

マイナス金利環境下の企業年金運用

目次

- I. はじめに
- II. 企業年金を取り巻く環境
- III. 年金運用の変遷・潮流
- IV. 欧米年金の動向
- V. 終わりに

年金運用部 業務推進グループ シニアポートフォリオマネージャー 川崎 龍一
シニアポートフォリオマネージャー 尾西 博樹

I. はじめに

グローバルに進行する長期金利の低下や、中央銀行のバランスシート拡大等を遠因とした資産間の相関の高まりに伴い、株式・債券の伝統4資産中心の運用に議論の余地が広がっている。

日本国内においては、2016年1月に日銀がマイナス金利政策の導入を決定したことを契機に、中長期目線の投資家である企業年金にとっても、ポートフォリオの期待リターンへの低下は切実な課題となった。このような環境下、債券領域の運用の工夫、オルタナティブ投資の拡大等による、より安定的なリターン確保を目的とした、運用戦略の見直しが進んでいる。

本稿では、年金財政も含めた環境変化とともに年金運用の変遷を振り返ったうえで、足元の年金運用の潮流について述べる。

また、日本に先んじてマイナス金利政策が導入された欧州を含め、グローバルの年金運用の潮流について、ESGの取り組みも併せ、直近の取材に基づく見解を紹介していきたい。

II. 企業年金を取り巻く環境

1. 日本の企業年金の概況

まず、年金市場の全体像に触れると、公的年金も含めた日本全体の年金資産の規模は2019年12月末時点で約338兆円となっている。その中で、日本の企業年金(確定拠出年金等を含む)は全体の約3分の1の約112兆円(2019年3月末時点)である。そのうち、確定給付年金(以下DB年金)は約78兆円であり、企業年金全体の過半を占めている。本稿では主に、このDB年金の資産運用について述べていく。

図表1：日本の年金市場



出所：各種データより三菱UFJ信託銀行作成

2. 年金運用の目的

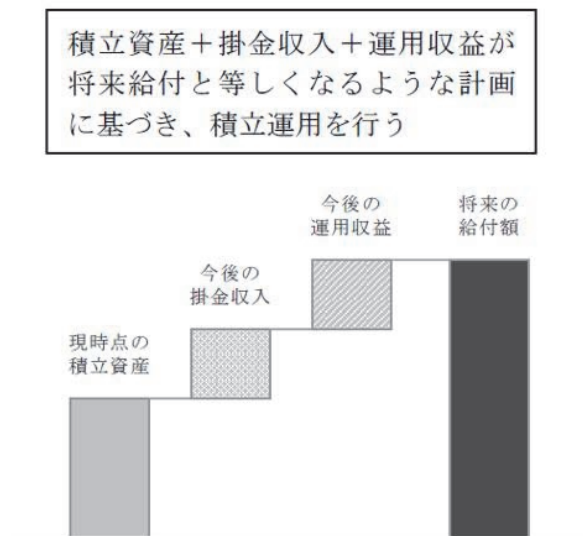
年金運用の目的は「将来に亘る安定的な給付の実現」である。

給付原資は、図表2に記載のとおり「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。従って、現時点の積立資産をベースに、金利(割引率)の変化に伴う負債(現在価値)の増減に対応しつつ、「積立戦略」と「運用戦略」の2つの戦略を駆使して、いかに安定的な将来の給付原資を積み立てていくかということが、年金運営の基本となる。

「積立戦略」とは、受給者数の見通しやバランスシートの状況、運用の予定利率等を踏まえて適正な掛金を設定する年金制度面の戦略である。一方、「運用戦略」とは、予定利率の安定的な達成を目的とした、ポートフォリオの構築と市場環境の変化への対応である。

近年は、世界的な長期金利の低下等を背景に、ポートフォリオにオルタナティブ投資を個別の資産区分として設定するDB年金が増えている。詳細は後述するが、これらも運用の改善・効率性の向上を目的とした運用戦略の一つのトレンドといえる。

図表2：積立運用の基本構造



出所：三菱UFJ信託銀行

3. 企業年金の財務状況

(1) DB年金の財務状況、成熟度

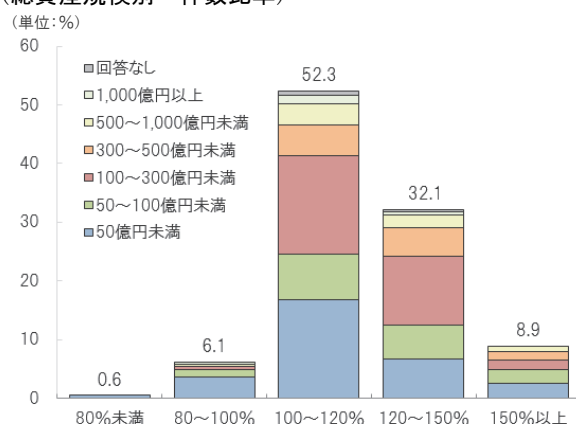
本邦DB年金の財務状況は、2012年以降の株価上昇や金利低下(債券価格の上昇)、円安を背景に大きく改善し、責任準備金に対する年金資産の積立比率は、直近では120%~130%程度まで上昇し健全化してきた(図表3)。

その一方で、年金制度の成熟度の高まり(受給者の増加等)や、特別掛金の拠出が完了するDB年金が増加したことも影響して、給付超過に転じたDB年金が全体の約4割となっている(図表4)。

このような傾向は業界全体で今後更に強まることが想定され、年金運用においては、ポートフォリオのリスク・リターンバランスのみならず、将来の給付を見越した流動性の確保など、中長期的見地に立ったキャッシュ・マネジメントが益々重要な課題となつてこよう。

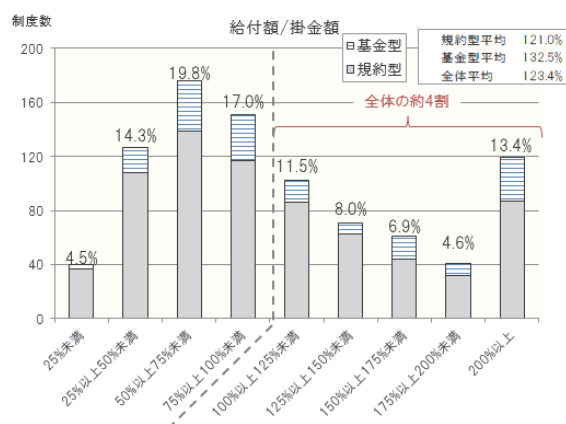
図表3：DB年金の積立比率

(総資産規模別・件数比率)



出所：三菱UFJ信託銀行年金運用アンケート(2019年)

図表4：DB年金の成熟度



出所：三菱UFJ信託銀行

(2) DB年金の予定利率の状況

年金運用の運用目標である予定利率は、約7割のDB年金が2.0%～2.5%となっている(図表5)。

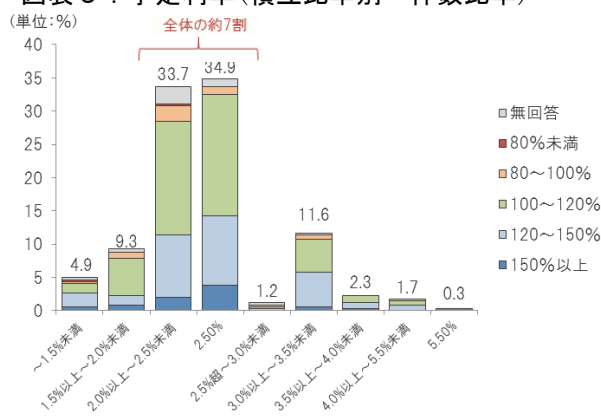
低下傾向の予定利率と、健全な年金財政から、過去に比べ高いリターンを志向する必要性が低下しており、リスク抑制を企図した運用戦略の見直しが進行している。具体的には、リスクが高い株式運用のウェイトを削減するなど、予定利率に対してポートフォリオがより安定的・効率的になるような運用戦略の採用が主流となっている。

一方、株式運用のウェイトを減らした結果、ウェイトが増加する債券運用部分の期待リターンの低下は、年金運用の目的を達成するうえで深刻な問題となっている。

本来、予定利率に運用者の報酬等を上乗せした利回りを、長期～超長期債のインカムで確保できれば、年金負債の性質も併せてLDI(Liability Driven Investment)による安定的なマッチング運営が可能である。しかし、現在の市場環境においては、フルヘッジ外債投資を含めても、債券運用のインカムのみで予定利率を確保するのは困難な状況となっている。

つまり、良好な財政面や適度な予定利率という足元の比較的健全な財務状況がある一方、将来に向けた年金ポートフォリオ運営という観点では、年金制度の成熟化による流動性の確保や期待リターン改善等の課題に直面している。このような環境下、債券運用の工夫やオルタナティブ投資の拡大などが進められているが、それらの年金運用の課題や潮流については、Ⅲ章で採り上げる。

図表5：予定利率(積立比率別・件数比率)



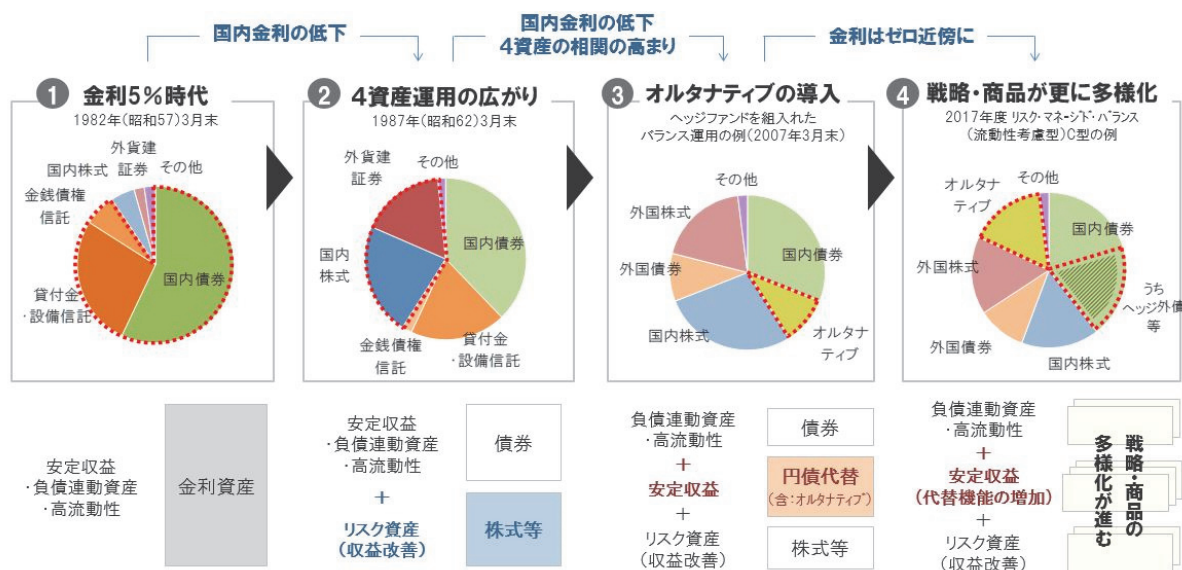
出所：三菱UFJ信託銀行年金運用アンケート(2019年)

Ⅲ. 年金運用の変遷・潮流

1. 年金運用の変遷

年金運用は、長期金利の低下トレンドとポートフォリオ運用の浸透を背景に、金利資産を中心とした時代から、投資対象や運用戦略・商品の多様化が進められてきた。

図表 6：弊社の年金運用ポートフォリオ（資産構成）



出所：三菱 UFJ 信託銀行

1980年代後半から90年代前半にかけて、10年国債利回りは当時の厚生年金基金の予定利率であった5.5%近辺、あるいはそれを上回る水準で推移していた(図表7)。しかしながら、バブル経済崩壊後の株価下落や日本銀行による金融緩和政策により長期金利が低下し、10年国債利回りが予定利率よりも低くなる逆ザヤの流れの中、多くのDB年金が予定利率の引き下げを断行した。年金資産の運用は、「債券・貸付金」を中心としたものから、国内外の債券と株式を中心に、各資産の相関関係を考慮した分散投資を行う、モダンポートフォリオ理論をベースとした運用のスタイルへ変遷していった(図表6①→②)。

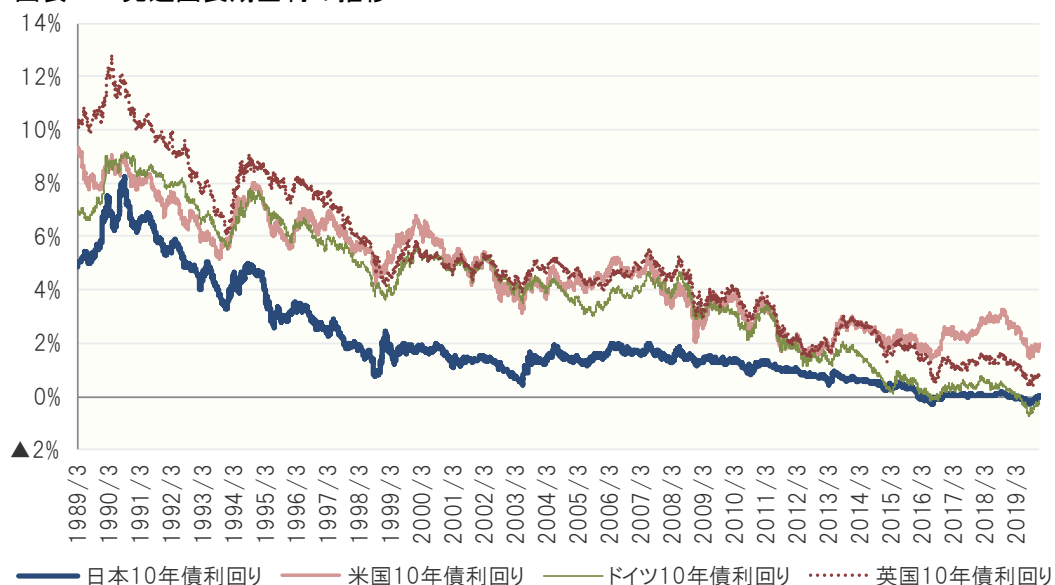
2003年には10年国債利回りが一時期0.4%台まで低下した後に急上昇したことで、低金利環境下における国内債券運用のリスクが意識された。長期金利低下でインカムリターンが低下する一方、金利上昇リスクがある国内債券運用に代わり、株式マーケットニュートラル戦略やファンド・オブ・ヘッジファンズなど、国内債券代替となるオルタナティブ投資の採用が徐々に増え始めたのがこの頃である(図表6②→③)。

2007年から2008年にグローバルな金融危機が起こると、国内債券以外の伝統資産が全て大きなマイナスリターンになるという事態が発生した。伝統資産の相関の高まり(図表8)は、ポートフォリオ運用上の新たな課題となった。オルタナティブ投資に関しては、新たなリターン源泉としての期待役割の他、伝統4資産のリターンとの低相関、つまりポートフォリオ全体の運用効率の改善という点も期待されることとなり、採用するオルタナティブ投資商

品が多様化していった。

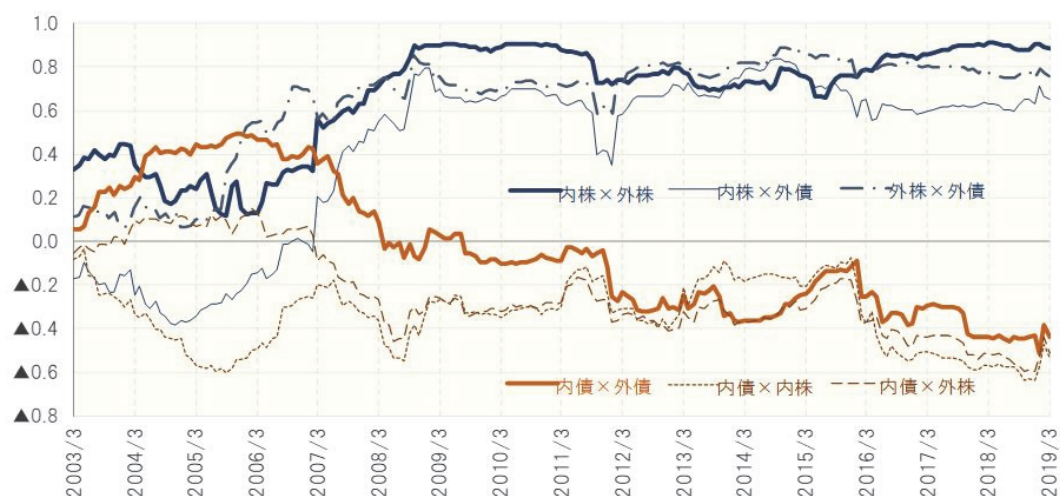
2012 年以降、グローバルの景気拡大への期待等から株式を中心とした金融市場全体が堅調に推移する中で、企業年金の積立比率は改善した。また、割引率の低下に伴い、運用の予定利率を更に引き下げる動きが顕在化してきたことで、企業年金は過度な市場リスクを取って高いリターンを稼ぐインセンティブが後退し、資産配分で内外株式のウェイトを減少させリスクを抑える動きが広がった。一方で、国内債券からヘッジ外債やクレジット投資等ヘシフトすることで一定の収益を維持するとともに、オルタナティブ資産を積極的に活用する分散投資を加速させてきた(図表 6 ③→④)。

図表 7：先進国長期金利の推移



出所：Bloomberg より三菱 UFJ 信託銀行作成

図表 8：伝統 4 資産の相関係数の推移



出所：インデックスデータより三菱 UFJ 信託銀行作成

2019 年には、欧州においてマイナス幅の深掘りが進行し、国別年限別でみると 2016 年比でマイナス利回りのセクターが増加し、債券運用がより厳しい環境になったことが窺える。

図表 9 の網掛け部分は、マイナス金利となっている国・年限を示しているが、2019 年 8 月時点では 10 年国債はもとより、ドイツやオランダは 30 年といった超長期のゾーンまでもマイナス金利となっている。

このように債券運用ではグローバルで見てもプラスのインカムが確保できる投資対象国や年限が限定的になりつつあり、債券運用はかつてない苦境に立たされている。

図表 9：各国の残存年限別国債利回り (%)

【2016年7月末時点】		1年	5年	7年	10年	15年	30年
各国の残存年限別国債利回り (%)	ドイツ	▲ 0.62	▲ 0.53	▲ 0.46	▲ 0.12	▲ 0.02	0.34
	フィンランド	▲ 0.58	▲ 0.49	▲ 0.34	0.01	0.24	0.42
	オランダ	---	▲ 0.47	▲ 0.38	▲ 0.02	0.16	0.42
	オーストリア	▲ 0.57	▲ 0.46	▲ 0.40	0.04	▲ 0.02	0.66
	ベルギー	▲ 0.57	▲ 0.48	▲ 0.32	0.12	0.42	0.92
	フランス	▲ 0.57	▲ 0.40	▲ 0.26	0.10	0.41	0.83
	アイルランド	▲ 0.47	▲ 0.01	0.02	0.41	0.66	1.10
	スペイン	▲ 0.23	0.17	0.44	1.02	1.34	2.07
	イタリア	▲ 0.19	0.29	0.64	1.17	1.54	2.17
	デンマーク	---	▲ 0.35	---	0.03	---	---
スウェーデン		---	▲ 0.38	---	0.09	0.59	---
米国		0.49	1.02	1.29	1.45	---	2.18
英国		0.11	0.28	0.47	0.68	1.21	1.55
日本		▲ 0.27	▲ 0.27	▲ 0.28	▲ 0.19	▲ 0.01	0.26

【2019年8月末時点】		1年	5年	7年	10年	15年	30年
各国の残存年限別国債利回り (%)	ドイツ	▲ 0.86	▲ 0.93	▲ 0.88	▲ 0.70	▲ 0.55	▲ 0.18
	フィンランド	▲ 0.79	▲ 0.79	▲ 0.64	▲ 0.42	▲ 0.26	0.03
	オランダ	---	▲ 0.83	▲ 0.72	▲ 0.55	▲ 0.42	▲ 0.19
	オーストリア	▲ 0.75	▲ 0.74	▲ 0.61	▲ 0.44	▲ 0.20	0.16
	ベルギー	▲ 0.76	▲ 0.67	▲ 0.56	▲ 0.35	▲ 0.06	0.52
	フランス	▲ 0.74	▲ 0.77	▲ 0.63	▲ 0.41	▲ 0.10	0.43
	アイルランド	▲ 0.63	▲ 0.56	▲ 0.36	▲ 0.09	0.21	0.74
	スペイン	▲ 0.51	▲ 0.37	▲ 0.16	0.10	0.52	0.99
	イタリア	▲ 0.24	0.38	0.68	1.00	1.50	2.03
	デンマーク	▲ 0.92	▲ 0.88	---	▲ 0.67	---	---
スウェーデン		---	▲ 0.73	---	▲ 0.37	▲ 0.20	---
米国		1.76	1.39	1.45	1.50	---	1.96
英国		0.45	0.33	0.30	0.48	0.71	1.02
日本		▲ 0.26	▲ 0.35	▲ 0.38	▲ 0.27	▲ 0.08	0.16

出所： Bloomberg より三菱 UFJ 信託銀行作成

2. 年金運用の潮流

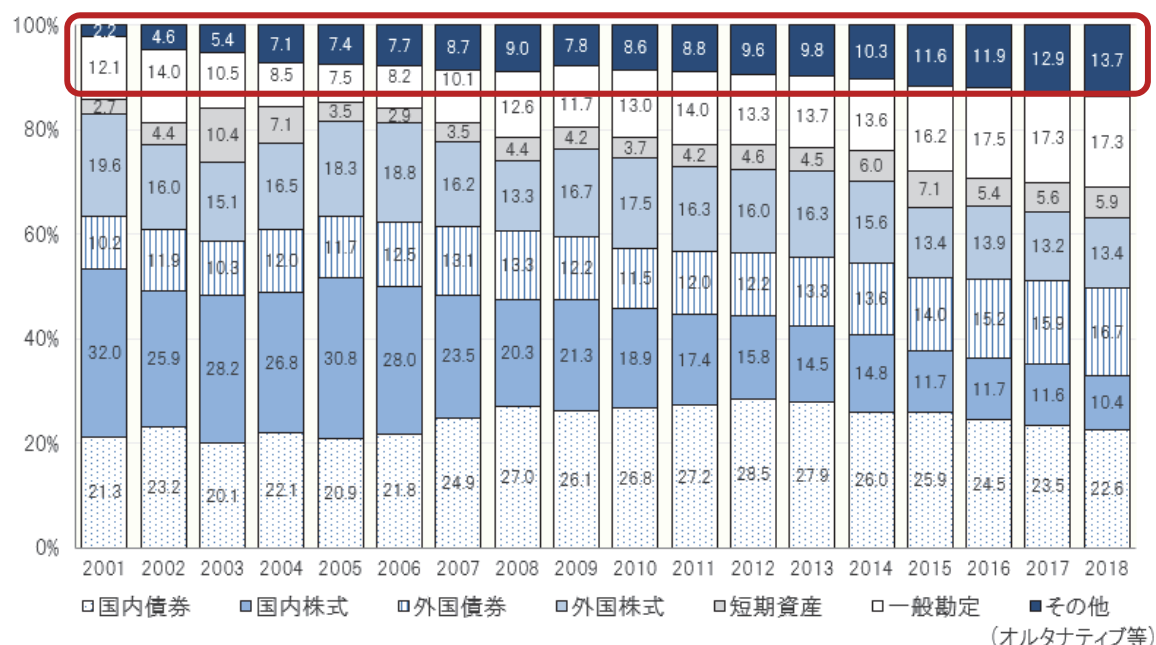
本項では、健全な財政の一方で債券運用の利回り低下という課題を抱える年金運用における、近年の取組みの潮流を紹介するとともに、その留意点と課題について説明を加えたい。

(1) オルタナティブ投資の拡大

前述のとおり、オルタナティブ投資の目的・役割は主に2点ある。一つは、低金利環境下における新たなリターン源泉としての期待であり、もう一つは伝統資産との低相関を前提に、ポートフォリオ全体の運用効率向上を目的とした分散投資の対象としての役割である。

日本の企業年金におけるオルタナティブ投資は、日本の長期金利が低下トレンドを描く中で、国内債券代替として株式マーケットニュートラルやヘッジファンド等の採用から本格化したことは前述した。その後、先進国の中央銀行による量的緩和を遠因とした資産間の相関の高まりや、近年のグローバルな長期金利低下という市場構造の変化を受け、オルタナティブ投資の拡大は、一つの大きなトレンドとなっている(図表10)。

図表10：企業年金における資産構成割合の推移



(注)2003年度までは厚生年金基金、2004年度以降は厚生年金基金と確定給付企業年金の合計値

出所：企業年金連合会「企業年金実態調査結果(2018年度概要版)」より三菱UFJ信託銀行作成

(2) プライベートアセット投資

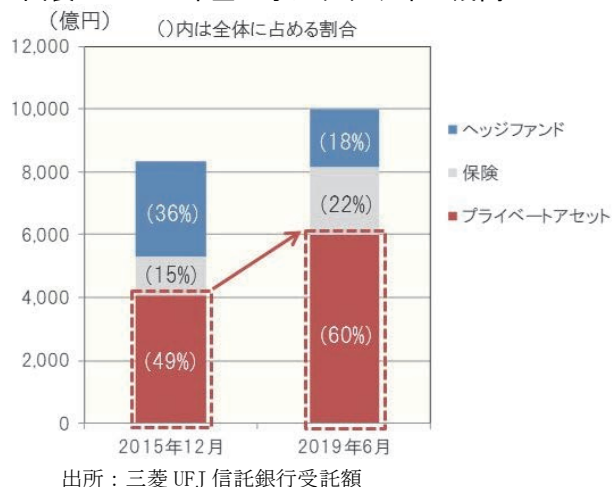
企業年金で採用が増えているオルタナティブ投資であるが、その中でも最近ではプライベートアセット投資の拡大が顕著となっている(図表 11)。

プライベートアセット投資は、市場流動性や取引価格の透明性が確保される公開市場のメリットを犠牲にし、長期間の解約制限(不確実性の許容)を前提に、より高いプレミアムの獲得を目指す投資手法である。

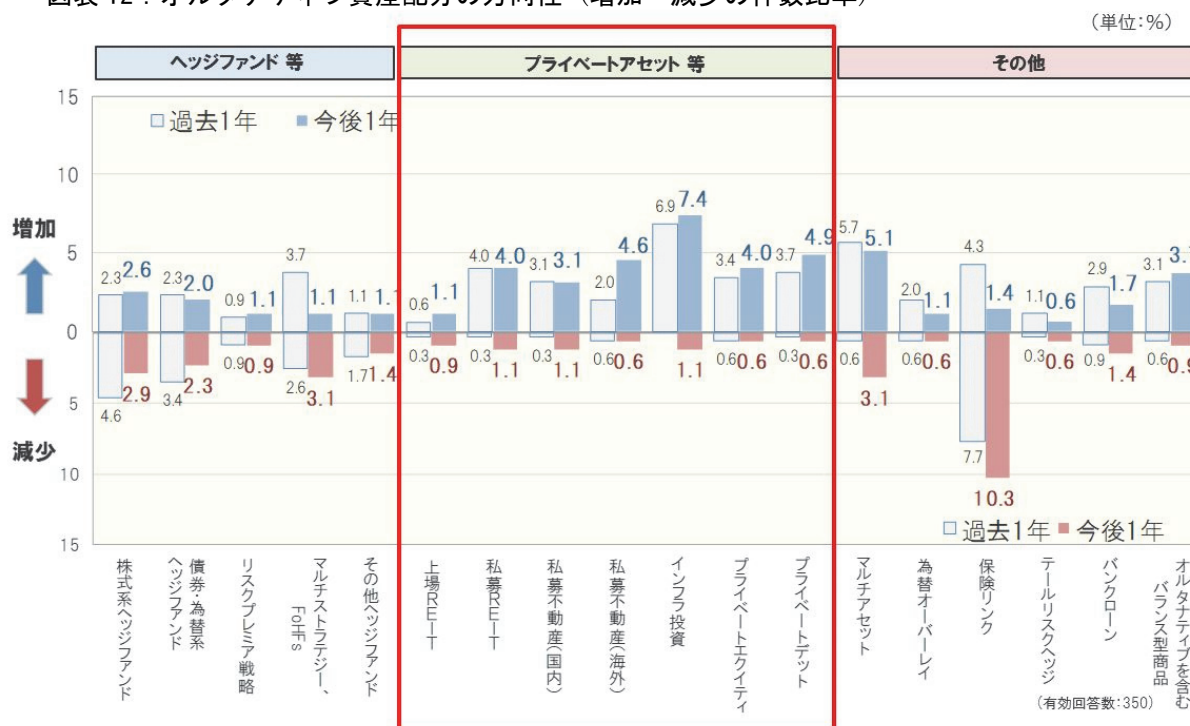
具体的には、非上場企業への株式投資であるプライベート・エクイティ(PE)や、不動産投資、インフラ投資などが挙げられる。ヘッジファンドが、一般的に公開市場において、ショートポジション等のデリバティブ取引やシステムによる高速売買といった高度な取引手法を通じて収益を獲得するのとは対照的ともいえる。

なお、弊社が毎年実施する「年金運用アンケート」においても、プライベートアセットを増やす意向の回答が増加傾向にある(図表 12)。

図表 11：DB 年金のオルタナティブ残高



図表 12：オルタナティブ資産配分の方向性（増加・減少の件数比率）



出所：三菱UFJ信託銀行年金運用アンケート(2019年)

(3) オルタナティブ投資の留意点・課題

オルタナティブ投資に関しては、伝統4資産運用とは異なり、取引の流動性や価格変化の透明性、商品スキームの複雑性、デリバティブ取引も含めた高度な運用手法の理解、レバ

レッジの活用等、数多くの留意点が存在する。

ヘッジファンド投資を例に挙げると、90年代に一世を風靡したグローバルマクロやイベントドリブンのような、証券市場の上昇／下落などの見通しを「人」が情報をもって予想するダイナミックな運用手法は下火となりつつある一方、レバティブバリューといわれる同一資産内におけるペアトレード、ビッグデータやAI技術も採用した高度かつ高速のクオンツ系運用、多様な投資対象・投資手法を活用するマルチアセット戦略、マルチストラテジー戦略のように、そのリターン源泉は年々複雑化しており、パフォーマンスへの理解やモニタリングはより難しくなっている。また、ヘッジファンド投資は一般的にリターン重視の傾向が強く、そのパフォーマンスによる優勝劣敗が激しく、結果としてファンドの閉鎖や解散に巻き込まれるリスクも低くない。

オルタナティブ投資にはその投資対象、手法毎に個別の留意点が少なからずあるものの、市場構造の変化を背景とした運用難の時代に、ポートフォリオ全体の安定的な運用を実現する重要な投資対象として、年金運用の世界における存在感が拡大している。

オルタナティブ投資における最大の課題は、その理解の難しさである。

本質的な理解が乏しいままに、リターン重視のファンド選択を繰り返した結果として、期待した分散効果を十分に得られないといったケースも生じ得る。オルタナティブ投資を含めた多様な商品に分散しても、例えばクレジット関連のエクスポージャーが直接もしくは間接的に想定以上に過大となり、市場のリスクオフ局面における株式投資との相関の高まりによりポートフォリオの脆弱性が露呈することもある。

このような同質のリスクへの偏りを防ぐため、資産アロケーションベースのリスク管理とは別に、ポートフォリオ全体に係る多面的なファクターベースでのリスクの偏在を認知・把握するなど、より高度なリスク管理が求められる。

また、流動性にも配慮が必要である。成熟化が進み給付超過になっているDB年金が、流動性の低いプライベートアセット投資に過度なウェイトを配分した結果、給付による総資産減少を受けて、将来的に想定以上のポートフォリオ上のリスクの偏りが表面化する可能性も否めない。将来に亘るバランスシートの変化を十分に分析した上で、流動性の観点にも考慮した適切な配分を行うことが肝要である。

3. 日本の企業年金における ESG の取り組み

ESG に関して、2015 年 9 月、世界最大の機関投資家である年金積立金管理運用独立行政法人 (GPIF) が国連責任投資原則 (PRI) の署名機関となり、ESG 投資の推進を表明した。

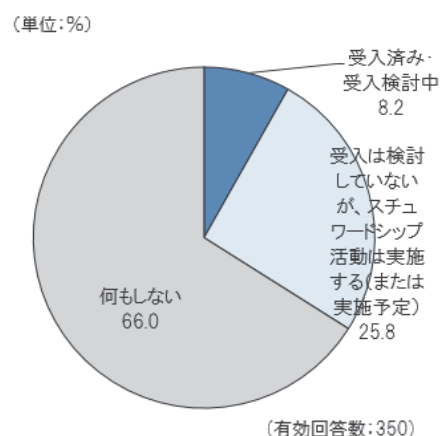
当社アンケートによると、スチュワードシップコード（以下、SSコード）を受入済み・受入検討中のDB年金は10%に満たないものの、スチュワードシップ活動を実施、または実施予定を合わせると全体の約3分の1程度が何らかの対応を実施、もしくは実施予定という調査結果となっており、今後の拡大傾向が伺える（図表13）。

実際、企業年金としてSSコードの受け入れを表明したDB年金の数は2014年に第一号が名乗りをあげたことを皮切りに、2018年12月末時点で18件、2019年12月末では49件と、着実に増加している。

2020年4月に公表予定の改訂版SSコードでは、アセットオーナーとしての企業年金（含む規約型DB年金）のスチュワードシップ活動促進に言及されており、ESGの取り組みは今後更に広がりを見せていく可能性が高いと考えられる。

ESG投資の流れは、企業年金運用においても採用の動きが広がりつつある。この背景には、将来の持続的な成長を志向するESGの考え方、プロセス、意味合いそのものが、中長期的な見地で安定的な給付の実現を最大の目的とする年金運用にとって、親和性が高いという理由があると考えられる。

図表13：SSコードの受入状況



出所：三菱UFJ信託銀行年金運用アンケート（2019年）

Ⅳ. 欧米年金の動向

筆者は2018年、2019年に欧米企業年金の現地調査を実施した。以下は、現地のDB年金や専門家へのヒアリングをベースに、筆者の見解も含めてまとめたものである。

年金制度の全体像は、各国における公的年金や私的年金の充実度合い、更には規制当局の方針や会計制度、企業年金の成熟度、長期金利水準等々、国毎に状況や運用環境は当然に異なるものの、まずはグローバル共通の問題意識や年金運用の潮流の観点からご紹介したい。

1. グローバルな年金運用の潮流

世界共通の問題意識として第一に掲げられるのは、やはり近年の長期金利の低下である。

前述のように2016年1月に日銀がマイナス金利導入を決定したが、欧州ではユーロ圏の中央銀行であるECBが2014年6月にマイナス金利の導入を決定した。デンマークは2012年7月、スイスは2014年12月、スウェーデンは2015年2月にマイナスの政策金利を決定するなど、欧州諸国のマイナス金利政策は日本と比べて長い歴史をもつ。しかしながら、近年の環境変化の特徴は長期ゾーンのマイナス金利への転落(図表9)、および発行済み債券に占めるマイナス金利領域の拡大であり(図表14)、その傾向は2016年ごろから始まり、足元で再び顕著となっている。

2019年に発行済み国債の全年限がマイナスに転じたドイツを筆頭に、超長期金利までもマイナス金利領域に転落した欧州各国では、インカム低下による運用(資産)サイドの課題のみならず、金利(割引率)の低下に伴い負債サイドの現在価値が増加したことを受けて、バランスシート全体の積立水準が悪化する等、大きな構造的変化が起こっている。

かかる環境下、欧米共通でみられたDB年金の潮流としては、(1)運用のバーベル化、(2)オルタナティブ投資の拡大とアクティブ運用の更なる選別、(3)負債を意識した中長期の政策アセットミックス(AM)方針作成、(4)ESG投資の加速、が特徴として挙げられる。

(1) 運用のバーベル化

近年の金利低下に伴うインカム減少に際し、利回り追求の動きは世界的に顕著である。国債金利の低下に伴い投資家の取るべき手法は、主に投資対象の拡大と運用手法の工夫に大別されるが、現環境下で必要なリターンを得るためには、ベンチマーク型アクティブ運用などの伝統的かつオーソドックスな工夫では補いきれず、保有している債券の年限長期化(金利リスク)、投資適格社債投資(クレジットリスク)など、より積極的にリスクを選別することが避けられない状況になりつつある。また、高度な取引手法を用いるヘッジファンド投資やプライベートアセット領域を含めたオルタナティブ投資も然りである。

年金投資家のポートフォリオ運用は、リスクシナリオを含めた様々な局面を想定し中長期的に安定した運用が求められるため、リターン向上目的の戦略的な選別投資・分散投資を行う一方で、リスク回避的な安定運用を確保するという、2極化(バーベル化志向)が進行しつつある。

(2) オルタナティブ投資の拡大とアクティブ運用の更なる選別

リターン向上目的の戦略的な選別投資の手法は、主に投資対象の拡大と運用手法の工夫に大別されることは前述のとおりだが、その代表格はオルタナティブ投資であろう。

株式運用における集中投資や、債券運用におけるアンコンストレインド運用などの脱ベンチマークタイプの投資スタイル、より自由度の高いアクティブ運用を採用する傾向は継続し

図表 14：世界のマイナス金利債券



出所：IMF

ており、特徴あるアルファによりリターン向上を目指すスタイルは不変である。しかしながら、期待リターンの低下や伝統資産間の相関の高まり、スマート β 等のファクター投資の発達、アクティブ報酬に対する厳しい目線等を背景に、リスク抑制的な全方位型のアクティブファンドは選別が進みつつある。

オルタナティブ投資は、海外においても近年大幅に市場規模を拡大している(図表15)。

その中で、伝統的なヘッジファンド領域では相変わらず優勝劣敗がみられるものの、グローバルマクロ運用のような証券市場の上昇/下落見通しをリターン源泉とするダイナミックな運用よりも、ベシス取引などを取り入れたレティバリュー戦略や、マルチストラテジー戦略、高度なクオンツアプローチなど、投資手法が多様化、ニッチ化する傾向がある。

また、近年はオルタナティブ投資の中でも、長期投資という年金の特性を生かし、流動性リスクの対価として高いプレミアムの獲得を狙う、プライベートアセット投資が急激に浸透している。プライベートアセット投資は、プライベート・デッド(PD)やプライベート・エクイティ(PE)、インフラ(エクイティ&デッド)、不動産(エクイティ&デッド)等が代表例だが、5年や10年という長い投資期間を設定し、日次の時価や株主の存在など公開市場に存在する圧力に晒されずに運用を行うことで、より高いプレミアムに結びつく手法として注目されている。

一方で、流動性リスクのみならず、商品の複雑性やソーシング、集中(単一資産)投資など、より細分化されたリターン源泉・リスクファクターを理解し選択するアセットオーナーサイドの目利きや、リスクファクター分散による効果的なポートフォリオの構築・運営を、自ら行うことが必要とされる投資領域でもある。

(3) 負債を意識した中長期の政策 AM 方針

年金には国毎の特徴があり、その制度設計や運営は様々であるが、受給者への将来の給付という観点においては、バランスシートの負債サイドを含めた運営、つまり「インフレに勝つ運用」が求められるのは世界共通であろう。

負債サイドについては、母体企業の人員構成など制度設計面の要素の他、長期金利が大きな変動ファクターとなる。年金負債は受給者への将来の給付総額の現在価値という観点から、長期金利に

図表 15：海外大手年金のオルタナティブ投資比率



出所：IMF

図表 16：金利低下と年金負債



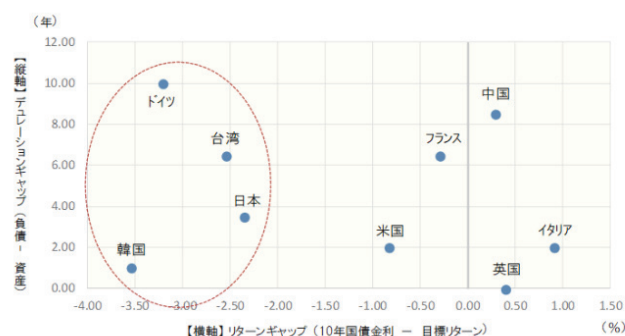
出所：IMF

よって割り引かれ算出されるため、長期金利の低下は現在価値の増加(負債の増加)に直結する。

また、資産サイドも含めたバランスシートのデュレーションギャップも重要な運営上のスイングファクターとなる。

言い換えれば、受給者への給付期間が長く、運用資産のデュレーションが短い年金運営は、長期金利の低下に対して財務状況の悪化を招くこととなるため、近年の市場環境の変化(金利低下)に伴い、積立比率の低下が進行しつつあるといえる。

図表 17: リターンギャップとデュレーションギャップ



出所: IMF

このような構造的な課題に対し、負債マッチングを目的とした LDI のように、長期債を中心に保有する運用手法は海外ではこの低金利下でなお根強く残っており、目的別ポートフォリオのような形で、一定の時間軸で戦略的に資産の ALM マッチングは広く施行されている。しかしながら、近年の急激な金利低下で中長期のプランを再構築せざるを得ない状況も表面化しつつある。

なお、詳細は後述するが、米国の DB 年金を中心にグライドパスメソッドといわれる財務状況に応じて債券と株式等のリスクアセットの運用比率を決めるアプローチも広まっている。

(4) ESG 投資の加速

年金投資家の世界では、近年 ESG への意識が急速に強まっている。欧州では年金基金による ESG への対応が法律・自主ルール・慣例等で義務付けられている国が多いことから、アセットオーナー、アセットマネージャー、コンサル会社等、インベストメントチェーンに属する幅広い参加者の間に競争意識さえ芽生えており、ここ 1～2 年で急速かつ不可逆的に年金運用の世界に浸透しつつある。

その動きは、資産別では株式投資のみならず、債券領域やマルチアセット戦略、プライベートアセット領域に至るまで幅広い領域での ESG の取り組みがみられ始めている。

また、英国では、運用プロセス全般に ESG に関連するチェックプロセスが義務付けられるなど、当局主導による指導が強化されつつある。具体的には、単なる投資先としての ESG 関連ファンド選別に留まらず、運用の組織体制から、ファンドの評価・モニタリングに至るまで、運用プロセスの上流から下流に至る幅広い視点で、ESG を意識した対応が求められている。

北欧諸国の公的年金のように、国の基幹産業として既に石油関連のリスクを多く抱えるが故に、重要なリスク分散の一つとして ESG 投資へのインセンティブが強まることは直感的に理解できるが、大陸欧州の多くの DB 年金においても、ESG 投資の将来リターンについて比較的ポジティブに捉えているのは印象的であった。実際には、先進国における ESG 関連投資の過去のリターンについては、一般的にポジティブな検証が多いとはいえないものの、

CO2 排出やマイクロプラスチック汚染等の環境問題は、欧州では初等教育の段階から根付き始めている。例えば、ミレニアル世代を中心とした消費行動の変化が産業構造の変化を通じて、遠くない将来の投資リターンに好影響を与えうる、というロジックである。武器・弾薬系や、マイニング、カジノ、たばこ関連銘柄への投資制限のような、形式的なネガティブスクリーニングではないところに、日本とは違った ESG への相対的な関心の高さを感じざるを得ない。

2. 欧州の年金運用

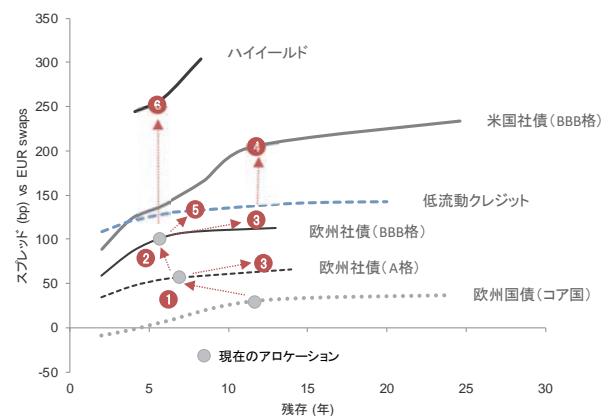
(1) 総論

欧州では、公的年金と企業年金、私的年金や保険のミックス、当局規制や会計制度が国毎に異なるが、足元の運用の傾向は、前述した運用のバーベル化、オルタナティブ投資の拡大、負債変動リスクの低減といった方向性で総括できる。

運用資産の過半は長期債を中心とした LDI (Liability Driven Investment) 運用により、負債へのマッチングを行いつつ、その他の資産アロケーションは収益追求を役割とした戦略的なポートフォリオを策定する等、目的別のポート管理の採用が多くみられる。また、モダンポートフォリオ理論に沿った伝統資産のアロケーションをベースとしたベンチマーク運用が基本形ではなく、ホームカントリーにバイアスを掛けつつ、必要に応じて海外のエクスポージャーを選択して組み入れるプロセスが採られている。

具体的には、自国国債を中心にベースとなる債券ポートフォリオを組成した上で、足りないインカムを補うために欧州圏の社債組み入れやデュレーションの長期化でインカムの拡大を志向している。更に、期待リターンが不足した場合には、投資先格付けの見直しや妙味のある米国社債、低流動クレジット等、アセットクラスを選択しつつ、ポートフォリオの組み入れ内容をステップアップするアプローチを採っている(図表 18)。なお、他国に投資する場合の為替リスクは基本的にフルヘッジとするのが一般的ようである。

図表 18：債券投資のインカム追求プロセス



出所：Bloomberg データより三菱 UFJ 信託銀行作成

(2) 英国の企業年金

英国は、オランダと並び、欧州を代表する DB 年金大国である。

積立比率の変化に伴う回復計画義務などの法制面も背景に、負債対応投資 (LDI) の採用比率が高く、ポートフォリオの6割程度が長期債を含む債券運用となっている他、最近では負債に留まらないキャッシュフローマッチングの動きも出てきている。

足元の課題はやはり金利低下である。割引率の低下により、負債の現在価値が押し上げられ、積立比率が90%を割り込みつつある他、インフレ率も高いため、大陸欧州対比で高い

自国の長期金利(名目)も、実質金利ベースで考えると必ずしも高いとはいえない状況である。

DB 年金を採用している企業は積立不足が企業財務に与える影響を動機に、DC(確定拠出年金)化を進める傾向があるが、ペースは緩慢で依然として英国企業年金の8割程度はDB年金である。また、年金バイインや年金バイアウトが活発化しつつある。英国や欧州ベースの保険会社の他、Generali(保険会社)の買収にもみられるように、米国を含むPEファンド勢も加わり始めている。2019年は計400億ポンドの年金バイアウト案件があり、ヒストリカルレコードを記録するなど、年金バイアウトマーケットは競争が激化している。

運用の資産アロケーションは、約6割が負債対応の債券運用で、残りがリターン向上目線での戦略投資となっており、15%程度が株式、残りがオルタナティブ投資、海外投資分は基本的に為替ヘッジというポートフォリオが一般的のようである。

(3) 大陸欧州の年金

① オランダの企業年金

オランダの企業年金は約3割が個社企業の年金で、約7割が医者年金等の職域別の企業年金という構成となっている。もともとは個社年金が多かったが、スケールメリットを目的とした合併に次ぐ合併で効率化の道を模索しており、現在も年金M&Aや年金バイアウトが活発な状態である(制度上、合併が比較的容易)。

運用は保守的な傾向が強く、株式の比率は2～3割程度で、約6割程度が負債やキャッシュフロー対応の債券運用、残りがオルタナティブ投資となっている。オルタナティブ投資は拡大傾向にあるが、現在はヘッジファンド運用の新規採用は殆どなく、プライベート・エクイティ(PE)やプライベート・デット(PD)などのプライベートマーケットへの流入が主である。インカム獲得を目的に、特にPD分野への注目度が高く、不動産の他、航空機ファイナンスや、医療系の大型投資など個別のファイナンスへの投資ニーズも強い。なお、数年前に、大きな手数料に絡むスキャンダルがあり(年金運用担当者が高報酬のファンドを採用しバックマージンを取得)、株式のアクティブ運用の採用が激減している状況もある。

オランダの年金制度でユニークなのは、積立水準が5年平均で104%を下回ると自動的に給付カットが行われる仕組みである。近年の金利低下により、足元の積立比率は100%程度まで低下しており、足元の課題とされている。

② ドイツの企業年金

欧州内の企業年金では比較的新しく、ここ15～20年で拡大してきた。

国の年金制度全体では、日本のように公的年金とDB年金、個人年金の3階層となっている。公的年金は、老後に月700～800ユーロ程度、かつ受給開始年齢が65歳から75歳まで段階的に引き上げられており(～2029年)、企業年金や私的年金での補助が不可欠な状況である。二階の企業年金はDB年金が殆どで、インフレに連動させる運用が中心の為、株式への投資は限定的でLDIを中心とした債券運用が主だが、自国債券の利回りが低いため、独国債中心というよりは他国の債券やプライベートデットに至るまでインカム系のアセットを幅広く組み入れている。オルタナティブ領域への投資拡張は欧州他国との対比で低い。

ドイツのDB年金の最大の弱点は会計基準にあり、負債の時価評価をしなくてもよい。つまり金利低下が財政上プラスにしか働かない仕組みになっているため、本質的な財務体質は、見た目の財政状況以上に悪いDB年金も多いようである。

(4) 北欧の年金

北欧は公的年金が中心である。保険会社的アプローチにより、ソルベンシーマージン比率で財務管理を行っている他、金融機関として保有アセットの資本コストも認識したROEを重視した運用が行われている。社会保障制度の充実で国民の拠出額も高いため、財務は総じて健全である。

資産アロケーションは、株式比率が4割程度その他、債券からオルタナティブ、プライベートアセットに至るまでバランスの取れた運用を行っている。各国とも運用のコスト意識が高く伝統資産はパッシブファンドやスマートβが中心で、オルタナティブ分野でもオルタナティブ・リスク・プレミア戦略¹への投資が活発であるなど、廉価、高流動、透明性のあるファンドが選好される傾向にある。また、太陽光や風力発電などのグリーンエネルギー、ESG投資が盛んである。

3. 北米の年金運用

北米では公的年金と私的年金で財政・運用の状況がかなり異なるが、共に特徴的なのは財務の健全性が低い状況にあることであり、負債対比の積立比率は公的年金でおよそ70%、私的年金で85%程度しか積み立てられていないのが実情となっている。北米の年金の中ではカナダが公的年金・私的年金ともに相対的に洗練された運用体制を維持しており、インハウス運用にも積極的である。金融機関から人材を確保し、オルタナティブ運用や、オルタナティブ・リスク・プレミア戦略、PEなどのプライベートアセット領域等、多様な手法で高い運用成績およびリスクマネジメント体制を維持している。

米国の運用のトレンドとして最も顕著なのは、アクティブ運用からパッシブ運用へのシフトであり、2016年から明確に加速、2019年には総パッシブ運用残高(ETFやスマートβなどの指数運用含む)が総アクティブ運用残高を逆転するという歴史的な分岐点を迎えている。なお、オルタナティブ領域のヘッジファンド運用においても、従来のマネージャー型アクティブ運用から、スマートベータ型、システムティック運用を主としたスタイル、クオンツ化へのシフトが明確なトレンドとして見受けられる。

(1) 米国の企業年金

企業型DB年金は上位100社で1.55兆ドルの規模に達する(Millimanの調査より)。企業によって乖離はあるが、財務上の平均積立比率は8~9割程度であり、目標リターンは概ね5%強程度(変動金利)である。業界全体の資産アロケーションは株式が4割程度、債券が4

¹ 従来、アルファ(運用機関のスキル)と考えられていたもので、「体系的な説明が可能なもの」、「伝統的な資産においてロング・ショートポジションで抽出可能なもの」等のことをいう。一般的に、ヘッジファンド対比で流動性が高く、報酬等のコストも低いケースが多い。

割程度(うち半分が超長期)、PE やヘッジファンドが1割程度というのが平均したイメージのようである。

米国の企業年金は、年金コンサル会社による負債マネジメントが強く推奨されており、1/3程度のDB年金がグライドパスメソッド (Glide Path Methodology (GPM))といわれる、財務状況に応じて資産アロケーションを変動させる手法を採用している。具体的には、目標リターンを上回る超過収益によって積立比率の増加がみられた場合、定められた計算式に基づき段階的に株式を売却する一方で長期債を購入するなどし、計画に基づいてALMマッチングを目指す方法である(日本では企業年金連合会が同メソッドを採用)。

また、2018年の法人税減税により、税率控除引き下げ(2018年9月)前の駆け込み的な企業からの追加の掛金拠出がみられたことから、近年の株価上昇(によるGPM経由のマネーフロー)と合わせて超長期債の買い需要が増加し、イールドカーブのフラットニングの一つの要因となっている。

運用の内容は、公的年金と同様に、アクティブ運用からパッシブ運用へのシフトが2016年頃より加速している。

一方、近年の金利低下に伴う利回り追求の動意から、社債へのマネーフロー流入や、流動性のあるオルタナティブ・リスク・プレミア領域も活況となっている。

その他、ガバナンスに関するテーマにも関心が高まっており、DB年金が担っている資産運用業務をアウトソースする Outsourced CIO の検討や、生保による年金バイアウトも増加中である。

(2) 米国の公的年金

米国の公的年金における最大の問題点は、厳しい財政状況(低い積立比率)と高すぎる目標リターンといえる。

具体的には、公的年金の平均的な予定利率はこの低金利環境下でも7~7.5%の固定利率であり、平均的な積立比率が7割(資産\$3.5兆、負債\$5兆)という状況と併せて、高いリスク水準の運用を続けざるを得ないのが実情である。

その背景は、地方の公的年金の拠出は州税に賄われる仕組みにあるため、州毎の格差も大きい他、軽々な予定利率の引き下げや、特別掛金の投入は増税を意味することから、州知事などの政治家にとって後ろ向きとされるケースが大半であり、抜本的な公的年金改革は困難な状況にあることである。

上記のような背景から、運用のトレンドはリターン追求(高リスク資産積み増し)が主流となっている。資産アロケーションでは、株式の比率が約5割、PEを含めると6割を超えるウェイトがエクイティに投入されている(比率は年々上昇傾向)。債券領域は、概ね2割程度で、その他がオルタナティブという構造であるが、インカム領域でも利回り追求(=リスク引き上げ)の傾向が強い他、ホームアセットバイアスも強く、リスクオフに対して極めて脆弱なポートフォリオとなっている。

また、昨今は、RMS(Risk-Mitigating Strategies)という運用手法にも注目が集まっている。RMSは市場のベータリスクを極力とらずにポジティブキャリーを創出する事に主眼を

置いた運用手法であり、為替ヘッジ²戦略に加え、オルタナティブ・リスク・プレミア戦略等のオルタナ領域の利用、クロスアセット戦略等を手法とする「Crisis Risk Offset Allocation」が注目されている。一方、運用サイドのリターン追求志向と同時にコスト削減にも関心が寄せられている。運用会社のマネジメントフィーの削減を目的としたパッシブ化の流れや、Low-Cost Beta-oriented solutions(スマートβ等)やアルファストラテジー等の利用が活発となっている。

なお、本稿で取り上げた米国の公的年金は、カリフォルニアの CalPERS や CalSTRS 等に代表される、州・地方政府職員の DB 年金(警察官、公立学校の教職員、消防士等)を指しており、最終的に財務省が補填する仕組みを持つ連邦政府の年金とは異なることには留意が必要である。

V. 終わりに

グローバルに進行する長期金利の低下やマイナス金利の進行は、インカムの減少を通じた期待リターンの低下と、割引率の低下に伴う負債の拡大という2つの点で、DB 年金にとってネガティブなインパクトがある。

日本の企業年金も、予定利率と自国の長期金利の逆ザヤは決して小さくなく、『運用難』の時代の真ただ中にあるといえる。そのような環境下で、債券領域の工夫、プライベートアセットを含めたオルタナティブ投資の拡大による期待リターンの引き上げや、運用効率向上の取り組みが一つの解となってきた。

欧米の DB 年金と比較してみると、日本における長期金利の低下はグローバル対比で先行したことから、日本の DB 年金は逆ザヤの進行に対して、予定利率の切り下げや追加の掛金拠出といった痛みを伴う改革を先行して実施してきた。そのため、日本の DB 年金は、欧米対比で総じてハイリターン志向に陥らず、規律ある企業年金運用という健全な年金運営がなされているという見方もできる。

企業年金の運用は、市場構造の変化や制度・規制環境の変化などを背景に、常に様々な課題に直面する。足元でいえば、更なる金利低下への運用上の対応に加え、2020 年 4 月に公表予定である改訂版日本版スチュワードシップコードにより、インベストメントチェーンの高度化に向けたアセットオーナーの役割がより重要視されることが予想される。また、グローバルの SDGs への意識の高まりにより、年金運用における ESG 投資や運用プロセスへの組み入れも課題の一つとなっている。

このように、企業年金に求められる専門性がますます複雑化している環境下、我々も信託銀行として「コンサル&ソリューション」をスローガンに、お客様にこれまで以上により寄り添った相談相手となれるよう専門性を高めていきたいと考えている。

(2020 年 2 月 21 日 記)

² 米国の短期金利が、主要先進国対比で高いため、米ドルベースの為替ヘッジがポジティブキャリアーに寄与する。

※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ない

【参考文献】

- ・ 三菱 UFJ 信託銀行資産運用情報 2018 年 5 月号「DB 法改正と今後の年金運用」
- ・ IMF: Global Financial Stability Report Oct. 2019 “Falling rates, Rising risks”

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）