(年金運用)：年金基金は長期投資家か （2）

前回、株式投資のリターンがマイナスにならないためには 20 年が必要だとした。他方、制度の成熟化により、多くの年金基金ではキャッシュアウトの状態になりつつある。それによる資産の減少と長期投資家としてのリスク管理をどう結び付けていくべきだろうか。

前回、株式投資のリターンがマイナスにならないためには 20 年の投資期間が必要だとした。では、年金基金の投資期間は 20 年を超えているのだろうか。確かに入社して間もない従業員のための掛金は退職して受給するまで 40 年間以上積み立てられ、運用されていく。しかし、受給開始まで間もない 59 歳の従業員に支払われるための積立金の運用期間は、一時金受給を選択すれば 1 年もなく、年金を受給しても平均では 10 年程度である。つまり、年金加入者・受給者の年齢構成、いわゆる成熟度により投資期間が変化する。毎年、多くの新入社員数を迎え、掛金が給付を上回るのなら、運用資産は年々増加し、平均的な投資期間も 20 年を超えるだろう。他方、新入社員よりも高齢の従業員や年金受給者が多いと投資期間は短くなる。

ところが昨今、人口構成の高齢化により公的年金だけでなく、多くの企業年金基金においても成熟度が高まっている。言い換えると、掛金額よりも給付額が大きく、運用収入を除くとキャッシュアウトの状態である。この場合には、年金基金は長期投資家である、とは言い切れない。キャッシュアウトの状態では長い期間の平均でみて予定利率通りのリターンを上げても、運用資産額の大きい最初の時期のリターンが低いと積立不足が拡大する。例えば、予定利率３％、当初スタート時点の資産・債務額が 100 ずつあり、毎年 10 ずつのキャッシュアウト（給付が掛金を上回る）としよう。この場合、1 年目のリターンがマイナス 10%、２～４年目のリターンが３％、５年目が 16%とすると、５年間平均では予定利率と同じ３％の実績リターンとなる。ところが、５年経過後の資産額は 56 であり、債務額の 63 を下回る。他方、1 年目が 16%、２～4 年目が３％、５年目がマイナス 10%の場合には５年経過後の資産額が 66 となり、債務の 63 を上回る(図表１)。長期的に高いリターンをあげても、資産が減っている状況では、一度拡大した積立不足を埋めるのは容易ではない分、リスク資産投資には慎重な対処が望まれる。

図表１：高(低)リターンのタイミングによる積立状況の変化の例

＜ケース1＞1年目にマイナス10%、5年目にプラス16%、平均すれば予定利率通り3%のリターン

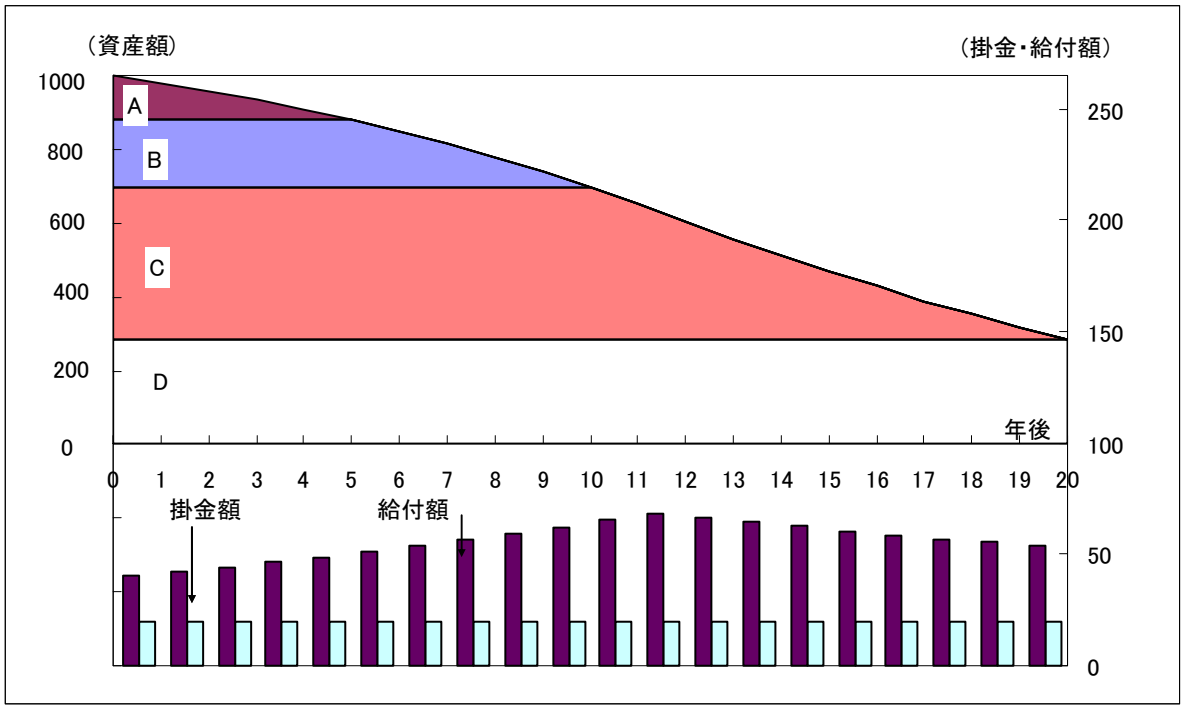
	スタート	1年後	2年後	3年後	4年後	5年後
資産	100	80	72	65	57	56
債務	100	93	86	78	71	63
資産の利回り		-10%	3%	3%	3%	16%
債務の利回り		3%	3%	3%	3%	3%

＜ケース2＞1年目にプラス16%、5年目にマイナス10%、平均すれば予定利率通り3%のリターン

	スタート	1年後	2年後	3年後	4年後	5年後
資産	100	106	99	92	85	66
債務	100	93	86	78	71	63
資産の利回り		16%	3%	3%	3%	-10%
債務の利回り		3%	3%	3%	3%	3%

では、成熟度が高くキャッシュアウトの状態の年金基金は、リスク資産へどの程度まで配分することができるのだろうか。一つの目安は、現在の保有資産を投資期間別に仕分けてみることである。例えば、20 年後までの資産残高の推移を予測し、現在の保有資産を、A. 投資期間５年以下、B．５年超 10 年以下、C. 10 年超 20 年未満、D. 20 年超、に分類する（図表２）。

図表2： 保有資産の投資期間別仕分けの例



A. の部分については、確実な給付の支払いが求められる。したがって、5 年間の掛け金収入と合わせて給付原資を確保するため、債券ポートフォリオによる低リスク運用が望ましい。B. の部分も流動性が高く、リスクの低い内外の債券を中心としたポートフォリオになろう。投資期間 10 年を超えるC. の部分であれば、株式や不動産などを加えることが可能である。D. の部分はさらにリスク許容度が高いので、流動性の低いプライベートエクイティ、インフラストラクチャーへの投資が選択肢に入ってくる。

ただし、投資期間別に運用リスクを管理する場合、いくつか留意すべき点がある。第１に将来の給付額・掛金額さらに資産額の予測数値は確実ではない。第２に投資期間が長い資産であっても、５年ごとの財政検証における責任準備金との関係、さらに単独・連合型の場合には毎年の決算における企業会計基準上の積立不足の管理など、より短期的なリスクへの配慮が求められる。第３に投資期間が 10 年あるいは 20 年を超える資産でも、その間ずっと資産配分を固定するのが最善とは限らない。特にオルタナティブ投資においては、10～20 年間持ちきるのではなく、資産価格や個別の案件の状況に応じて配分を増減させる必要がある。

このやり方は、各年金基金が「年金基金は長期投資家であるから、リスクをとることができる」という命題がどの程度自分に当てはまるかを検証する一つの方法といえる。　　（臼杵　政治）