

公的年金運用のあるべきポートフォリオとは？

竹中 正治

2月1日にGPIF（年金積立金管理運用独立行政法人）の2018年10-12月期の運用実績が公表され、運用収益はマイナスの14・8兆円と単四半期では過去最大の損失となった。もちろん筆者を含むエコノミストらが以前から指摘しているように、公的年金資金という超長期の運用成績を四半期や単年度の運用実績で議論することは不適切極まりない。

一部の野党が主張する「公的年金の準備金という国民の資産を危険に晒している」という批判は、長期・分散の株式投資を「博打」と勘違いしているようなものだ。十分にリスク分散した形で株式などをポートフォリオに加えることで、短期・中期ではリターンの変動性は高まるが、長期ではリ

スク・プレミアムのみで高リターンが得られる。これは金融投資のイロハである。実際、独立法人化後の2006年-17年度（18年3月末）の累計運用収益は50兆円、平均運用利回りは年率3・3%、2013年度以降の過去5年でも同38・2兆円、年率5・8%と成果を上げている。

幸い今回の収益結果公表後の大手メディアの報道は比較的抑制的で、国会でも野党がこの件で政府を執拗に糾弾するという2016年のようなことにはなっていない。ただし、それは厚生労働省の不適切統計作業の問題に今回は野党が集中しているためかもしれない。

公的年金の運用対象に内外の株式のようなりスク性資産を加えるべきかどうかについては、ずい

ぶんと議論されたことだが、筆者は従来の議論には重要な観点が抜け落ちていて考えている。

そもそも日本や米国、欧州主要国の公的年金は、世代間扶養、賦課方式と呼ばれ、積立方式とは区別されている。つまりその時の年金受取り世代の年金給付をその時の現役世代が負担する方式だ。完全な賦課方式なら積立金は不要である。日本の公的年金給付の財源は、その年の保険料収入と国庫負担で9割程度が賄われているが、積立金から得られる財源も1割程度寄与している。

財源としての寄与が1割程度とは言え、160兆円もの資金を運用している理由をGPIFは次のように説明している。「日本は、少子高齢化が急激に進んでいます。現在働いている世代の人達の保険料のみで年金を給付すると、将来世代の負担が大きくなってしまいます。そこで、保険料のうち年金の支払い等に充てられなかったものを年金積立金として積み立てています」。

つまり現在の160兆円の年金積立金は、賦課方式制度の下での少子高齢化で生じる世代間格差に対して、部分的ながらも対応する補完であるということになる。

ところが、もし公的年金資金が100%日本国債で運用された場合、本当に世代間の負担と給付

格差の補完になるのだろうか。自分個人や一企業の年金ならば現在の余剰金を国債に投じて積立て、将来取り崩して（国債を売って）資金を受け取ることに何の問題もない。しかし、一国の公的年金も同様であると考えるのは合成の誤謬だ。

将来の国債の利息や償還金は誰が払うのか。それは将来の現役世代が税金で負担するしかない。とすると、積立金なしの完全な賦課方式で将来の引退世代の給付金を将来の現役世代が全部負担する場合も、積立金を国債で運用してそれを将来の引退世代の給付金の支払いに充てる場合も、将来の現役世代が負担するという点ではまったく同じことになる。

このことはGPIFを連結した統合政府のバランスシートで考えれば、より鮮明にわかる。GPIFの資産としての国債保有は狭義の政府の負債（国債発行残高）と相殺して消えてしまう。つまり、国債保有は将来世代のための資産にはならない。しかしながら、民間企業の株式ならそうした相殺にはならない。さらに外国の株式や債券で運用する場合ならば、将来受け取る配当や利息は海外から日本への所得移転となるので世代間格差縮小に寄与する。本件について今後、合理的な議論が展開することを期待したい。

龍谷大学教授