

## (年金運用)：金利局面に応じた資産配分（１）－高い予定利率の呪縛

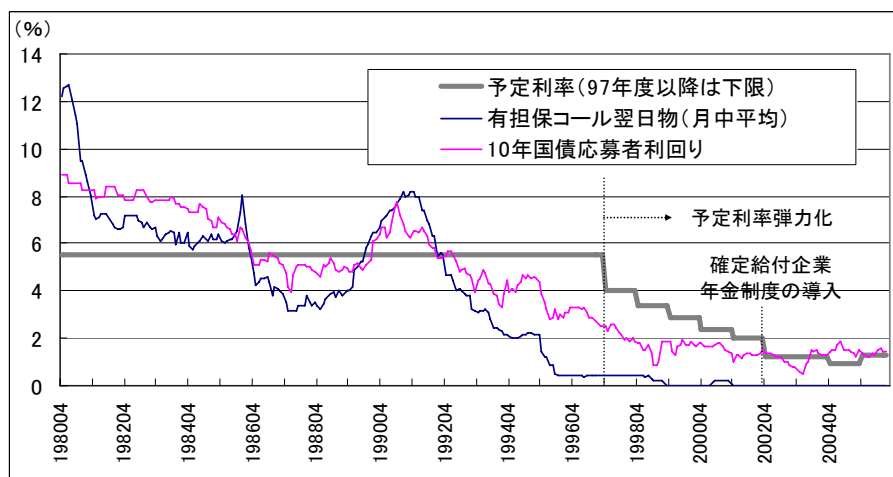
国内債券（固定利付債）の代替として、絶対収益追求型ファンド、変動利付国債、ヘッジ付外債などを採用し、金利上昇リスクを一部軽減しようとする動きが盛んである。その背後には、「単年度毎の予定利率（絶対収益）確保」を重視している運用スタンスも垣間見える。金利局面に応じた資産配分のあり方を考えるにあたって、今回はまず、予定利率と長期金利の関係を再考し、年金運用の原点をどこに置いたらよいか検討してみたい。

予定利率（年金財政上、将来の掛金や給付を現在価値に換算する割引率）の決定には、２つの考え方がある。１つは、実際の運用利回りが下回らないように、市場金利よりかなり低い水準に設定し、その変更は慎重に行う。もう１つは、実際の運用利回りにできるだけ一致するように、市場環境や運用政策（資産配分）を踏まえた水準に設定し、適宜、見直す。

厚生年金基金では当初、前者の考え方に基づき 5.5%に規制されていた。ところが、バブル崩壊を経て超低金利局面に突入した 90 年代半ばには、5.5%を上回る運用利回りを確保することが困難になった。その結果、1997 年度に規制緩和が実施され、それ以降は予定利率の下限のみが定められ、各基金がその範囲内で、年金資産の期待収益率等にもとづき、主体的に予定利率を決定する運営になっている（図表 1）。

なお、厚生年金基金及び確定給付企業年金の下限予定利率は、10 年国債応募者利回りの直近 5 年平均と直近 1 年平均のいずれか低い方を基準として設定されている（厚労省が毎年告示）。したがって、市場金利が急上昇した場合を除けば、「実際の予定利率 > 長期金利（予定利率の下限）」の関係が概ね成り立っている。

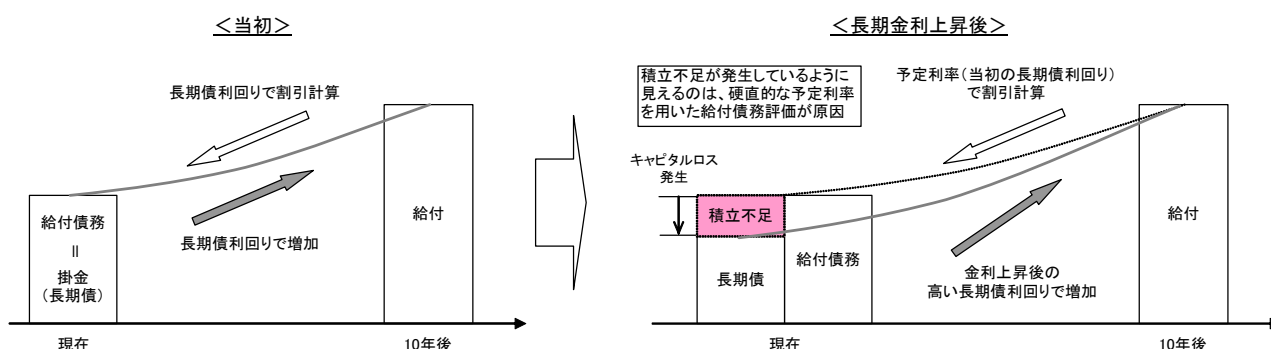
図表 1： 厚生年金基金及び確定給付企業年金の予定利率と長短金利の推移



予定利率を「長期金利 + 」の水準に設定しているほとんどの基金にとって、掛金全額を長期債に投資するだけでは、給付を長期安定的に賄えないが、このことで、年金運用における債券運用の意義が失われるわけではない。長期金利より高い予定利率は、リスクを一部とって長期債リターンに上乗せを狙う運用政策の必要性を示しているにすぎないからである。

年金マネジメントの目標が「将来の給付を確実にすること」で、もし他に何の制約も無いなら、教科書的には、給付までの期間に見合った長期債利回りで割引計算して求めた掛金を拠出し、その全額を長期債に投資すれば良い(図表2、左)。その後、長期債利回りが上昇(低下)し、長期債価格が下落(上昇)したとしても、そのキャピタルロス(ゲイン)は将来の運用利回り上昇(低下)で相殺される結果、給付の確実性に変化はない。しかし実際は、金利上昇にあわせて予定利率を短期間のうちに引き上げることができないため、年金財政では見かけ上、積立不足が一時的に発生してしまう(図表2、右)。それが、昨今の低金利下において、金利上昇リスクを過剰に意識せざるをえない状況をもたらしている一因である。

図表2： 給付までの期間に見合った長期債運用(イメージ)



また、別の現実として、プランスポンサーである母体企業のほとんどが、将来の追加的な掛金拠出リスクは許容して、目先の掛金水準をある程度低く抑えたい目標がある。その場合は、予定利率を「長期金利+ $\alpha$ 」として割引計算し、先の教科書ケースより低い掛金を「長期債+株式など」に投資することになる。これは、「給付の確実性」を確保するという本来の目標から離れて、「掛金削減(または積立不足解消)の可能性」を高めるために、運用リスクをとることを意味する。以上2つの目標のバランスをどうとるかによって、年金運用のリスクテイク度合い(資産配分)が決まる(図表3)。

図表3： 目標別の積立政策・運用政策

重視する目標	給付の確実性 (加入者・受給者のメリット)	掛金削減または積立不足解消の可能性 (母体企業のメリット)
掛金水準/拠出スケジュール	高/前倒し	低/先送り
将来の追加的な掛金拠出リスク (=運用リスク)	小	大
予定利率	長期金利並み	長期金利+ $\alpha$
資産配分	長期債中心	株式などリスク性資産の占率上昇

したがって、年金運用の目標が「様々な制約条件の下で、給付の確実性を確保すること」ならば、将来の各給付までの期間に見合った債券ポートフォリオが、運用政策を考える出発点として位置付けられるだろう。つまり、「キャッシュフローマッチングによる負債ヘッジポートフォリオ」を年金運用の原点(無リスク運用)とし、そこからどのくらいリスクをとる(必要がある)かは、現実の様々な状況・制約(予定利率の確保、将来の追加的な掛金拠出リスクに対する許容度、現在の積立水準など)を考慮して決めるという方法が、実質的な経済価値にもとづく本来のアプローチと言えるだろう。

(佐々木 進)