

野村証券
フィデューシャリー・マネジメント部
春日 俊介

公的年金の運用利回り「賃金上昇率+1.7%」について

3月10日に開催された厚生労働省の経済前提専門委員会において、公的年金の財政検証に用いられる経済前提および運用利回りの検討結果がまとめられました。経済前提は全要素生産性(TFP)の水準が異なる8通りのシナリオが示され、運用利回りは「賃金上昇率+1.7%」と設定されました。この運用利回りが公的年金の新たな運用目標となります。今回はこの運用利回りの算出方法や水準について解説します。

公的年金の新たな目標運用利回り

公的年金の財政検証は5年ごとに実施されますが、その際に用いる経済前提と今後の年金積立金の運用目標のあり方が「年金財政における経済前提と積立金運用のあり方に関する専門委員会(以下、経済前提専門委員会)」において検討され、2014年3月10日に検討結果がとりまとめられました。

検討結果の報告資料には、財政検証に用いる経済前提、公的年金の運用利回り、および2013年11月に出された「公的・準公的資金の運用・リスク管理等の高度化等に関する有識者会議」の提言を受けた運用のあり方がまとめられています。その中で運用利回りは「名目賃金上昇率+1.7%」と設定されました。名目運用利回りから名目賃金上昇率を差し引いた運用利回りは「実質的な運用利回り」または「アルファ」と呼ばれます。この実質的な運用利回り1.7%が公的年金の次期基本ポートフォリオ策定の際の目標となります。前回の財政検証時の1.6%と比較して0.1%の上昇となりました。

経済前提は8ケース

物価上昇率や長期金利、経済成長率などの経済前提について、今回は2023年度までの「足元期間」と、2024年度以降の「長期平均」の2つの期間に分けて設定されています。足元期間は2014年1月に内閣府が作成した「中長期の経済財政に関する試算」の経済再生ケースおよび参考ケースの2つの経済シナリオに準拠しています。経済再生ケースは、アベノミクスの「三本の矢」の効果が着実に発現し、今後10年の経済成長が実質2%となるケースです。参考ケースは、より緩やかな成長となるケースで、実質1%の経済成長を想定しています。

2024年度以降の「長期平均」期間の経済前提は、内閣府の2つのケースに接続する形で、図表1のように全要素生産性(TFP)上昇率の異なる8通りのケースを設定しています。ケースAからケースHまでの物価上昇率および長期金利はそれぞれ2.0%~0.6%、5.6%~1.5%までの幅をもって設定されています。

野村年金マネジメント研究会

このレポートは、年金基金運営及び企業財務業務の参考となる情報の提供を目的としたもので、これらに関する特定の戦略や手法をご提言するために作成したものではありません。年金基金運営及び企業財務業務はご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、野村証券及び野村グループ各社から直接提供するという方法でのみ配布致しております。提供されましたお客様限りでご使用下さい。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村証券、野村資本市場研究所及び野村総合研究所に帰属しており、電子的または機械的方法を問わず、またいかなる目的であれ、無断で複製し又は転送を行わないようお願い致します。

運用利回りの設定方法

公的年金の運用利回りは「安全かつ効率的な運用」という法律上の要請に基づいて設定されます。「安全かつ効率的」の解釈として、「安全」は国内債券並みのリスクの維持、「効率的」は分散投資による分散投資効果の獲得と考えます。そこで、運用利回りは図表2のように国内債券のリスクを基準に、国内債券の期待リターンに分散投資効果を上乗せして設定されます。

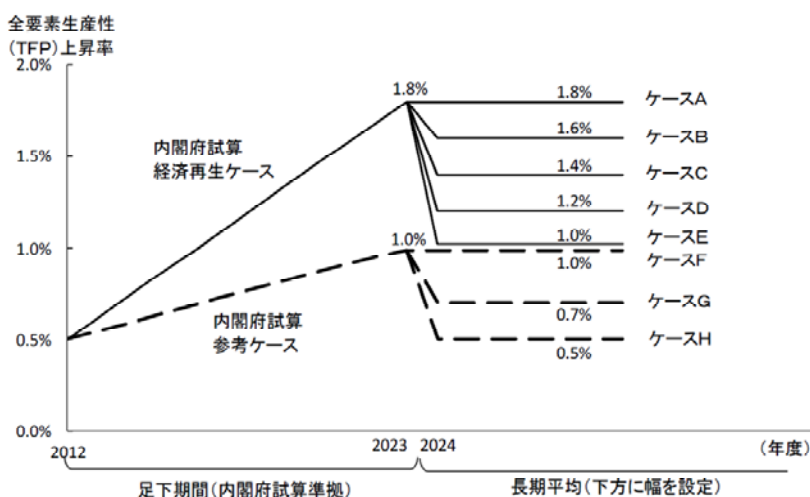
具体的な運用利回りの算出手順は、①各資産の期待リターン・リスク及び相関係数の算出、②有効フロンティアの導出、③分散投資効果の算出、となります。各資産の期待リターンはビルディングブロック法で推計されますが、国内債券は経済前提の長期金利を期待リターンとしています。分散投資効果は、8通りの経済前提について有効フロンティアを作成し、そこから国内債券と同じリスク水準で分散投資した場合の国内債券からの期待リターンの上積み分になります(図表2)。分散投資効果は、どのケースについても概ね0.4%程度となりました。

公的年金の新たな運用目標

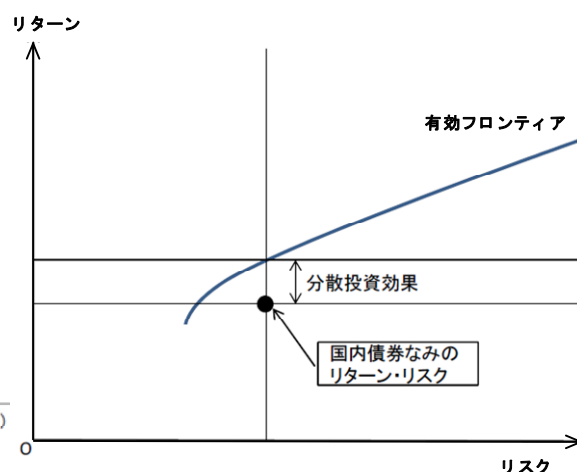
今回の8通りの経済前提では、賃金上昇率や長期金利の水準は各ケースで異なり、かつ幅を持って設定されています。そのため、国内債券並みのリスクから期待される実質的な運用利回り水準も図表3のように各ケースで異なるとともに、幅を持っています。例えばケースEでは、国内債券並みのリスクによる運用で1.2%~2.2%の実質的な運用利回りが得られると見積もられますが、ケースAでは0.5%~1.7%と低い水準になっています。財政検証では、図表3のようにケースごとに異なる実質的な運用利回りが用いられると考えられます。

一方、公的年金の運用目標としての実質的な運用利回りは、ケースEの中央値を基準に1.7%と設定されました。これは、実質的な運用利回り1.7%を目標とすれば全てのケースに対応でき、ケースE以外の経済状況が実現した場合であっても実質的な運用利回りを上回る運用収益は年金財政にプラスに寄与することとなる、という考えからです。

図表 1 経済前提における TFP 上昇率の設定



図表 2 有効フロンティアのイメージ



(出所) 厚生労働省資料より

野村年金マネジメント研究会

このレポートは、年金基金運営及び企業財務業務の参考となる情報の提供を目的としたもので、これらに関する特定の戦略や手法をご提言するために作成したものではありません。年金基金運営及び企業財務業務はご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、野村証券及び野村グループ各社から直接提供するという方法でのみ配布致しております。提供されましたお客様限りでご使用下さい。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村証券、野村資本市場研究所及び野村総合研究所に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、またいかなる目的であれ、無断で複製し又は転送等を行わないようお願い致します。

経済前提専門委員会では、公的年金の運用目標として運用利回りとともにリスク許容度の考え方も示されました。次期基本ポートフォリオに適用される新たなリスク許容度は、基本ポートフォリオの「名目賃金上昇率から下振れするリスク」が、全額国内債券運用の「名目賃金上昇率から下振れするリスク」を超えないことです。

新たに示されたリスク許容度は、株式等のリスク資産の構成比率を高めて基本ポートフォリオのボラティリティ(リターン)のぶれが国内債券並みを超えても、リスク調整後リターンが改善して下振れリスクが国内債券並みを超えなければ良い、という考え方です。

また、今回は基本ポートフォリオの資産構成について、「国内債券中心」を求めなくなったことも重要な変更点の1つです。

実質的な運用利回り1.7%の水準について

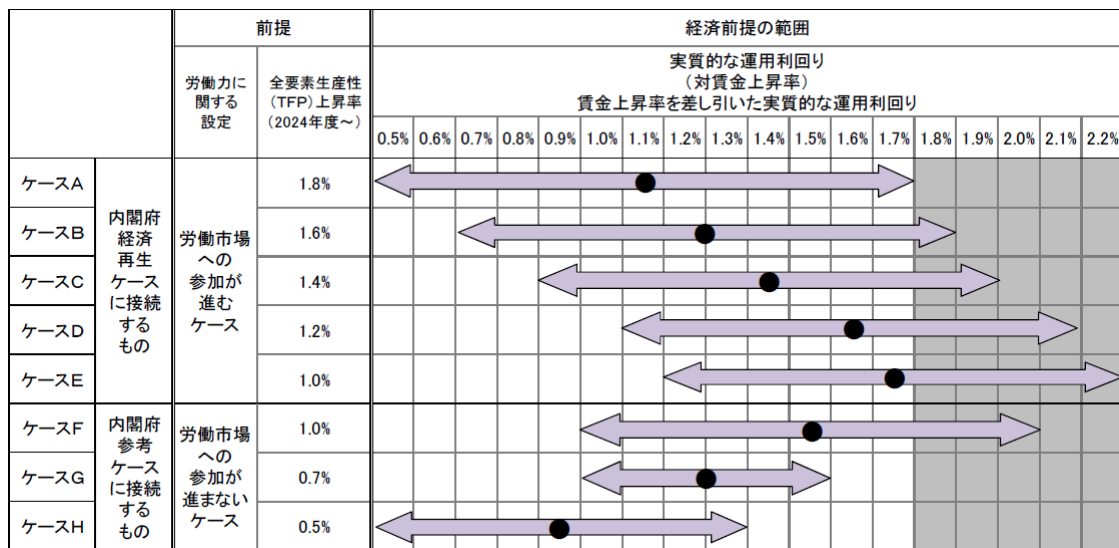
今回の目標運用利回りは実質的な運用利回りで示されているため、目標が達成できるかは賃金上昇率に大きく左右されます。実質的な運用利回り1.7%を経済前提の名目賃金上昇率で名

目運用利回りに換算すると、3.0%(ケースHの下限)~6.2%(ケースAの上限)までの幅があります。この運用利回りの水準について、期間を分けて考えてみます。

2023年度までの足元期間について、経済前提専門委員会は各年度の名目運用利回りを示しています。この名目運用利回りから、足元期間の実質的な運用利回りの平均値を計算すると、経済再生ケースで-0.1%、参考ケースで0.1%となり、目標である実質的な運用利回り1.7%の達成は見込んでいないこととなります。これは長期金利上昇による国内債券のマイナスの影響が考慮されているためです。足元期間において実質的な運用利回り1.7%を確保しようとする場合、想定される経済前提の下では国内債券の比率をかなり下げる必要があると考えられます。

次に足元期間の後の「長期平均」期間ですが、こちらは将来どのような経済シナリオが実現するかによって状況が異なります。例えば図表3のケースEの中心値に近い経済状況になった場合、名目長期金利+0.4%(分散投資効果)で運用ができれば1.7%の目標達成が見込まれます。

図表 3 各経済前提における実質的な運用利回り



(出所) 厚生労働省資料より

野村年金マネジメント研究会

このレポートは、年金基金運営及び企業財務業務の参考となる情報の提供を目的としたもので、これらに関する特定の戦略や手法をご提言するために作成したものではありません。年金基金運営及び企業財務業務はご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、野村証券及び野村グループ各社から直接提供するという方法でのみ配布致しております。提供されましたお客様限りでご使用下さい。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村証券、野村資本市場研究所及び野村総合研究所に帰属しており、電子的または機械的方法を問わず、またいかなる目的であれ、無断で複製し又は転送等を行わないようお願い致します。

一方、ケースHのような低成長ケースでは、長期金利+0.4%の分散投資効果では実質的な運用利回りは0.9%程度にしかならないため、よりリスクをとる運用をしないと実質的な運用利回り1.7%の達成は難しいと考えられます。ケースAのような成長シナリオにおいても運用利回りを高める資産構成にする必要があります。

今回、公的年金の新たな運用目標として、どのケースでも実質的な運用利回り1.7%を達成すること、対賃金上昇率の下振れリスクが国内債

券並みを超えないようにすること、が示されました。その結果、次期基本ポートフォリオの資産構成割合は、国内債券が減り、株式や外貨建て資産が増えることが考えられます。その結果、長期的な運用利回りの向上が見込まれる反面、短期的なリターンのぶれは大きくなることを見込まれます。次期基本ポートフォリオを考える上では、リスク許容度の考え方が変更されたことも非常に重要な意味を持つといえます。

弊誌の記事はバックナンバーも含めてホームページでご覧頂けます。当ホームページは、年金スポンサー限定のサービスとなっております。ご利用を希望される方は、次のURLにてご登録をお願い致します。

<http://nenkin.nomura.co.jp>

編集: 野村証券フィデューシャリー・サービス研究センター、
野村資本市場研究所、野村総合研究所

発行: 野村証券フィデューシャリー・サービス研究センター
(年金マネジメント研究会事務局)

〒100-8130 東京都千代田区大手町2-2-2
アーバンネット大手町ビル

TEL: 03 (6703) 3991

FAX: 03 (6703) 3981

Email: nenkin@jp.nomura.com

— 次号のお知らせ —

次号は

5月26日(月)

発行予定です。

野村年金マネジメント研究会

このレポートは、年金基金運営及び企業財務業務の参考となる情報の提供を目的としたもので、これらに関する特定の戦略や手法をご提言するために作成したものではありません。年金基金運営及び企業財務業務はご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、野村証券及び野村グループ各社から直接提供するという方法でのみ配布致しております。提供されました御客様限りでご使用下さい。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村証券、野村資本市場研究所及び野村総合研究所に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、またいかなる目的であれ、無断で複製し又は転送等を行わないようお願い致します。

野村証券からのお知らせ

当社で取り扱う商品等へのご投資には、各商品等に所定の手数料等(国内株式取引の場合は約定代金に対して最大1.404%(税込み)(20万円以下の場合は、2,808円(税込み))の売買手数料、投資信託の場合は銘柄ごとに設定された購入時手数料(換金時手数料)および運用管理費用(信託報酬)等の諸経費、等)をご負担いただく場合があります。また、各商品等には価格の変動等による損失が生じるおそれがあります。商品ごとに手数料等およびリスクは異なりますので、当該商品等の契約締結前交付書面、上場有価証券等書面、目論見書、等をよくお読みください。

野村証券株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商) 第142号

加入協会／日本証券業協会、一般社団法人 日本投資顧問業協会、一般社団法人 金融先物取引業協会、一般社団法人 第二種金融商品取引業協会