

## 予定利率の弾力化への対応

一連の厚生年金基金の規制緩和策の1つとして、予定利率の弾力化の方針が出された。基金は、年金数理人の助言を参考に、実情に合った利率を選択可能になるが、どのような考え方を基本にすれば良いのか、具体的メニューは示されていない。そこで、米国における予定利率決定方法を、参考のために紹介したい。

厚生年金基金の予定利率が、いよいよ弾力化される。当面、上下限が設けられるが、基金はその範囲内で自主判断で予定利率の選択が可能になる。下限利率は、後述の最低積立基準に用いられる割引率と同じで、現時点では4%程度となる。

現在、米国、カナダ、イギリスなどアングロ・サクソン諸国で予定利率が自由化されているが、その設定利率は基金により相当ばらつきがある。わが国で、5.5%の固定的な予定利率が弾力化され、仮に設定を誤った場合、財政の健全性に悪影響を及ぼす恐れも大きくなる。

そこで、今回、イギリスの年金法改正で1995年に導入された最低積立要件(MFR: minimum funding requirements)に倣って、最低積立基準を導入予定である。基金が予定利率や運用方針を「保守的」に決める場合には、年金資産(時価)が最低積立基準をクリアするのは比較的、容易だが、「積極的」に決めると、基準を割り込む確率が高くなる。そこで、最低積立基準を割り込んだ場合、一定期間内に不足金を解消する義務を負わせるものである。

今度のルールは、予定利率の直接規制ではなく、下限目標(最低積立基準)を与えることにより、基金にリスク許容度を考慮しながら決定させる間接規制である。この最低積立基準が、基金の支払保証制度とリンクして決められれば、解散時の年金受給権の保全にも有益なものになるだろう。

ところで、この最低積立基準に使用される割引率は、過去5年の長期金利(20年国債)平均を参考にする案が有力である。従って、年金資産を債券のみで運用するなら、最低積立基準の達成は容易で、資産のリターンは、過去の債券利回りの平均に近いものになるだろう。

しかし、リスク資産を組み入れた場合には、債券利回りに(観測不能であるが)リスク・プレミアムが上乗せされるため、期待リターンは上昇しようが、反面、年金が支払不能になるリスクは増大する。従って、「債券利回り+リスク・プレミアム」が予定利率の1つの考え方であろう。

もっとも、米国の実務上は、ビルディング・ブロック法の方が普及している。これは、「資産配分比率を用いて、資産クラスごとの実質期待リターンの加重平均値を求め、インフレ率を加える」方法である。長期インフレ率の予測は困難だが、掛け金が比較的安定するのがこの方法の利点であろう。わが国の大部分の制度では、給付算定式が給与比例であるが、米国のようにベースアップを昇給率に含める場合には、給付と予定利率に内在するインフレ率が相殺効果を持つためである。

ビルディング・ブロック法による予定利率の決定例

資産クラス	資産配分	実質期待リターン	同加重平均
大型株	30 %	5.0 %	1.5 %
小型株	10	8.0	0.8
外国株	10	6.5	0.65
不動産	10	3.0	0.3
長期債	40	2.5	1.0
トータル・リターン (実質)			4.25
長期インフレ率			2.5
トータル・リターン (名目)			6.75

ビルディング・ブロック法には、批判もある。リスク資産の実質期待リターンの推定は困難で、特に株式については歴史的にも安定していない。また、現在の資産配分を前提に期待リターンを算出するが、将来の運用方針変更をどう見るかなど、議論が分かれている。一般には、適正な予定利率の概念や決定方法を確立することは、極めて難しい。事実、米国の年金アクチュアリーの間でも議論が戦わされてきた。[詳細は裏表紙参照]

歴史的に見た先進4カ国の株式リターン (30年間)

	名目リターン	インフレ率	実質リターン		名目リターン	インフレ率	実質リターン
日本	11.9%	4.7%	7.2%	英国	11.5	8.3	3.2
1965-74	16.1	8.7	7.4	1965-74	0.7	8.1	▲7.4
1975-84	17.9	4.3	13.6	1975-84	19.2	12.0	7.2
1985-94	7.7	1.3	6.4	1985-94	15.5	4.9	10.6
米国	9.0	5.1	3.9	ドイツ	6.9	4.1	2.8
1965-74	2.4	5.2	▲2.8	1965-74	7.1	5.3	1.8
1975-84	9.4	6.9	2.5	1975-84	9.6	3.9	5.7
1985-94	15.7	3.3	12.4	1985-94	10.4	3.1	7.3

(注) 名目リターンは各国の配当込株式指数。インフレ率はGDPデフレーター。

実質リターンは「(名目リターン) - (インフレ率)」で求めた。

結論的には、予定利率の決定に絶対的な基準はないが、合理的な方法はいくつかあるようだ。高い予定利率を採用すると、最低積立基準を下回るリスクが大きくなり、低い利率を採用すると逆になる。資産運用方針と予定利率の設定とは、コインの表裏の関係にある。従って、予定利率の弾力化は、資産運用方針の策定と整合的に捉える必要がある。

年金財政にとって予定利率は数ある計算基礎率の一つに過ぎない。基礎率と経験率の差異から発生する数理上損益は再計算によって是正される。従って、本質的なコストを決めるのは実績給付額そのものであり、計算基礎率の選択によるものではない。掛け金が安くなる基礎率を選んでも、ツケは後代負担になるだけである。従って、見かけの掛け金負担に惑わされずに、年金財政の透明な運営を行うには、エリサ法の言う「合理的かつ最善」の予定利率を選択することが不可欠であろう。

米国における予定利率決定の考え方（米国アクチュアリー学会・数理基準審議会）

決定方法	概要
長期金利法	①資産がすべて国債で運用されていると仮定 ②デフレションなどが仮定と異なった場合の影響を考慮
ビルディング・ブロック法	①各資産クラス毎の実質リターンと資産配分を推定 ②加重平均実質リターンを算出 ③インフレ率を加えて、名目リターンを求める
確率的資産法	①歴史的データに基づき、各資産のリターン/リスクを推定 ②資産配分を反映した、ポートフォリオのリターン/リスクを求める。
確率的資産・債務法	資産・債務につき確率的シミュレーションを実施し、現資産のリスク調整済みリターンを選定する
複数／混合収益率法	(I) 現在・究極2収益法：現在の金利水準と将来の予測金利水準を組み合わせる方法 (II) 既存資産でカバーされる債務方式：既存債務に対応する資産とそれを超過する資産で、別々のリターンを想定する方法 (III) 混合収益率法：上記(I)、(II)を1つのリターンで代替する方法

発行： ニッセイ基礎研究所

〒100 東京都千代田区有楽町1-1-1 日本生命日比谷ビル内

TEL： (03) 3597-8644 FAX： (03) 5512-7164

本誌記載のデータは各種の情報源から入手、加工したものです。その正確性と完全性を保証するものではありません。本誌内容について、将来見解を変更することもあります。本誌は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、契約の締結や解約を勧誘するものではありません。なお、ニッセイ基礎研究所に対する書面による同意なしに本誌を複写、引用、配布することを禁じます。