

## (年金運用)：割引率の水準で異なる金利上昇リスクへの対応

超低金利が続くなか、運用利回りの向上を目指す上では将来的な金利上昇に備えた国内債券運用が欠かせない。しかし今期末から始まる会計上の積み立て不足の即時認識を意識すると、単純には金利上昇に対応しにくい面もある。個々の実情に見合った戦略の検討が欠かせない。

2012年4月以降、10年国債利回りが1%を割る超低金利が常態化している。こうした超低金利が今しばらく続く可能性はあるが、現在と同じく10年国債利回りが1%を割り込んだ2003年以降の金利上昇を思い返せば、2%程度までの金利上昇は普通に起こり得るものとして想定しておく必要がある。

また、2020年のオリンピック・パラリンピックの東京開催決定を追い風にアベノミクスが軌道に乗り、物価上昇率が安定的に2%を達成する状況ともなれば、10年国債利回りが3%程度まで上昇する可能性もあろう。この他、異次元金融緩和の弊害により物価上昇率が急騰したり、財政規律への信頼感が揺らぎでもすれば、金利が3%を大きく超えることも考えられなくはない。いずれにしても、現在は金利上昇をある程度意識せざるを得ない状況と言える。

一方で、企業会計上のリスクを意識すると、金利低下の可能性を簡単には排除できないといった側面もあろう。金利低下余地が限られることを踏まえると、国内債券のデュレーションを短くしたり、ウェイトを引き下げたりするなど、本来であれば国内債券については大胆な戦略を取り易い局面にある。しかしながら、会計上の積み立て不足の拡大を抑えようと思えば、金利上昇時の国内債券の損失を抑制したくても、金利低下にも一定の配慮が必要という訳だ。

昨年5月に改正された「退職給付に関する会計基準(企業会計基準第26号)」は、今期末(2013年4月から始まる事業年度の年度末)から適用される。前期まではオフバランスが認められていた会計上の積み立て不足(退職給付債務-年金資産額-退職給付引当金)を、連結決算に限っては全額、貸借対照表上の負債として計上することが義務付けられるのである。積み立て不足の拡大は純資産を圧迫するため、積み立て不足の拡大抑制に資する年金運用の重要性は今まで以上に高まっていると言えるのである。

退職給付債務は、将来の退職給付見込み額を決算期末の市場金利に基づいて決まる割引率によって現在価値に割り引かれる会計上の年金債務である。決算期末における市場金利が低下すれば退職給付債務は増大する。このため積み立て不足の拡大を抑制するためには、退職給付債務が増大する金利低下時に、一定の収益を確保できるような年金運用が欠かせない。こうした事情が、金利上昇に備えた戦略を簡単には取りにくくさせているのではないだろうか。

図表1は2012年3月期と2013年3月期の退職給付会計の主要項目を集計した結果である。前年度後半以降の株高と円安により2013年3月期の年金資産額は、平均的には前期比10%程度増加した模様だ。しかし積み立て不足の退職給付債務に対する比率(以降、積み立て不足率)は、年金資産額の増加ほどには改善していない。2013年3月期の割引率が前期に比べ0.4%引

下げられ、その分退職給付債務が増加したことが大きく響いたものと推測される。

もちろん、市場金利の低下が退職給付債務の増加に直結する訳ではない。退職給付会計で適用される割引率は、10、20年国債利回りなどの期末の市場金利に基づくのが原則だ。しかし重要性基準により、期末の市場金利により決まる割引率を適用しても、前期の退職給付債務との差が10%以内に収まる場合には、前期と同水準の割引率を適用することが許され、必ずしも、期末の市場金利に従って割引率を変更する必要はないからだ。しかし前期は幸か不幸か、日銀による量的金融緩和への思惑から市場金利が一時的に大きく低下した局面で期末を迎えたため、全体の半数程度が割引率の引下げを余儀なくされたのだ。

このことは、2013年3月期に前期と同水準の割引率を適用したグループ（割引率変更なし）と、前期と異なる割引率を適用したグループ（割引率変更あり）に分けて集計した結果を比較することで、より明確化される。前者では退職給付債務が前期比微減となり、積み立て不足率が5.8%改善している。これに対し後者では、0.75%割引率が引下げられたことで退職給付債務が8.3%増大し、積み立て不足率の目立った改善が見られなかったのだ。市場金利の低下が企業会計に一定のインパクトをもたらすことを改めて認識させられる結果と言える。

しかし将来を見据えた場合、企業会計を意識した運用の重要性は置かれた状況により微妙に異なり得る。前期末に割引率を引下げたグループにとってみれば、割引率の変更を迫られるほどの金利低下が今期末にかけて実現する可能性が低く、従って過度に金利低下による退職給付債務の増大リスクに囚われる必要がないかもしれない。つまり、当面は金利上昇に焦点を絞った運用戦略を取り易いのではないだろうか。割引率の水準が高く、金利低下に対しても一定の配慮が必要なグループに比べ、柔軟な運用が可能という訳だ。

このように、企業会計上のリスクだけを見ても、金利上昇リスクへの備え方には個々に違いが生じ得る。企業会計だけでなく、より広範な状況分析のもとで、自らの実情に見合った戦略の選択が引き続き重要と言えそうだ。

図表1：2013年3月期における積み立て不足と割引率の状況

		退職給付債務	年金資産額	積み立て不足	積み立て不足 /退職給付債務	割引率
全体 (667社)	2012年3月期	18,715	11,869	-2,426	-13.0%	1.88%
	2013年3月期	19,306	12,986	-1,973	-10.2%	1.47%
	変化率(幅)	3.2%	9.4%	—	2.7%	-0.40%
割引率 変更なし (309社)	2012年3月期	9,195	5,465	-1,123	-12.2%	1.75%
	2013年3月期	8,994	5,926	-580	-6.4%	1.75%
	変化率(幅)	-2.2%	8.4%	—	5.8%	0.00%
割引率 変更あり (358社)	2012年3月期	9,520	6,404	-1,303	-13.7%	1.99%
	2013年3月期	10,312	7,060	-1,393	-13.5%	1.24%
	変化率(幅)	8.3%	10.2%	—	0.2%	-0.75%

出所) 日経NEEDSより作成

(梅内 俊樹)