

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
一般社団法人日本投資顧問業協会

2013.09.11

人+産業金融=成長
成長を支える投資の原点へ



目次

概要	2、3
成り立っていない制度発足時の経済的仮定	4
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	5
1990年4月1日以前	6
1990年4月1日	7
1997年以降の金融危機	8
危機を機会へ - 2000年まで	9
再び危機へ - 「平成の大不況」	10
危機を乗り越えてオルタナティブの時代へ	11
また危機(2008年金融危機)へ、またまた危機(2011年ソブリンの危機)へ	12
投資の原点への回帰	13
「簿価主義」の一定の真実	14
年金財政の仕組みと資産運用の目的	15
資産債務総合管理(ALM)の真の意味	16
統計の誤用に陥らないための戦略的発想	17
資産価格の変動ではなく資産価値の維持と増殖	18
長期的に設定された将来像に基づく中期計画の執行と評価	19

概要

前提の崩壊

長期国債(10年債)の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、事実としては、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、株式市場の長期低迷と、円高の進行のもとで、その収益の不足を、株式投資や外国証券投資では、十分にまかない切れませんでした。

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、法律上、信託銀行と生命保険会社とによって、独占されていました。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

1990年4月1日に、改正厚生年金保険法が施行され、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たのです。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4月、日産生命に対する業務停止命令、同年11月には、三洋証券、北海道拓殖銀行、山一証券と、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など、日本は深刻な金融危機に見舞われました。金融制度を揺るがす地殻変動は、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年以降の急激な自由化の中で、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。当時の米国の企業年金の平均とされた、60-70%株式/30-40%債券、という形に近い資産配分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となります。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。

概要(続き)

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%債券を中心にした形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仮定で、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世界的金融危機

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。大きな、しかも世界的な金融危機の発生です。この期間、企業年金の運用収益は、相当程度、保守化が進んできた割には、予想外に大きな損失を計上しました。「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。自由化以来、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いたのです。20年で確立した日本の企業年金の運用の姿が、実は、環境変化に対応できていなかった可能性があるのです。

2010年ソブリンの危機

サブプライムの危機は、稀有な金融の危機といわれましたが、それからわずか三年後、先進経済圏は深刻なソブリンの危機に見舞われました。一方、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。投資の環境は、大きく、変わってしまいました。

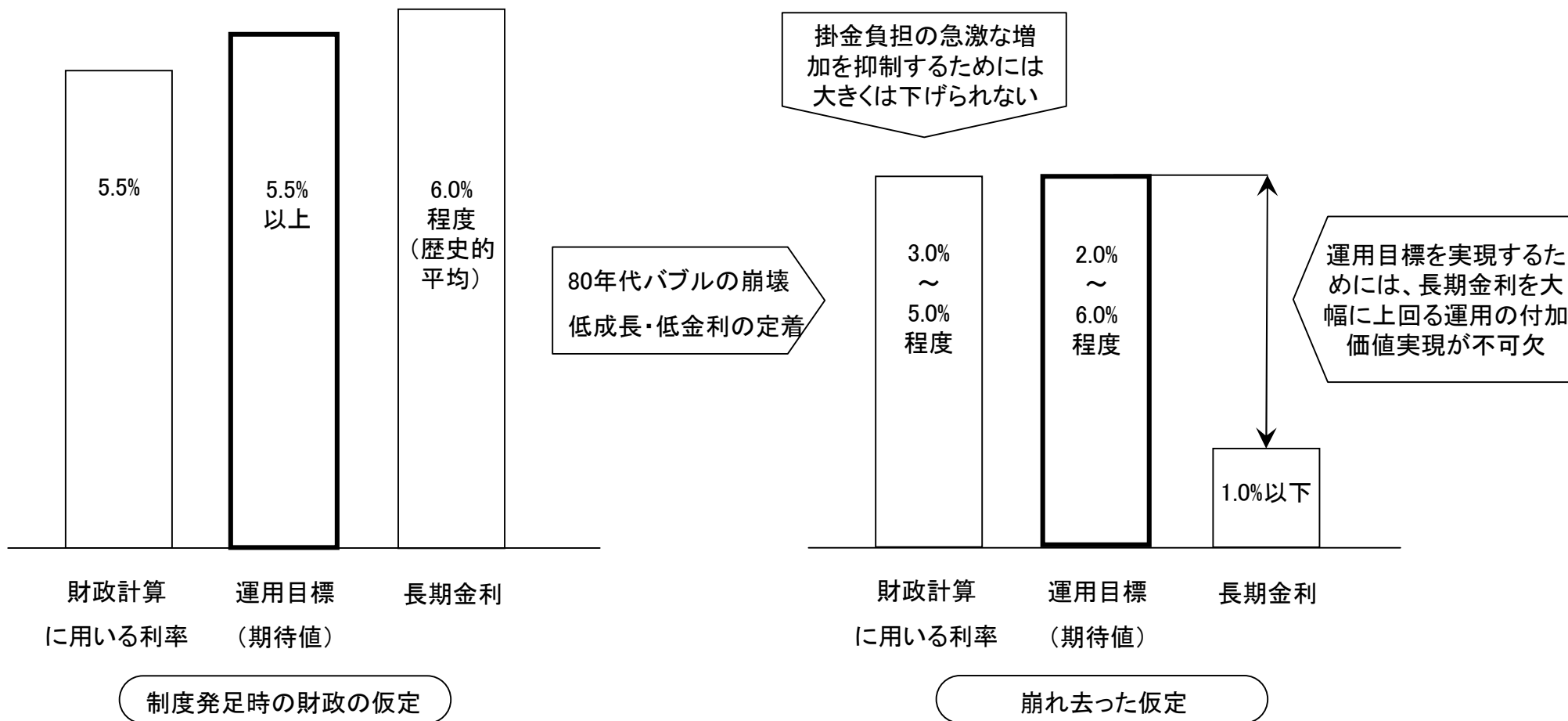
原点への回帰

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得ません。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。

企業年金の危機

多くの誤解の中で、総合型厚生年金基金の存立基盤が揺らいでいます。確定給付企業年金もまた、逆風にさらされています。企業年金は、企業の人事政策のなかに正当な地位を得るべきものであり、それが、財務的に成り立たないわけはありません。誤解と無理解のなかで、企業年金の危機が起きつつあります。経営からの信頼の回復のためには、経営の視点での年金管理への移行が急務です。

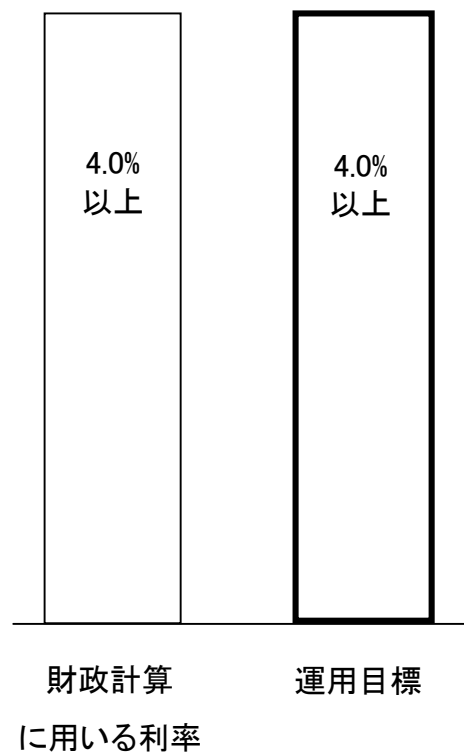
成り立っていない制度発足時の経済的仮定



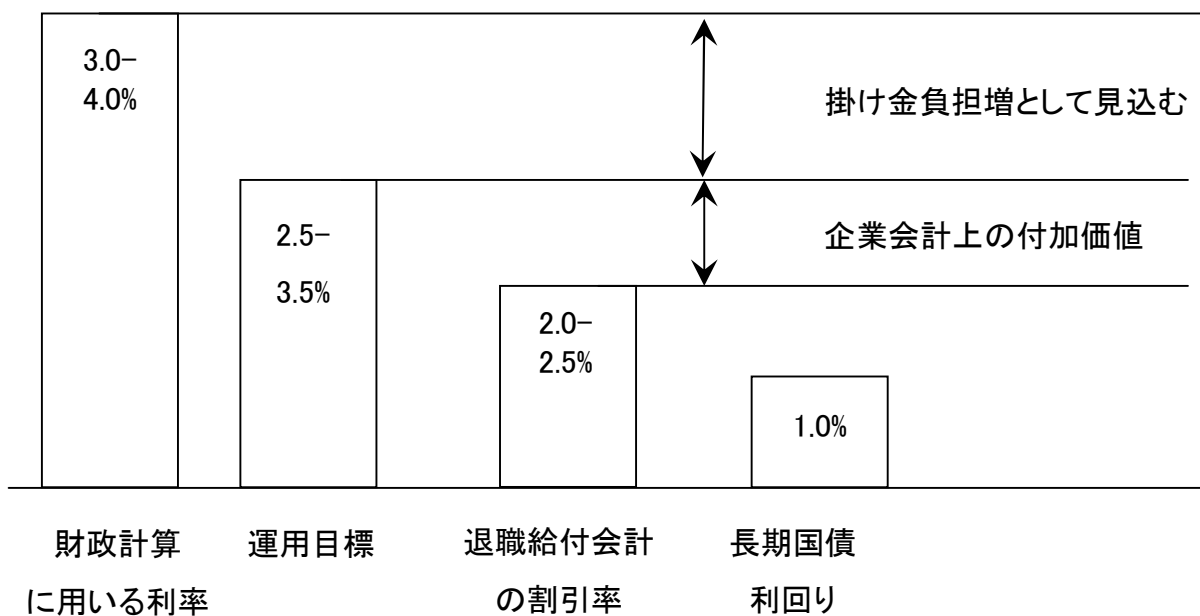
総合型厚生年金基金と単独連合型企業年金基金との異なる事情

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。



総合型厚生年金基金



単独連合型企業年金基金

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

1990年4月1日

- 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
 - ⇒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年以降の金融危機

●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(基金全体についての「5・3・3・2」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、厚生大臣の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(適格年金についても運用規制撤廃)

⇒1997年3月 厚生年金基金の運用委託先変更の完全自由化(6月には、適格年金についても国税庁長官通達で完全自由化)

⇒1997年10月 適格年金の資産運用への投資顧問会社の参入(法人税法施行令改正)

⇒1997年12月 厚生年金基金の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)

危機を機会へ - 2000年まで

- 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「インデックス・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
 - ⇒厚生年金基金の「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

また危機(2008年金融危機)へ、またまた危機(2011年ソブリンの危機)へ

- 2007年初より始まる「サブプライム」に端を発し、2008年リーマン破綻で頂点に達した世界的金融危機
 - ⇒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

- 世界的金融危機から、わずか3年、2011年の先進経済圏のソブリンの危機
 - ⇒先進経済圏の行詰まり
 - ⇒もはやエマージングではない、エマージング経済の存在感

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

「簿価主義」の一定の真実

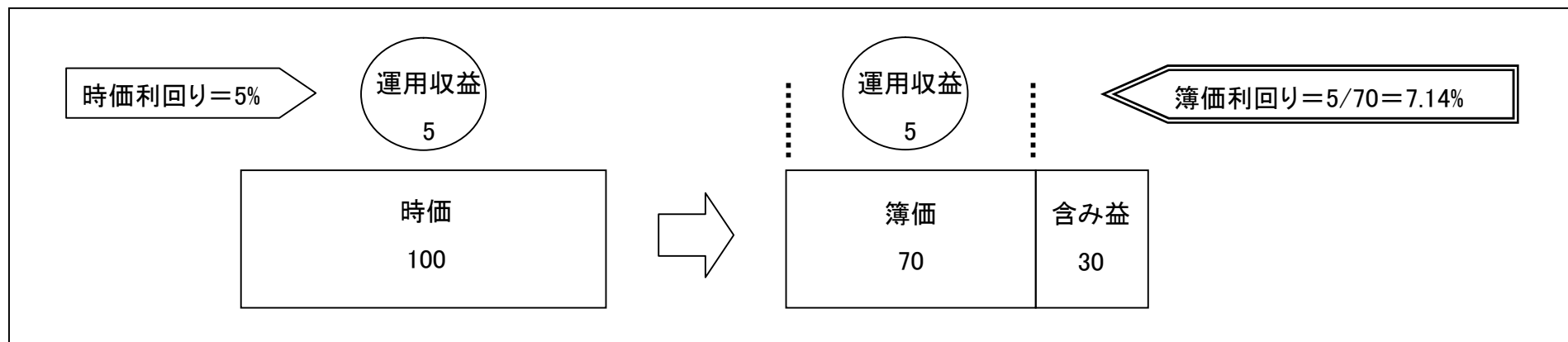
80年代初頭の「含み益」経営ということ

当時の基本的思想



運用収益 = 利息配当金収入

- ・70年代に米国で形成された現代資本市場理論以前の伝統的枠組み
- ・古い会計制度に基づく簿価主義
- ・総合収益の考え方は全くなかった



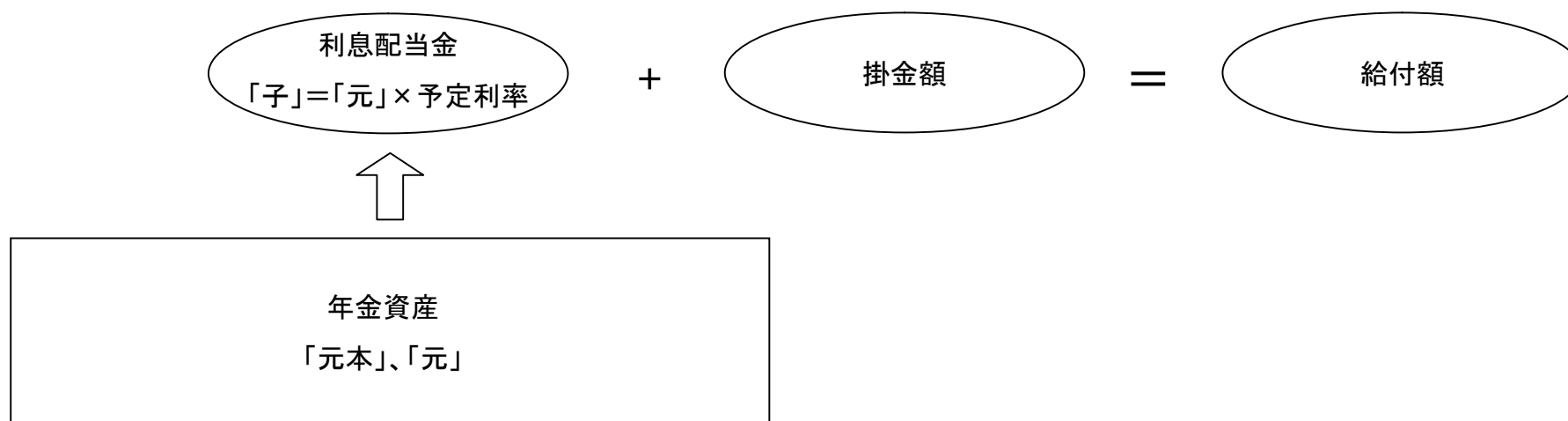
「含み益」の形成



- ・株価の上昇
- ・不動産価格の上昇(および不動産の減価償却)

年金財政の仕組みと資産運用の目的

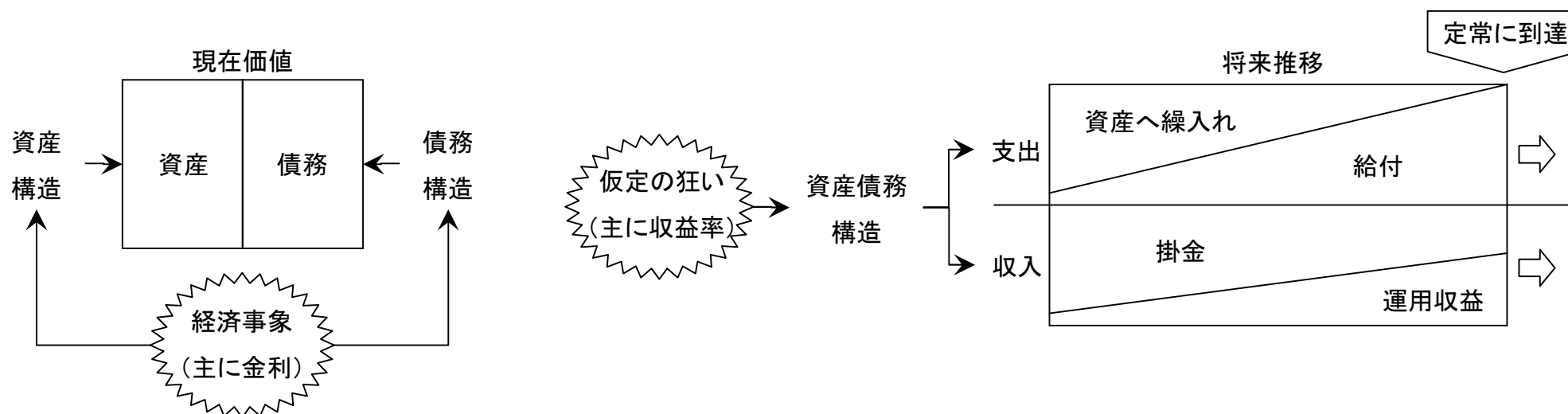
年金の資産運用の究極の目的は、給付原資の確保です。制度設計上、原資としては、元本の取り崩しは予定されておらず、元本からの収益が予定されています。元本が毀損すれば、毀損した元本に発生したであろう予定収益が欠損し、まさに元も子もなくなります。積立過剰であれば、予定利率よりも低い利率でも給付原資が賄える一方で、逆に積立不足であれば、予定利率よりも高い利率を実現しない限り給付原資不足になります。



- ⇒ 積立不足がある状態のもとでは、構造的に予定利率を実現してすら、不足が拡大していく。その場合、当然に掛金による填補が前提なのだが、それが現実には容易でない中で、どこまで運用の努力による回復が可能なのか、
- ⇒ 給付支出が掛金収入を上回り始めたなかでは、現金としての運用収益の確保が重要になっているのではないか

資産債務総合管理(ALM)の真の意味

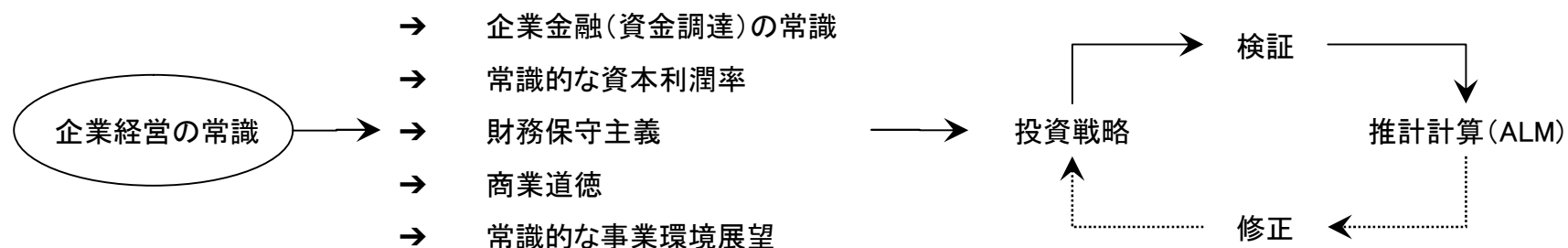
一つの経済事象(代表的には金利変動)は、年金の資産と債務の両方に、影響を及ぼします。そのとき、資産と債務の均衡が崩れないような工夫をしておくことは、非常に重要です。長期的な収支の均衡は、そもそも均衡するように財政運営されている以上、崩れ得ないのですが、逆にいえば、財政計算に使っている仮定が狂えば必ず収支は合わなくなります。経済変動に対する耐性や、仮定と実績の差に起因する収支不均衡に対する耐性を管理することが、資産債務総合管理(ALM)の目的です。



- ⇒ もしも、現在価値として、資産と債務の連動性を高めようとするれば、資産は、長期国債中心の運用にならざるを得ないが、資産運用というのは、本当にそのようなものなのか、そもそも、評価基準が違う(債務は理論価値、資産は市場価格)のに、現在価値での一致性に、どれだけの意味があるのか
- ⇒ 将来の現金流出と現金流入との均衡を、様々な仮定の変動の条件のもとで、ある程度の蓋然性をもって示せることが、資産債務総合管理(ALM)ではないのか

統計の誤用に陥らないための戦略的発想

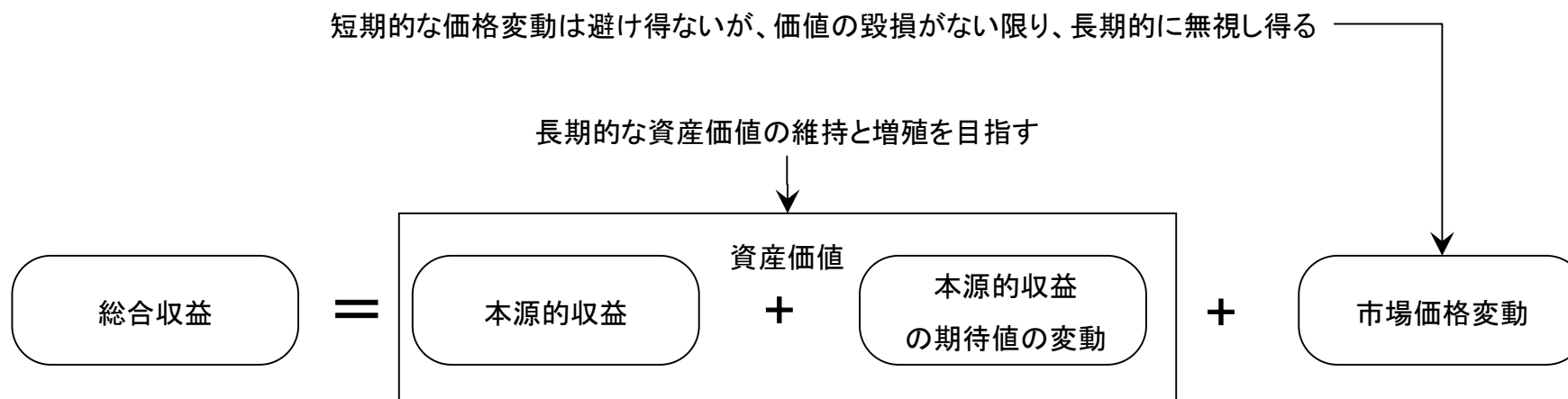
統計からは何も創造されません。推計計算(ALM)からは投資戦略も資産配分もできません。ALMは検証にすぎません。検証に先立って、検証されるべき投資戦略があるのです。投資戦略は、企業経営の延長としての、あるいは一部としての、戦略的発想からしか生まれ得ません。そのことに、資産運用の高度な専門性は不必要です。むしろ、企業経営の常識が必要なのです。また、投資戦略は、必ずしも伝統的資産配分と同じではありません。



- ⇒ 投資戦略は、年金基金ごとに、その構成方法や様式が違うべきなのではないか
- ⇒ 標準的な機械的な年金ALMなど、あり得ないのではないか

資産価格の変動ではなく資産価値の維持と増殖

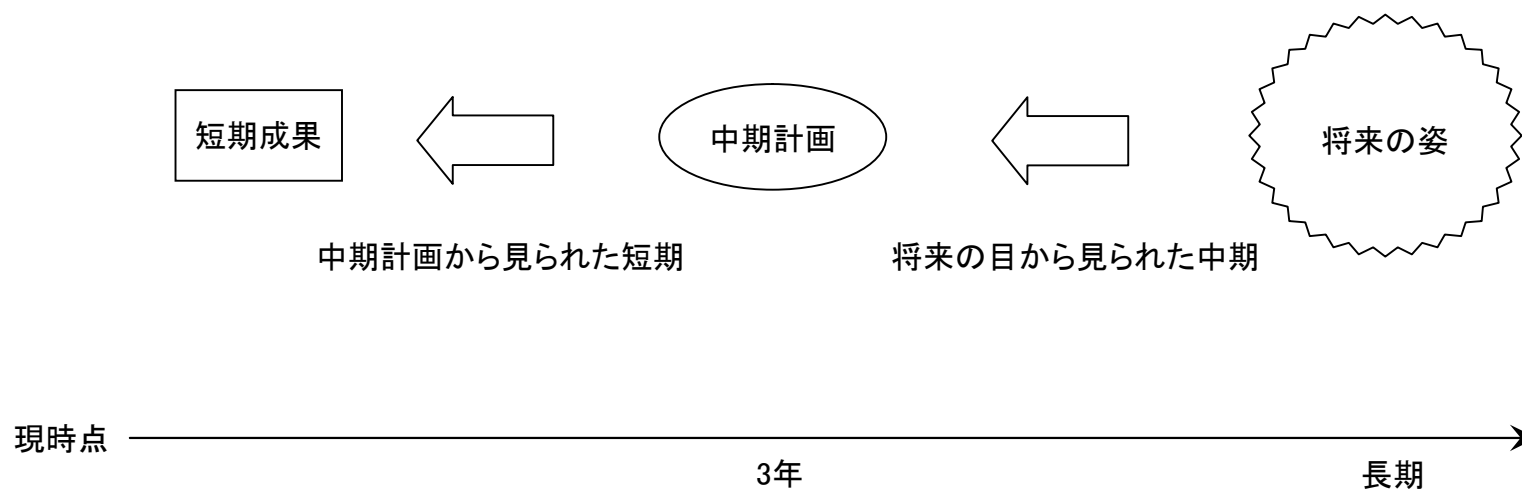
資産は、それ自体に本源的な収益を内包したものです。例えば、債券における金利が本源的収益です。逆に、本源的収益を内包したもののみが資産という名に値し、適格な投資対象と認定されるのです。本源的収益が資産の価値ですが、その資産の価格は市場原理によって形成されるので、必ずしも価値と一致しません。投資の対象は価値です。価格変動は管理できず受け入れるしかありません。価格変動を避けようとするれば、価値自体もとることができません。



- ⇒ 資産価格の下落のときに、その背後に価値の毀損がないことを確信できるかどうか、資産運用の本質ではないのか
- ⇒ 価値の維持と増殖を図ることは長期の営みだが、毀損(とその可能性)を認めたときは、直ちに対策を講じるべきではないのか
- ⇒ 真の長期の視点は、価値と価格の峻別を前提にしたものではないのか

長期的に設定された将来像に基づく中期計画の執行と短期の評価

企業経営においては、3年という中期が、具体的計画を立てるときの一番長い時間です。一方で、企業の経営戦略は、3年よりもずっと長い時間軸で展開されています。つまり、長期的に設定された将来像のもとで、中期(3年)の計画管理があり、更に3か月、単年度という短い期間での評価と調整がなされているのです。年金基金の資産運用も、同様な時間軸で行われるべきでしょう。それこそが、真の長期の視点です。



- ⇒ 例えば、積立水準回復を10年で計画するとして、その間の掛金投入と運用の付加価値の配分を決め、運用目標を決め、それを実現できる戦略を定め、その中期における展開を具体的な計画に落とし、短期における計画進捗を測定し、必要ならば計画を見直していく、それが、常識的に考えて、年金基金の資産運用ではないのか
- ⇒ 将来の像は、年金基金が決めることではなく、母体企業が定めることではないのか
- ⇒ 一方、中期の計画は、年金基金が責任をもって定め、その執行を責任をもって管理していくのではないのか

注意事項

- 本セミナーは、資本市場における種々の投資対象や投資に関する概念等について解説・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及び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。