

# 最近の年金運用を取り巻く課題

ニッセイ基礎研究所

金融研究部取締役研究理事 兼 年金総合リサーチセンター長 兼 ESG推進室長

徳島 勝幸



## 1. はじめに

広い意味の金融において、年金をはじめとする資産運用は、従事する従業員の給与水準が一般的に大手銀行や投資銀行などより低く、監督官庁である金融庁においても独立した課レベルの所管が設けられて来なかったことから、悪い表現ではあるが金融の中で「二流」と目されていた可能性が高い。特に、大手の運用会社の位置付けを考えると、金融などのグループに属するものばかりで、グループに対する監督でカバーされるような状況であった。

### 〈目次〉

1. はじめに
2. 金利上昇と年金運用
3. アセットオーナー・プリンシプルへの対応

しかし、「貯蓄から投資・資産形成へ」という潮流の中で、資産運用の重要性はますます高まっている。資産運用においては、顧客などから資金を預かり直接に運用成果を還元するアセットオーナーと、アセットオーナーから資金を預かり運用収益を還元しつつ手数料を受領するアセットマネジャーとの二種に大別することができる。平成26年に策定された「日本版スチュワードシップ・コード」においては、いずれも機関投資家としてまとめられていたが、その中においても「資産運用者としての機関投資家」と「資産保有者としての機関投資家」に大別することが指摘されている。この後者の代表例が年金基金や保険会社であり、最近ではアセットオーナーと呼ばれる。2024年には様々なアセットオーナーに対する共通の規範としてのアセットオーナー・プリンシプルが策定されている。

アセットオーナーは自己を含む最終的な受益者に運用の成果を還元する義務を負ってお

り、ガバナンスの在り方を含め様々な組織構造の課題を有している。公的年金および企業年金などの年金基金については、近年、注目が集まっており、GPIF（年金積立金管理運用独立行政法人）の次期中期計画に基づく新しい基本ポートフォリオがどうなるか等資本市場に影響を与える可能性を有するものも見られる。その他にも、年金運用におけるESG投資やインパクト投資などサステナブル投資の在り方など幾多の課題に直面しているが、本稿では直面する金利上昇への対応とアセットオーナー・プリンシプルへの取り組みという喫緊で重要な二つの課題について取り上げたい。前者は目の前の現実としての運用課題であり、後者は中長期的に運用体制の整備等が求められる構造課題である。

なお、近年は、企業型確定拠出年金やiDeCoといった確定拠出型の年金制度が残高を増やしている。これらは基本的に最終受益者が自ら具体的な運用に関する指示を行うもので、アセットマネジャーは介在するものの、本稿で取り上げる年金基金には該当しない。確定拠出年金にも様々な課題が存しているが、それらについては別稿に委ねたい。

## ■ 2. 金利上昇と年金運用

### (1) 日本の企業年金は稀有な成功例

日本の確定給付企業年金は、世界的に見ると、もっとも成功した部類に入ると考えて良い。純資産残高が100億円に満たない小規模

なものが数としては多いものの、積立比率は平均的なイメージでは120%を超えるような状況にあり、健全な財政状況を誇る。欧米のように企業年金の凍結や閉鎖に踏み込む必要性が強く感じられない。こうした状況をもたらした要因としては、主に三つを上げることができる。

まず、制度の予定する割引率を十分に引き下げられたことである。低金利政策が長く続いたことで、かつては5.5%を上回るような高水準であった予定利率を平均すると2%程度にまで引き下げられたのである。その結果、無理に高いリスクを取った運用をする必要がなくなった。このような予定利率引下げを実現できた背景には、母体企業が予定利率引き下げによる掛金負担の増大を容認したことに加え、無理な運用を望まない加入者や受益者側の意識もあったと考えられる。企業側も労働者側も、共にリスク回避の姿勢が強かったと言えるだろう。

次に、給付の有期化である。少子高齢化は企業の従業員構成においても進んでおり、長寿化、長生きのリスクが喧伝されている。欧米では年金の給付は終身が一般的であり、そうでなければ年金とは言わないとすら考えられることもあるが、日本では社会構造の変化を受け多くの企業年金は終身年金を廃し有期年金に変更した。欧米の企業年金では長寿化対応スワップを利用したり、極端な場合には年金バイアウトによって長寿化リスクを回避する例も見られるが、日本の多くの企業年金

---

は長寿化に対応する必要がなかったのである。有期化に際しては労使合意が求められるが、少子高齢化や特殊出生率の低下を見ると、加入者側も容認せざるを得なかっただろう。

三点目が、給付の非物価連動化である。「遠い約束」とも揶揄される長期間の契約である年金において、将来の物価変動を予見することは難しい。一方で、退職後の生活水準を確保するという観点からは、購買力の確保は必須である。したがって、欧米の年金では、老齢給付は物価等に連動して実質的な価値を確保することが当然とされている。日本においても、一般的には在職時の平均給与や退職時の給与水準が年金給付に反映するとされるが、給与そのものが、長期にわたるデフレの中で物価水準に連動する構造が見られなくなったのである。かつて春闘の中では、生活維持のためとして物価上昇に連動したベアアップが要求されていたものの、デフレ下では物価水準の反映は名目ベースで給与減額となるため、物価への連動性は小さくならざるを得なかったのである。年金給付が物価と連動しなくなり、給付の有期化と合わせると、年金はほぼ固定の負債と化したのである。

公的年金は、マクロ経済スライドの導入によって完全には物価スライドが実現されないものの、ある程度の賃金や物価上昇を反映し終身にわたって年金給付が行われる。比較すると、企業年金は大きく異なる姿の年金になっている。これらの特性によって日本の企業

年金は高い積立比率を誇り、世界でも稀有な成功と考えられるようになっているが、有期で物価に連動しない老齢給付は、必ずしも退職後の生活を支える十分なものでない。

## (2) 円金利資産のみでは対応困難

物価と金利の上昇している中では、これまでのデフレ下での運用から、異なった種類の運用を模索する必要がある。まずは、各年金の制度やそれを受けた負債構造がどうなっているかを確認したい。終身給付が多く残っていたり、給付の物価連動が求められる制度であれば、それらに対応した運用が必須である。また、制度上では終身や物価連動の給付がないとしても、労使交渉の際に将来に向けて求められる可能性は少なからずあるだろう。退職後の生活水準を確保できなければ、企業年金そのものの存在意義が疑問視されかねない。年金が何のためにあるかを考えると、脱デフレ下で制度の見直しが提議されてもやむを得ないのではないか。

長寿対応も物価連動性も求められない多くの日本の企業年金の負債は、十分な利回りさえ獲得できるのであれば円建ての債券運用だけで可能だが、物価連動性を求められるのであれば円金利資産での運用だけでは目標を充足することが困難である。なにしろ円金利資産は、固定された利息と元本の償還しか約束しない。したがって、物価上昇には極めて脆弱な資産と考えておく必要がある。

インフレによって物価が上昇する場合、主

(図表1) 国債利回り(10年・30年)の推移



(出所) 日本証券業協会「公社債店頭売買参考統計値」を基に筆者作成

要な資産クラスの優劣は、ほとんどデフレ下と逆転することになる。金利が低下する中では債券の保有にメリットがあり、しかも、代表的な市場インデックスであるNOMURA BPI総合は、時価の約8割以上を占める国債の発行年限が長期化したことでデュレーションが伸び続けたため、金利低下での長期化という二重のメリットを享受して来たのである。金利が上昇する局面においては、債券からのリターンは低下し、急上昇する局面ではマイナスに陥る。なお、比較的高齢の石油ショックや1990年秋の金利上昇等を経験した人の中には、金利が6%とか8%とかに上昇するという危惧を持つ方もいるが、経済の成長

率が異なるため、物価上昇率が5%を大きく超えない限り、そのような長期金利を見ることはないだろう。なお、金利上昇局面において、市場インデックスは、最初は金利上昇の影響で少し短期化するものの、発行量の影響から長期化が継続するため、金利上昇下での長期化という最悪の対応が求められることを覚悟しておかなければならない。

固定金利の貸付や銀行預金についても、同様に物価上昇の影響が不利に働くことが予想される。変動金利商品や預金金利が随時見直されると影響は小さくなるが、近年に金利上昇を経験しておらず、連動性は必ずしも高くないことを想定しておくべきだろう。

だからと言って、債券区分への投資をゼロにするという極論に与する必要はない。それでは、上昇局面でフルポジションを採り下落を予想する局面ではポジションを持たない、いわゆるマーケットタイミングの手法を採用することと同義である。中長期の基本ポートフォリオを作成し、時価変動に応じてリバランスを行う一般的なポートフォリオに基づく資産運用は、マーケットタイミングに合わせてポジションを変更し収益を上げることが難しいという前提に立っており、両者の考え方は相容れない。

特に、時価評価を行う投資家にとって、金利の上昇した期には債券から得られる利回りがマイナスになる可能性もある（利息及びローリング効果等によって必ずしも金利上昇が即マイナス利回りではない）が、金利上昇が続かなければ翌期からは洗い替えた高い利回りを享受することができる。結局のところ、典型的な債券は最終的に100%の額面で償還するのであり、途中の運用環境がどうであれ、発行体がデフォルトしない限り購入した時点での利回りは確保されている。

債券投資のみでインフレに対応しようとするならば、短期債の保有比率を高めデュレーションを短期化したり、物価連動債の比率を多くしたり、スワップの固定払い等デリバティブによってポジションを変化させることが考えられる。なお、物価連動債への投資は、日本の債券市場において規模があまりに小さいため、欧米の同種債券に投資することが考

えられる。

### (3) インフレに強いとされる資産

リスク性資産と呼ばれるカテゴリに含まれる投資対象の多くには、インフレ対応力があるとされる。物価上昇への対応が求められる欧米の年金基金で伝統的な基本ポートフォリオが株式：債券で60/40なのは、株式による物価上昇への対応を期待しているからと考えられる。株式以外にも、一部の不動産などは、ある程度の物価連動性が期待できる。かつて生命保険会社などは、同様の理由で株式を保有し不動産投資を行っていた。1960年代までの株式は高い配当利回りが期待できるインカム資産であったとか、投資用不動産の端緒は営業用店舗の余剰部分を賃貸に利用したといった経緯もあるが、後に株式や不動産への投資を行う理由の一つとして物価連動性を挙げていたのである。また、日本でも公的年金はマクロ経済スライドによる影響はあるものの、基本的に給付が賃金や物価に連動しており、現在は内外株式に資産の半分を投資している。

株式の場合には、個別銘柄でなく市場全体を代表するインデックスの動きは経済全体をなぞるものであり、物価上昇に連動して株価が上昇すると期待することが一般的である。連動性は時々によって異なるし、特に、TOPIXは上場している優良企業の株式の集合体であって、日本経済全体とは必ずしもマッチしていない可能性がある。それでも、純

粋な物価連動債やCPIに連動するインフレーションスワップ等以外の運用対象では、もっとも物価上昇に対応できる可能性がある。しかし、株式投資は、必ずしも単純なインフレ対応にはならない。もし株式にインフレ連動性があると強く主張するならば、アベノミクス開始時点から暫くの間、ほとんど物価が上昇しなかったのに、株価が数倍になったことが一つの反証となるだろう。

不動産については、株式よりもさらに物価との連動性が低い。まず、株式のように市場全体に投資する手法がなく、個別物件もしくはJ-REITやファンド等の形態で集合体になっているに過ぎない。個別の物件価値を左右するのは、物価よりも立地や仕様等であり、物価とは強く連動することがない。空室率や地価、賃料が物価に影響を受けることも総論としては正しいが、個別の要素があまりに色濃い。物価が上昇して金利水準が上昇するため、キャップレートが上方ヘシフトし、物件価値が低下するという論理構成は可能だが、その他の要素の影響を無視することはできないだろう。結局のところ、不動産投資にある程度の物価連動性があると言うことはできるが、物価上昇をヘッジするという観点からだけで、不動産を保有していれば十分であるということにはならない。

### ■ 3. アセットオーナー・プリンシプルへの対応

#### (1) アセットオーナー・プリンシプルの策定と概要

内閣官房の新しい資本主義実現本部事務局は、昨年8月にアセットオーナー・プリンシプルを発表した。プリンシプルでは、“アセットオーナーは、インベストメントチェーンの中で、直接的又は間接的に、金融資本市場を通じて企業・経済の成長の果実を受益者等にもたらす重要な役割を担っている”とアセットオーナーの位置付けを明確にし、“アセットオーナーの範囲は、公的年金、共済組合、企業年金、保険会社、大学ファンドのほか、例えば資産運用を行う学校法人など幅広く、その規模や運用資金の性格等は様々である”とも記している。そのことから、多くの企業はアセットオーナー・プリンシプルに対して投資対象の立場に置かれ、プリンシプルの実施によって間接的に成長を促される立場と見えるが、実際には、企業が受動的な姿勢のみであることは望まれておらず、アセットオーナーに直接的もしくは間接的に関与する存在として能動的に動くことが求められる。

アセットオーナー・プリンシプルの全体像を概観すると、“アセットオーナーが受益者等の最善の利益を勘案して、その資産を運用する責任（フィデューシャリー・デューティー）を果たしていく”ためのものであり、以

下の5つの原則で構成されている。簡潔に要点をまとめると、以下のようになる。

- 原則1：運用目的の明確化、適切な手続に基づいた意思決定による運用目標の決定と適切な見直し
- 原則2：必要な人材確保などの体制整備と外部知見の活用・委託
- 原則3：適切な運用方法の選択とリスク管理、最適な運用委託先の選定と定期的な見直し
- 原則4：ステークホルダーへの説明責任を果たすための情報提供
- 原則5：スチュワードシップ活動の実施

各々の原則に対して補充原則が付されており詳細に規定されているように見えるが、実際には、「適切な」とか「必要に応じて」といった文言が随所に付されている。これはプリンシプルの対象が、運用資金の特性や資産規模などが様々な幅広い運用主体となっていることに加えて、あくまでもプリンシプルとして構成されているためである。そのため、「本プリンシプルを受け入れる場合でも、全ての原則を一律に実施しなければならないわけではなく、本プリンシプルでは、いわゆる「コンプライ・オア・エクスプレイン」（原則を実施するか、実施しない場合には、その理由を説明するか）の手法を採用している」と明記されている。プリンシプルの受入れ状況は、所管官庁が一覧性のある形で整理・公表する

とされており、アセットオーナーは受入れを表明する他、コンプライ・オア・エクスプレインの内容についても公表する姿勢が求められている。

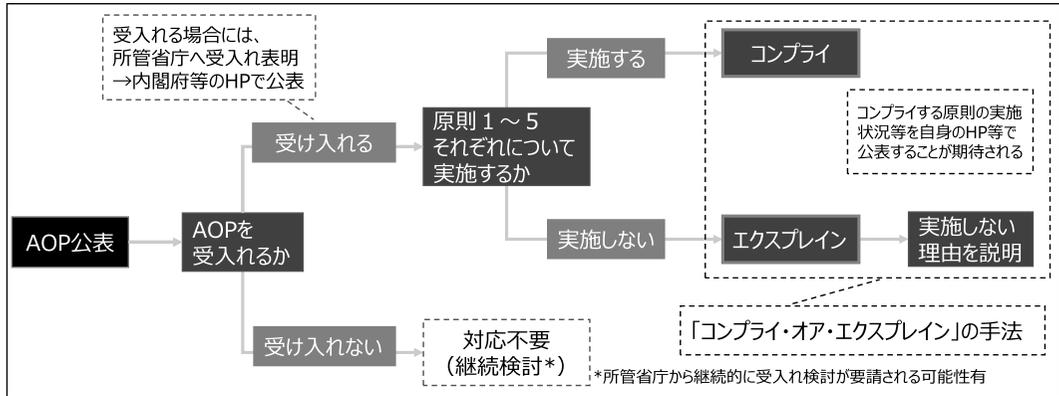
## (2) アセットオーナー・プリンシプルへの対応

アセットオーナー・プリンシプルの確定を受け、公的な資金を運用し資産規模の大きな9運用主体<sup>(注)</sup>が政府からの要請で、早々に受入れと対応方針を公表している。プリンシプルの対象となる様々なアセットオーナーは、これらの対応を参考にしつつ、それぞれの対応を決定することになる。

企業年金は、アセットオーナー・プリンシプルと厚生労働省年金局の発する「確定給付企業年金の資産運用ガイドライン」の改訂版が公表されたことを受けて、具体的な対応を準備しており、既に受入れを表明しているものもあるが、他の多くは、機関決定のタイミング等を考えると、今年度末から来年度前半にかけて対応を公表するものと考えられる。

アセットオーナー・プリンシプルへの対応は、直接的には当事者であるアセットオーナーによるものとなるが、企業の多くは間接的なものも含めて対応が必要になる。まず、企業年金の実施形態で基金型を採用している場合には、母体企業は企業年金基金がプリンシプルに的確な対応をできるように支援することが求められる。また、規約型の場合には、企業そのものが企業年金のアセットオーナーで

(図表2) アセットオーナー・プリンシプル (AOP) 受入れのイメージ図



(出所) 日本生命及び週刊金融財政事情10/1号を基に筆者作成

あり、直接プリンシプルへの対応が求められるのである。

アセットオーナー・プリンシプルへの対応に際して、プリンシプルを一言一句厳格に遵守する必要はないが、十分に趣旨を理解した上で、対応するべきだろう。詳細な対応は各アセットオーナーの判断に任されているものの、横並び意識の強い日本の企業社会においては、ある程度の水準が求められることになると予想される。

中でも、企業年金は、毎年度の報告書を所管する厚生労働省年金局企業年金・個人年金課に提出することが求められており、原則4への対応として各企業年金から提出された報告書の内容が同課によって整理され、一覧の形で公表されることが予定されている。この一覧の作成と公表は、多くの企業や年金にとって大きなインパクトになると思われる。制度として予定する割引率や想定運用利回りの

みならず、実績の運用利回り等制度実態が一覧化される。本来、母体企業の従業員の年齢構成やリスク許容度・対応姿勢、年金給付の期間設定等に加えて、各企業の資本充実度といった様々な要素によって年金制度は独自の設計になっているものである。自己資本が潤沢であったり、従業員の年齢構成が若かったりすれば、高い想定運用利回りを設定してリスクを取った運用も可能だろう。逆に、成熟度が高い企業年金では流動性の確保が優先され、リスクを取った高い運用利回りを目指すことは難しい。各企業の経営方針や様々な要素を無視して、単に割引率や運用利回りの高低を議論することは、企業にとっても、また、従業員にとっても、好ましいものではない。

### (3) アセットオーナーによるスチュワードシップ活動と企業

アセットオーナー・プリンシプルの原則5

は、アセットオーナーがスチュワードシップ活動を実施することによって、投資先企業の持続的成長を実現するよう必要な工夫をすべきとしている。つまり、企業もアセットオーナーによるスチュワードシップ活動によって経営に対する直接や間接の影響を受ける可能性がある。アセットオーナーに、かつてのような安定株主やサイレントパートナーであることは期待できない。加えて、企業年金制度を採用している企業は、改めてスチュワードシップ・コードやコーポレートガバナンス・コードへの対応を再確認することが求められている。

アセットオーナー・プリンシプルへの対応は、大規模な企業年金にとっては、ほぼ対応済みの内容であり、あまり大きな負荷はないと思われるが、小規模な企業年金や規約型、更には総合型企業年金といった様々な存在を考慮すると、必ずしも他人事ではないと考えられる。それ以外にも、資産運用立国実現プランにおいて指摘された確定拠出企業年金の領域での対応が必要な可能性は高い。確定拠出年金の商品ラインナップや、その見直し、また、採用している商品の運用会社が偏っていないかといったプリンシプルの原則3に基づいた観点からの吟味が必要である。企業はすべからずアセットオーナー・プリンシプルへの対応が求められ、資本市場を利用している以上、何らかの対応が必要になるだろう。

#### (4) アセットオーナーの将来像

プリンシプルの対象となる範囲は学校法人なども含んで幅広く、企業の取引先という意味では、更に影響の生じることも考えられる。アセットオーナー・プリンシプルや資産運用立国実現プランのため、中央官庁の体制は整備されている。中でも、金融庁は監督局の中に資産運用企画課を設け、資産運用業を銀行・証券・保険と並ぶ第四の柱としてモニタリング等を行うことが予定されている。1年前に総務課の中に資産運用企画室が設けられてから、すぐに行われる課の設置であり、資産運用に関する対応の重要性が改めて認識される。アセットオーナーの直接の窓口は、年金を所管する厚生労働省以外にも複数の官庁があり一律の監督を行うことはできないが、アセットマネジャーを一律的に金融庁が監督することで、統一したアプローチを行うことが可能になる。アセットオーナー・プリンシプルへの対応を通じて、アセットオーナーによる取り組みが、徐々に進化・高度化していく中で、企業への様々な影響も大きくなって来ることが考えられる。

(注) ①GPIF、②国民年金基金連合会、③国家公務員共済組合連合会 (KKR)、④地方公務員共済組合連合会、⑤日本私立学校振興・共済事業団、⑥企業年金連合会、⑦勤労者退職金共済機構、⑧中小企業基盤整備機構、⑨科学技術振興機構 (JST)

