

(年金運用)：米国企業年金の最近の取組み（出張報告）

10月末から11月初めというタイミングで、米国東海岸において複数の年金関係者にインタビューする機会を得た。既存の各資産クラスから得られるリターンが低水準に留まり、価格変動の大きな環境下での年金運用の枠組みについて、日本でも改めて見直す必要があるようだ。

5月号及び7月号の本誌で、英国の企業年金において、近年、確定給付型年金で閉鎖型への移行が進んでいることを報告した。アメリカにおいても同様の傾向が見られ、リーマンショックや欧州ソブリン危機等によって株価が下落した中で積立不足の拡大した年金が多く、確定給付型への新規加入者を抑制し確定拠出型へ重点を置く動きが加速している。Fortune1000企業の中で確定給付年金を有する企業の比率は緩やかに低下して60%を下回っており、更なる中で閉鎖型となっている企業の比率は20%を越える状況である。結果として、閉鎖されていない確定給付年金を有する企業の比率は、40%を下回る状況になっている。

また、欧州において一般的となったLDI (Liability Driven Investment)についても、厳しい運用環境下において、米国でも広まりつつあることを確認できた。中でも、近年において債券領域で新規に投入された商品の多くが、長期から超長期のデュレーションを持ち、従来型の市場インデックス (Barclays Capital Aggregate Bond Index 等) 対比の運用 (「債券コア運用」) からの資金シフトが著しい。加えて、株価の下落による影響 (米国の年金運用の場合、必ずしも海外投資の比率は大きくない) から、株式から債券へのシフトも継続している。

低金利環境下でLDIに移行するタイミングを容易に決断できない中でも、負債を意識した資産と負債のマネジメント (ALM) の重要性は強く認識されており、資産クラスの再構成に向けた取組みが強調されていた。インタビューした先が必ずしもすべて同様の分類を行ってはいないが、概括的にまとめてみると、もっとも基本的な資産クラスは「安定収益資産」であり、国債や地方債、投資適格級の事業債等が含まれる。配分比率としては最大であり、負債とのマッチングが意識されているため、より長いデュレーションを持つ債券への投資にシフトしている。次が「成長性資産」ないし「収益獲得資産」であり、株式やハイイールド債、エマージング諸国債券などが分類され、より高いリターンの獲得を狙うカテゴリーである。低水準に留まらざるを得ない「安定収益資産」の収益を補い、十分な総合収益を確保するための区分である。

この他に、収益獲得という意味で「成長性資産」と同様であるものの、投資スタンスのやや異なる区分を他に二つ考えることができる。まず、「絶対収益投資」であり、マーケットニュートラルやロングショート等のヘッジファンド投資が、市場の大きなアップダウンといった価格変動から距離を置いたところでの収益獲得を狙う。最後の区分が「インフレ対応資産」であり、長くデフレ環境下にある日本では注目度が低いものの、穀物・貴金属等のコモディティや、インフレ連動性の高い一部の株式、物価連動債券等への投資が必要と考えられている。

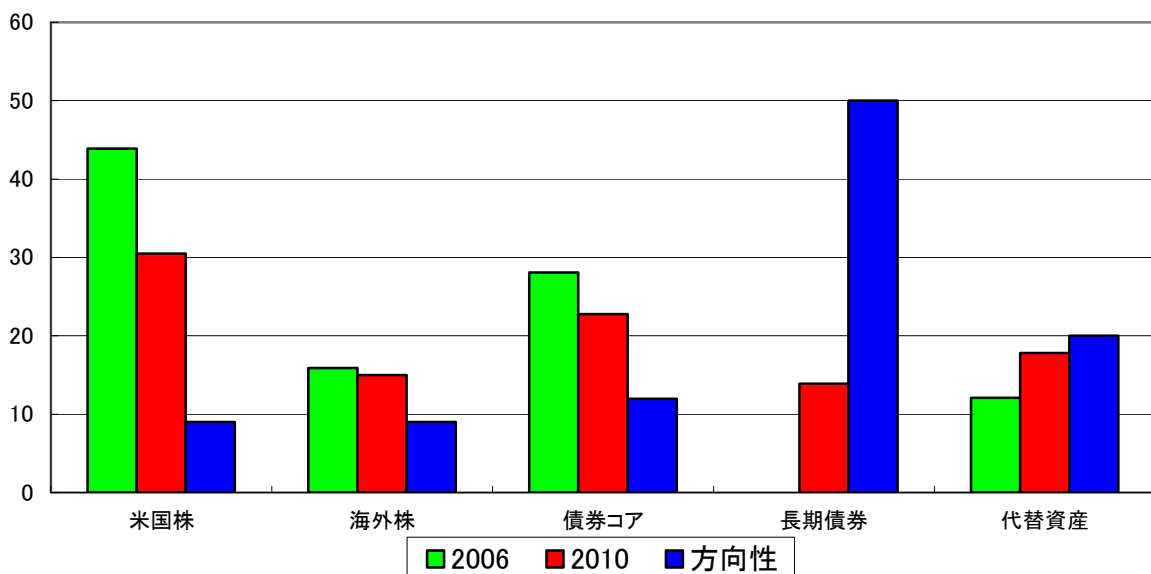
LDIの主軸は何と言っても、負債のデュレーションを意識した長期から超長期年限の債券投資ということになるが、デュレーションの長期化に際して、デリバティブを用いるべきかどうか

かについては、運用者によって意見が分かれていた。資産規模等の要素も考慮しなければならないが、典型的なLDIと言われるスワップやスワップションといったデリバティブを活用し、積極的にデュレーションをコントロールして、収益性を向上させるべきだという見方がある一方、デリバティブの利用に必要となる取引コストの大きさ等から現物債券だけで十分であるという意見もあった。デリバティブ利用に際してのカウンターパーティーリスクについては、今後導入が予定されている集中清算機関の利用によって、必要なリスク・バッファーの削減効果が期待できるという指摘もあった。今後の日本での検討状況を見守りたい。

実際にLDIに取り組んでいるという年金基金のマネージャーとも議論したが、米国においては事業債をも含んだ超長期債市場で投資対象が潤沢に存在している。日本と比べて恵まれた環境であり、大変羨ましく思った。日本での超長期債市場の中心は国債であり、それ以外には、地方債や財投機関債といった国債に対するスプレッドの薄いカテゴリーくらいしか存在しない。かつては、電力債が超長期債市場の重要なプレイヤーの一つであったが、東日本大震災と福島第一原発事故の後では、当面、電力会社が超長期債を募集することは困難であろう。これでは、生保や年金といった超長期債に対する潜在的な投資家の購入ニーズを充足することができない。現在の市場規模を前提にすると、デリバティブの活用も検討せざるを得ないのではないか。

LDIの採用に際しては、一律に同じ手法を採用するべきではなく、個々の企業年金が置かれている状況を勘案すべきであると結論付けられよう。特に、負債側の割引率（想定利回り）次第では、安定収益資産への投資に回せる資産配分が小さくなってしまう可能性が高い。もっとも、米国の多くの公的年金のように、割引率が8%と高い水準のままでは、容易に積立不足を解消することは不可能である。本来であれば、割引率の変更を検討すべきであるが、制度の安定性を考えると、割引率の引下げが容易でないことも多い。スポンサーが特別掛金等の形で資金注入をしてくれない限り、通常では給付の削減が必要になってしまうためである。あくまでも個別の基金の状況に応じて、LDIに向けた資産配分の見直しを行うことが求められている。

図表1：米国確定給付企業年金の資産配分



(出所) 米連銀等の調査及び Wellington Management の予測を元に筆者作成

(徳島 勝幸)