

(年金運用)：英国企業年金の運用への取組み（出張報告）（2）

本年 5 月号に引き続き、英国における企業年金の運用動向について紹介したい。低成長経済下における運用収益の獲得は、年金に限らず運用者の頭を悩ませるところである。「グローバル化」という方向性は、その一つのソリューションであるかもしれないと強く感じさせられた。

前回の報告では、英国企業の確定給付年金における全体的な動向及びアロケーション、更には、オルタナティブ投資に関して述べた。今回は、主に株式及び債券という二つの主要資産クラスに関する状況について紹介したい。なお、ヒアリングした先は、個別の大手企業年金と複数の運用会社であり、必ずしもすべての企業年金の動向を網羅しているものではない。

株式の運用においては、従来からのスタイルに大きな変化が見られる。最大のトレンドとしては、英国の国内株主体の運用からグローバル化へのシフトであり、加えて、エマージング諸国の株式に対する投資を増やすことによって、長期的な観点での収益向上を図っている。もっとも、個別企業への投資という意味では、いきなりエマージング諸国の聞いたことのないような企業に巨額の投資を行うのではない。あくまでもユーロ圏への投資が多く、また、エマージング諸国への投資でも、アフリカやインドといった相対的に馴染みある地域が多いようである。

株式のパッシブ運用は、あくまでも次の運用機関への委託まで、もしくは、新たな投資方針を採用するまでの待機運用という位置付けである。また、株式投資においては、銘柄を増加するよりも、数十銘柄程度の大型株を選択した集中投資を行っている。銘柄選択に際しては、過度なアクティブ投資を目指すのではなく、元本の毀損リスクを抑えたディフェンシブな投資スタイルが維持されている。このような投資スタイルは英国のみならず、オランダの大型企業年金でも実施されている。なお、株式投資においてホームカントリー・バイアスを意識して一定比率の保有を維持することはナンセンスと否定される。給付等資金流出には、債券等流動性の高い資産で対応すべきであり、必要以上に自国通貨・経済に依存すべきではないとのことである。

次に、債券投資においては、前回報告のように株式から債券へのシフトが進む中で、英国固有の要因も大きく存在するが、株式と同様に、必ずしも英国国内の債券に投資対象を限らない方向にある。債券におけるリターン向上の仕組みとして、ヨーロッパにおいてハイ・イールド債市場が整備されたものの、足元では、リーマン・ショックによって損失の生じた影響から、リスク抑制的な動きが強くなっている。

国債を中心としたソブリン投資を一つのアセット・クラスとし、社債等信用リスクを負った債券については、異なったアセット・クラスと考える動きが見られる一方で、債券のベンチマークとしては、国債のみを対象とするインデックスではなく、例えば、バークレイズ・キャピタルのグローバル総合インデックスを採用する動きも見られる。ただし、債券投資において、そもそも市場インデックスに意味はないとする見方や、FRB 等中央銀行が多くを保有するモーゲージやエージェンシー債を含む総合指数を否定的に見る投資家の意見もあり、更には、株式におけるものと同様に非時価加重インデックスに対する興味も聞くことができた。

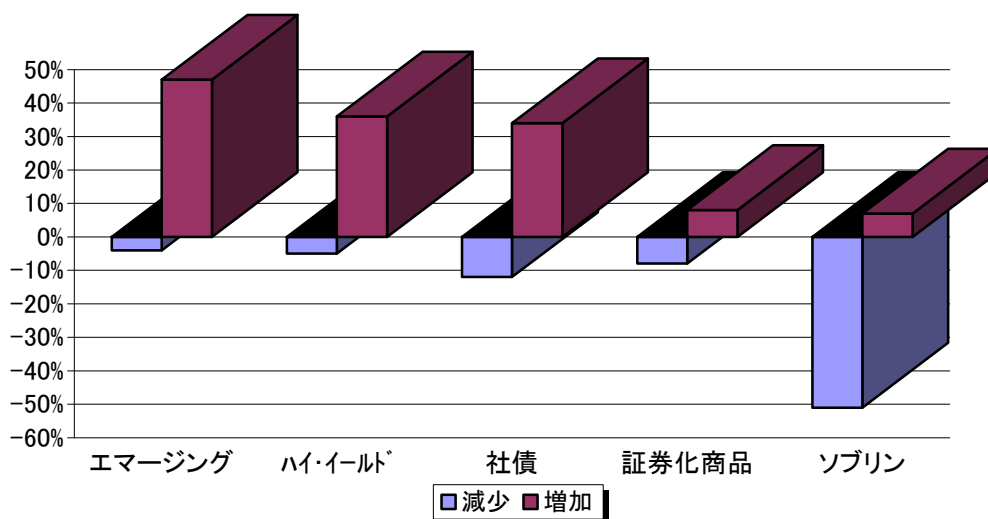
債券投資においては、超過収益である α の獲得を狙わないとする年金も見られる。あくまでも債券をALMのための資産とする立場である。ただし、この場合には、運用担当者の高収益獲得に向けた努力が評価されなくなる可能性のある一方、そもそも債券投資で十分な α を得ることができるのかという根本的な問題に直面することになる。リスクに対して、十分なリターンの上積みが見られる投資環境にあるかどうかという、環境認識の問題であるのかもしれない。

欧州のソブリン危機については、ギリシャ・アイルランド・ポルトガルといった周辺諸国を投資対象から外す方向にあり、ソブリンに対する投資そのものを抑制的とする投資家も珍しくない。一方で、スペインやイタリアといった経済規模が大きく、IMFの管理下に入れることが困難と考えられる国の債券については、スプレッドの拡大した局面で着実に購入することが勧められていた。ヨーロッパにおける通貨統合の意味合いと、通貨統合によって、どの国が利益を得たかを考えれば、ドイツ政府は自国の銀行を助けるために、スペイン等大規模経済国の危機には手を差し伸べざるを得ないだろうという考えに基づくものである。

また、ヨーロッパの年金運用に際しては、物価上昇に対する懸念を強く有しており、債券が主体となっている運用ポートフォリオに対して、インフレ連動投資の必要性を強く意識しているようであった。具体的には、インフレ・リンク債や株式・不動産といった実物投資に加えて、オルタナティブ投資の枠組みでの対処が意識されていた。

このような株式や債券投資以外の動きとしては、DGF(Diversity Growth Funds)といった、資産配分を受託者が柔軟に調整し様々な資産クラスに投資を行うことを通じて、一定のリターンを約束する運用（具体的な水準でないソフト・マンドートの場合もある）も注目されている。更には、年金資産の運用を運用会社に一括して委託したり、専門の保険会社に年金運用部分を売却したりといった動きも見られている。ヨーロッパにおいても、経済成長の鈍化によって、年金資産を運用し一定の利回りを確保することが企業の大きな負担となりはじめているようであり、様々な新しい取組みの模索がはじまっているのである。

図表1：欧州の年金が今年想定している債券投資の種類



(出所) Institutional Investors 等による調査結果を元にニッセイ基礎研究所で作成

(徳島 勝幸)