

# 保険・年金 フォーカス

## 低運用利回りに対する取組み 更なる金融緩和強化の中で、運用者による創意工夫を

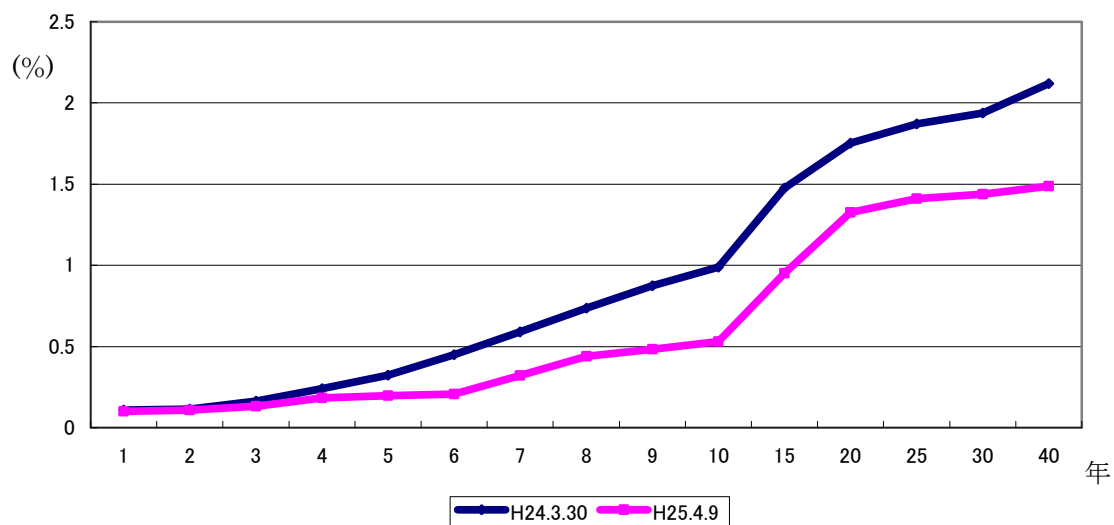
年金総合リサーチセンター 年金研究部長 徳島 勝幸  
(03)3512-1845 k-toku@nli-research.co.jp

### 1—はじめに

今月に入り、新しい日本銀行執行部は、「量的・質的金融緩和」と呼ぶ強力な金融緩和の枠組みを導入した。その中では、より残存年限の長い国債について積極的な購入方針が明示されており、これまで以上に長期及び超長期金利が低下し、同時に金利水準の変動性上昇が懸念される状況になっている。本稿では、年金を中心に、このような低金利環境下における制度運営と運用について考えたい。

年金や保険は、ある程度の水準以上の運用成果を前提として制度を構築している。十分な運用利回りを獲得できなければ、制度が維持できなくなってしまう。既存制度の崩壊を回避するためには、負債もしくは資産運用における様々な努力が必要となって来る。今回の低金利環境が長期に継続するならば、利鞘の縮小という意味で、金融機関のみならず、年金・保険にとっても厳しい局面となろう。

図表 1 量的・質的金融緩和のイールドカーブに与える影響



(資料) 財務省の公表する金利データをグラフ化

## 2—負債側の割引率引下げ

低利回り環境において運用機関が最初に取り組むべきであることは、必ずしも容易でないが、可能な限り負債側のコストである必要運用利回り（予定利率）を引下げることであろう。実際に、生命保険会社は、最長期間の保障を提供する主力の生命保険商品について、過去のピーク時には5.5%の予定利率を付していたものを、金利の低下によって2001年には1.5%まで引下げてきた。今春には、低水準の国債利回りが長期に続いたことを受けて、会社によっては、予定利率を1%といった更に低い水準とするところも見られている。

図表2：企業年金の予定利率分布(団体数)

利率(%)	厚年基金	確定給付
～1.5	0	9
1.5～2.0	2	31
2.0～2.5	6	129
2.5～3.0	11	248
3.0～3.5	19	204
3.5～4.0	16	98
4.0～4.5	18	35
4.5～5.0	10	21
5.0～5.5	11	0
5.5～	440	19
合計	533	794

出所：企業年金連合会「新しい企業年金基礎資料」(平成24年12月)

企業年金においても、母体企業の財務内容が良好で年金制度の成熟度が低い場合に、制度利率の引下げを実施した例が見られる。予定利率を引下げた場合には、母体企業が生じた積立不足分を負担するか、年金の給付水準を引下げるか、年金の給付開始年齢を上げるかといった選択を迫られることになるが、いずれも決して容易な手段ではない。一方、財政面が厳しい多くの年金の場合には、過去の高い予定利率水準を維持せざるを得ない例も少なくない。企業年金連合会によるアンケート結果(図表2)を見ても、依然として高い予定利率水準を維持する年金基金が、団体数ベースでは、かなり

残っているのである（一方で、年金資産の残高で見た場合には、高い利率を維持する年金は、団体数ほど多く残っていないものと想像される）。

予定利率を引下げると、年金の給付水準を引下げざるを得なくなるために、保険においても年金においても、利率の引下げは、ほぼ最終的な手段と考えられている。例えば、既に年金受給を開始している受給者に対して給付を削減すると、老後生活設計に大きな影響を与えてしまうことになるためである。しかしながら、長期にわたって実現できないような高い水準の予定利率を維持し続けることは、特に年金に関して、早く退職して受給権を確定した者にとって有利となり、世代間の公平性を欠くことにもなりかねない。また、退職給付会計の見直しによって年金資産の積立不足が母体企業の財務諸表に影響を与えることを考えると、年金そのものを破綻させてしまうよりは、予定利率の引下げを断行した方が良いという判断もあり得るだろう。

### 3—資産運用対象の見直し

#### (1) 資産配分での工夫

負債側での取組みが容易でないために、多くの保険や年金では、資産サイドでの努力を中心に行うことになる。まず、一つの方法としては、資産運用構成の見直しによって対応することが考えられる。日本の企業年金が保有する資産構成は、いわゆる5：3：3：2規制の撤廃によって自由化されており、平均像としては、国内債券（生保一般勘定含む）約4割、国内株式2割弱、外国債券1割強、外国株式2割弱、オルタナティブ投資及び短期資金等約1割といった形になっている。近年では、伝統的な資産クラスを対等な存在とは考えず、国内債券を中心とした負債対応運用と、リスクを取って利回りの獲得を目指す収益獲得運用の二つにわたる考え方も、広く見られるようになりつつある。

金利低下によって国内債券から得られる期待運用利回りが低下する中では、他の資産クラスでの利回り向上策に注力するだけでなく、中期的な観点から基本ポートフォリオを見直し、リスクを取った収益獲得運用の投資比率を高めにするという結果が導き出される可能性がある。足元では、アベノミクスへの期待に支えられた円安・株高を受けて、株式や外国証券の時価残高が大きく増加している。しかし、年金運用の基本的な枠組みとしては、予め設定している基本ポートフォリオに基づいた資産配分比率を守ることを優先すべきである。時価変動により配分比率が許容乖離幅を超過した資産クラスのリバランスを行うことで、高値掴みを行うことなく利益を確定できるのである。株価が上昇したからといって、後追いで株式の組入れ比率を上昇させることは、基本ポートフォリオを堅持するという中長期的な運用スタンスからは矛盾した行動である。一方、相場観等を持ち込み、ダイナミックに資産配分を変化させる考え方もあるが、基本となる判断材料の吟味と結果に対する評価が厳しく問われることになり、必ずしも一般的な年金の運用体制には適していない。

為替リスクを負った外国証券や、時価変動の大きな国内株式といった投資対象は、高い利回りを狙える資産であると同時に、価格が下落する可能性を有することも当然考えなければならない。資産価格の下落に備えたリスクバッファーを有するのか、運用に失敗した場合でも積立不足を補完できるような成熟度の小さな年金なのかどうか、といった個別の要素を運用者は十分に考慮すべきである。負債対応運用で十分なリターンを獲得できないからと、むやみに収益獲得運用に注力するのは、決して中期的に安全な投資スタイルではない。

#### (2) 投資対象資産での取組み

資産配分の見直しと並行的に取組むことが可能なものとして、個々の資産クラスにおける利回り向上がある。主要な資産クラスの利回り向上策について、簡潔に言及しておきたい。まず、国内債券を中心とする円金利資産においては、金利水準の低下によって期待利回りの低下が必至である。その中でも、ポートフォリオの基準をNOMURA-BPI総合に置くことが、負債の状況を考慮して適切かどうかを個々に考えてみるべきであるし、単なるパッシブ運用ではなく、クレジット投資の活用やデュレーション戦略の採用等によって利回り向上を図ることは可能である。さらには、金利水準が不安定化していることや、期待インフレ率が2%を目指すという金融政策運営を考慮に入れると、変

動金利が付された商品に投資することも考えられよう。また、財務省が物価連動国債の商品性を見直して発行の再開を検討しており、インフレ対応と言う意味でも注目しておきたい。円金利資産の領域においては、国内債券そのもの以外にも、高配当株式やヘッジ付外国債券、生保一般勘定、バンクローン等の周辺商品を含めて投資対象を検討するべきだろう。

株式投資では、市場インデックスに対する超過収益を狙ったアクティブ運用のみではなく、最小分散投資や非時価加重平均ベンチマークといった、近年、注目を集めている投資手法も含めて考えたい。年金によってリスク許容度が異なることから、最適な投資手法も個々によって異なるはずである。また、この機会に、世界全体の時価総額に占める比率より大きなウェイトを日本株に投資していることの是非も、改めて考えて良いだろう。また、外国債券を含めた外国有価証券への投資では、先進国向けの投資、国債だけを対象とする投資が適切かどうか、これまでの投資ユニバースの再検討を行ってはどうか。エマージング諸国への投資や、国債以外の社債や証券化商品といったクレジット投資も、利回り向上に向けた有効な対象である。加えて、為替ヘッジの活用方法についても、検討の余地があるものと考えられる。

また、ヘッジファンドに代表されるオルタナティブ投資については、かつてのような絶対収益投資といった幻想はなくなっており、むしろ伝統的な資産の価格変動とは相関が小さく、分散効果の得られる投資対象として再整理することが可能である。不動産関連の証券投資やインフラ投資などは、現在の低利回り環境で多くの注目を集めているし、更には、複数資産への投資を運用者に委託するマルチアセット投資に対する理解も、ようやく定着しつつある。諸外国における取組み例を参考にしつつ、様々な対象に柔軟な姿勢で投資を実行しなければ、必ずしも十分な運用利回りを得ることができない局面なのである。

### 3—柔軟な運用姿勢でポジションの見直しを

これまでのデフレ局面の低利回り環境下における日本の運用機関の対応に関して、諸外国の運用機関が注目を強めて来た。日本の保険会社や年金は、低金利水準が継続し株安・円高の継続する中で、努力して債券投資だけでは得られない収益を獲得し、運用利回りを確保してきたのである。また、予定利率の引下げも、可能な場合は実施してきた。もっとも、保険会社のみならず、個々の年金が置かれている状況は区々であり、現状は、投資に回す資金の多い成熟度の低い年金や、償還によって再投資の必要が多い年金にとっては、大変厳しい運用環境となっている。このような低利回り環境において資産運用の重要性はますます高まっているし、価格下落のリスクを考えると、様々な創意工夫を図りつつ、慎重な投資スタンスを維持することが必要である。その一方で、円安・株高によって既存のポジションが大きく改善している運用者にとっては、過去のポジションを整理し新しい運用方針に取り組むのに、絶好のタイミングなのかもしれない。