

本部 崇仁

ラッセル・インベストメント株式会社
 コンサルティング部
 シニア コンサルタント／年金数理人

CFOのための年金運営4



前回は、資産運用のリスク管理について解説した。今回はそれ以外のリスクについて整理してみたい。

金利リスク

金利リスクとは、金利変化に伴って債務額が変化するリスクをいう。退職給付債務は、現時点の給付の持分を金利(割引率)で割引計算して算出される。債務の金利感応度は、制度設計によって異なるが、1%の金利変化で2割近く債務変化することもある。金利リスクは規模の大きなリスクと言える。

しかし、仮に制度自体の金利感応度が高くても、割引率があまり変化しなければ、結果としてリスクはあまり生じないことになる。次に割引率の現状について見てみたい。割引率は、一般的に従業員の平均残存勤務期間に相当する国債の利回り等に基づいて設定される。代表的な指標として参照されるのが20年国債であるが、2000年から2009年までの利回りは概ね2.0%から2.2%で推移している。2010-13年は比較的大きく変化しているが、それ以外は概ね安定して推移してきた。

また、現在の割引率決定ルールには「重要性基準」があり、債務変化が10%未満であれば割引率の見直し自身も留保できる。仮に債務の金利感応度が20%だとすると、金利の変化幅が0.5%未満であれば割引率を見

直さない判断も可能である。

確かに制度面だけで考えると金利リスクは高いのだが、足下の金利環境等を勘案すると短期的な負の金利リスクは必ずしも高くはない。

現在の長期金利が引き続き史上最低水準の状況にあることを鑑みると、これが今後上昇する可能性もある。そのような場合、金利感応度が高い制度では、金利上昇に伴い予想外の剰余が発生することになる。積立不足解消のため掛金を早急に引上げる対策は、健全性の観点から重要だが、金利上昇に伴う積立剰余が発生し得ることも忘れてはならない。

金利リスクを抑制する方法には、制度変更による対策と資産運用による対策がある。制度変更による対策としては、給付額が国債の利回り等で再評価される制度(キャッシュバランス制度等。以下「CBP」という)に移行することが有効である。CBPでは、金利変化に伴って給付額が変化するため、金利リスクを相殺することができる。しかし、期待どおりの効果を得るためには、給付変化と債務変化が連動するように設計する必要がある。現在主流のCBPは、過去の一定期間の平均利回りに連動するものが多く、予想外のリスクが発生する可能性がある。また、既に年金受給権者であるOBの債務割合が高い場合には、制度変更の効果が現れるまでには時間がかか

る。
 資産運用対策としては、LDI (Liability Driven Investment) が代表的である。これ

は、金利変動に伴う債務変動を相殺するような債券中心のポートフォリオを構築する運用手法を言う。LDI運用を行う場合には、債務が債券価格と連動しやすいように債務計算ルール等を事前に整備する必要がある。

長寿リスク

終身年金制度では、長寿化に伴う債務上昇リスクがある。長寿リスクは、債務計算用の死亡率の要因と制度要因に分解できる。まず、死亡率から見てみたい。周知のとおり日本は世界一の長寿国である。そして平均寿命は今までに延びている。国連の世界人口予測レポート(二〇〇六)によれば、二〇四五―二〇五〇年には、現在より五年弱延び、八七・一歳にも達することである。

しかし、一般的に将来の平均寿命の延びは、債務計算に織込まれていない。それだけでなく、現在主流の債務計算用の死亡率は、二〇〇二年または一九九七年の国勢調査に基づいた値である。これは、直近の平均寿命の状況すら十分債務に反映されていないことを意味する。

次に制度要因を見てみよう。日本の年金制度は、退職一時金から移行(平均的な移行割合は四割〜六割)している場合が多い。年金化にあたっては、年金給付の保証期間部分の現在価値と移行額が見合うように制度設計されている。なお、保証期間とは、年金受給者

がその期間に死亡した場合、残余期間分を遺族に支払う約束をしている期間のことである。保証期間が長いほど、実質的に長寿リスクが発生しにくい。

また、支給期間だけでなく保証期間終了後(終身部分)の年金額の水準も長寿リスクに影響する。終身部分の年金額が半分になれば、当然長寿リスクは半分になる。昨今の制度変更を見ると、保証期間を延ばし、終身部分の年金額を引下げているものが多い。これにより長寿化リスクは相当抑制されることになる。

制度全体のリスクは、制度変更前の受給権者の割合などを勘案して評価する必要がある。

インフレ・リスク

企業年金のインフレ・リスクについては、長期的な潜在的リスクまで含めて考える必要がある。

短期的にみれば、一般的な確定給付制度の場合、給付額計算に使用する給与等にインフレが反映されないため、インフレ・リスクはない。最近流行のCBPの場合、国債利回り等で給付額を改定するため、インフレの影響を受けて給付が増加することになる。現在は経済的に見てインフレが心配される状態にはないため、あまり話題に上らないが、長期的には資産運用や年金財政運営のバランスを見つ

つインフレ・リスクのヘッジについても気を配る必要がある。

インフレ・リスクを長期的に考えるためには、年金制度のあり方も含めて考える必要がある。ご存知の通り、企業年金は「老後の生活の重要な柱」の一つである。物価水準が今より上がっていくと、実質価値維持のため給付水準の見直し議論が飛び出してこないとは言えない。退職給付に対する物価の影響を全て年金制度で賄わなければならないわけはないが、何らかの対応が求められる可能性がある。

日本はバブル崩壊以降、非常に低い物価上昇率(下落)だったため、インフレを意識した年金運営をしてこなかった。超長期がターゲットの年金運営では、潜在的なリスクも含めて、さまざまなシナリオに対応できる姿勢が求められる。

最後に

これまでの四回で、CFOの視点に立った一般的な年金運営について紹介してきた。次回より二回に分けて、より進歩的なこれからの資産運用戦略について考えてみたい。

参考文献

浅岡泰史・本部崇仁・喜多幸之助「企業価値を向上させる退職給付制度の運営」(中央経済社、二〇〇八年)