

DB 法改正と今後の年金運用

目 次

- I. はじめに
- II. DB 年金運用を取り巻く環境
- III. DB 年金運用の基本構造
- IV. 負債を意識した運用へ ～新財政運営基準～
- V. 年金運用から年金運営へ ～ガバナンス強化～
- VI. 持続可能な年金運用・年金運営に向けて
- VII. おわりに

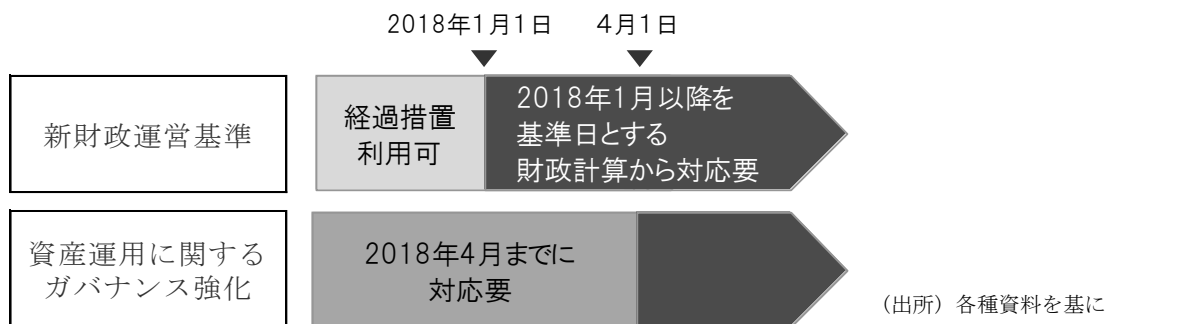
年金運用部	運用プランナーグループ	シニア運用コンサルタント	近藤 和貴
	ポートフォリオ運用第1グループ	シニアポートフォリオマネージャー	山内 利之
	ポートフォリオ運用第2グループ	シニアポートフォリオマネージャー	西 俊彦
	ポートフォリオ運用第3グループ		柏倉 由希
	業務推進グループ	アシスタントポートフォリオマネージャー	田中 昇

I. はじめに

今般、本邦確定給付企業年金(DB)制度では、確定給付企業年金法施行令の一部を改正する政令等によって①新財政運営基準の導入(2017年1月1日施行)、②ガバナンスの強化(2018年4月1日施行)という2つの改正が行われることとなった。(図表1)

本稿では、まず、前半部分(第II～III章)において、今般の法改正への対応を考える上でポイントとなる①市場環境、②年金財政の状況、および③年金運用の基本構造を改めて確認し、後半部分(第IV～VII章)にて、今後の年金運用のあり方等について考えていくこととしたい。

図表1：DB 法改正のポイントとスケジュール



¹ 本稿は「三菱UFJ信託銀行 年金運用セミナー・2018春」(2018年3月開催)の内容を基に論点を整理したものである。

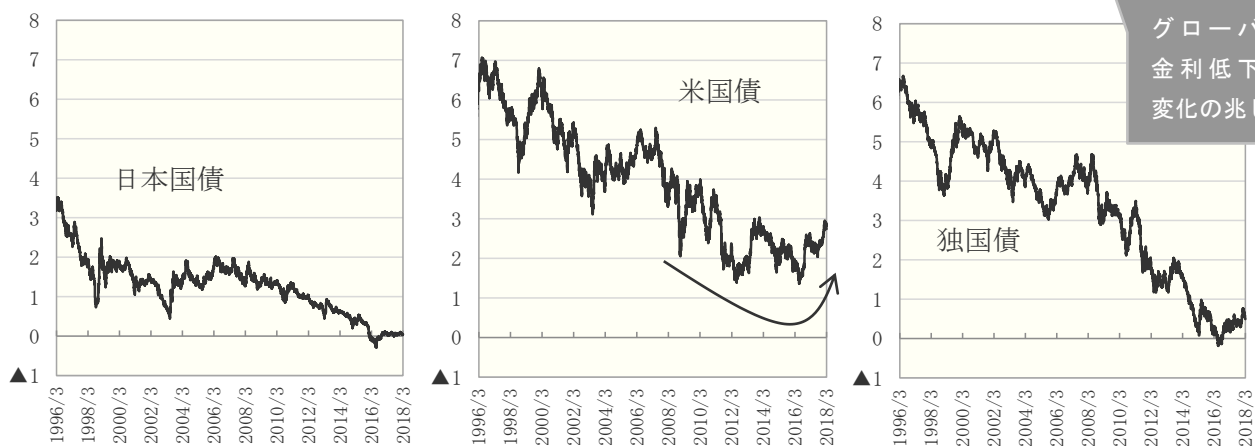
II. DB年金運用を取り巻く環境

1. 市場環境

リーマンショック以降、金融市場の安定化、景気の刺激を目的とした主要国中央銀行の大規模な金融緩和と政策の下で、歴史的な低金利環境が継続してきた(図表2)。

こうした大規模緩和による資金供給も追い風となり、株式市場は堅調に推移し、特にここ数年は景気拡大、金利の低位安定の下で変動性の低い市場環境が続く「ゴルディロックス相場(適温相場)」となり、年金運用にとって良好な環境が続いてきたといえる。

図表2：各国10年国債金利の推移(1996年3月末～2018年3月末、%)



(出所) Bloomberg データを基に三菱UFJ信託銀行にて作成

しかしながら、これまでの市場環境の支えとなってきた世界的な金融緩和政策は、ここに来て「終焉の兆し」を見せている。米国では2015年に利上げに転じ、また欧州中央銀行(ECB)も出口戦略を本格的に検討するフェーズにある。日本銀行では、イールドカーブコントロールの継続が想定されるものの、これまで以上の緩和策は現実的と言えず、わが国も含めて、金融市場は大きな環境変化を迎えているというのが足下の認識であろう。

一方、今後、金融政策が正常化に向かいつつある環境下で、市場の変動性(ボラティリティ)が高まるおそれがある。記憶に新しいところでは2018年2月、米国金利上昇をきっかけに株式市場が大幅下落したことが挙げられよう。この事象からも「世界的な金融緩和終了後の不透明感」が現実味を帯びつつあることが実感されたのではないだろうか。

こうした市場環境の大きな「転換点」ともいえる中で、長期的な視点に立つ年金運用においては、各種リスクへの備えが今まで以上に重要な課題となっている状況といえよう。

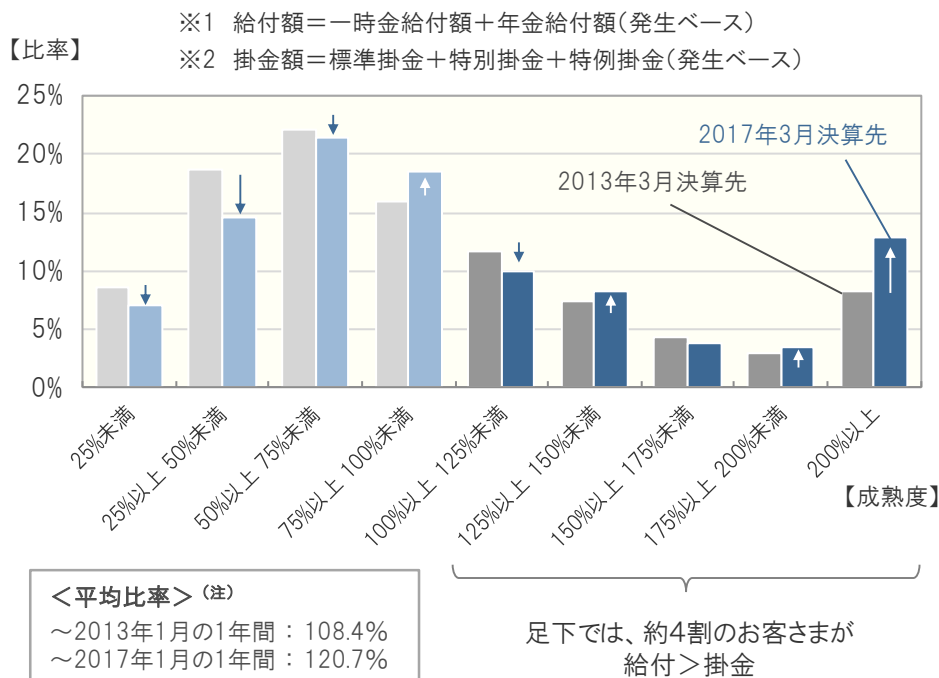
2. 年金財政

本邦DB年金の財政状況は、ここ数年の株価上昇を背景に大きく改善してきた。責任準備金に対する年金資産の積立比率は平均して1.2～1.3倍程度まで上昇し、財政状況に応じた

リスク抑制を意図した運用見直しに着手した制度も少なくない。

しかしながら、その一方で、年金制度の成熟度の高まり(受給者の増加等)、および特別掛金の拠出が終了する制度が増加したことも影響して、掛金と給付の差異(ネット・キャッシュフロー)がマイナスすなわち「給付超過」に転じた制度がここ数年増加している(図表3)。リスク・リターンバランスだけではなく、流動性確保やキャッシュ・マネジメントが年金運用の戦略検討において重要な課題となっているのである。

図表3 : DB年金の成熟度(給付額^{※1}÷掛金額^{※2})



(注)「平均比率」は、2012年2月～2013年1月、2016年2月～2017年1月(各1年間)を対象期間として、弊社総幹事先DB年金の決算時の数値を集計して算定

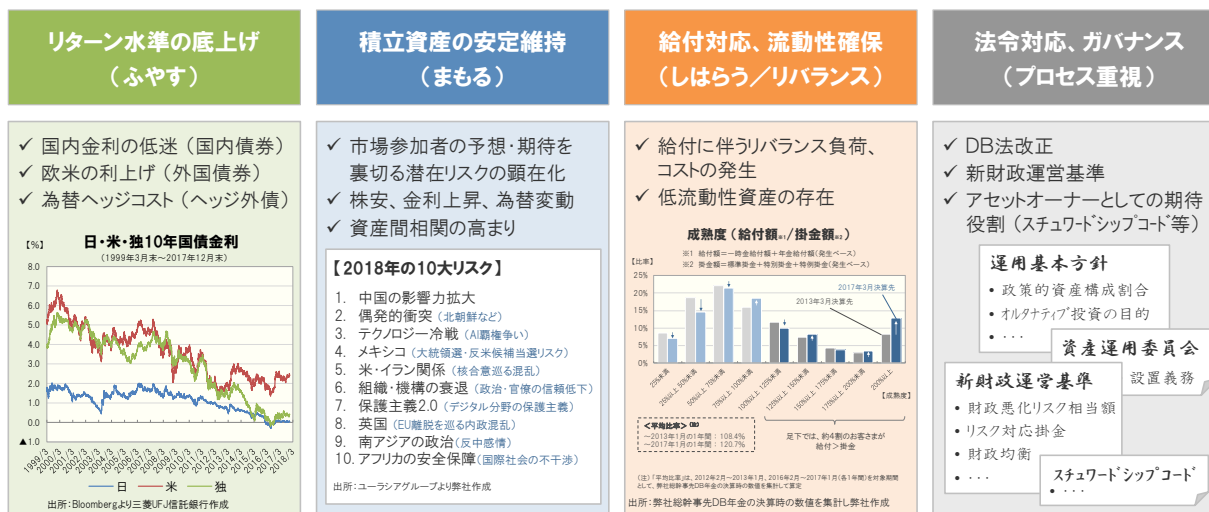
(出所) 三菱UFJ信託銀行

年金運用の目的は「将来に亘る安定的な給付」の実現である。したがって、市場環境や財政状況が変わる中でも、将来給付のための「ふやす」「まもる」「しはらう」の各機能をポートフォリオに組み込み、それを着実に遂行していくことが、共通の重要課題となろう。

今般の法改正では、財政運営基準の見直しによってDB年金の運営に新たな仕組み(リスク対応掛金等)が設けられただけでなく、ガバナンス強化(政策アセットミックスの策定義務化、オルタナティブ投資の位置づけ明確化等)の取り組みも進められることとなった。各DB年金において、年金財政の安定化を目指した、これまでの「ふやす」「まもる」「しはらう」のより着実な遂行に加えて、年金運用の「プロセス」をより重視した運営が求められるようになったともいえよう。

なお、図表4は、年金運用の課題と対応事項を一例としてまとめたものである。持続的・安定的な給付の実現に向けて、検討すべき事項は多岐にわたるが、環境変化・法改正を契機に、今こそ、年金運用を足下から見つめ直す必要があるといえるのではないだろうか。

図表4：年金運用の課題と要対応事項



(出所) 三菱UFJ信託銀行

Ⅲ. DB年金運用の基本構造

新財政運営基準の導入によって、DB年金の財政運営に「財政悪化リスク相当額」や「リスク対応掛金」といった新たな概念が生まれることとなった。従来からの「責任準備金」「積立比率」といった考え方や、それらに基づく年金運営に、新たな視点が加わったといえよう。

では、年金運用にはどのような影響があるだろうか。詳細については第IV章にて説明を加えることとするが、本章では、これに先立ちその影響を理解する上で必要となる「DB年金における積立運用の基本構造」について再確認する。新財政運営基準の導入、あるいはリスク対応掛金を拠出する場合でも、この基本構造は変わらないということをここで改めて認識しておきたい。

1. 年金運用の目的

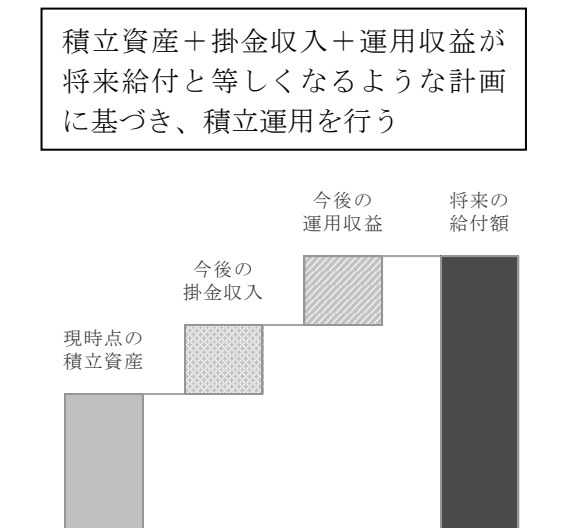
年金運用の目的である「将来に亘る安定的な給付」を実現するためには、給付原資を十分に確保することが重要となる。給付原資は、図表5に記載の通り「現時点の積立資産」「今後の掛金収入」「今後の運用収益」の3つに分けられる。各DB年金においては、将来の給付に対応するため、掛金収入による資産積立を進める中で予定利率による負債（現在価値）の増加を充足しうる「運用収益」の確保を目指すことが、年金運営の基本となる。

一般的にリスクとリターンはトレードオフの関係にあり、積立資産の運用を行う上では、一定の「運用収益」を期待する一方、相応の運用リスクを取る必要が生じる。ここで問題となるのは、どの程度の運用リスクを取る必要があるか、という点である。

例えば、過大なリスクを取った場合、市場好転によって大きな運用収益を上げられる可能性がある一方、金融危機等の大きなイベントが発生した場合には、大きな運用損失すなわち積立資産の毀損により、年金制度の存続までもが危うくなりかねない。したがって、持続的

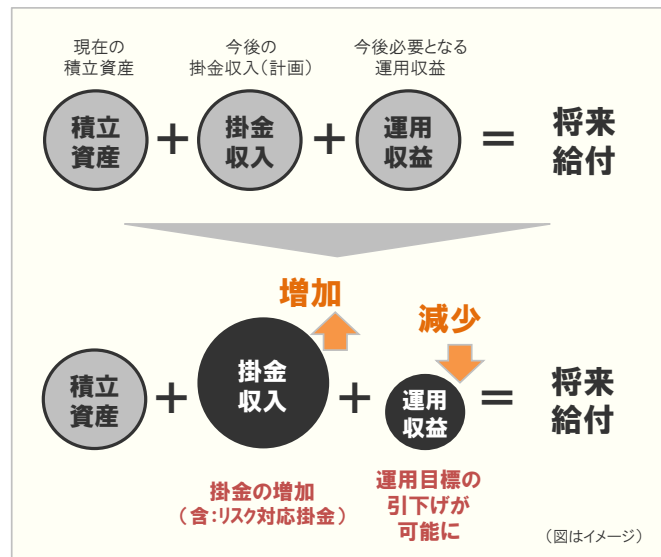
な年金制度運営という観点からは、積立資産の積極的な増殖に努めるよりも、むしろ、リスクを極力抑制し、あくまでも予定利率を安定的に達成していくことをねらいとして、リスク・リターン効率の高い運用を実践していくことが肝要となるであろう。

図表 5：積立運用の基本構造



(出所) 三菱 UFJ 信託銀行

掛金の増加は、今後必要となる運用収益を減少させる効果に



2. 年金運用の基本構造とその仕組み

積立資産を所与のものとするれば、給付原資の確保に向けて採用できる戦略は「(掛金の)積立戦略」と「運用戦略」の2つである。新財政運営基準が適用されても、この基本構造は変わらず、財政再計算などの節目の機会を両者を検討することとなる。

なお、「積立戦略」とは、例えば、市場環境の悪化によって不用意に運用損失を被るといった不確実性を減らしたい、あるいは世界的な金利低下によって中核的な資産である債券の期待リターンが低下しているため、予定利率を引き下げて掛金を増やす、という検討がそれにあたる。今般の法改正を受けて、リスク対応掛金²の拠出を検討することも、新たな「積立戦略」の選択肢として数えられることになる。

一方、「運用戦略」には、市場環境の変化を踏まえた政策アセットミックスの見直しなどが挙げられる。年金運用における運用収益のほとんどは資産配分によって決まるともいわれるが、この資産配分の見直し時には、新たな資産クラスの設定要否の検討も重要となろう。

既に、伝統4資産に次ぐ資産クラスとしてオルタナティブを設定するケースも多くみられる状況にあるが、今般の法改正では、オルタナティブ投資を導入する場合に、その役割等の

² 第IV章を参照のこと。

明文化を求める動きとなっている。これはまさに、債券の期待リターン低下や株式市場急落時への備え、或いは収益源泉やリスクの分散といった観点でオルタナティブ投資の導入が着実に進んでいることの表れともいえよう。

3. 実践ポートフォリオ構築における論点・課題

政策アセットミックスは、中長期の時間軸に基づき資産配分の方針を策定するものであり、予定利率という目標を達成していくための「戦略」にも例えられる。一方、短期的な経済情勢等の変化といった局面毎の課題に対応する「戦術」として、政策アセットミックスを軸とした資産構成割合の調整や、アクティブ／パッシブ比率や個別運用戦略の選定・管理といった、実践ポートフォリオの取り組みが挙げられよう。

なお、この「戦術」レベルまで話を進めると、新財政運営基準の導入やリスク対応掛金の影響からやや離れた議論になってしまうが、年金運用では、短期的な時間軸での環境変化に対応していくことも重要なテーマであり、本稿でも以下の通り補足しておくこととしたい。

実践ポートフォリオの構築にあたっては、市場環境等の変化をどこまで織り込むかが課題となる。例えば、政策アセットミックスで「国内債券」を資産クラスとして設定する場合、国内債券の期待リターン低下に対応するためにヘッジ外債による代替運用を段階的に進めるとしよう。この場合、「国内債券」という枠組みと実運用とが乖離してしまうことが想定される。

このケースでは、中長期的観点での政策アセットミックスと、短期的な時間軸で動く実践ポートフォリオとの間で、整合性を取りにくくなってしまいう訳だが、政策アセットミックスレベルで、「国内債券」と「外国債券」を区分せず、「内外債券」として合算管理することで、より機動的な運営を可能とする方法も考えられよう。ほかにも、運用において求める役割毎に管理を行っていく「目的別ポートフォリオ」の考え方³を導入し、市場環境に応じた運用を取り込む裁量余地を確保する方法も一つの考え方となる。

ただし、市場の変化に対応する余地(自由度)を増やすほど、制度運営にあたる事務局の負荷(例えば、意思決定の内容等に関する説明責任やリスク管理の高度化など)が増加していくことにも留意したい。また、ガバナンスの観点からは、急速かつ大きく変化を遂げる市場に対し、意思決定機関である委員会等の会議体を必要なタイミングで随時開催することが実際可能かといった課題もある。各制度を取りまく事情を踏まえた上で、現実的・合理的な判断の結果としての実践ポートフォリオを構築していくことが肝要といえよう⁴。

³ 第VI章を参照のこと。

⁴ 足下の投資環境を踏まえた運用戦略検討の主なポイントには、①海外の金利上昇に対する警戒、②(特に安定収益の)期待リターン不足、③下落リスクやボラティリティの抑制、④ボラティリティの活用(収益機会の捕捉)などが挙げられる。

IV. 負債を意識した運用へ ～新財政運営基準～

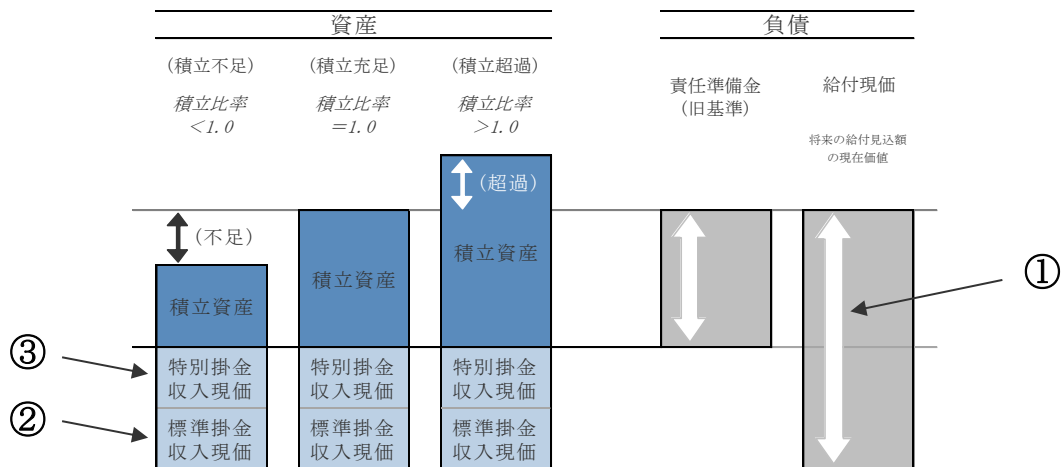
今般の法改正では、DB 年金の運用悪化、財政悪化のリスクに備えるための新たな掛金拠出の仕組みが導入された。本章ではその仕組みや運用戦略への影響について考えてみることにしたい。

1. 従来の財政運営基準

確定給付企業年金(DB)における年金資産の積立運用は、事前積立方式が採られている⁵。これは、第III章で説明の通り、(1)将来の給付見込額に対して、(2)必要な掛金拠出と運用収益の計画を立て、(3)その計画の達成に向けて実際の積立運用を行うという仕組みである。

従前の財政運営基準の下では、①将来の給付見込額の現在価値(給付現価)から、②標準掛金の拠出とその運用収益の現在価値(=標準掛金収入現価)および③特別掛金の拠出とその運用収益の現在価値(=特別掛金収入現価)を控除したものを、現時点で積立しておくべき資産額(=責任準備金)として定義し、これを積立目標の基準の一つとしてきた⁶。

図表6：これまでの財政運営基準(旧基準)



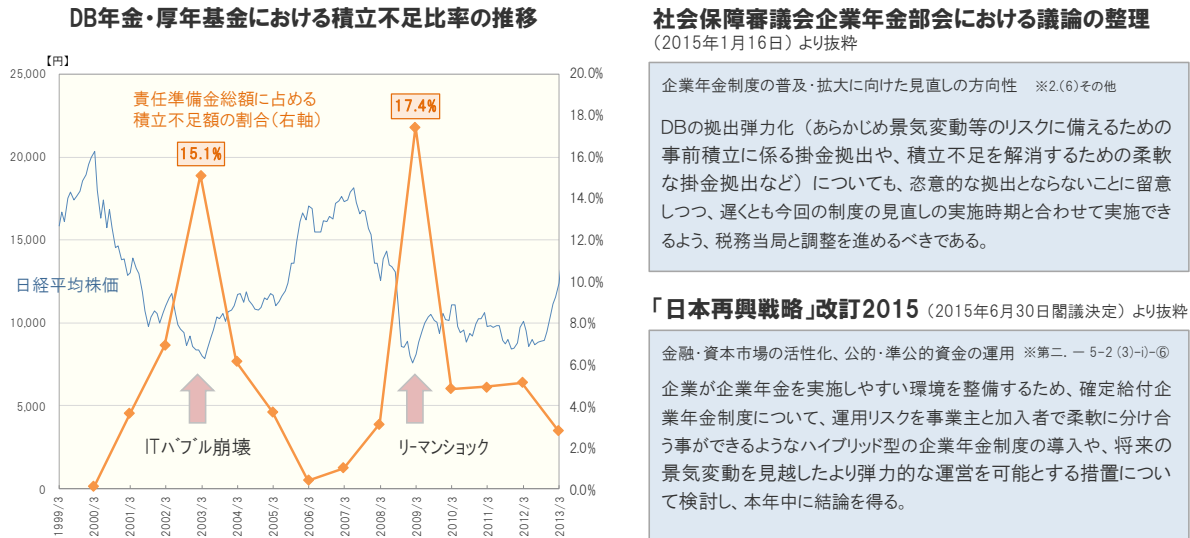
(出所) 各種資料を基に三菱UFJ信託銀行作成

しかしながら、この「事前積立」の仕組みでは、市場環境の悪化によって年金資産の運用が予定通りに進まず「積立不足」の状態に陥ってしまった場合に、運用での不足分を「追加の掛金拠出」で穴埋めしていく必要が生じることがあった。そして、こうしたケースでは、景気悪化が母体企業の業績悪化を招き、即ち母体企業の業績が厳しい時に追加拠出の負担が生じることとなってしまったのである(図表7)。そして、これが従来の制度の課題の一つとして認識され、今般の法改正によって手当てされることとなったものといえよう。

⁵ 年金資産の積立方式には、このほか「賦課方式」(給付が発生する都度、その支払い原資を調達して給付に充てる方式)がある。

⁶ 継続基準での積立目標。

図表7：DB年金の安定運営に向けた各種議論

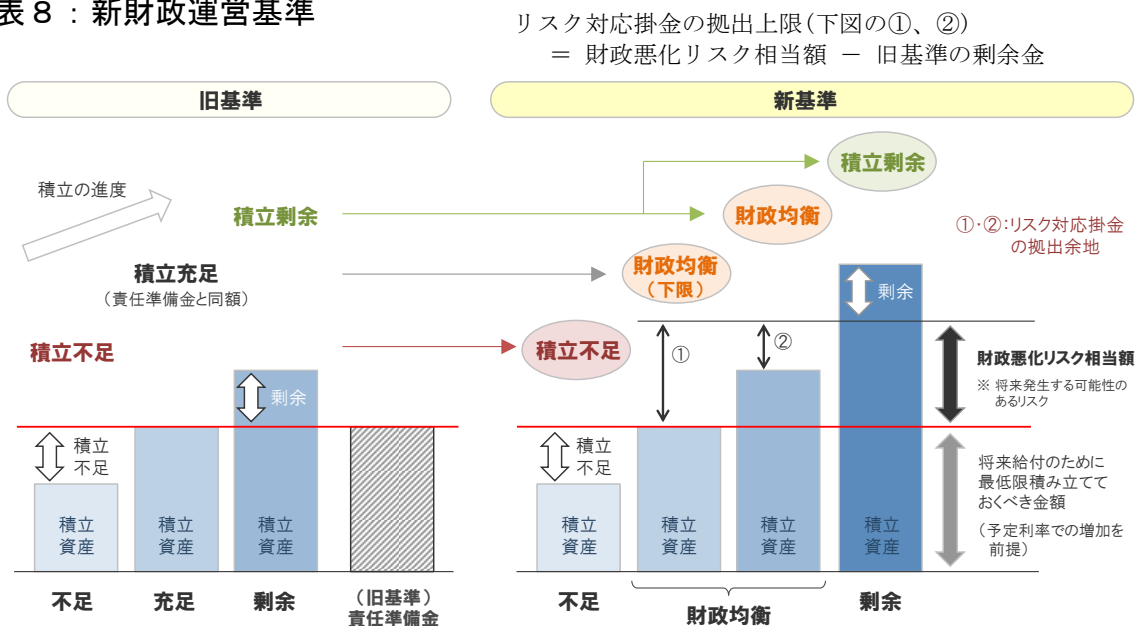


(出所) 社会保障審議会企業年金部会資料を基に三菱UFJ信託銀行にて作成

2. 新財政運営基準 ～財政悪化リスク相当額と財政検証の考え方～

新たな財政運営基準では、積立運用が計画通りとならない場合への「事前の備え」として、新たな掛金拠出の仕組み(リスク対応掛金)が導入された。年金運用の積立戦略が、従来基準では単に「将来給付への備え」であったものが、新基準では「将来給付および将来の財政悪化リスクへの備え」に変わったといえよう。併せて、財政検証の評価方法も見直され、将来の財政悪化リスクへの備えを持つ状態までを「財政均衡」と定義し、事前拠出となるリスク対応掛金の拠出上限が定義されることとなった(図表8参照)。

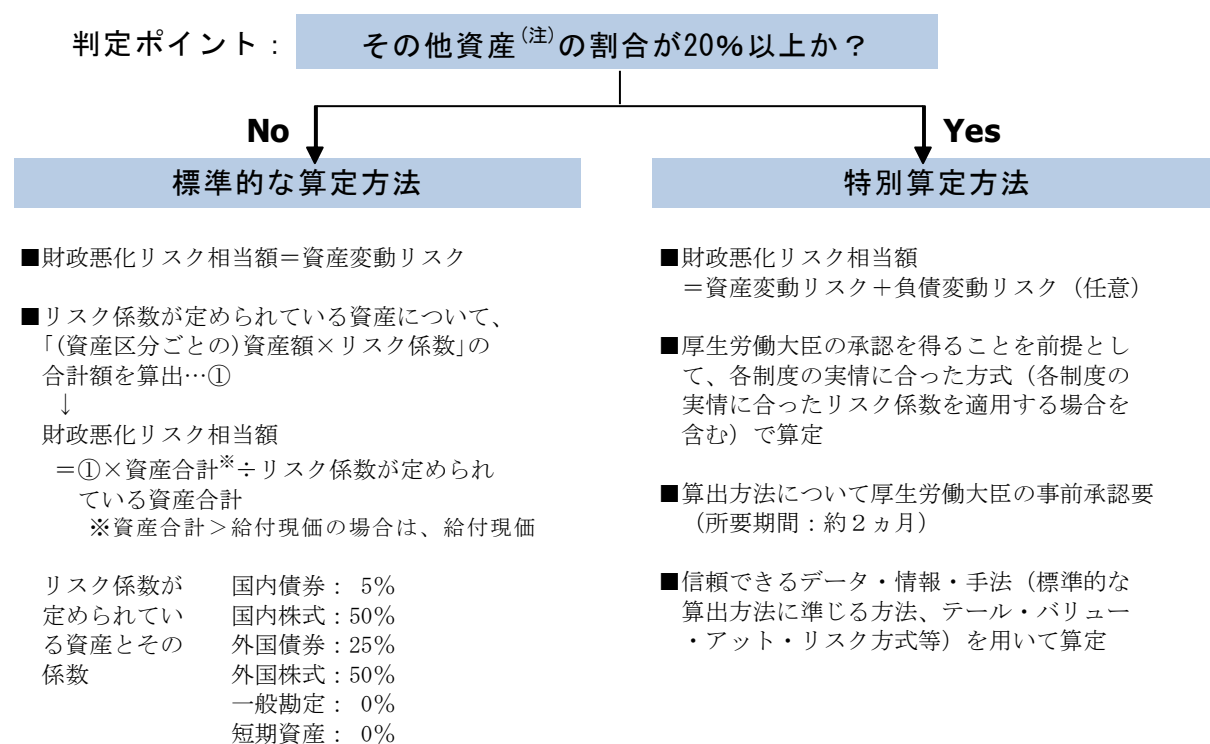
図表8：新財政運営基準



(出所) 各種資料を基に三菱UFJ信託銀行作成

リスク対応掛金の拠出上限額の算出根拠となる「財政悪化リスク相当額」は、「20年に1回程度の確率で発生しうる金融危機を想定した場合の資産減少額」という考え方が採られている。具体的な算出方法には「標準的な算定方法」と「特別算定方法」の2通りがあるが、いずれも20年に1回の頻度で生じると想定されるリスク(期待損失)を推計、という考え方は同じである⁷。

図表9：財政悪化リスク相当額の算定方法



(注) その他資産：「伝統4資産、一般勘定、短期資産」を除く資産
(出所) 各種資料を基に三菱UFJ信託銀行作成

なお、「特別算定方法」による財政悪化リスク相当額の算出では、市場環境等の変化による資産の変動だけでなく、負債側のリスクも加算することが可能とされており(財政悪化リスク相当額の増加→リスク対応掛金の拠出上限の増加)、年金運営の安定化に向けた掛金戦略として、今後活用が検討されることとなる。

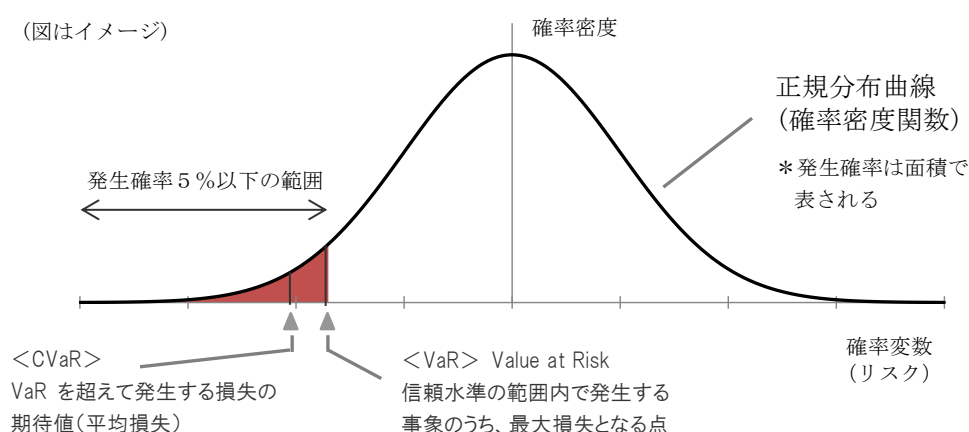
「20年に1回の頻度で生じると想定されるリスク」は、運用商品や戦略の特性も踏まえつつ、合理的な範囲内で算出の前提を置くことによって推計されることとなるが、そのアプローチの一つとして、リターンが正規分布に基づき発生することを前提とした場合の、片側

⁷ 例えば標準的な算定方法では、市場インデックスの概ね過去20年実績から推計される各資産の標準偏差(資産変動リスク(平均からの乖離度))を基に、正規分布の片側5%のCVaR(Conditional Value at Risk)として算出され、それぞれの資産毎に所定のリスク係数を適用することとなる(リスク係数は、5年に1回程度の頻度で見直すとされている)。

5%CVaR(Conditional Value at Risk)という考え方がある⁸。これは、図表10に表される通り、5%以下の確率で発生しうる損失の期待値(平均損失)を指すものである。

ただし、この考え方は、あくまでも(過去実績等に基づく)正規分布を前提としたリターンの発生確率を基準とした考え方である。これを合理的な考え方とする一方で、必ずしも「それ以上の損失が発生しない」という訳ではない点にも、予め留意が必要といえよう⁹。

図表10：正規分布とCVaR(信頼水準95%の場合)¹⁰



(出所) 各種資料を基に三菱UFJ信託銀行作成

3. 新財政運営基準の下での年金運用戦略

欧米金利の上昇懸念等によって、今後の市場環境に不透明感の高まりが懸念される中、年金運用では、リスク対応掛金の拠出をする／しないに関わらず、環境の変化に対応したリターン水準の維持・改善と、リスクの抑制への取り組みが引き続き重要な課題である。

リスク対応掛金は、その対応策の一つとなるものであり、すなわち運用の「不確実性」を、掛金の事前拠出という「着実なもの」に置き換え、運用リスクへのバッファー(緩衝材)となりえるものである。

ただし、このリスク対応掛金は、「掛金」という意味では標準掛金や特別掛金と同じであり、これを何か特別なものとして取り扱う必要はないと考える。年金運用を積立戦略・運用戦略の2つの軸で捉え、それぞれからのアプローチで年金運営の安定化を図る、といった考え方が引き続き重要な視点となろう。

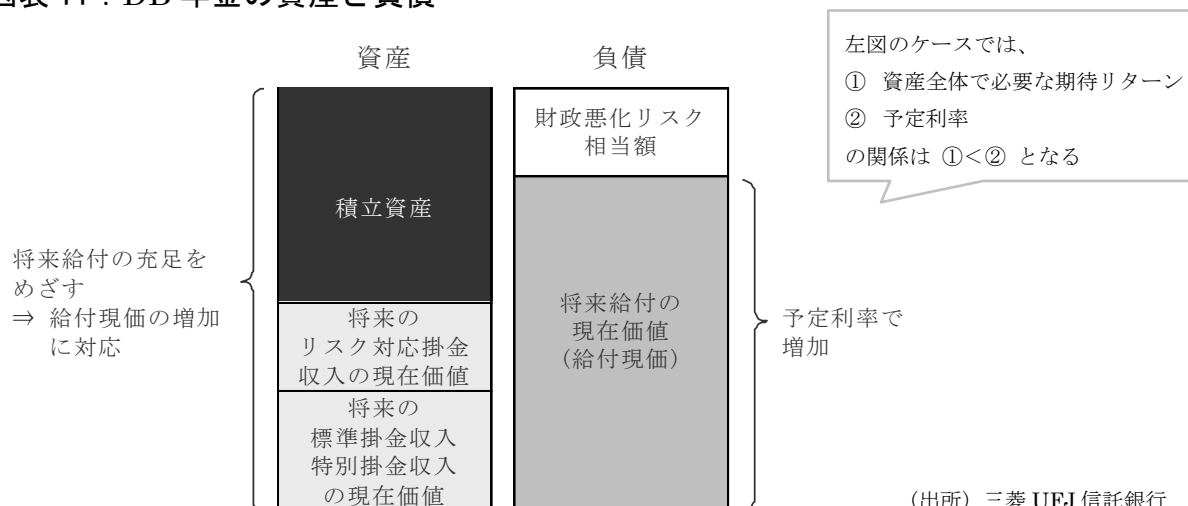
⁸ 厚生労働省 社会保障審議会各種資料より。なお、CVaRによってのみ算出することがルール化されているわけではない。

⁹ 財政悪化リスク相当額の算出は全てのDB年金制度において必須だが、リスク対応掛金の拠出は必須ではない。リスク対応掛金は拠出上限の範囲(ゼロ～上限)で拠出が可能であり、均等拠出(5年以上20年以内)、弾力拠出、定率拠出(15%～50%)の3方式がある。なお、拠出額および拠出方法は原則として変更できない。

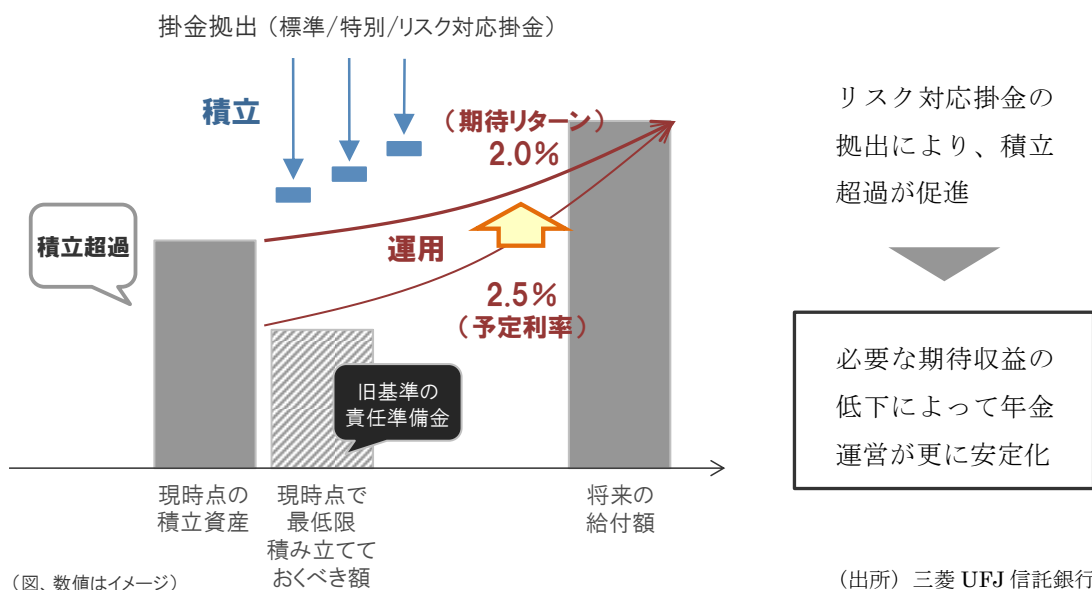
¹⁰ 信頼水準95%の場合 $CVaR \approx \text{期待リターン} - \text{標準偏差} \times 2.06$

一方、リスク対応掛金の新たな拠出によって年金資産の積立が進めば、将来給付を満たす為に資産全体(=積立資産+将来掛金)に求められる運用収益すなわち期待リターンに、引き下げ余地の可能性が生じることとなる(図表 11、12 参照)。

図表 11 : DB 年金の資産と負債



図表 12 : 積立促進(運用好調 or 掛金増)によって、必要な運用収益が低下



なお、ここで、前出の図表 5 (積立運用の基本構造)における「今後の運用収益」には、「現時点の積立資産」の運用収益だけでなく、「今後の掛金」による積立資産の増加分の運用収益も含まれている点に留意しておきたい。つまり、リスク対応掛金は、積立資産として拠出された標準掛金と同じく、その拠出後は本来、「予定利率を目指す」運用を行うことが前提となっているのである。

つまり、リスク対応掛金による積立資産は「リターンを生み出す必要がない」ではなく、

「(給付現価の増加への対応を意識した)リターンを生み出す必要がある」、が基本的な考え方であるといえよう。

リスク対応掛金は、予定利率を変えずに掛金収入を増加し、将来の給付を安定化させる「事前積立」の仕組みであり、その主な効果として次の2点を挙げることができる。一つは資産全体の期待リターンの引き下げ余地が生ずることで、「よりリスクを抑えた運用が可能となる」ということ(確実性の向上)、そしてもう一つは、「金融危機等の市場環境の悪化時に掛金の追加拠出が必要となる事態を未然に防ぐ」こと(突発事象の抑制)である。

繰り返しになるが、DB年金の運用において最も重要なことは「将来に亘る安定的な給付」の実現である。そして、そのための積立運用戦略における具体的な目標として、①予定利率の充足という目線と、それに加えて②新財政運営基準の下での財政均衡の維持・継続、という目線が、今般の法改正後の基準になったといえよう。

もちろん、積立運用の具体的な戦略(資産配分戦略や個別運用商品の選択)は、制度毎のポリシーや予定利率の水準、あるいは財政状況(積立比率や成熟度等)に応じて、様々な選択肢が存在するだろう。しかしながら、法改正後の新基準の下でも、年金運用の着眼点となる「ふやす」「まもる」「しはらう」のバランスを取り、積立戦略・運用戦略双方の観点で戦略を検討・構築していくというアプローチが重要であり、またその行動こそが、今般の法改正が求める、制度・運用を一体に捉えた「プロセス重視」の年金運営を体現するものとなるだろう。

V. 年金運用から年金運営へ ～ガバナンス強化～

今般の法改正によって、原則として全てのDB年金において「運用基本方針」と「政策的資産構成割合」(政策アセットミックス)の策定が義務付けされることとなった¹¹。更に、資産運用委員会の設置も義務化され¹²、これら一連の動きは、年金運用プロセスをより適正に運営していくことが求められることとなったものといえよう。本章では、第IV章で述べた新財政運営基準に続き、法改正のもう一つのポイントである運用基本方針の策定・確認における留意点等について触れていくこととしたい。

1. 「運用基本方針の策定義務化」の意義

運用基本方針は、年金資産の運用目的、それを達成するための目標・行動指針を明確にし、規約型企業年金の事業主(以下「事業主」)および企業年金基金(以下「基金」)の関係者間で運用に関する意思統一を図るために策定されるものである。従前より、事業主および基金(以下

¹¹ 確定給付企業年金法施行規則第84条より(運用の方法が生命保険一般勘定に限定され、その旨を規約に定めた上で承認を受ける受託保証型確定給付企業年金を除く)。

¹² 資産規模100億円以上の場合、設置が必須。

「事業主等」)の年金資産の運用に対する方向性を示すものとされ、いわば達成すべき目標への「道標」ともいえるものである。

これまで、DB 年金関連の法令等では運用基本方針の内容に関して具体的な規定は為されてこなかった。しかしながら、年金制度の長期に亘る仕組みの中で、将来の給付が確実に行われるよう適切に運営していくためには、企業年金のガバナンスの強化が重要であるとの考えから、今般の法改正の下でその策定が義務化され、年金資産の運用を安定的かつ効率的に行うための枠組みの整備が求められることとなったのである。

2. DB ガイドライン(通知)の見直し

今般の法改正により、DB ガイドライン¹³の見直しが行われ、資産運用に関するプロセスや規定すべき項目の例が大幅に追加された。DB ガイドラインとは、法令そのものではなく、事業主や基金の理事等の資産運用関係者が求められる職務を全うする為に留意すべき事項を示したものである。DB ガイドラインの改定は、平成 14 年に当該通知が制定されてから今回で3回目となる。しかし、今回のような大幅な改定は初めてであり、この改定に伴いほぼ全ての DB 年金において運用基本方針の改定(もしくは見直し)が必要となった。

図表 13 : DB ガイドラインの主な改定項目

項目	概要
資産運用委員会	資産規模が100億円以上である場合には資産運用委員会の設置を義務化(100億円に満たない場合も設置が望ましい)
運用コンサルタント等	運用コンサルタント等を利用する場合の規定追加 ✓ 運用コンサルタント等との契約に関する事項(要件) ✓ 運用コンサルタント等の中立性・公平性等の確認
分散投資	✓ 分散投資に関する方針および分散投資を行わない場合には合理的理由を明記 ✓ 分散投資に関する方針の記載は任意
集中投資	✓ 集中投資に関する方針、および集中投資を可能とする場合は合理的理由を明記
運用受託機関の選任および評価	定量評価・定性評価の基準を新たに例示 ✓ 評価方法において「必要に応じて運用受託機関の運用実務、運用コンサルタント、資産運用委員会に対するヒアリング」を追加 ✓ 評価基準(定量評価・定性評価の基準)に「日本版スチュワードシップ・コード」「ESG」「外部監査」他を追加
運用業務に関し遵守すべき事項 <オルタナティブ投資>	オルタナティブ投資をしている、または今後組入れを検討している場合に、運用の基本方針に定める項目などを規定 ✓ オルタナティブ投資にかかる「目的」「位置付けとその割合」「固有のリスクに関する事項」等を明記

(出所) 厚生労働省ホームページ掲載情報を基に三菱UFJ信託銀行にて作成

¹³ 確定給付企業年金に係る資産運用関係者の役割及び責任に関するガイドラインについて(通知)

先に述べた通り、今回、DB ガイドラインは大幅に改定されたが、記載された事項に求められる内容遵守のレベルは項目ごとに濃淡が分かれている。具体的には、「集中投資に関する方針」や「オルタナティブ投資を行う場合の留意事項」のように、内容の遵守や規定することが「必須」とされる項目と、「運用受託機関の評価の際に、日本版スチュワードシップ・コードへの取り組み状況を考慮する」等の、対応することが「望ましい」項目に分かれている。

上記を踏まえ、弊社が受託機関として基金や事業主等の運用基本方針改定のサポートに携わる中では、「必要最低限の改定にしたい」「運営の障害となるようなルール・制約にしたくない」といった声も複数聞かれた。実際、改定内容を踏まえ、DB ガイドラインに記載された内容を全て盛り込んでしまうと、運用基本方針が相応のボリュームになることから、改定に抵抗感を示す事業主等は少なくなかった。

本来、運用基本方針は、年金運営を適切・円滑に行うための「道標」となる内容で策定されるべきものであり、こと細かにルールを決めて事業主等の運営を過度に縛ってしまうことが主旨ではない。ただ、一方で「法令違反にならないための最低限の改定」を議論することに終始しないようにすることにも注意が必要である。

3. 年金運用から年金運営へ

これからの年金運用に必要なことは、将来計画の策定とそのためのプロセスに沿った着実な運営を行う中で、環境変化に対応し実運営の調整・修正にも継続的に取り組んでいくことにある。ここで基金や事業主等に求められる期待役割は、必ずしも運用に関する高度な知識や能力を備えたアセットマネージャーというものではなく、むしろ制度運営者あるいはアセットオーナーとしての役割にある。

具体的な投資運用(個別銘柄選択等)は委託先の運用機関に委ねざるを得ない部分も多い一方、制度運営者としての行動指針や計画を「運用基本方針」として予め関係者間で合意及び明示し、中長期的スタンスで加入者・受給者の為の年金運営を行っていくことが、今般の法改正を機にますます重要になってくるといえよう。

VI. 持続可能な年金運用・年金運営に向けて

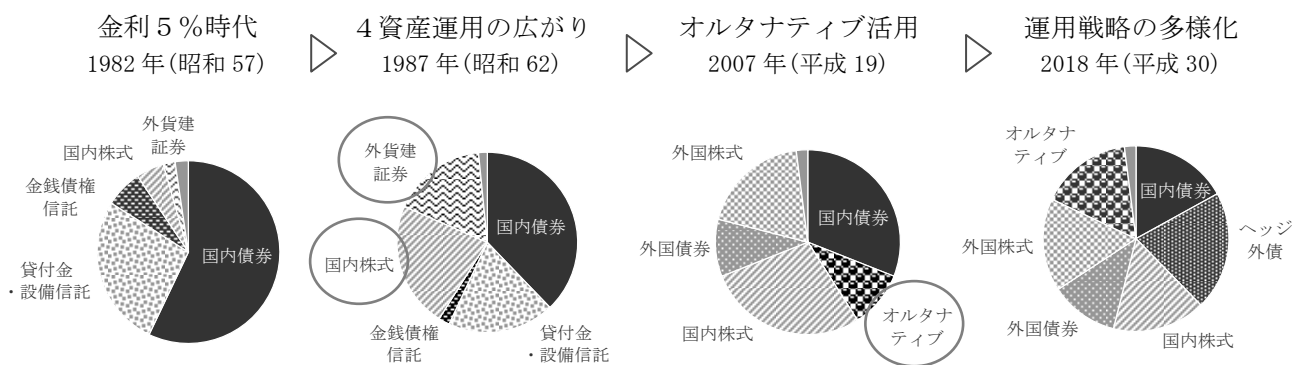
本章では、これまで述べた法改正のポイントも踏まえつつ、中長期に亘り持続可能な年金運用・年金運営に求められることとは何か、について考えてみることにしたい。

1. プロセス重視のポートフォリオ構築

本邦の確定給付企業年金制度は、1960年代の制度開始以降、これまで約半世紀に亘り安定的な給付実現を目指した積立資産の管理・運用に取り組んできた。

制度運営においては、バブル崩壊後のマイナス運用利回りを受けた給付減額や予定利率の引き下げ(掛金率の引き上げ)といった様々な対応の歴史、資産運用においては、長期に亘る金利低下の中で、金利資産(債券)を中心とした運用から株式や外貨建証券への投資拡大を進め、近年ではオルタナティブ投資も加わる多様化の歴史を経て、現在、多くの制度で年金財政の健全化が進んでいる状況にある。

図表 14：年金運用ポートフォリオの変遷(イメージ)



(出所) 弊社年金信託受託状況および主なバランス運用の類型ポートフォリオを参考に作成

年金運用は、加入者・受給者の年金・一時金の給付のみを目的とした掛金拠出とその資金運用であり、最終受益者の利益を「まもり」つつ「ふやす」ことが求められる。ゆえに年金運用の管理・運営主体には、その目的に照らした合理的な意思決定が求められ、そのプロセスの「見える化」や「わかりやすさ」までもが期待されるものとなる。

一方、債券・株式といった伝統4資産運用(①透明性・②流動性・③価格の信頼性などが特長)を中心とする運用に対して、期待リターンの低下や資産間相関の上昇懸念が高まり、年金運用は新たな収益源泉とリスク分散効果を求め、投資対象や投資手法の拡張を進めてきたが、果たしてその「見える化」「わかりやすさ」への対応は十分高度化されてきたであろうか。

こう問われると、投資対象や投資手法の拡張を思わず躊躇してしまうこともありうるだろう。実際、上述の①透明性や②流動性、③価格の信頼性の点で伝統4資産に相当あるいはそ

れを上回る資産は他に見当たらず、伝統4資産以外の投資対象や投資手法に関しては、少なくとも相対的に「わかりにくく」なることが当然の帰結となろう。

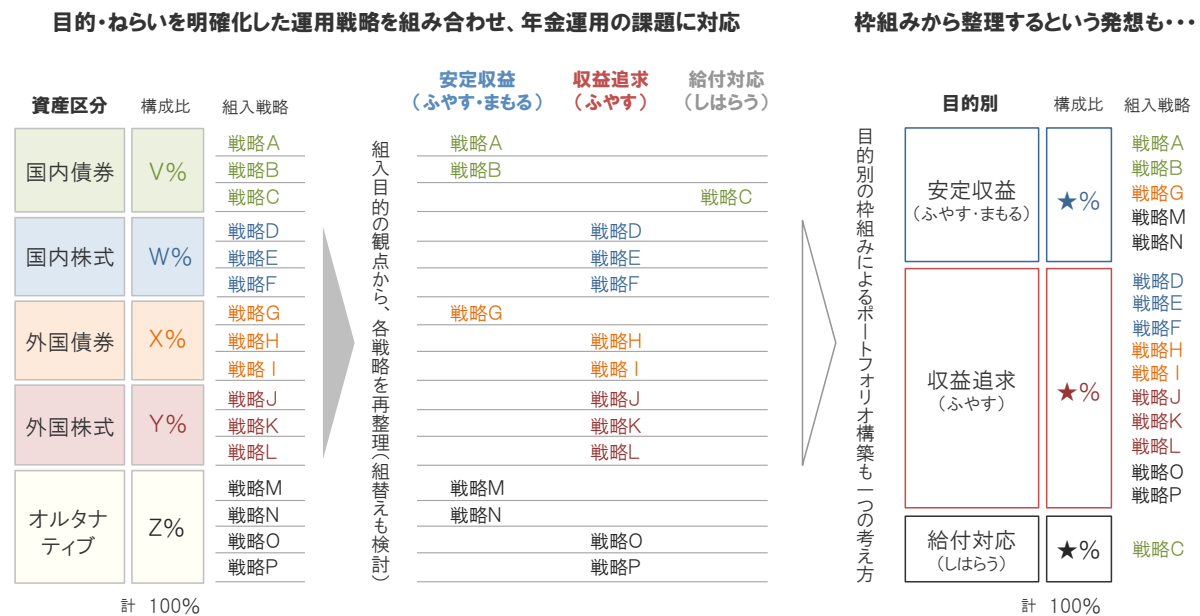
ただし、年金運用の合理的な意思決定プロセスに求められる「見える化」「わかりやすさ」は、必ずしも投資対象の市場構造や個別銘柄の特徴あるいは投資手法のノウハウといった高度な運用知識や投資技能の詳細について明らかにすることではなく、むしろ年金運用ポートフォリオへの「組入れ目的」や「位置づけ」を明確にすることに、より高い意義があるものとする。

言い換えれば、企業年金の管理運営主体に求められるものは、必ずしも高度な運用知識を備えたファンドマネージャーに相当あるいは対等する存在を目指すことではなく、受託機関等の運用者に日々の運用を任せる仕組みを作り、またそのモニタリング(リスク管理、運用評価)を行うことにある、といえるのではないだろうか。

近年、徐々に活用が進む「目的別ポートフォリオ」の考え方(図表 15)は、ポートフォリオに組み入れる運用戦略や商品を目的やねらいに応じて整理・確認する枠組み(フレームワーク)であり、ポートフォリオ構築の「見える化」「わかりやすさ」を目指す上で有効なアプローチとなるものといえよう。

なお、今般のDB法改正では、年金運用の「ガバナンス強化」もねらいの一つとされている。政策アセットミックスの策定やオルタナティブ投資を採用する目的やその位置づけの明確化、といった項目は、これまで以上に年金運用の合理的な意思決定プロセスを重視するということが明示されたものと受け止められよう。

図表 15：目的やねらいに応じた運用戦略・商品の整理(目的別ポートフォリオ)



(出所) 三菱UFJ信託銀行

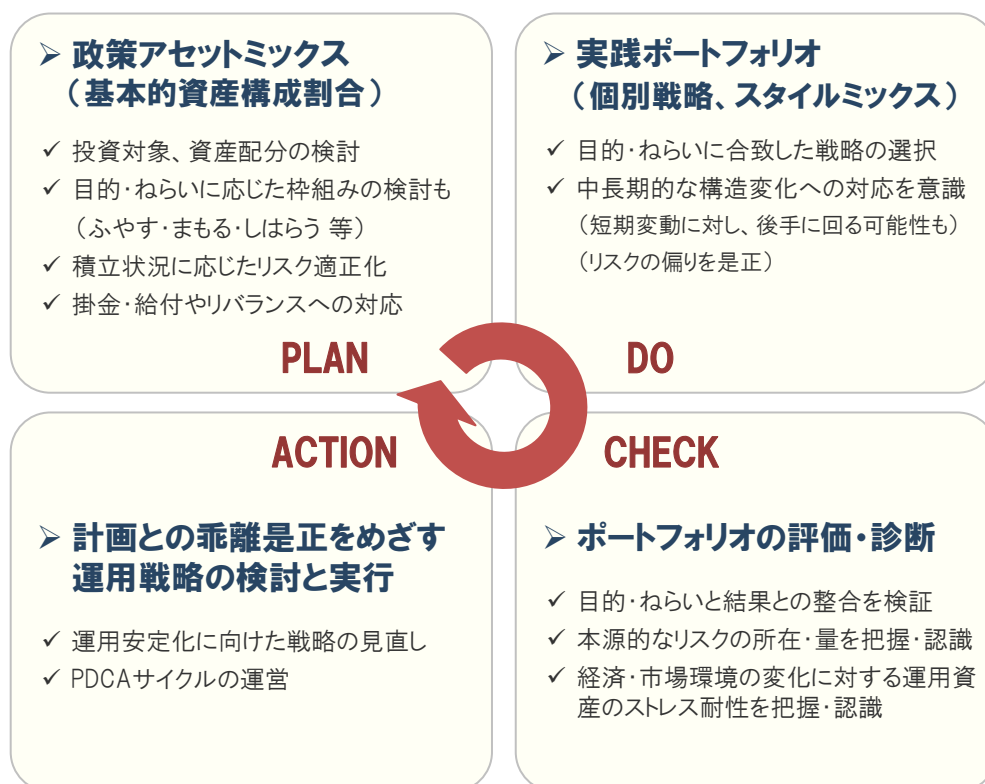
2. 年金運用プロセスの高度化

年金運用のプロセスは、PDCA サイクルで表すことができる。中長期に亘る計画的な年金運用では、このうち PLAN すなわち政策アセットミックスの策定がすべての礎となり¹⁴、PDCA サイクルの中でもとりわけ重要な意思決定の一つとなる。

そして、個別戦略や商品の採用・組み合わせの具体的検討プロセス(実践ポートフォリオの構築)およびその評価やモニタリングといった、DO→CHECK に続く一連のプロセスが、実際の運営では最も時間をかけて取り組まれることとなる。

それでもなお、十分議論した上で中長期計画を定めても、時間が経過する中で実績と計画の乖離発生を防ぐことは難しい。むしろ、その乖離是正を図る見直しのプロセス(CHECK→ACTION)が、持続的な年金運営のために必要かつ取り組み意義の高いものと位置付けられよう。

図表 16 : 年金運用の PDCA



(出所) 三菱 UFJ 信託銀行

¹⁴ 今般の DB 法改正の中では、政策アセットミックスの期待リターンと予定利率との乖離について定期的に確認されることとなっただけでなく、財政悪化相当額(リスク対応掛金の拠出可能額に影響)の算出に政策アセットミックスのリスク量が適用されること等を見ても、政策アセットミックスが年金運用の礎となっていることは言うまでもない。

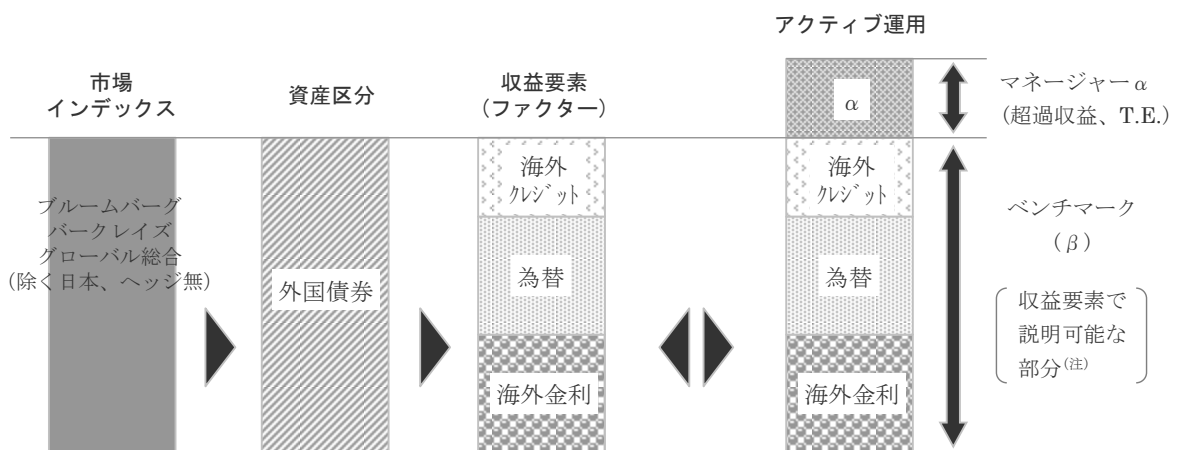
もつとも、CHECK→ACTION の部分は、取り組みのハードルが高い領域でもある。その要因の一つに情報統合の問題がある。例えば、複数の運用受託機関ごとの分析レポートを入手して並べることはできても、資産全体の横断的な分析を行うことには、実務的な負荷が高いだけでなく、情報の管理・連携といった点で法的および技術的なハードルも高い。

日次あるいは月次といった短期的なサイクルで各時点の運用情報を全て集約し、ポートフォリオのリスクを詳細・精緻に捉えようとするアプローチ(=リスク管理の精緻化)ではなく、ポートフォリオ全体の大まかな特性を捉え、収益源泉やリスク要因の偏りをチェックし、これを是正するという考え方が、CHECK→ACTION を促進し PDCA を効率的に順回転させていくために実行性の高いアプローチの一つと考える。

具体的には、ポートフォリオの「全体特性」の捉え方として、複数の市場インデックス(TOPIX 配当込など)の分析を活用することが、有用なアプローチの一つと考えられる。市場インデックスであれば、その属性や過去情報を入手しやすく、インデックスそのものを収益要素(ファクター)に分解するといった分析を行う事も比較的容易である(図表 17 参照)。そこで、ポートフォリオ全体の収益源泉やリスク要因を“市場インデックスの組み合わせ”によって説明することができれば、インデックス分析の積み上げでポートフォリオの「全体特性」を把握することが可能と考えるアプローチである¹⁵。

図表 17：各戦略を収益要素(ファクター)別に分解し、ポートフォリオの特性を分析

<イメージ> ブルームバーグ・バークレイズ・グローバル総合(除く日本、ヘッジ無)の例



(注) このほか、ベンチマークのうち収益要素で説明しきれない部分について「固有要因」として計上

(出所) 三菱UFJ信託銀行

¹⁵ 実際のポートフォリオの特性には、市場インデックスで説明しきれない部分があり、リスク分析の精緻さという点では評価が難しいアプローチではあるが、ポートフォリオ全体の収益源泉やリスクの所在、その偏りをチェックするという点では、「ACTION」に繋げる分析として十分活用可能なレベルと考える。

年金運用の目的は唯一「将来に亘る安定的な給付」の実現である。年金運用の PDCA における各ステップはそのための“手段”であり、「プロセス重視」の結果、政策アセットミックス策定やリスク分析そのものが目的化されることのないよう、常に年金運用の本質に立ち返り、持続可能な年金運用、年金運営を目指していくべきと考える。

Ⅶ. おわりに

最後に、年金運用に社会的な期待役割がこれまで以上に注目されていることを付記しておく。近年、いわゆるアセットオーナーとしての日本版スチュワードシップ・コードへの対応、あるいは ESG に着目した投資などへの関心が徐々に高まり、年金運用が「加入者・受給者の将来給付のための積立運用」といった枠組みを超え、社会・経済に影響を与えうる存在にあることについて、改めて認識が高まりつつある状況といえる。

年金運用が、社会・経済の安定的な成長を運用収益として享受する、という関係に留まらず、年金運用が意思を持った投資戦略の活用を行うことによって、社会・経済の健全な発展に貢献するという関係が期待される動きもみられるようになってきた。企業年金に対して、いわば社会的公器としての責任や期待がこれまで以上に高まってきたという見方もできるだろう。

そして、こうした中では、今般の法改正に読み取れる「プロセス重視」の流れが、年金運用にとってますます意義のある取り組みになってくるものといえよう。

(2018年4月19日 記)

※本稿中で述べた意見、考察等は、筆者の個人的な見解であり、筆者が所属する組織の公式見解ではありません。

【参考文献】

- ・三菱UFJ信託銀行 年金運用セミナー 2017秋、2018春
- ・厚生労働省 社会保障審議会各種資料
- ・大輪秋彦「長期投資家と長期投資」三菱UFJ年金情報
(2017年11月、三菱UFJ信託銀行)
- ・三菱信託銀行著 最新年金用語辞典(2002年9月、ダイヤモンド社)

本資料について

- 本資料は、お客さまに対する情報提供のみを目的としたものであり、弊社が特定の有価証券・取引や運用商品を推奨するものではありません。
- ここに記載されているデータ、意見等は弊社が公に入手可能な情報に基づき作成したものです。その正確性、完全性、情報や意見の妥当性を保証するものではなく、また、当該データ、意見等を使用した結果についてもなんら保証するものではありません。
- 本資料に記載している見解等は本資料作成時における判断であり、経済環境の変化や相場変動、制度や税制等の変更によって予告なしに内容が変更されることがありますので、予めご了承下さい。
- 弊社はいかなる場合においても、本資料を提供した投資家ならびに直接間接を問わず本資料を当該投資家から受け取った第三者に対し、あらゆる直接的、特別な、または間接的な損害等について、賠償責任を負うものではなく、投資家の弊社に対する損害賠償請求権は明示的に放棄されていることを前提とします。
- 本資料の著作権は三菱 UFJ 信託銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。
- 本資料で紹介・引用している金融商品等につき弊社にてご投資いただく際には、各商品等に所定の手数料や諸経費等をご負担いただく場合があります。また、各商品等には相場変動等による損失を生じる恐れや解約に制限がある場合があります。なお、商品毎に手数料等およびリスクは異なりますので、当該商品の契約締結前交付書面や目論見書またはお客さま向け資料をよくお読み下さい。

編集発行：三菱UFJ信託銀行株式会社 アセットマネジメント事業部
東京都千代田区丸の内1丁目4番5号 Tel. 03-3212-1211（代表）