

基礎研 レポート

損失抑制に向けたDB運用 国内債券の保険的な役割の有効性や必要性を踏まえて

金融研究部 企業年金調査室長 梅内 俊樹
(03)3512-1849 umeuchi@nli-research.co.jp

1— 転機を迎えるDB運用

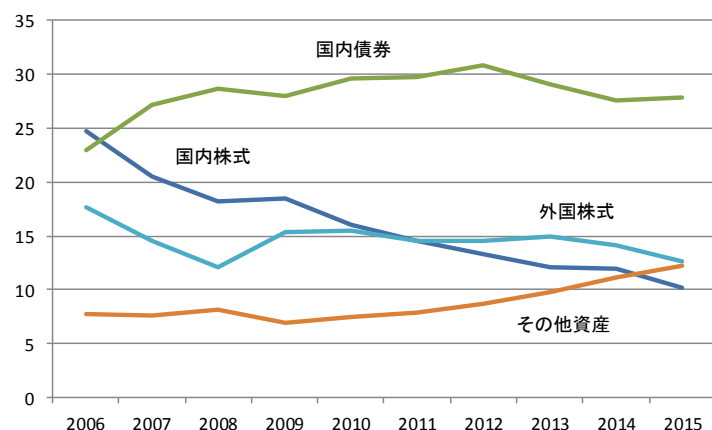
世界的な金融危機の影響から 2008 年度に運用利回りが 2 桁のマイナスとなった確定給付企業年金 (DB) の運用は、その後、良好に推移している。2010 年度以降の DB 平均の運用利回りは、昨年度末までに年平均で 4.7% 程度に達し、その間の予定利率の平均 3% 弱を上回る。予定利率を上回る運用利回りを確保できたのは、アベノミクスへの期待から株高・円安が進展した 2012 年度から 2014 年度にかけて、年平均で 10% 近い利回りを達成できたことが大きく寄与している。しかしながら、2015 年度単年度の運用利回りが小幅ながらもマイナスとなったことにも現れているように、市場環境には変化の兆しも見られ始めている。

市場環境が時間の経過とともに変わるなかで、DB の資産構成も徐々に変化している。DB 平均の資産構成において、株式、取り分け、国内株式の構成比率は、2009 年度末以降ほぼ一貫して引き下げられている。市場金利の低下に伴い、予定利率の引き下げが余儀なくされる中、高いリターンが期待される株式の構成比率を高位に維持する必要がなくなったことが背景にある。ただ、株式の構成比率

引き下げの主な受け皿となっているのが、ヘッジファンド等の“その他資産”であることから、世界的な金融危機時の教訓により、幅広く分散投資することの重要性が認識されてきた結果と捉えることもできる。

他方、国内債券の構成比率には大きな変化は見られない。2016 年度末の構成比率は、2009 年度末とほぼ同水準の 30% 近くに維持されている。もちろん、構成比

(図表1) DB平均の主要資産の構成比率の推移



出所) 企業年金連合会資料より作成

注) その他資産は、伝統4資産・生保一般勘定・短期資産を除く資産

率が高位に維持されているとは言え、継続的に金利が低下し、昨年度には10年国債金利までもが短期的にマイナスに陥る過程で、国内債券の運用については、既に様々な工夫や変更が実施されているものと思われる。しかしながら、昨年9月に金融緩和政策の転換が決定されたことを受け、市場金利の見通しに修正が迫られつつある中、改めて国内債券の運用のあり方を検証することは無駄ではないであろう。以下では、国内債券の運用のあり方を、主に市場金利が一定のレンジで推移することを前提として確認し、その上で、金利上昇にも備える運用のあり方について考えたい。

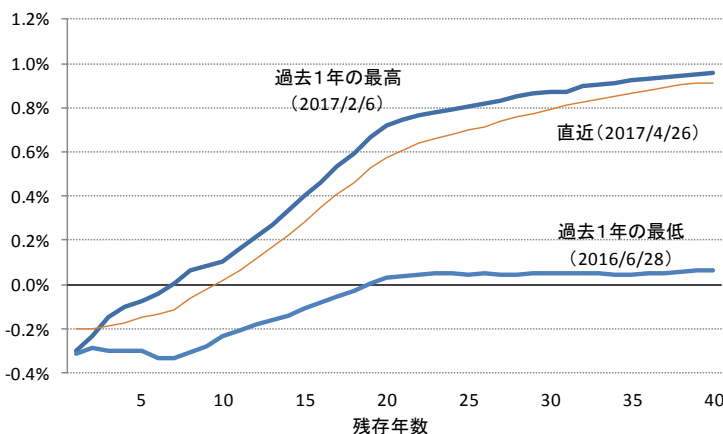
2—金融緩和政策で変わるイールドカーブの推移

アベノミクスの第一の矢として、量的・質的金融緩和政策が導入されたのは2013年4月。その後、量的・質的金融緩和政策の拡大を経て、量と質から金利も政策目標とする「マイナス金利付き量的・質的金融緩和政策」の導入が2016年1月に決定された。銀行が新たに積み増す当座預金に対して、マイナス0.1%の金利を適用するという政策だが、マイナス金利の適用を“新たに積み増す”部分に限定したのは、銀行の収益への影響が大きいことへの配慮からである。しかし、市場はこうしたマイナス金利政策に過剰反応し、10年国債金利までもがマイナスに沈むこととなった。

こうした状況下、昨年9月に導入が決定されたのが、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和政策」だ。10年国債金利にも目標水準0%を設定する「イールドカーブ・コントロール」と、物価上昇率の実績値が安定的に2%の「物価安定の目標」を超えるまでマネタリーベースの拡大を続ける「オーバーシュート型コミットメント」の導入を柱とする政策への転換である。10年国債金利のマイナス幅拡大に歯止めが掛かったという点で、あるいは、金融緩和政策の長期戦が視野に入れられている点で、国内債券の運用のあり方にも影響を及ぼす政策変更と言える。

以下では、イールドカーブ・コントロール下での、当面の国内債券の運用のあり方について確認する。具体的には、国内債券以外の資産で生じる損失の一部を相殺する機能、財政上あるいは会計上の年金負債に対する積立不足の発生・拡大を抑制する役割という、国内債券に求められてきた保険的な機能と役割の有効性や必要性の面から確認する。その際、イールドカーブが図表2に示す様に、過去1年程度の最高と最低を上下限とするレンジ内で推移することを仮定する。このレンジは、トランプ

(図表2) 国債複利イールドカーブのレンジ(仮定)と直近値



出所)日本証券業協会 売買参考統計値より作成

政権の経済政策への期待から米長期金利が高めに推移し、国内金利にも上昇圧力がかかる局面で、10年国債金利が日銀による強力な国債買入れ介入により0%程度と判断できる範囲内に抑制されたこと、一方で、マイナス金利の拡大には弊害があり、長短金利の目標水準引き下げには慎重にならざるを得ないと考えられることを踏まえたものである。直近では原油価格が底入れし、

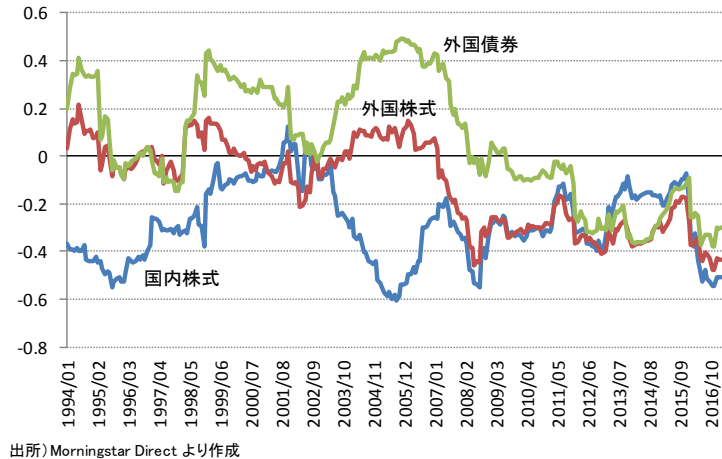
エネルギー価格の物価押し下げ圧力は緩和されつつある。しかしながら、2%という物価目標が早期に実現されるとの見方は多くはなく、日銀が長期戦を視野に入れていることを踏まえると、イールドカーブ・コントロールが継続されること自体に異論はないものと思われる。

3——大きく低下する国内債券の保険的な機能や役割

1 | 他の資産で生じる損失穴埋め機能

DBの平均的な内外株式の構成比率は、国内株式を中心に年々引き下げられてきた。しかしながら、内外株式のポートフォリオ全体のリスクに占める割合は8割弱を占め、内外株式のリターンが年金資産全体のパフォーマンスを大きく左右する状況は、過去から大きく変わっていない。株価下落局面で、ポートフォリオ全体の運用損失を如何に抑制するかが、安定的なDB運営を実現する上での重要な課題となっている。

(図表3) 国内債券月次リターンとの36カ月相関係数の推移



過去を振り返ると、国内債券がその役割を果たしてきたことが分かる。国内債券と国内株式の相関係数の推移を見ると、1994年以降ほぼ一貫してマイナスで推移している。国内債券と外国株式との相関係数についても、1994年から2007年にかけて0近辺で推移したものの、その後はマイナスに転じ、2007年以降は、国内株式とほぼ同水準でのマイナスが続いている。また、国内債券と外国債券の相関係数が2012年以降、大幅なマイナスで推移していることも特徴的だ。国内債券と円ドルレートの間がここ数年マイナスとなっていることが、為替レートの変動に左右されやすい外国債券との関連にも反映されているためである。

こうした国内債券と他の資産との間に見られる負の相関関係は、経済のグローバル化の進展により、内外株式の連動性が高まっていることや、リスクオフ時に円が買われる傾向が強まっていることが背景と考えられる。リスクオフ時に円高が進むことについては、理論的な裏づけがある訳ではないが、円キャリートレードが一因であることを勘案すれば、日本で超金融緩和政策が続く限り、国内債券と他の資産との負の相関関係が継続される可能性は高いと見ることもできる。その意味では、年金運用の安定化を図る上で、国内債券に期待される役割は引き続き重要と言える。

しかしながら、国内のイールドカーブが仮定のレンジ内で推移することを前提にすれば、当面は、国内債券に期待されてきた役割が十分に機能しない可能性がある。市場金利の低下余地が限られ、十分な収益を上げられないためだ。特に、残存10年以下の債券で、こうした傾向が顕著である。このため、イールドカーブが一定のレンジ内で推移するとの仮定の下では、レンジの下限までの金利低下余地が大きく、相対的に高いリターンが見込まれる残存10年超の超長期債を重視すべきことになる。ちなみに、市場金利が現在の水準から下限まで低下する場合、超長期債への投資により10%程度のリターンが見込まれるため、その効果は決して小さくはない。また、残存10年超の債券は、10年以下の

債券に比べ高めのキャリー収益が見込まれ、イールドカーブが一定で推移した場合の収益性も相対的に高い。こうした点を踏まえると、国内債券を一括りに捉えるのではなく、当面は残存 10 年以下と 10 年超に分けて、投資のあり方を考えることが重要だろう。

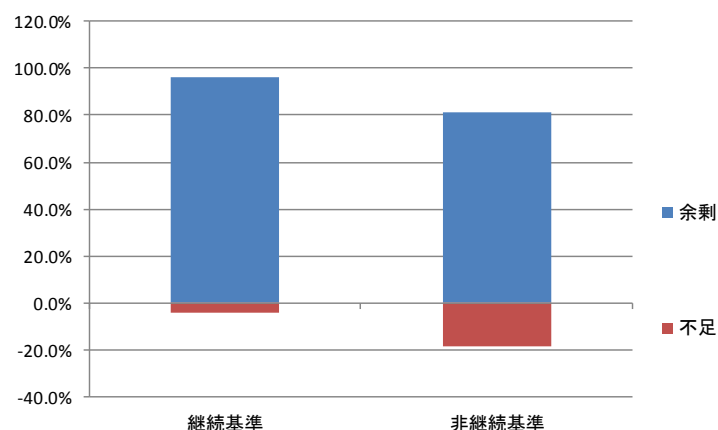
2 | 年金財政上の負債をヘッジする役割

DBでは毎年の決算を受けて、「継続基準」と「非継続基準」の主に2つの財政検証が求められる。このうち、継続基準では、DBの予定利率で割り引かれた将来の給付と掛金収入の現価の差額として計算される責任準備金に対して、年金資産の積立状況が検証される。年金資産が責任準備金を下回り、積立不足となる場合には、追加的な掛金拠出により積立不足の補填が迫られることになる。このため、予定利率並みの運用収益を安定的に確保することが、DB運営における最も重要な目標と位置づけられる。つまり、運用損失の拡大を抑制することへの対応が必要であり、継続基準の積立不足を回避する上では、前節の国内債券の運用の考え方が検討されるべきである。

一方、非継続基準では、決算日にDB制度を終了すると仮定し、その時点までに発生していると見做される加入者等の受給権の現価に相当する最低積立基準額に見合う年金資産が確保されているかどうかを検証される。年金資産が、最低積立基準額を下回る場合には、積立比率に応じて必要な掛金を拠出するか、もしくは、積立水準の回復計画を作成して積立不足を解消するか、のいずれかの措置を講じる必要がある。従って、追加的な掛金拠出を回避する上では、継続基準だけでなく、非継続基準の積立状況への配慮も欠かせない。

加入者等の受給権の現価である最低積立基準額の計算では、事業主や基金の恣意性を排除する観点から、30年国債応募者利回りの直近5年平均を基に厚生労働大臣が定める率が、全てのDBで適用される。イールドカーブの変動が一定のレンジに限られるとしても、足元0.8%近辺で推移する30年国債金利が0.1%程度まで低下する余地があり、それが現実となれば、最低積立基準額の増加を通じて、積立不足を招く危険性は一段と高まることになる。このため、積立状況の極端な悪化を回避する観点からは、最低積立基準額の変動との連動性の高い残存30年近辺の超長期債の保有を増やすことが望まれる。もちろん、最低積立基準額の計算に適用される割引率は、過去5年平均を基に決定されることから、30年国債が最低積立基準額の変動に連動する訳ではない。ただし、継続基準ではほとんどのDBで積立剰余を確保しているのに対し、非継続基準では、積立不足に陥っているDBも散見されることを勘案すると、30年国債金利の低下時に、高めのリターンを確保できる残存10年超の超長期債への投資拡大は前向きに検討されるべきであろう。

(図表4) 継続・非継続基準における剰余・不足のDB件数割合(2015年度)



出所) 企業年金連合会資料より作成

3 | 会計上の負債をヘッジする役割

退職給付会計基準が導入された2000年4月に始まる事業年度以降、会計上の年金負債である退職給付債務の増減が、母体企業のBSやPLに影響を及ぼすようになった。特に、2010年3月期以降、退職給付債務の計算に適用される割引率が、決算期末の市場金利に基づき決定されるようになったことや、2014年3月期以降、退職給付債務と資産の差額を「退職給付に係わる負債（資産）」として、純資産の部に計上する即時認識が、連結財務諸表に限って義務付けられるようになったことを受け、母体企業の財務に与える影響を抑制する必要性が広く認識されるようになった。

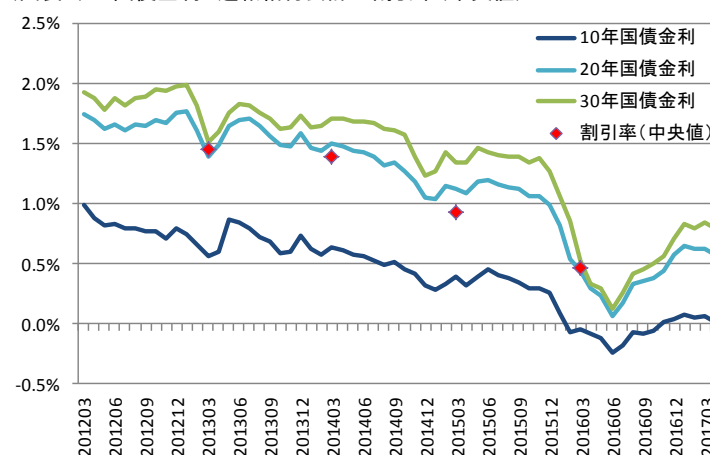
具体的な対応策として注目されたのが、退職給付債務への連動性にも配慮したLDI（負債指向運用）だ。退職給付債務と同様、市場金利の動きで価値が増減する国内債券への投資割合を高めることで、市場金利低下時の会計上の積立不足拡大の抑制を目指す運用である。過去数年においては、株高・円安による運用収益が市場金利の低下に伴う退職給付債務の増大を上回る状況にあったことから、結果的には、LDI的な運用が意識されたか否かに関わらず、DBを採用する多くの企業で、会計上の積立不足の拡大は抑制されてきた。ただ、退職給付債務の増大に連動して価値を高めた国内債券が、会計上のリスクを抑制する上で重要な役割を担ってきたことは事実であり、そうした国内債券の役割への期待が、過去10年を通じて国内債券の構成割合が高めに維持されてきた背景ともなっている。

しかし、足元では会計上の負債に連動する運用を意識する必要性は大きく薄れている。イールドカーブが仮定したレンジ内で推移することを前提とすると、市場金利の低下余地が限られるためである。市場金利がイールドカーブ変動レンジの下限まで低下したとしても、その低下幅は、残存10年で-0.3%、15年で-0.5%、20年で-0.7%に留まる。3月期決算期で市場金利が過去最低となった2016年3月期から下限までの金利幅は、残存10年で-0.2%、15年で-0.4%、20年で-0.5%と、更に小幅となる。このため、仮にイールドカーブが決算期時点で下限まで低下するとしても、退職給付債務の増大は抑制されることになる。

また、「期末の割引率により計算した退職給付債務が、前期末の割引率により算定した退職給付債務の0.9~1.1倍の範囲に収まる場合には、前期末の割引率をそのまま適用できる」とする重要性基準を適用する場合には、割引率の見直し自体を見送ることも可能だ。特に、2016年3月期に割引率を見直した企業では、その可能性は高い。

更に、市場金利がマイナスに転じた2016年3月期に、「期末の市場金利がマイナスとなる場合、マイナスの割引率をそのまま利用する方法と、下限としてゼロを利用する方法のいずれかの方法」から選択できる取扱いが認められ、同様の取扱いが2018年3月30日までに迎える決算期まで認められたことは、退職給付債務の増大を抑制する要因として働く。2018年3月期以降については、引き続き

(図表5) 国債金利と退職給付会計の割引率(中央値)



出所) 日経NEEDSより作成
注) 割引率(中央値)は、3月期連結財務諸表により、継続的に割引率の取得が可能な企業を対象に計算。

検討することとされており、今後の経過を見守る必要はあるが、市場金利のマイナス拡大が抑えられるのであれば、同様の取扱いが認められる可能性は高いだろう。10年国債金利までもがマイナスとなった2016年3月期には、マイナスの割引率を採用する企業も散見されたものの、0%を下限とした企業の割合の方が多かったようだ。そうした企業では特に、退職給付債務の拡大を意識する必要性は大きく後退している。

従来、母体企業の会計への影響にも配慮した年金運用が意識され、国内債券には退職給付債務の増大に伴う会計上の積立不足の拡大を抑制することも期待されてきた。しかし、国内債券、特にマイナス金利に沈む10年未満にこうした役割を求める必要性は大きく薄れている。

4—機動的なデュレーション調整の必要性

以上のように、日銀の金融緩和政策がイールドカーブ・コントロールの導入によって大きく転換されるなか、市場金利の動きは、導入前と異なることが想定される。最も大きな変化は、10年国債金利の変動がかなり狭い範囲に限られる可能性が高まったことであり、マイナス金利の拡大の可能性が大きく後退したことであろう。こうした中、イールドカーブ・コントロール下で、イールドカーブが一定のレンジ内で推移することを仮定すれば、国内債券を一括りに管理・運用することは必ずしも適切とは言えない。10年国債金利の変動性が著しく低下し、10年国債を短資と見做せるようになったことも踏まえると、残存10年以下と10年超に区分しつつも、残存10年超の債券を重視する運用が求められる。少なくとも、残存10年以下の債券の構成割合が高いNOMURA-BPI総合並みの運用収益の獲得を目指す運用については、見直しが必要と言えよう。

ただし、こうした超長期債を重視してデュレーションを長期化すれば、金利上昇時に大きな損失を被る可能性は高まる。市場金利が低下から上昇に転じる際には、往々にして大幅に金利が上昇する傾向があること、特に超長期の年限でそうした傾向が顕著なことを踏まえれば、仮定するレンジを上抜けて金利が上昇するリスクに備える必要が全くない訳でもない。現実には、金利上昇への備えにも留意しつつ、国内債券の運用を考える必要がある。

市場金利の上昇を想定するのであれば、当然のことながら、デュレーションの短期化が求められる。国内債券に保険的な役割を期待する必要性は薄れ、むしろ、国内債券自体の損失抑制に注力する必要性が生じるためである。いずれにしても、金利上昇にも備えるには、金利低下と金利上昇の発生確率でデュレーションを加重平均して最適なデュレーションを決めるか、市場環境に応じて機動的にデュレーションを調整するか、いずれかの方法が求められよう。それぞれに一長一短があり、いずれの方法が優れるかについて一概に結論付けることはできない。しかしながら、イールドカーブが一定のレンジ内で変動するにしても、一度レンジの下限まで達すれば、金利上昇に備えた運用に切り替える必要がある点や、資産全体の損失回避を目指す上で、より大きな効果を期待できるという点で、機動的なデュレーション調整が優先されるべきとも考えられる。もちろん、機動的なデュレーション調整には、アクティブ・リスクがあり、常に効果的なデュレーション調整ができるとは限らない。しかしながら、こうした柔軟性を備えることは、市場金利の低下により効果が薄れつつある国内債券の損失抑制という保険的な機能を補う上で、積極的に検討されるべきであろう。