

(年金運用)：英国企業年金の運用への取組み（出張報告）

英国において年金基金及び運用者にインタビューを実施する機会を得た。近年の日本と同様に低リターンに苦しみながらも、一定の方向性を持って運用に取組もうとする姿勢が印象的であった。次々号との二回に分けて、一般的な英国企業年金の運用状況という形で報告したい。

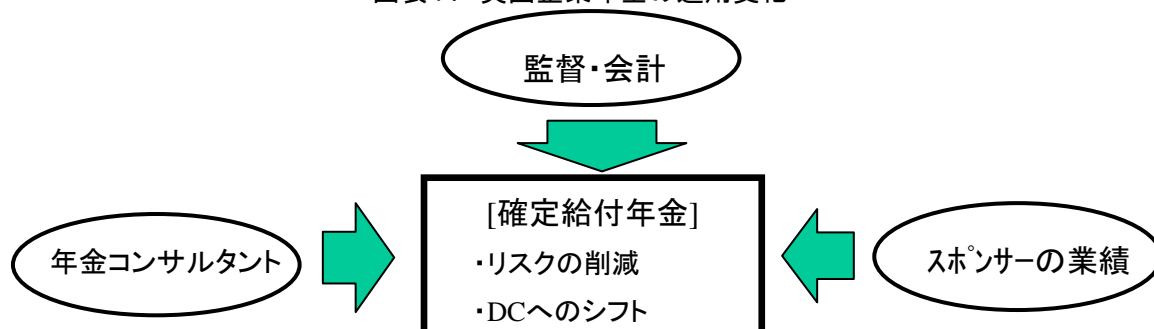
英国企業の確定給付年金は、2004年から2005年にかけて閉鎖型へのシフトが進んだ。加えて、日本と同様に確定拠出年金の導入も進んでいる。こうした動きの背景としては、監督当局の規制によるものに加えて、資産運用環境の変化により確定給付年金の前提としている運用利回りの確保がスポンサーである企業の負担となってきたこともある。その他にも、退職給付制度に関する変更や時価会計の導入といった会計面の要因も指摘することができよう。

それでも、英国企業の確定給付年金は引続き大きな残高を有しており、運用に際しての担当者の努力が必要なことは否定できない。なお、英国においては、年金コンサルタントの採用比率が約95%に達しており、日本の6割程度という水準を大きく上回っている。採用されているコンサルタントは、グローバルにビジネスを展開しているものもあるが、英国でのみ展開している地場のコンサルタントも珍しくないようだ。これらのコンサルタントが、マネージャー・セレクトションに際しゲートキーパー機能を有しており、資産運用会社にとっては、年金基金そのものに加えて、コンサルタントに対する営業活動も重要であることが強く認識されている。

伝統的な英国企業年金の資産配分は概ね株式60%：債券40%といった比率であったが、近年では株式への投資比率が低下している。この背景にあるのは、年金運用における価格変動リスクの軽減と規制監督者からの強いプレッシャーであった。現在の株式への配分比率は、概ね20%程度である。株式・債券の双方について、グローバル化の傾向が強い。

過去において、運用者が給付の年限構成に代表される負債特性を十分に見て来なかったという反省は強い。負債とマッチングさせるためには、LDI(Liability Driven Investment)を持ち出すまでもなく、基本となるALM(Asset Liability Management)管理が重視されている。かつてはデュレーション調整に金利スワップやスワップションを利用していたが、現在では、デリバティブの利用コストが高いことから、現物債券での調整が主になっている。

図表1：英国企業年金の運用変化



(出所)：インタビューの結果に基づき筆者が図表化

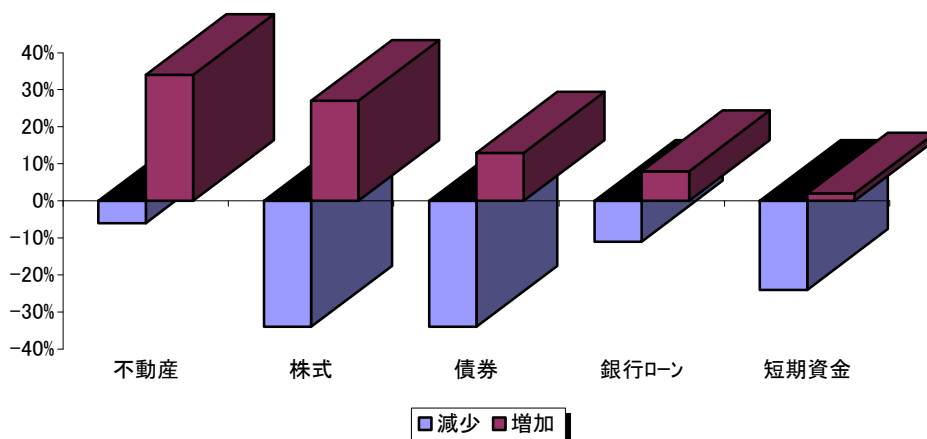
アロケーションの変更の際には、必ずしも基本ポートフォリオに固執しているようでなく、フルインベストメント原則に対する認識について尋ねると、ナンセンスではないかという冷淡な反応があった。具体的には、キャッシュを短期資産として位置付けており、金利が上昇すると予測したり、株価が下落すると予測したりするならば、キャッシュへの投資比率を上昇させるというダイナミックな資産運用に努めていることがわかった。

次に、オルタナティブ投資に関しては、利回り向上の取組みとして引続き投資を継続するというスタンスのようである。オルタナティブ投資への配分については、ポートフォリオの一定割合を貼り付けるという発想ではなく、良い手法があれば個々に採用するかどうかを判断するというアプローチであった。リーマン・ショックの結果として顕著に観察されたオルタナティブ投資と伝統的資産との間、また、オルタナティブ投資の様々な手法の間に存在する相関関係に注意を払いつつ、分散投資の効果を警戒的に評価しながら投資しているようだ。

中でも、エマージング諸国への投資に関しては意欲が旺盛であり、歴史的な関係や地理的な要因からインドやアフリカ諸国に対する投資について強い興味を有しているようである。株式投資や現地通貨建ての債券投資（ソブリン債から社債、ハイイールド債まで）といったカテゴリーに加えて、エマージング諸国を対象とするヘッジファンド投資を検討している運用者も見られた。基本的な位置付けは中長期的な観点での利回り追求投資で、必ずしも短期的な時価の上げ下げに一喜一憂することはないとのことである。

欧州でのオルタナティブ投資という意味では、インフラ投資に注力しているのではないかと想像されがちであるが、インタビューを行った年金及び運用者の場合には、インフラ・ファンドの多くが必ずしもインカム創出力を十分に有していないことから、積極的ではないとのことであった。英国のようにPFI(Private Finance Initiative)の先進国では、インフラ投資への注目が強いのではないかと想像していたために、やや意外な結果となった。仮にインフラ投資を検討するなら、通行料収入が毎期のインカムとして還元される可能性の高い有料道路や橋といった対象が良いのではないかとのコメントがあった。

図表2： 欧州の年金が今後想定している資産配分の変更案



(出所) Institutional Investors 等複数による調査結果を元に筆者作成

(徳島 勝幸)