

公的年金の積立方式に関する金融の観点からの検討

玉 木 伸 介

I はじめに

賦課方式による公的年金においては、人口動態の予測や経済前提に大きな誤差が生じるたびに制度の修正が必要となる。制度の修正とは各世代の負担と受益のバランスの変更には他ならないから、しばしば世代間の公平感が失われるし、国民の制度への信認自体が損なわれることもある。そこで、こうした問題の根本的な解決策として、積立方式への移行が、一つの案として考えられている。積立方式の一つの特徴は、それが実際に制度として機能し得るか否かが、巨大な積立金の存在とその運用という金融的な側面の成否にもかかっていることにある。しかしながら、積立方式の年金制度について、マクロ的な金融・金融仲介の角度から論じられることは少なく、これまでの研究の蓄積も豊かではない。¹⁾

本稿では、IIで積立方式の長所は長所として確認し、IIIで積立方式の金融的側面すなわち積立金運用の経済全体の金融仲介の中での位置づけとその位置づけが故に服さざるを得ない制約について整理する。

更に、積立金運用が主に金融取引²⁾であることに着目しつつ、以下のような整理を行う。まずIVでは、第一に積立方式であることによって金融・資本市場の変動が年金制度に直接的な影響を与えることとなること、第二に積立金の運用が金融・資本市場や金融仲介の構造を左右するというマクロ経済的帰結をもたらし得ることを、それぞれ示す。次いでVでは、今後の議論のあるべき方向性

として、積立方式を現実的な政策提言としていくにはこれら金融の観点を含めた幅広い検討が欠かせないことを示すこととする。最後にVIでは、積立方式への移行を現実的な政策提言として深めていくには、議論の間口を金融的側面にまで広げるべきであることを、それぞれ指摘する。

II 積立方式の長所

1 世代会計上の中立性等による信認の確保

賦課方式においては、原則として人口動態や経済成長の前提が変わるたびに、拠出と給付に関する世代間合意を更新する必要がある。積立金を全く持たない完全な賦課方式であれば、出生率の傾向的な低下のような中長期的な変動が生じた場合はもちろんのこと、リーマンショックのような経済変動があるたびに拠出と給付の調整（ミニ年金改革）が必要となる。³⁾

これに対し、本稿で扱うような積立方式（世代会計上中立になるべく、拠出と給付がそれぞれの世代内で完結するように設計され、積立金が、「世代別」に、個人勘定ではなく「統合」して、政府により管理運用されるものを言う。以下同じ）であれば、拠出と給付が同一の世代内で完結するので、他の世代の人口動態からは基本的に遮断されている。また、経済の成長力が低下するケースにおいても、その時点の高齢者は過去に形成した積立金を取り崩す、すなわち積立金運用資産の資金化という金融取引を通じてその時点の貯蓄主体である現役世代から資金を取得するため、年金制度の変更は不要である。仮に運用資産を資金化する

時点で資産が値下がりして給付が少なくなっても、拠出と給付が同一の世代内で完結するという制度的枠組みの下であるから、当該世代は少ない給付を甘受することが前提となっている。従って、人口動態や経済成長の予想外の変動があるたびに世代間の対立を乗り越えて年金改革を行う必要はなく、この限りにおいては国民の信認を維持・確保しやすい。このことは、上に定義したような積立方式の大切な長所である。

2 「二重の負担」への対処

賦課方式から積立方式への移行の提言に対しては、しばしば移行期間中の「二重の負担」（移行期間における現役世代が、その時点の高齢者への給付と将来の自らへの給付にかかる負担の両方を負うこと）が難点として指摘される。しかし、経過期間中の給付を国債発行で賄っていき、当該国債の償還を年金財源を用いて長期にわたって行うこととすれば、「二重の負担」を将来の多数の世代に分散することが可能である（鈴木（2009）第2章）。従って、「二重の負担」の存在をもって直ちに積立方式を斥けるには及ばない。

我が国では、一般会計ばかりでなくいくつかの特別会計でも国債を発行している。例えば、外国為替資金特別会計は外国為替資金証券を、財政投融资特別会計は財投債をそれぞれ発行し、一般会計の税収ではなく、それぞれの特別会計の歳入によって利払い・元本償還をしている。同じように、年金特別会計が「年金証券」を債券市場で発行し、将来の各世代から徴収した保険料をこの償還に少しずつ充当することは、少なくとも原理としては可能である。すなわち、移行期間中に国債（年金証券）の発行残高を継続的に増やすことが可能であるという前提⁴⁾の下では、「二重の負担」は積立方式化を否定する論拠にはならない。

このように、積立方式には、人口動態の変動に制度が振り回されることが少なく、現役世代の信認を維持しやすいという長所があり、また、それへの移行に際しての「二重の負担」も場合によっては対処可能である。他方、積立方式には、積立金とその運用という、純粋な賦課方式にはない要

素があり、このことを踏まえた検討を欠いてはならない。すでに我が国の公的年金（国民年金、厚生年金）の給付は年間45兆円（2011年度「厚生年金保険・国民年金事業の概況」厚生労働省、p.4）と名目国内総生産（473兆円<2011年度>）の1割弱に相当し、個人消費（234兆円<同、除く持ち家の帰属家賃>）の2割弱に達している。これだけの年々の給付を将来行うための原資を事前に確保しておくのが積立方式であるから、金融・資本市場や金融仲介、マクロ経済に対する影響力も非常に大きい。年金という社会保障政策のテーマであっても、賦課方式とは異なり、金融的な側面を忘れて議論を進める訳にはいかないのである。

Ⅲ 積立方式の金融的側面

1 積立金の運用という政府による金融仲介

賦課方式においては、現役世代が今日の所得のうちの一部を消費せずに政府に拠出し、政府が高齢者に給付する。すなわち、政府の役割は、現役世代の所得の一部をその時点の高齢者に移転することであって、資金の流れは同一時点で完結する。

これに対し、積立方式では、ある現役世代（コーホート）の所得の一部を政府が当該世代のために統合して管理運用し、運用益とともに、時点を超えて、支給開始年齢に達した当該世代に対する給付に充てる。すなわち、政府と当該世代の間の資金の流れは、政府による管理運用の期間を挟んで異時点間で生じる。

更に、政府は資金の運用を通じて、経済全体の資源配分に大きな影響を与える。政府が運用先を住宅にすれば住宅ストックが増加して国民の住生活が改善し、道路建設主体を運用先とすれば道路が整備される。海外にすれば、国内の住宅や道路のストックに代わって対外債権が増加して所得収支が改善するなど、社会保障制度の一要素として行われる資金の運用が、将来の経済全体の姿に中長期的な変化を及ぼすこととなる。

資金の流れが異時点間で生じること及び政府による資金運用が資源配分に影響を及ぼすということは「政府は、積立金の運用を通じて、金融仲介

機能を果たすこととなる」と表現できるということである。

2 積立金の規模と我が国の金融仲介

公的年金を積立方式で行うことに伴う金融仲介について論じる実益は、積立金の規模によって大きく左右される。

我が国で積立方式が実行されていたとすれば、今あるべき積立金はどの程度であろうか。政府の「平成21年財政検証関連資料(1)」では、厚生年金の2105年度までの給付のうちの過去期間に係る分が、運用利回りによる換算での現在価値ベースで830兆円(p18)、賃金上昇率による換算では1,020兆円(p19)とされている。ここから過去期間に係る将来の国庫負担を除くと、640兆円又は790兆円となる。本稿での議論の目的のためには、この金額に国民年金の同じ概念の金額を加えたものの概数として8百兆円を用いて差し支えないであろう。

こうした規模が、積立方式による公的年金を巡る議論の中でどの程度重要な問題として扱われるべきかは、積立金の運用という金融仲介が我が国の金融仲介全体の中に異物感なく埋没してしまう(積立方式の公的年金があってもなくても金融仲介の構造に有意な差が生じない)のか、それとも積立金の運用によって金融仲介の構造が有意に変わってしまうために、金融仲介への影響を年金制度の議論の中で明示的に扱う必要があるのか、に依存する。

上記のボリュームは、金融実務家の直観としては、円滑な市場運用を行うには著しく過大というものであろう。しかし、直観を離れて考えるとすれば、既存の公的年金積立金の運用の枠組みを巡る議論の整理あるいは我が国全体の金融仲介の規模等との比較が有用であろう。

まず、我が国の公的年金積立金は、その大半が年金特別会計から年金積立金管理運用独立行政法人(以下「GPIF」と言う)に寄託され、GPIFにおいて運用されている(2012年12月末運用残高は111.9兆円)。運用は「基本ポートフォリオ」を設けた上で分散投資によることとされ、GPIFの第1

期中期計画(2006～2009年度)及び第2期中期計画(2010～2014年度)においては、国内債券67%、国内株式11%、外国債券8%、外国株式9%及び短期資産5%とされている。この基本ポートフォリオは、GPIFに寄託されずに年金特別会計に残っている部分を含めた積立金全体について定められている。

GPIFは、市場で運用している年金基金としては世界最大(第2位はノルウェーのGovernment Pension Fund Globalで、2012年末資産残高は3.8兆クローナ<約60兆円>)である。GPIFの運用について、政府は、資金量が多いことに鑑み、取引において不利を蒙らず、また、市場の価格形成を歪めたりすることのないよう、政府が独立行政法人に対して発出する「中期目標」で以下のように求めている。

(GPIFに対する「中期目標」5.(1)抜粋)

「年金積立金の運用に当たっては、市場規模を考慮し、自ら過大なマーケット・インパクトを蒙ることがないように努めるとともに、市場の価格形成や民間の投資行動等を歪めないよう配慮し、特に、資金の投入及び回収に当たって、特定の時期への集中を回避するよう努めること。」

また、GPIFの資金量が過大であるという問題意識は、GPIFの「中期目標」を所管する厚生労働省に限らず、経済政策の当局者の間でも持たれてきた。その一例は、経済財政諮問会議の「グローバル化改革専門調査会」の金融・資本市場ワーキンググループ第二次報告「公的年金基金運用の改革に向けて」(2008年5月)に見られる。この報告では、GPIFの規模は「世界に例を見ない巨大なもの」で「規模の不経済」を回避する必要がある等とし、複数の基金への分割が提唱されている。⁵⁾

次いで、我が国の金融仲介の規模と上記の8百兆円を比較する。我が国の金融仲介の規模を日本銀行資金循環統計の「国内非金融部門の資金調達」(企業、家計、政府等の資金調達)で見ると、残高2,445兆円(2011年度末)である。このうち1,541兆円が金融機関経由(うち民間金融機関経由は1,060兆円、そのうちの貸出は589兆円、株式以外

の証券は445兆円、株式・出資金は25兆円)であるのに対し、国内非金融部門からの直接調達 は330兆円に過ぎないことから、我が国の金融仲介は銀行等による間接金融が中心であると言われることが多い(これら以外の「国内非金融部門の資金調達」は、企業間信用等が441兆円、海外市場経由が133兆円である)。すなわち、8百兆円とは、間接金融の主力部分である民間金融機関経由の金融仲介の8割程度に相当する。

金融仲介の健全性や持続可能性が維持されるには、その規模は経済規模との関係においてある範囲に収まっている必要があり、年金の積立金が増えるからと言って、経済規模を離れて増加させるわけにはいかない。従って、積立方式に移行するということは、金融仲介の担い手の大規模な置き換え、すなわち金融仲介構造の大変革をもたらすということである。

このように、積立方式で制度を構築する場合には、巨大な積立金を国全体の金融仲介の中に適切に位置づけ、直面するであろう制約や課題について考えねばならない。では、金融の領域において、具体的にどのような制約や課題があるのだろうか。

Ⅳ 積立方式の金融の観点からの制約・課題

1 賦課方式及び積立方式の制約・課題の比較

賦課方式は、その不可欠の要素の一つである、「同一時点における世代間の移転」(世代間の助け合い)から生じる制約・課題から逃れることはできない。すなわち、少子高齢化が進行する過程においては、若い世代が将来受け取る給付以上に現時点で拠出するという、現役世代にとっての世代会計上の不利化が生じる。この結果、特に現在の我が国のように、経済成長の鈍化と人口動態の少子高齢化が同時に進む局面においては、国民の制度に対する信認が揺らいでしまう。

これに対して積立方式の基本原則は、自分の世代の蓄えて自分の世代の老後を支える「異時点間」の「貯蓄 (save) とその取り崩し (dissave)」であるから、「世代間の移転」(世代間の助け合い)

がない。従って、上記のような賦課方式の困難は生じる余地がない。拠出も給付も世代内で完結するから、世代会計上の有利・不利はそもそもない。人口動態の変化による給付の変動は、自らの属する世代の余命が予想外に延びた場合等には生じ得るが、自分より上の世代の余命が延びたり自分より若い世代の出生数が減少したりしても、世代間の移転のルートがないのであるから、直接の影響はない。

しかし、だからと言って、積立方式への移行によって賦課方式の抱える困難から解放されることのみを強調することは、甚だ片手落ちであり、政策論としては欠陥が多いと言わざるを得ない。むしろ、積立方式への移行は、賦課方式の制約・課題と以下に述べるような積立方式の制約・課題の「交換」と位置づけるべきであろう。

ここに言う積立方式の制約・課題は、大まかに言って以下の3つの類型に属し⁶⁾、2以下でやや詳しく見ることとする。

・金融商品の賦存量による制約 (2 参照)

異時点間における貯蓄の滞留が政府による膨大な金融商品の保有として行われるため、その裏側には必ず他の誰かによる、支出・投資の最適化行動の結果としての金融商品の創出がなければならない。すなわち、他人の最適化行動の結果である金融商品の賦存量の制約の範囲内では、積立方式は機能し得ない。

・年金制度に対する市場変動の影響 (3 参照)

「貯蓄とその取り崩し」すなわち金融商品の取得と資金化が金融・資本市場で行われることから、年金制度は「市場変動」の影響に晒されざるを得ない。ここに言う「市場変動」は金利、外国為替相場や株価の変動の他、金融システムの不安定化をも含むものであって、これに晒される結果、給付の世代間格差が発生するとともに給付のための資金化が円滑に進まないリスクが生じる。

・積立金運用が金融・資本市場に及ぼす影響とマクロ経済的な帰結 (4 参照)

貯蓄からその取り崩しまでの間、積立てられた資金は誰かの支出・投資を賄っているの

であるから、巨大な積立金の運用主体の運用判断は、金融・資本市場の資源配分機能を通して、経済全体の資源配分への影響というマクロ経済的帰結をもたらすこととなる。もし運用者の判断が何らかの理由で歪めば、効率的な資源配分が妨げられてしまうのである。

なお、積立方式の採用が賦課、積立両方式の制約・課題の「交換」であるということは、積立金の取崩しで将来の給付を賄えば将来の現役世代による高齢者扶養が楽になるということではない、という含意を有する。将来の現役世代の負担を、年金制度があることに起因する当該世代の消費の減少度合いで把握するとすれば、賦課方式において拠出して消費が減ることも、積立方式において給付を受ける世代の積立金運用資産を現役世代が買い取って消費が減ることも、消費の減少という点では変わるところはなく、どちらも負担は同じである。現役世代の負担とは、拠出ではなく給付なのである（玉木（2004-1）第3章で詳述）。

2 金融商品の賦存量による制約

積立金は、将来の給付に際して償還や売却によって資金化することが可能な有価物として存在することが必要である。具体的には、不動産などを除くと、株式、債券、預金その他の金融資産として存在することが想定されるから、そのような金融資産を、誰かが、自らの最適化行動の結果として創出することが必要である。こうした金融資産の市場全体の賦存量は、例えば国債であれば、公共財供給や財政による移転の規模及びその財源（税か国債か）に関する意思決定の累積等によって決まる。社債であれば、企業の投資意欲や代替調達手段たる銀行借入等との比較を経た上での企業の財務戦略によって概ね決定される。すなわち、国債にせよ社債にせよ、創出される量は年金制度の設計とは全く独立に決まり、従って、年金積立金の運用に相応しい金融資産が、将来にわたって、量的に十分に存在し続けるという保証はないこととなる。⁷⁾

例えば、仮に8百兆円の積立金の運用において5

百兆円を国内債券とすることがリスク・リターンの組み合わせや分散投資の観点から望ましいとしても、自らの最適化行動として資金調達を債券発行によって行おうとする、または保有債券を資金化しようとする主体が5百兆円分以上存在しなければ、そのような運用は不可能である。

国内株式ではどうか。仮に8百兆円の積立金を現在のGPIFと同じ比率で各アセットクラスに配分すると、国内株式は11%、すなわち88兆円となる。これは、現在（14兆円<2012年末末>）よりも74兆円多く、また、日経平均12千円程度の株価水準における東証上場株式の時価総額の約1/4となる。今より74兆円多い国内株式運用が可能であるためには、それだけの株式を売却する主体がどこかに存在しなければならない。

あるいは、運用リターンを安定させるために全額を短期の国債など安全資産で運用したいとしても、少なくとも今の日本ではほぼ不可能である。なぜなら、8百兆円を安全資産で運用するには、政府など信用度の高い主体がそれだけの債務を負って何らかの財政的な活動（例えば、外貨準備の保有）をすることが必要であるが、現在の代表的な安全資産である国庫短期証券（外国為替資金証券その他の政府短期証券を含む）は百数十兆円しかないし、期間を問わず国債はすべて安全資産とするとしても、安全資産に対する需要は銀行等金融機関をはじめ社会のいたるところにあって、公的年金が独占することは非常に困難である。

過去を振り返ると、昭和30年代、40年代の高度成長期においては、我が国の金融仲介は、家計部門の貯蓄が金融機関に預貯金として流入し、金融機関が投資意欲旺盛な民間企業部門に貸出を行う間接金融が主であった。この場合、金融機関が貸出債権を証券化しない限り、市場性の運用の対象にはなり得ないが、当時は証券化の技術や必要な制度インフラが全く発達していなかった。つまり、個々の民間企業に直接融資する以外に、民間企業の資金調達意欲を捉える形での積立金運用は困難であった。

また、現在とは異なり、財政は均衡（昭和30年代）又は小幅の赤字（昭和40年代）であった。昭

和40年代の国債発行は現在に比して小規模で、しかも発行後1年たつと日本銀行が国債の多くを成長通貨供給のために買い取っていたことから、積立金運用の場たり得るような国債市場も存在しなかった。

以上のように、積立方式を採用すると、賦課方式においては考慮する必要のなかった、その時点における金融の在り方、あるいは金融のキャパシティの制約（経済主体のバランスシート制約）に服さざるを得なくなる。⁸⁾

年金制度に由来するものに限らず、経済における何らかの構造変化と上述の金融のキャパシティの制約が衝突すると、経済・社会に思わぬ歪みが生じることがあり得る。実際に大きな規模で起きた事例に関する先行研究が存在する。

この事例とは、

- ① 1990年代からサブプライムバブルの膨張期にかけて、
 - ② グローバルな金融・資本市場では、グローバル化等の実体経済の構造的変化及び並行して進行した金融技術革新によって「高格付け・短期の安全資産」（典型的には先進国の短期国債）に対する需要増加が引き起こされたものの、
 - ③ 対応する供給増加が十分でなかったことから、その「代用品」が大量に創出された。
 - ④ しかし当該「代用品」が、本来の安全資産とは似て非なるものであった（リスクの高いものであった）ために、金融・資本市場参加者のリスク管理の歪み、リスクの軽視、バブルの膨張の加速及びその後の金融危機の深化をもたらした、
- というものである。

この事例を、以下、Pozsar (2011) やBernanke (2011) に依拠しながら概観する。

まず、Pozsar (2011) では、1990年代以降、経済のグローバル化や金融技術革新の進展等に伴い、主に以下の3点を背景に、「現金及び同等物」(cash) の集積 (institutional cash pools) がグローバルな金融・資本市場に数多く出現したことが指摘されている。第一は、国際的な大企業が、ビジネスのグローバル展開に伴い、世界各地の拠点・

子会社等の資金管理を一部署に集約して企業全体の流動性を統合管理するようになった結果、多額の安全資産を一か所に集積するようになった。第二に、ミューチュアル・ファンドやヘッジ・ファンドがその存在を増していくにつれ、効率的なポートフォリオ管理のため、より多くの安全資産を需要するようになった。第三に、安全資産と金融派生商品の組み合わせに関する新技術の開発により、所望のリスク・リターン・プロファイルを有する金融商品をより効率的に創出する動きが広範化した。

こうした動きに対し、もっとも伝統的な安全資産である銀行預金は、銀行の信用度の低下や合併等 (consolidation) による銀行数の減少 (リスク分散余地の減少) 等によって、安全資産としての機能が低下していた。このため、安全資産への需要は具体的には主要国 (特に米国) の短期国債に向かった。しかし、短期国債の供給・賦存量とは短期国債による財政資金調達であるから、国債管理政策の急変や財政ニーズの急拡大がない限りは十分に増加しない。⁹⁾ 加えて、国際収支黒字国が外貨準備運用のために主要国の短期国債を強く求めたことから、短期国債需給は逼迫し、institutional cash poolsの安全資産ニーズは短期国債の「代用品」によって満たすしかなかった。こうした状況における工夫の産物が、シャドールバンクの負債を「代用品」として供給するというものである。

ここで言う「シャドールバンクの負債」とは、規制・監督に服し預金保険等の安全網に守られている「バンク」ではないものの金融仲介を行う主体 (シャドールバンク) の担保付きの短期資金調達手段である。例えば大手金融機関傘下の資金運用ヴィークルであるSIVs (structured investment vehicles) が、保有住宅ローン債権証券化商品を担保に行う短期レポあるいはそれを原資産として発行する短期の資産担保コマーシャルペーパーである。これらの「代用品」は短期で高格付けを有するなど短期国債に近い安全資産と考えられたものの、実際にそうではないことが住宅バブル崩壊とともに露呈した。すると各主体は自らの抱える

リスクの大きさに驚き、一斉にリスク性商品を売却し始めたことから、資産価格の急落と金融不安が広がった。行き着いたところがリーマンショックであり、その後の深刻な景気後退であった。

Bernanke (2011) においては、安全資産に対する需要増に対し、米国金融業界が、サブプライム住宅ローンをプール・証券化してそのリスクを「変換」(transform) し、安全資産類似のもの(証券化商品のうちの高格付けのトランシュ)を創出することで高収益を上げる動きを強めたことが、まず指摘されている。この結果、原資産である住宅ローン債権(証券化商品の原料)の需要が増し、また、リスクのより高い住宅ローンでも上記の「変換」により高格付け商品を創出することはできたから、サブプライム可変金利型住宅ローン(adjustable-rate mortgages (ARMS)。バブル崩壊後の損失率が高かったことで知られている)の貸出しが増大した。すなわち、安全資産の不足がその代替品創出の動きを刺激し、これを可能にするために銀行の信用供与(住宅ローンの提供)の際のリスク判断が大きく歪むという、金融仲介の健全性を根底から揺るがす事態となった、という整理がなされている。

こうした事例の年金制度にとってのインプリケーションは、何であろうか。積立方式の制度において巨額の積立金を保有する場合、年金積立金運用に適した金融商品の需要が大きく増大するであろう。それが例えば長期性の金融商品であった場合、問題は、長期性の金融商品の需要が増えたからといって、供給が同じテンポで増えるメカニズムはそもそもないことである。積立方式の導入には長期性のものの需要を人為的に増やすという副次効果が付随し、経済全体の金融仲介に思わぬ歪みをもたらすリスクがあることには、十分留意しなければならない(V(1)参照)。

3 金融・資本市場における変動が年金制度に及ぼす影響

- ① 運用リターンの予測可能性の低さと将来の給付に関する国民への説明の確度の低下
現在の我が国のような賦課方式年金では、将来

の給付の原資は将来の現役世代による拠出(その源は将来の国民所得)であるから、何らかの経済前提や人口動態の想定の下、将来の現役世代の所得と連動した給付、すなわち所得代替率で表示されるような給付水準を国民に呈示することが自然な道筋である。これに対し、積立方式では、ある世代の将来の給付を賄うのは給付開始までに行われた拠出とその運用の果実である。将来の給付水準として国民に提示されるものは、株価や長期金利等のように金融・資本市場における「期待形成」に大きく依存するマネタリーな変数についての予測に依存する。このため、期待形成の実際の展開次第で各世代の拠出や給付のバランスが少なからず変動し、将来の給付に関する国民への説明の確度は低下してしまう。

賦課方式の下でも、我が国のように大きな積立金を有する場合、その運用利回りは財政検証における重要な変数である。¹⁰⁾しかし、仮に実際の運用利回りが想定を下回っても、第一に、積立金の給付財源としてのウェイトは積立方式では全てであるのに対して部分的であり、第二に、下回った部分の埋め合わせは将来の多くの世代の間で分散して行い得るから、影響は限定される。

上記の論点は、年金制度のバランスシートの情報発信力あるいは国民への説明のツールとしての有効性という観点からも捉えることができる。賦課方式においては、給付債務という概念が希薄であり、バランスシートを作成して財政状況を検証するという手法は馴染まないというべきであろう。これに対して積立方式では、将来の給付を何らかの割引率で現在価値化したものが給付債務として認識・表示され、これを運用資産とともにバランスシートとして国民に示すことができる。

もし、給付債務が正確に測定されるなどバランスシート上の計数が時間を超えて信頼できるものであるならば、バランスシートを有する積立方式の制度は、財政状態を頻繁かつ定量的に把握することができることとなる。また、バランスシートは、国民に対する説明のツールとしても有効であろうから、これを有する制度は質の高いものになり得る。

しかし、バランスシート上の計数はしばしば期待形成の産物であったりいくつかの仮定を置いたうえでしか得られないものであったりなどする。従って、計数がいかに利用可能な限りで最善のものであったとしても、その情報発信力や国民への説明のツールとしての有効性には限界がある（場合によっては、かえって国民をミスリードしてしまい、ひいては制度への国民の信認を損なうこともあり得る）ことも、事実である。

② 市場変動による世代間の給付格差

積立方式の下での拠出は世代別に長期にわたる運用に投じられ、その運用の収益率は当該世代の給付を大きく左右する。

この収益率は、10年、20年といった中・長期でも大きく変動するから、収益率の高い時期に多額の積立金を保有していた世代は多くの給付を受けることができ、そうでない世代は低い給付に甘んじなければならない。すなわち、高齢者の間で給付の世代間格差が出ることは不可避であり、積立方式はそのような世代間格差の存在を国民が許容することを前提とする制度となる。

一つの事例として、1940年生まれの世代を取り上げる。この世代は、1960年頃から2000年頃にかけて拠出・運用し、その蓄積をその後の給付に充てていく。具体的には、1960年代以降の高度成長期から1980年代のバブル期にかけては給付のための取り崩し開始まで数十年あるのであるから株式等のハイリスク・ハイリターン資産に多く配分し、給付開始が近づいた1990年代から徐々に国内債券等のより安全な資産にシフトしていくであろう。この世代は、1960～80年代の株価上昇と高金利を享受したのに加え、90年代に入って国内債券への運用を増やす段階でも、長期金利が90年代初頭の5～7%から2000年前後以降の2%以下へ低下していく過程での債券価格上昇のメリットを受けることとなったのであるから、給付財源は豊かであろう。

これに対し、1960年生まれの世代は、1980年頃から拠出を開始するが、バブル期から90年代の株式への運用ではこれまで大きな損失を出し、また少なくとも90年代後半から最近までの15年程度の

間の新規拠出については超低金利の余波を受けている。拠出開始後約30年を経た時点で今後の給付開始までの十数年間を展望すると、1940年生まれの世代と同程度の給付を実現するには、相当急速な運用環境の好転がなければならない。そうならなかった場合には、この世代が60代後半で給付を受け始めると、そのとき80代後半の1940年生まれの世代よりも少ない給付を受けることとなる。¹¹⁾

③ 運用資産の資金化と給付の安定性

積立方式においては、高齢者への給付は当該高齢世代の運用資産の資金化によって行われる。このため、金融システムの不安定化によって資金化が円滑に行われないこととなった場合には、給付の確実性が損われ得る。

金融システムに対する信認が強固で、市場が正常に機能している限りは、積立金の運用に際して流動性リスクに配慮した資産構成を維持していればよい。しかし、実際の経済の動きを見れば、1998年前後の金融危機時の我が国、2008年のリーマンショック前後の欧米諸国、最近の一部南欧諸国のように、金融システムに対する信認が一挙に崩れ、それまでは大量の取引に何の問題もなかった金融商品の「市場流動性」（当該金融資産の売買のし易さ、取引相手の見つけ易さ）が突然著しく低下してしまうという事態はかなりの頻度で発生している。しかも、そうした事態を完全に防止する方法もその発生を正確に予測する方法も、満足できるほどには明らかになっていない。

すなわち、積立方式の年金制度は、政府のバランスシートを著しく大きくするものであるとともに、増加した資産が円滑に資金化できる（資金を手放して積立金運用資産を取得しようとする主体がどこかに存在する）ことを前提としている。すなわち、金融システムの安定に強く依存したものである。

4 積立金運用が金融・資本市場に及ぼす影響とマクロ経済的な帰結

① 金融・資本市場における価格形成及び資源配分への影響

積立方式の公的年金積立金の運用対象となる金

融資産は、公的な主体による長期運用に適した属性を有していなければならない。

従って、そうした属性を有する金融資産は、需要が大きく増加して価格に上昇圧力がかかる。需要増加による価格上昇自体は何ら歪みと表現すべきものではないものの、需要の増加が年金制度という人為的なものであること及び非常に大きなボリュウムを伴うことから、金利、株価等の価格形成に影響するとともに金融・資本市場による資源配分を左右するというマクロ経済的な帰結を伴うことには、十分な注意が必要である。

例えば、公的な資金であることから購入する社債等を格付けの高いものに限定すると、そうした社債等とそうでないものの価格差はより大きくなる。この結果、高格付けの既存の優良企業が有利になり、新興企業や何らかの事情で信用度が低下している低格付けの企業は競争上不利になる。

もとより、民間の投資家による資金運用においても同様の現象は生じるが、公的年金という公共政策の遂行の結果として、しかも民間の投資家においてはあり得ない規模で生じることについては、政策論議の中で無視することはできないであろう。

② 政府が金融仲介の重要な主体となることに伴う資源配分への影響

積立方式の年金制度に対して拠出された巨大な資金は、政府による管理運用の下に置かれ、その具体的な内容が8百兆円相当の金融仲介となる。

仮に、積立金の運用が国債の低利引受けに充てられれば財政規律の弛緩と政府の肥大を招きかねない。特定の勢力の要請・圧力によってある地域や産業に過度に多くの資金が投じられれば非効率な運用となって、リターンの低下が避け難いばかりでなく、規模によっては産業構造が歪むことにもなりかねない。あるいは、運用にかかるコスト（売買コスト、運用報酬等）のコントロールがなおざりにされれば、運用に関与する金融業者等に国民の納得の得にくい多くの利益が落ちるとともに、そうしたビジネスが肥大化するという資源配分の歪みも生じる。

この様な事態はいずれも経済全体の資源配分の

効率性を損なうものである。こうした弊害を防ぐには、政府による管理運用のプロセスと実際に管理運用に携わる運用組織のガバナンス構造が適切に構築されねばならない。逆に言えば、ガバナンスが適切でなければ、積立金の運用が財政規律の弛緩や産業構造の歪みなど、日本経済全体に関わる負のマクロ経済的帰結をもたらしかねないのである。

賦課方式と積立方式の比較において、「積立方式であれば経済全体の貯蓄が増加して成長率が高まる」という指摘がしばしばなされる。市場が完全、効率的であればこのような考え方に間違いはないものの、積立金運用にかかる金融仲介機能を政府が果たす場合も果たしてそうであるかは、現実的な検証が必要である。1990年代の我が国において言われた「財投の肥大」とは、1980年代以降、我が国のインフラ整備が進捗して効率の高い公共投資案件が減少する一方で、増加を続ける郵便貯金と公的年金積立金があるまま資金運用部に預託されて財政投融資の原資となった結果、財政投融資の資金配分が効率の低い事業・案件にまで行われたという、政府による金融仲介の失敗の表現である。貯蓄の増加と経済成長の加速を結びつける際には、金融仲介の効率性が重要な前提条件であることを認識すべきである。

V 今後の議論のあるべき方向性

我が国のようにすでに賦課方式の公的年金が人口動態の変化に直撃されている国では、「二重の負担」を多数の世代に分散しながら積立方式に移行していくことが一つの政策オプション¹²⁾である。これから公的年金制度を構築、拡充していく新興国においては、始めから積立方式による制度を構築していくこともあり得る。

積立方式への移行とは、世代間の負担の偏り・不公平という賦課方式の制約・課題を一方向的に解消するものではなく、両方式の制約・課題を「交換」するというものである。積立方式を政策オプションとして探求していくとすれば、「交換」の内容を整理するとともに、国民によりよく伝える

ための方策を考えねばならない。その際の最大の留意点は、積立方式では、積立金の運用という金融的な異時点間の資金の流れが存在し、年金制度と金融・資本市場及びマクロ経済との間に大きな相互作用が発生することであろう。この点を念頭に置きつつ、IVで述べた「積立方式の金融の観点からの制約・課題」のうちのいくつかについて、対処の方途の有無と議論の方向性を考えてみることにする。

(1) 金融商品の賦存量による制約と積立方式の量的な限界

金融商品の賦存量は、所得の消費及び貯蓄・投資への分割という経済の基本構造や、貯蓄と投資を結びつける金融仲介・資金循環の構造を直接反映したものであり、これらは年金制度とは基本的に独立である。従って、年金制度を設計する際には、相当程度、与件として受け入れざるを得ず、積立方式の量的な限界が金融仲介構造によって画されることとなる。

賦存量の制約が緩いケースとしては、例えば、対外開放度の高い小国において、グローバルな運用を行う場合が考えられるが、我が国は小国ではないから、とり得る道は限られる。今後の議論は量的な限界の見極めが最初のステップであろう。

(2) 金融・資本市場の変動

積立金運用に対する金利や株価、為替相場等の変動の影響は、週次や月次のものは長期運用により平準化されるが、10年、20年という中長期のうねりは一世代の間には平準化しきれずに残る。この結果、個々の世代の運用リターンが長期的な予測から外れて給付が想定水準から乖離したり、世代間の運用リターン格差すなわち給付格差が生じたりする。

このことは、受け入れねばならない。すなわち、積立方式において、現役世代が市場変動による拠出と給付のバランスの有利化または不利化に驚くことはあり得る。その要因は、技術進歩の予想外の加速や鈍化による潜在成長率の変動かもしれないし、とらえどころのない市場センチメントの強化・弱気化によるものかもしれない。いずれにせよ、予測は不可能である。

こうして見ると、我々の前には、積立方式を採用して市場変動の影響を受けることと、賦課方式を採用して人口動態の変動の影響を受けることの、2つの選択肢があることが分かる（どちらの影響も結果的に免れる、すなわち少子高齢化の進行と市場変動の両方であっても拠出と給付のバランスの不利化を回避する道は、経済成長以外にはない）。積立方式と賦課方式の間の選択は、どちらかにすればそれで安心というものではなく、前門の虎（人口動態）と後門の狼（市場変動）のどちらと戦うかの選択である。

今後の議論は、積立方式に移行すれば安心というイメージをばらまくのではなく、虎と狼という2つの選択肢の相違を分かりやすく提示して、国民の判断をサポートするものであるべきであろう。

(3) 政府が金融仲介の重要な主体となることに伴う資源配分への影響

政府が大規模な金融仲介の主体となることについては、市場の資源配分機能が損なわれることのないように、運用組織の組織としての在り方を構築する必要がある。また、政府が専門的な知識の裏付けのある合理的な運用を行っているとの国民の信託を維持する上でも、積立金の管理運用のプロセスと運用組織のガバナンス構造を適切なものとするのが、不可欠である。

現在、世界で公的年金の積立金が多いのは、カナダ、米国、日本、ノルウェー、スウェーデン等であるが、組織の特徴等は、下表に見るように、どれも他と大きく異なり、我が国が倣うことのできる国際標準と呼べるものはない(玉木(2004-1)、玉木(2004-2))。例えば、カナダは運用判断が特定の勢力の政治的影響によって歪むことを防ぎつつ、高度の専門性を組織内に確保して運用リターンを極大化するための工夫を凝らした組織としている。しかし、米国においてはそのような仕組みはない。このように、各国それぞれの事情に応じたものとなっている。

では、我が国の事情に適合した運用組織をどう構築していくべきか。その際の論点は数多いが、うちの一つだけを例示する。それは、公益の観点

表1 主要な公的年金運用組織の特徴

国名（運用組織）	組織としての特徴とガバナンス構造	運用の特徴
カナダ (Canada Pension Plan Investment Board)	高度の独立性（政府とはat arm's length）に特徴。	多数の運用専門家を組織内に抱え、オルタナティブ運用を含めた多様な運用を実施。
アメリカ (Social Security Trust Fund)	政府の内部組織。運用対象を法定（連邦政府債務又は連邦政府保証のあるもののみ）。	全額非市場性連邦国債。株式運用は1990年代後半に検討の結果、実施しないこととした。
ノルウェー (Norges Bank：中央銀行)	政府の基本方針に従って、中央銀行が運用。	全額国外運用。株主として経営に積極関与。環境、タバコ等の問題に関して一部企業（政府が選ぶ）を投資対象から除外。
スウェーデン (API～4)	ほぼ同規模の4基金に分割。	各基金が独自に運用。自国個別企業への株式運用に量的制限。
日本 (年金積立金管理運用独立行政法人)	厚生労働大臣が定める中期目標を遂行。	パッシブ運用主体。株式運用は一任契約によるもののみ（自らは株主ではない）。

から、個別企業（特に自国企業）の経営に（例えば環境問題に配慮した経営を行うよう求めて）株主として関与すべきか否か、である。この点がなぜ重要かといえ、政府が、積立方式への移行の言わば副産物として巨大な株主になり、企業経営に強い影響を及ぼす余地が大きく拡大するからである。

現在の我が国の制度は、GPIFが個々の企業の経営に関与することのないようにデザインされている。厚生年金保険法（第79条の2）と国民年金法（第75条）は、積立金の運用は「専ら被保険者の利益のため」に行うことを規定し、また、厚生労働大臣の定めるGPIFの中期目標でも、「民間企業の経営に対して影響を及ぼさないよう配慮する」としている。つまり、被保険者の利益以外の目的は追求しないことが法定され、企業経営に対しては影響を及ぼすべきではない、という行政判断がなされている。

また、GPIF法はGPIFが株式を直接保有することを禁じ（第21条第1項第1号）¹³⁾、株式運用は信託と投資一任契約によらねばならないと規定している。従って、GPIF自身は個別銘柄の選定に関与しないし、株主でもない。ましてや、公益のために株主として「もの言う」こともない。¹⁴⁾

このような我が国の現状については、代替的な議論があり得る。海外では、多くの年金基金が、「責任ある投資」を行うことが世界経済の持続可能性を高めることにつながって、結局、長期的には受託者責任を果たすことになるという問題意識

を有して様々な取り組みをしている。例えば、表1のノルウェーでは、環境問題や人権問題を理由に、個別企業を名指しして投資対象から除外している。国際連合では「責任投資原則」（Principles for Responsible Investment）を打ち出し、環境・社会・企業統治（ESG）の諸問題について、議決権行使を含め「もの言う株主」たること等を提唱、いくつかの公的または民間の機関投資家がこの原則に署名している。国内でも、いくつかの機関投資家は「責任投資原則」に署名するなど、「責任ある投資」という概念はより広く知られるようになっていく。¹⁵⁾

では、このような、公益の観点からの年金基金の株主権限の積極行使の流れに、我が国の公的年金も乗っていく（運用組織がESG等の諸問題について「もの言う株主」になる）べきであろうか。確かに、株主としての企業に対する影響力は、社会が抱える問題の解決に向けた有力で手っ取り早い方法を提供するかもしれない。しかし、これは裏を返せば、政府・国家機関の企業・国民に対する力が強まり、その強まった力の行使を積立金の運用組織の裁量に任せるということでもある。

政府が公益を増進するために企業行動に修正を加えようとする場合、規制を設けたり税制を用いたりするが、これらは議会によるチェックと立法手続きの裏付けを有する。このこととの比較において、運用組織による株主としての力の行使についての制度構築の議論は、まだまだこれからである。政府・国家機関の企業・国民に対する力を強

めるならば、少なくとも行政府(運用組織を含む)が株主権限を濫用して暴走することを防ぐ民主的なチェック・アンド・バランスの仕組みの議論は、不可欠であろう。

Ⅵ おわりに

これまで、積立方式の長所を認識しつつ、その金融的側面からもたらされる制約・課題を取り上げ、議論すべき事項が社会保障の枠を超えて金融・資本市場、金融仲介あるいはマクロ経済へと広がっていることを示した。積立方式への移行という政策提言の完成度が高まることがあるとすれば、議論の間口を金融的側面を包含するよう広げることが不可欠と考える。

我が国は、先進国中もっとも早く本格的な少子高齢化に直面し、以来、賦課方式に内在する制約・課題と向き合ってきた。また、金融面でも、金融・資本市場の大きな変化を他国並みまたはそれ以上に体験している。これらの蓄積を生かしつつ、本稿で示したような金融的側面についての研究を深めていけば、賦課方式と積立方式の間の選択に関する知見をより豊かにできるであろう。

(平成24年9月投稿受理)

(平成25年10月採用決定)

注

- 1) 我が国の近年の金融仲介の主な流れの一つは、貯蓄主体による国債保有の増加によって政府の赤字を賄うことであるが、国債の発行・流通と公的年金制度の両方を視野に入れた研究が皆無というわけではない。例えば、清水(2011)は国債問題を論じる中で公的年金制度との関係を検討している。しかし、同書の公的年金制度への着眼は国債問題を解決するための増税と年金制度の関係を扱う点にあり、積立金運用が主に金融取引であることに着眼した本稿にとっては、直接的な先行研究と位置付けられるものではない。他方、年金から離れ、金融のキャパシティの制約が経済に大きな歪みをもたらしたという現象一般に目を向ければ、Bernanke(2011)やPozsar(2011)等の先行研究がある(IV 2参照)。
- 2) 本稿において「金融取引」は、資金等の貸借、債券や株式の売買、金融派生商品の取引などを含むものとする。

3) 我が国では、近年、公的年金(国民年金及び厚生年金)の給付に充当するために年4~6兆円(年間給付額の1割程度)の金額の運用資産の資金化(キャッシュアウト)を実施した。仮に、積立金がまったくなく借入の道もなかったならば、当該金額に見合う制度変更(抛出増、給付減または国庫負担増)が必要であった。

4) 現在の我が国では厳しい前提であろう。

5) 分割については賛否両論があるが、分割したところで国民にとって意味を持つのはすべての基金の運用の結果の合計であることは、十分に念頭に置いて議論せねばならないであろう。

6) ここで注意を要するのは、売買の規模が大きいために自らの売買によって金利や株価が自らに不利な方向に動くというマーケット・インパクトの位置づけである。マーケット・インパクトの制御は、運用の実務においては非常に重要であるし、今後一段と研究を進めるべき論点であることは間違いないが、積立方式の評価という目的との比較においては、論点の一部に過ぎない。

7) このような懸念に対し、財投改革以前のように財政融資資金に全額預託する仕組み、あるいは現在の米国のような非市場性国債に運用を集中する仕組みとすることで、金融商品の賦存量の制約を回避できるのではないかと、との問題提起があり得る。しかしながら、まず前者については、財政投融資の残高は、財投改革前の400兆円以上から最近では200兆円以下に減っている。これは、財投という制度による金融仲介のニーズがその程度のものであることを示唆している。

また、後者の米国の事例については、Social Security Trust Funds (OASDI)の残高は2.7兆ドル(2012年末。約250兆円)であるが、米国の人口・経済規模が日本の2.5倍程度であるから、日本而言えば100兆円程度の規模(現在の年金積立金管理運用独立行政法人の運用規模を下回る)に過ぎない。従って、米国で行われていることを行えば賦存量の制約を回避できるという単純な議論は、不十分である。

8) 積立金が8百兆円に達するためには、それだけの資金が年金特別会計に流入せねばならず、その資金が、鈴木(2009)(第2章)に分り易く解説されているように、積立方式への移行期間中の給付のための国債発行によってもたらされるならば、積立金の増加の一方で国債発行が増えるメカニズムが存在することとなる。

9) Pozsar(2011)も指摘しているように、このようなメカニズムは、ブレトンウッズ体制下の金とドルの間の「トリフィンのジレンマ」(ドルの信認を支える金の供給が増えないために、ドルが国際通貨としてより多く使われていく過程でドルの信認保持が難しくなること)と類似したものであ

- る（金は短期国債に相当）。
- 10) 我が国の財政検証においては、積立金運用利回りについては、賃金上昇率を一定の幅だけ上回るという想定をしている。これは、給付が賃金と連動するからであり、積立方式でもそうするならば、予測すべきは運用リターンそのものではなく、賃金上昇率に対するスプレッドとなる。
 - 11) ここでの議論は、経済成長によって1960年生まれの世代の所得と拠出が多くなっていることを捨象している。
 - 12) もとより、賦課方式の現行制度との接続は一大難事業である。
 - 13) この規定は、自由経済の我が国において、公的機関であるGPIF自身による個別企業の経営への関与が株式の議決権の行使という最も尖鋭な形で及ぶことを防止することを主たる狙いとしたもので、この狙い自体は首肯できるものであろう。
 - 14) もとより、国民の財産である株式にかかる金銭的利益の確保にGPIFが力を注ぐことは、受託者として当然である。実際、GPIFは株主の利益のための議決権行使を投資一任先に対して強く求めている。
 - 15) 公的年金積立金の運用組織の目的（mission）を明確化することが必要という観点から、運用リターン獲得以外の目的、すなわち政治的、社会的

投資目的は明確に排除すべき、という主張も海外で見られている（Clark and Monk（2011）p.22）。

参考文献

- 清水克俊（2011）『国債危機と金融市場——日本の財政運営へのインパクト——』日本経済新聞社
- 鈴木亘（2009）『だまされないための年金・医療・介護入門』東洋経済新報社
- 玉木伸介（2004-1）『年金2008年問題』日本経済新聞社
- 玉木伸介（2004-2）「海外諸国における公的年金積立金の運用の動向について—米国、カナダ及びアイルランドを中心に」『総合研究開発機構（NIRA）ワーキング・ペーパー・シリーズ』2004-3
- Clark, Gordon L. and Monk, Ashby H.B. (2011) “Pension Reserve Funds: Aligning Form and Function”, *Rotman International Journal of Pension Management*, Vol. 4, Issue 2
- Bernanke, Ben S (2011) “International Capital Flows and the Returns to Safe Assets in the United States, 2003 - 2007”, *Banque de France Financial Stability Review* no. 15
- Pozsar, Zoltan (2011) “Institutional Cash Pools and the Triffin Dilemma of the U.S. Banking System”, *IMF Working Paper* (WP/11/190)
- （たまき・のぶすけ 大妻女子大学短期大学部教授）