2026. 9. 30

GPIF 国内回帰論の落とし穴

～金利上昇局面で問われるスプレッドと年金財政の視点～

経済調査部　シニアエコノミスト
前田　和孝

ポイント

- **長期金利上昇で GPIF の国内回帰論が高まるなか、財政検証の前提から導かれる名目利回りを根拠とすることや、海外投資を円安要因とみなす議論は、基本ポートフォリオ見直しを十分に正当化できない**
- **財政検証の運用利回りは賃金上昇率との差であるスプレッドで考える必要がある。低成長ケースの利回りを根拠とすることは、政府の経済政策との整合性も問われる**
- **好調な運用収益を保険料引き下げに充てたとしても、長期で見れば引き下げ余地は限定的。時限的に引き下げる場合も、積立金本来の役割や世代間の公平性を慎重に見極める必要**

１．10 年国債利回りが再び 3%超え

日本の 10 年債利回りが再び 3%を超えてきた（図表 1）。長期金利が水準を切り上げるなか、年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）の運用方針を巡る議論が加速する可能性がある。

GPIF は公的年金の積立金を運用する年金基金で、運用資産額は 2026 年度第 1 四半期末時点で 317.8 兆円に達する。GPIF が現在のような運用を開始した 2001 年度以降の収益率は年率＋4.95%で、累積収益額は約 221 兆円となっている。

GPIF の基本ポートフォリオは、2013 年までは国内債券の比率が 67%と高かったが、同年から黒田東彦日銀総裁の下で「異次元の金融緩和」が実施され、金利が低く抑えられるなかで、徐々に外国債券や株式の比率を引き上げてきた（図表 2）。現在は、国内債券、外国債券、国内株式、外国株式にそれぞれ 25%ずつ配分する形となっており、国内債券、国内株式、外国株式には±6%、外国債券には

（図表1）日本10年債利回りの推移

（出所）Bloombergより明治安田総研作成

（図表2）GPIF基本ポートフォリオの変遷

	国内債券	外国債券	国内株式	外国株式	短期資産
2006年4月～2013年6月	67%	11%	8%	9%	5%
2013年6月～2014年10月	60%	12%	11%	12%	5%
2014年10月～2020年3月	35%	25%	15%	25%	–
2020年4月～2025年3月	25%	25%	25%	25%	–
2025年4月～	25%	25%	25%	25%	–

※2025年4月～は乖離許容幅を変更
（出所）年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）公表資料より明治安田総研作成

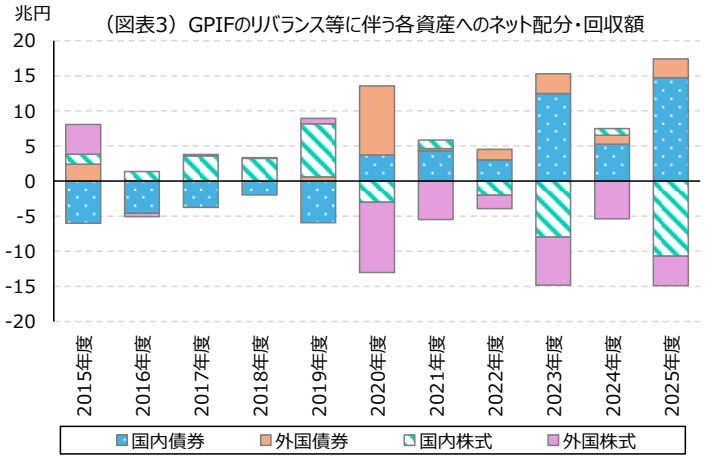
±5%、債券全体・株式全体には±9%の乖離許容幅が設けられている。

２．国内回帰論をめぐる根拠は妥当か

長期金利の上昇で国内資産への投資妙味が高まっているのは事実である。ただし、足元では、財政検証の「過去 30 年投影ケース」で導かれる運用利回りが 3.0%であることをとらえ、長期・超長期の日本国債でこれに近い利回りを確保できるなら、国内資産の比率を高めても年金財政上の問題は小さいとの見方がある。また、約 160 兆円の海外資産が円安要因になっているとして国内回帰を主張する声もある。加えて、近年の好調な運用成果をふまえ、運用収益を保険料引き下げの原資に充てるべきとの議論もある。

そもそも、年金積立金の運用を円安や金利上昇を抑制するための手段とすることは、専ら被保険者の利益のために運用するという GPIF の基本的な考え方と相容れない。基本ポートフォリオを見直さず、乖離許容幅を使って国内資産比率を高めるといった議論にも注意が必要である。GPIF は、2025 年度において、国内債券に 14.8 兆円、外国債券に 2.7 兆円を配分する一方、国内株式から 10.7 兆円、外国株式から 4.2 兆円を回収しており、通常のリバランスであっても配分・回収額は巨額になりやすくなっている（図表 3）。ただ、乖離許容幅は、基本ポートフォリオから意図的に離れて追加的なリスクテイクを行なうためのものではなく、あくまで市場変動に伴う資産構成割合の変化や、頻繁なリバランスによる取引コストを抑えるために設けられている。乖離許容幅の範囲内であっても、国内回帰の手段として用いるのは望ましくない。

（図表3）GPIFのリバランス等に伴う各資産へのネット配分・回収額



（出所）年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）公表資料より明治安田総研作成

３．運用目標は「スプレッド」でとらえるべき

GPIF は、現在「長期的に積立金の実質的な運用利回り（積立金の運用利回りから名目賃金上昇率を差し引いたもの,スプレッド）1.9%を最低限のリスクで確保すること」を中期目標として定めている。運用利回りと賃金上昇率の差が重視されるのは、公的年金の収入と支出が賃金上昇率に連動するためである。厚生年金の保険料収入は賃金に保険料率をかけて決まるほか、年金を新たに受け取る新規裁定者の給付が賃金スライドとなっていることなどから、支出もおおむね賃金上昇に合わせて増加する。

一方、積立金は賃金に自動的に連動するわけではない。そのため、積立金の実質的な価値を公的年金財政のなかで維持するには、運用利回りが賃金上昇率を上回る必要がある。例えば、賃金上昇率が 1%、運用利回りが 3%であれば、スプレッドは 2%となり、現在の GPIF の目標（1.9%）に近い水準となる。一方、賃金上昇率が 3%まで高まれば、3%の運用利回りではスプレッドはゼロになる。高い運用利回りであっても、高い賃金上昇率を伴う場合には目標達成へのハードルは上がる。

2024 年の財政検証でも、運用利回りの前提は名目値でなくス

（図表4）令和6（2024）年財政検証における長期の経済前提

	全要素生産性上昇率	物価上昇率	実質賃金上昇率	運用利回り	
				実質(対物価)	スプレッド(対賃金)
高成長実現ケース	1.4%	2.0%	2.0%	3.4%	1.4%
成長型経済移行・継続ケース	1.1%	2.0%	1.5%	3.2%	1.7%
過去30年投影ケース	0.5%	0.8%	0.5%	2.2%	1.7%
1人当たりゼロ成長ケース	0.2%	0.4%	0.1%	1.4%	1.3%

（出所）厚生労働省「国民年金及び厚生年金に係る財政の現況及び見通し－令和6（2024）年財政検証結果」より明治安田総研作成

プレッドで設定されている（図表 4）。例えば、実質経済成長率▲0.1%の前提を置く「過去 30 年投影ケース」では、物価上昇率が＋0.8%、実質賃金上昇率が＋0.5%、スプレッドが＋1.7%となっている。名目賃金上昇率（＝実質賃金上昇率＋物価上昇率）は＋1.3%のため、運用利回りの前提は 3.0%となる。一方、実質経済成長率＋1.1%の前提を置く「成長型経済移行・継続ケース」では、物価上昇率が＋2.0%、実質賃金上昇率が＋1.5%、スプレッドが＋1.7%である。この場合、運用利回りの前提は 5.2%となる。そもそも、財政検証は将来予測ではなく、複数の前提を置いたうえで年金財政がどのような姿になり得るかを確認するものである。そのため、各ケースで示される運用利回りは、あくまで年金財政の検証に用いる前提であることを理解する必要がある。「過去 30 年投影ケース」で導かれる運用利回りが 3.0%だからといって、その利回りを確保できれば十分といった議論は適切ではない。

４．運用収益を保険料引き下げに充てることの是非

また、国内回帰論と同様に、近年の好調な運用成果を背景に浮上しているのが、運用収益を保険料引き下げの原資に充てるべきとの議論である。ただ、これも GPIF の運用方針や運用成果を年金財政の安定以外の政策課題に結び付ける点で共通の問題を抱えている。2025 年度の公的年金の保険料収入は 43.6 兆円[1]であり、同年度における GPIF の収益額 41.4 兆円は、単年度でみれば保険料収入に匹敵する規模である。GPIF の運用収益は年度ごとの変動が大きいため、単年度の収益額をそのまま保険料引き下げの財源とみなすことはできないが、仮に 2025 年度の収益額を余剰財源とみなし、機械的に 100 年間にわたって均等化すると、年額では 0.9 兆円程度となる[2]。これを厚生年金保険料の引き下げに充てると、現行 18.3%の保険料率は 17.9%程度と、引き下げ幅は労使合計で 0.4 ポイント程度となる。もちろん、今後も収益が生まれ続けると仮定すれば、引き下げ余地は拡大する。ただ、将来の運用成果が不確実であることを考えれば、好調な運用環境が継続することを前提に保険料軽減を制度的に織り込むことは難しい。

また、5 年間などの時限措置としても、保険料の引き下げ幅は大きくできる。例えば、2025 年度の収益額を 5 年間で使い切ると仮定すれば、年額 8.7 兆円程度の財源となる。厚生年金の保険料率を労使合計で 1 ポイント引き下げた場合の 5 年間の減収額は 11 兆円超と試算されるため、毎年の保険料率を労使合計で 4 ポイント程度引き下げることが可能となる。ただし、これは将来世代の給付を補うために保有している積立金を、現在の現役世代の負担軽減に集中的に使うことでもある。足元の負担軽減効果は大きい一方、その分だけ将来給付を支える積立金は減少し、将来の運用収益を生む複利効果も減殺される。これが積立金の本来の役割や世代間の公平性に照らして妥当かどうかは慎重に考える必要がある。

５．国内回帰論に問われる政策との整合性

長期金利が 3%を超えたことは公的年金の積立金運用を考えるうえで重要な変化であり、基本ポートフォリオを点検すること自体は自然である。ただし、その判断は、円安の是正や金利上昇の抑制、国内投資促進といった政策目的ではなく、長期的な年金財政の安定と被保険者の利益を重視したものでなければならない。この点は、政府が掲げる経済政策との整合性という観点からも重要となる。高市政権が賃金上昇の定着や高い経済成長をめざすのであれば、財政検証における低成長シナリオを根拠に GPIF の運用方針を変えることについては、政策との整合性が問われる。金利上昇局面に入ったからこそ、公的年金制度の仕組みや目的に即した冷静な議

[1] 厚生年金勘定の保険料収入 37.7 兆円、実施機関拠出金収入 4.5 兆円、国民年金勘定の保険料収入 1.4 兆円の合計

[2] 令和 6 年財政検証の「過去 30 年投影ケース」における対賃金スプレッド 1.7%を、長期の財源としての規模感を示すための機械的な前提として用いた。同ケースを政策判断の基準として採用する趣旨ではないことに注意が必要

論が求められる。

本レポートに関するご取材やお問い合わせは以下までご連絡ください
明治安田総合研究所 シニアエコノミスト 前田 和孝
電話番号：080-2298-8278
e-mail：ka3-maeda@myri.co.jp

※本レポートは、明治安田総合研究所が情報提供資料として作成したものであり、いかなる契約の締結や解約を目的としたものではありません。掲載内容について細心の注意を払っていますが、これによりその情報に関する信頼性、正確性、完全性などについて保証するものではありません。掲載された情報を用いた結果生じた直接的、間接的トラブルや損失、損害については、一切の責任を負いません。またこれらの情報は、予告なく掲載を変更、中断、中止することがあります。

●発行元●株式会社明治安田総合研究所　〒102-0073東京都千代田区九段北3－2－11　TEL03-6261-6411