

(年金運用)：超低金利下における“守り”の運用スタンス

個別財務諸表での即時認識は見送られたが、財政上と会計上の2つの負債を意識した運用が引き続き求められよう。しかし現在の超低金利下でサープラス・リスクを抑制すれば、年金資産額を毀損しかねない。今は、資産額の防衛を優先する“守り”のスタンスが重要だろう。

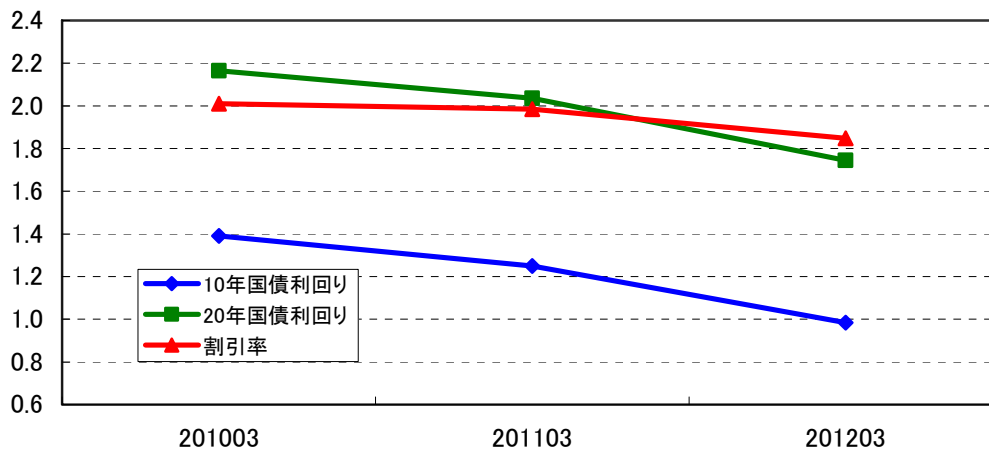
退職給付会計が導入されて以降、企業年金では異なる2つの負債を意識した運用を迫られている。特に、退職給付会計上の年金負債である退職給付債務と年金資産の差額を、その期の母体企業の貸借対照表に全額負債として計上する即時認識への基準改正が検討され始めて以降、会計上の負債の変動を意識することの重要性が広く認識されてきた。この即時認識に関しては、今年5月に公表された「退職給付に関する会計基準（企業会計基準第26号）」で、一先ず決着がついた。連結貸借対照表では即時認識が義務付けられる一方で、個別貸借対照表では当面の間、従来通りの遅延認識での取り扱いが認められることになったのだ。

しかし国際会計基準で即時認識の義務化が既に決まっていることを踏まえると、個別貸借対照表での即時認識が完全に立ち消えたとまでは言えない。また、連結貸借対照表に計上する退職給付に係る負債の変動を抑制しようと思えば、グループ内で連携を図り個別企業単位で退職給付債務と年金資産の差額であるサープラスの変動を抑える努力が求められる。その意味では、今回の会計基準の改正によって、会計上の負債を意識した年金運用が不要となる訳ではなく、引き続き、会計上の負債と年金資産の差額であるサープラスの変動を抑える努力が、年金運用に求められ続けることであろう。

このサープラスの変動を抑制する場合、ポートフォリオ全体を会計上の負債の動きに連動する部分と収益を追及する部分に分けて考え、全体のリスク・リターンのバランスを考えながら両者の構成割合を調節するのが基本的な概念となろう。この際、負債の動きに連動する部分で主要な投資対象となる国内債券のデュレーションは、会計上の負債のデュレーションに一致させることが必要となる。会計上の負債デュレーションは、企業年金が保有する平均的な国内債券のデュレーションよりも長いのが一般的であるため、国内債券のデュレーション長期化が必要となる訳だ。相場観を排除してサープラス・リスクの抑制を重視するのであれば、今すぐにも国内債券のデュレーション長期化をすべきということになる。

ところが現在は、サープラス・リスクを十分に抑制できる状況にない。図表1は、退職給付債務の評価に適用された割引率の推移を、割引率の特定が可能な1,038社の平均で示したものである。平均的な割引率は2年続けて小幅低下したが、その低下幅は、割引率の設定根拠として多くの企業年金で参照される10年、20年国債の利回りの低下幅に比べると小幅に留まっている。この結果、2012年3月期には20年国債利回りが割引率を下回る状況となっている。退職給付債務を算定する際の割引率は、2010年3月期以降、決算期末の市場金利を適用することが原則となった。しかし、重要性基準により、前期末の割引率による退職給付債務と比較して、期末の市場金利に基づく割引率によるものが10%以上変動することはないと推定される場合には、割引率の見直しを行わないことが可能になっている。要するに2012年3月期について

図表1：退職給付会計で適用される割引率と国債利回りの推移



(出所) 日経NEEDSより作成

(注)「割引率」は、3月期決算企業のうち、3期連続して割引率の特定が可能な1038社の平均。

は、この重要性基準を多くの企業が準用し、2011年3月期比で低下した市場金利を割引率とするのではなく、2011年3月期の割引率をそのまま適用したことが窺える。(実際、図表1の対象企業の約75%は、2012年3月期の割引率を前期から変更していない。)

市場金利は今年度に入り更に低下しており、足元の水準は10年国債で0.8%、20年国債で1.65%という状況である。8月末現在では、図表1に示される以上に、市場金利が2012年3月期の割引率を大きく下回る状況にある。こうした状況においては、サープラス・リスクの抑制を重視して国内債券のデュレーションを長期化したとしても、十分な効果を得ることはできない。金利上昇時には、市場金利の上昇幅ほど割引率を引き上げる必要はなく、金利低下時には、市場金利の低下幅以上に割引率を大きく引き下げる必要が生じる。つまり、デュレーションを等しくした場合には、市場金利がどちらに動いても、国内債券の会計上の負債に対する相対的な価値は減少してしまうのである。

もつとも、金利低下余地が限られ、どちらかと言えば金利上昇リスクが高いなかで、国内債券のデュレーション長期化が得策でないことは、広く認識されていることだろう。財政上の負債が市場金利の動向とは関係なしに、每期予定利率で増えることを踏まえれば、自然な発想である。もちろん、国内債券のデュレーションを長期化すれば、より高いインカム収益を獲得できるといった副次的な効果を得ることができる。しかしこうしたメリットは、金利上昇時の価格下落リスクの増大に見合うほど十分大きいとは言い難い。

現在、予定利率を2.5~3.0%とする企業年金が多い。市場金利<割引率<予定利率という順に低く、2つの負債を上回ることが極めて難しい運用環境にある訳だ。当面の運用戦略を考える上では、こうした現状を確りと認識することが重要であろう。市場金利≒割引率>予定利率という関係が作り出されれば、極端に厳しい状況から抜け出すことができる。現在をそれまでの待機期間と捉えるのだ。年金資産額が目減りリスクを極限まで引き下げて環境改善を待つ、こうした“守り”のスタンスも大切なのではないだろうか。その際、金利の動きに左右されにくく、金利上昇時に資産額が目減りしにくい絶対収益追及型の商品は、国内債券のデュレーション長期化戦略を採れる環境に至るまでの限られた選択肢のうちの一つとなる。

(梅内 俊樹)