費と保険料の構造を詳細にとらえている。

給付費の推計方法を概念図としてまとめたものが**図表 6**である。給付費は基礎年金と旧厚生年金、旧共済年金の3つに分けて推計しており、それぞれにおいて男女別・年齢別に推計した受給権者1人当たりの給付費と、人口動態の予測値や財政検証の基礎データから推計した受給権者数を掛け合わせることで制度別の給付額を計算している。別途推計された国民年金を合算することで給付総額が求められる。

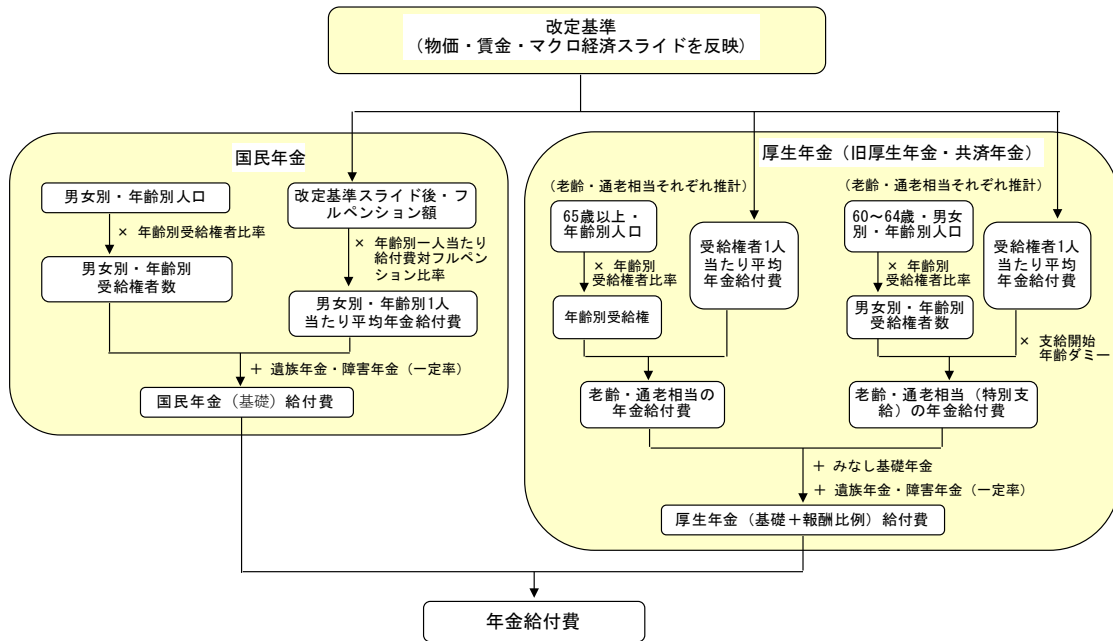
2019年財政検証で想定されている前提をこの計量モデルに適用し給付費等の予測値を作成すると、財政検証の予測値をほぼ再現することができる（**図表 7**）。そのため、前提を変えた場合に財政検証の結果がどのように変化するかについて、一定の確度で定量的に分析することが可能となっている。

¹⁶ 厚生労働省 第86回社会保障審議会年金数理部会 資料1「厚生労働省追加提出資料」（2020年12月25日）

¹⁷ 上田淳二・寺地祐介・森田茂伸（2010）「公的年金とマクロ経済・財政の相互関係分析のためのモデル構築」、京都大学経済研究所 Discussion Paper No.1008、2010年6月

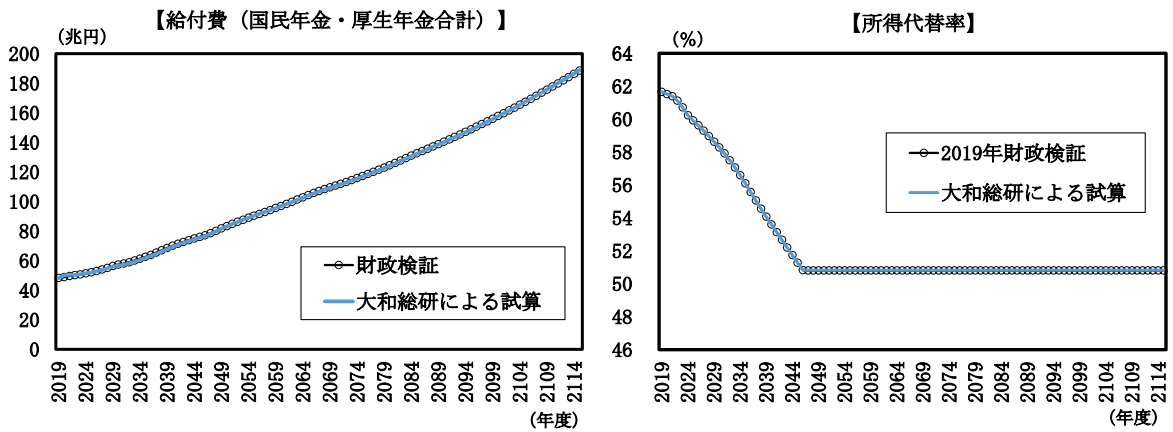
¹⁸ 武藤敏郎（監修）、鈴木準・近藤智也・溝端幹雄・神田慶司「[超高齢日本の30年展望 持続可能な社会保障システムを目指し挑戦する日本—未来への責任](#)」（大和総研レポート、2013年5月14日）など。なお本稿の推計においては、基礎年金と報酬比例の所得代替率がそれぞれ推計できるように、2013年当時のモデルから修正を行っている。

図表 6 : 計量モデルにおける年金給付費の推計方法 (概念図)



(出所) 大和総研

図表 7 : 2019年財政検証の予測値と当社の計量モデルによる再現の例 (左: 給付費、右: 所得代替率)



(出所) 厚生労働省より大和総研作成