

基礎研 レター

欧州年金基金に対するストレステ ストの結果

低金利が長引くと深刻な影響が

保険研究部 主任研究員 安井 義浩
(03)3512-1833 yyasui@nli-research.co.jp

1—はじめに

欧州で行なわれた、年金基金の健全性をみるためのストレステストの続報である。

EIOPA（欧州保険年金監督機構）では、IORPs（Institutions for Occupational Retirement Provision:職域年金を指すEU独自の用語。以降、年金基金と呼ぶことにする。）の健全性の評価やそれに基づく規制内容を決める目的で、2012年に定量的影響度調査が行なわれたことがあるが、今回、2015年に新たに行なわれたストレステストの結果が、2016年1月に公表されたので概要を紹介する。¹

このストレステストの実施概要は2015年5月に示されたのだが、その際、ほぼ同時並行的に再度の「定量的調査」（Quantitative Assessment）も行なうとのことであった。本来なら両方の結果が出揃ったところで概要をみる方が、内容を把握しやすいのかもしれないが、定量的調査のほうは、結果の公表時期が示されていないこともあり、まずはストレステストの結果だけを見ることにする。

2—ストレステストの結果

1 | ストレステストの概要

ストレステストの概要については、より詳細な経緯と内容を、以前に拙稿「[年金基金版？ソルベンシーII](#)」²に取上げたので、そちらも参照頂きたい。参加国は欧州17カ国であり、年金基金の2014年末の財務状態をもとに、金利の低下、資産価格の下落、長寿化といったストレスシナリオを想定して、それに伴う、年金基金の財政状態の変化をみるというものである。

ストレステストの最終的な目標は、厳しいストレスシナリオを設定することで見えてくるリスクと

¹ IORPs Stress Test Report 2015 (EIOPA 2016.1.26)

<https://eiopa.europa.eu/Publications/Surveys/EIOPA%20IORPs%20Stress%20Test%20Report%202015%20bookmarks.pdf>

² 「年金基金版？ソルベンシーII」（基礎研レター 2015.9.29）http://www.nli-research.co.jp/files/topics/42771_ext_18_0.pdf

弱点を把握し、それを踏まえて、将来に向け安定した財政状態を維持するための規制をつくるというものである。また、2012年の定量的影響度調査とは異なり、確定給付年金（以後、DBと呼ぶ）やハイブリッド年金だけでなく、今回初めて確定拠出年金（以後、DC）もストレステストの対象に含め、全体状況を捉えようという目的もある。

欧州における年金制度の実態は、国によって公的年金の仕組みからしてまちまちであり、それを補完する私的年金の役割の重さも異なる。また国の規制も、負債評価方法、要求する資本水準、万一の際の基金保護の仕組みなどに関して様々である。

それでも、とにかく国毎の現行ルールには従っているという点では、意味のあるものなので、今回のストレステストでも、国毎のベースでの実態あるいはストレス結果を公表している。これを以降本稿で「各国規制ベース」と呼ぶことにしよう。（報告書でも、National balance sheet と呼んでいる）

それに対して、E I O P Aが最終的に目指しているのは、EUやそれに近い地域における共通の健全性規制の枠組みである。それは基本的には、時価ベースで資産・負債を評価する「包括バランスシート」³によるものとされている。これを各国規制ベースに対して「共通方式」（報告書では Common Methodology）と呼ぶことにする。

2 | DB、ハイブリッド年金に対するストレステストの結果～金利低下による負債評価額の増加が負担

DB、ハイブリッド年金については、まず2014年末の現状におけるバランスシート（各国規制ベース、共通方式の両方）を確認したのち、市場に関する2つのストレスシナリオ、長寿化について1つのストレスシナリオを設定して、その影響をみている。

まず、現状におけるバランスシートであるが、各国規制ベースでは、資産が負債の95%しかなく、全体の金額にして780億ユーロ不足した。これは、構成比の高い英国の基金における大幅な不足にひきずられている面があるが、基金別に見ても、140基金のうち63基金が欠損（負債が資産を上回る）状態にある。

一方、共通方式では資産が負債の76%しかなく4,280億ユーロの不足となった。欠損のこうした増加は、主にリスクフリーレートによる評価によって、負債の金額が膨らんだことによる。

これに、スポンサー援助、年金基金保護スキームの活用（資産増加）、年金給付の削減（負債減少）を考慮すれば、剰余（980億ユーロ）に転ずる結果がでている。（そもそもこれらの具体的な内容が未定、なのだが、簡便な一定の評価方法で考慮しているようだ。）

DBに対する市場ストレスは以下の2シナリオを想定している。

- ・ 逆境市場シナリオ1 資産価格の下落、金利低下、インフレ率の低下などを仮定。
- ・ 逆境市場シナリオ2 資産価格の下落（シナリオ1ほどではない）と金利低下（シナリオ1より大幅

³ これについても、先にあげた拙稿、あるいはさらに以前に報告した以下の報告をご参照頂きたい。

「欧州年金基金の健全性規制」（保険・年金フォーカス 2013.5.28）http://www.nli-research.co.jp/files/topics/40759_ext_18_0.pdf

「年金基金の健全性規制の動向」（保険・年金フォーカス 2012.11.26）http://www.nli-research.co.jp/files/topics/40314_ext_18_0.pdf

な下落)、およびインフレ率の上昇などを仮定。

両シナリオとも、価格下落による資産の減少と、金利低下による負債の時価評価額の増加という形で、バランスシートに厳しい影響を及ぼすことになる。

各国規制ベースでは、シナリオ1、2に応じてそれぞれ、3,730億ユーロの欠損(資産が負債の75%しかない。以下同様)、3,460億ユーロ(78%)の欠損、という資産不足の結果となった。報告書では、「こうした多額の欠損は、スポンサー企業のバランスシートにも悪影響を及ぼす可能性がある。」としている。また当然のことではあるが、基金ごとにみると、株式や不動産など価格変動性の高い資産の構成比が高い年金基金は最もこうしたストレスシナリオの影響を受けやすい。

共通方式では、負債に対する資産不足の金額は、シナリオ1、2それぞれで、7,550億ユーロ(59%)、7,730億ユーロ(61%)となった。(この段階では、スポンサー支援、年金基金保護スキームの利用は想定せず、負債においても給付削減を想定していない。)

シナリオ2は、資産の下落幅はシナリオ1より小さいのだが、金利の低下幅が大きく、そのため負債増加額が大きいため、より厳しい結果となっている。こうした事情は、負債を時価評価していない現在の各国規制ベースのままではわからなかったが、今回の共通方式により初めて判明したことである(と報告書では、今回のストレステストの意義のひとつについて強調している。)

なお、長寿化ストレスシナリオは、死亡率が即時に20%低下するものと設定されたが、各国規制ベースでも共通方式でも、市場ストレスシナリオに較べれば、(無視できるほどではないが)比較的限定的な影響であったとされているので、詳細は省略する。

3 | DCに対するストレステストの結果～金利低下はとくに若年齢層の年金受取額に大きなダメージをもたらす

DCについては、常に資産と負債は一致しているので、DBと同じような評価は意味がない。このストレステストでは、年金給付額(所得代替率、すなわち加入者の現役時の賃金に対する受取年金額の割合、で評価)の現状と、ストレスシナリオによりそれがどう変動するかを、確認する方式をとっている。また、退職まで35年、20年、5年の3通りの代表的な加入者を設定して、影響をみている。(以後本稿では、35年のほうを若年齢層、5年のほうを高年齢層と呼ぶ。)

まず現状においては、DCだけの所得代替率は、対象基金合計では、3通りの代表年齢とも15~20%となっている。しかしこれは、国によって大きくばらついており、例えばオーストリアやエストニアのように4%程度の国から、オランダのように45%程度まである。これに関してはどうしても各国の公的年金制度でどれだけカバーされているかも見なければならぬ。これを合算すると、例えばオーストリアは70%程度、エストニアは90%近くなり、むしろ全体の中でも高い率である。もちろんDCの代替率の高いオランダは、合算でも70%近くまでカバーされているなど、公的年金合算では国毎の差があまりなくなる。ストレスシナリオの試算結果はこの公的年金を含めた所得代替率で示される。

そうした現状に対して、ストレスシナリオとして、2つの資産下落シナリオ、2つの金利低下シナリオ、および長寿化シナリオの5つが設定されている。

資産下落シナリオ1では、所得代替率が10%程度の下落、シナリオ2では20%弱の下落となった。若齢層、高齢層によってあまり差はない模様である。

一方、金利低下シナリオの影響をみると、シナリオ1では、所得代替率が若齢層で18%、高齢層で5%の低下。シナリオ2では、若齢層で24%、高齢層で12%の低下、と退職までの残余期間により大きな差がでる結果となっている。

退職までの期間が短い高齢層にとっては、一時の資産の下落が大きな影響をおよぼし、もはや回復の時間も残されていないので、大きなダメージとなる。一方、若齢者にとっては、一時的な資産価格下落のダメージもあるが、むしろ、金利低下による長期間のインカム収益の減少のほうが深刻なダメージとなる。

3—おわりに

E I O P Aのガブリエル・ベルナルディーノ議長は、以下のように総評コメントをしている。

「退職年金のストレステストは、EU全体レベルでの初めての取り組みであり、これにより、異なるストレスシナリオが年金財政の弾力性にもたらす影響に対する、年金監督官の理解が深まった。

年金の負債が長期であるという性質があることを踏まえ、適切な回復期間、保護スキームの役割、スポンサー企業の拠出金の増加、年金給付額の調整を通じて、監督体制においてはこれらのストレスを、透明性をもって取り扱う準備をすることが重要である。

長引く悲観的な市場状況が、スポンサー企業の行動、財務状況の安定性、および実態経済にどのように影響するか、をさらに分析していく必要がある。

E I O P Aは、退職年金の分野にも集中して、さらなる監督に取り組んでいく。」

ということなので、今後も前提条件などを変えて、こうした調査が行なわれていくようである。まずは、ストレステストと同時並行的に行なわれた定量調査の結果も気になるところであり、判明次第報告する予定である。ソルベンシーIIのような実際の導入に向けては、まだまだ時間をかけた検討が続きそうである。