

# 年金情報

特別レポート 日本医師会の年金運営

## 5000億円ポートを再構築 ガバナンス拡充、運用や数理専門家ら参画

運用資産は5000億円に急回復、積み立て不足の解消も視野に入る。  
再構築したポートフォリオでは内外株を抑えつつ、外債やオルタナティブ投資を拡充。  
これを支えるのが運用や年金数理の専門家も参画する「日医流」の強固なガバナンス体制だ。

11	アザービュー	マイナス金利は企業経営に悪影響を及ぼす ニッセイ基礎研究所 年金研究部長 徳島勝幸
13	企業・基金	グンゼ、DC運用商品を6本追加 共済組合の10~12月期利回り、2%台多く 短期運用のコスト転嫁、年金基金から不満も
19	政府・パブリック	GPIF理事長に農林中金出身の高橋氏を任命 代行部分資産の返還を迅速化 GPIF、スチュワードシップで新組織 厚労省監査、厚生基金への指導項目数激減 リスク分担型DB、導入後の追加掛け金は再判定 6件のDBを承認 積み立て水準検証の予定利率を告示
22	運用入門	年金運用の「常識」「非常識」第27回 クローゼットインデクシングに御注意!!
26	ニューデータ	投資顧問会社の2015年12月末年金受託残高
35	運用・ソリューション	三菱UFJ信託が外国株集中投資 明治安田生命が下方リスク抑制のDC投信 りそな、資産運用ビジネス強化へ助言組織 T.ロウ、グローバル債券アンコン運用の提案強化 三井住友アセット、長期投資の国内株戦略提供へ キーストーンが再生ファンド、年金資金取り込みへ DIAM、国内株厳選投資ファンドの提案強化
39	海外事情	米テキサス州の年金、インハウスでFOHF開始
40	インサイド	「リスク分担型DB」会計議論が大詰め 新たなDCに静かな歓喜 遅れる政省令が水を差す?

※上記資料は株式会社各付投資センター（R&I）の許諾を得て使用。

## ケーススタディー

# 日本医師会の年金改革 内外株式リスクは抑制 ガバナンス増強、外部専門家を活用

資産規模は5000億円を超え、現役加入者と受給者を合わせると4万人を超える大規模な年金制度がある。日本医師会（日医）が会員医師向けに運営している私的年金制度だ。厚生年金基金数が減少し、確定給付企業年金（DB）の新設も頭打ちとなる中、私的な「年金保険制度」ながら、その存在感は際立つ。国内資産を抑制しつつ、オルタナティブを拡充するなどDBと同様の資産運用に取り組む一方、外部の年金専門家らを変えた制度運営とガバナンスは、企業年金の体制よりも強固な特徴を持つ。（深沢道広）

## 半世紀続いた任意共済

「医師年金」は日医が1968年10月に発足させた積み立て型の私的年金。2015年3月末で加入者約1万8000人、受給者約2万2000人を擁する。同年3月末時点の資産は約5095億円。将来の給付のために現時点で保有すべき負債（責任準備金＋価格変動準備金）の約5575億円を約481億円下回っているものの、財政状況は改善傾向にある。DBなどの企業年金と比べると、資産規模ではNTTやトヨタ自動車など国内大手企業の企業年金には及ばないが、国内有数の巨額年金制度だった。

医師年金はもともと、確定給付企業年金法などに基づく企業年金とは異なり、加入者が支払う保険料は社会保険料控除・生命保険料控除等の所得控除の対象にはならない。税制優遇の限られた、いわば任意共済だった。

医師年金の対象は日医会員の医師に限られる。加入資格は満64歳6カ月未満。加入するかしないかは任意だが、実際に加入すると年齢に関係なく基本保険料として月額1万2000円を拠出する。希望に応じていつでも加算保険料を6000円単位で増減できる仕組みだ。事務費として保険料の0.25%を徴収する。

給付設計は基本年金、加算年金の2階建てで、いずれも保証期間15年の終身年金だ。このうち加算年金は5、10、15年の確定年金も選べる。給付利

率は1.5%で、基本的に5年ごとに利率を見直す。支給開始年齢も選択可能だ。脱退を希望すれば、市場金利を付加した脱退一時金をいつでも支給する柔軟な設計で、医師のライフスタイルに応じた多様な受給が可能となっている。

日本医師会で年金事業を担当する今村聡副会長＝写真＝は06年から年金事業の担当理事で、制度改革に奔走したという。医師年金は企業年金などとは違った背景から見直しを迫られた経緯もあったのだ。



## 保険業法の「年金保険制度」に

医師年金は、最盛期には加入者5万4000人、資産規模7100億円まで拡大していたほどだが、一時、存続が危ぶまれたこともある。無認可共済など根拠法のない共済契約者保護などを目的とする改正保険業法が成立し、06年4月に施行となったためだ。医師年金のように財団・社団が運営する共済事業も、原則保険業法で求められる厳しい運営・財政上の規制を受ける見通しとなったのだ。

しかし、日医が医師年金の理念や公共性を政府関係者に訴えたこともあり、10年11月に保険業法

が再改正され、所管官庁の厚生労働省に認可申請を行うことで、保険業法に基づく「年金保険制度」として再スタートを切った。

政府の公益法人改革を機に、日医は内閣府公益認定等委員会から公益性を認められ、税制優遇が認められる公益社団法人に移行。医師年金も日医の公益事業と認定された。

資産運用

コンサルを積極活用

「運用成績が良ければ、配分を増やす。悪ければ、減らす」。日医は00年代前半、信託銀行や生命保険会社数社にバランス型運用や一般勘定、つまりお任せ運用をそれぞれ委託し、運用委託先間の運用実績によって配分額を増減させる仕組みをとっていた。企業年金では既に当たり前の、運用資産全体で資産配分を考える形のポートフォリオ全体での運用管理ではなかったのだ。

バランス型でも株式相場が堅調で運用環境が良好なときは、特段問題は生じなかった。しかし、ITバブルの崩壊など運用環境が急変した場合、多額の損失が発生しがちだったという。

そこで日医はまず06年、企業年金への運用コンサルティングを手掛けるタワーズワトソン・インベストメント・サービス(当時のワトソンワイアット)を運用コンサルタントに起用。ポートフォリオを策定した上で、資産ごとに最適な運用委託先を選ぶ「ポートフォリオ運用」を開始した。保険

旧ポートフォリオ(2014年12月末)

	国内株式 10%	国内債券 30%	外国株式 25%	外国債券 30%	ヘッジファンド 5%
パッシブ	パッシブ・コア(4資産)三菱UFJ信託				
アクティブ	バリュウ JPモルガン AM		グロー ウォルター・スコット	パッシブ 三井住友信託	FOHF パーマル
	グロー MFS		バリュウ MFS	エマージ ング アパディ ーン	FOHF リクソー
	中小 型 大和住 銀		バリュウ ウエリ ントン	エマージ ング JPモル ガン AM	FOHF GSAM

新ポートフォリオ(2015年4月～)

	国内株式 7%	国内債券 18%	外国株式 17%	外国債券 48%	ヘッジファンド 10%
パッシブ	パッシブ・コア(4資産)三菱UFJ信託				
アクティブ	バリュウ 野村AM*		コア MFS*	エマージ ング アライア ンス*	エマージ ング ウエリ ントン*
	グロー MFS		コア ウエリ ントン*	ハイイ ールド ニュー バーガ ー*	ハイイ ールド シェン クマン*
	中小 型 大和住 銀		グロー ス ベイリ ーギフ ード*	バンク ローン イトン パン ス*	バンク ローン イン ベス コ*
			グロー ス ウォル ター・ スコ ット	債券 マルチ ナディ クシ ス*	債券 マルチ ニュー バー ガー*
			エマ ージ ング アパ ディ ーン		
					ビム コ*
					大和 住銀*
					GSAM*
					キャ ブラ*
					ブラ ック ロッ ク*

(注) 日医「年金税制課」資料を基に「年金情報」が作成。社名は実質的な運用会社、一部省略。アクティブ運用の一部は信託銀行の年金信託契約含む。\*は新規ファンド(同じ会社で戦略の入れ替え含む)

会社のように運用専門家が十分いるわけではなく、少ない専従者で対応するため、そもそもインハウス運用が難しい事情もある。そのため、外部コンサルを活用する選択肢をとったのだ。

06年度のポートフォリオは国内債券31%、外国債券31%、国内株式19%、外国株式19%で構成。具体的には運用資産の大半を占めるコア部分は信託銀行のパッシブ運用を中心に、残りをサテライ

トでアクティブ運用を組み入れ、全体として運用管理する方式に改めた。その後、投資対象も拡大。前回(10年)の見直しで、伝統的4資産に加え、オルタナティブ投資も始めた。当初はゴールドマン・サックス・アセット・マネジメントなどのファンド・オブ・ヘッジファンズ (FOHF) など3ファンドを採用した。

運用コンサルは10年度から野村証券フィデューシャリー・サービス研究センターに変更したが、タワーズワトソンのときにつくったポートフォリオ運用の管理手法の大枠自体は引き継がれている。

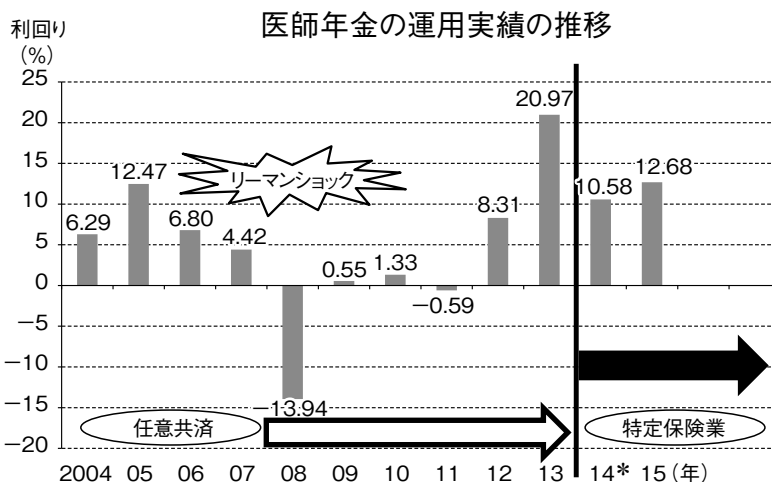
## 外債48%のワケ

日医は15年4月、資産配分を見直し、新しいポートフォリオで運用を開始した。5年ごとに決算の結果などを考慮して年金の財政計画を検討しており、その見直し時期だった。

新ポートフォリオは、国内債券のうち長期が18% (従来15%)、超長期がゼロ% (同15%)、外国債券のうち先進国が33% (同30%)、クレジットが15% (同ゼロ%)、国内株式7% (同10%)、外国株式17% (同25%)、ヘッジファンド10% (同5%)。企業年金の間で一般的な平均・分散アプローチに基づき最適な構成比を求めた。

新ポートフォリオは国内債券の超長期債を全廃し、国内株式と外国株式を引き下げる代わりに、外国債券でクレジット投資を開始し、オルタナティブを倍増させた。積み立て不足の早期解消のために、運用リスクを取るより、運用リスクの引き下げを優先した。今村副会長は「欧州債務危機、中東の原油動向、チャイナショックなど因果関係が見えにくいいため、リスクを抑制する選択をした」としている。今後はポートフォリオの範囲内で、よりリスク軽減を図るために、運用スタイルによる分散や運用委託先の入れ替えを検討する。

新ポートフォリオの期待運用収益率は4.1%から0.6ポイント引き下げ3.5%とした。この結果、想



(注) 日医「年金・税制課」資料を基に「年金情報」が作成。2013年までは任意共済で、決算期が9月。14年以降は保険業法に基づく特定保険業の年金保険制度で、決算期が3月。13年4月～14年3月までの1年間

定リスク (標準偏差) は7%から6%前後に低減した。総幹事の三井住友信託銀行の利源分析によれば、12年に216億円、13年に709億円と一定の利益益が得られ、財政改善があったこともあり、より安全安定的な資産運用を目指してリスクの軽減を図るのが狙いだ。

期待運用収益率の3.5%は、運用目標の目安でもある予定利率と関係している。03年に3%から1.5%に引き下げて以来、予定利率を1.5%に据え置いている。

## ガバナンス

### 外部の年金・数理専門家が議論に参画

日医はあくまでも会員医師のための団体で、年金制度はその一環で手掛けているにすぎない。にもかかわらず、一般の年金基金と同様の資産運用を実施したり、経済情勢を踏まえ制度設計の見直しが可能となっている背景には、外部の専門家を積極的に活用する独自のガバナンス体制がある。日医の場合、外部の年金や数理の専門家が議論に加わっているのが特色だ。

「運用リスクをどこまで取るか」「株式と債券の比率はどうするか」「為替ヘッジの有無」「オルタナティブの是非」——といった多様な議論をするのが、「資産運用多様化ワーキンググループ

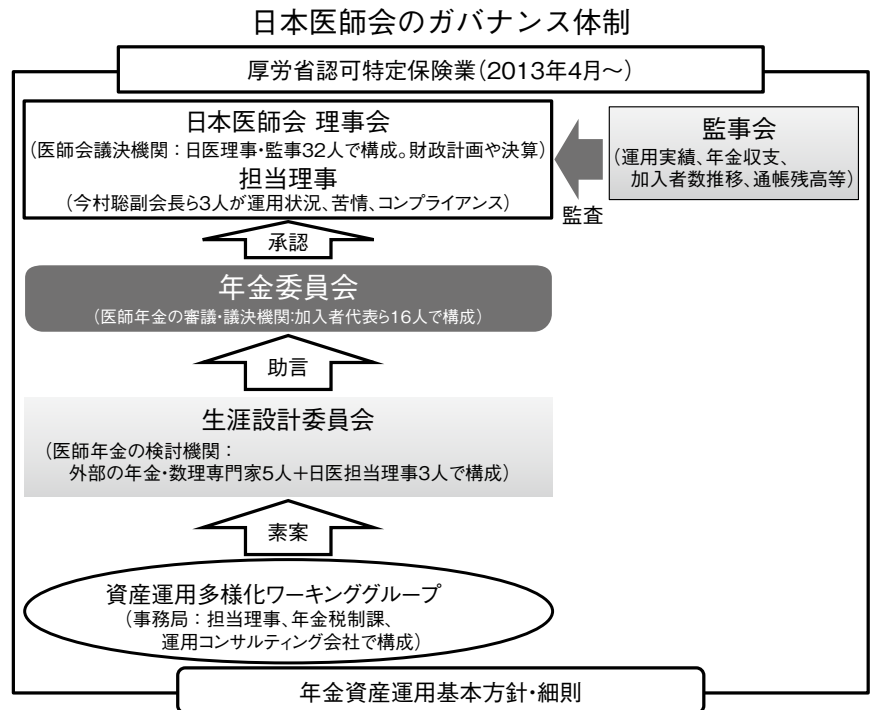
(WG)」である。同WGは年金・税制課の担当理事、同課の事務局、外部の運用コンサルティング会社で構成している。まず、彼らWGが事務局案(素案)をつくる。

次にこのWGの素案を、外部の年金や数理専門家を交えた「生涯設計委員会」に提示することになる。同委員会は一橋大名誉教授の高山憲之氏が委員長を務める。このほか、元企業年金連合会常務理事の鹿毛雄二氏、元企業年金連絡協議会会長(元NEC企業年金基金常務理事)の彭城晃一氏ら外部の年金実務経験者、元厚労省年金局数理課長で野村年金マネジメント研究会事務局長などを歴任した田村正雄氏、アクチュアリーの高村栄司氏一の数理専門家と、日医側の今村副会長、常任理事2人と年金・税制課の担当者が参加する。今村副会長は「素案について外部の専門家に質問や問題点を指摘してもらい、素案を詰める」として

いる。医師年金についての正式な審議・議決機関は「年金委員会」が担う。企業年金でいう代議員会に相当するものだ。同委員会は今村副会長が委員長を務め、担当理事2人のうち1人が副委員長。加入者や受給者の代表8人(各地の医師会幹部)のほか、日医理事、日本医学会の会長と副会長の2人、さらに学識経験者3人の合計16人が参加する。

医師会は公益社団法人であるため、最終的な意思決定は理事会で行う。ただ理事会は日医理事・監事構成しており、「基本的に年金専門家がないので、年金委員会の審議結果を上程するのが通例。WGの提案から実行までにタイムラグが生じるのが課題」(今村副会長)という。

日医は理事会などで協議する委員が形骸化しないよう、理事や監事向けに医師年金に関する研修会を開催している。理事や監事に必ずしも年金に関する専門性がないため、それを補う。15年に



(注) 日医「年金・税制課」資料を基に「年金情報」が作成

は保険業法などの法令から、認可事項や届け出事項などの手続きについても、理解できるようなプログラムという。

医師年金は保険業法に基づく年金保険制度であるため、モニタリング等は細分化され、かつ重層的だ。例えば、財政計画や決算内容など重要な方針は理事会がモニタリングする。理事会をモニタリングするのが監事で、「業務の適切性」など28項目を管理する。監事はまた運用実績、年金収支、通帳残高、加入者数の推移などを見る。今村副会長ら担当理事は運用状況、苦情・クレーム、コンプライアンス業務を適宜チェックしている。

## 今後の見通し

### 制度・運用の在り方検討

ポートフォリオ運用を開始した06年9月末の年金資産は5675億円で、負債は6690億円と積み立て不足が1015億円あった。08年のリーマンショックの影響で、資産が一時4000億円を割り込み、積み立て不足も2000億円超まで拡大した。

しかし、世界的な株高などの運用環境の好転で、資産は15年3月末には5000億円を回復。積み立て不足は481億円まで縮小している。14年度決算時の見通しでは、数年後に不足金の解消が見込まれる状況にある。

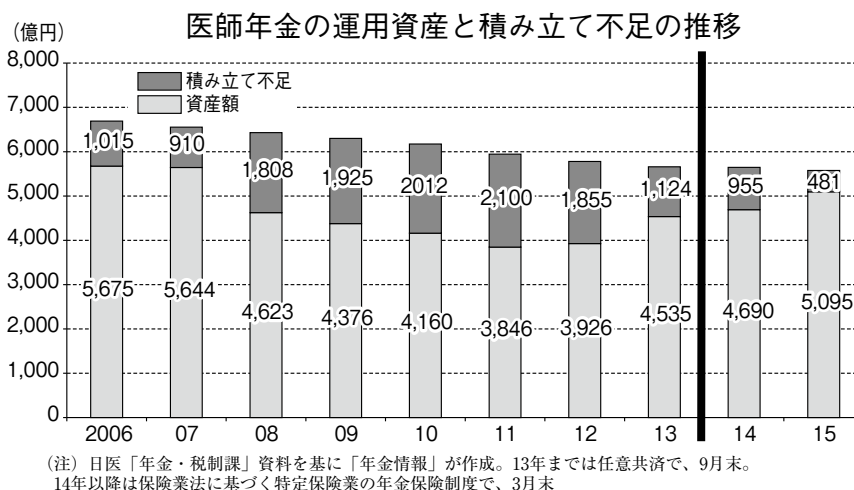
このため、日医は積み立て不足を解消した時点の制度や運営、運用の在り方についての検討に着手している。検討期間はおおむね4、5年程度とし、検討経過は年金委員会に報告し、必要に応じて協議する。

検討課題は①経済変動などに対応できる安定した制度の仕組みや運営の在り方②運用手法の在り方といった制度面と運用面に及ぶ。実際の議論はWGで担当役員、制度担当の総幹事の信託銀行、運用コンサルティング会社なども参加する。

医師年金はこれまで給付利率の引き下げや、基礎率の見直しなどで加入者や受給者の給付減額にも切り込んだ。前回(10年)の見直しでは、予定死亡率にかける係数を70%から50%に引き下げ減額した。平均余命の伸びが当初の想定よりも伸びていたため、毎年30億円以上の過大な給付が発生していた背景がある。予定死亡率を50%に引き下げ減額した結果、加入者や受給者にとっては、基本年金と加算年金の終身部分が現行比減額になった。積み立て不足が縮小したのは、こうした財政改革も背景にある。半面、財政的な余裕ができれば給付改善を検討し、より魅力的な年金制度に改めることもあり得る。

運用手法の在り方では、新しい運用戦略の採用も狙上にある。例えば、現在は採用していないマルチアセットや不動産、保険戦略などを検討している。運用コンサルタントと議論はしているが、決め手がないため結論は出ていない。今村副会長は「制度が決まらないと運用も決まらないが、常により良いものを求めていく」としている。

日医は日銀によるマイナス金利政策の導入を受け、直ちに運用を見直す状況にはないとみており、



今後数年かけて詰めていく方針だ。議論がまとまれば、19年予定の次期財政計画に盛り込みたい考えだ。

## 年間1000人新規加入目標

日医は数年後の対応を議論するだけではなく、足元でできる施策を打ち出す。今村副会長は「医師年金が持続可能で安定した制度運営を継続するには、保険料を拠出する担い手となる加入者を増やす必要がある」と考えている。このため、医師年金に未加入の医師に対して、加入促進活動を強化する方針だ。

「医師は医療のプロだが、金融や資産運用に無関心な人が多く、医師年金のメリットを十分伝えきれていないのが現状」(今村副会長)と指摘。「個人とする資産運用より、有利だと知らない医師が大部分」とみており、「未加入の医師に個人向けの民間商品よりも有利な制度であることを知ってほしい」としている。

足元の年間の新規加入者実績は700人弱だが、今後は年間の新規加入者数約1000人をを目指す。日医が以前、法人の移行問題で揺れていたとき、医師年金の加入促進を一時凍結していた時期が数年間あったという。年間1000人の数値目標はそれ以前の年間新規加入者数だ。

これまで同様、会員医師向けパンフレット配布  
(9ページへ続く)

(6ページから続く)

## ポート見直して運用委託先を再構築

### ■株式運用抑制、スタイル分散

新ポートフォリオでは、企業年金でも縮小傾向が続いている株式運用は内外とも比率を引き下げ、国内株式を7%、外国株式を17%とした。2010年に策定した旧ポートフォリオは国内株式が10%、外国株式が25%だった。内外比率は既に逆転していた。

国内株式のアクティブ運用は①バリューストック戦略②グロース戦略③中小型戦略——と運用スタイルを分散して3ファンドを採用している。このうち、バリューストック戦略の運用委託先をJPモルガン・アセット・マネジメントから、野村アセットマネジメントの戦略に切り替えた。

外国株式のアクティブ運用については運用スタイルを再構成し、運用委託先を入れ替えた。バリューストック2ファンドを、米ウエリントン・マネジメントなどのコア戦略に切り替えた。エマージングを1ファンド減らし、英ベイリー・ギフォードのグロース戦略を1ファンド増やした。

### ■外債が中核資産に、内外比率が逆転

株式よりも海外シフトが顕著だったのが債券で、ポートフォリオ上の内外の大小関係が初めて逆転した。国内債券は従来、長期債15%、超長期債15%と合計30%だったが、新ポートフォリオではこのうち超長期債を全廃した。国内債券は今後の金利上昇により債券価格が下落する懸念があったためだ。日医は急激な金利上昇を予測しているわけではなかったが、結果的には金利リスクで想定されるマイナスの影響を軽減したといえる。一般に自国通貨建て債券である国内債券は、年金の支払い準備のための安定資産であり、ポートフォリオの中核である

ケースが多い。

しかし、日医の場合は国内債券とは決別し、外国債券の比率を高めた。新ポートフォリオでは、外国債券の比率を旧ポートフォリオから18ポイント積み増し、48%まで拡大した。48%は全資産の中で最大だ。ポートフォリオの主要資産が外債のケースは珍しい。今村副会長は「投資対象を拡大し、収益機会を多様化するため運用戦略を分散させた」と説明する。外貨建て資産の拡大によって為替変動リスクへの対応が大きな課題となるが、外国債券については全て為替ヘッジをかけており、為替の影響はない。

外国債券は旧ポートフォリオでは、三菱UFJ信託と三井住友信託のパッシブ運用だったが、超過収益を狙うアクティブ運用を拡充。エマージング債券、ハイイールド債券、バンクローン、債券マルチ戦略で2ファンドずつ合計8ファンドを新たに採用した。これらのクレジットについては投資タイミングを見ながら、時期を複数回に分散して投資することとした。

### ■ヘッジファンド多様化

オルタナティブは、ヘッジファンド戦略を分散し増やした。従来はFOHFを3ファンド採用していたが、手数料が割高で、株式相場の影響を受けやすく、リターンの源泉が見えにくいことから、ブラックロックなどシングルヘッジファンド戦略を中心に5ファンドに増やした。今村副会長は「ポートフォリオ全体の分散効果を高め、運用効率が向上する」としている。現時点ではヘッジファンド戦略のみだが、他のオルタナティブ戦略も検討している。

やダイレクトメールを送付するほか、機関紙や業界紙への広告も実施する計画だ。このほか、加入を検討する会員医師がより加入しやすいよう、日医ホームページを活用した年金シミュレーションツールの提供を始めている。ホームページで氏名

と年齢を入力すると、「何歳から年金がいくらもらえるか」といった年金額の試算、また「保険料がいくらになるか」などの各種シミュレーションをできるようにした。都道府県医師会などの協力を得ながら普及推進に取り組みたい考えだ。