

### (年金運用)：キャッシュ・バランス・プランの疑問(3)

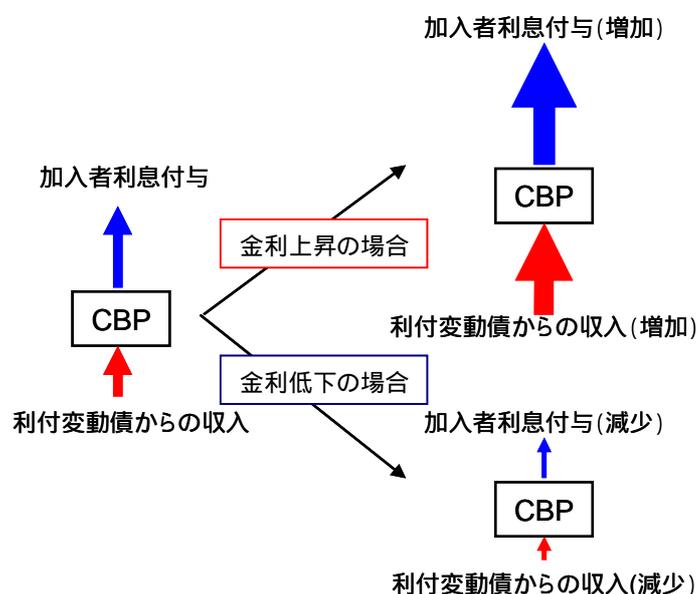
今回は、キャッシュ・バランス・プラン(CBP)における資産運用について検討を行う。CBPの負債(PBO)は、一定の条件の下では、金利感応度が低下する。そのため、サープラス・リスク管理の観点からは、金利変動リスクが低い、利付変動債(短期債)などによる運用が好ましいともいえる。ただその際は、リターンの低下を受け入れなければならない。

前回、キャッシュ・バランス・プラン(CBP)の負債(PBO)と、在来型確定給付年金(在来型)のPBOとの金利感応度について比較検討した。利息付与率と割引率が同時に変動する場合は、CBPのPBOの金利感応度は低下する。しかし、割引率と利息付与率が同時に変動しない場合には、PBOの金利感応度が低いというCBPのリスク特性を享受することはできない。例えば、割引率が変動するのに、利息付与率が硬直的な場合は、リスクは在来型に近づく。逆に、利息付与率が変動するのに、割引率が硬直的な場合は、在来型のPBOとは逆の動き(金利が上昇するときにPBOも上昇)となる。

利息付与率の上限(キャップ)や、下限(フロア)を設定した場合、金利が上限と下限の間の水準で、利息付与率と割引率が同時に動く場合には、PBOの金利感応度は低下する。しかし、金利が利息付与率の上限を超えて上昇する場合にはPBO(の価値)は低下し、金利感応度は在来型確定給付年金に近づくことがわかった。

それでは、CBPの資産運用については、どのような運用が望ましいだろうか。このような問題に、簡単に答えを出すことは難しい。今回は、まず、利付変動債(短期債)で運用を行った場合の特徴を分析する。利付変動債とは短期金利に連動してクーポンが変動する債券(長期金利に連動する債券もある)である。例えば、市場金利が上昇した場合にはクーポンも増加する。利付変動債での運用と短期債運用とは、基本的に同じである。

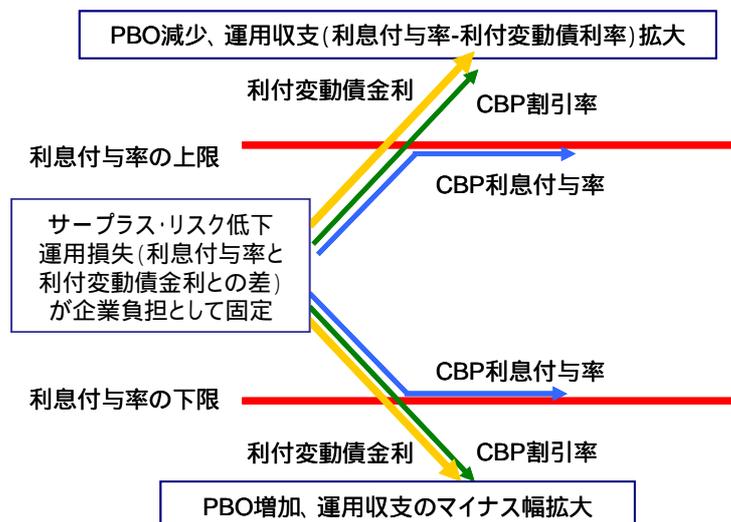
図表1：利付変動債による運用の効果



市場金利の水準が、利息付与率の上限と下限の間にある場合、CBPの金利変動リスクは低下(デュレーションは短期化)する。そのため、負債と資産のリスクをマッチングさせようとするサープラス・リスク管理の観点からは、金利変動リスクが小さい利付変動債(短期債)での運用が好ましいと言えるだろう。運用面では、利息付与率の変動を、利付変動債のクーポン変動で補うことが可能である。例えば、金利が上昇した場合、加入者への利息付与は増加するが、利付変動債のクーポン収入も増加するため、負担を軽減させることが可能である(図表1)。

また、利息付与率の上限や下限が設定されている場合、金利が上限に達した際には、企業に有利に働き、下限に達した際はその逆となる。例えば、金利が上昇し、CBPの利息付与率が上限に達した際、加入者への利息付与は頭打ちとなる。しかし、利付変動債からのクーポン収入は増加するため、運用収支(加入者への利息付与 - クーポン収入)は拡大する。さらに加えて、割引率も上昇するため、PBOの価値が低下する(図表2)。これは、企業にとって非常に有利に見える。しかし、この逆のことが、金利が下限を下回って低下した場合に起こる。

図表2：金利変動とCBPのリスク



しかし、利付変動債(短期債)での運用は、将来の損失を確定させることとなる。通常、利息付与率は10年金利+ など、市場金利より高く設定されることが多い。これに対して、利付変動債の金利は、市場金利並み(あるいは、市場金利よりマイナス)である。資産運用を全て利付変動債(短期債)で行う場合、この2つの金利差が将来(と言っても、利付変動債の残存期間は10年程度)にわたって固定され、企業の負担となる。このように、利付変動債での運用は、金利変動リスクを軽減可能であるが、その分、リターンを諦めることにもなる。長短金利差が大きい場合には、この影響も大きくなる。

CBPのPBOの金利感応度は、ある一定の条件の下では低下するため、金利変動リスクの低い利付変動債(短期債)による運用で、サープラス(資産 - 負債)のリスク低減が可能となる。しかし、一般に、利息付与率よりも利付変動債金利が低いため、リターン(資産運用の収益力)も低下することになる。さらに、リスクは金利変動リスクだけではなく、物価上昇や実質賃金上昇などのリスクもある。利付変動債(短期債)による運用では、これら後者のリスクに対処することは難しいだろう。

(北村 智紀)