

＜企業年金の日米運用比較＞

利回格差は年3.34%：米国優位が定着

—リーマンショックから10年の要因分析—

久保俊一¹

2018年7月5日

＜目次＞

- 1 はじめに——企業年金の運用実績は米国優位が定着
- 2 日米の企業年金：運用環境と実績を振り返る
 - 2-1 <日本> 2度の大きなショックを経験、いずれも資産の1/4を失う
：アベノミクス機に運用環境が好転、積立比率は過去最高水準に
 - 2-2 <米国>リーマンショックの打撃を克服
——2009年度以降、プラス利回りが9年度継続
- 3 日米の資産運用比較：過去10年間の企業年金の運用実績
 - 3-1 <運用利回り>：日本3.46%、米国6.80%。格差は3.34%
——アベノミクス後の5年間で格差はさらに拡大
 - 3-2 <為替相場>：影響は限定的
——10年間で6%のドル高・円安と日本の企業年金にやや追い風
 - 3-3 <日本の期待収益率>：10年間の平均は3.06%
——実績運用利回りが期待収益率を上回る
 - 3-4 <米国の期待収益率>：10年平均7.52%、直近6.8%と高水準
——高い目標設定で高い運用利回りを目指す
：期待収益率は長期金利と正比例の関係——スイスに続いて低い日本の企業年金
- 4 日米の運用利回り格差の考察
 - 4-1 マクロ的アプローチ

¹ 公益財団法人年金シニアプラン総合研究機構特任研究員。本稿は私見に基づくものであり、所属機関を代表するものではない。

4-2 資産別のミクロ的アプローチ——米国優位の3つの要因

① 日米の資産別の利回り差の影響——米国が年率1.56%優位

：両国の金利差の影響は1.04%

：両国の株式利回り差の影響は年0.47%、オルタナは0.05%

② 日米の資産構成の違いの影響——0.85%

：株式の投資割合の影響は0.76%

：PEの投資割合の影響は0.44%——比率低い債券は0.38%マイナス

：資産別利回りと資産構成の合計で計2.41%——米国企業年金が優位

③ 超過収益とその他の日米格差

：10年間に企業年金が資産運用で獲得した超過収益

——日本は年率0.08%、米国は0.84%

：資産規模の差、米国市場の厚み等々

：日本の企業年金の財政状態の良さも背景にある

表<日米企業年金の運用利回り格差と要因の推計>

5 年金資産の目指す運用利回りを決める視点

5-1 <企業年金の視点>：予定利率や期待収益率の水準

——「マクロ環境踏まえ妥当」と専門家

5-2 <企業の財務担当者の視点>

5-3 <経営者・株主からの視点>

6 終わりに

——日米格差の解消には企業、企業年金、資産運用業界の一体となった取り組みが欠かせない

<参考>日米の企業年金の運用利回り推計に使用したベンチマーク

1 はじめに——企業年金の運用実績は米国優位が定着

日米の企業年金の資産運用を比較すると、米国の優位が際立つ。2008年9月に起こったリーマンショックを含む過去10年間の実績でみると、日米の利回り格差は年率3.34%だった。米国における相対的に高い金利水準、堅調な株式市場など米国経済や金融・証券市場の優位性を反映した面が強く、企業年金の能力や努力では埋められない部分が多いのは事実だが、リスク回避的な日本の企業年金の運用方針なども要因となっている。米国とのデータ比較を通して日本の企業年金の資産運用の実態や課題を考察する²。

2 日米の企業年金：運用環境と実績を振り返る

2-1 <日本> 2度の大きなショックを経験、いずれも資産の1/4を失う

最初に、日本の企業年金の資産運用について過去20年余りの歴史を振り返る。企業年金はこの20年に大きな打撃を2度経験した。1度は2000年春のITバブル崩壊後に陥った3年連続のマイナス運用。日本の企業年金にとってマイナス運用は初めての経験だったが、それが3年間続いた。この3年間の運用利回りは単純合計でマイナス26.45%³に達した。2度目の試練はサブプライムショックからリーマンショックに至る世界的な金融危機である。2007年度、2008年度の2年間で運用利回りは単純合計でマイナス24.91%にのぼった。いずれも2-3年という短い期間に企業年金は保有資産の市場価値の4分の1を消失するという激震であった。

年金財政への影響はこれにとどまらない。運用利回りが予定利率と同じ率を達成すると収支が均衡する仕組みになっている企業年金にとって、年金財政上の赤字にあたる不足金は予定利率の分だけ上乗せされ、2度とも危機的な財政状態に追い込まれた。

年金財政の悪化をうけて母体企業と企業年金は制度見直しに取り組み、資産運用のリスクを削減するために厚生年金の代行返上を急ぐと同時に、予定利率の引下げ、それに伴う企業の特別掛金の追加負担、従業員に対しては給付減額などを実行し、運用不振の痛みを労使で分かち合った。リーマンショック後の2011年3月に東日本大震災が発生したこともあって、日本の企業年金の資産運用は米国に比べ低迷が長引き、財政的にも厳しい時代が続いた。

² 本稿の日米比較では運用実績などについて日本は確定給付企業年金（DB）、米国は企業会計上のデータを使う。日本の企業会計上の年金資産には事実上、運用されていない持ち合い株などが退職給付信託として含まれており、運用利回りが低く出る傾向があるためである。

³ 3年連続のマイナスは厚生年金基金の実績。厚生年金基金の代行返上が進んだ2007年度、2008年度は確定給付企業年金の実績。資料は企業年金連合会より。

：アベノミクス機に運用環境が好転、積立比率は過去最高水準に

企業年金を取り巻く環境を大きく変えたのは2012年末に発足した第2次安倍内閣が打ち出した金融・経済政策、いわゆるアベノミクスである。これを機に、円高の修正、株価上昇が始まり、運用利回りは急速に回復した。過去10年の企業年金の運用利回りは年率3.46%だった。リーマンショックを含む前半の5年は1.98%と厳しかったが、アベノミクスが本格化した後半の5年は4.95%と大幅に向上した。後半の5年で日本の株価は約7割上昇、為替相場は第2次安倍内閣が発足する直前の1ドル84円から112円へとドル高・円安が進み、それが追い風となった。

この間も、多くの母体企業が特別掛金を抛出し続けたことも手伝って、年金資産は急速に積み上がり、年金債務に対する年金資産の割合である積立比率は過去最高の水準へと上昇した。企業年金連合会の「企業年金実態調査」によると、確定給付企業年金の2016年度末の年金資産は年金財政上、保有すべき資産額である責任準備金との比較で1.21倍（予定利率2.38%）ある。2008年度末の0.88倍から急回復した。2017年度も資産運用はプラス4%程度⁴と予定利率を若干、上回った模様であり、積立水準は前年度末に比べさらに改善したと推測される。

2-2 <米国>リーマンショックの打撃を克服

——2009年度以降、プラス利回りが9年度継続

リーマンショックは米国の企業年金も大幅なマイナス運用に追い込んだ。米国の独立系のコンサルタント会社であるミリマンが実施する主要100社調査「2018 Corporate Pension Funding Study」（2017年12月時点）によると、100社の年金資産の運用利回りは2008年度にマイナス19.3%に陥った。企業会計上の年金債務である退職給付債務（PBO）が増えたこともあって年金資産の年金債務に対する積立比率は0.79倍と前年度の1.06倍を大きく下回り、1倍を割り込んだ。

しかし、2009年度以降の景気回復を背景に、年金資産の運用利回りは回復、2017年度までの過去10年間の単純平均で6.8%を記録した。2017年度は12.7%だった。2009年度からは9年度連続してプラスを確保、そのうち、2011年度と2015年度を除いた7年度は当初に設定した期待収益率（10年間の単純平均7.52%）を上回った。金利水準が高い米国では日本より高い運用利回りを前提としており、運用利回りの回復の割には年金資産の積立水準は遅々として進まなかった。しかし、トランプ政権後に株価

⁴ 企業年金連合会の推計（速報値）によると確定給付企業年金の2017年度の運用利回りは4.01%。

は上昇し、さらには減税策をうけ多くの大企業では掛金拠出を増やしていることから、企業会計上の年金債務に対する年金資産の積立比率は2017年度に0.86倍（割引率は3.60%）と前年度の0.81倍を大きく上回った。

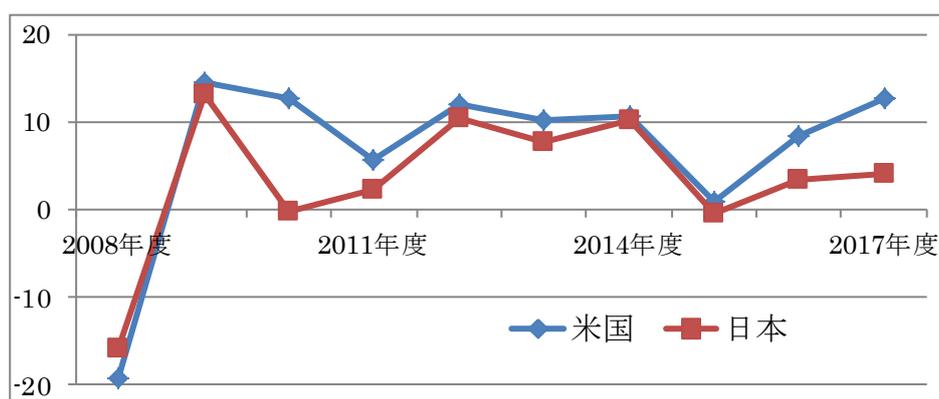
3 日米の資産運用比較：過去10年間の企業年金の運用実績

3-1 <運用利回り>：日本3.46%、米国6.80%。格差は3.34%

——アベノミクス後の5年間で格差はさらに拡大

日米の企業年金の運用結果を見ると、運用利回りに大きな格差が定着していることが分かる。企業年金連合会、ミリマンの調査を使って比較⁵すると、2017年度までの10年間の運用利回りは日本が単純平均で年率3.46%、米国は同6.80%だった。両者の格差は年率3.34%である。日本の企業年金はこの間、3回マイナス運用を経験している。米国ではリーマンショックが起った2008年度のみだった。

日米の企業年金の運用利回りの推移（単位：%）



（注）日本は企業年金連合会の資料、2017年度は推計。米国はミリマンの100社調査。

日本の実績である年率3.46%で10年間運用すると、資産額は1.405倍に拡大する。一方、米国の実績である年率6.80%で運用すると資産額は1.930倍に拡大、日本より37%膨らむ計算になる。

過去10年を前半の5年と後半の5年に分けてみると、すでに言及したように日本の企業年金の運用利回りは前半が1.98%、後半が4.95%と後半が大幅に向上しているが、米国の場合も、前半は5.06%、後半は8.54%だった。日米の利回り格差は前半が3.

⁵ 日本は企業年金連合会の全国の確定給付企業年金を対象とした調査（3月時点）、米国はミリマンの主要100社調査（12月時点、決算期が12月以外の13社が含まれる）。資産評価はいずれも現地通貨。日本は円、米国はドル。

0.8%、後半が3.59%であり、前半も後半も米国が優位は変わらず、年率3%台の運用利回り格差が続いている。むしろ後半の方が格差は拡大した。日本ではアベノミクスに湧いた直近の5年だったが、米国でも景気の回復、欧州の通貨危機の回避、トランプ政権の大型減税策などを背景に、相場環境は良かった。リーマンショック後に、主要国の打ち出した金融政策も奏功した。過去10年間の年金の資産運用は平均値でみる限り、日米ともに株式の運用利回りを中心に比較的順調だったといえ、相対的に株式や社債などリスク性資産への投資比率の高い米国の企業年金が日本よりも良い運用利回りを実現した。

＜企業年金連合会の「企業年金の運用状況」「企業年金実態調査」など＞	
2016年度実績、カッコ内は前年度、*印は2017年度で、企業年金連合会推計対象は確定給付企業年金約800企業年金（基金型と規約型。対象は回答数で年度により変化）	
・ 予定利率	2.38%（2.42%）
・ 年金資産の積立比率（責任準備金ベース）	1.21倍（1.21倍）
・ 年金資産の運用利回り	*4.01%（3.39%）
（参考：企業会計上の年金債務の割引率は0.52%（前年度は0.56%）、東京証券取引所第1部上場企業の平均、有価証券報告書ベース）	
＜ミリマン WHITE PAPER＞	
「2018 Corporate Pension Funding Study」（2017年12月時点）の骨子 米国の主要な上場企業100社（保険など除く）の2017年度決算から、うち87社は12月決算、カッコ内は2016年度実績	
・ 年金資産の市場時価（合計）	1兆5,505億 ^{ドル} （1兆3,962億 ^{ドル} ）
・ 退職給付債務：PBO（合計）	1兆8,026億 ^{ドル} （1兆7,207億 ^{ドル} ）
・ 年金資産の積立比率（PBOベース）	0.86倍（0.81倍）
・ 企業の掛金拠出額（合計）	618億 ^{ドル} （426億 ^{ドル} ）
・ 企業会計上の年金債務の割引率	3.60%（3.97%）
・ 年金資産の運用利回り	12.7%（8.4%）

3-2 ＜為替相場＞：影響は限定的

——10年間で6%のドル高・円安と日本の企業年金にやや追い風

日米の企業年金の運用利回りは現地通貨建てで計算しており、両国の企業の運用力を比較するうえでは、通貨の変動を考慮する必要がある。ドル・円は2011年に一時、1ドル75円台まで円高が進むなど、この10年間の期中では大きく振れた。しかし、2018年3月末は1ドル=106円24銭で、10年前の100円19銭に対し、6%程度のドル高・円安と比較的小さな振れになっている。年率で見ると、0.6%程度の円安。日本の企業年金にとってやや有利な円安だが、その変化は極めて小さく、為替相場の変動の年金資産に対する影響は軽微だったと言えよう。

12月期決算企業が圧倒的に多い米国に対し、日本は3月期決算が中心だ。日米間の運用利回り比較ではその3カ月間の為替の変動も考慮する必要がある。その影響を確認する。

2007年12月末のドル円相場は1ドル=114円15円だった。これに対し、10年後の2017年12月末は1ドル=113円00銭だった。10年で1%、年率では0.1%程度のドル安・円高だった。この間のドル・円相場に関しては3月時点と12月時点の決算期の違いは日米両国の企業年金の運用結果を比較するうえで大きな影響を与えていない。

3-3 <日本の期待収益率>：10年間の平均は3.06%

——実績運用利回りが期待収益率を上回る

企業年金は資産運用にあたって目標となる期待収益率を決め、それに沿って最適な資産構成を選択する。この期待収益率の水準に日米の企業年金の間で大きな開きが存在する。

予定利率が5.5%に固定されていた1997年以前まで日本の企業年金（当時は厚生年金基金や適格退職年金）の期待収益率は6%前後が主流で、それより高い率も少なくなかった。厚生労働省の規制緩和後、予定利率は徐々に下がりはじめ、企業年金連合会の調べによると、2008年度～2016年度の9年間の平均予定利率は2.73%だった。入手可能な資料としては直近のデータである2016年度の予定利率は2.38%⁶（確定給付企業年金の実績）である。

企業年金が資産運用会社に支払う運用報酬料は2016年度までの9年平均で0.29%だった。その運用報酬とその他の諸経費を上乗せした期待収益率は9年平均で3.12%（筆者の推計⁷）。2017年度の推計2.56%も加えると、10年間の平均期待収益率は3.06%となる。後に詳述する米国の期待収益率に対しては4割程度の水準にとどまる。

過去10年の平均運用利回り3.46%は期待収益率を0.4%上回った。長期間の平均運用利回りが期待収益率を超えたことは予定利率引き下げなどで過度に運用収益に依存しない制度設計を目指してきた日本の企業年金にとっては1つの成果である。期待収益率の水準が違うとはいえ、10年間の平均運用利回りが同期間の期待収益率を下回った米国と対照的である。高い目標を設定して高い利回りを求める米国式と、現実的な期待収益率を設定し、それを着実に達成しようとする日本式の違いとも言えよう。

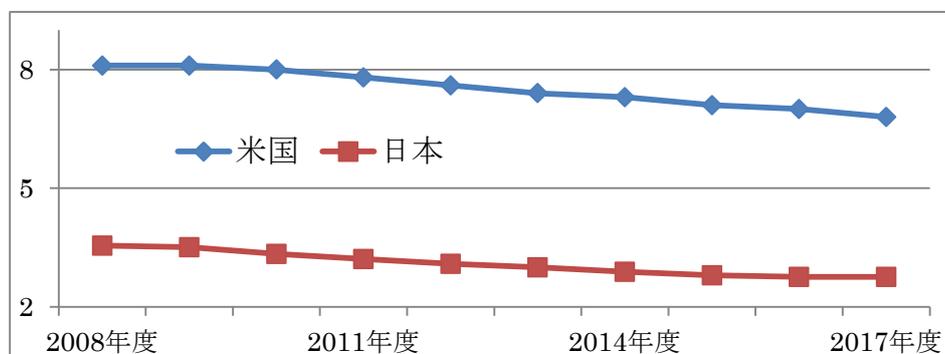
ただ、年度別では運用利回りが期待収益率を下回った回数は日本の企業年金の方が多かった。運用利回りが期待収益率を上回ったのは6年度、下回ったのは4年度だった。具体的に

⁶ 2018年6月現在、2017年度のデータは公表されていない。

⁷ 最近では年金財政上の剰余が大きい企業年金中心に運用リスクを抑制する動きが一段と強まっている。信託銀行や年金コンサルタントなどによると「剰余部分は積極的に運用せず、安全資産に寝かす企業年金が増え、期待収益率が予定利率を下回るケースが増えている」。この点も織り込んで推計した。

はリーマンショックのあった2008年度、東日本大震災が影響した2010年度、2011年度、原油価格が急落した2015年度に期待収益率を下回った。

日米の企業年金の期待収益率の推移（単位：％）



（注）日本は2015年度までは予定利率に「運用報酬+その他諸経費0.1%」を加算した数字。2016年度、2017年度は年金財政上の剰余の部分の保守的運用も考慮して筆者推計。米国はミリマンの100社調査。

日本の企業年金の払う運用報酬率の推移（単位：％）



（企業年金連合会調べ、厚生年金基金と確定給付企業年金の平均）

3-4 <米国の期待収益率>：10年平均7.52%、直近6.8%と高水準 ——高い目標設定で高い運用利回りを目指す

米国の期待収益率は企業の目先の決算結果を嵩上げするためのテクニックとして高く設定され勝ちだとの批判はかねてある。ミリマンの100社調査では過去10年間の米国の企業年金の期待収益率は単純平均で7.52%だった。足元の2017年度の期待収益率は6.8%⁸。2008年度の8.1%と比べると下がってきているが、この10年間の米国政府発行の10年国債の平均利率2.56%と比較して、さらに米国含め世界的な経済成長率が低下している現実などを勘案すると、依然高いとの印象を持つ人は多い。特に、期待収益率が低い日本の年金関係者の間では、その傾向が強い。10年間の米国の平均運用利回り6.

⁸ 米国の公的年金の場合、期待収益率は企業年金より高い傾向にある。米国の年金コンサルタントの Wilshire Consulting によると、公的年金の直近の期待収益率（中位値）は7.25%だった。（ウォール・ストリート・ジャーナル紙2018年5月9日付記事より）。

80%は、同期間の平均期待収益率7.52%を下回った。

しかし、期待収益率が現実からかけ離れていたというわけでもない。過去10年間で運用利回りが期待収益率を上回ったのは7年度あった。下回ったのは3年度だった。さらに遡ってデータの入手が可能な過去18年間でみると、運用利回りが期待収益率を上回ったのは12年度、下回ったのはITバブル崩壊後の2000年度～2002年度、リーマンショック後の2008年度など、世界の市場にイベントリスクが発生した6年度だった。18年間の運用利回りは平均6.82%、期待収益率は同8.1%だった。達成率は84%（日本は113%）である。

＜年金財政上の予定利率⁹と期待収益率の関係＞

企業年金は母体企業から拠出される掛金を事前に積み立て、それを運用して将来の年金の支給に備える。将来の給付額を現在の価値に計算する際に用いる割引率が予定利率である。掛金はこの予定利率を用いて計算される。理論上は年金資産の運用利回りがこの予定利率と同率で達成されれば、企業年金は財政上、年金債務に対する年金資産の過不足が発生せず、年金の給付が計画通りに行われる。企業年金は通常、予定利率に資産運用会社に払う運用報酬、信託銀行や生保の総幹事、年金コンサルタントに払う経費などを上乗せして期待収益率を設定する。

＜有価証券報告書に記載される会計上の期待収益率と年金財政上の期待収益率＞

企業は有価証券報告書の中で年金資産の会計上の期待収益率を公表している。大手信託銀行によると、2016年度の東京証券取引所第一部に上場する企業の会計上の期待収益率は1.93%だった。企業の保有する年金資産には企業年金が管理する資産のほかに、企業が別途、持ち合い株などを退職給付信託として信託する資産がある。この退職給付信託部分については「収益を見込まず、期待収益率をゼロとする企業が少なくなく、会計上の平均期待収益率を引き下げている」（大手信託銀行）。日本では企業年金が採用する期待収益率と企業が会計上採用する期待収益率の2つが存在するが、その利回り水準に大きな差が生じるケースが多い。日米の企業年金の実力比較をする上では、企業年金が採用する期待収益率を参考にするのが適切であると考えられる。企業年金の期待収益率については十分な統計資料が整っていないので、本稿では企業年金の期待収益率については「企業年金の予定利率+運用報酬経費+その他の諸経費0.1%」とし、最近の年金の財政状態なども加味して推計した。

：期待収益率は長期金利と正比例の関係——スイスに続いて低い日本の企業年金

「Wills Towers Watson 世界ペンション・アセット・スタディ2018」によると、金利水準と期待収益率の間に正比例の関係が見て取れる。主要先進国のなかでは金利水準が最も高い米国の期待収益率が高く、次いでカナダ、英国と続いている。一方、マイナス金利のスイスの期待収益率が最も低く、ほぼゼロ金利状態の日本が続いている。

⁹ 予定利率：「年金数理計算で使用される計算基礎率の1つ。予定利率は将来の給付額を現在価値に換算する割引率という意味と年金資産の期待運用収益率という意味を持つ概念である。年金制度の掛金の水準ないしは財政の健全性に大きな影響を与える。たとえば、積立金の平均滞留期間（掛金の拠出開始から給付金として流出するまでの平均的な期間）が30年前後の場合、他の条件は同一として、予定利率が1%変動すると掛金水準は約20%変動する（過去勤務債務の償却掛金がある場合には影響度合いは異なる）。」（三菱UFJ信託銀行の用語解説より）

世界の企業年金の期待収益率と長期金利の関係

国名	期待収益率(%)		10年国債金利(%)
	2017年	2016年	
米国	6.74	6.95	2.92
カナダ	5.29	5.41	2.25
英国	5.08	5.49	1.28
ドイツ	3.83	3.99	0.37
オランダ	2.56	3.14	0.59
日本	2.49	2.68	0.04
スイス	2.33	2.61	-0.07

注:各国の期待収益率は Wills Towers Watson 世界ペンションアセットスタディ 2018 より。ミリマンの調査とは対象企業が違い、数字は合わない。各国の10年国債金利は日経電子版などより、2018年6月5日現在。

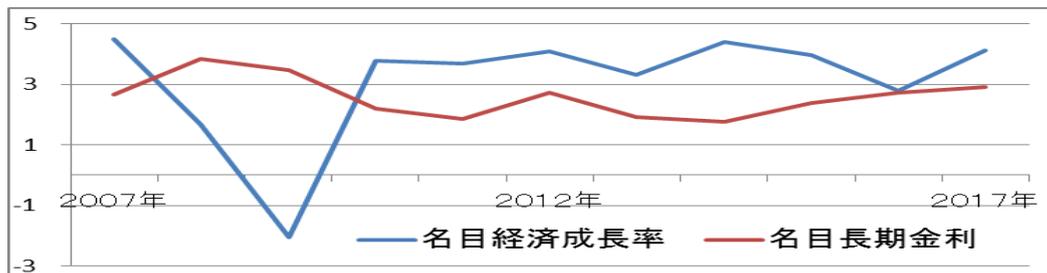
4 日米の運用利回り格差の考察

4-1 マクロ的アプローチ

過去の経験則では、長期的な運用利回りはその国の長期的な名目経済成長率に連動する。資産運用の柱は現在でも債券と株式だが、両資産とも国の名目経済成長率の水準に依存するところが大きいからだ。名目経済成長率と名目金利の関係はフィッシャー方程式¹⁰などを参考に次のように表記できる。

- ・名目経済成長率 = 実質経済成長率 + インフレ率
- ・名目金利 = 実質金利 + 期待インフレ率 (+リスク・プレミアム)

米国の名目経済成長率と名目長期金利の動き (単位: %)



(注) 資料は IMF、名目経済成長率は暦年。名目長期金利は米国10年国債の12月末。名目長期金利は名目経済成長率に対し1年先行して比較

¹⁰ フィッシャー方程式: 米国の経済学者アービング・フィッシャーが導き出した理論で「名目金利 = 実質金利 + 期待インフレ率」と表す。

インフレ期待やリスク・プレミアムが影響するので必ずしも「実質経済成長率＝実質金利」ではないが、実質経済成長率はその国の実質金利の水準に強い影響を与えており、名目の経済成長率と金利には強い関連性が存在する。景気が悪いときは中央銀行が政策金利を引き下げ、逆に、景気が回復に向かうと金利を徐々に引き上げる。米国の過去10年の名目経済成長率と名目長期金利の関係をグラフ「米国の名目経済成長率と名目長期金利の動き」で見ると、リーマンショック時のような大きな混乱期は別として、時間的なズレはあるものの、成長率が低下すると、金利が低下、成長率が拡大すると、金利が上昇する傾向が見て取れる¹¹。

「日米の名目経済成長率と株価騰落率の推移」のグラフでは株価と経済成長率の間にも、長期的な相関がみられる。名目経済成長率の上昇は企業の利益の増加につながり、株価の上昇を招くと考えられる。以上から名目経済成長率が相対的に高い国は運用資産の運用利回りも高くなるという経験則が存在する。

過去10年間の米国の名目経済成長率は平均2.98%（暦年）、名目長期金利は2.56%（米国の10年国債、12月末の平均）だった。同じ10年間の日本の名目経済成長率は0.35%（年度）、名目長期金利は0.66%（日本の10年国債、3月末の平均）だった。日米は名目経済成長率で2.63%、名目長期金利で1.90%の格差があった。中長期的に見て、高い金利の債券の方が低い金利の債券より高い運用利回りを生み出すので、過去10年間、米国の債券運用が日本の債券運用より有利だったことは間違いない。

同期間の株価の上昇率についても日本の年率5.69%（TOPIX配当込）に対し、米国の9.14%（S&P500配当込）と米国株が年率で3.45%高かった。

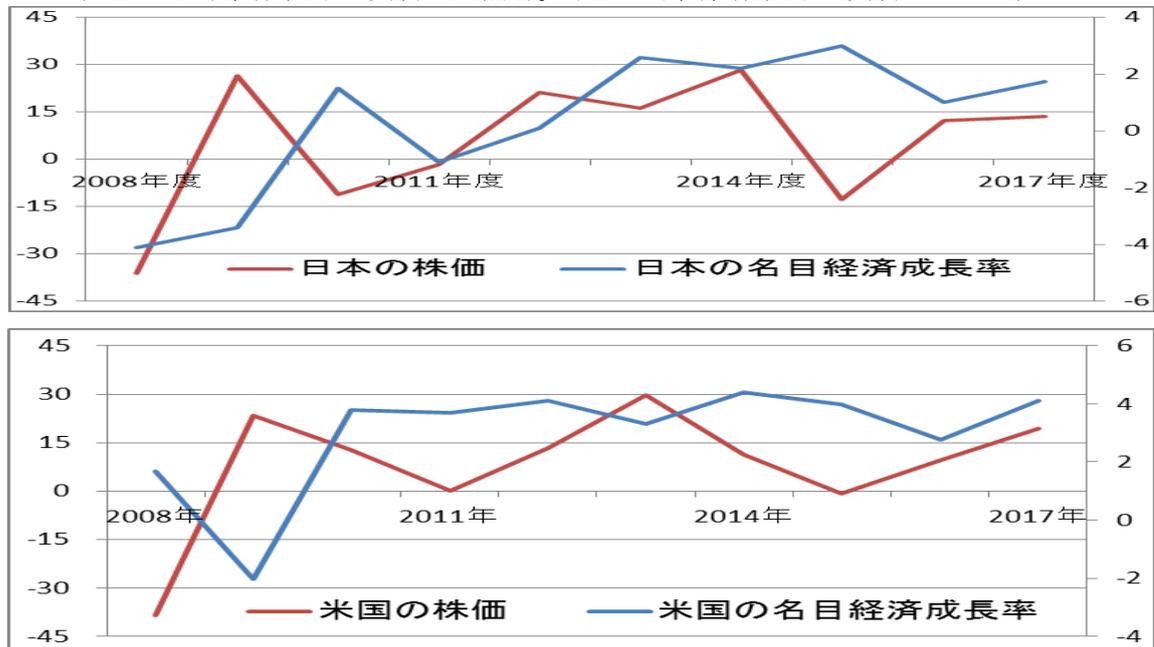
10年間の名目経済成長率の日米格差2.63%を企業年金の運用利回り格差（年率3.34%）と単純比較すると、8割近くに相当する。マクロ経済の要因が日米の企業年金の運用利回り格差の8割を説明するとは言えないが¹²、マクロ的な違いが両国の金利、株価を通して日米の運用利回り格差につながっているのは間違いない。

¹¹ 長期金利の水準が長期にわたって政策的に抑えられている日本の場合、名目経済成長率と名目長期金利の関係は成立しにくい。

¹² 名目所得の分配率が変わらないとの前提に立てば、名目経済成長率の分だけ企業所得や利子所得は増え、株式や債券への投資利回りもその比率に応じて変動すると推論できる。ただ、最近の日米の主要企業は平均で3割以上の収益を海外に依存している。さらに企業年金を含め投資家は投資先がグローバル化しており、国内の名目経済成長率と運用利回りは乖離が大きくなっていることには留意が必要である。

日米の名目経済成長率と株価騰落率の推移（単位：％）

（上段が日本、成長率の資料は内閣府。下段が米国、成長率の資料はIMF）



（注）株価騰落率（TOPIX、S&P500）は左軸。名目経済成長率は右軸。

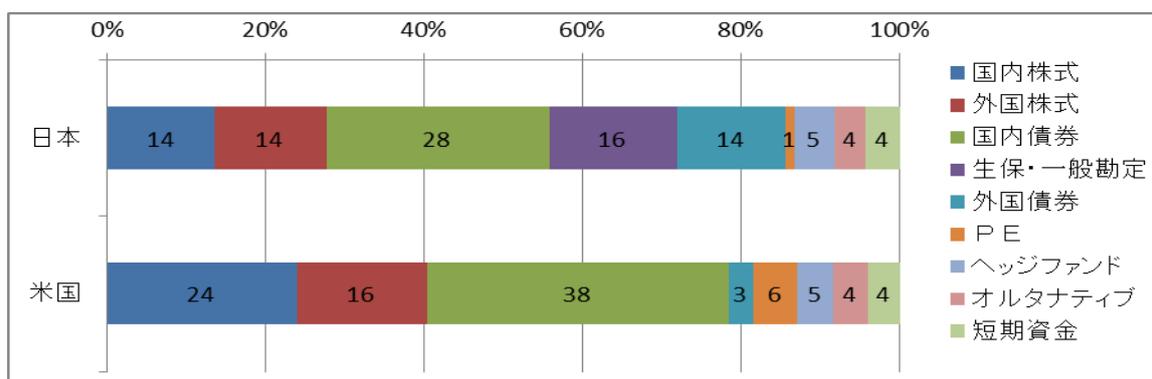
日米企業年金の資産運用に関する基礎データ		日本	米国
予定利率	20017年度	2.38%	—
	過去10年の単純平均	2.70%	—
期待収益率	2017年度	2.56%	6.80%
	過去10年の単純平均	3.06%	7.52%
実績運用利回り	2017年度	4.01%	12.70%
	過去10年単純平均	3.46%	6.80%
資産に占める株式比率	2017年度	24.2%	36.1%
	過去10年単純平均	27.7%	40.3%

（注）日本の企業年金の2017年度分については未発表なので推計。期待収益率は筆者推計。米国はミリマンの100社調査。—はNA。

4-2 資産別のミクロ的アプローチ——米国優位の3つの要因

日米の企業年金の運用利回り格差の背景について企業年金連合会、ミリマン主要100社調査に加え、Pension & Investments (P & I) の企業年金調査なども参考にして①日米の資産別の利回り差の影響、②日米の資産構成の違いの影響、③超過収益・その他の日米格差：10年間に企業年金が資産運用で獲得した超過収益、日本は年率0.08%、米国は0.84%——に分けて考察する。

日米の企業年金の資産構成（過去10年平均）



（過去10年間の単純平均、日本は企業年金連合会の資料、一部筆者推計。米国はミリマンとP & Iのデータ等を参考に一部筆者推計。不動産はオルタナティブに含む。四捨五入）

① 日米の資産別の利回り差の影響——米国が年率1.56%優位

日本の企業年金の資産構成は変えずに、資産別の収益率の一部を米国のベンチマークに置き換える。具体的には国内株、国内債券、生保・一般勘定、オルタナティブ、短期資金について米国の収益率を採用して運用利回りをシミュレーションした。他の外国株式、外国債券、プライベート・エクイティ（PE）、ヘッジファンドは日米とも同じ国際市場で運用を競っているとみてベンチマークを変更しない。この結果、全資産合計の過去10年間の平均利回りは4.94%に上昇し、すべてを日本の資産別収益率で計算した運用利回りより、1.56%（4.94%—3.38%¹³、日本の企業年金の超過収益0.08%は除いた）だけ利回り水準が底上げされた。内訳は短期資金も含めた金利関連が1.04%、株式が0.47%、オルタナティブが0.05%だった。米国の経済成長力などを背景にした金融商品の収益力の高さから発生している。

¹³ 18ページ掲載の表③「日本の企業年金の運用実績：ベンチマーク運用（過去10年平均）」

「日本の企業年金の資産構成」+「一部米国のベンチマーク」(過去10年平均¹⁴⁾)

①	国内株式	外国株式	国内債券	生保・一般勘定	外国債券	PE	Hファンド	オルタナ	短期資金	合計
日本の資産構成	13.6	14.1	28.3	16.1	13.8	1.1	5.0	3.7	4.4	100.0
米国のベンチマーク	9.14	7.44	4.22	4.22	2.81	9.80	0.1	6.90	0.49	—
利回り寄与	1.24	1.05	1.19	0.68	0.39	0.11	0.01	0.26	0.02	4.94

(単位：％、資料は企業年金連合会、指数公表会社ほか、一部推計。オルタナティブのベンチマークは日米不動産インデックスを採用。太字は米国のベンチマークに変更。外国株式、外国債券、PE、ヘッジファンドは日米共通。四捨五入)

：両国の金利差の影響は1.04%

債券投資による運用利回りは金利水準だけでなく、金利の変動に伴う値上り・値下がり損益も反映する。こうした価格変動などを反映した日本の国内債券（NOMURA-BPI 総合）の利回りは過去10年の平均で2.04%だった。一般に債券代替と言われる生保の一般勘定は同1.69%だった。一方、米国の長期国債（S&P米国10年国債指数）は3.89%、米国総合債券（S&P債券総合債券指数、投資適格債）は3.53%、米国社債（S&P500社債指数）は5.23%だった。今回のシミュレーションでは米国の企業年金は社債を含めて多様な債券に投資している点を考慮して、国内債券投資のベンチマークについては米国長期国債と米国社債と米国総合の単純平均4.22%を採用、日米の金利差を2.18%（生保の一般勘定との金利差は2.53%）と設定した。

企業年金連合会の資料によると、日本の企業年金の国内債券への資産配分は過去10年平均で28.3%だった。日本の企業年金の国内債券の運用が米国債券並み利回りだったとすれば、日本の企業年金は長期債券の運用で年率0.62%弱（「国内債券比率28.3%」×「外国債券と国内債券の利回り差2.18%」で算出。あるいは「表①国内債券の利回り寄与」と「表③国内債券の利回り寄与」の差）の利回りを底上げできた。生保の一般勘定や短期資金も含めた金利関連資産への投資全体から生まれた差は合計で年率1.04%に及んだ。

：両国の株式利回り差の影響は年0.47%、オルタナは0.05%

過去10年間のTOPIXの上昇率は年率5.69%（配当込）に対し、米国のS&P500は9.14%（配当込）で、S&P500が年率3.45%高かった。日本の企業年金の全資産に対する国内株の割合は10年間平均で13.6%だったので、この分について利回り格差を計算すると、年率0.47%（「国内株式比率13.6%」×「S&P500と

¹⁴ 今回のシミュレーションでベンチマークとして使用したインデックスは25ページに一覧表を掲載。

TOPIXの利回り差3.45%」。あるいは「表①国内株式の利回り寄与」と「表③国内株式の利回り寄与」の差)になる¹⁵。このほか、オルタナティブ(不動産など)の利回り格差も0.05%あった。

経済力などを反映した主要資産の利回り格差は合計で年率1.56%(金利関連1.04%+国内株式0.47%+オルタナティブ0.05%)である。理論上では日本の企業年金が米国の現地資産への投資を増やせば、格差を軽減できる。とはいえ、その場合は、為替変動のリスクを新たに取らなければならない、あるいは為替変動のヘッジコストを追加負担しなければならないので、解消はそう簡単ではない。

●10年間の日米インフレ率の差は1.37%

過去10年間の日米のインフレ率を見ると、日本が0.32%、米国が1.69%だった。この差は1.37%。「名目長期金利=実質金利+期待インフレ率(+リスク・プレミアム)」という方程式に従って考えると、日米の長期金利差は7割がインフレ率の差に由来していることになる。足元の金利水準で比較すると、2018年3月末の米国の10年国債の利回り2.74%に対し、日本の10年国債は0.045%。

その差は2.695%。リーマンショック後に本格化した金融緩和の出口に向かっている米国、出口がまだ見えない日本では金利差は当面、拡大方向にあるとみるのが妥当であり、少し長い目で見れば両者の運用利回り格差は広がる可能性が大きい¹⁶。

●為替ヘッジコストに大きな壁

経済や金融市場の環境を背景として、資産の利回りが底上げされ、この10年間は米国市場の方が日本市場に比べ、収益を獲得しやすい環境にあったといえる。資産運用はグローバル化しており、日米の企業年金は海外に自由に投資できる。米国に有利な環境があれば日本の企業年金は米国の証券に投資すればいい。その際、為替変動リスクを先物取引を使ってヘッジすると、金利の低い国から金利の高い国への投資(日本投資家の米国への投資)の場合、ヘッジコストが発生する。逆に、金利の高い国から金利の低い国への投資(米国投資家の日本などへの投資)にはヘッジ利益が発生する。

ウォール・ストリート・ジャーナル紙の2018年5月4日付記事「U.S. Investors Head Abroad」によると、米国の投資家がEuro Stoxx インデックス(株式)に投資し、12か月物の先物で為替ヘッジすれば、米欧の金利差などによってヘッジ利益3.14%が生じ、欧州株の配当利回り3.4%も合わせると6.5%の年率利回りが得られる(株価は変動しない前提)。金利水準の低い日本への投資でも為替ヘッジによって利益を得られる、としている。逆に日欧の投資家が、金利の相対的に高い米国に投資する場合、為替ヘッジ費用が発生する。米国の株式や国債を買っても為替リスクをとらない限り、リターンは限られる——などと伝えている。(取引コストなどは考慮しない)

年金情報2018年6月4日号によると、日本の企業年金が米国債に投資し、為替をフルヘッジした場合に係るコストは約2.5%(2018年5月25日現在)。日米の短期金利差のよるコストが2.3%、ドルの需給による部分が0.2%となる。米国債の金利が日本国債を大きく上回るものの、為替のリスクを追加的に取らない限り、収益効果はほとんどない状態で、金利の低い国の債券運用は内外ともに難しい状態である。

¹⁵ 日米の株価上昇率の格差は過去10年の結果であり、今後も米国株の運用利回りが日本株を上回るとは限らない。

¹⁶ 米国国債は金利が上昇する過程で値下がり損が発生するリスクはある。また、円で評価される日本の企業年金にとっては為替変動のリスクもある点には注意が必要。

② 日米の資産構成の違いの影響——0.85%

：株式の投資割合の影響は0.76%

ここでは日米の資産構成の違いに着目、その差を調整してシミュレーションした。資産ごとの収益率は日本のベンチマークを使い、資産構成を米国企業年金に合わせることで、資産構成の違いが日米の運用利回りにどれだけ影響しているかを探った。この結果、10年間の平均運用利回りは4.23%となり、日本の企業年金の資産構成で得られた運用利回り3.38%（③のシミュレーション、企業年金の超過収益は除いた）を0.85%上回った。この差は主に日米の株式投資を中心としたリスク性資産の保有割合の差として生じたものである。

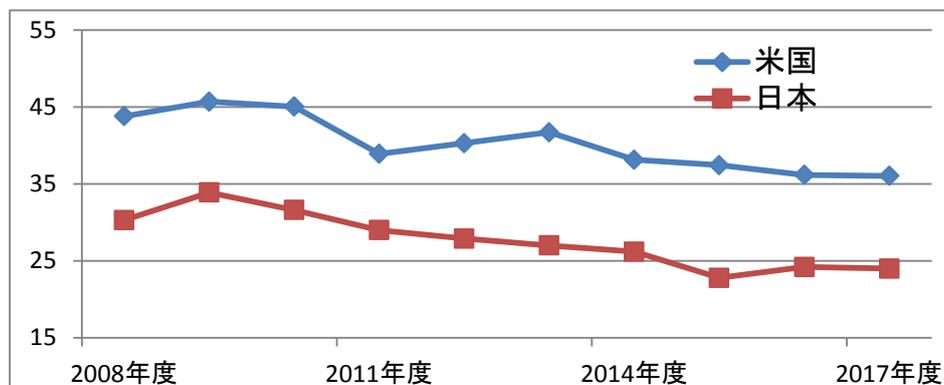
「米国の企業年金の資産構成」+「日本のベンチマーク」（過去10年平均）

②	国内株式	外国株式	国内債券	生保・一般勘定	外国債券	PE	Hファンド	オルタナ	短期資金	合計
米国の資産構成	23.9	16.4	37.9	0.0	3.1	5.6	4.5	4.2	4.4	100.0
日本のベンチマーク	5.69	7.44	2.04	1.69	2.81	9.80	0.1	5.55	0.07	—
利回り寄与	1.36	1.22	0.77	0.00	0.09	0.55	0.00	0.23	0.00	4.23

（単位：％、太字が米国の資産構成。ミリマンの調査に加え、P&Iの調査も参考に筆者推計。四捨五入）

日米で資産構成の違いが大きいのは株式、債券、PEであり、その影響を確認する。株式比率は10年平均で日本が27.7%、米国が40.3%である。日本では予定利率に対する規制緩和後にリスク性資産の比率を下げ始め、2008年度には内外株の比率が30.3%に低下。リーマンショックが動きを加速、2016年度は24.2%に落ちた。とりわけ、低迷が続いていた日本株の比率低下が目立ち、2008年度の18.2%に対し、2016年度は10.6%と半分近くに落ちた。一方、外国株式については2008年度の12.1%に対し2016年度は13.6%と小幅ながら上がっている。

日米の企業年金の資産全体に占める内外株式の比率の推移（単位：％）



（注）日本は企業年金連合会の資料。2017年度は筆者推計。米国はミリマンの100社調査。

米国でも株式比率引き下げの傾向は強まっているが、10年間の平均内外株式比率は40.3%と日本より12.6%高い。米国の大きな特徴は自国の米国株中心に投資していることだ。P&Iの200社調査¹⁷（2017年9月時点）などを参考に米国の企業年金の株式比率を推計すると、国内株にあたる米国株23.9%、海外株にあたる外国株16.4%となる。その結果、利回りへの影響は国内株式が0.59%（「国内株式比率の差10.3%」×「TOPIXの利回り5.69%」。あるいは「表②国内株式の利回り寄与」と「表③国内株式の利回り寄与」の差。以下、外国株式も同様）、外国株式が0.17%となった。内外株式の合計差は0.76%である。

：PEの投資割合の影響は0.44%——比率低い債券はマイナス

米国では非上場企業を対象にしたPEでの運用も定着しており、10年間の投資比率は平均で5.6%と推計した。格付投資情報センターなどのデータによると、日本では投資比率は1.1%程度と見られ、この差は4.5%。運用収益への影響は0.44%（「ベンチマークの利回り9.80%」×「4.6%」。あるいは「表②PEの利回り寄与」と「表③PEの利回り寄与」の差）と大きい。オルタナティブもプラスで0.02%。

一方、過去10年平均の債券運用の比率は日本の58.2%に対し、米国では41.0%である。米国の企業年金は先進国では最も金利の高い米国内の債券に投資しており、P&Iの調査に基づく推計では、過去10年の平均で債券投資は9割が米国債で、外国債券への投資は少ない。さらに、国債よりも社債などややリスクの高い債券にシフト¹⁸することで、利回りの底上げを図っている。ただ、債券全体では投資割合が落ちた影響が大きく0.38%のマイナスだった。

：資産別利回りと資産構成の合計で計2.41%——米国企業年金が優位

以上の結果を整理すると、過去10年間にわたって日本の企業年金が米国の金融・証券市場と同じ環境で資産運用できた場合、1.56%、米国と同じ資産構成で運用した場合、0.85%、合計で2.41%だけ利回りが改善し、日米の運用利回りの格差は0.93%に縮小するとの結果になった。

¹⁷ P&Iの2017年9月調査では米国200社の年金資産構成は国内株20.5%、外国株18.2%（インタナショナルとグローバルの合計）、国内債38.8%、外国債1.6%（インタナショナルとグローバルの合計）、PE5.7%、不動産4.8%、オルタナティブ6.0%、キャッシュ等4.4%。10年の平均を推計する際に10年前のデータなども参考にした。

¹⁸ 公益財団法人年金シニアプラン総合研究機構の研究報告書「海外企業年金の資産運用に関する調査研究」を参考にした。

③ 超過収益・その他の日米格差

：10年間に企業年金が資産運用で獲得した超過収益

——日本は年率0.08%、米国は0.84%

日本の企業年金の10年間の平均資産構成に、各資産のベンチマークの平均収益率をあてはめて運用利回りを計算すると、年率3.38%になった。企業年金は通常、ベンチマークに沿って運用するパッシブ運用と、ベンチマークを上回る収益を狙ったアクティブ運用を併用している。10年間の実績利回りが3.46%だったということは、ベンチマーク運用に比べ年率0.08%の超過収益を稼いだと言える。

同様に米国の企業年金についても計算すると、年率0.84%の超過収益となった。10年間のベンチマーク運用が5.96%、実績が6.80%だった。

日本の企業年金の運用実績：ベンチマーク運用（過去10年平均）

③	国内株式	外国株式	国内債券	生保・一般勘定	外国債券	PE	Hファンド	オルタナ	短期資金	合計
日本の資産構成	13.6	14.1	28.3	16.1	13.8	1.1	5.0	3.7	4.4	100.0
日本のベンチマーク	5.69	7.44	2.04	1.69	2.81	9.80	0.1	5.55	0.07	—
利回り寄与	0.77	1.05	0.58	0.27	0.39	0.11	0.01	0.21	0.00	3.38

（単位：%、資料は企業年金連合会、指数公表会社ほか、一部推計。オルタナティブのベンチマークは日米不動産インデックスを採用。四捨五入）

：資産規模の差、米国市場の厚み等々

日米の運用利回り格差（3.34%）のうち、2.41%については要因を説明したが、残った0.93%の大半にあたる0.76%は日米の超過収益の差と推測される。それでは何が原因で超過収益の差が生まれていると考えられるだろうか。正確にはつかめないが、収益格差を生み出している大きな要因の1つは資産規模の違いである。

ミリマンの100社調査の対象は米国を代表する企業であり、その年金資産の規模は平均155億ドル（1ドル＝110円換算で1兆7000億円）と巨額である。この規模の資産を擁する企業年金は日本最大のパナソニック企業年金基金（2016年度末で資産規模1兆5,765億円）などほんの一握りに限られる。企業年金連合会が2016年度に実施した「企業年金実態調査」（回答801は確定給付企業年金）によると、資産規模1,000億円以上の企業年金は75だった。45%の企業年金は100億円未満と回答している。規模が大きければ運用能力が高いとは言えないにしても、少なくとも資産運用に投入できる人材、その人数などは豊富であると推測できる。

米国の場合、多くの企業年金で資産運用の専門家を外部から採用、その腕を競い合っている。日本でも金融経験者を採用して資産運用の高度化を図っているケースはみられるが、そ

の数はまだ少ない。規模の大きな企業年金には資産運用会社の情報提供も充実する。

2017年3月に開かれた「スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会」(第3回)の席で、常に歯に衣着せぬ発言で注目を集める富山和彦委員が「ほんとうにプロにやらせようと思ったら、(企業年金が) あんなに数あって、そんな1万何千、そんな(資産運用の) プロいるわけじゃないじゃないですか。だから、やっぱり真面目にこれ、合同運用するとか合同化して規模を大きくして、ちゃんとしたプロを雇うとかっていうことを真面目に考えるべきなんだ……」などと発言した。発言の中身には異論を唱えたいくなる部分もあるが、基金型・規約型を含め、約1万3,000も存在し、1企業年金あたりの運用資産の平均規模は50億円未満である。多数を占める小規模な企業年金の運用能力の底上げを図る工夫が求められるとの趣旨には賛同できる。

＜日米企業年金の運用利回り格差と要因の推計＞	
●過去10年間の日米企業年金の運用利回り	
日本	3.46% (うち、超過収益0.08%)、米国
	6.80% (同0.84%)
●過去10年間の日米企業年金の運用利回り格差	
	3.34%
●マクロ的アプローチ (日米格差3.34%の背景)	
名目経済成長率の差(米国	2.98%—日本0.35%)
	2.63%
その他	0.71%
●ミクロ的アプローチ (日米格差3.34%の要因)	
*日米の資産の利回り差 (両国の経済力などを反映)	
	1.56%
うち、日米の金利差 (長期債券、短期債券)	1.04%
日本株式と米国株式の利回り差	0.47%
オルタナティブの利回り差 (不動産)	0.05%
*日米の資産構成比率の差 (両国企業年金の運用方針の違いなど)	
	0.85%
うち、日米の株式比率	0.76%
日米のP Eの比率	0.44%
日米の長期債の比率	-0.38%
日米のオルタナティブなど	0.03%
*米国と日本の企業年金の超過収益差 (企業年金の規模の違い、運用技量、金融・証券市場の厚み、多様性など)	
	0.76%
*その他	0.17%

日米では金融・証券市場の厚みも違う。日本の企業年金がアクセスできる資産クラスはこの20年で大幅に充実した。1990年代は内外の債券、株式と生保の一般勘定が中心だった。ITバブル崩壊のあと、ヘッジファンドや不動産投資が広がり、運用資産や運用手法の多様化が本格化した。リーマンショックのあとはさらに、エマージング諸国の債券・株式、先進国のバンクローン、信用格付けの低いハイイールド債、さらに非上場で流動性の低いプライベート・エクイティ（PE）、プライベート・デットなどへの投資も一般化しつつある。ただ、米国で広がった運用商品や運用手法が一定の時間を経過してから日本に伝わるケースが少なくない。一般論としては米国の企業年金の方が日本よりアクセスできる商品がまだ質量ともに豊富である点は否めない。特に、規模が小さく、人材のリソースに制限がある企業年金にとっては資産運用で、不利な立場に置かれている。

：日本の企業年金の財政状態の良さも背景にある

企業年金の財政状態が極めていいうえ、予定利率や期待収益率が低いために、無理をしなくても目標利回りの運用利回りを達成できるとの環境にある日本の企業年金はリスク抑制型の運用に軸足を置いていることも運用利回りや超過収益の格差につながっていると推測される。この10年は結果的に運用環境が良かったため、株式に加え、格付けの低い社債、不動産など相場が過熱気味と見られる資産にも幅広くリスクを取った米国と、リスクを抑制気味の日本の間に、運用利回りや超過収益の格差が大きくなった面もある。

5 年金資産の目指す運用利回りを決める視点

5-1 <企業年金の視点>：予定利率や期待収益率の水準

——「マクロ環境踏まえ妥当」と専門家

企業年金の予定利率¹⁹や期待収益率は中長期的に達成できる運用利回りである。中長期の期間については5年毎に行われる財政再計算を想定するケースが多いが、5年より短い期間を想定して決定する企業年金も見られる。その決定要因としては日本の名目経済成長率などのマクロ指標、企業のリスク許容力（会社の収益力、年金資産の規模など）、年金の成熟度（加入者が若ければ給付までの時間があり、リスクは取りやすい）、過去の年金資産運用の実績、企業年金の財政状態、同業他社を含めた他企業年金の動向——などがあげられる。中長期的には国の名目経済成長率が資産運用の環境を大きく左右すると考えられ、企業年金が

¹⁹ 確定給付企業年金（DB）の予定利率は下限予定利率が決められており、2018年度は0.0%。「国債の利回りを勘案して厚生労働大臣が定める率」とされており、10年国債の応募者利回りの直近1年平均と5年平均の低い方が使用される。

予定利率、期待収益率を議論する段階で最も重視される。年金財政や企業決算の観点からは、足もとの年金財政の健全度、母体企業の収益環境を踏まえた、資産運用に対するリスク許容度なども重要項目だ。

IMF²⁰が公表している日本の名目経済成長率は2008年～2017年の10年間で平均0.3%台だった。日本の企業年金の10年間の平均期待収益率は3.09%だったので、名目経済成長率を2%以上上回っている。ただ、この期間はリーマンショックが起っているため、名目経済成長率が極めて低く出ており、両者を比較するにはやや無理がある。

ここでは比較的マクロ景気が順調だった過去5年間(2013年～2017年)の名目経済成長率のデータを中心に分析する。過去5年の日本の名目経済成長率は平均で2.0%だったのに対し、企業年金の平均予定利率は2.46%、期待収益率は2.84%、運用利回りは4.95%だった。名目経済成長率に対し予定利率は0.46%、期待収益率は0.84%、運用利回りは2.95%それぞれ上回っている。企業年金は市場リスクを取って運用するので、予定利率、期待収益率、運用利回りは名目経済成長率より高くなるのが正常であると考えられており、年金関係者はほぼ一様に「今のマクロ環境を踏まえれば予定利率や期待収益率などの水準は妥当」と見ている。

一方、同様に米国の企業年金についてみると、米国の名目経済成長率は最近の5年間で3.68%だった。同期間の期待収益率は7.12%、運用利回りは8.54%で、その差は3.44%、4.86%。米国の企業年金は日本に比べて名目経済成長率を大きく上回る期待収益率を設定しており、リスクの取り方について日本の企業年金との違いが確認できる。

5-2 <企業の財務担当者の視点>

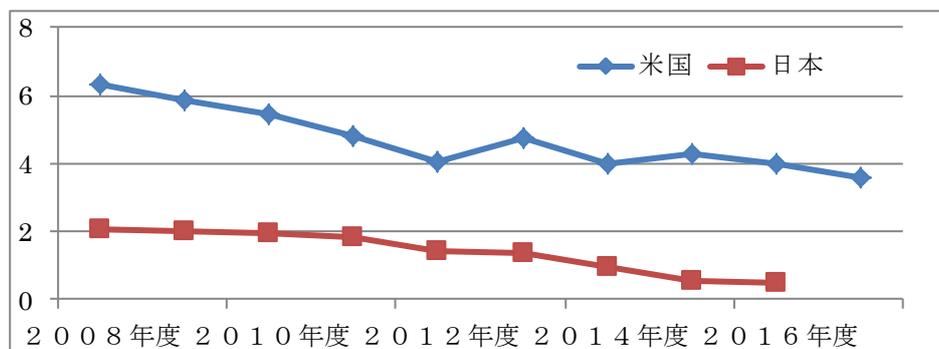
企業年金の立場からすると、予定利率に諸経費を上乗せした期待収益率の達成が最も重要なミッションになるが、企業財務の立場でみると、別の観点も考えられる。企業会計では年金債務は予定利率ではなく、国債などの利回りをベースに決められる割引率²¹で年金債務の現在価値である退職給付債務(PBO)を算出する。従って、退職給付債務は1年毎に割引率の分だけ増加(企業会計上の利息費用)する。現在の割引率は2016年度の実績で0.52%(東京証券取引所第1部上場企業の平均)であり、仮に、資産運用の目標を企業会計上の割引率とするなら、資産運用の負担は現状の予定利率や期待収益率を目標にするより軽くなる。ただ、年金財政の予定利率(2016年度で2.38%)は企業会計上の割引率よ

²⁰ IMFの名目経済成長率は日米ともに暦年を使用。

²¹ <割引率>退職給付債務を算出する際に、現価換算(給付支払い時までの利息相当額を控除)に使用する利率。割引率は、安全性の高い長期の債券の利回り、例えば長期の国債、政府機関債及び優良社債の会計期間末の利回りを基準に設定される。(三菱UFJ信託銀行用語解説より)

り高い分、年金債務が小さく算出され、積み立てを求められる年金資産は小さい。企業会計上の割引率に相当する利回りを達成しても、積み上がった年金資産額が小さいのなら、利息費用をカバーできない。予定利率と割引率が同率の場合は検討の対象になり得る。

日米の退職給付会計の割引率の推移（単位：％）



(注)調査の対象：日本は東京証券取引所第1部上場企業、米国はミリマンの100社。

企業のもう一つの視点は、調達コスト。企業が企業年金に掛金を拠出する場合、その調達金利に着目する。社債などを発行して、仮に長期資金を年率1%の金利で調達できる場合、企業年金の期待収益率通りの運用利回りが達成されれば、企業は「年金資産の運用利回り－調達金利＝利益」が期待できる。調達金利は企業会計上、損金扱いされ、企業にとっては節税が効果を期待出来る一方、企業年金で稼いだ運用益には課税²²されない。

ITバブル経済崩壊後に日産自動車が社債を大量発行し、その資金を企業年金に掛金として投入したことは広く知られている。2003年春には世界の株価は底入れし、運用環境が改善した。現在でも企業の財務中心に「調達コスト+α」を運用目標にする考え方は、常に議論されている。企業年金をプロフィットセンターと位置付ける考え方でもある。

しかし、追加拠出分については議論として成立するとしても、過去に拠出された年金資産についてはこの議論の適用は難しい。現状のように企業年金の財政状態が良好な場合、財政上の穴埋めとしての特別掛金は必要がないため、日産自動車が過去に実施したような低金利の資金調達を利用した財務戦略は見かけない²³。

5-3 <経営者・株主からの視点>

2015年6月に東京証券取引所に導入されたコーポレートガバナンス・コードは上場企業に資金効率の向上を求めており、ROE(自己資本利益率)8%以上が目安になっている。

²² 企業年金に関する税制では拠出時非課税、運用時非課税、給付時課税という税制度が適用されている。

²³ 厚生労働省が2017年1月からスタートさせた掛金拠出の弾力化(リスク対応掛金やリスク分担型企業)を適用する際に、議論・検討される余地はある。

ある外資系の経営トップはかつて「企業で事業に投資をすれば高い利回りを目指すのに、企業年金に資金を回しても3%程度でしか得られない。資金効率が低いのでは」と企業年金担当者にその理由説明を求めた、という話を何度か聞いた。企業の低い資金効率に不満を抱いてきた多くの株主も同じ思いを共有する。

ただ、今回の一連の取材で意見を聞いた日本人経営者や年金数理人などのほぼ全ての方が「企業の事業投資と同じ利回りを期待するものではない」との意見だった。企業年金に拠出した資金は従業員の将来の年金給付のためのもので、本来、企業の資産ではなく、従業員に帰属すると考えるからだ。

6 終わりに——日米格差の解消には企業、企業年金、資産運用業界の一体となった取り組みが欠かせない

今回の日米企業年金の運用比較で年金資産の運用利回りは米国の方が年率3.34%高いことが分かった。①日米の資産別の利回り差の影響、②日米の資産構成の違いの影響、③超過収益・その他の日米格差：10年間に企業年金が資産運用で獲得した超過収益、日本は年率0.08%、米国は0.84%——に分けて分析した。

金利差などは両国の経済力の差であり、それを克服するためには米国の金融商品に投資するしかない。しかしながら米国への投資は新たにドル円の為替リスクを負うことになる。現状だと為替変動のヘッジコストは高く、追加リスクなしには、日本より高い米国の金利を享受することはできない。

資産構成の違いは運用方針を変更すれば実現する。ただし、日本の企業年金がリスク回避的に資産運用しているのは、企業年金の財政状況が極めて良く、年金資産が年債務を大幅に上回る剰余を保有していることが大きな要因のひとつである。今の環境下で、無理にリスクをとる必要はないとの考えは多くの母体企業や企業年金に広く浸透している。年金財政上の積立比率が8割台で、資産の上積みを求められる米国の年金事情とはやや異なる面もある。金利水準の低い国の企業年金は予定利率や期待収益率を低くする傾向が世界的に確認されており、低金利が長きにわたって定着している日本においてリスク性資産に対して慎重な姿勢をとるのは理解できる。

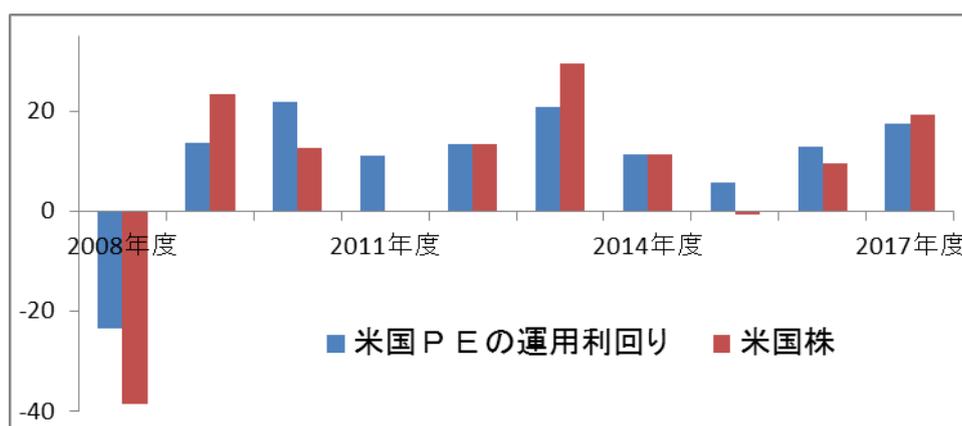
過去10年はリーマンショック後の戻り相場であり、リスク性資産が多い米国の企業年金に有利な金融環境だった。今後、環境が悪化した時は日本の資産構成の強みが発揮され、日米の格差が縮小する場面もあり得る。

ただ、過去10年のデータを見る限り、運用能力の格差が日米間に存在する点は否定でき

ない。両国の超過収益の差がそれを物語っている。

日本では現状、大半の企業年金がリスク抑制型に向かっており、資産運用が均一化し過ぎているとの印象がある。それぞれの母体企業のリスク許容度や企業年金の成熟度などが違うのであれば、それに応じた資産運用のリスクの取り方にもっと多様性があってもいいと考える。P&Iの米国の企業年金調査によると、非上場の企業に対する株式投資であるプライベート・エクイティへの投資割合は2017年9月末で5.7%である。日本の企業年金の平均1%程度²⁴と大きな差があるが、過去10年の平均利回りは9.8%（The Cambridge AssociatesのUSプライベート・エクイティ・インデックス）と米国のSP500をわずかながら上回った。日本でも流動性の低い商品への投資は徐々に増えている。世界的に市場価格が高く、新規投資には慎重にならざるを得ない側面はあるが、引き続き、リスク水準に配慮しながら運用資産の分散化を進める必要があるだろう。

米国のPEと上場株式の騰落率（単位：%、米国株はSP500）



金融庁が中心になって進めているスチュワードシップ・コードやコーポレートガバナンス・コードの改訂の際に、企業年金の実力向上が強く訴えられた。2018年6月のコーポレートガバナンス・コード改訂では【原則2-6. 企業年金のアセットオーナーとしての機能発揮】を新たに設け、「上場会社は、企業年金の積立金の運用が、従業員の安定的な資産形成に加えて自らの財政状態にも影響を与えることを踏まえ、企業年金が運用（運用機関に対するモニタリングなどのスチュワードシップ活動を含む）の専門性を高めてアセットオーナーとして期待される機能を発揮できるよう、運用に当たる適切な資質を持った人材の計画的な登用・配置などの人事面や運営面における取組みを行うとともに、そうした取組みの内容を開示すべきである。……」などと明記し、母体企業に対し企業年金の資産運用力の底上

²⁴ PE投資には早くから取り組んでいる企業年金連合会の投資割合は3.3%。過去10年間の平均利回りは12.6%だった。

げを訴えた。コーポレートガバナンス・コードの改訂を契機に、企業年金のレベル向上が期待できる部分はあると考えられるが、中小規模の企業年金にまでその声が届くかどうかは分からない。規模の小さい企業年金の人材や運用手法には新たな工夫が求められる。

企業年金の資産運用は基本的に信託銀行や生命保険会社、さらにアセット・マネジメント会社に運用を委託する仕組みになっている。運用を受託する資産運用のプロはこれまで、世界の最上の運用商品を企業年金に提示、運用してきたとは必ずしも言えない。スチュワードシップ・コードはアセット・オーナーである企業年金とアセット・マネジャーの緊張感のある関係を通してアセット・マネジメント会社のスキルアップも目指している。日米間に存在する運用力の格差縮小には、企業年金だけでなく、資産運用の業界全体の能力アップ、米国に比べ大きく遅れている金融・証券市場の整備・充実なども並行して進める必要がある。

以上

*本稿に関するお問い合わせやご意見は以下のEメールアドレスにお願い致します。

s-kubo@nensoken.or.jp

<参考>日米の企業年金の運用利回り推計に使用したベンチマーク

	日本の企業年金	米国の企業年金
国内株式	TOPIX (配当込)	S&P 500 (配当込)
外国株式	MSCI KOKUSAI (配当再投資)	MSCI World (配当再投資)
国内債券	NOMURA-BPI (総合)	S&P U.S. TREASURY BOND CURRENT 10-YEAR INDEX
		S&P U.S. AGGREGATE BOND INDEX
		S&P 500 BOND INDEX
生保・一般勘定	主要5社の実績 (配当込)	なし
外国債券	FTSE 世界国債 INDEX (除く日本)	FTSE 世界国債 ININDEX
プライベート・エクイティ (PE)	ケンブリッジUS Private Equity Index	ケンブリッジUS Private Equity Index
ヘッジファンド	HFRX Global Hedge Fund INDEX	HFRX Global Hedge Fund INDEX
オルタナティブ (不動産など)	ARES Japan Fund Index	FTSE NAREIT Composite Index
短期資産	日本の国債1年債の平均利回り	米国の国債1年債の平均利回り