

海外企業年金の資産運用動向

～リスク回避指向が続く～



公益財団法人 年金シニアプラン総合研究機構 主任研究員

樺山 和也

1. リスク回避指向が続く企業年金

国内では年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）が、2014年の基本ポートフォリオ見直しで株式組入比率の大幅引き上げ等を実施しているが、確定拠出（DB）型の企業年金（以下企業DB年金）では、株式組入比率の低下が続いている。アベノミクス以降の株式市場の上昇局面においても企業DB年金のリスク回避指向が続いている状況にあるが、こうし

た動きは日本に限ったものではなく、海外においても同様の動きとなっている。

年金シニアプラン総合研究機構では、海外企業DB年金の資産運用状況を、企業のアンニュアルレポートやホームページなどの公開情報を元に調査を行ったが、企業DB年金における金融危機発生以降の株式組入比率の引き下げの動きは日本に限ったものではなく、また、公的年金等と企業DB年金との資産構成比変化の差異も同様に見られていた。

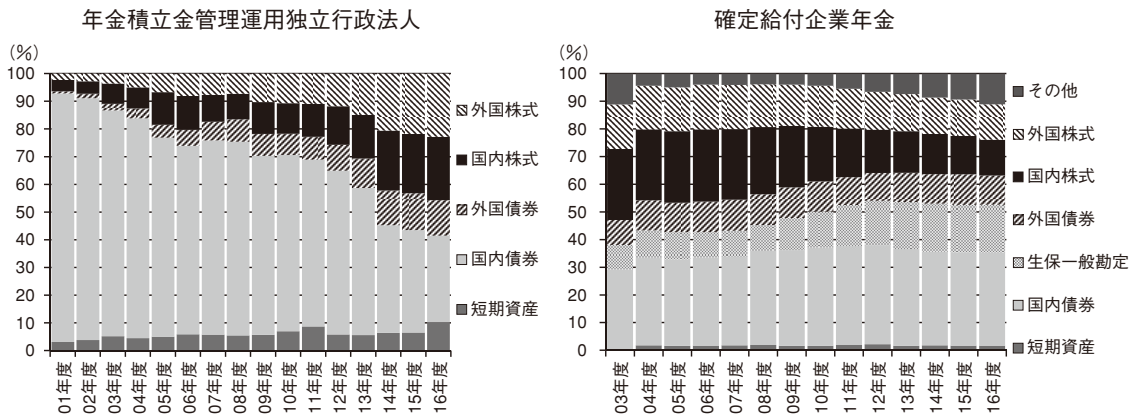
アメリカやイギリスなどでは、株式60％・債券40％をポートフォリオ運用における基本的な配分構成比とする考え方が広く浸透しており、金融危機発生以前の時期においては、多くの企業DB年金のアセットアロケーションもこうした考え方を踏襲していたが、金融危機の発生によりポートフォリオのパフォーマンスが大きく悪化したことを受け、株式構成比率は大きく引き下げられている。

2007年末と2016年末における株式組入比率

目次

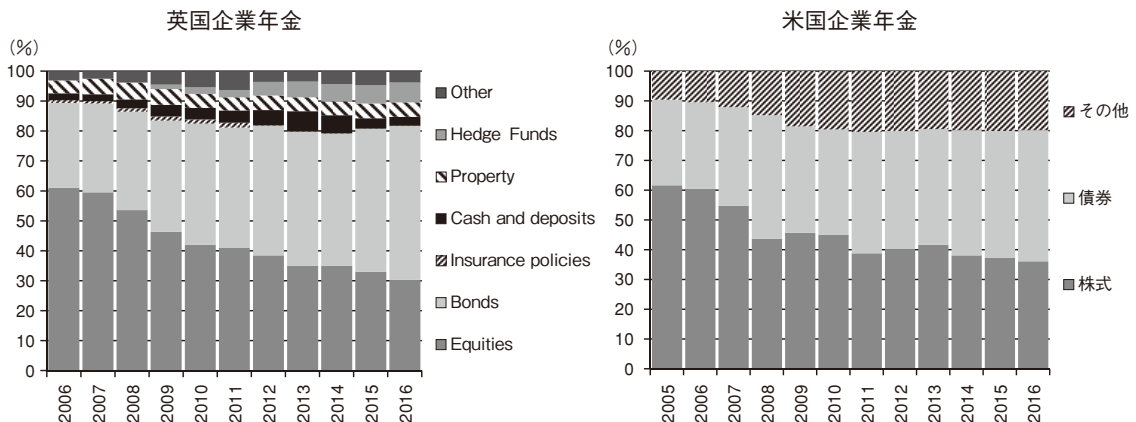
1. リスク回避指向が続く企業年金
2. 企業DB年金のリスク回避姿勢の背景
3. 年金リスクの削減（Pension De-risking）
4. 海外企業DB年金資産運用の特徴的動き

(図表1) GPIFと確定給付企業年金のアセットアロケーション推移



(出所) 年金積立金管理運用独立行政法人、企業年金連合会より年金シニアプラン総合研究機構作成

(図表2) 英・米企業年金のアセットアロケーション推移



(出所) Pension Protection Fund、Millimanから年金シニアプラン総合研究機構作成

の変化幅を見ると、株式組入比率を20%以上低下させている企業DB年金が多く見られている。

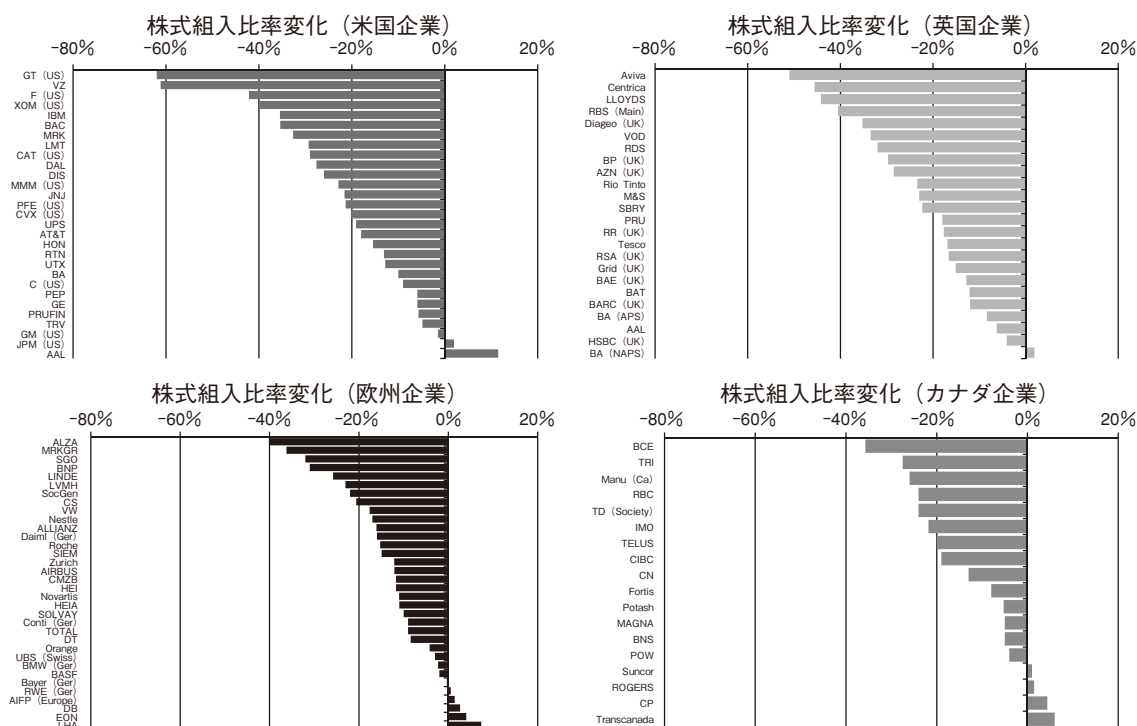
欧州大陸企業のDB年金では、株式組入比率は金融危機発生前からアメリカやイギリスなどとの比較では相対的に低かったが、株式組入比率の引き下げの動きは同様に見られて

いる。

金融危機の発生以降、各国の国債利回りは大きく低下し、多くの国においてマイナス利回りとなるなど超低金利環境となったが、海外の企業DB年金においては、債券の組入比率はむしろ大きく上昇している。

足元では米FRBは着実に政策金利を引き

(図表3) 2007年～2016年の株式組入比率の変化幅



(出所) 各社アニュアルレポート、10-Kから年金シニアプラン総合研究機構作成

上げており、欧州のECBも出口戦略へと向かいつつあることから、長期債利回りにも上昇圧力が強まっているが、海外の企業DB年金が債券から株式へと資金をシフトするような動きはほとんど見られていない。

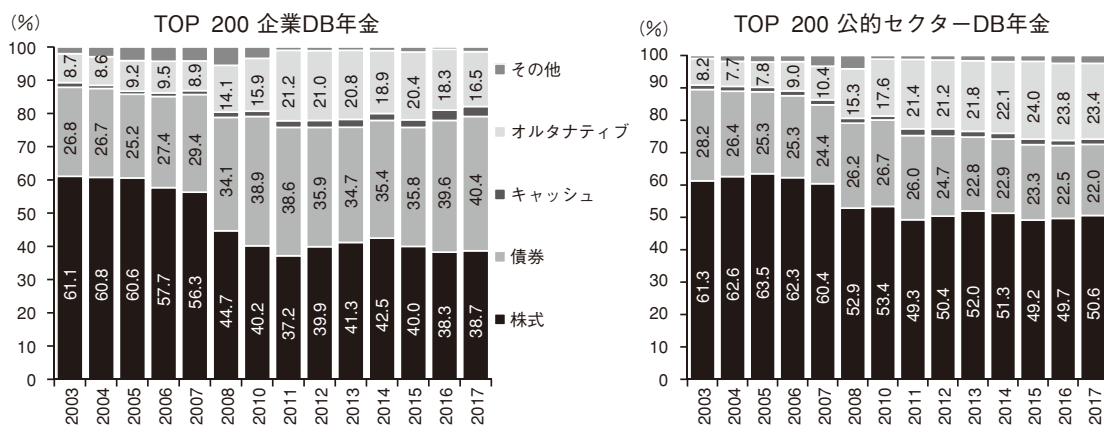
年金資金運用におけるもう一つの特徴は、企業DB年金と公的年金や公務員等を対象とする公的セクターDB年金とのアセットアロケーションの変化の動向に差異が見られてきていることである。

アメリカの状況をPensions & Investments誌のデータで見ると、資産規模で上位200の

アメリカの企業DB年金では、株式構成比率が大きく低下し、債券とオルタナティブ資産へとシフトしているが、カルパース (CalPERS) 等に代表される上位200の公的セクター年金では、株式組入比率は低下しているものの低下幅は限定的で、債券の組入比率も小幅ながら低下し、オルタナティブ資産への資金シフトがより顕著なものとなっている。

企業DB年金では、運用リスクの回避を主たる目的としたアセットアロケーションの変更が行われているのに対し、公的年金や公的セクター年金では、投資の分散を進めながら

(図表4) 米国企業年金と公的セクター年金の上位200基金の資産構成比推移



(出所) Pensions & Investments誌から年金シニアプラン総合研究機構作成

も期待収益率の低下を最小限にとどめることを目的としたアロケーションの変更が目指されているという印象である。

2. 企業DB年金のリスク回避姿勢の背景

企業DB年金が年金資産運用においてリスク回避姿勢を強めているのには以下のような背景があるものと考えられる。

金融危機発生時には、株式を中心にリスク資産が大きく売り込まれたことにより年金資産が大きく減価する一方、債券利回りの大幅な低下を受け年金負債を現在価値に換算する際の割引率の大幅低下により年金負債は膨張したことから、DB年金の積立水準は大きく悪化し、金融危機で業績を悪化させていた年金スポンサーである母体企業の財務に追い打ちを掛ける状況となった。

DB年金から生じる財務負担の重さから、年金リスクの削減(Pension De-Risking)は、企業経営者にとって経営上の重要課題の一つとなり、制度の見直しと共に年金資産運用のリスク削減も大きく進められる結果となっている。

金融危機以前においても、2000年代初頭のITバブル崩壊に伴う株式市場の低迷を受け、企業DB年金では年金資産運用におけるリスク削減の動きは見られていたが、投資対象資産の拡大による分散投資の強化により、ポートフォリオ全体のリスクを低下させるという対応が中心で、年金資産ポートフォリオの期待収益率を大きく引き下げてまで、株式組入比率の引き下げ等の資産構成比の大幅見直しに踏み込む対応は一部にしか見られていなかったが、金融危機後は株式組入比率の引き下げが大きく進んでいる。

企業DB年金の金融危機以降におけるアセ

ットアロケーションの大幅変更には、①資産クラスではなくリスク・ファクターの分散、②年金負債を意識した年金資産運用という二つの考え方の浸透も背景にあると考えられる。

金融危機以前においては、株式と債券という伝統的な運用資産から投資対象を拡大し分散投資を進めることによりポートフォリオの全体としてのリスクを低下させることが可能であるという前提で分散投資が進められていたが、金融危機発生時には、過去の平常時における資産間の相関関係は崩れ期待された分散効果は得られず、資産クラスの分散ではなくリスク・ファクターの分散が必要という考え方が広まっている。

リスク・ファクターという観点からは、株式等が持つリスクは「成長」(Growth)リスクと区分されることが一般的となったが、仮に株式組入比率を6割とすると、リスクの観点からはポートフォリオのリスクの9割以上が成長リスクで占められることとなることが広く認識されたことも、株式組入比率の見直しが進む一つの契機となったものと考えられる。

年金負債を意識した年金資産運用の必要性は、金融危機発生時に年金資産の減少と年金負債の増加が同時に生じたことから、年金負債の変動を意識せずに年金資産を運用することのリスクに対する認識は大きく高まったといえる。また、会計基準の変更により、年金資産の積立不足が年金スポンサーである母体

企業の決算に如実に反映されるようになったことも、年金資産の運用を資産サイドにおけるリスクとリターンの関係だけで考えることを難しくした要因の一つに挙げられる。

旧来年金資産運用は「長期投資」として位置付けられ、中長期的に期待収益率を上回ることが目指されていたが、会計基準の変更により、単年度における資産価格の変動が年金スポンサーである母体企業の決算に反映されるため、中長期的な視点に立った資産運用を行う余裕は減少し、短期的な市場変動にも強く配慮した年金資産運用が必要となった側面は否定しがたく、株式リスクを取りづらくさせているようである。

従来の資産サイドのみから年金資産運用を見る視点では、資産運用のターゲットは設定された期待収益率を一定のリスクの範囲内で上回ることであり、資産運用の「リスク」は資産価値の下落であったが、年金負債を意識した年金資産運用では、「リスク」は年金負債額の変動に年金資産額がついていけないこととなり、年金資産運用のターゲットは年金負債額の変動に連動させることとなってくるため、年金負債の持つ主要リスクである金利リスクやインフレリスクへの対応が主眼となり、株式の保有によるアップサイドのポテンシャルへの投資のインセンティブは薄れていると考えられる。

年金負債を意識した年金資産運用を考えると、特に積立剰余の状態にある場合には、負債対応投資 (Liability Driven Investments :

LDI)により、年金負債が持つ金利リスクやインフレリスクをヘッジし、運用資産ではヘッジの難しい長寿リスクについては長寿スワップ (Longevity Swap) 等でヘッジすることが効率的な資産運用となってくる。

企業DB年金の成熟度が低く新規の加入員の受け入れも継続している“Open”な年金プランである場合には、将来的に付与することになるであろう年金受給権の「成長リスク」のヘッジとして株式等の組入を行う意義とニーズがあるが、年金プランへの新規加入が停止され既加入者への受給権の追加付与も行っていない“Frozen”な年金プランにおいては、成長リスクをヘッジするニーズ自体が減少しているとも考えられる。

年金スポンサーの立場からすると、積立剰余の状態にある企業DB年金においてダウンサイドのリスクを甘受したうえでもアップサイドを狙う投資を積極的に行うインセンティブはあまりない。

年金運用を資産サイドのみからの観点で考えると、低利回りで金利上昇による価格下落リスクも大きい「債券」の組入比率をむしろ高めた形となっている企業DB年金の運用姿勢には違和感を持たれることも多いが、会計面からも年金負債を強く意識せざるを得ない企業DB年金にとっては、債券利回りの低下こそがリスクであり、債券利回りが上昇する局面は望ましこそすれ本質的なリスクではないことには留意が必要であると思われる。

■ 3. 年金リスクの削減 (Pension De-Risking)

企業年金制度は、国によって公的年金制度や社会福祉制度が異なるためそれぞれに濃淡はあるものの、多くの国において退職後の高齢者の生活を支える重要な役割を担っている。長寿化の進展とともに退職後の期間は長期化してきており、公的年金だけで退職後の高齢者の生活資金を賄うことは多くの国で難しくなってきたおり、企業年金や個人年金、個人貯蓄が果たす役割は高まっている。

しかしながら、年金スポンサーである母体企業にとっては、近年の大幅な相場変動と超低金利環境、年金会計への時価評価の導入、長寿化の進展等により、確定給付型の企業年金は負担の重い制度となっており、年金制度から生じるリスクを削減することが、経営上の重要課題の一つとなってしまう。

民間企業にとって企業DB年金が重荷と感じられるようになった背景には、市場要因と制度要因の二つがあるものと考えられている。

市場要因としては、世界的な金利低下に伴う割引率の低下による年金負債の現在価値の膨張と金融危機の頻発や市場のボラティリティ上昇による資産運用サイドにおける困難さの増加が、制度要因としては、会計基準の変更や最低積立基準の設定等の規制強化により、企業DB年金の積立状況等が、企業の利

(図表5) 年金リスク削減の手法

制度デザインの変更	受給権付与方式の変更	・最終給与比例方式⇒平均給与比例方式、ポイント制、別テーブル方式等への変更
	年金給付方式の変更	・終身年金⇒有期年金、一時金
	付帯的給付条件の変更	・インフレ連動の廃止、上限設定 ・付帯的給付の廃止
制度の停止・移行	新規加入停止（クローズ）	・新規雇用者はDCプラン、キャッシュバランスプラン等に参加
	受給権追加付与の停止（フリーズ）	・既加入者も停止以降はDCプラン、キャッシュバランスプラン等に参加
	制度移行	・過去勤務債務を含めた制度全体のDCプラン、キャッシュバランスプラン等への移行
運用リスクの削減	分散投資の強化	・投資対象資産クラスの拡大 ・オルタナティブ投資
	下方リスクの削減	・株式投資ウェイトの削減 ・スマートベータの採用 ・絶対リターン型投資 ・ダイナミック・アセット・アロケーション
	負債対応投資（LDI）	・金利・インフレ・長寿リスクのヘッジ ・デリバティブの活用
負債マネジメント	一時金への転換	・受給者・受給待機者への年金給付から割増一時金への転換オファー
	長寿スワップ（長寿保険）	・長寿リスクの第三者への移転
	年金バイイン	・投資リスク、インフレリスク、長寿リスクの保険会社への移転 ・保険契約の資産への計上
	年金バイアウト	・投資リスク、インフレリスク、長寿リスクの保険会社への移転 ・該当する年金負債と年金資産の切り離し

（出所）各種資料から年金シニアプラン総合研究機構作成

益やバランスシートに直接反映されるようになったことが挙げられる。

会計基準の変更は、企業会計の透明性と正確性の向上を意図したもので、年金規制の強化は、企業DB年金加入者の将来の年金給付の安全性と安定性を高めることが目的と考えられるが、結果としては、企業経営者にとって企業DB年金をコストセンターと位置付けさせ、企業が管理することができない様々な外部要因によって企業の利益やバランスシートを悪化させるリスクを持つものとみなさせる一つの契機ともなっている。

企業DB年金におけるリスクの削減は、資産運用の分野に限られたものではなく、DB年金への新規加入者受入の停止や凍結、DB

からDCへのシフト等、制度面をも含めた広範なものとなっている。

年金スポンサーにとっての企業DB年金のリスク削減には様々な手法が存在している。

年金リスクの削減手法は、大きくは①制度デザインの変更、②制度の停止・移行、③運用リスクの削減、④負債マネジメントに区分可能と考えられる。

主な年金リスクの削減手法を（図表5）にまとめているが、企業DB年金の運用リスクの削減は、制度を含めた年金リスクの削減（Pension De-Risking）の一部を構成するものとして行われていると考えられる。

■ 4. 海外企業DB年金資産運用の特徴的動き

4. 1 負債対応投資 (LDI) の拡大

負債対応投資 (Liability Driven Investment: LDI) は、年金負債のキャッシュフローに年金資産の運用をマッチングさせ、年金資産の削減を図ろうとする運用手法である。

日本では年金負債を現在価値に引き直す際に使われる割引率はゼロ%に限りなく近づいた状態にあり、仮にマイナス金利が深まったとしてもマイナスの割引率は適用を回避することが認められていることから、LDIを導入する企業DB年金は一部にとどまっているが、海外の企業DB年金ではLDIの導入が進んでいる。

海外におけるLDIの導入状況を見ると、北米よりも欧州で多く見られており、欧州の中でもイギリスにおけるLDIの採用比率は極めて高い状況にある。

LDIは、日本では年金負債のデュレーション・ヘッジを目的とした超長期債投資として扱われることも多いが、海外年金では、金利リスクの他にインフレリスクと長寿リスクへの対応も含まれることが多く、年金給付のキャッシュフローに年金資産のキャッシュフローを合わせることも行われている。

ただし、インフレリスクは年金給付額がインフレ率に連動する制度設計となっている場合、長寿リスクは終身年金として給付される

制度設計となっている場合に年金リスクとして強く認識されるものであるため、制度設計により影響度と対応は大きく異なるものとなっている。

LDIを導入するにあたっては、ポートフォリオをリターン追求資産 (Return Seeking Assets、または、Growth Seeking Assets) と負債マッチング資産 (Liability Matching Assets) との二つに分ける考え方が、多くの企業DB年金で見られている。

4. 2 社債等インカム投資の拡大

企業DB年金における債券組入比率は高まっている状況にあるが、多くの国の国債利回りがマイナス金利となっている状況もあり、債券の投資対象の中心は国債から社債等へと移っている状況が見られる。

クレジット資産のスプレッドが大きく縮小を続けていることもあり、投資適格社債からハイイールド債や新興国債券、バンクローン、インフラデット、プライベートデット、CLOなど組入対象には大きな拡大が見られている。

また、社債の発行残高の年限は中短期ゾーンに集中しているため、年金負債のデュレーションに合わせるため、社債投資はスワップ等を活用したデリバティブによるデュレーション調整と併せて取り組まれることが多いようである。

社債やローンに限らず、不動産やインフラストラクチャーなど比較的安定した長期のキ

キャッシュフロー持つリアルアセット（実物資産）などへの取り組みも見られている。

4. 3 資産運用リスクの切り離し

年金資産運用のリスクを切り離し保険会社等に移転してしまう年金リスク移転取引を実施する企業DB年金も海外では多く見られている。主な年金リスク移転取引には、①長寿スワップ（Longevity Swap）、②年金バイイン（Pension Buy-In）、③年金バイアウト（Pension Buy-Out）がある。

長寿スワップは、対象加入者の予定生存率（Projected Survivorship）に基づく事前に定められたキャッシュフロー＋プレミアムを固定レグ（Fixed leg）として年金プランが支払い、実際に発生した年金支給額を変動レグ（Floating leg）として年金プランが受領するような形で設計されるスワップ契約である。

年金バイインは、アップフロント（先払い）でプレミアム（保険料）を支払うことにより、保険会社に投資リスク、インフレリスク、長寿リスク等を移転し、保険会社から対象となる加入者への実際の年金支払額相当分を受領する保険契約である。年金バイインでは、対象加入者の投資リスク等は保険会社に移転されるが、年金負債としては年金プランのバランスシートに残り、年金資産に保険契約が計上される。

年金バイアウトでは、年金バイインと同様に投資リスク、インフレリスク、長寿リスク等が保険会社に移転されるだけでなく、対

象加入者の年金負債と対応する年金資産は年金プランから切り離されるため、年金プランのバランスシートから年金負債額とそれに見合う年金資産額が減少する。

年金リスク移転取引が最も活発なのはイギリスであるが、アメリカでも2012年にゼネラル・モーターズとベライゾン・コミュニケーションズによる巨額の年金バイアウト取引が実施され、その後年金リスク移転取引は活発となってきている。国内では年金リスク移転取引の事例は確認できていないが、日本企業でもイギリス等の海外子会社における企業DB年金においては、年金リスク移転取引の活用がしばしば見られている。

〔参考文献〕

- ・年金シニアプラン総合研究機構（2018）、「海外企業年金の資産運用に関する調査研究」

