

年金の真実

あなたが本当にもらえる金額

厚生年金、国民年金の財政は持続可能なのか。結局、幾ら受け取ることができるのか。まず、8月末に発表された年金の財政検証で示された経済前提の六つのケースを分析し、現実的なケースを選び出した。そして今後、講ずるべき改革案を検証するとともに、世帯類型、収入、世代別に「本当の受取額」を試算した。

ダイヤモンド編集部・竹田孝洋、竜島裕亮

楽観ケース以外は 所得代替率50%割れ

年金の財政検証の前提と
将来の所得代替率の見通し

(単位:%)

2019年度から 28年度の 経済前提	内閣府試算 「成長実現ケース」			内閣府試算 「ベースラインケース」		
	ケース I	ケース II	ケース III	ケース IV	ケース V	ケース VI
経済成長と 労働参加	経済成長と 労働参加が 進むケース			経済成長と 労働参加が 一定程度 進むケース		
ケース	ケース I	ケース II	ケース III	ケース IV	ケース V	ケース VI
TFP上昇率	1.3	1.1	0.9	0.8	0.6	0.3
物価上昇率	2.0	1.6	1.2	1.1	0.8	0.5
名目賃金上昇率	3.6	3.0	2.3	2.1	1.6	0.9
実質賃金上昇率	1.6	1.4	1.1	1.0	0.8	0.4
名目運用利回り	5.0	4.5	4.0	3.2	2.8	1.3
実質運用利回り	3.0	2.9	2.8	2.1	2.0	0.8
運用利回りのスプレッド (対賃金)	1.4	1.5	1.7	1.1	1.2	0.4
実質経済成長率	0.9	0.6	0.4	0.2	0.0	△0.5
給付調整後の 所得代替率	51.9	51.6	50.8	46.5	44.5	36~38

※各指標は2029年度以降の前提。ケースIVとケースVは、100年後に年金給付額の1年分が残るように、代替率50%割れ後もマクロ経済スライドによる調整を続けた場合のケース。ケースVIは、52年に国民年金の積立金がなくなり、その後、完全賦課方式に移行した場合のケース



Special Feature 2
特集2

ケースVがぎりぎり可能性あり

財政検証のケース別
生産性上昇率の実現割合

(単位:%)

ケース	ケース I	ケース II	ケース III	ケース IV	ケース V	ケース VI
ケースの前提 となる TFP上昇率	1.3	1.1	0.9	0.8	0.6	0.3
過去30年間の TFP上昇率の 分布に基づく各 ケースの前提以 上のTFP上昇率 になる確率	17	40	63	67	83	100
50年間のうち 35年以上で、 前提以上のTFP 上昇率が 実現する確率	0	0	19.1	38.8	99.3	100

※小黒一正・法政大学教授が作成した資料を基にダイヤモンド編集部作成

現状では所得代替率50%維持は困難
100年安心は崩壊寸前
年金財政検証の六つのケースのうち、現実的なのは経済前提の水準で見てケースVとVIだ。その前提では、今後100年間にわたり所得代替率50%という政府の目標を維持できない。

実

現する可能性の低い「楽観ケース」以外では、100年安心は保証されない。これが今回の年金財政検証の結果だ。

つまり、現実的な経済前提では、政府が目標とするどちらか1人が働いている夫婦2人のモデル世帯の所得代替率(65歳時点で受け取り始める年金額の、現役世代の平

均手取り収入額に対する比率)50%を100年先まで維持できないということだ。

今回の財政検証では、六つの経済前提のケースが示された。前提が楽観的な三つのケース(I・II・III)は、内閣府の「中長期の経済財政に関する試算」にある「成長実現ケース」が目先の2028年

度までの前提となっている。

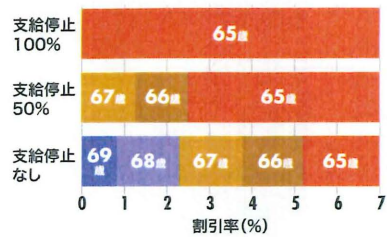
しかし、実績を見る限り、実質経済成長率(21~28年度の平均)1.8%、消費者物価上昇率(同)1.7%、名目賃金上昇率(同)2.8%という成長実現ケースの水準に達する可能性は低い。18年度までの過去6年間の平均実質経済成長率は1.2%、消費者物

価上昇率は0.9%、同名目賃金上昇率は0.4%。成長実現ケースを大きく下回る。現実的なのは、ケースIV・Vが前提とする「ベースラインケース」(21~28年度の平均実質経済成長率1.1%、同名目賃金上昇率0.8%、同名目賃金上昇率1.3%)だろう。29年度以降は、六つのケースに個別の前提が置かれている。右ページ表に見るように、ケースIが最も楽観的でケースVIにかけて悲観的な前提になっていく。14年の財政検証と比較すると、財政検証から11年目以降の各種指標の前提水準は低くなっている。例えば、実質経済成長率は、14年の財政検証ではマイナス0.5%、1.4%に設定されていたが、今回はマイナス0.5%・0.9%での設定となった。経済前提がより現実的になったことは評価できるが、それでも楽観ケースの実現可能性は高くない。実現可能性から、最も妥当なケースを探ってみよう。そのために、経済成長率の前提を左右するTFP(全要素生産性)上昇率を検証してみる。財政検証の資料では、1988年度から17年度までの30年間のTFP上昇率の実績分布を基に、それぞれのケースで設定さ

れた上昇率以上となった年度の回数の比率が算出されている。これだけを見ると、ケースIIIやケースIVで60%を超えているため、妥当なのではと思える。しかし、ここに落とし穴がある。各ケースとも設定されたTFP上昇率の水準が、11年目からずっと続くことになっている。決して30年間に何回超えているかの比率を用いているわけではない。小黒一正・法政大学教授は、50年間のうち35年以上、各ケースで設定された水準以上のTFP上昇率が実現する確率を試算した。ケースIとケースIIの確率はゼロ。ケースIVでも38.8%。ケースVは99.3%、ケースVIは100%。ケースVがぎりぎり実現可能性のある妥当なケースといえるだろう(上表参照)。改めて右ページ表を見てもらえば分かるように、所得代替率はケースIVでも50%を維持できない。所得代替率50%が100年維持されることが、100年安心の定義とするなら、その安心は崩壊寸前であり、改革は急務だ。次章からは、ケースVを前提にして、講ずるべき改革案や積立金運用の在り方を検証し、世帯類型別・収入別、年齢別の受取額を試算する。

支給停止の廃止(在職老齢年金廃止)なら 繰り下げが有利な選択肢に

支給停止割合別、割引率別の
最適支給開始繰り下げ年齢



*田近栄治・成城大学特任教授、吉田亮平・大和証券シニアテクニカルアナリストが作成した資料を基にダイヤモンド編集部作成

厚生年金適用拡大は 低年金者への給付を 改善する効果あり

年末にかけて作成される改革案は、どうなるのか。財政検証では、オプション試算として、改革案とそれに伴う財政状況、給付状況の試算がなされている。ここでの改革案が議論のベースになる。

イデによる調整が終了した後、給付額(物価上昇率で割り引いた19年の価格ベース)が増加に転じる。一方、国民年金(基礎年金)は調整が長期化する分、給付額(同ベイス)が減少し続ける。

適用拡大で国民年金の加入者が厚生年金へ移動する。その際、国民年金勘定に積立金を置いていくため、国民年金の財政が改善し、マクロ経済スライドの調整期間が短くなり、給付の減少幅が小さくなる。基礎年金の減少幅が小さくなる分、低年金者への給付水準が上向くことは望ましい。両年金を合わせた調整終了後の所得代替率も上向く。「就職水河期世代で非正

の適用拡大(財政検証ではオプションA)。16年の改正でそれまで週30時間以上の労働者に限定されていた加入対象者が、従業員数501人以上の企業で週20時間以上働く労働者にまで広がった。財政検証では、さらに対象者を拡大するパターンが示された。週20時間以上で企業規模要件を廃止するパターン(125万人の加入者増、企業規模要件に加えて賃金要件(月収8・8万円以上)も廃止するパターン(325万人の加入者増)、月収5・8万円以上の収入がある労働者全員(週20時間未満を含む)を加入対象とするパターン(1050万人の加入者増)の三つである。

現に働いている人たちの年金水準を確保する(中田大吾・創価大学教授)。中小企業にとつて保険料負担が増えるなどの問題は、実施すべきかどうか。次に、オプションBとして挙げられたのが、国民年金(基礎年金)の提出(保険料の払い込み)期間延長、厚生年金の加入期間延長、年金の支給開始年齢繰り下げの上限引き上げ、在職老齢年金の支給停止基準の緩和または廃止だ。

現在、国民年金(基礎年金)は20・60歳の40年間にしか払い込めない。拠出期間延長とは、これを65歳までの45年間にするというものだ。支払う期間が長くなる分、給付額も増える。厚生年金の加入期間の延長も同様だ。現在は70歳までしか加入できない。これを75歳まで加入できるようにすることで報酬比例部分の給付額が増える。また、年金の繰り下げ受給の現在の枠組みは、次のようになっている。65歳から受け取る国民年金(基礎年金)と厚生年金の報酬比例部分は、受け取り開始を繰り下げて1カ月遅らせることに0・7%ずつ給付額が増加する。現在は70歳までしか繰り下げることができないが、これを75歳まで繰り下げることができるようになる。上記の三つの案は、保険料を多

く払った分だけ給付額が増えるか、支給開始時期を遅らせる分、給付額が増える形のものだ。給付額が増えるのだからマクロ経済スライドによる調整後の所得代替率も上昇する。国民年金(基礎年金)の給付額の半分は税金で賄われるが、年金財政への影響という点で見れば、3案ともほぼ変わらない。だが、最後に挙げた在職老齢年金の支給停止基準の緩和や廃止は純粋に財政負担を増やす。

60・64歳で、賃金と年金の合計額が28万円を超える場合と、65・69歳で、同合計額が47万円を超える場合は、厚生年金の報酬比例部分が超過分にに応じて減額される(基礎年金部分は減額対象にならない)。60・64歳の部分について廃止すると約7000億円、65・69歳の部分について廃止すると約4000億円、給付額が増えるが高齢者の就業促進の観点から見直しが検討されている。

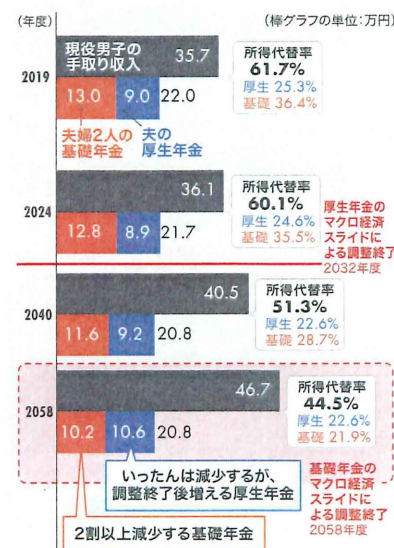
また、在職老齢年金を廃止することで、年金の繰り下げ受給が進む可能性がある。現行の制度では支給停止になった部分は、繰り下げ受給の対象にならない。

田近栄治・成城大学特任教授と吉田亮平・大和証券シニアテクニカルアナリストは、年金受取額の割引現在価値で合理的に選択する

増減され、その後は、物価上昇率に合わせて増減される。物価が2%上昇したとして、マクロ経済スライドによる抑制分が1%だったとする。マクロ経済スライドが適用されなければ年金が2%増えるところ、適用されることで1%の増加に抑制される。こうして年金財政の持続性を高める。

夫婦2人分の基礎年金が 夫1人分の厚生年金を下回る

財政検証ケースVでの基礎年金と
厚生年金(報酬比例部分)の受取額の推移



出所:厚生労働省
*65歳受給開始時の額。夫と専業主婦の世帯。夫の現役時の平均月収は43.9万円。勤続40年。夫婦2人とも基礎年金は満額。物価上昇率で2019年度の価格水準に割り戻した実質額。図中では、報酬比例部分を厚生年金と表記している

公的年金の受給開始時の給付額は、現役世代の賃金の伸び率に合わせて導入された。

上図を見ればその格差が分かる。ケースVを基にした65歳受給開始時の給付額の推移だ。厚生年金の報酬比例部分は、マクロ経済スラ

公 的年金には解消すべき格差が二つある。一つは、厚生年金の報酬比例部分と、現状では給付水準が低下し過ぎてしまう国民年金(基礎年金)との給付額減少幅の格差(厚生年金は報酬比例部分と、国民年金と同じ給付額となる基礎年金から構成される)。もう一つは、給付水準の世代間格差である。

国民年金のみの受給者や、厚生年金加入者でも低所得で基礎年金の比率が高い受給者の給付水準が低下し過ぎると、老後の生活維持に問題が生じる。また、財政を持続させるための給付抑制が長期化することで、既存の受給者と将来世代の受給者の給付水準格差が開き、世代間の不公平が拡大する。安倍内閣は、年末にかけて公的

年金の改革案をまとめる予定だ。年金改革には、財政改善という視点だけでなく、これら二つの格差の解消を視野に入れることも必要だが、現在予想される改革では、格差はあまり解消されず放置されたままとなりそうだ。

国民年金と厚生年金の格差はなぜ生じるのか。それはマクロ経済スライドという仕組みによる年金給付の抑制期間が、国民年金の方が長く厚生年金の方が短いためだ。財政検証の各ケースの給付調整終了時の所得代替率に差が生じる理由も、マクロ経済スライドによる調整期間の差にある。



人や街の未来が、
もっと豊かで
ありますように。

お客様や社会のご期待に沿う
価値の提供を目指して。
私たちは、人、街が
大切にしているものを活かし
あした未来につながる街づくりとともに
豊かな時を人びとと共に育み
社会に向けて、
新たな価値を創造してまいります。

あしたを、つなぐ
野村不動産グループ

と仮定し、モデル世帯の厚生年金の支給停止の比率が0%、50%、100%の三つのケースで、最適な繰り下げ受給開始年齢を割引率（一般的な運用利回り）に応じて算出した。

その結果が123の図だ。停止率100%だと、割引率が幾らであつても繰り下げ受給をするメリットはない。それが、0%、つまり在職老齢年金が廃止され、支給停止がなくなると、例えば割引率2%なら68歳まで受給開始年齢を繰り下げるのが最も有利になる。

厚生年金の適用拡大以外のこれらの施策も、支払う保険料が増える分、給付額が増えるなどのメリットがあるので実施すべきだろう。ただ、これらの施策が実施されても、冒頭の二つの格差はあまり

マクロ経済スライドフル適用が世代間格差是正には不可欠

解消されない。

適用拡大で厚生年金の報酬比例部分と国民年金（基礎年金）の格差は小さくなるが、解消にまでは至らない。解消には厚生年金と国民年金との間で、何らかの財政調整をする、例えば厚生年金から国民年金に資金を移転させる仕組みをつくるべきだろう。世代間格差もオプション試算で挙げられた施策でマクロ経済スライドの調整期間は短くなるため、小さくはなる。しかし、ここで忘れてはいけないのが、04年の改正で導入されて以降、マクロ経済スライドが2回

しか発動されなかったことだ。そのため、既存の受給者の給付水準が当初の想定より高止まりする一方、今後のマクロ経済スライドの調整期間が長期化し、将来世代の給付水準が低下し、世代間格差を拡大する結果を招いた。これは、年金の名目値を減らす形でマクロ経済スライドが発動されなかったためだ。16年の改正でマクロ経済スライドの未適用分をキャリアオーバー、つまり繰り越して物価や賃金が大きく上昇したときに消化できるようにしたこと、改正前よりは調整幅が確保できるようにはなった。

抑制幅が反映される。しかし、受給開始後の給付額を決める物価上昇率は、マクロ経済スライドによる抑制幅より低い期間が長く存在し、キャリアオーバーも適用されないため、受給開始後の給付額にはマクロ経済スライドによる調整がフルに適用されない。そのため、年金の既給付者の給付が高止まりし、調整期間が長期化して、将来世代との世代間格差を拡大させる。裏を返せば、世代間格差縮小には物価や賃金動向にかかわらず、マクロ経済スライドをフルに適用するほかない。厚生年金と国民年金の財政調整と、マクロ経済スライドのフル適用は、改革の組上に載っていない。両者が実現しない限り、二つの格差は放置されることになる。

世帯類型・収入・年齢別に独自試算

これが、本当にもらえる年金額

物価や賃金の動向で年金の受取額は変わる。だから、ねんきん定期便記載の受取額をうのみにしてはできない。経済前提が最も妥当な財政検証のケースVに基づいて、真の受取額を試算した。

ね

んきん定期便に記載されている年金額は実際の受取額ではない。

50歳以上の方なら、今のまま60歳まで払い続けた場合に受け取ることができる年金額が記載されているが、それは現時点での算出基準によるもの。

受給開始までの名目賃金上昇率や物価上昇率の変動、マクロ経済スライドによる給付抑制が反映されているわけではない。

そこで、最も妥当なケースである財政検証のケースVを基に、本当にもらえる年金額を試算した。定額の保険料を納めて国民年金を受け取る自営業世帯を除いて、平均月収別に示した。平均月収額は、ボーナスを含めた平均年収を12で割ったもの。その水準に応じた保険料を支払うことが前提だ。そして、現在の年齢別、共働き、専業主婦（夫）、単身など世帯類型別に試算した。

試算結果は、将来の受取額を名

目賃金上昇率で割り引いて、2019年の価格水準で示している。

物価上昇率で割り引いた価格を示せば、現時点と比べた購買力を増減を見ることができ、将来の現役世代の平均的な暮らし向きとの比較が難しく、相対的に豊かなのか貧しいのかが実感できない。

名目賃金上昇率で割り引くことで、将来時点での現役世代と比べた相対水準が分かる。マクロ経済スライドによる給付抑制のため、現在の年齢が低くなるにつれて、受取額が減少している。これは、その世代が年金を受け取る時点での現役世代との格差が、現時点より大きくなっていることを表す。老後に生活資金が2000万円不足するとしたことで、与野党の論争を引き起こした金融庁の市場ワーキンググループの報告書。

2000万円の根拠は、家計調査報告における高齢夫婦無職世帯の1ヵ月当たりの平均収入約21万円と支出約26万3000円の差

年金試算の前提

- 2019年財政検証のケースVで経済前提としている人口推計（検証時における出生中位、死亡中位）、物価上昇率、賃金上昇率、マクロ経済スライド調整率に基づいて試算した。
- 19年財政検証のケースVにおける中長期の物価上昇率は0.8%、名目賃金上昇率は1.6%。
- マクロ経済スライドの調整率については、年金の名目額が減少しないこととキャリアオーバーを前提に試算した。
- 夫婦のケースは同年齢、夫のボーナスを含めた平均月収（標準報酬額）が現在価値でそれぞれ30万円、40万円、50万円のケースについて算出した。
- 夫婦共働きのケースでの妻のボーナスを含めた平均月収（標準報酬額）は26.5万円。勤続年数は40年、27年11ヵ月、7年1ヵ月のケースで算出した。
- 年齢については、2019年度に到達する年齢を示した。
- 所得代替率低下による年金額の制限、物価スライドから賃金スライドへの変更は考慮していない。
- 65歳時における年金月額と年金受給開始から90歳までの総受取額について、名目賃金上昇率で割り引いた現在価値の金額を示した。これが現在の実感に近いという考えからである。
- 毎年度の名目手取り賃金上昇率が翌年度の新規受給額に反映されることを試算した。66歳以降は物価スライドを適用し、賃金スライドを適用していない。

ケース①

夫 妻 自営業

2019年ケースVによる試算

現在の年齢	65歳時年金月額	90歳までの合計
60歳	12万6650円	3277万2322円
55歳	11万9363円	3075万5636円
50歳	11万1506円	2873万8485円
45歳	10万3033円	2669万3396円
40歳	9万5172円	2496万1771円
35歳	8万7910円	2352万2155円
30歳	8万1203円	2234万6071円
25歳	7万6911円	2177万6735円

り多ければ、必要な資金は少なくて済むし、19万円より少なければ多くなる。ただ、名目賃金上昇率で割り引いた金額は減少するから、現役世代の生活水準と差が開く。それを避けるには、さらなる老後資金の積み増しが必要になる。

ケース⑦

女性

単身世帯
(勤続40年)

2019年ケースⅤによる試算

現在の年齢 65歳時年金月額 90歳までの合計

●ボーナスを含めた平均月収 30万円

60歳	12万3422円	3554万6125円
55歳	11万6320円	3175万5322円
50歳	11万0208円	2978万7555円
45歳	10万5971円	2876万5010円
40歳	10万2040円	2789万9198円
35歳	9万8410円	2717万9390円
30歳	9万5056円	2659万1348円
25歳	9万2910円	2630万6680円

●ボーナスを含めた平均月収 40万円

60歳	14万3454円	4193万2780円
55歳	13万5200円	3721万4491円
50歳	12万8359円	3492万6992円
45歳	12万4122円	3390万4448円
40歳	12万0192円	3303万8635円
35歳	11万6561円	3231万8827円
30歳	11万3207円	3173万0785円
25歳	11万1062円	3144万6117円

●ボーナスを含めた平均月収 50万円

60歳	16万3486円	4831万9435円
55歳	15万4080円	4267万3659円
50歳	14万6511円	4006万6429円
45歳	14万2274円	3904万3885円
40歳	13万8343円	3817万8073円
35歳	13万4713円	3745万8265円
30歳	13万1359円	3687万0223円
25歳	12万9213円	3658万5555円

ケース⑥

男性

単身世帯
(勤続40年)

2019年ケースⅤによる試算

現在の年齢 65歳時年金月額 90歳までの合計

●ボーナスを含めた平均月収 30万円

60歳	12万3422円	3334万4007円
55歳	11万6320円	3106万7687円
50歳	11万0208円	2978万7555円
45歳	10万5971円	2876万5010円
40歳	10万2040円	2789万9198円
35歳	9万8410円	2717万9390円
30歳	9万5056円	2659万1348円
25歳	9万2910円	2630万6680円

●ボーナスを含めた平均月収 40万円

60歳	14万3454円	3899万6622円
55歳	13万5200円	3629万7643円
50歳	12万8359円	3492万6992円
45歳	12万4122円	3390万4448円
40歳	12万0192円	3303万8635円
35歳	11万6561円	3231万8827円
30歳	11万3207円	3173万0785円
25歳	11万1062円	3144万6117円

●ボーナスを含めた平均月収 50万円

60歳	16万3486円	4464万9237円
55歳	15万4080円	4152万7600円
50歳	14万6511円	4006万6429円
45歳	14万2274円	3904万3885円
40歳	13万8343円	3817万8073円
35歳	13万4713円	3745万8265円
30歳	13万1359円	3687万0223円
25歳	12万9213円	3658万5555円

ケース⑤

夫

会社員
(勤続40年)

妻

専業主婦

2019年ケースⅤによる試算

現在の年齢 65歳時年金月額 90歳までの合計

●ボーナスを含めた平均月収 30万円

60歳	18万6747円	4973万0168円
55歳	17万6002円	4644万5505円
50歳	16万5961円	4415万6797円
45歳	15万7487円	4211万1708円
40歳	14万9626円	4038万0083円
35歳	14万2365円	3894万0467円
30歳	13万5657円	3776万4383円
25歳	13万1366円	3719万5047円

●ボーナスを含めた平均月収 40万円

60歳	20万6779円	5538万2783円
55歳	19万4881円	5167万5461円
50歳	18万4112円	4929万6234円
45歳	17万5639円	4725万1146円
40歳	16万7778円	4551万9521円
35歳	16万0516円	4407万9905円
30歳	15万3809円	4290万3821円
25歳	14万9517円	4233万4485円

●ボーナスを含めた平均月収 50万円

60歳	22万6811円	6103万5398円
55歳	21万3761円	5690万5417円
50歳	20万2264円	5443万5672円
45歳	19万3790円	5239万0583円
40歳	18万5929円	5065万8958円
35歳	17万8668円	4921万9342円
30歳	17万1960円	4804万3258円
25歳	16万7669円	4747万3922円

ケース④

夫

会社員
(勤続40年)

妻

会社員→専業主婦
→会社員
(勤続年数27年11カ月、
ボーナスを含めた
平均月収26.5万円)

2019年ケースⅤによる試算

現在の年齢 65歳時年金月額 90歳までの合計

●ボーナスを含めた平均月収 30万円

60歳	22万3796円	6154万2153円
55歳	21万0919円	5654万2123円
50歳	19万9531円	5366万2079円
45歳	19万1058円	5161万6991円
40歳	18万3197円	4988万5366円
35歳	17万5935円	4844万5750円
30歳	16万9228円	4726万9666円
25歳	16万4937円	4670万0330円

●ボーナスを含めた平均月収 40万円

60歳	24万3828円	6719万4768円
55歳	22万9799円	6177万2079円
50歳	21万7683円	5880万1517円
45歳	20万9210円	5675万6428円
40歳	20万1348円	5502万4803円
35歳	19万4087円	5358万5187円
30歳	18万7379円	5240万9103円
25歳	18万3088円	5183万9767円

●ボーナスを含めた平均月収 50万円

60歳	26万3860円	7284万7383円
55歳	24万8678円	6700万2035円
50歳	23万5834円	6394万0954円
45歳	22万7361円	6189万5866円
40歳	21万9500円	6016万4241円
35歳	21万2238円	5872万4624円
30歳	20万5531円	5754万8541円
25歳	20万1240円	5697万9205円

ケース③

夫

会社員
(勤続40年)

妻

会社員→専業主婦
(勤続年数7年1カ月、
ボーナスを含めた
平均月収26.5万円)

2019年ケースⅤによる試算

現在の年齢 65歳時年金月額 90歳までの合計

●ボーナスを含めた平均月収 30万円

60歳	19万6147円	5272万7239円
55歳	18万4861円	4900万7333円
50歳	17万4479円	4656万8585円
45歳	16万6005円	4452万3496円
40歳	15万8144円	4279万1871円
35歳	15万0883円	4135万2255円
30歳	14万4175円	4017万6171円
25歳	13万9884円	3960万6835円

●ボーナスを含めた平均月収 40万円

60歳	21万6179円	5837万9854円
55歳	20万3741円	5423万7289円
50歳	19万2630円	5170万8022円
45歳	18万4157円	4966万2934円
40歳	17万6296円	4793万1309円
35歳	16万9034円	4649万1693円
30歳	16万2327円	4531万5609円
25歳	15万8035円	4474万6273円

●ボーナスを含めた平均月収 50万円

60歳	23万6212円	6403万2469円
55歳	22万2621円	5946万7246円
50歳	21万0782円	5684万7460円
45歳	20万2308円	5480万2371円
40歳	19万4447円	5307万0746円
35歳	18万7186円	5163万1130円
30歳	18万0478円	5045万5046円
25歳	17万6187円	4988万5710円

ケース②

夫

会社員
(勤続40年)

妻

会社員
(ボーナスを含めた
平均月収26.5万円)

2019年ケースⅤによる試算

現在の年齢 65歳時年金月額 90歳までの合計

●ボーナスを含めた平均月収 30万円

60歳	23万9832円	6665万4803円
55歳	22万6033円	6091万2300円
50歳	21万4062円	5777万6306円
45歳	20万5589円	5573万1217円
40歳	19万7728円	5399万9592円
35歳	19万0466円	5255万9976円
30歳	18万3759円	5138万3893円
25歳	17万9467円	5081万4556円

●ボーナスを含めた平均月収 40万円

60歳	25万9864円	7230万7418円
55歳	24万4912円	6614万2257円
50歳	23万2214円	6291万5743円
45歳	22万3740円	6087万0655円
40歳	21万5879円	5913万9030円
35歳	20万8618円	5769万9414円
30歳	20万1910円	5652万3330円
25歳	19万7619円	5595万3994円

●ボーナスを含めた平均月収 50万円

60歳	27万9897円	7796万0033円
55歳	26万3792円	7137万2213円
50歳	25万0365円	6805万5181円
45歳	24万1892円	6601万0092円
40歳	23万4031円	6427万8467円
35歳	22万6769円	6283万8851円
30歳	22万0062円	6166万2767円
25歳	21万5770円	6109万3431円

低金利継続で年金運用に漂う暗雲

始まる年金積立金取り崩し

GPIF（年金積立金管理運用独立行政法人）の目的は、中長期で着実に収益を積み上げることである。ポートフォリオや今後の運用利回り、年金積立金取り崩しの影響を検証する。

年

年金積立金は、現役世代が支払う年金保険料のうち、年金の支払いなどに充てられなかった分を、将来のために積み立てているものである。その運用を、厚生労働大臣から委託されているのがGPIFだ。

GPIFの役割は、名目賃金上昇率を上回る運用利回りを達成することである。新聞等では四半期の収益が大きく報道されるが、これは年金運用の評価としては正しくない。年金の運用は、資金の性格上、長期運用により安定した収益を得ることが目標だからだ。

現在の運用額は約160兆円、基本ポートフォリオは、国内債券が35%、国内株式が25%、外国債券が15%、外国株式が25%。2014年10月までは、国内債券が60%と半分以上であったが、運用利回りから名目賃金上昇率を引いた実質運用利回り（スプレッド（差））で1・7%を確保すべく国内外の株式比率を50%まで高めた（下図参照）。

ポートフォリオの変更については、経済学者の間でも賛否が分かれている。

だが、株式運用のリスクを指摘する専門家でも、現在のゼロ前後の国債利回りでは国内債券中心で運用するべきだとは言えない。なぜなら最低限、名目賃金上昇率を上回る利回りを確保しないと、積立金が目減りしてしまうからだ。

世界的な株高により運用開始以降の利回りは順調

年金の財源のうち、保険料収入が約70%、国庫負担（税金）が約20%。積立金が賄われるのは約10%だ。積立金が賄う部分は、一見すると少ないように思える。だが、少子高齢化で財政が厳しくなる中で1割は大きい数字であり、運用で成果を上げることは重要だ。

株式は国内外とも、株価指数に連動した成果を目指すインデックス運用が9割程度だ。一方、債券はインデックス運用の比率が国内約75%、海外約6%となっている。

国内外の株と債券に分散投資を行うのは、値動きの異なる資産に投資

金利から考えると運用利回りが高い

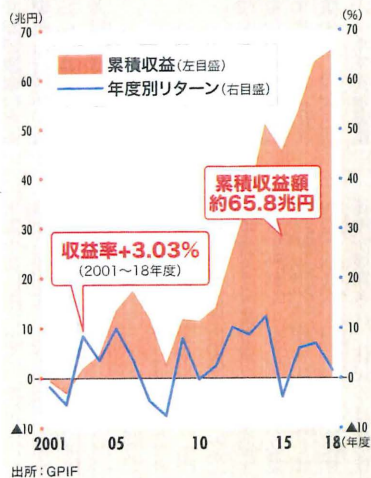
だが、アベノミクス以降の日本株の上昇は円安に支えられた面が強い。特に直近10年は、国内株式の収益率は年率で名目9・7%、海外株式は同14・4%と堅調だった。

円安が積立金の増加に貢献してきた。特に直近10年は、国内株式の収益率は年率で名目9・7%、海外株式は同14・4%と堅調だった。

また、リーマンショックがあったにせよ、GPIFとして運用を開始してからの18年間は、米国株が最高値更新を続けるなど、環境に恵まれ

一時的な損はあっても中長期では収益を拡大

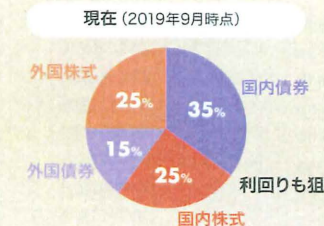
GPIFの年度別リターンと累積収益額の推移



出所：GPIF

株式の比率を50%に拡大

GPIFの基本ポートフォリオ



することで、リスクを限定しつつ、中長期で収益を積み上げるためである。好況時は株式で高い運用収益を上げ、不況時は債券で安定収益を獲得するわけだ。

GPIFが市場での運用を開始した01年度から18年度までの実績運用利回りは、年率平均3・03%。累積収益額は65兆8208億円。単年度ではマイナスに沈むときもあるものの、着実に収益を積み上げている（左ページ上図参照）。また、年金運用では賃金上昇率とのスプレッドが重要だが、18年間の平均は2・7%で、目標値の1・7%を上回っている。

これは、GPIFの運用に死傷はないのか。実は、専門家からは、今後は財政検証で示されたようにはいかないという声が少なくない。

今回の財政検証で示された運用利回りの想定は、現在の金利の姿からは想像しにくい数字といえる（森田京平・クレディ・アグリコル証券チーフエコノミスト）。

経済の実態から割り出した数字というよりは、所得代替率を維持して年金制度の継続をアビールするための利回りである可能性が高いのだ。今回の財政検証における六つのケースの運用利回りは、対物価の実質では0・8～3・0%で、名目では1・3～5・0%。前回の対物価の実質1・7～3・4%（名目2・3～5・4%）よりは低い。しかし、物価上昇率の前提（0・5～2・0%）を上回っている。

現在は長期金利も短期金利も物価上昇率より低い。日本銀行も長期にわたって長期金利をゼロ近傍に抑制しようとしている。

国内は長短金利ともマイナスで、

た時期だったことも間違いない。最も重要な経済前提に基づく財政検証のケースVでは、物価上昇率が0・8%で実質経済成長率が0%の想定。この場合、名目経済成長率は0・8%となり、理論的には長期金利も0・8%前後と見込まれる。一方、ケースVの名目の運用利回りは2・8%。

この2%の差を株式などリスク資産の運用で稼ぐ必要がある。低くないハードルといえるだろう。経済成長率より運用利回りが高いケースは少なくないが、それでも「実質ゼロ成長が続く、その間、対物価で2%の運用利回りを確保し続けるのは至難の業（森田氏）である。

一つの可能性は、株式や債券など伝統的な資産以外を組み入れるオルタナティブ投資だ。不動産やコモディティなどが該当し、現在は資産全体の5%まで投資できる。またGPIFは、環境（Environment）、社会（Social）、ガバナンス（Governance）に優れた企業に投資するESG投資も増加させている。とはいえ、これらの市場規模は小さく流動性は低いため、リスク性資産への投資は、株式のインデックス運用が基本にならざるを得ない。中長期では市場平均（インデックス）を若干上回る超過収益が限界だろう。現在、運用収益を年金給付に充当しているが、積立金は取り崩ししていない。だが、少子高齢化に伴う給付

負担増を賄うために、一定期間後（ケースVの場合は47年度）からは運用収益に加えて、積立金を取り崩さなければならなくなる。

問題は、積立金の取り崩しを開始したときに、株式市場にマイナスの影響を与えずに、保有株を売却できるのかということ。ケースVの場合、本格的に取り崩される60年度からの10年間は6・6兆円、経済前提がさらに悲観的なケースVIの場合、取り崩しが始まる31年度からの10年間で20兆円以上を取り崩す見込みだ。基本ポートフォリオを守りつとすると、当然ながら日本株を含めた売却は避けられない。

加えて、取り崩しがさらに早まることも十分にあり得る。これまでがそうであったように、物価上昇率や名目賃金上昇率が低水準で推移し、マクロ経済スライドによる給付の調整幅が想定より小さくなるケースだ。既存の年金給付が高止まりするため、GPIFの運用が順調でも、積立金が想定以上に取り崩されていく。

通常のファンドであっても、資産を取り崩しながらの運用は難易度が高い。ましてや巨額の積立金を運用するGPIFであれば、資産の取り崩しがさらなる売り呼び、株価の下落が加速する可能性がある。

そうならば、財政検証で想定した運用利回りを達成できないリスクが高まる。GPIFの運用の先行きには不安を抱かざるを得ない。