

2011年6月27日 全8頁

米国の企業年金の資産運用動向

資本市場調査部
金融調査課
森 祐司

米国の確定給付型年金（DB プラン）は、株式市場が回復し、足元のパフォーマンスが向上しても、債券投資へのシフトはより鮮明になってきた。

[要約]

- Pensions & Investments の調査によれば、米国の確定給付型年金（Defined Benefit Pension Plan 以下 DB プラン）の資産配分において、国内株式から外国株式あるいは米国債券にシフトさせる動きが、ここ数年続いていることが明らかとなった。米国 DB プランでは投資実績のあまりないヘッジファンドへの投資といった動きも見られるが、全体的な資産配分比率で見るとまだ大きくはない。タイプ別で見ると、企業年金は国内株式を国内債券に、公務員年金は国内株式から外国株式へのシフトが特徴的である。
- 米国 DB プランでは金融危機によって、DB プランの資産運用が抱えるリスクの大きさを再認識した。また、これまでのリターンを重視した運用姿勢から、年金負債の変動をより意識した運用へと変化してきている。DB プランの株式から債券へとシフトさせる動きの背景には、このようなりスクへの意識が強まっていることがある。さらに、将来的には規制環境、特に国際会計基準の変更などをにらみながら、LDI（年金負債対応投資）の導入や、資産配分を債券中心に変更するなど、負債変動をヘッジするような運用手法が広がっていくことが予想される。

1. はじめに

経済金融危機後の年金基金の運用結果は良好ではあるが、株式から債券へのシフトなどリスク回避的になってきている

2011年6月10日付けのレポート（森[2011b]）において、OECD 諸国の年金基金の運用動向について、2008年の経済金融危機後の状況を中心に報告した。そこでは、危機後、急速に株式市場のパフォーマンスが回復したことにより、運用結果は良好であったことを示した。しかし年金基金の積立比率は劇的な改善とはなっておらず、年金基金はリスク回避的になり、米国の年金基金を中心に株式から債券へシフトさせる動きが明確になってきたことを報告した。

2010年も2009年に引き続き良好なパフォーマンスだった

また、2011年3月16日付けのレポート（森[2011a]）においては、米国や世界の主要年金基金の2010年の資産運用結果を概観した。2010年も運用結果は09年に続いて良好だったが、株式投資では新興国株式への投資比率の増加や、オルタナティブ投資を増加させるなど資産の分散化を進めていることを指摘した。

本レポートでは、米国の確定給付型年金（DB プランと略す）の運用動向について、主に米国企業の DB プランを対象とする2010年のアンケート調査をもとに、今後の米国における DB プランの資産運用の方向性について考察する。

2. 米国の年金基金の資産配分動向

米国の年金基金の資産配分動向を Pensions & Investments の上位 200 プランを概観

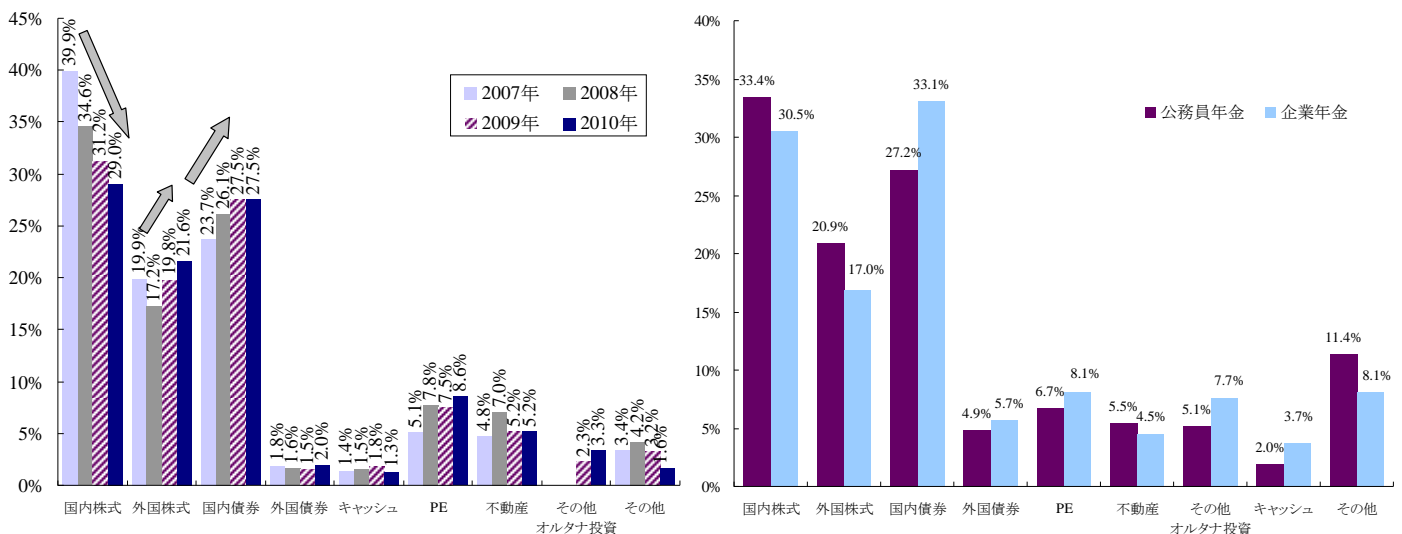
米国株式の減少、外国株式、米国債券へのシフトがより明確に

まずは、近年における米国の年金基金の資産配分の動向について、Pensions & Investments の調査「P&I1000」から、上位 200 の年金基金（DB プラン・DC プラン含む）の資産配分動向について図表 1 で確認しよう。上位 200 基金の資産配分動向の特徴は明らかで、①米国株式を年々減少させてきていること、②増加させている資産は外国株式と国内債券であること、③ヘッジファンドなど若干増加してはいるが、オルタナティブ投資の構成比はほとんど変化がないこと、である。米国年金が米国株式を減少させ、外国株式を増加させているのは、正にホーム・アセット・バイアスの是正を行なってきている表れだと言えよう。最近日本の年金基金でもこの是正は話題となっているが、米国でもバイアスの是正は進行していたのである。2008 年に経済金融危機により株価が低下して、2008 年の株式投資比率の低下に寄与したと見られる。しかし、注目されるのは、株式市場が急回復した 2009 年においても、株式投資比率の減少が続いていることである。危機後では国内債券の拡大幅は他の資産よりも大きく、米国の年金基金が国内債券に重心を移してきていることも窺われる。日本では、国内株式から資産の変更先としてヘッジファンドなどオルタナティブ投資が候補先として取り上げられるが、米国ではそのような動きはあるものの、不動産やプライベート・エクイティ投資など選択肢も豊富で既に投資比率も高いことや、ヘッジファンドへの投資姿勢が日本の年金基金ほど前向きではないことから、日本のように 10% 程度の水準まで高まってはいない。

公務員年金は外国株式、企業年金は米国債券への投資が目立つようになってきた

公務員年金と企業年金の資産配分比率を比較すると（図表 1 右図）、企業年金は公務員年金よりも国内債券の比率が高いこと、公務員年金は内外株式の投資比率が企業年金よりも高いことが特徴として挙げられよう。企業年金で国内債券の投資比率が高いことは、後に見るように将来的な国際会計基準の採用を見越しての変更や、資産の変動リスクをより回避する動きが背景にあると見られる。これら米国の企業の DB プランの今後の運用動向について、次節で見ていこう。

図表 1 米国年金基金上位 200 の資産配分（左）と 2009 年の米国企業年金・公務員年金の資産配分状況（右）



（注）各資産の値は資産毎に求めた平均値であるため、その合計は必ずしも 100%にはならない。

（出所）Pensions & Investments, 各号より大和総研資本市場調査部作成。

3. 米国企業の DB プランの動向

米国企業のDBプランの今後の動向をアンケート調査から報告する

1990年代から米国企業ではDBプランからDCプラン（確定拠出型年金）へと年金制度を変換させる動きが広がっていた。2000年代に入ると、その動きも一巡したが、大企業を中心にDBプランを残す企業も少なくなかった。そのようなDBプランを擁する米国企業も、2008年の経済金融危機によってDBプランの運用コストやリスクについて再認識し、将来的に制度変更などを改めて考え直すようになってきている。結論から言えば、2009年に引き続き2010年も資産運用のパフォーマンスは決して悪いものではなかったが、企業年金制度の改編を検討する動きに変化はないようである。以下では、2010年に行なわれたいくつかの米国企業向けのアンケート調査結果をもとに、DBプランの今後の動向を考察しよう。

DBプランの運用戦略は米国株式を売却し、債券投資を増加させる傾向が明確

まずは米国最大級の資産運用会社 Vanguard による米国のDBプランを持つプラン・スポンサー（母体企業）向けのアンケート調査を見てみよう。これは中規模のDBプラン（1億ドルから10億ドル）を中心に、2010年秋に調査されたものである（155社のうち99社が回答）。DBプランでの投資戦略については、図表2左図で示される。債券戦略へ資産配分を増加させると回答したプラン・スポンサーは52%であり、ポートフォリオのデュレーション戦略を採用するとした47%の回答結果を合わせて、債券投資を増加させる傾向が明確になっている。他方、米国株式投資を減少させるとした回答は47%であり、米国株式減少・債券投資増加という傾向が明らかに窺える。

またこの調査ではDBプランにおける運用に対する姿勢について、LDI（= Liability Driven Investment、年金負債対応投資）への意識を含めて質問している。LDIとは、「金利スワップ等のデリバティブを利用して資産と負債のキャッシュフローを近づける、つまり、金利スワップで受け取るキャッシュフローを負債にマッチングすることにより、債券や株式等の現物資産では対応できない企業年金特有の複雑で超長期のキャッシュフローを複製することを目的とした手法。LDIは年金ALMに金融工学的なリスクヘッジ手法を積極的に持ち込んだ新たな年金資産運用手法であるが、現実的には必ずしも理論通りに一致する訳ではない等の側面がある」（企業年金連合会[2011]）というものである。

LDI（年金負債対応投資）の導入はまだ高くないが、母体企業での理解は進んできている

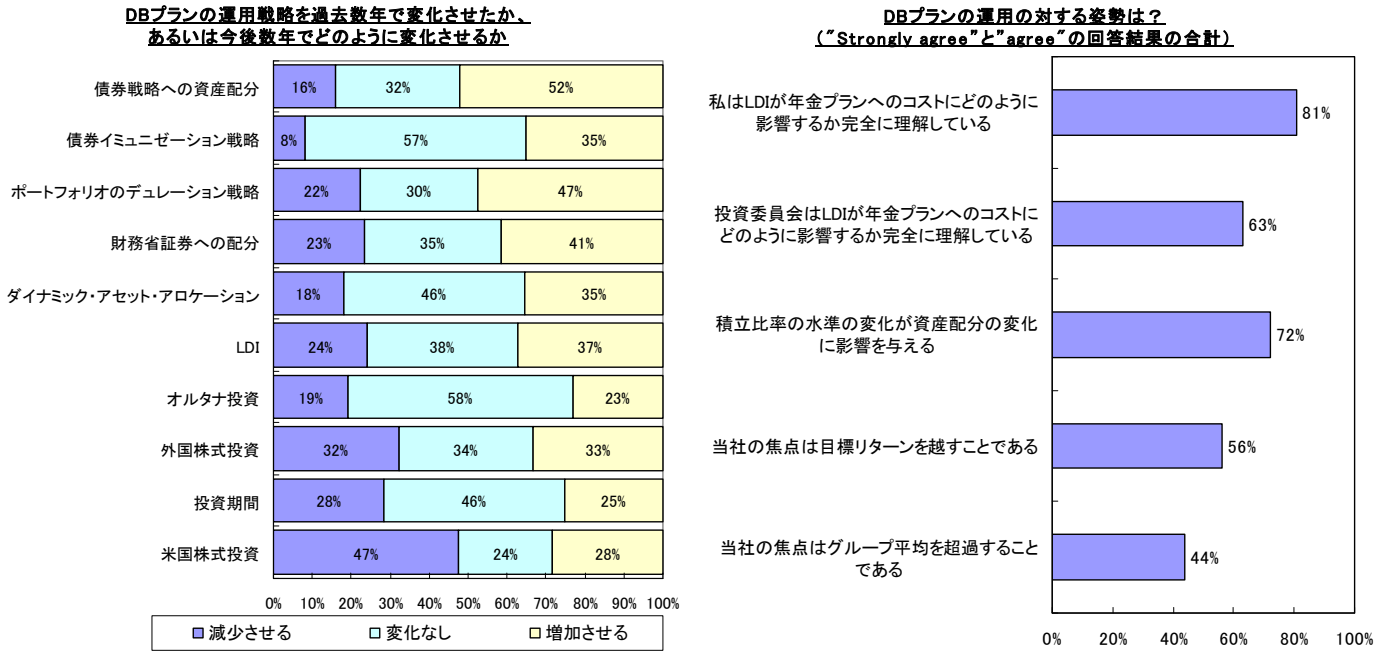
図表2左図ではLDIを採用するとの回答は37%ではあるが、図表2右図を見ると、LDIへの理解、すなわちLDIを導入した際のDBプラン・スポンサーへのコストや、資産配分への影響などについての理解が投資委員会や経営陣の中で進んでいることが示唆される。すなわち、LDIを金利が低いときにDBプランの運営に導入した際には、コスト高となる可能性があることや、これまでの資産サイド主導での運用とは異なり、債券運用の比率が高くなるといったことの理解が進んできていると推察されるのである。

図表2右図ではこのような年金の負債サイドを意識した運用姿勢が60%以上と高い一方で、「目標リターン」ベースの運用や、「グループ内平均（ピア・ベンチマーク）」を意識する資産サイドを重視した運用姿勢はあまり高くないことも観察されよう。

6割以上のDBプランで制度変更を考慮中

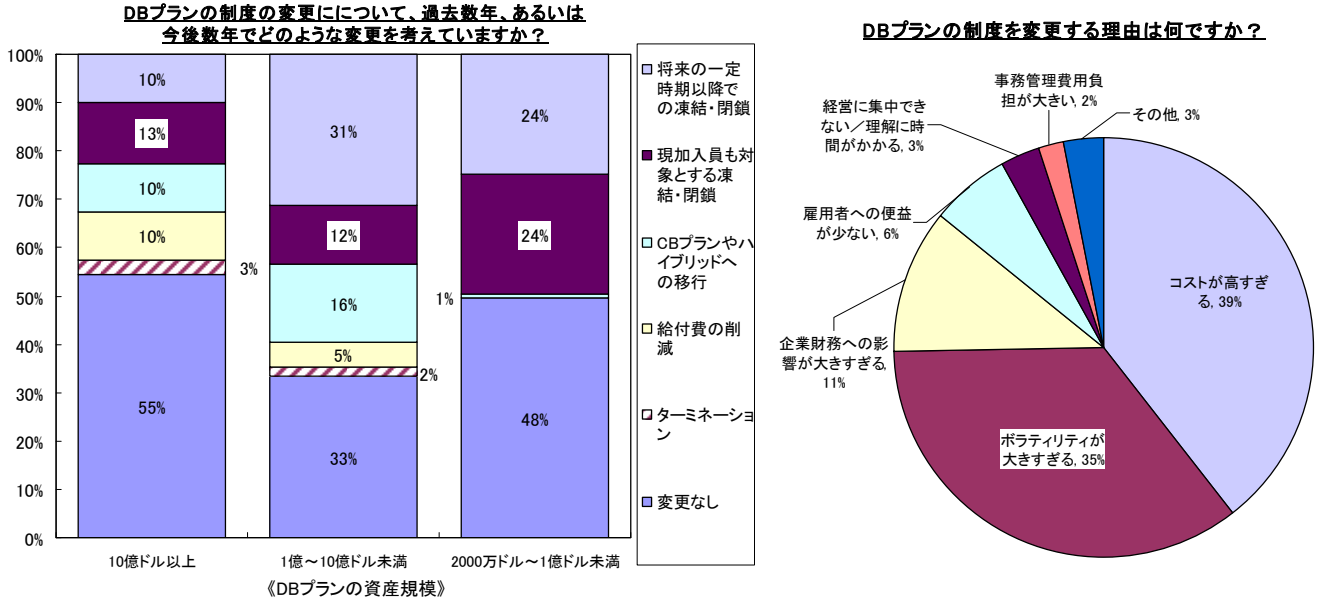
それでは、DBプランの母体企業はDBプラン制度についてはどのように考えているのであろうか。図表3左図では、10億ドル以下の6割以上のDBプランが、何らかの制度変更を考えているとの回答をしている。具体的には、DBプランの凍結・CB（キャッシュバランス・プラン）への移行などが多い。図表3右図では、変更する理由として、DBプランのコストや運用資産のボラティリティが大きく、

図表 2 米国 DB プランの運用に対する戦略・運用姿勢



(出所) Vanguard research. February 2011, より大和総研資本市場調査部作成.

図表 3 米国 DB プランの今後の制度変更についての意向



(出所) Vanguard research. February 2011, より大和総研資本市場調査部作成.

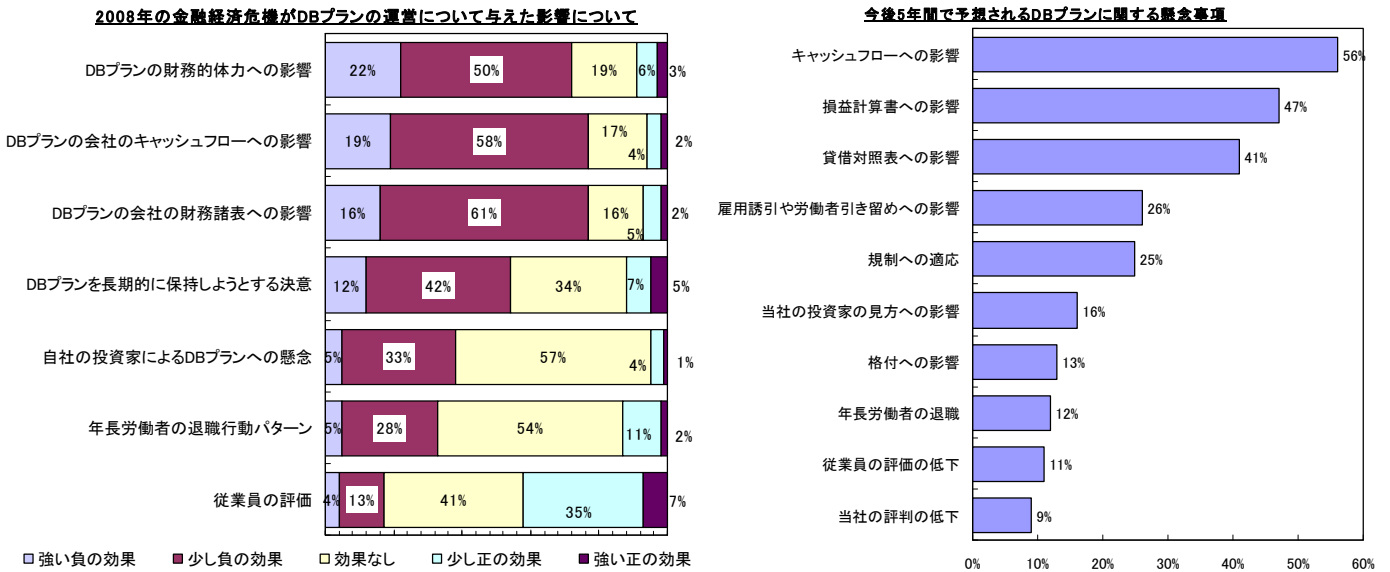
DB プランの母体企業財務への影響が大きすぎる点を問題視している回答が多い。

制度変更の理由は運営コストとボラティリティが高いことが最大の理由

このように、DB プランの母体企業は、リスクへの意識を強く持ち、積立不足になった際の追加的なコスト負担も非常に厳しいと認識していることから、DB プラン制度の変更や LDI への移行を真剣に考え出してきていることが窺える。

次に、コンサルタントの Towers Watson が 2010 年 9~10 月に、米国企業の経営者 304 名 (うち製造業は 50 名) に対し、アンケート調査した結果を見てみよう。

図表 4 2008年の金融危機がDBプランに与えた影響と今後予想される懸念



(出所) Towers Watson-Forbes Insights 2010 Pension Risk Survey より大和総研資本市場調査部作成。

このアンケート調査の対象は大企業⁽¹⁾の経営者が比較的多い。調査対象となった各企業のDBプランでは、1億ドル以上の資産を保有するプランは87%であり、10億ドル以上の資産を保有するのは41%となっている。約4割のプランで積立比率は80%以下となっている。以下で参照する図表4、5はこれらDBプランを持つ企業経営者に対する調査結果の一端を示したものである。

回答した企業経営者の80%が、2008年の金融経済危機が企業財務に影響を与えたと回答

図表4左図では2008年の経済金融危機がDBプランの運営に与えた影響についての質問である。回答した経営者の80%弱が企業財務への影響があったと回答している。そもそも米国全体ではこれまで1990年代からDBプランからDCプランへ移行するという流れがあった。この調査に回答した企業はそのような流れがある中でも、まだDBプランを維持してきた企業である。しかし、そのようなDBプランを維持してきた企業であっても、2008年の危機は経営者のDBプランを維持しようという意思に揺らぎを与えたことが窺える回答結果だと言えよう。

DBプランの運営に関し、今後5年間で財務諸表への影響を懸念材料として上げる回答が多い

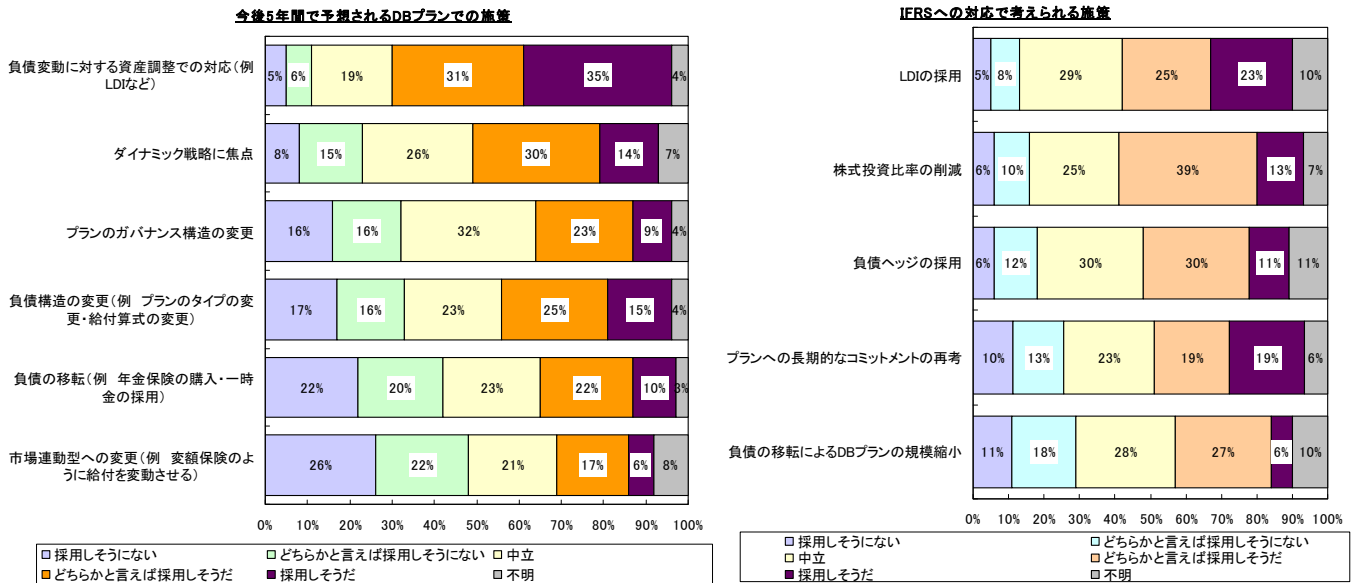
また図表4右図では、今後DBプランの運営を継続するにあたって、どのような影響が懸念されるかを質問したものである。今後5年間では、従業員やDBプラン制度を維持することによる会社の評判よりも、会社のキャッシュフローや財務諸表への影響を懸念するという認識が高いことが分かる。

今後の対応策はLDIなど負債変動に対応する戦略をとろうとする動きが多い

それでは、DBプランについてどのように対応していくのか。図表5左図は、今後5年間で予想されるDBプランでの施策についての質問である。経営者の多くは、LDI等負債変動に対応する資産調整戦略を採用するかもしれないと回答し(66%)、今後最も採用されてくると見られる対応策だと言えよう。また、DBプラン制度の変更や年金債務の売却までも視野に入れている経営者も少なくないことも窺える。ダイナミック戦略も回答結果は高いようである。ただし、この戦略はTAAのような短期的戦略ではなく、もっと長期的な資産配分変更に焦点をあてた戦略だと見られる。

⁽¹⁾ 対象企業の87%は売上総額が10億ドル以上の企業で、30%は100億ドル以上の企業だという。従業員数では対象企業の76%が5000人以上となっている。

図表 5 今後米国 DB プランで予想される施策・IFRS への対応策



(出所) Towers Watson- Forbes Insights 2010 Pension Risk Survey より大和総研資本市場調査部作成。

IFRSへの対応においてもLDIや債券投資を増加させようとする動きが多い

Pyramisの調査でもDBプランの資産のボラティリティの高さが最も懸念される

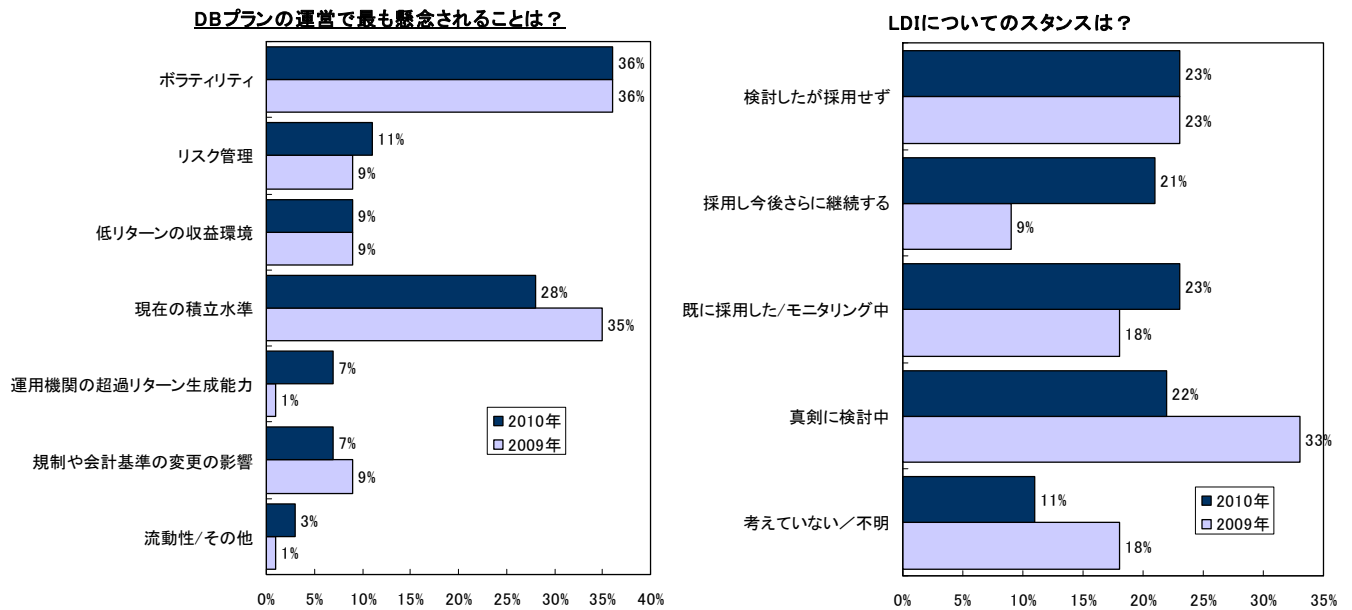
LDI採用のスタンスは検討段階から実施段階へと進んだDBプランが増加

図表 5 の右図は今後の企業財務の焦点となってくる IFRS (International Financial Reporting Standards、国際財務報告基準) への対応に関し、DB プランに関する対応策への質問である。かねてより IFRS の導入により、DB プランの運用はよりリスク回避的なものになることが予想されていた。アンケートの回答結果は、その予想と整合的であり、IFRS の導入によって負債の変動抑制を重視する LDI の採用が増加していくことを示唆するものとなっている。また、必ずしも LDI を採用しなかったとしても、株式投資比率は削減し、年金負債をヘッジするように対応していく、すなわち債券投資を増加する DB プランも多いことが分かる。

この LDI は、他の調査でも特に注目されている。調査会社の Pyramis Global Advisors が 2010 年 6~7 月に行なった欧米 13 カ国の 466 の公的・私的年金基金への調査のうち、米国企業の DB プランからの回答結果が一部公表されている。図表 6 右図は、米国企業の DB プランの運営で最も懸念される事項についての質問である。結果は 2009、2010 年の両方で、DB プランの資産のボラティリティが高いことや積立水準が最も懸念されるとの回答が最も多くなっている。これは、Vanguard や Towers Watson のアンケート調査結果と同じ内容を示唆している。図表 6 右図は、DB プランの LDI についてのスタンスについての質問である。結果は、2009 年には検討中との回答が最多 (33%) であったが、2010 年は「採用し今後さらに継続する」 (21%) 「既に採用した」 (21%) という回答が 2009 年から増加しており、検討段階から実施段階へと LDI に対するスタンスがより進んできていることが窺える。

以上、2010 年に行なわれた米国の DB プランに対するいくつかのアンケート調査結果をもとに、DB プランの運営と今後の戦略について見てきた。いずれの結果も一様に DB プランの運営コストや資産のボラティリティが大きいことが、2008 年の金融危機を契機に強く意識されるようになり、2010 年に株価が回復し株式の運用パフォーマンスが良好な環境に戻ったとしても、その意識に変化がないことが窺えた。その背景には、積立比率がいまだ 100% 以下で、依然低いことがあるからではないかと見られる。しかし、たとえ積立比率が高かったとしても、将来的なり

図表 6 DB プランの運営で懸念される事項・LDI についてのスタンス



(出所) Pyramis Global Advisors, December 2010, より大和総研資本市場調査部作成。

米国では金融危機によるリスク回避姿勢の強まり、企業財務への影響の大きさ、IFRS 導入などにより、LDI の導入や債券中心の運用方法の広がりが見込まれる

スクを考えると、今後はさらに慎重な姿勢になっていくことではないかと推察される。DB プランの資産変動リスクの大きさを再認識したことのほかに、今後はIFRS の導入等も展望されていることもあるからである。IFRS は母体企業の財務諸表で年金債務の変動の認識を早める効果を持っているため、DB プランの運用では、年金負債の変動と資産変動のミスマッチをなくすことを重視した運用である LDI の導入を後押しする要因となっている。また、たとえ LDI を導入しなくても、債券投資比率を上げて、株式投資比率を下げるといった資産変動リスクを低下させる動きはより鮮明になってきていることも窺えた。今後、IFRS 導入が近づいてくると、このような動きがさらに広がっていくことが予想されよう。

4. おわりに

わが国においても LDI 導入の動きが広がってきている。ただし、導入のタイミングには慎重な意見もある

以上、米国の DB プランの今後の資産運用の動向について、アンケート調査結果を中心にみてきた。2010 年は金融危機後の回復から高いパフォーマンスとなった 2009 年に引き続き良好な運用環境にあったようであるが、米国企業の DB プランの資産運用は債券を中心としたものに変化してきていることが窺えた。金融危機により運用リスクの企業財務へのインパクトを再認識したことや、将来的に IFRS の導入も視野に入ってきたことから、LDI の導入を視野に入れ始めたことが大きいと見られる。IFRS の導入に関しては、わが国においては数年先延ばしにすることが巷間言われているが、高齢化の進行による企業年金での成熟度の上昇のほか、株式市場のリターンは低い割にボラティリティが大きく、年金資産額に与える変動リスクも高いと見られることから、わが国の企業年金の資産運用においても LDI 導入の動きが広がってきている。ただし、わが国においては金利水準が非常に低く、長期間継続し、今後の上昇タイミングが展望しづらいため、LDI 導入や導入のタイミングについて、慎重な意見もあることは付言しておきたい。

以上

参考文献

Pensions & Investments 各号.

Pyramis Global Advisors [2010], "Solutions for a New Decade US Corporate Pensions," 2010 Global Defined Benefit Survey, October 2010, Pyramis Global Advisors.

Towers Watson [2010], "Towers Watson-Forbes Insights 2010 Pension Risk Survey," December 2010, Towers Watson.

Vanguard research [2011], "Survey of Defined Benefit Plan Sponsors, 2010," December 2010, Vanguard.

企業年金連合会 [2011]、「用語集」、<http://www.pfa.or.jp/index.html>.

森祐司[2011a]、「世界の主要年金基金の運用結果（2010年）」、大和総研、2011年3月16日.

森祐司[2011b]、「世界の年金基金の資産運用動向」、大和総研、2011年6月10日.