

第35回

物価・金利の上昇と年金運用



徳島 勝幸

株式会社ニッセイ基礎研究所
常務取締役金融研究部研究理事年金研究部長
兼年金総合リサーチセンター長
兼サステナビリティ投資推進室長

1. はじめに

これまでも本誌の連載では、何回か類似したトピックについて取り上げてきた(最近の例としては、第32回(2025年8月)「市場の変化を受けたポートフォリオの見直し」、第25回(2024年5-6月)「脱デフレ下の年金資産の運用」等)が、足元での急激な金利上昇と周囲の状況変化は、多くの市場参加者が事前に想定していた範囲を逸脱するようになっている。改めて、これまでの状況を基本的な運用の考え方から振り返るとともに、当面の年金運用の方向性を占ってみたい。

2. 近年の状況と年金運用の基本的な考え方

以前から主張しているように、日本の確定給付企業年金(以下、DB年金)は、世界に例のない成功したものである。成功の背景には、負債

側の要因として、①多くが終身年金を廃して有期年金化し、長寿リスクを排除することができたこと、②長期にわたるデフレ下で賃金が物価との連動性を喪失し、年金給付も物価上昇との連動性が薄れたこと、③日銀による低金利・マイナス金利政策の導入によって、予定利率の引き下げが労使双方から容認されたこと、等があり、また、資産側の要因としては、④予定運用利回りの引下げによって、過大なリスクを取る必要がなくなったこと、⑤市場の下落や急変動に対応する観点から、様々な資産クラスにおいてリスク抑制型の運用が広く採用されたこと、等がある。

国内金利は長期間にわたって低水準で推移したものの、これらの負債特性の変更とコストの押下げ、運用リスクの圧縮といった取組みによって、DB年金の多くが十分な積立超過を獲得することができたのである。金融庁が2025年に公表したプログレスレポートによると、積立水準が

1を超えるDB年金は全体の8割を占めており、特に、資産残高が1,000億円以上の大型DB年金では、95%で積立水準が1を超えている。しかも、大型DB年金の積立水準は中央値が1.3となっており、十分な健全性と安定性を確保できている。

年金負債が有期化し物価に連動した給付を要しないのであれば、実質的に確定負債に特性が近づいており、年金制度の安定性を高めるため、資産運用サイドも確定利付資産でマッチングを図るのが年金ALMの基本的な考え方である（銀行等の金融機関では短期のALMが一般化しているが、年金や保険といった長期の運用においては、必ずしもALMが実現されておらず、理念的な考え方に留まっている）。国内債券以外の資産は、より多くの収益を獲得し利回りを高めるための補完的な資産と設定される。

しかし、低金利下において国内金利が大幅に低下し、負債と資産とで想定される金利水準がバランスしなかったこともあって、ALM型の資産構成を採用することは困難であった。結果的に、国内債券という資産クラスが中核のALM対応資産として位置付けられることはなく、国内株式や外国債券、外国株式といった他の資産クラスと同様に利回りの獲得という役割を果たす対等な資産と位置付けられるようになったのである。

こうした状況の表れの一つが、国内債券区分における運用の基本的な考え方である。年金ALMの概念に基づくのであれば、保有する国内債券は、負債とキャッシュフローもしくはデュレーションを合わせてマッチングさせることが求められる。ところが、負債の構造から切り離され、他の資産クラスと同様に取り扱われるようになったことから、保有する国内債券のポートフォリオはベンチマークとされる市場

インデックスに基づくものとなり、一般的にはNOMURA-BPI総合が採用されるようになったのである。

NOMURA-BPI総合を開発した人々によると、国内の債券は取引所取引ではないため、発行額や格付け等の基本的条件を満たす全銘柄を対象にすることで、TOPIXに近い広汎な市場性の確保を意図したとのことであった。ところが、市場に存在する債券の価格変動性は、株式市場のように経済全般以外の様々な要素（個社の収益、ヘッドライン、政治、為替等々）に左右されるよりも、基本となる年限ごとの国債利回りの動きに左右される方が大きい。そもそも、個社の動きに影響される社債の時価比率はインデックスの1割以下でしかなく、8割近くを国債が占めている（政府保証債や財投機関債、地方債についてもほぼ同等の信用リスクを有すると考えれば、指数の約85%がソプリンリスクと解される）。インデックス開発者の意図から市場に存在する一般的なすべての銘柄を対象にしたため、TOPIXの問題として指摘される様々な問題（例：膨大な構成銘柄数、低流動銘柄の混入（なお、浮動株比率に類似した処理が未採用であり、国債の一部銘柄について日銀が過半を保有していてもフルに算入されている等）、指数の特性が市場全般以外の何物をも示さないなど）を含むものになっている。

足元の環境下では、金利が上昇する過程で株価が上昇するとともに円安傾向となったこともあって、国内債券がマイナスのリターンになっても、他のより価格変動性の大きな資産のパフォーマンスが好調であり、ポートフォリオ全体としての利回り獲得に支障は生じていない。短期的には、ポートフォリオの分散効果が機能していると積極的に評価することも可能である。

しかし、単純に国内の資本市場だけを考えても、金利が上昇している時に、株価が同時に上昇しているというのは、理論的に妥当と考えられる状態ではない可能性が高い。金利が上昇すると、割引率が上昇することで株式の評価は低下する。また、企業にとっても、借入れコストが上昇するため、費用が増加して収益が圧迫される。こういった説明で金利上昇が株価下落をもたらすというのが通常の論理であって、近年の状況はこれらの理論的な仮説にはそぐわない。過去の低金利は、日銀による異次元の金融緩和政策等によって市場を歪められた結果であり、その反動としての金利上昇という説明も可能であろう。また、資金余剰の状態にある企業にとって、金利の上昇は支払利息の増加よりも預金利息の増収に繋がるといった説明も考えられる。

一方で、円金利が上昇すると、為替は円高に向かうというのが、金利平価説等に基づく相場一般的な見方であるが、日銀が一度利上げすると、しばらくは追加の利上げができないだろうという推測から円安が進むといった展開になっている。市場における為替水準の決定については、必ずしも理論的なものがすべてではなく、政治や外交の動向も含め、参加者の思惑等の影響も小さくないため、現在がおかしな状況であるとは言えないかもしれない。しかし、株価も為替も現在のやや異常な状況が、長く継続すると想定できるだろうか。

3. 国内債券運用は当面のマイナス覚悟で

国内債券での運用は、金利が十分に上昇するまでマイナス利回りになるのを覚悟することが必要である。そもそも、国内債券の運用においては、アクティブ運用における超過収益(α)を

獲得することは市場における効率性の低さなどから期待可能であるものの、金利の変動による勝ち負け(デュレーションリスク： β)の方が圧倒的に大きい。国内株式や外国証券への投資では、 α の獲得可能性が必ずしも高くはないものの、相対的に大きな α を獲得できる可能性がある。市場インデックスをベンチマークとする国内債券運用では、デュレーションの方向性に過大な賭けをするのではなく、イールドカーブの歪みや商品・銘柄間の価格誤差を収益化する裁定取引に加え社債等でクレジットリスクを負うことで、わずかばかりの α を積み上げるのが適切な運用方針である。

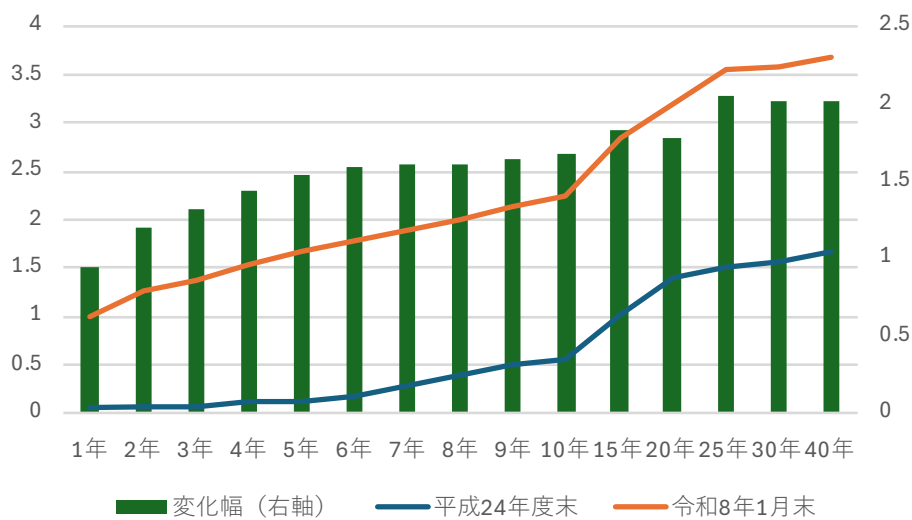
もし、金利が十分に上昇してしまえば、その後は十分高いリターンが確保できるため、国内債券の保有を継続することが可能である。さらに、以前のように金利低下へと回帰するのであれば、長期間にわたってプラスのリターンを享受することができるかもしれない。しかし、まだ、金利上昇が天井にコッソと行き当たった感じはしていない。そもそも「責任ある積極財政」という政権の方針が、財政拡張的なのではないかという懸念から長めの年限、特に超長期の国債利回りが上昇しており、総選挙後の政権が金融市場の不安(正しくは、財政不安を煽ることで収益を得ようとする投機的な資金の動き)を解消できるだろうか。相場格言に曰く「鯛焼きの頭と尻尾はくれてやれ」であり、ピンポイントで金利の天井を当てることは難しいため、少し手前からポジションを構築することが適切だろう。しかし、与野党がこぞって消費税減税を謳っているようでは、財政健全化といった方向に向かうのは難しい。今はまだ、国内債券を運用の主軸とするのには、早過ぎるだろう。

金利上昇がなかなか止まらなると考えられる

状況では、国内債券の代替として、不動産やインフラ投資などのオルタナティブを活用することが考えられるし、生命保険会社の提供している一般勘定商品についても検討の価値があるだろう。いずれも大きなアップサイドの収益を獲得することは難しいが、商品特性から相場下落時の下支え、下方硬直性の発揮を期待することができる。これらの商品については、具体的な

商品の内容が様々であって、単純な株式や債券と異なり、商品内容を特に十分に理解して投資する必要がある。生命保険会社の一般勘定も、提供している会社の信用リスクを考慮することは当然としても、商品の仕組み（保証利率の有無と適用期間、いわゆる解約控除の算式と対象等）を十分に理解する必要があるだろう。

図表：国債イールドカーブの変化



出所：財務省の公表する国債金利情報を基に筆者作成
 ※平成24年度末は異次元の金融緩和が導入される直前の状態で、金利の上昇幅は必ずしも超長期債が極端に大きいというものではない

とくしま かつゆき

1986年京都大学法学部卒業、1991年ペンシルバニア大学ウォートンスクール MBA。
 1986年日本生命保険相互会社入社、ニッセイアセットマネジメント株式会社出向を経て、2008年株式会社ニッセイ基礎研究所出向、現在に至る。
 証券アナリストジャーナル編集委員、日本ファイナンス学会理事の他、社会保障審議会資金運用部会委員、国民年金基金連合会理事等の立場で多くの公的機関及び企業年金等の資産運用に関与している。