

2025年2月19日 全5頁

年金積立金の平滑化メカニズムにリスクはないか？

GPIFの2024年度3Q運用実績と年金財政の動向

経済調査部 シニアエコノミスト 吉田亮平

[要約]

- 2025年2月、年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）は2024年度第3四半期の運用実績（収益率）を+4.31%と発表した。2024年4～12月の運用実績を年率換算すると+5.72%となり、厚生労働省の想定運用利回りを上回る結果となった。この運用実績を反映すると、公的年金の給付水準もわずかに上昇する見込みである。
- 2024年度の財政検証から積立金の評価方法に「平滑化」が新たに導入された。この仕組みは、過去の平均収益を基に収益の変動を5年間かけて反映させるものであり、年金政策が一時的な市場の変動に左右されることを防ぐ目的がある。実際の評価額は平滑化によって時価評価と差異が生じている。
- 2023年度を例に平滑化の仕組みを示すと、積立金運用実績+55.5兆円に対して、平滑化処理では、5年移動平均による想定損益だけを当期計上し、残りの損益を一旦当期損益から控除する。控除した損益は1/5ずつ5年間で反映するので、2019年度～23年度（今期と過去4期）の今期反映分を加えると、2023年度の計上損益は+31.5兆円となる。
- 平滑化による時価評価との差額は、徐々に反映されるので、2023年度末に約26兆円の未計上の「含み資産」があるといえる。この余力は今後の政策的選択肢を広げる可能性がある。しかし、運用収益が下振れした場合、過大評価された積立金を前提に年金政策を判断することになり、必要な改革が遅れるリスクがある。次回の財政検証に向けて評価方法の更なる検討が必要である。

1. GPIF の運用実績と年金財政への影響

2025年2月に年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）は2024年度第3四半期（3Q）の運用実績（収益率）が+4.31%であったと発表した。2024年4～12月の運用実績を年率換算すると+5.72%で、厚生労働省が2024年7月に発表した財政検証で想定する2024年度の運用利回り+5.40%を上回る結果となった（**図表1**）。この好調な運用実績は、米国トランプ大統領の経済政策への期待を背景とした外国株式・国内株式の堅調な推移、および円安が主な要因だ。

この運用状況を踏まえて、厚生労働省の財政検証「成長型経済移行・継続ケース」について、大和総研の独自モデルで簡便に試算したところ、年金の給付水準を示す尺度である「モデル年金の所得代替率¹」は0.04%pt上昇²したものの、ほとんど影響は見られない（**図表2**）。年金資産運用は想定に沿って推移しているようにみえる。

図表1：2024年度3Qの年金資産運用実績（収益率・運用利回り）

GPIF運用実績					財政検証	差
24年度1Q	24年度2Q	24年度3Q	24年度4Q	年率換算	24年度	24年度
3.65%	-3.57%	4.31%	-	5.72%	5.40%	0.32%

（注）財政検証は2024年7月発表の「成長型経済移行・継続ケース」の値。（正確には、年金財政への影響を分析する際は、名目賃金上昇率対比の運用利回りの「スプレッド」が重要だが、現時点では2024年度の名目賃金上昇率が明らかでないため、財政検証における2024年度の想定名目賃金上昇率を用いて検証している）。（出所）GPIF、厚生労働省より大和総研作成

図表2：運用実績を踏まえた所得代替率の試算

		財政検証	運用実績の影響
所得代替率	基礎	32.6%	+0.04%pt
	比例	25.0%	+0.00%pt
	合計	57.6%	+0.04%pt

（注）所得代替率は、2024年財政検証「成長型経済移行・継続ケース」を前提に大和総研の年金財政モデルで簡便に算出したモデル年金の所得代替率の試算値であり、マクロ経済スライドによる調整期間終了後の値。（出所）厚生労働省より大和総研作成

2. 年金積立金の評価方法「平滑化」の導入

2024年の財政検証から、年金積立金の評価方法に「平滑化」という新たな仕組みが導入された。平滑化とは、過去の平均収益を基に、収益の変動を5年かけて徐々に財政検証に用いる積立金に反映させる仕組みである。国民年金と厚生年金の積立金について、運用損益率の5年移

¹ 「モデル年金の所得代替率」とは、夫が平均賃金で40年間働いた会社員、妻が40年間第3号被保険者（専業主婦）である世帯が受給する新規裁定時（受給開始時）の年金の受給額と、現役世代の男性の平均手取り収入額との比率を指す。

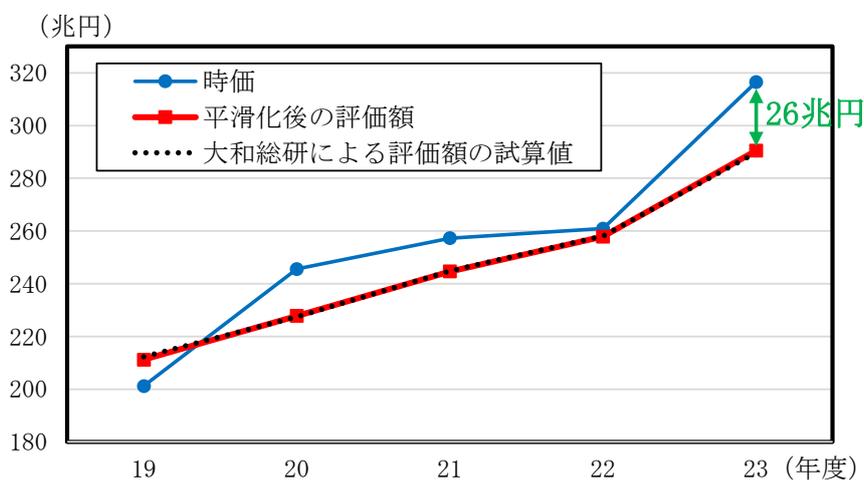
² 内訳は基礎年金が+0.04%pt、比例部分は±0.00%pt。所得代替率が上昇するのは、積立金が増えることで、基礎年金のマクロ経済スライドによる調整期間が短くなることが要因。比例部分は積立金が多く、このケースでは平滑化の有無にかかわらずマクロ経済スライドは発動しないため、直接の影響はない。

動平均を基準に平滑化後の評価額を大和総研が試算したところ、厚生労働省が発表する平滑化後の評価額とおおむね一致した（**図表 3**）。

平滑化の目的は、市場の一時的な変動に年金政策が左右されることを防ぐことにある。実際、運用損益が下振れした 2019 年度の時価評価は平滑化による試算値を下回り、逆に運用損益が上振れした 2021 年度の時価評価は試算値を上回った。このことから、平滑化は市場の変動をある程度吸収していることがわかる。

ただし、平滑化による評価額の差は約 26 兆円と大きい。財政検証で用いられた 2023 年度の積立金の評価額は国民年金 13.7 兆円、厚生年金 276.8 兆円に対し、時価評価では国民年金 14.5 兆円（財政検証比+0.8 兆円）、厚生年金 301.9 兆円（同+25.1 兆円）で、この差が主に³平滑化によるものである。

図表 3：年金積立金の時価、平滑化後の評価額、大和総研による評価額の試算値（国民年金と厚生年金の合計）



(注) 年金積立金の試算値は、時価の前年比の 5 年移動平均を想定損益として、残りの損益の 4/5 を翌年以降の 4 年間に均等に繰り越して算出。平滑化後の評価額は年金数理部会の決算資料を参照。

(出所) 厚生労働省より大和総研作成

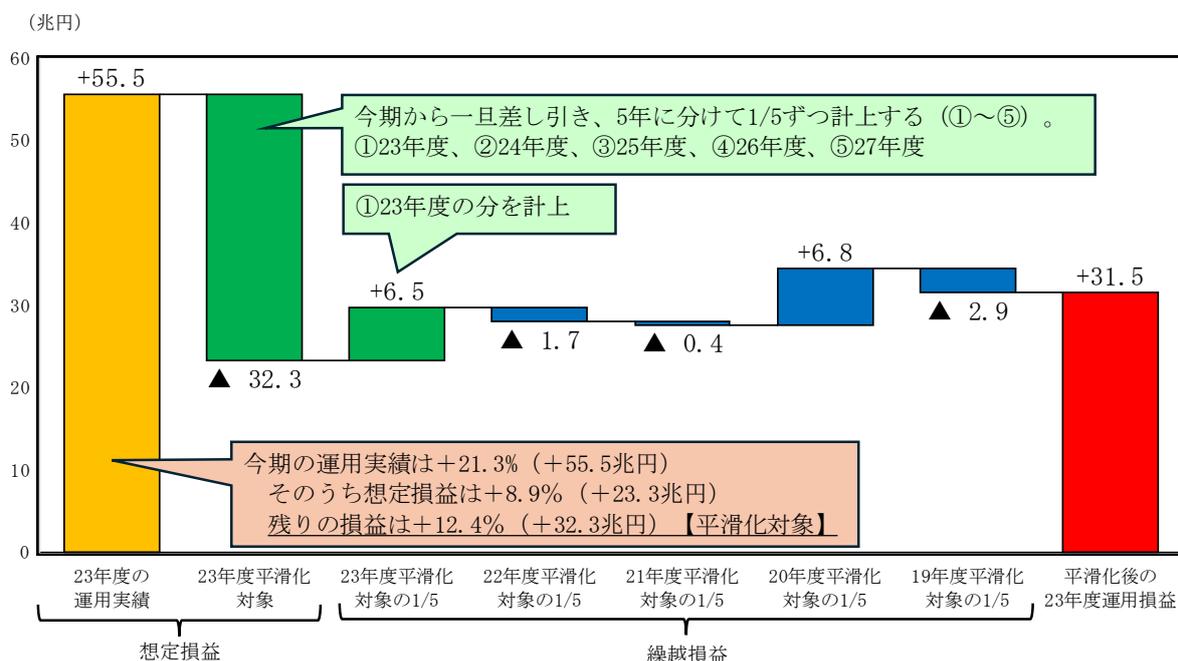
3. 平滑化による影響（2023 年度と 2024 年度の例）

図表 4 は、2023 年度の運用益を例として、平滑化による評価額算出方法を示したものである。2023 年度の積立金運用実績⁴は+55.5 兆円で運用利回りは+21.3%と顕著なプラスであった。運用損益の平滑化処理においては、まず 5 年移動平均である想定損益+8.9%を当期に計上する。実績が想定損益を上回る超過損益である+12.4%は平滑化対象となり、一旦今期の運用損益から差し引かれ、今期を含む 5 年間（2023～2027 年度）で均等に反映される。今期分と過去 4 年度分の繰越損益のそれぞれ 1/5（合計+8.3 兆円）が今期に計上され、最終的に 2023 年度に計上される運用損益は+31.5 兆円となる。

³ 財政検証では 2023 年度の積立金額に推計値（国民年金 13.7 兆円、厚生年金 236.3 兆円）を用いており、決算値における平滑化後の金額（国民年金 13.4 兆円、厚生年金 236.1 兆円）と若干の差がある。

⁴ 国民年金と厚生年金の合計。厚生労働省資料より厚生年金保険（第 1 号）・国家公務員共済組合・地方公務員共済組合・私立学校教職員共済制度・国民年金の積立金の値を参照し大和総研が算出。なお、GPIF はその一部を運用しているため、GPIF の 2023 年度運用実績（+22.67%）とは一致しない。

図表4：平滑化のメカニズム①：2023年度の年金積立金評価

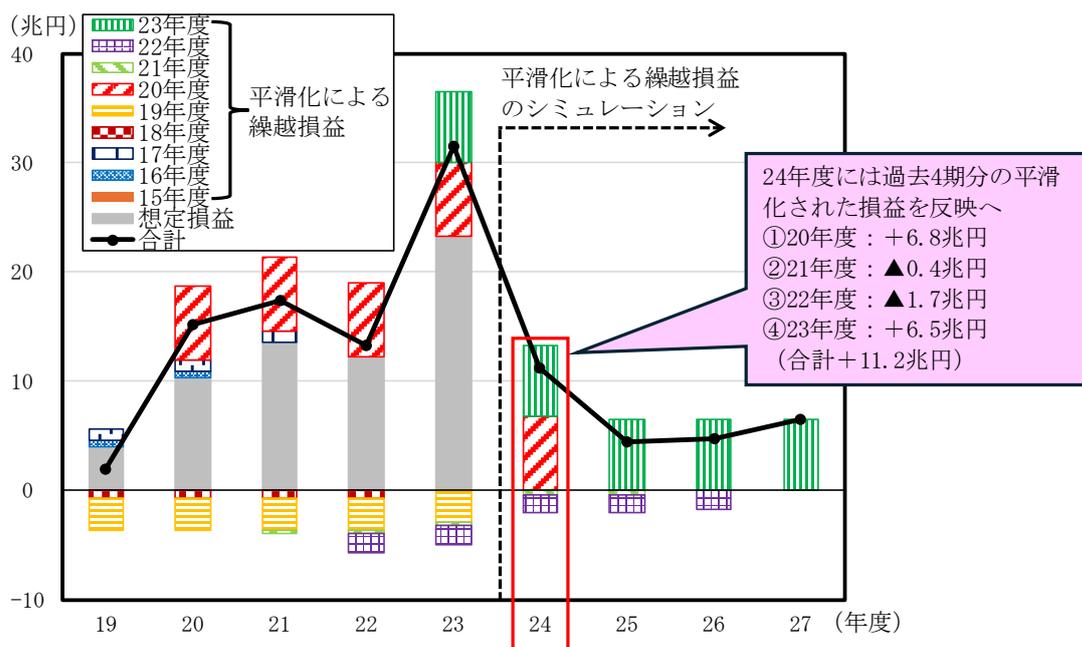


(注) 数値は小数点第二位を四捨五入しており、合計が一致しない場合がある。

(出所) 厚生労働省より大和総研作成

次に、2024年度以降の平滑化の影響に焦点を当てるため、繰越損益のみを反映した場合のシミュレーションをする(図表5)。このシミュレーションでは、繰り越し損益だけが反映されることとなり、平滑化のメカニズムがより鮮明に浮かび上がる。具体的には、2024年度には、2020～2023年度の4年間における各年度の繰越損益残高の1/5ずつが計上される。これにより、合計+11.2兆円が2024年度の損益として認識されることとなる。

図表5：平滑化のメカニズム②：平滑化の繰越損益による評価額試算



(注) 24年度以降のシミュレーションでは運用損益・想定損益を除き、繰越損益の影響を示した。

(出所) 厚生労働省より大和総研作成

4. 平滑化の潜在的なリスクと今後の検討課題

平滑化による時価評価との差額は、時間経過とともに徐々に反映されるので、2023 年度末時点で約 26 兆円の未計上の「含み資産」があるといえる。この余力は、年金財政の安定化に寄与するだけでなく、今後の年金改革における政策的な選択肢を広げる可能性も秘めている。

実際、平滑化を行わずに時価評価すれば、財政検証における積立金額の発射台となる 2023 年度の金額が増加するので、運用利回りの想定が同じでも、将来の積立金額の差はより大きくなる。もちろん、モデル年金の所得代替率も向上する（**図表 6**）。積立金を平滑化せずに、大和総研の独自モデルで試算すると、所得代替率は+0.99%pt 上昇⁵する。

しかし、運用収益が下振れした場合、平滑化はリスクをもたらす可能性がある。例えば、ある年度に 30 兆円の運用損失が発生した場合、その年度には 5 分の 1 の 6 兆円しか反映されず、残りの 24 兆円は 4 年かけて徐々に反映される。もし一過性でない下落が続いた場合、過大評価された積立金を前提に年金政策を判断することになり、必要な改革が遅れるリスクが生じる。上振れと下振れの場合分けをする低価法を採用するなど、次回 2029 年の財政検証に向けて更なる検討が必要である。

図表 6：モデル年金の所得代替率の試算

		【想定】 2024年 財政検証	【推計①】 24年度3Qまで の運用実績の 影響	【推計②】 23年度残高の 平滑化を しない影響	【推計①+②】 2つの影響 の合計
所得 代替率	基礎	32.6%	+0.04%pt	+0.95%pt	+0.99%pt
	比例	25.0%	+0.00%pt	+0.00%pt	+0.00%pt
	合計	57.6%	+0.04%pt	+0.95%pt	+0.99%pt

(注) 所得代替率は、2024 年財政検証「成長型経済移行・継続ケース」を前提に大和総研の年金財政モデルで簡便に算出したモデル年金の所得代替率の試算値であり、マクロ経済スライドによる調整期間終了後の値。

(出所) 厚生労働省より大和総研作成

⁵ 内訳は基礎年金+0.99%pt、比例部分±0.00%pt。所得代替率が上昇するのは、積立金が増えることで、基礎年金のマクロ経済スライドによる調整期間が短くなることが要因。比例部分は積立金が多く、このケースでは平滑化の有無にかかわらずマクロ経済スライドは発動しないため、直接の影響はない。