

# 企業年金を守るため、いま運用関係者がやっておくべきこと

寺本 名保美 エー・エム・シー専務、年金コンサルタント

## 全

世界的な金融資産の暴落を受け、日本の企業年金基金の運用収益率は昨年の夏以降マイナスを余儀なくされている。2000年のITバブルの崩壊から始まった3年連続のマイナスを03年度からの4年連続のプラス収益でせつかく回復したにもかかわらず、この1年半で再びマイナスの世界となってしまった。00年度からの3年連続のマイナスの時にも見られたように、年金資産の毀損が進むと、企業財務や経営者、そして株式のアナリストなどから、年金資産保有のリスクや制度の継続性について声高に指摘されるようになる。ついこの間まで、年金資産を海外の年金基金やSWF（政府系ファンド）のように、積極的に運用すべきだという主張が高まっていたことなど、今となればおそらく覚えていた者も少ないだろう。

金融資産というものは、実体経済

と同様に、中長期的なサイクルをもつて上下動を繰り返すものであり、周期的に到来する経済や金融資産の下落局面の度に、制度や運用スタンスの見直しを迫られるようでは、長期運用などできるわけがない。逆説的に言えば、企業年金の運用というものは（ある意味では公的年金も）平時における収益の積み上げも重要ではあるが、それ以上に必ず到来する資産のマイナス局面において制度の存続の是非を問われるような損失を極力最小化する努力が最も重要であるということになる。そのためには、年金の資産運用においては資産全体に対し、一定のリスク許容度を設定し、そのリスク許容度の範囲内において、最適な資産や投資手法を分散させるといふ、リスク中心主義の運用哲学をもつ必要がある。

### 収益安定を図るには 国際分散投資

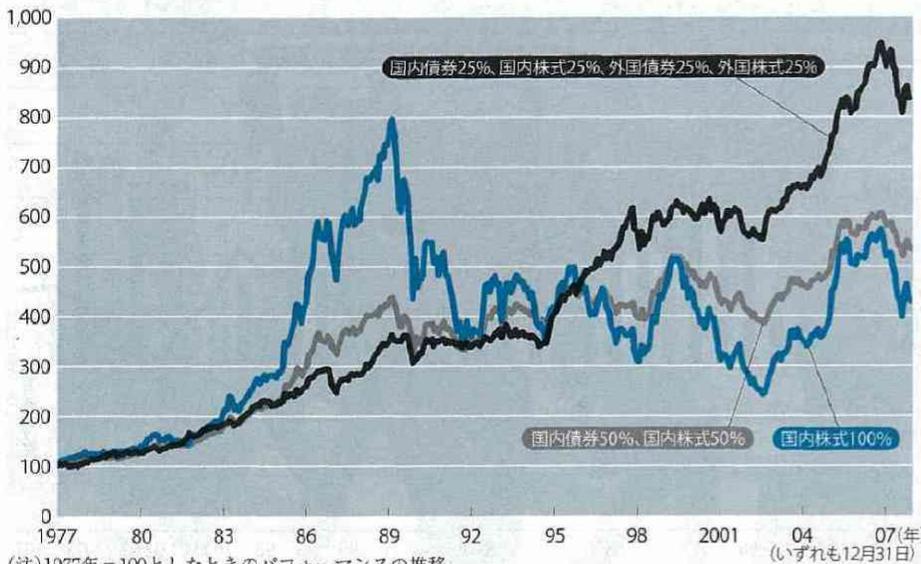
年金資産運用の基本は長期の国際分散投資である。過去30年の累積収益率を見てもわかるように（図1）、国内株式のみを保有しているより国内債券も保有し、投資を分散させた方が収益は安定し、国内資産だけより国内外の株式と債券に分散させた方が収益が安定していることがわかる。実際の年金運用はこの4分割ポートフォリオよりやや国内資産への傾斜が強いと見られることから、本稿では「国内債券40%、国内株式25%、外国債券20%、外国株式15%」という配分を国内年金のモデルポートフォリオと置いてみた。

このモデルポートフォリオの収益率を、過去30年の短期金利運用と比較したのが図2となる。モデルポートフォリオの収益ラインは、ほぼ一貫して短期金利+3%のライン上で推移してきたことがわかる。乱高下をしながら結局は短期金利を1割しか超過できなかった国内株式市場や、短期金利+2%のラインに収斂する国内債券市場と比較しても、この4資産の国際分散ポートフォリオの運用は非常に効率のよい運用結果となっている。ただし、この収益率を10年ずつに区切って見てみると、明らかに10年ごとにリターン水準は低下し、収益の振幅は拡大している。特にこの10年に関しては、収益の振幅は増大する一方で収益率は前期10年の半分にまで低下してしまった。年金の資産運用が簿価から時価に変更され、資産配分や運用対象も自由化されたのが1998年であり、年金自由化後の資産運用はこの収益の低下と変動率の高まりに翻弄された10年となっている。

### 収益低下を招いている ゼロ金利

年金の収益ベースが低下している原因の大部分は、この10年間の「ゼロ金利」によって説明がつく。モデ

図1 国際分散投資の方が収益が安定している



(注)1977年=100としたときのパフォーマンスの推移  
(出所)筆者作成

図2 モデルポートフォリオはほぼ短期金利+3%ラインを推移



(注)1977年=100としたときのパフォーマンスの推移  
(出所)筆者作成

した、全国の企業年金などの収益率実績を98年度以降表示してあるが、00年から02年までのマイナス局面でモデルポートフォリオに比べマイナス幅が大きいことに気づく。これは98年のゼロ金利政策により年金制度上目標としている資産の期待利回り、実際の名目短期金利との差異が急激に拡大し、そのギャップを埋めるため年金が一斉に株式運用への傾斜を拡大したことに起因する。短期金利が低下しているということは即ちその国の経済環境が悪化しているということであり、そこで株式を増やすことがポートフォリオの利益に貢献するとは限らない。実際98年4月からの10年において、リターンが最もよかったのは外国債券の5・24%（年率換算後）であり、次に外国株式（2・17%）、国内債券（1・92%）と続き、国内株式は0・74%と最下位の結果となっている。

年金資産で目標とすべきことは短期金利を安定的に上回る収益の獲得であり、短期金利の低下までを補おうとすれば、おのずと過剰なリスクを取るようになる。リタインの不足をリスクの上昇でカバーしたいという運用責任者自身の誘惑や、経営や制度運営上からのプレッシャーに對抗するためにも、リスクの上限を設定し、過剰なリスクを取れないような仕組みを事前に作っておくことは

ルポートフォリオで見てもこの10年の収益率と短期金利との差異は過去の20年と同様3%に維持されている。この10年で日本の年金利回りが低いように見えるのは、ひとえに日本の短期金利がなかったからであって、年金運用の巧拙の問題ではないということになる。

短期金利を長期的に3%上回るポートフォリオを維持していくことが

できるのなら、将来的に日本の短期金利が正常化されればポートフォリオの収益率もおのずと嵩上げされていくはずであり、仮に今後もわが国のデフレが止まらず超低金利が維持されるとするならば、3%のポートフォリオ収益率で将来の年金原資の確保は十分であるということになる。

資産運用というものは、何もリスクを取らずに獲得できる最小の金利

（リスクフリーレート）が常に基準となる。金利というのはその国の経済活動全般の資金調達コストのベースであり、資金調達コストの国の経済活動は最低でも5%を超える名目リターンが必要となる。従って名目金利が低ければリスク資産の名目リターンも低くなり、名目金利が高ければ資産運用の期待値も高くなる。

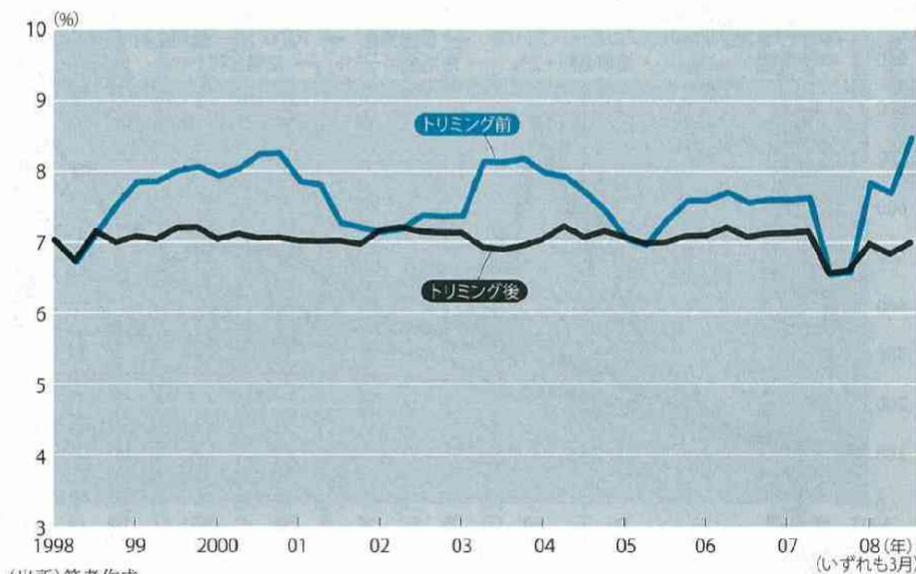
46 図3に企業年金連合会が発表

図3 4資産バランス型モデルの年度収益率と5年移動平均



(出所) 企業年金連合会ホームページより筆者作成

図4 ポートフォリオ推定リスク



(出所) 筆者作成

企業年金運用にとって非常に大切なことであると考ええる。

**問題は収益低下より 収益の振れ幅の拡大**

この10年の年金運用において収益の低下よりむしろ大きな問題なのは、収益の振れ幅が拡大している点にある。収益の振れ幅が拡大している理由は、国内外株式の変動率が高

止まりしていることのほか、資産間の相関が高まっていることに起因する。例えば金融政策が硬直化したため国内債券価格が動かず株式との逆相関が起きない。また経済のグローバル化の影響で国内外株式の相関が上昇。さらに、05年からの過剰流動性の過程においてすべての金融資産が同時に上昇し、その後の崩壊で同時に下落する、などといったように

従来の資産分散効果によるリスク低減効果が期待できない環境が発生している。

資産ごとの変動幅が拡大したり、資産間の相関に変化が起きることに伴い、年金ポートフォリオのリスクが特に資産配分を変えなくても、大きく上下動をしていることに、多くの年金担当者は気がついていない。例えば図4に見られるように、

98年4月に年間の推定リスク7%で構築したポートフォリオは、その後市場環境の変化によって潜在リスクが8%を超える水準にまで上昇していることがわかる。特にこの1年でのリスクは大きく上昇しており、年間の潜在リスクが当初予定より1.5%も上昇してしまっている。万が一この状態で市場が大きく下落すると、当初想定より2割以上大きな実損を抱えることになる。従来の年金運用においては、いったん決定した資産配分は長期的に固定することが基本であるとされていたが、これではむしろポートフォリオが意図せざるリスクを取ってしまうこととなる。資産配分を維持するのではなく、リスク水準が一定になるようにポートフォリオをトリミングすること、ポートフォリオから無駄なリスクが排除され運用効率は改善される。図4は当初7%のリスクで設定したポートフォリオを、想定リスクが7%以内に収まるように四半期に1度株式の保有比率を規則的に変動させた結果である。このポートフォリオの収益実績はトリミングをせず一定の資産配分を継続させたポートフォリオに比べ、10年間トータルリスク・リターンを変えず、単年度の収益の下振れリスクを大きく減少させる結果となった(表)。もちろん市場が大きく上昇する局面ではリス



サラリーマンの老後の生活を守る企業年金

クをトリミングしないポートフォリオに劣後する可能性はあるが、マイナス幅を抑え投資元本の減少を抑えることで10年通期で見れば収益率はトリミング前とほぼ変わらない水準

を維持できている。冒頭に述べたように、企業年金の運用にとって単年度の大きなマイナスは、最も避けるべき現象である。運用の巧拙ではなく、単にリスクの

水準を一定に抑えるという作業だけで、市場環境の悪化が年金制度全体に与える負荷を減らすことができるということ、年金関係者は今一度認識すべきだろう。

### 想定リスクから逸脱していかないか

かつて経験したことの無い金融危機が発生している現況下において企業年金担当が行うべきことは、まず現在のポートフォリオが当初のALM（資産・負債の総合管理）などで、決定した想定リスクから逸脱していかないかを確認すること。次にこの想定リスクが母体の財務体力において

許容可能な潜在損失の範囲内にあるか否かをもう一度確認することである。必要であれば、ポートフォリオの想定リスクを一時的に低下させるというのも一つの判断となるかもしれない。絶対にしてはいけないことは、この1年半のマイナス収益をポートフォリオのリスクを上げることに取り返そうとすることである。言うまでもない。年金制度を持続可能なものとするために、今はできるだけ無駄なリスクを排除し、環境が好転するまで母体も制度も我慢できるポートフォリオを作ることが、当面は急務であると考ええる。

表 リスクを減少させた投資が示した結果

年度	トリミングなし(%)	トリミングあり(%)
1998	1.51	0.74
99	5.97	3.25
2000	▲1.57	1.98
01	▲1.77	▲0.54
02	▲8.50	▲8.16
03	17.14	13.51
04	6.26	6.57
05	18.87	17.90
06	5.95	6.01
07	▲10.52	▲9.96
08	▲4.58	▲3.65
通期リスク	7.77	7.26
通期リターン	2.59	2.57

(注)2008年度は9月まで  
(出所)筆者作成