

米国債格下げの米国企業年金制度への影響

野村 亜紀子

■ 要 約 ■

1. 米国の年金基金（企業年金、公務員年金）は、非市場性国債及び貯蓄国債を除く米国債の 8.8%を保有する、国内投資家大手である。年金基金の中では確定給付型企業年金の保有額が最も大きく、2011 年 3 月時点で 3,620 億ドルだった。
2. 2011 年 8 月 5 日にスタンダード&プアーズは米国ソブリン格付けを「ダブル A プラス」に引き下げた。米国企業年金の運用規制は格付の使用を特に求めているが、投資方針書などで格付けを参照することは一般的に行われている。今回の格下げでは、運用会社やコンサルタントが、平均格付け保持のための債券売却を回避するべく投資ガイドラインを調整することについて、顧客と協議していたと報じられている。
3. 米国企業年金の積立基準では、加入者と受給者の年齢構成に対応した 3 つの割引率を用いて年金債務を計算する。割引率は最近低下傾向にあり、特に退職まで 5 年以内の加入者と受給者に適用する短期金利の低下幅が大きい。多くの確定給付型企業年金で高齢化が進んでおり、拠出負担が深刻化する企業が増える可能性がある。
4. 年金会計では、年金債務の計算に高格付け債券利率を参照した割引率を用いて良いとされており、金利低下は債務増加につながる。積立基準による拠出増と相まって、企業にとっての確定給付型年金提供の負担感がいっそう強まる可能性もある。
5. 今後、財政赤字削減の圧力は一層高まると思われる。米国では私的年金が重視され、多額の税制優遇が付与されているが、いかに重要な制度でも例外なく削減対象とすることになれば、候補となりうると指摘されている。今後の議論を注視しておく必要がある。

I. 米国年金基金の米国債保有状況

2011 年 8 月 5 日、米国格付会社大手のスタンダード&プアーズ（S&P）は、米国の長期ソブリン格付けを「ダブル A プラス」に引き下げた。多方面にわたる影響がありうるが¹、

¹ 神山哲也「米国債格下げと短期金融市場への影響」『野村資本市場クォーターリー』2011 年秋号（ウェブ版）では、MMF 及びレボ市場への影響を分析している。

図表 1 年金基金の米国債保有状況

	(十億ドル)						
	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011.3
企業年金	116.5	130.8	169.5	184.9	310.7	486.7	504.7
確定給付型	60.0	71.8	104.6	114.8	212.7	352.8	362.0
確定拠出型	56.5	59.0	64.9	70.2	98.1	133.9	142.7
地方公務員年金	153.8	156.2	141.6	146.4	174.5	185.6	187.9
連邦公務員年金	68.4	76.7	88.0	112.3	119.1	129.2	133.0
年金基金合計	338.7	363.7	399.1	443.6	604.3	801.5	825.6
<参考>投資信託	244.3	243.4	357.3	765.6	661.9	632.8	638.2
米国債合計に占める割合							
企業年金	2.6%	2.8%	3.5%	3.0%	4.1%	5.3%	5.3%
確定給付型	1.3%	1.5%	2.1%	1.9%	2.8%	3.8%	3.8%
確定拠出型	1.3%	1.3%	1.3%	1.1%	1.3%	1.5%	1.5%
地方公務員年金	3.4%	3.4%	2.9%	2.4%	2.3%	2.0%	2.0%
連邦公務員年金	1.5%	1.6%	1.8%	1.8%	1.6%	1.4%	1.4%
年金基金合計	7.6%	7.8%	8.1%	7.2%	8.0%	8.7%	8.8%
<参考>投資信託	5.5%	5.2%	7.3%	12.5%	8.7%	6.9%	6.8%

(注) 米国債合計は、非市場性国債及び貯蓄国債を除く

(出所) FRB, Flow of Funds, 6/7/2011

本稿では、米国年金基金が米国債の国内投資家大手であることを踏まえ、今回の格下げが、年金規制の観点から年金制度に及ぼしうる影響を概観する。公務員年金は州ごとに異なる規制に服することから、主に企業年金をめぐる論点を取り上げる。

米国の年金基金は、公務員年金（連邦公務員年金、地方公務員年金）と企業年金の合計で、2011年3月時点で8,256億ドルの米国債を保有している。米国債発行残高（非市場性国債と貯蓄国債を除く）に占める割合は8.8%である。これは投資信託（MMFを含む）の6.8%を上回り、米国債の国内投資家の中では最大手の一つと言える。（図表1）

保有の内訳は連邦公務員年金が1,330億ドル（別途、非市場性国債を1兆1,288億ドル保有）、地方公務員年金が1,879億ドル、確定給付型企業年金が3,620億ドル、確定拠出型企業年金が1,427億ドルだった。確定給付型企業年金の資産配分の推移を見ると、金融危機後、株式の配分比率が2006年の60.1%から急落して2011年3月には35.9%となる中で、米国債の比率は2006年の2.8%から2011年3月の15.6%へと上昇した。確定給付型企業年金にとって、米国債は投資対象としての存在感を増していると言える。

II. 年金運用規制と格付け

史上初の格下げ後、結果的には米国債からの資金流出は起きず、むしろ資金流入が強まったわけだが、その背後には年金基金や保険会社といった長期投資家の強い需要があったと言われている²。

米国企業年金の運用規制を見ると、包括的な企業年金法である従業員退職所得保障法（ERISA）は、運用における格付の使用を特に求めている。ただ、多くの年金基金では

² “Downgrade Raises Treasury’s Appeal,” *Wall Street Journal*, 8/9/2011

受託者責任を果たす観点から投資方針書が作成されており、投資方針書で格付を参照することは、ごく一般的に行われている。しばしば、以下のような内容が盛り込まれるとされる³。

- ・ 投資対象の格付けの下限を設定（ポートフォリオ全体又はアセット・クラス毎に）
- ・ 投資対象の取得する格付けの数を規定
- ・ 格付けを付与する格付け機関を指定し優先順位を規定
- ・ 容認される例外を規定（無格付けの場合など）
- ・ 格付け変更への対応を規定（特に格下げの結果、求められる下限を下回った場合）
- ・ インハウス・リサーチや運用の外部委託先のオピニオンと、格付け機関の出す格付けとの比較・調整

例えば、米国最大の確定給付型年金であるカリフォルニア州職員退職年金基金（カルパース）のグローバル債券プログラムに関する投資方針書では、信用リスクをコントロールするために格付けの下限を規定するとし、基本的に投資適格を求める内容になっている。特定の債券が格下げにより格付けの下限を下回った場合は、グローバル債券担当のシニア・インベストメント・オフィサーが、さらなる格下げのリスクがない、当該債券の売却がカルパースのトータル・リターンへの低下を招くと判断するのであれば、直ちに売却する必要はないとしている⁴。

他方、債券ポートフォリオの運用において一定の資産加重平均格付けを保つこととされている場合、米国債の格下げにより平均格付けが下がり、これを修正するべく低格付け債券が売却されることが考えられる。ただ、運用会社や年金コンサルタントは、今回の格下げの実施前から顧客とその影響について議論しており、上記のような売却を回避するべく債券投資ガイドラインを調整することについても協議していたと言われる⁵。米国債の格下げが、従来の平均格付けの考え方では想定されていなかったことが窺われる。

III. 年金積立基準と格付け

米国企業年金の積立基準は、2006 年年金保護法により大幅に変更された。以前は年金債務の算出に 30 年国債の利回りを参照していたこともあったが、現在の規制では、内国歳入庁（IRS）より、「優良社債イールド・カーブ」に基づく 3 つの残存期間別「セグメント・レート」が毎月提示される。優良社債イールド・カーブは、投資適格社債の 24 ヶ月平均利率を用いて算出される。

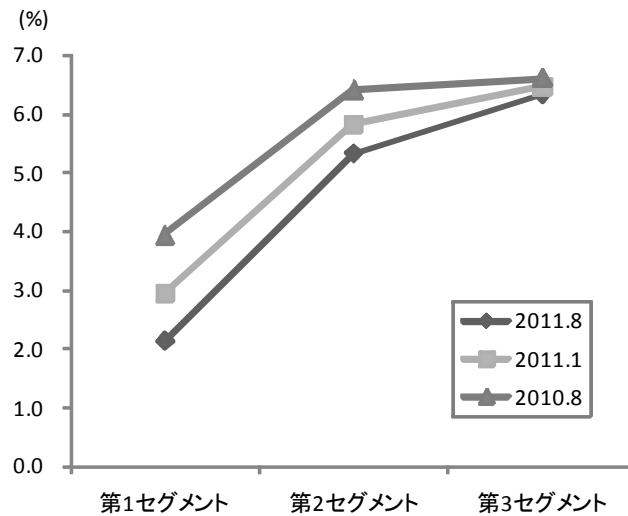
3 つのセグメントは、5 年以内に満期を迎える社債利回りに基づく「第 1 セグメント」、5 ～ 15 年で満期を迎える「第 2 セグメント」、満期まで 15 年以上ある「第 3 セグメント」と

³ Standard & Poor's, "Rating References in Pension Fund Investment Policies," June 2011.

⁴ California Public Employees' Retirement System Statement of Investment Policy for Global Fixed Income Program, Sep. 13, 2010.

⁵ "Investors Map Course for U.S. Debt Downgrade," *Pensions & Investments*, 8/8/2011; "Companies Search Small Print for Financial Impact; Weekend of Work," *Wall Street Journal*, 8/8/2011.

図表 2 IRS のセグメント・レートの推移



(出所) “Update for Weighted Average Interest Rates, Yield Curves, and Segment Rates,” IRS Notice 2011-67.

定義されている。年金基金は、加入者及び受給者の支給開始年齢までの残り期間に対応するセグメント・レートを割引率として使用し、年金債務を算出する。換言すると、退職間近な従業員や退職者は5年以下の金利、退職まで5～15年の世代は5～15年の金利、それより若い世代は15年以上の金利を用いて年金債務を計算する。年金債務計算に、年金基金の年齢構成が反映されることになる。この年金債務が、年金基金の要積立額となる。

年金積立基準の観点からは、格下げが社債金利にどう影響し、今後イールド・カーブの形状がどう変化するかが注目点となる。社債金利が低下し割引率も低下すれば年金債務は増加し、逆に金利上昇・割引率上昇だと年金債務は減少するからだ。

セグメント・レートの最近の推移を見ると、全体に低下傾向にあり、特に短期の第1セグメントの下落幅が大きい(図表2)。このようなトレンドは、高年齢の加入者や受給者が多い年金基金ほど割引率が低下し、年金債務が増加することを意味する。

米国の確定給付型企業年金は、多くが「凍結」(新規加入の停止や、既存加入者の給付の積み上がりの停止)を行っており、年金給付保証公社(PBGC)のデータブックによると、2007年時点で確定給付型企業年金の18%が、新規加入の停止と既存加入者の給付積み上がりの停止を両方行う「完全凍結」の状態にあった。新規加入停止のみの基金も含めると、相当程度の確定給付型企業年金が凍結状態にあると見られる。これらの基金では着実に高齢化が進む。仮に米国債格下げ後に起きている金利低下が続くようだと、確定給付型年金への拠出負担が深刻化する企業が増える可能性がある。

IV. 年金会計と格付け

米国の年金会計である財務会計基準 87 号及び同 158 号では、年金債務等の算出に用いる割引率を設定する際に、高格付け債券利率を参照して良いとされている。企業は毎年、年金プランの測定日（企業の会計年度末）に当該割引率を再評価する。金利の上下変動が生じていたら、割引率を調整しなければならない。また、割引率の設定に際して、測定日のイールド・カーブも考慮する必要があるとされている。

アクチュアリー会社大手ミリマンの大手企業 100 社の確定給付型積立状況調査によると、2010 年の大手企業年金基金の割引率の中央値は、前年の 5.82% から 5.43% に低下し、7.7% の年金債務増を招いた。記録的な低さと言われた 2005 年の 5.5% をさらに割り込む水準だった。これにより好調だった 2010 年の運用成果と同年の企業拠出による資産増が相殺され、積立比率（年金債務に対する年金資産の比率）は 2009 年の 81.7% から 2010 年の 83.9% と、僅かな改善に留まった⁶。

米国では年金積立不足の貸借対照表上の即時認識はすでに導入済みであり、仮に急激な市場変動に起因する積立状況の悪化が起きたとしても、投資家が過度な反応を示す可能性は高くないかもしれない。しかし、前述の積立基準による拠出負担増と相まって、企業にとって確定給付型年金を提供することの負担感がいっそう強まる可能性もある。

V. 財政赤字削減圧力と年金税制

今後、米国では、財政赤字削減の議論が進められると考えられる。2011 年 8 月 2 日に成立した予算管理法（Budget Control Act of 2011）は、具体的な削減方法を規定したものではない。また、今回の格下げの背景に同法を通じた最大 2.4 兆ドルの削減では不十分であるという S&P の見解があったことから、今後、財政赤字削減の圧力が一層高まることは不可避と思われる。

財政赤字を削減するには、歳出削減と歳入増を行うしかない。歳入増には、直接的な増税に加え、税制優遇措置の削減という方法がある。米国では 1974 年議会予算法の規定により、毎年の連邦政府予算教書に「租税支出」、すなわち税制優遇による歳入減の金額が記載される。2012 年予算教書によると、米国の私的年金向け租税支出額は、事業主の医療保険料控除や個人の住宅ローン控除などと並び、最上位に位置する。2012～2016 年の予想額は、401(k)プランが 3,563 億ドルで 4 位、確定給付型企業年金 2,460 億ドルで 10 位、自営業者向け年金制度であるキーオ・プランが 1,039 億ドルで 17 位、個人向け確定拠出型年金である個人退職勘定（IRA）が 805 億ドルで 20 位だった。

これらの数値には、米国において、いかに私的年金が重視され、税制優遇措置の形で後押しされているかが如実に表れている。ただ、仮に、厳しい財政赤字削減の議論の中で、

⁶ “Modest Increase in 2010 Funded Status as a result of Record Employer Contributions,” Milliman 2011 Pension Funding Study, March 2011.

いかに重要な制度であっても例外なく削減対象とすることになれば、候補となりうるという指摘も行われている⁷。米国では2010年2月に、財政状況改善の選択肢を特定するべく、超党派の「全米財政責任及び改革委員会」が設置され、12月には報告書が公表された⁸。その中では、人々が自助努力により老後に備える退職資産形成システムの重要性を強調しつつ、長年の制度改革で複雑化した感のある確定拠出型年金制度を統合・簡素化し、拠出上限を2万ドル又は所得の20%の低い方に一本化すること、低所得者向け貯蓄税額控除（Saver's Credit）を拡充することなどが提言された。米国債格下げを契機とする財政赤字削減の圧力の高まりが、私的年金向け税制優遇措置にどのような影響を及ぼすのか、注視しておく必要がある。

⁷ ただし、米国では年金受給時には通常の所得税が課せられる。ベビーブーマーの第一陣が2011年に65歳に達し、彼らの年金受給が本格化するのはいずれからである。2016年までの租税支出予測には、年金受給の増加に伴う税収増が反映されておらず、年金制度に対する拠出時・運用時の税制優遇のインパクトのみが大きく表れている可能性がある。“Numbers Crunching,” *Plan Sponsor*, June 2011 を参照。

⁸ “The Moment of Truth: Report of the National Commission on Fiscal Responsibility and Reform,” Dec. 2010.