

日本の年金資産運用の歴史

－ 変革と危機の歴史に学ぶ知恵と、将来への展望 －

HCアセットマネジメント株式会社

<http://www.fromhc.com>

金融商品取引業者
加入協会

関東財務局長（金商）第430号
（社）日本証券投資顧問業協会

2010.09.08



概要 1	2
概要 2	3
「超低金利」の長期的定着が深刻な問題を引き起こした	4
成り立っていない制度発足時の経済的仮定	5
総合型厚生年金基金と単独連合型企業年金基金との異なる事情	6
日本株式は長期間「右肩上がらない」状況	7
1990年4月1日以前	8
1990年4月1日	9
1997年の金融危機	10
危機を機会へ - 2000年まで	11
再び危機へ - 「平成の大不況」	12
危機を乗り越えてオルタナティブの時代へ	13
またまた危機へ - 「サブプライム」と2008年の世界的金融危機	14
2010年投資の原点への回帰	15
参考:資産(戦略)の選択と配分	16
参考:投資の「適格性」	17
参考:「オルタナティブ」の再構成	18
参考:利息配当金を基礎とした収益と投資機会による収益	19

前提の崩壊

長期国債利回りの歴史的平均が6%を超えている時代環境を前提にしてこそ、5.5%の投資収益の「予定」は正当化されていました。しかし、事実としての最近20年間の平均は、5.5%をはるかに下回る水準にとどまっています。一方、その収益の不足を株式等のキャピタルゲインでまかなえたかという、今の株価は、20年前の株価より低い、というのが実態です。

信託銀行と生命保険会社の独占

企業年金の資産運用は、1990年3月31日まで信託銀行と生命保険会社によって独占されてきました。歴史的に、長期産業資金の確保や、企業年金制度の普及という政策課題が優先されたためだと考えられます。一方、変化の兆しは、1985年の外銀信託の認可、1986年投資顧問業法（金融商品取引法に統合）の施行に表れはじめていました。

1990年4月1日法律改正の意義

1990年4月1日に、厚生年金保険法の改正がなされ、厚生年金基金の資産運用について、初めて規制の緩和が行われました。具体的には、極めて限定的ながら、投資顧問会社との投資一任契約が認められました。以後、漸次、規制が緩和されるにつれて、投資顧問会社への委託額も増えていきますが、信託銀行と生命保険会社の優位は、大きくは変わりませんでした。

1997-1998年の金融危機

1997年11月、三洋証券、北海道拓殖銀行、山一證券と、大型の破綻が続きました。以後、1998年10月には日本長期信用銀行、同年11月には日本債券信用銀行が、特別公的管理に移行するまで、深刻な金融危機に見舞われました。金融システムの根本的変動は、企業年金の運用にも大きな影響を与えました。自己責任原則ということがいわれ、運用規制の完全撤廃が行われました。以後、この危機の中、投資顧問会社の利用が一般的となり、現在の年金運用の基本となる形が一気に普及していきます。

2000年に始まる平成の大不況の破壊的影響

1997年以降の大きな変化の中で、企業年金の内外株式への資産配分は、大きく引き上げられます。当時の米国に企業年金のモデルとされた、60-70%株式/30-40%債券に、近い形が一般化していきます。株式のうち、少なくとも半分は国内株式だったと思われ、2000年から2003年初めにかけての国内株式の大幅な下落が、年金財政に深刻な影響を与えることになります。この時期に退職給付会計、時価評価など重要な改革が行われたこともあり、企業年金という制度そのものの持続可能性にすら疑問が呈せられる状況が生まれます。その中、確定拠出企業年金法、確定給付企業年金法が、相次いで制定され、資産運用の改革よりも、代行返上、給付減額、確定拠出への移行、キャッシュ・バランス・プランへの移行、解散など、制度自体の見直しが進行します。

2003年以降の危機からの回復と、運用の保守化、オルタナティブの普及

2003年以降、急速に投資環境は好転し、制度変更も一段落してきます。しかし、退職給付会計の下でのリスク管理が一般化するにつれて、資産運用の期待収益率は、低下していきます。結果として、資産配分の基本形も、概ね30%株式/70%債券を中心にしたゾーンに移行していきます。低金利状況が変わらない中、債券部分が拡大する過程で、いわゆる「債券代替」としてのオルタナティブ投資が急速に普及していきます。

リーマン・ブラザーズの衝撃と金融危機

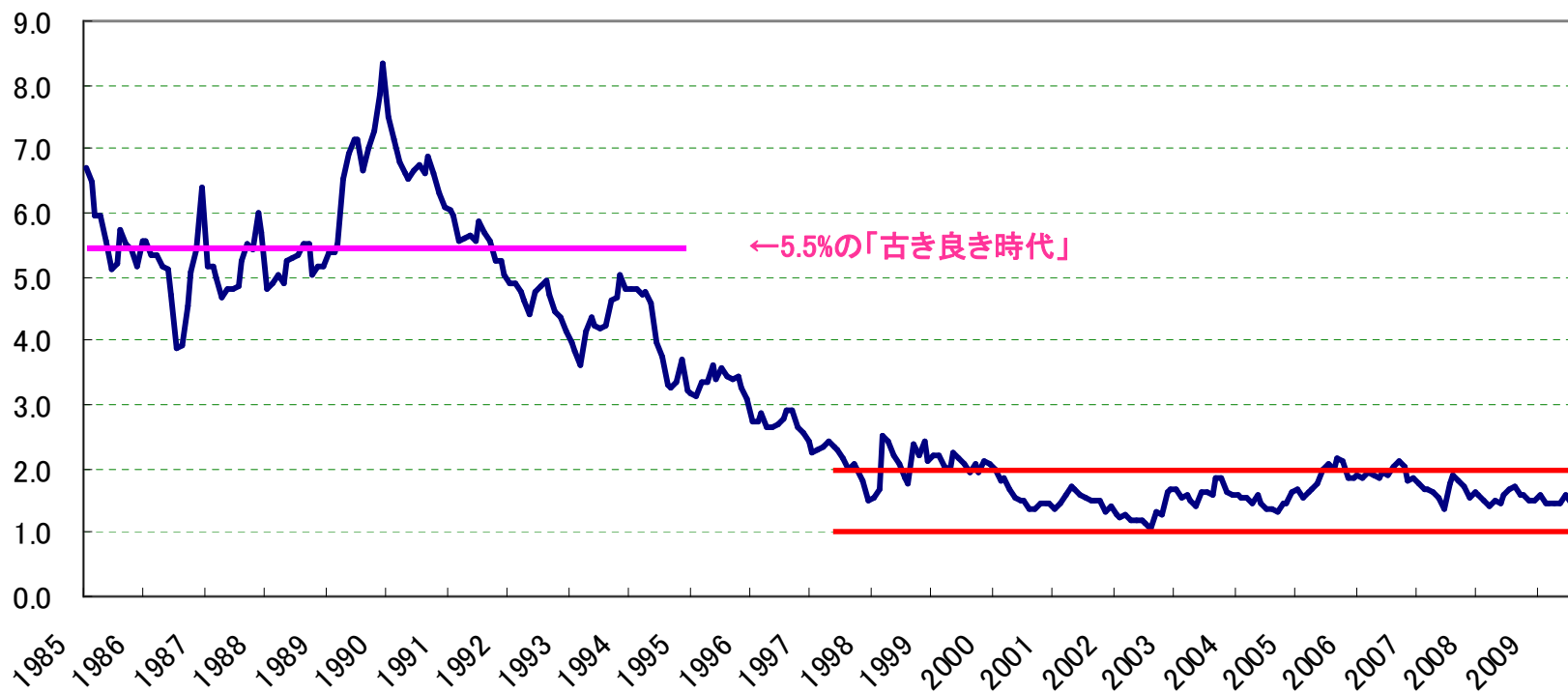
2007年初より、サブプライムの危機が始まります。2008年9月には、リーマン・ブラザーズが破綻しました。いま、底知れぬ危機の始まりが予感される状況にあります。2007年度の運用収益は、相当程度、保守化が進んできた割には、予想外に大きなマイナスとなりました。「予想外」ということが問題です。従来のリスク管理では、測定され得ないリスクの顕在化です。20年の日本の企業年金の資産運用の歴史の間に、世界の資本市場の構造は劇的に変貌を遂げてきていたのです。20年で確立した日本の企業年金の運用のモデルが、実は、環境変化に対応できていない可能性があります。今こそ、新たな変革が求められるのです。

2010年、資産運用の原点への回帰

オルタナティブは、もはや、「その他」というような中途半端なものではありません。エマージングは、もはや、中国に見られるように、先進国以上の存在感です。そもそも、伝統資産とオルタナティブ、先進国とエマージング、というような区別自体が、意味を失っています。いまこそ、資産運用の原点に帰って、基本に忠実な(ありきたりの理論に忠実な、ではなく)資産運用のあり方を考えるべきです。

「超低金利」の長期的定着が深刻な問題を引き起こした

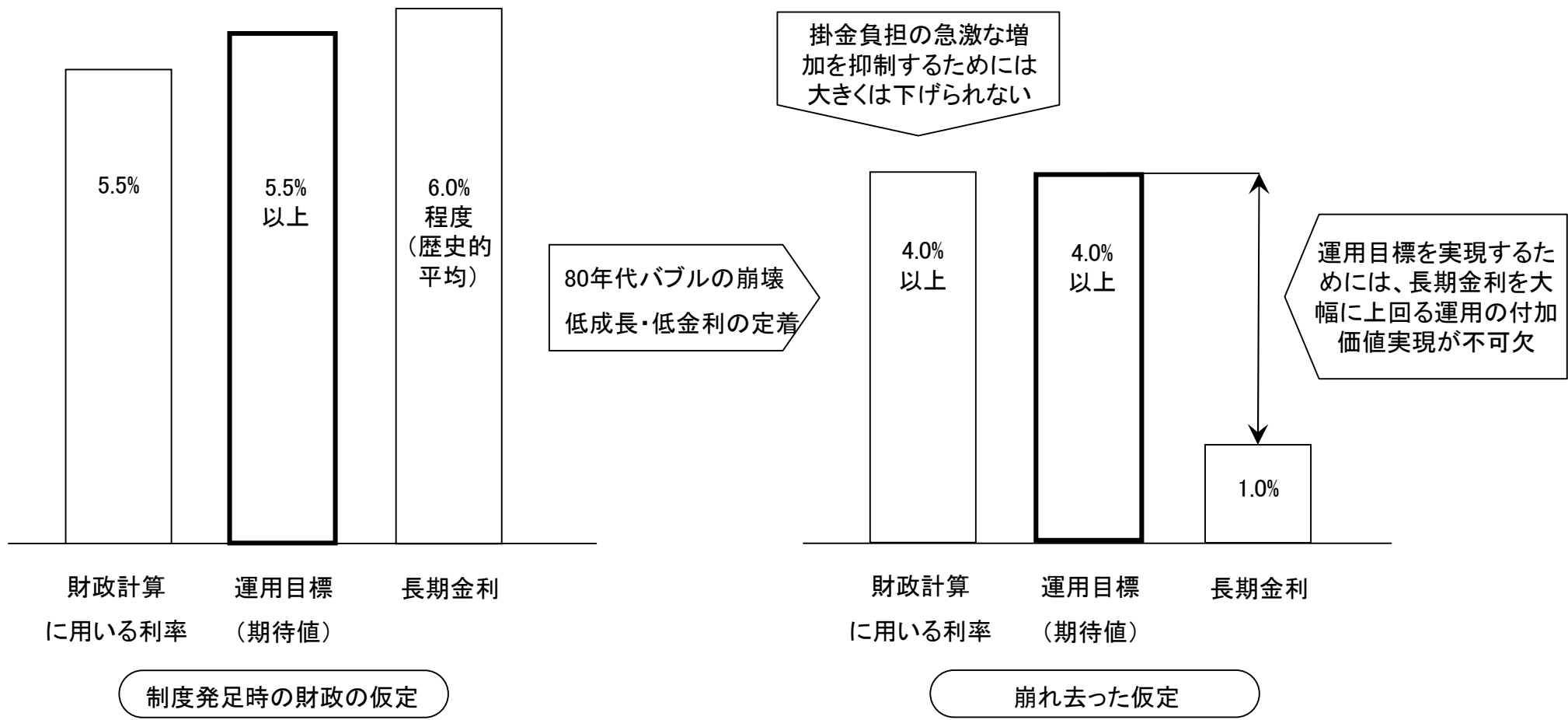
10年国債利回り



期間: 1985年10月-2010年6月

出所: 日本銀行

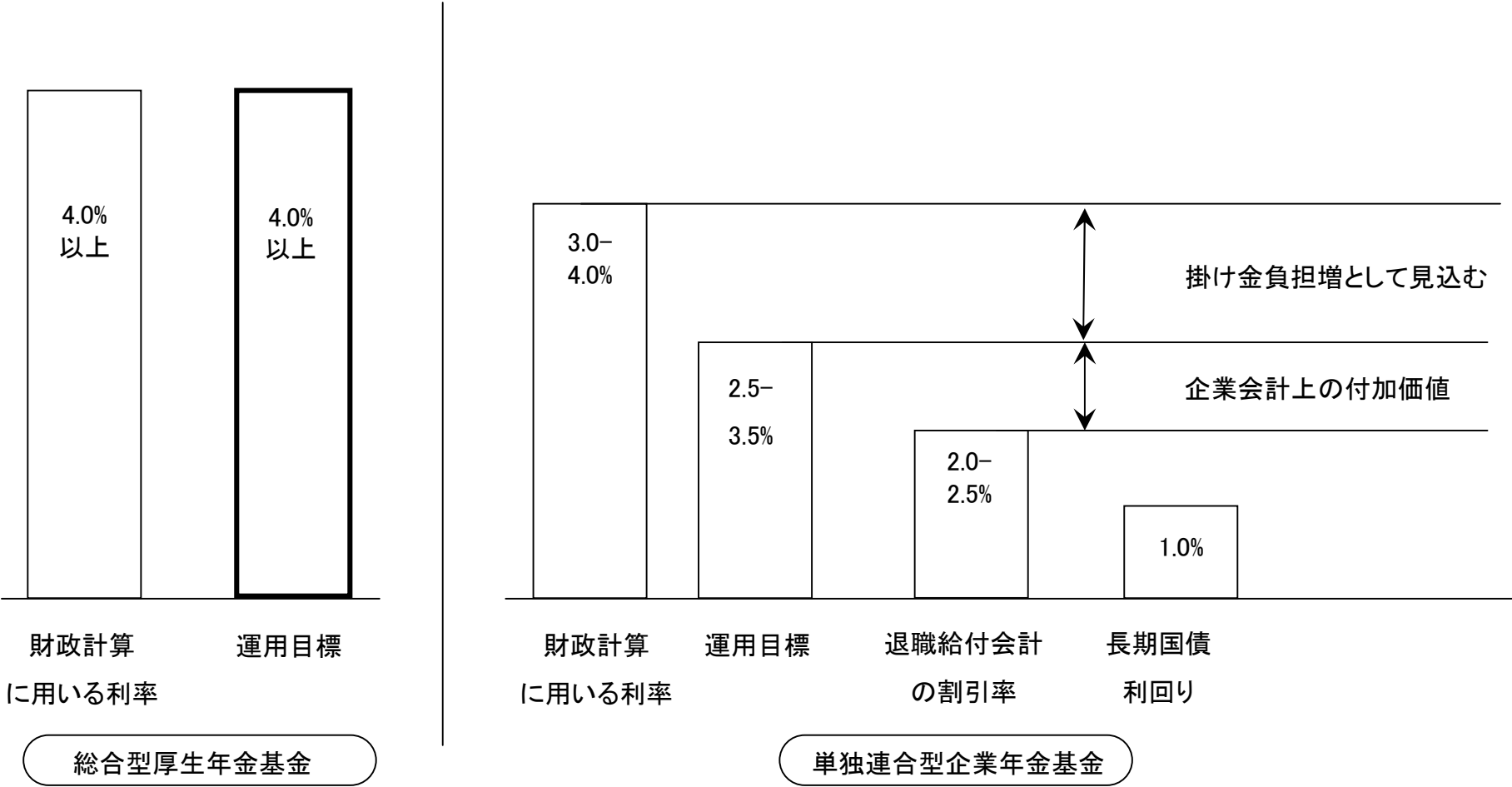
成り立っていない制度発足時の経済的仮定



総合型厚生年金基金と単独連合型企業年金基金との異なる事情

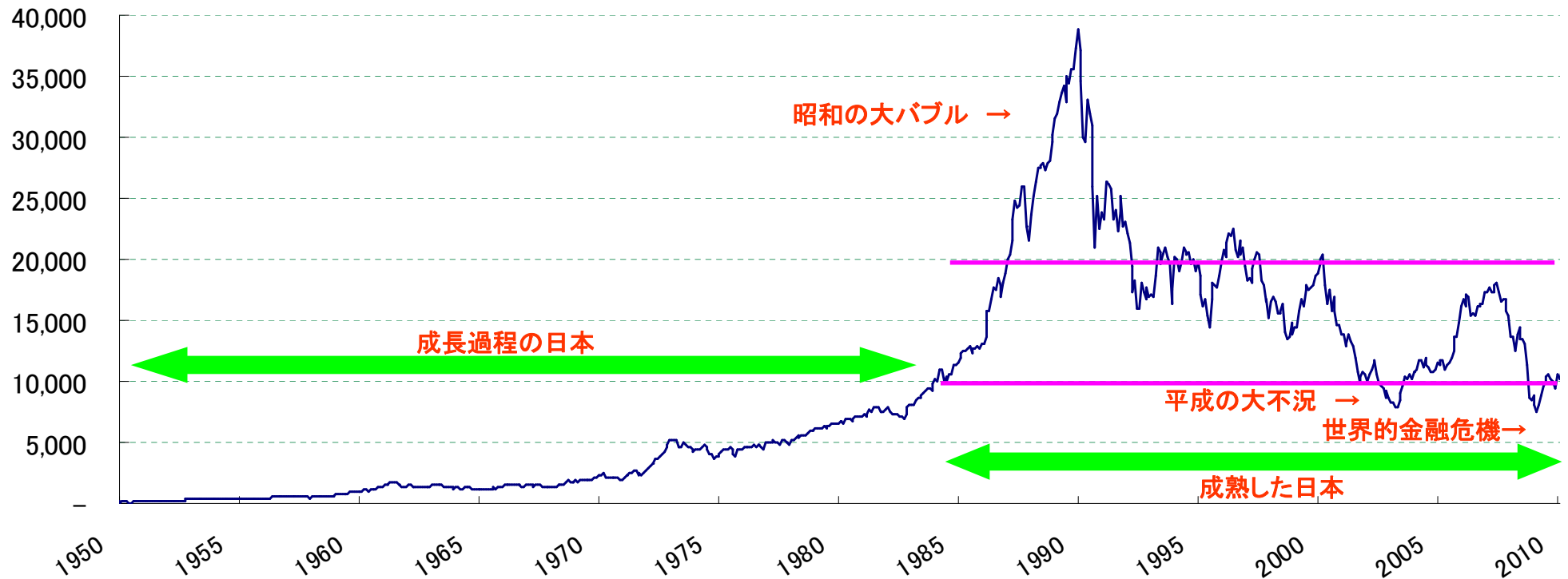
総合型厚生年金基金の場合、財政計算に用いる利率（長期国債利回りよりも相当に高い）が、運用目標の基準になる。

単独連合型の企業年金基金の場合は、一般的には、退職給付会計上の割引率（長期国債利回り連動）を運用目標の基準におくことが多い。



日本株式は長期間「右肩上がらない」状況

日経平均株価指数(日経225)の推移を見るかぎり、25年以上(超長期)にもわたって、株価は上昇していません。



期間: 1949年5月-2010年7月

データ出所: Datastream、Nikkei Net

1990年4月1日以前

- 厚生年金基金と適格年金

- 信託銀行と生命保険会社の完全な独占(全体平均で概ね信託銀行2/3、生命保険1/3のシェア)

⇒長期産業資金の確保のための金融機関保護という戦後の高度経済成長を支えた金融政策の名残(企業年金資金は代表的な長期安定資金)

⇒企業年金制度の普及(新規設立と事業所編入)のために信託・生保の強力な営業力を利用

- 厳格な規制の下における資産運用

⇒大蔵省銀行局長通達による信託銀行の資産配分規制

▪「5・3・3・2」＝元本保証資産(債券・貸付金等)50%以上、国内株式30%以下、外国証券30%以下、不動産20%以下

▪信託銀行の口座ごと(基金全体についてではなく)の運用規制

⇒原則として財政再計算時に限った委託先の変更

⇒「資産運用の委託」の委託ではなく「給付の委託」

▪「シェアの三位一体」＝給付シェアと掛金シェアと資産シェアの一致

⇒簿価主義の下、時価は省みられず、実現利益だけが評価(運用規制も簿価に基づく割合規制)

- 昭和の古き良き時代の資産運用

⇒高い長期金利、上昇を続ける株式市場

⇒生命保険一般勘定契約の5.5%保証と高い配当

⇒ほとんど横並びの信託銀行のバランス運用、「お任せ運用」

- 変化の前兆

⇒1985年 外銀信託9行の営業開始(いわゆる「外圧」)

⇒1986年 旧投資顧問業法施行

- 厚生年金保険法の資産運用にかかわる部分の初めての改正（厚生年金基金の運用規制緩和）

- ⇒「給付の委託」から「給付の費用（即ち資産）の委託」へ

- ⇒投資顧問会社への運用委託の解禁

- いわゆる「ニューマネー」（新規掛け金）に限定した極めて限定的なもの

- 委託額の上限は総資産の1/3まで

- 外部環境の激変

- ⇒国内株式市場の急落（今日まで続く市場低迷の始まり）

- ⇒1990年9月3日 「年金情報」（日本公社債研究所、現在の格付投資情報センター）創刊

- 2010年8月2日 No538

- ⇒コンサルタントの活動開始

- 機が熟すまでの、極めて緩やかな変化の始動

1997年の金融危機

●金融危機までは段階的な規制緩和

⇒1994年 「ニューマネー」と「オールド・マネー」の区別廃止

⇒1996年 運用機関ごとの「5・3・3・2」規制の廃止（基金全体の規制は残る）

⇒1996年7月1日 厚生年金基金連合会（現在の企業年金連合会）について「運用規制の適用除外」認可。以降、特別な認可を得た基金についての「適用除外」が認められる

⇒1996年「シェアの三位一体」がなくなる

●1997年金融危機

⇒1997年4月 日産生命に業務停止命令

⇒1997年11月 三洋証券と北海道拓殖銀行が破綻、山一証券が自主廃業

⇒1998年10月 日本長期信用銀行が、翌11月には日本債券信用銀行が、特別公的管理

●金融危機に端を発した急激なる規制緩和

⇒いわゆる「自己責任原則」と、年金基金の「受託者責任」

⇒1997年3月 運用規制を定めた大蔵省銀行局長通達の廃止（運用機関ごとの規制消滅）

⇒1997年3月 シェア変更の完全自由化

⇒1997年12月 運用規制の完全撤廃

●厳しさを増す投資環境

⇒金利の急低下と、下落続く株式市場

⇒1994年4月 生命保険一般勘定契約の保証利率5.5%⇒4.5%へ（以後、漸次低下）

- 1997年の金融危機をきっかけとした本格的変化の始まり

- ⇒株式市場の大幅下落に伴う巨額含み損の発生(簿価主義の限界)

- 1998年3月末をもって時価評価を導入
 - 時価主義への移行による「トータル・リターン」指向の定着(簿価主義の終焉)

- ⇒運用機関の選択における「系列取引」の後退

- 受託運用機関を襲った金融危機の下、「信用リスク」が意識されたこと
 - 保全されえない生命保険契約の問題
 - 信託口座にも「三つの信用リスク」(有価証券信託の登記省略、外国為替、銀行勘定貸し)
 - 受託者責任が意識され始めたこと

- ⇒運用規制撤廃を受けて、「マネジャ・ストラクチャ」というコンセプトの導入

- 外資系運用機関の急成長
 - 運用会社選択におけるコンサルタントの役割が定着

- ⇒運用規制撤廃を受けて、資産配分の変更

- 当時アメリカで普及し始めた「インデクス・コア」と特化型委託による「サテライト」の急激な導入
 - 株式の組み入れ比率上昇(60株式/40債券、65株式/35債券あたりが平均的配分になる)
 - 受託者責任論の下、ALMが定着

再び危機へ – 「平成の大不況」

- 2000年初から始まる厳しい投資環境(平成の大不況)
 - ⇒超低金利の定着(ゼロ金利政策)
 - ⇒株式市場の急落(2003年3月には日経平均8000下回る)
- 2000年4月1日から始まる会計年度より退職給付会計の導入
 - ⇒巨額な積み立て不足の認識
 - 資産価格下落による資産評価額減少と、超低金利による債務評価額の増大
- 2001年10月1日 確定拠出企業年金法施行、2002年4月1日 確定給付企業年金法施行
 - ⇒「代行返上」
- 企業年金制度の危機
 - ⇒企業経営マインドの後退
 - ⇒解散と減額の嵐
 - ⇒資産改善よりも債務減少が急務
 - ⇒急速に進む運用の保守化

危機を乗り越えてオルタナティブの時代へ

- 2003年4月以降の株式市場の回復と経営マインドの回復

- ⇒債務の問題から、改めて資産運用の問題へ

- 定着した退職給付会計の下での資産運用

- ⇒単独連合型企業年金基金の運用の保守化

- ⇒会計へのインパクトを重視した運用(30%株式/70%債券あたりへ保守化が進行)

- ⇒超低金利の下、割引率の低下と、運用目標の平行な低下

- ⇒年金資産管理の企業財務への統合

- いわゆる「オルタナティブ」の普及

- ⇒超低金利のもとで、いわゆる「債券代替」として定着

- 2007年初より始まる「サブプライム」に端を発した金融危機
 - ⇒見直しを迫られる「オルタナティブ」
 - ⇒もはや「代替」ではない「オルタナティブ」
- 企業経営との統合が進む企業年金資産管理
 - ⇒企業の財務リスク管理へ統合
- 資本市場の構造変化に対応した資産管理の技術
 - ⇒「サブプライム」の背景にある全く新しい金融ビジネスモデル
 - オリジネーション／ディストリビューション
 - バーゼルⅡ
 - ⇒グローバル一体化
 - 日本株の位置付け
 - ⇒危機的状況の頻発の中での資産管理

2010年投資の原点への回帰

- 日本の現実の再認識

- ⇒英米型の資本市場中心の金融システムへ移行していない現実

- ⇒資本市場の機能しない日本での「資本市場理論」限界

- ⇒「構造改革30年の遅れ」という認識から、「20年先行しているデフレ・低金利定着の超成熟経済」

- キャッシュフローが流出する年金運用のあり方

- ⇒キャッシュを生む力としての資産という投資の原点への回帰

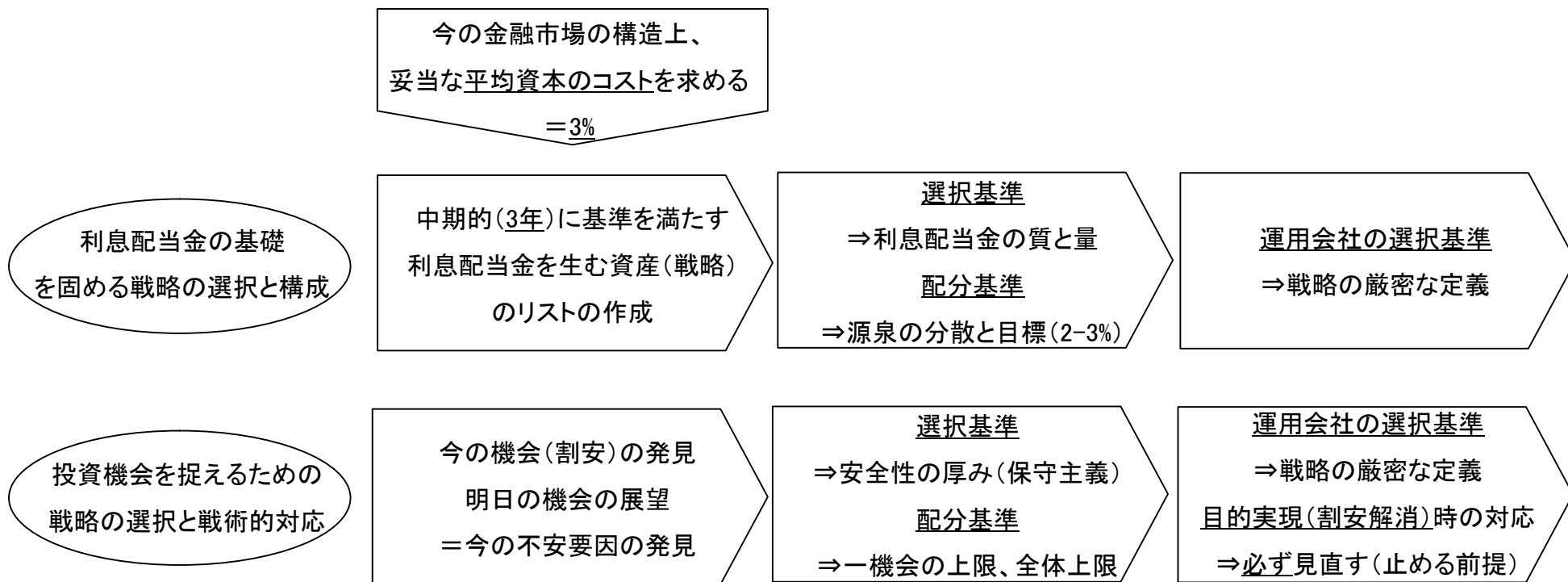
- ⇒資産配分から、投資の機会の選択へ

- もはや「エマージング」ではないエマージング

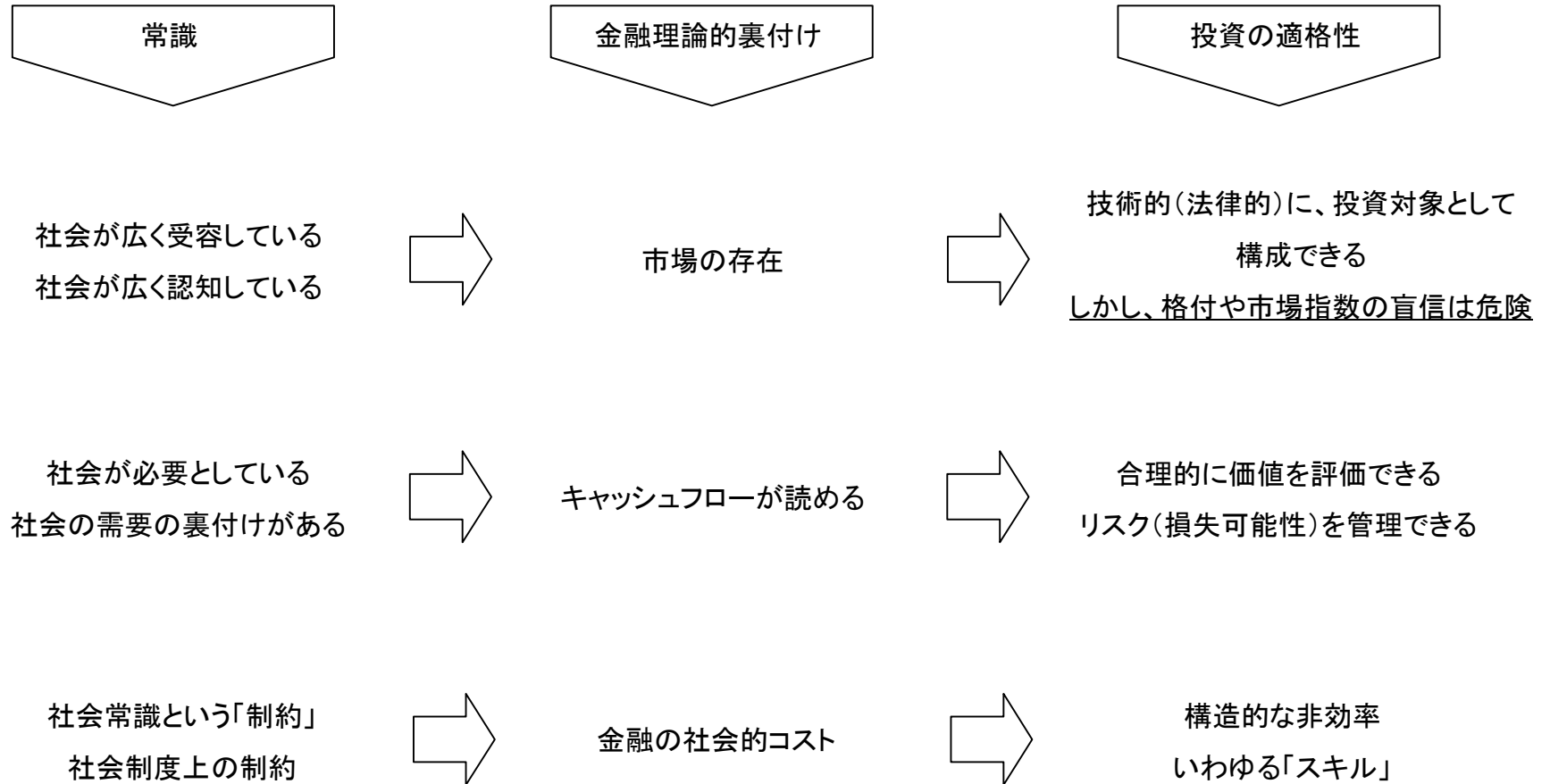
- もはや「オルタナティブ」ではないオルタナティブ

参考:資産(戦略)の選択と配分

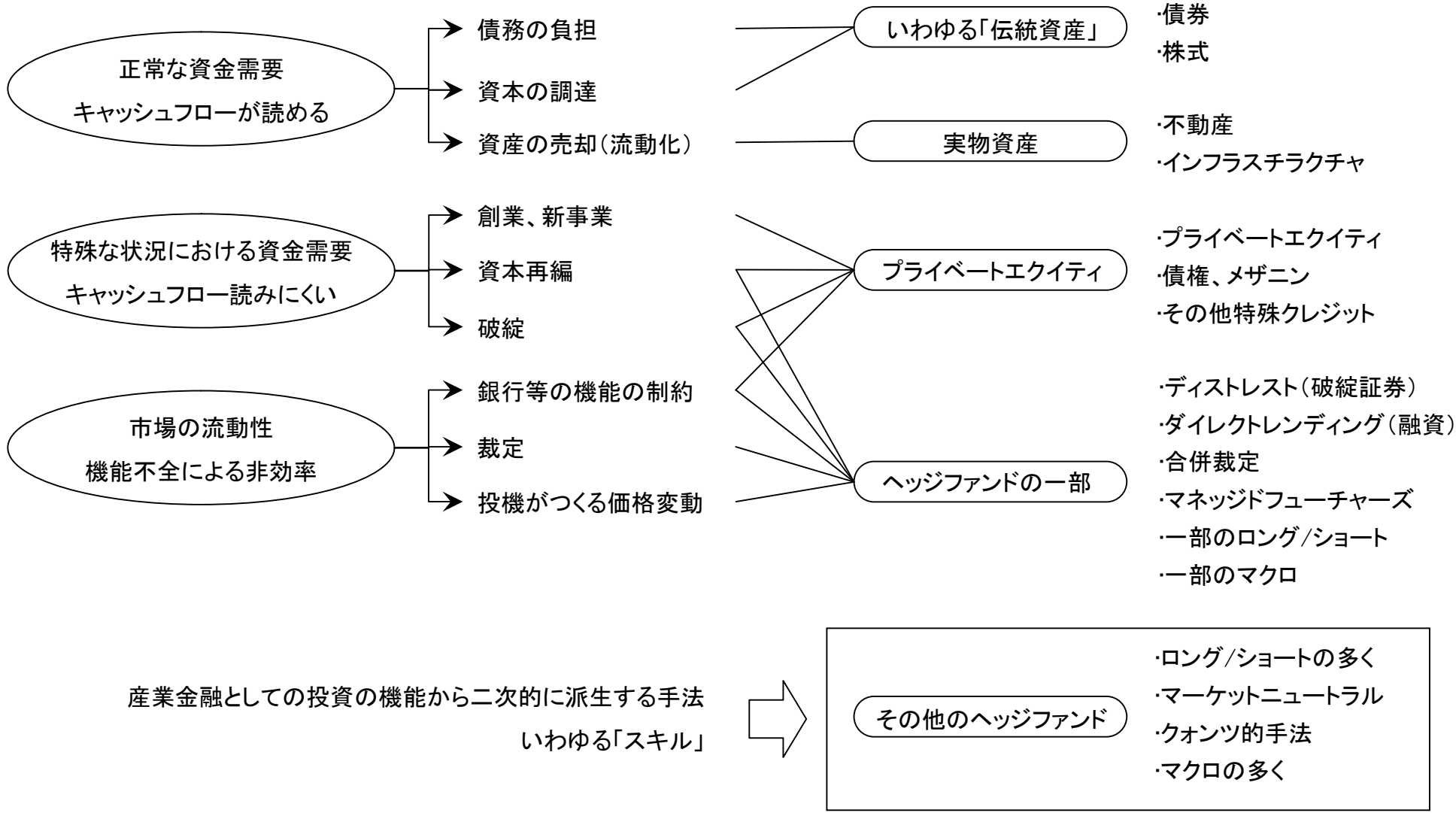
資産配分(アロケーション)には、論理的に、資産選択(セレクション)が先行する。選択した範囲でのみ、配分が問題になる
資産定義を厳密にしない限り、選択はできない。厳密化していけば、「資産」というよりも、戦略となる
資産定義と資産選択基準が、基本的な運用方針であり、同時に、運用会社の選択基準ともなる
選択の基準は、価値判断である。投資対象の価値判断が、投資の本質である



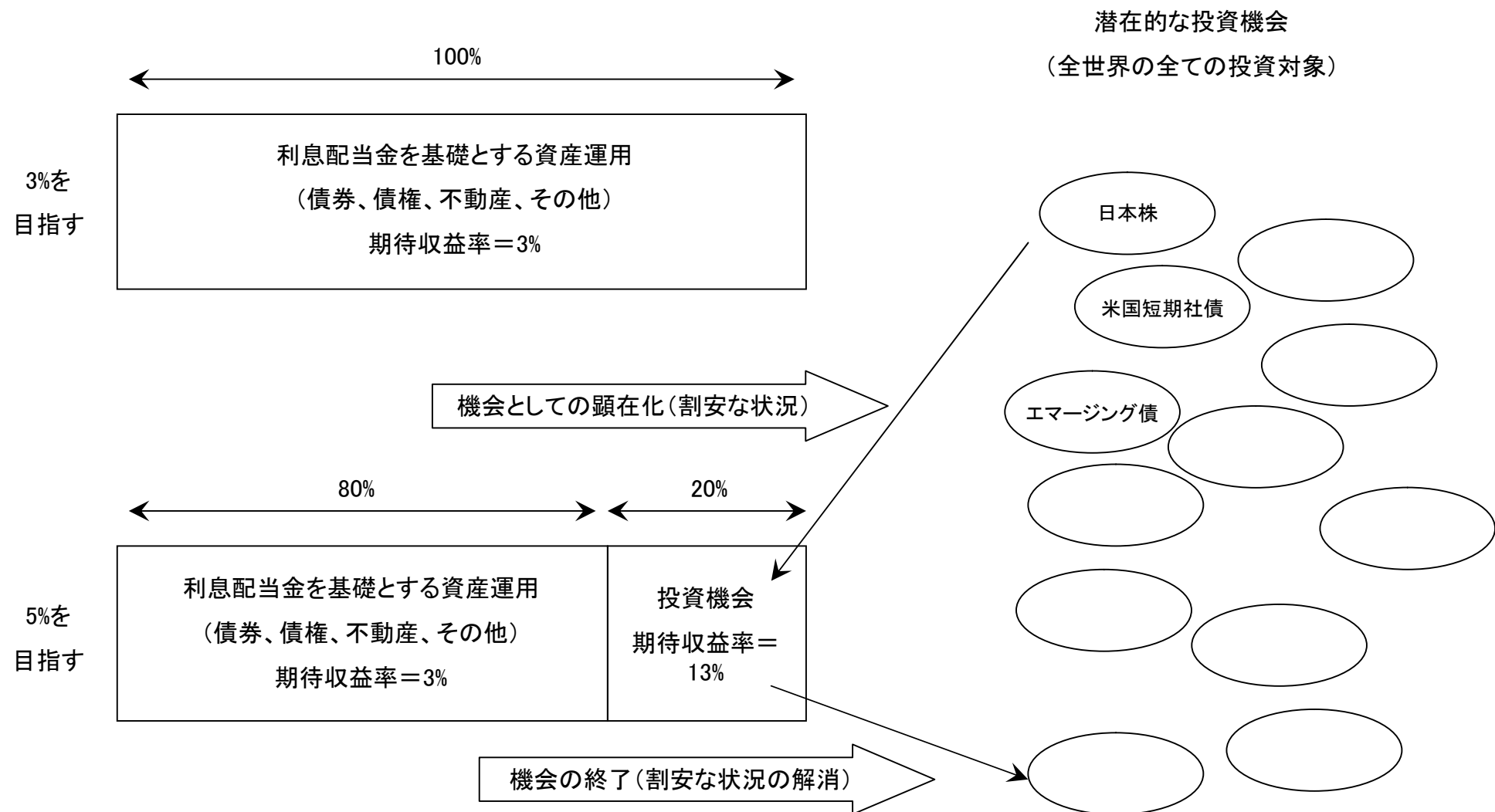
参考:投資の「適格性」



参考:「オルタナティブ」の再構成



参考：利息配当金を基礎とした収益と投資機会による収益



- 本資料は、日本の企業年金の資産運用の歴史について解説・検討を行うものでございます。本セミナーを通じたご理解を今後の資産運用を取り巻く諸課題へのご対応にお役立て下さい。
- 本資料は、日本の企業年金の資産運用の歴史について解説・検討を行うものであり、当社が行う投資運用業 投資助言・代理業の内容に関する情報提供を行うものではありません。また、本セミナーのテーマに関連する特定の金融商品等の勧誘を行うものではありません。
- 本資料中のいかなる内容も将来の投資成果及び将来の市況環境の変動等を保証するものではありません。
- 本資料の著作権その他知的財産権は当社に帰属し、当社の事前の許可なく、本資料を第三者に交付することや記載された内容を転用することは固く禁じます。