

日本の企業年金の資産運用の歴史

HCアセットマネジメント株式会社

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
日本証券業協会
一般社団法人投資信託協会

<https://www.fromhmc.com>

2022.01.11

人+産業金融=成長
成長を支える投資の原点へ



1990年4月1日施行の厚生年金保険法の改正

厚生年金基金の資産運用に関わる部分で初の改正となり、投資顧問会社への運用委託が解禁されますが、当初は、新規掛け金に限定され、委託額の上限は総資産の1/3までと極めて限定的なものでした。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は増えていきます。

1997-1998年の金融危機と回復

1997年4月、日産生命に業務停止命令が出され、続いて、北海道拓殖銀行、山一証券など大型の破綻があり、深刻な金融危機に見舞われました。企業年金も大きく影響を受け、時価評価の導入、運用規制の撤廃、資産配分の変更など、危機を機会として大きな変革が行われ、現在の年金運用の礎が築かれました。

2000年以降の企業年金の見直し

2000年以降、超低金利の定着に加え、株式市場の急落から企業年金自体の持続可能性が危ぶまれました。そのような中で確定拠出企業年金法や確定給付企業年金法が相次いで制定され、運用の改革ではなく、厚生年金基金の事実上の解散と、適格年金の廃止、確定拠出型への移行など企業年金制度の見直しが行われました。

資産運用の見直し

2003年以降、資産価格下落と超低金利による、負債評価額の増大から資産運用の見直しが進行了しました。退職給付会計の下での資産運用が定着し、期待収益率は低下し、資産配分は株式30%/債券70%へ移行するなど、保守的な運用へと変化していきました。超低金利環境の中、債券代替としてオルタナティブへの注目が集まり、急速に普及していきました。

世界的な金融危機

2007年、「サブプライム」の危機から端を発し、2008年9月にはリーマンブラザーズが破綻し、世界的な金融危機が発生しました。日本の企業年金も保守的な運用にも関わらず深刻な影響を受けました。これを受けて、一層リスク管理の見直しの必要性に迫られました。

投資の原点への回帰

企業年金が持続可能なものであるためには、日本が現在直面している課題を再認識し、投資の原点へと立ち返り、専らに受益者のために基本に忠実かつ柔軟に資産運用の在り方を考え直す必要があります。

1990年4月1日に施行された厚生年金保険法の改正

- 厚生年金保険法のなかの厚生年金基金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(バブルの崩壊)
 - ⇒ 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
- 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
 - ・ 保全され得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)
 - ・ 受託者責任論のもと、ALMが定着

再び危機へ

- 2000年初から始まる厳しい投資環境
 - ⇒ 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」
 - ⇒ 適格年金の廃止
 - ⇒ 確定給付から確定拠出へ

- 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
 - ⇒ 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

2008年、国際的な金融危機

- 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」
- 資産運用リスクを企業から個人へ
 - ⇒ 見直しを迫られる「リスクマネジメント」
 - ⇒ 企業年金基金は有力なベネフィットから経営負担へ
 - ⇒ 確定給付年金から確定拠出年金への移行加速
- 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
 - ⇒ 銀行の資本規制(バーゼル体制)
- グローバル一体化
 - ⇒ 世界のなかの日本株の位置付け
 - ⇒ 危機的状況の頻発のなかでの資産管理
- 世界的金融危機から、わずか3年、新たなる危機へ
 - ⇒ 先進経済圏の行詰まり(ソブリンの危機)
 - ⇒ 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」の限界
 - ⇒ 「構造改革30年の遅れ」という認識から、「20年以上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
- フィデューシャリー・デューティー
 - ⇒ 専らに顧客のためにベストを尽くす義務

- 本ウェビナーは、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、当社が行う金融商品取引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。