

年金情報

特約 Pensions & Investments IPE
発行 格付投資情報センター
編集協力 日本経済新聞社




<https://www.r-i.co.jp/>

特別レポートI 日本医師会の年金運営

不足2000億円10年で解消 新ポートで低流動性資産を初採用

日本医師会が運営する医師年金が10年で2000億円もの積み立て不足を解消した。リーマン後の上昇相場に加え、独自のガバナンス体制に支えられてポートフォリオ運営が寄与した。20年度に見直した新ポートでは分散を強化し低流動性資産も初めて採用した。

12	特別レポートII	金融引き締め下の低流動性投資① 敷居下げる「オープン型」 中堅基金も採用の動き クローズド型とのすみ分けも
20	ファンド大賞	「R&Iファンド大賞2022」確定給付年金部門発表 アセットマネジメントOneが受賞数4で最多 国内株式、外国株式でESGカテゴリーを新設
23	資産運用	プリンシパル、米不動産戦略の提案強化 ニッセイアセットが米私募REIT戦略 三井住友DS、米不動産デット強化 三菱UFJ信託、温暖化ガス半減へ 「機関投資家に好ましい変化」、初の5割超 開示強化やプロ登用の検討案 IFMインベスターズのインフラ部門ヘッドに聞く 年金資金に成長投資を期待
33	制度運営	企業年金普及へ負担軽減 厚年対象の国年加入者が51万人減少
34	海外事情	米産業用不動産の人气が加速
36	インサイド	骨太方針にイデコ改革 税制改正要望は袋詰めか 特法税見直しに棚ボタ期待



**債券運用のプロであるブルーベイより
低リスクかつ絶対リターンを志向した
「投資適格絶対リターン戦略」をご提供中**

お問い合わせは、Sales_Tokyo@bluebay.com (機関投資家営業部) ブルーベイ・アセット・マネジメント・インターナショナル・リミテッド 金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第1029号

ブルーベイ日本

日本医師会の年金運営

5500億円財政を健全化 期待リターンも保守的に 低流動性資産への投資開始

日本医師会（日医）が運営する「医師年金」が、ピーク時に2000億円を超えていた年金資産の積み立て不足を2020年度末までの10年間で解消した。この間の国内外の株式相場上昇に加え、独自のガバナンス体制によるポートフォリオ運営が年金財政の健全化に寄与した。財政面において安定フェーズに入った現在は、分散先を増やしリスクリターンを抑制した運用に重点を置く。今後は加入者拡大に向けた制度の普及推進と合わせ、日医の公益事業という制約のなかで、財政上の剰余金確保という課題にも取り組む。

（鈴木良英）

予定利率は年1.5% 公的年金の「穴」補完

「医師年金」は1968年の制度発足以来、医師の老後資金を支える役割を担ってきた。現役世代が高齢者を支える公的年金制度とは異なり、自らが積み立てた保険料を年金として受け取る自助型の仕組みで、現在の制度加入者はおよそ3万6000人（加入者1万5734人、受給者2万0355人）、年金資産は5545億円に上り、国内でも有数の規模を誇る私

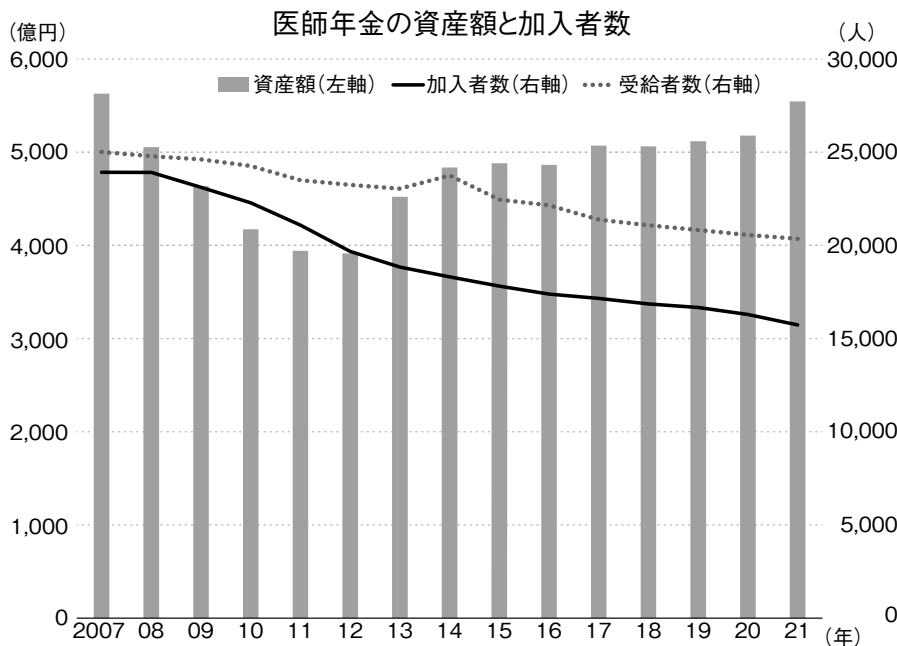
的年金だ。

日医会員で満64歳6カ月未満であれば誰でも加入できる任意加入の制度で、毎月1万2000円を基本保険料として積み立てる。加算保険料を6000円単位で上乗せできる他、まとまった余裕資金がある場合には10万円以上を一括で払い込む「随時払い」の仕組みも持つ。払い込んだ保険料は予定利率1.5%が付利され、65歳から受給できる（詳細は5ページ囲み記事）。

医師年金は公的年金制度と関係なく加入できる

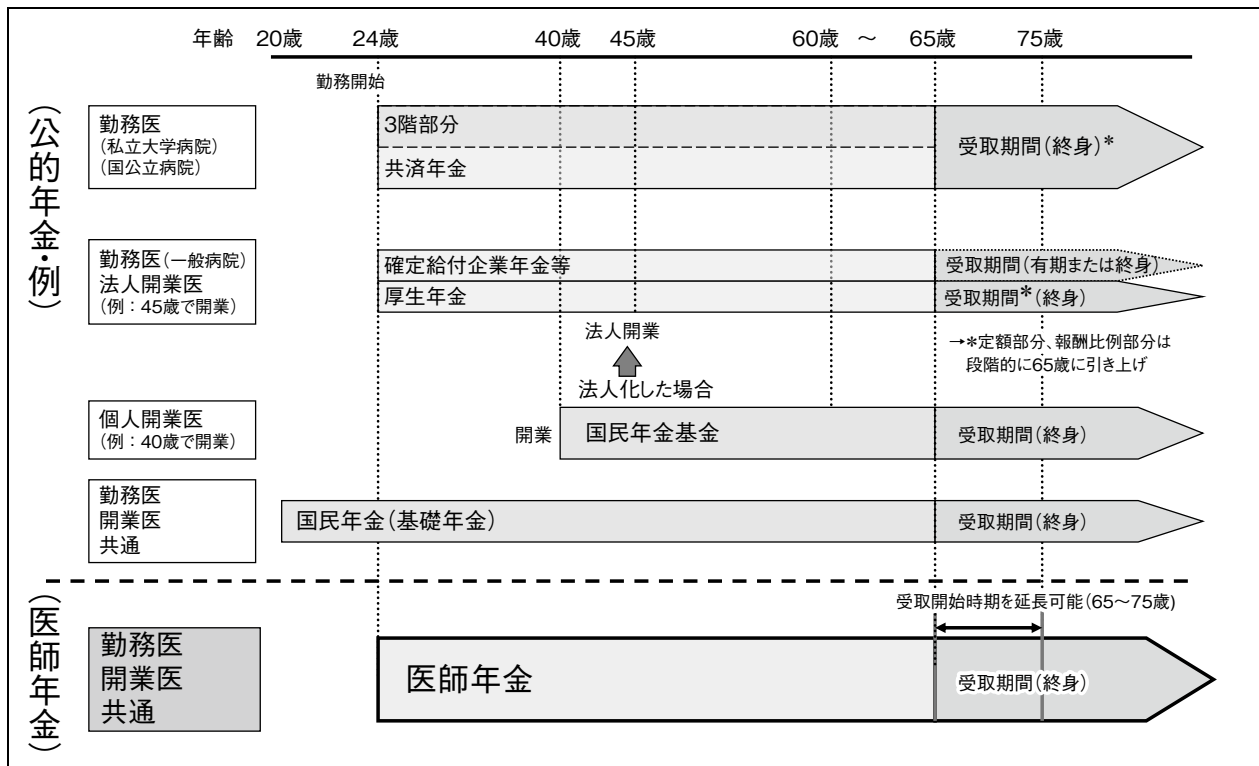
点が大きなメリットとなる。一般的に医師の加入する公的年金制度は、就業先によって変わる。20歳以上の国民全員が加入する国民年金は共通するものの、民間病院に勤務する場合は厚生年金、国立病院や県立病院などに勤務する場合には国家公務員共済や地方自治体の共済に加入する。法人化していない開業医であれば、国民年金と合わせて国民年金基金に加入することが多い。

医師が独特なのは大学病院や民間病院、公的医療機関への勤務、あるいは開業



(注) 各年9月時点
(出所) 日本医師会の資料を基に作成(以下同)

医師と年金制度



など、そのキャリアパスにおいて所属を転々とするケースが多い点だ。それに合わせて複数の公的年金制度を渡り歩くことになる。

日医が運営する医師年金は、勤務医であっても、自治体の医師であっても、開業医であっても、日医会員である限りは加入する権利を持ち続けられる。医師には転職時や開業時などに、国民年金の納付を失念する事例も少なくないなか、「国民年金をはじめとした公的年金の穴を補完している面もある」（日本医師会の今村聡副会長）。老後の生活資金を充実させる側面に加え、万が一の公的年金の穴を埋める役割も担っているという。

**27年ぶりに剰余金
「公益」事業で制度維持**

医師年金は50年以上にわたる歴史のなかで、幾つもの障害を乗り越えてきた。最大の懸案事項となってきたのが、ピーク時に2000億円にも膨らんだ年金資産の積み立て不足だ。

医師年金は発足から黒字運営を続けてきたが、バブル崩壊で状況が一変。1992年9月期に初めて単年度赤字となった。翌93年9月期以降は累積赤字を抱えた。将来の給付ために保有すべき負債（責任準備金＋価格変動準備金）が、資産を上回る、年金積み立て不足の状態だ。

不足金は増加の一途をたどり、2000年代初頭には1000億円を超えた。06年から日医で年金事業に携わってきた今村聡副会長は、「加入者の年齢構成や医師の将来的な人数、また医師会の会員数や年金加入者数がどうなっていくか、将来を見据えた制度運営が十分行えていなかった」と当時の運営状況を振り返る。

08年9月のリーマンショックで事態はさらに悪化し、積み立て不足額は11年9月時点で2100億円に膨らんだ。日医が12年8月に厚生労働省に提出した「『認可特定保険業者に関する命令』第11条に係る改善計画」によれば、当時のポートフォリオの期待収益率である年4.1%で運用が続けられたとしても、35年9月期まで不足金の解消は難し

医師年金の概要

掛け金の自由度高く 受給開始は75歳まで延長可

医師年金は、日本医師会の会員で64歳6カ月未満（申し込み時点で64歳3カ月まで）であれば加入できる任意加入の年金制度だ。満65歳までは基本年金保険料として月額1万2000円を払い込む（年払いも可能）。加算年金保険料を月額6000円単位で設定できる（上限なし）。増額・減額は随時可能で、掛け金設定の自由度は高い。また、10万円以上のまとまった金額を払い込む「随時払い」の仕組みがあり、定期預金の満期や相続資金など、年間200人以上の加入者が随時払いで1000万円以上の資金を払い込んでいるという。

予定利率は1.5%。1回の保険料払い込みに対して事務手数料の0.25%を差し引いたうえで運用に回る。給付利率は1.5%で、給付設計は基本年金、加算年金のいずれも保証期間15年の終身年金だ。加算年金については5年、10年、15年の確定年金も選択できる。

受給開始は原則65歳だが、75歳まで繰り下げ可

能。繰り下げ期間中も加算年金保険料の払い込みは継続できる。もともと開業医には定年はなく65歳以上も仕事を継続する人が多かったが、近年では受給開始を先延ばしする加入者がさらに増えているという。22年4月から公的年金（国民年金、厚生年金）で受給開始年齢の上限が「75歳」まで繰り下げられたが、医師年金は30年以上前から先んじて対応していたという。

将来開業するときや家庭の教育資金など急な資金ニーズに対応し、加算部分については、医師年金の加入を継続したまま、一部または全額の払い出しが可能とする。ただ、その際は利率として市中金利（現在は0.02%。脱退に伴い基本部分を含め全額払い出す場合も同金利）が適用となる。払い込み保険料からは事務費が0.25%控除されているため、払い戻しの際は元本割れとなる可能性が高い点に注意が必要だ。

いほどの深刻な状況だった。

ただ事態は好転する。12年のアベノミクスによる国内株式の上昇や、世界的な株高などを支えに想定を上回る運用実績が上がった。一方でリスクを抑えたポートフォリオ構築に主眼を置き、相場下落局面でのマイナス幅が抑制できたため、年金資産は着実に増えていった。不足金の解消を無理に急がず、予定利率、ならびに給付利率1.5%を堅持し、脱退者が増えなかったこと（資金の過度な流出がなかったこと）も奏功した。不足金は21年3月期で全て解消し、23億円と27年ぶりに繰越剰余金を抱えるまでに財政が改善した。

法制度上の位置付けも乗り越えなければならない障害だった。06年、無認可共済など根拠法のない共済について、契約者を保護する目的で、改正保険業法が施行された。社団や財団が運営する共済事業も当改正法の対象となり、医師年金も金融

庁の厳しい規制・監督の下での制度運営へ移行する見通しとなった。日医は医師年金の理念や公共性を政府関係者に訴え、保険業法は10年に再改正。医師年金は厚生労働省の認可を受けた保険業法に基づく特定保険業の制度として従前の運営を大きく変えず、制度を維持できるようになった。

13年に日医が一般社団法人から公益社団法人に移行する際には、政府や所管官庁との協議を重ねた結果、最終的に日医の公益事業として認可、それまで通りの制度の継続が認められた。（同時に決算期を変更。決算期は13年度までは9月期、14年度以降は日医の決算にそそえ3月期に移行）

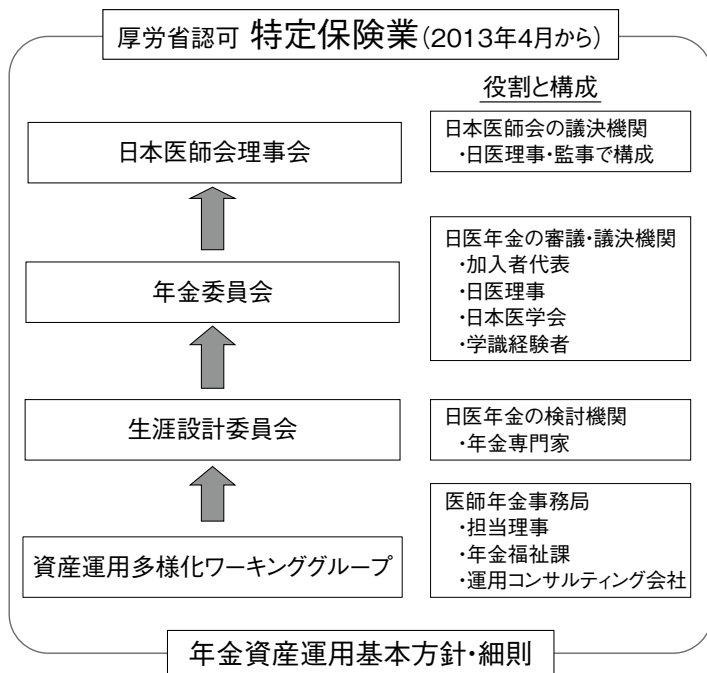
独自のガバナンス体制 5年ごとにポート見直し

不足金解消を実現した医師年金の資産運用は、

独自のガバナンス体制が支えている。「医師会は2年ごとに役員が改選されるため、外部の力を借り、どのような状況であっても対応ができるような体制にしている」（今村副会長）。各方面の専門家の助言を積極的に受け入れ、経済情勢の変化を踏まえ5年ごとにポートフォリオを見直している。

医師年金の運用では05年から外部の運用コンサルティング会社を採用し、資産ごとに最適な運用を構築するポートフォリオ運用を行ってきた。その後は外部の知見を取り込む体制を徐々に強化し、13年4月の特定保険業の制度となった際に現在のガバナンス体制を確立した（下図）。

5年ごとのポートフォリオ見直しに当たって、リスクリターン水準をどうするか、株式と債券の比率はどうか、オルタナティブの戦略をどう活用するか、どのような商品を採用するか、といった実務レベルの協議をするのが「資産運用多様化ワーキンググループ」だ。医師会の担当役員（副会長、担当、副担当）に事務局を加え、年金コンサルタント（現在は野村フィデューシャリー・リサーチ&コンサルティング）とアクチュアリー他、年金の専門家が集まり、5年間の運用方針の素案をつくる。



積み立て不足解消の過程

年	年金資産 (時価)	積み立て不足	改善計画 (12年提出)
2011	3,846	▲ 2,100	▲ 2,093
12	3,926	▲ 1,855	▲ 2,026
13	4,535	▲ 1,124	▲ 1,958
14	4,850	▲ 955	▲ 1,890
15	4,886	▲ 481	▲ 1,820
16	4,877	▲ 623	▲ 1,749
17	5,086	▲ 515	▲ 1,676
18	5,078	▲ 375	▲ 1,601
19	5,131	▲ 350	▲ 1,523
20	5,210	▲ 535	▲ 1,444
21	5,547	23	▲ 1,362
22	5,455	20	▲ 1,277

12年提出の改善計画のシミュレーションでは積み立て不足金の解消は35年9月期だった

(注) 13年までは各年9月時点、14年以降は3月時点の金額。改善計画は9月時点のシミュレーション。単位は億円

素案の策定に当たっては、外部の年金や数理の専門家を交えた「生涯設計委員会」に都度、意見を求める。同委員会には一橋大学名誉教授の高山憲之氏が委員長を務め、アクチュアリーの峯村栄司氏、企業年金に詳しい村上正人氏、元NEC企業年金基金常務理事の彭城晃一氏、さらに厚生労働省年金局で数理課長も務めた坂本純一氏も加わり、助言を求める。

資産運用多様化ワーキンググループの素案と生涯設計委員会の助言を踏まえ、正式な審議・議決機関は「年金委員会」が担う（企業年金の「代議員会」に相当）。同委員会には日医の理事の他、加入者・受給者の代表として各地の医師会幹部、日本医学会、学識経験者などが参加する。最終的には、年金委員会から日本医師会等への答申を理事会が承認する形で機関決定される。

リスクリターン引き下げ 31ファンドに分散投資

現在の医師年金のポートフォリオはどのようになっているのか。20年度から運用するポートフォリオを見ていこう。

「リーマンショックのような大きなマイナスイベントが起こっても毀損しづらく、金利上昇懸念も配慮し、リスクの抑制を図る」（今村副会長）観点から、国内外株式や

直近の運用結果

年度	資産全体	国内債券	外国債券	国内株式	外国株式	ヘッジ ファンド	低流動 性資産
2015	▲ 1.09	5.42	0.18	▲ 9.47	▲ 8.91	1.68	-
16	4.14	▲ 1.17	0.95	15.53	13.68	4.73	-
17	3.82	0.89	1.05	17.58	10.36	▲ 0.04	-
18	1.95	1.90	1.19	▲ 6.32	8.93	▲ 0.81	-
19	▲ 2.13	▲ 0.17	1.79	▲ 10.24	▲ 12.78	0.96	-
20	13.29	▲ 0.79	3.07	40.29	58.13	5.45	7.55
21	1.60	▲ 1.57	▲ 3.88	1.75	15.21	5.24	7.58

(注) いずれも3月期決算

国内債券を減らし、外国債券とオルタナティブを増やした。8ページには20年度のポートと、19年度までのポートを掲載した。ファンド数は23本から31本に増加。ポートの期待収益率は3.5%から2.3%へ、リスクも5.6%から5.1%に引き下げ、リスクリターン目線を抑えた保守的な設計とした。

20年度ポートでは初めて、低流動性資産への投資を開始した。株式のウェートを抑えたい一方で、国内債券はリターンの期待値が乏しい。外国債券は既に相応のボリュームを割いているなか、低流動資産への投資が選択肢として浮上したという。一定のインカムリターンが見込め、株式と比べて価格変動幅が小さい点から、不動産とインフラストラクチャー、プライベートデットを選定した。低流動性資産の知見を高める段階にあるとの判断から、投資上限は5%に抑えている。

医師年金にとって低流動性資産は新しい運用領域となるため、生涯設計委員会の専門家の知見を特に重要視したという。「低流動資産の採用に当たってはゲートキーパー機能がしっかりしているのかを、見極めなければいけないとの助言をいただいた」(今村副会長)。年金コンサルティングを担当する野村フィデューシャリー・リサーチ&コンサルティングと連携しながら、35本に上るファンドをヒアリングし、ゲートキーパー能力を重点的に精査して、最終的に3本に絞り込んだ。

伝統的4資産もそれぞれ戦略を見直した。低金利が常態化している国内債券は、代表的ベンチマークである「NOMURA-BPI総合」に比べてリターン効率の向上が見込めるとし、残存期間11~20年の国債を同一額保有するラダー型運用を採用、少しでも利ザヤを獲得できるようにした。

配分割合を1%増やした外国債券は、15年度からの5年間でパフォーマンスが振るわなかった債券マルチを解約し、新たに米国地方債と資産担保証券を採用した。外国債券はもともとの配分割合が大きいため、多様な戦略に分散することで、リターンの向上とリスク軽減を図ったものだ。

採用を見送った戦略もある。確定給付企業年金で採用の広がる「マルチアセット」はその1つだ。資産クラス1つだけの戦略でも、十分に分析できない部分がある。運用会社が様々な資産を組み入れ、配分を都度変える戦略となると、加入者への説明責任を十分果たせるのかという点がネックになった。マルチアセットについては、今後さらに知見を蓄える必要があるとの判断に至ったという。

新ポートの成果はどうか。直近のパフォーマンスでは20年度が13.29%、21年度が1.60%だった(共に4~3月の実績)。22年1~3月は欧米の金融引き締め前倒し観測やロシアのウクライナ侵攻などを受けて厳しい運用環境だった。この期間は為替ヘッジを掛けた外国債券などが足を引っ張りマイナスとなったが、年度ベースでは予定利率を上回った。足元では金利が上昇(債券価格は下落)し、株式相場は乱高下するなど、債券、株式共に運用環境は厳しい。リスクをより抑えた新ポートの難局への適用力が注目される。

「収支相償」が運用制約 適切な剰余金水準を検討

ポート構築に当たって、目標リターンを引き下げた背景には、リスクを抑えるという安定運用の方針と合わせ、あえてリターンを追わないという

2015～19年度のポートフォリオ

期待収益率:3.5%
想定リスク:5.6%

国内株式 (基本比率7%)	国内債券 (基本比率18%)	外国株式 (基本比率17%)	外国債券 (基本比率48%)	ヘッジファンド (基本比率10%)
パッシブ・コア(4資産)三菱UFJ信託				
バリュー 野村AM		コア MFS	パッシブ 三井住友信託	ビムコ
グロース MFS		コア ウエルントン	エマーゼン アライアンス	大和住銀
小型株 大和住銀		グロース ベイリーギフォード	ハイイルド ニューパーガー	GSAM
		グロース BNYメロン	バンクローン イトンパンス	キャブラ
		エマーゼン アパディーン	債券マルチ* ナティクス	ブラックロック
			債券マルチ* ニューパーガー	

*はクレジット投資

用される。「剰余金はどこまで積み上げてよいのか、積み立て不足金が解消していくなかで、剰余金が大きく膨らんだ場合の対応を考える必要性が出てきた」(今村副会長)。

年金財政において剰余金は、リーマンショック時のように年金資産が短期間で大きく毀損した際の「財政の健全性確保」「加入者保護」の観点から欠かせないものだ。今村副会長は「日医の公益事業として、どのぐらいの剰余金を抱えることが可能なのか、理論付けしていくことが必要」との問題意識を持つ。将来の資産価格変動に備えたリスクバッファを設定すべく、20年には剰余金の在り方を検討するチームを発足し検討を進めている。

2020年度からのポートフォリオ

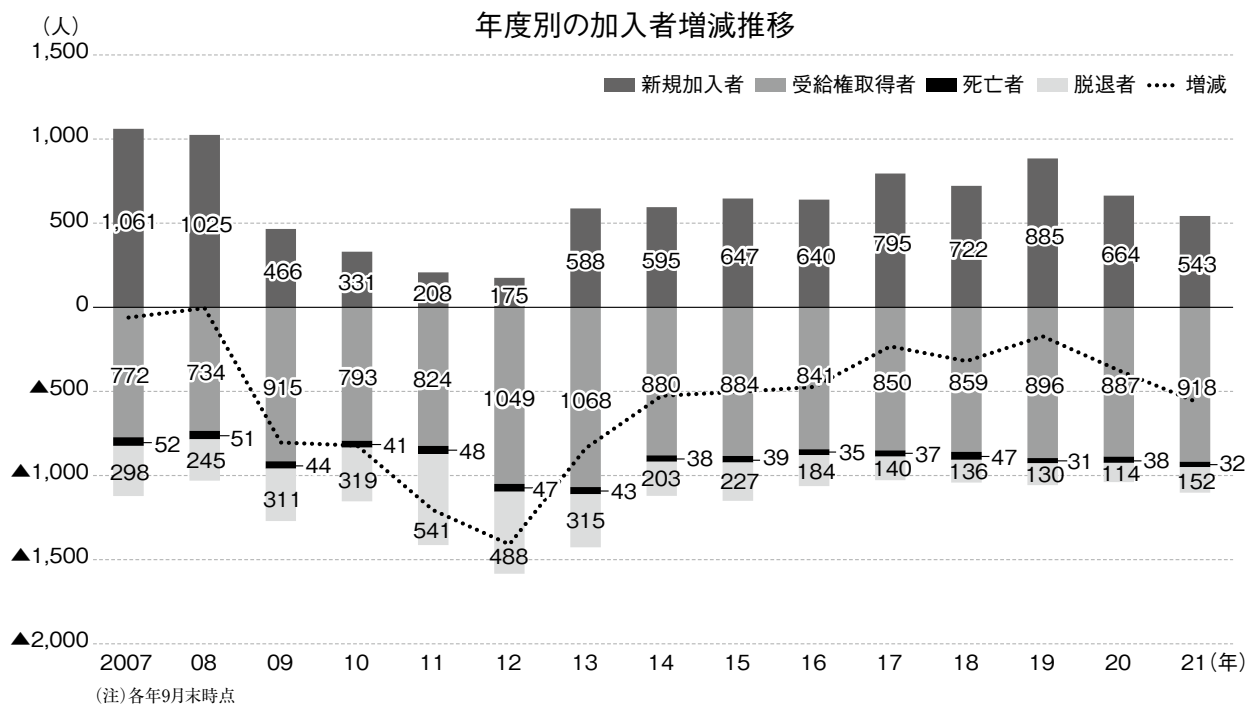
期待収益率:2.3%
想定リスク:5.1%

国内株式 (基本比率6%)	国内債券 (基本比率15%)	外国株式 (基本比率15%)	外国債券 (基本比率49%)	オルタナティブ (ヘッジファンド) (基本比率10%)
パッシブ・コア三菱UFJ信託				
バリュー ウエルントン		コア MFS	パッシブ 三井住友信託	ナティクス
グロース MFS		グロース BNYメロン	エマーゼン アライアンス	PGIM
小型株 三井住友DS		グロース ベイリーギフォード	ハイイルド ニューパーガー	野村AM
		バリュー ウエルントン	バンクローン 三菱UFJ	キャブラ
		バリュー 野村AM	資産担保 みずほ信託	ブラックロック
			米国地方債 ニューパーガー	ブラックロック
			米国地方債 インベスコ	
		オルタナティブ(基本比率5%) (低流動性資産)	不動産 三井住友信託	待機資金 GSAM
			インフラ 東京海上	
			プライベートデッド AMOAI	

(注) 戦略の分類や運用会社名は、日本医師会の資料の表記で掲載

考えもある。それは医師年金の立場に起因する。医師年金は日医が運営する公益認定事業だ。適正な費用を償う額を超える収入を得てはならないという、公益認定法第5条の「収支相償」の原則が適

億円を超える水準となる。ただこれを準用できるのか——。公益社団法人である日医の公益事業として、剰余金の在り方を定めていくことが大きな課題となっている。



加入者拡大に課題 21年末にHP刷新

積み立て不足を解消し、安定運営段階に入った医師年金のもう1つの課題は加入者の拡大だ。医師年金は「国に認めていただいた年金制度でもあり、公益的な事業という位置付けもある。多くの医師に加入していただくのが本来的な趣旨」(今村副会長)だ。

日医の会員は現在17万人余り。医師年金の制度加入者(加入者+受給者)は3万6000人だ。受給者のなかには現役を退き日医会員ではない人も多く含まれるため、日医会員に占める医師年金の加入率は20%に満たないとみられる。

加入率が低位にとどまるのは、医師会の構造上の難しさもある。医師会は日本医師会、都道府県医師会、郡市区等医師会の3つが、その役割に応じて別法人として存在する。それぞれ密接に連携しているものの、法人格が異なるため、郡市区等医師会や都道府県医師会の会員であっても、日医会員でなければ医師年金に入会はできない。

さらに直接、地元の医師と対話することの多い郡市区等医師会に比べ、日本医師会は医師とのつ

ながりが限られる。リーフレットの送付を中心に普及活動は継続しているものの、「医師年金の内容はおろか、存在自体を知らない日医会員の医師も少なくないのではないか」(今村副会長)との懸念もある。

事務局では性別や年代別にやり方を変え、以前よりも細かく案内するよう取り組んでいるという。21年12月にはホームページを刷新し、パソコンやスマートフォンで年金受け取りシミュレーションを行える仕組みも整え、普及推進の準備を進めている。

加入者の裾野拡大も検討する。「ドイツでは医師は全て加入する権利を有する年金制度がある。医師年金も、(別法人となる)郡市区等医師会や都道府県医師会をはじめ、日医会員以外の加入が可能になるような仕組みに変えていく検討が必要。実現するためにはどういった準備が必要か、検証して取り組んでいきたい」(今村副会長)。

積み立て不足減少に伴い、19年度には885人とリーマンショック後で最大の新規加入者となった(上グラフ)。コロナ禍の2年間の新規加入者は伸び悩んだものの、情報発信の強化や加入者の裾野拡大で制度の普及に力を注ぐ。