

金融危機下で方向性を探る米国企業年金

野村 亜紀子

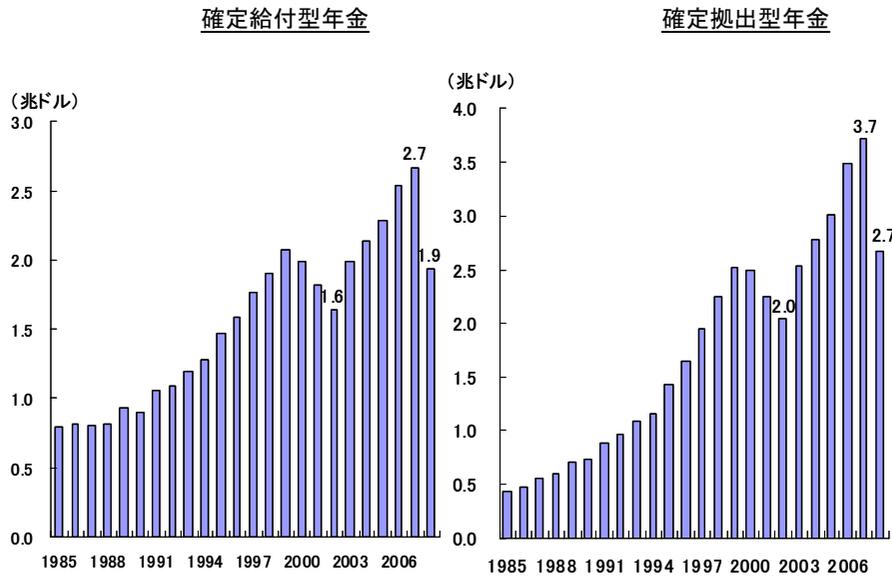
■ 要 約 ■

1. 米国企業年金は 2008 年、1 兆 7,972 億ドルの資産残高減を記録した。1 年間の下落率は 28.1% で、IT バブル崩壊時のピークからボトムの下落率 26.9% を 1 年間で上回った。
2. 確定給付型企業年金は株式比率が 2006 年の 60% から 2008 年に 40% に低下し、全体としてリバランスが行われなかったことが示唆された。野村資本市場研究所が 2009 年 3 月に米国大手運用会社に対して行ったヒアリングでも、ここ数年の制度改正等を理由に元々債券へのシフトを決めていた年金基金は、リバランスに消極的ではないかというコメントが聞かれた。また、トータルでの純資金流出が続いており、長期にわたる緩やかな縮小が続くと見られた。
3. 401(k) プランについては、急激な株式市場の下落において加入者にパニックは見られないことや、従業員が否と言わなければ自動的に加入し、運用指図は幅広く分散された投資信託等で行われるという「自動化」のアプローチは、金融危機を経ても維持されることが指摘された。
4. ただ、自動化された 401(k) プランの運用の中心的存在になると見込まれるターゲット・イヤー・ファンドについては、同じ「2010 年ファンド」のパフォーマンスに大きな開きがあることなどがマスメディアや一部の政治家の目に留まり、401(k) プランの品揃えとしての規則制定等が必要かどうか、労働省が検討することとなった。
5. 連邦議会では抜本的な企業年金改革の必要性が 2008 年秋に議題とされたが、この議論も継続している。現行制度内での方向性の模索と共に、今後が注目される。

I 米国企業年金の 2008 年

米国の企業年金は 2008 年、資産残高が前年末比で 1 兆 7,972 億ドルの減少を記録した。内訳は、確定給付型年金が 7,356 億ドル、確定拠出型年金が 1 兆 616 億ドルの減少だった（図表 1）。下落率は 28.1% で、IT バブル崩壊時の、四半期毎のピーク（2000 年第 1 四半期）からボトム（2002 年第 3 四半期）までの下落率 26.9% を 1 年間で上回った。また、ア

図表 1 米国企業年金の資産残高推移



(出所) FRB, Flow of Funds より野村資本市場研究所作成

クチュアリー及びコンサルティング会社大手のミリマンによると、大手企業 100 社の確定給付型年金の積立比率は 2007 年末の 105% から 2008 年末には 79%へと低下した¹。

本稿では 2009 年 3 月中旬に行った米国大手運用会社に対するヒアリング調査を踏まえつつ、解決途上にある金融・経済危機の下で、米国企業年金の現状と今後についてどのような議論が行われているのかについてまとめる²。

II 確定給付型年金の方向性

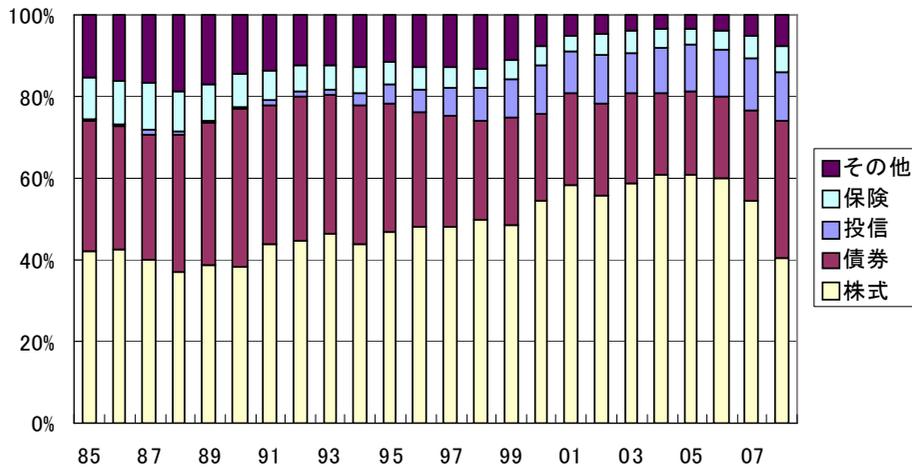
1. リバランシングは行われないのか？

確定給付型企業年金全体のアセット・アロケーションを見ると、株式比率が 2006 年の 60%から 2007 年に 55%、2008 年には 40%へと急落した(図表 2)。通常、確定給付型年金の運用では、いわゆるリバランシングにより基本的なアセット・アロケーションが維持される。一定の乖離幅は設けられるものの、2 年間で 20%ポイントの低下は、少なくともこの時点で、多くの企業年金においてリバランシングが行われなかったことを示唆した。図表 3 は、2008 年のアニュアル・レポートに基づき、確定給付型企業年金大手 10 社のアセット・アロケーションの変化を示したもののだが、程度の差こそあれ、ここでも全社が株

¹ J. Ehrhardt and P. Morgan, "Milliman 2009 Pension Funding Study: Five Years of Pension Gains Wiped Out in 2008."

² 野村亜紀子「米国企業年金の新たな制度的バランスに向けた議論」『資本市場クォーターリー』2009 年冬号の続編として、併せてご参照頂ければ幸いである。

図表 2 米国確定給付型企業年金の資産・アロケーション推移



(出所) FRB, Flow of Funds より野村資本市場研究所作成

式比率を低下させ、債券等の比率を上昇させていた。

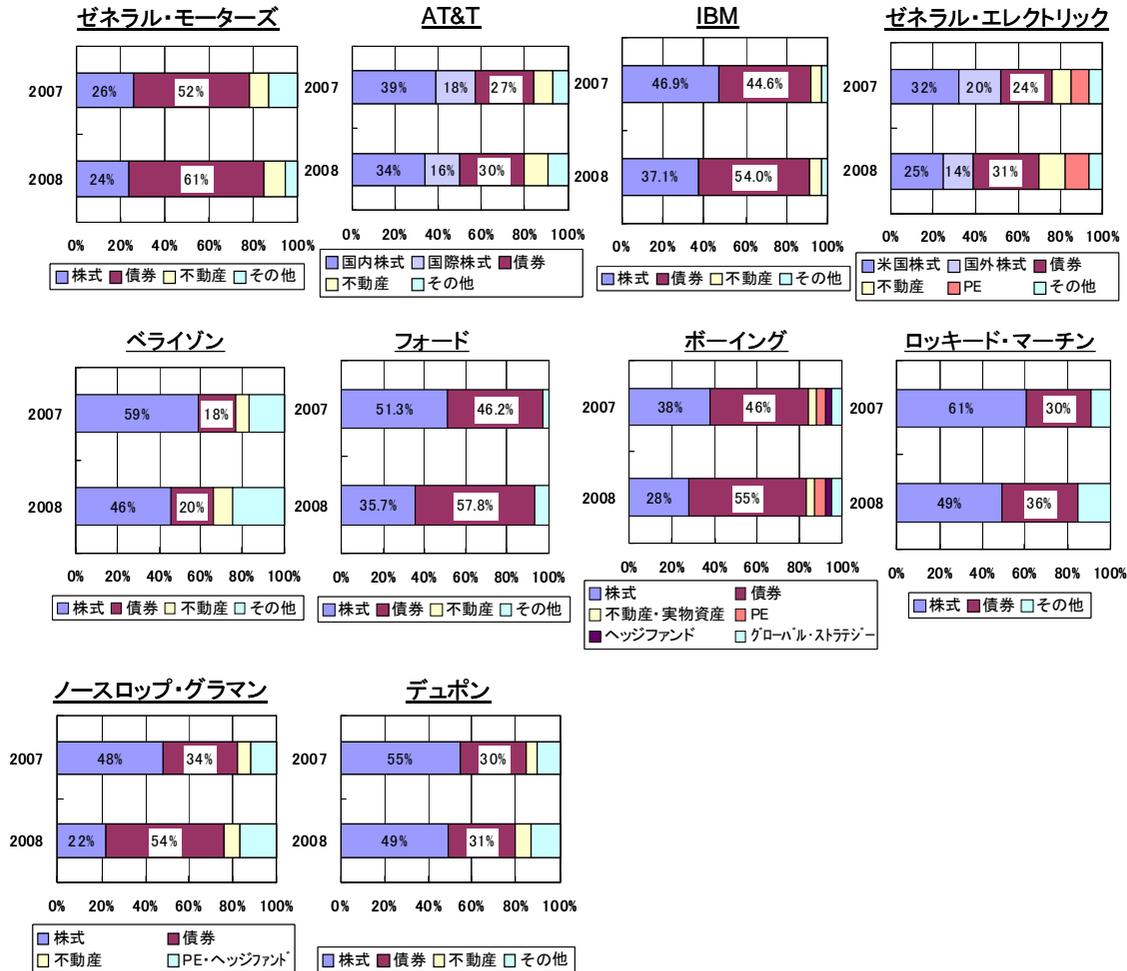
大手運用会社からは、2008年の資本市場が正常とは程遠かったことを勘案するなら、株式のリターンの平均への回帰を前提に、徐々にではあるものの、リバランシングを行うべきだという意見がある一方、積立基準や年金会計の即時認識強化といった確定給付型企業年金をめぐる近年の制度改正などを理由に、多くの年金基金がそもそも債券シフトを進めている最中にこの危機が起こったので、シフトのスピードが速まっただけだとして敢えてリバランシングを行わないのではないかという指摘もあった。図表3の10社では5社が過去数年間に資産・債務の見直しを行い、基本的には株式比率の引き下げを決定していた。これらの企業については、金融危機以前に意思決定が行われており、金融危機の影響はあったとしても、アロケーションを変更すること自体は、既定路線の延長線上だったことが伺われた。

2. LDIの採用は進むのか？

債券比率の上昇と関連するのが LDI (Liability Driven Investment、年金債務への連動を重視する運用) へのシフトである。米国では近年、確定給付型企業年金の間で関心が高まっていると指摘される一方で、実際のところ、どの程度採用されるのかが必ずしも明らかではなかった。

この点については、LDIの定義次第である、すなわち、LDIを幅広く捉えることにより、LDIの普及は進んでいると言えるという指摘が大手運用会社からあった。すなわち、LDIの定義が純粋なイミュナイゼーション戦略であれば LDI へのシフトは起きていないが、より幅広く年金債務に連動した運用と定義するのであれば起きているということだった。資産運用業界コンサルティング会社大手のセルリー・アソシエーツによる調査でも、現在

図表3 米国大手確定給付型企業年金のアセット・アロケーション



アセット・アロケーション変更の動き

企業	変更内容
ゼネラル・モーターズ	<ul style="list-style-type: none"> 2008年の調査に基づき2003年及び2006年の変更が再確認されると同時に、長期戦略アセット・アロケーションの微調整が行われた。 2003年に債務ヘッジング・プログラムが開始され、2006年に株式比率の20%引き下げと債券比率の20%引き上げが決定された。アクティブ運用を通じた超過リターン獲得により長期期待収益率8.5%は維持可能とされた。
AT&T	<ul style="list-style-type: none"> 2~3年に1度もしくは重大イベント発生時に資産債務予測が行われる。2007年の調査に基づき現在のアセット・アロケーションが策定された。
IBM	<ul style="list-style-type: none"> 2007年に公募株式比率の引き下げ、債券比率の10%引き上げ、債券のデュレーション引き上げ、金利スワップを含むデリバティブの活用により、将来の金利もしくは株式市場の変動が積立状況にもたらす悪影響を抑制することを目指した。 デュレーション長期化等により株式比率引き下げの影響が相殺され、長期期待収益率8%を維持できた。
フォード	<ul style="list-style-type: none"> 2007年に年金資産の年金債務に対するボラティリティを減らすために、公募株式比率を減らし債券及びオルタナティブ投資の比率を引き上げた。今後数年で到達予定の目標アロケーションは、公募株式30%、債券45%、オルタナティブ投資25%。
ボーイング	<ul style="list-style-type: none"> 2006年に年金債務に対するボラティリティ低減等を目的に運用戦略を見直し、債券比率の引き上げと債券デュレーションの長期化を行った。オルタナティブ投資比率も分散及びリターン向上のため引き上げられた。

(注) 米国内の年金プランと米国外の年金プランを持つ企業については、米国内の年金プランに関するデータ及び記述。

(出所) 各社2008年アニュアル・レポートより野村資本市場研究所作成

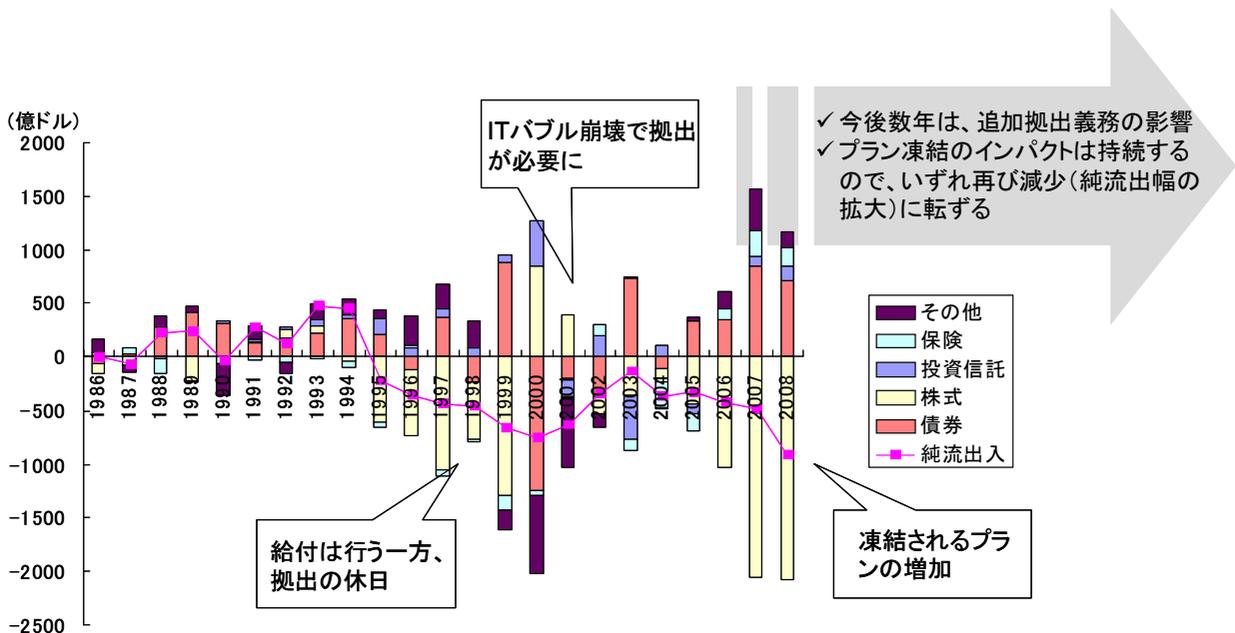
LDIを採用しているという米国確定給付型年金が2007年の17%から2008年には36%に急増した背景として、34%がLDIを「年金債務を念頭にリスク管理を行うべく設計されたポートフォリオ」と幅広く定義したことが指摘されていた³。

3. 確定給付型企業年金からの純資金流出と長期展望

企業年金がリバランシングを行っているかどうかの、もう一つの手掛かりは、アセット・クラス別の純資金流入動向である。図表4を見ると、米国確定給付型企業年金は、株式市場が好調だった1990年代後半は株式から債券へ、ITバブル崩壊後の2000年代初頭は債券から株式へと資金をシフトさせていた。ところが、金融危機による相場の変調が明らかになった2008年は、2007年を上回る株式の純流出を記録した。このデータからも、2008年に確定給付型企業年金全体としてはリバランシングが行われなかったことが分かる。

他方、さらに目を惹くのが、1990年代後半以降、確定給付型企業年金から、一貫して資金が純流出していることである。この点について、米国大手運用会社へのヒアリングでは、1990年代後半と2005年以降とは、異なる要因が指摘された。1990年代後半は、年金給付は行われる一方、多くの基金が「拠出の休日」状態にあったため拠出が行われず⁴、結果として純資金流出となった。その後、ITバブル崩壊で積立状況が悪化した時期には

図表4 確定給付型企業年金の純資金流入



(出所) FRB, Flow of Funds より野村資本市場研究所作成

³ Cerulli Quantitative Update, Retirement Markets 2008.

⁴ 税法上、年金プランの積立比率が一定以上に達すると拠出が行えなくなるため、拠出の休日と呼ばれていた。

拠出が再開され、純流出の金額も小さくなった。

運用環境が好転した 2003～2006 年、純流出は再び増加に転じたが、今回は 2005 年頃から大手企業の間でも見られるようになっていた年金プランの凍結（新規加入の停止や、既存加入者の将来分の給付積み上がり停止）の影響が指摘された。米国では 1980 年代後半以降、主に中小企業の確定給付型年金の終了が増加し、確定給付型企業年金プラン数は 1985 年の 11.2 万プランから 2007 年には 2.9 万プランに減少していた。また、2005 年頃から、従来、確定給付型年金と 401(k)プランを併用してきた大手企業の間でも、確定給付型年金を凍結する動きが目立ち始めていた。理由としては、年金拠出がキャッシュフローに与える影響や必要拠出額の不確実性がしばしば挙げられた。

凍結プランの増加は拠出額の減少につながると考えて良い。2009 年以降、当面は積立不足解消のための追加拠出が発生する。その影響は一時的でも年金プラン凍結の影響は持続するため、確定給付型企業年金からの純資金流出のトレンドは復活する。この傾向が続けば、非常に長期間かけてではあるものの、米国の確定給付型年金は、いずれ公務員年金が中心的になるという指摘もあった⁵。

III 401(k)プランの方向性

1. 401(k)プランの加入者行動

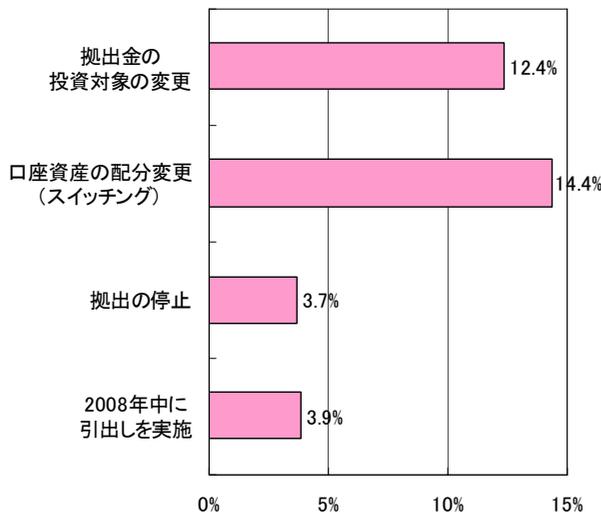
冒頭で述べたように、確定拠出型年金に対する金融危機の影響も大きかった。確定拠出型年金の中心である 401(k)プランについては、自らの口座資産を運用指図する加入者の間で、パニック的な行動が起きなかったかが一つの注目点だったが、運用業界からは加入者に極端な行動は見られなかったことが主張された。例えば、投資会社協会（ICI）が 2008 年 12 月と 2009 年 3 月に相次いで公表した加入者行動調査が代表的で、拠出を停止した加入者は 3.7%、口座資産の配分変更を行った加入者は 14.4%、拠出金の投資対象変更が 12.4%といった結果を報告し、過去の加入者行動と大きな違いは見られないと結論づけた（図表 5）。

また、金融危機が本格化する中で、企業の奨励金に当たるマッチング拠出を停止する動きがあるが、この点についても、例えば、7 割以上の企業が「変更無し・変更の予定無し」と回答したという調査結果が、福利厚生制度関連の非営利組織 WorldatWork より出されている（図表 6）⁶。

⁵ 確定給付型年金の資産残高を比較すると、すでにその傾向は現れている。1985 年には企業年金が全体の 58% を占めたが 2007 年にはその比率が 39%に低下した。

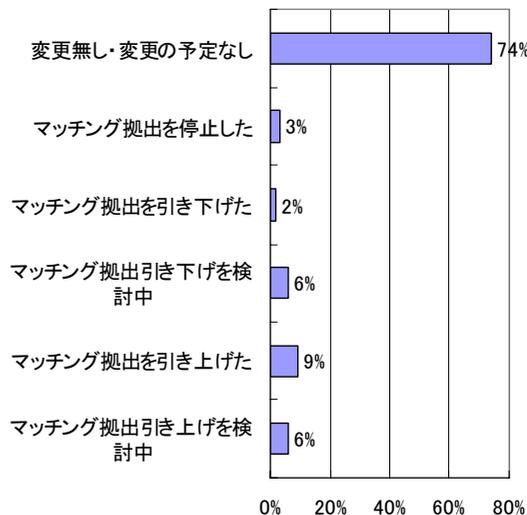
⁶ WorldatWork, *Trends in 401(k) Plans*, March 2009.

図表 5 401(k)プラン加入者行動 (2008年)



(出所) ICI 資料より野村資本市場研究所作成

図表 6 企業のマッチング拠出変更



(出所) WorldatWork 資料より野村資本市場研究所作成

2. 2006年年金保護法の「自動化」アプローチは続くのか？

過去数年、401(k)プランをめぐるのは、従業員が非加入を選択しなければ 401(k)プランに加入し、自ら拠出率を設定しなければ拠出率が自動的に引き上げられ、自ら投資先を指図しなければ幅広く分散された投資信託等に資金が投資されるという「自動化」の動きが進展していた。2006年年金保護法は法制面で必要な手直しを行い、この動きを後押しするものだった。加入者が能動的に行動することを前提とした 1990年代のアプローチからの大きな方向転換だったと言える。

ただ、「自動化」アプローチは、加入者の明示的な意思表示を伴わないだけに、例えば運用環境悪化による口座残高減少に直面した加入者が、企業に苦情を寄せる、あるいは最悪の場合訴訟に至るといった事態が、従来の方法に比べて起こりやすいとも考えられる。そのような混乱を起こさないための施策が年金保護法で講じられたとも言えるが、タイミング的に、制度改正直後の段階で金融危機に見舞われた感は否めなかった。自動化の路線が維持されるのか、あるいは修正が施されるのかは、401(k)プランの今後を見る上での一つのポイントと考えられた。

この点について、ヒアリング先の運用会社は自動化路線が維持されるという見方で一致していた。確かに、上述の WorldatWork の調査でも、44%の企業が自動加入を導入済みと回答し（自動加入のみ導入が 26%、拠出率の自動引き上げも併せて導入が 18%）、22%が検討中と回答しており、普及が進んでいる様子が伺われた。ただ、次に述べるように、自動化アプローチにおいて、加入者の口座資産の運用面で中心となるターゲット・イヤー・ファンドについては、様々な議論が起きている。

なお、401(k)プランの制度設計をめぐる新たな動きとして、「再加入措置」(re-

enrollment) が挙げられる。従来、401(k)プランへの自動加入措置は、導入以降に入社の社員を適用対象としてきた。これに対し、「再加入」は、新入社員のみなならず、未加入の既存社員も自動加入措置の適用対象とする。あるいは、既存加入者の口座資産をターゲット・イヤー・ファンド等のデフォルト商品にいったん自動的に移管し、それを望まない加入者がオプト・アウトするという措置が「再加入」と呼ばれる場合もある。「再加入」は自動化措置のさらに一步踏み込んだ形だが、長期的に受け入れられるかどうかは今のところ未知数と言える。

3. ターゲット・イヤー・ファンドへの批判と反論

1) 「適格デフォルト商品」筆頭候補としての位置付け

401(k)プランでは、加入者が自分の口座資産の投資先を指図しない場合に、抛出が入れられる運用商品があらかじめ指定されている。デフォルト（初期設定）商品と呼ばれ、従来は MMF や GIC（利率保証型の保険商品）など安全資産が指定されることが多かったが、それでは十分な退職資産形成につながらない可能性が懸念されるようにもなっていた。2006 年年金保護法では、「長期的な資産の値上がり、または、長期的な資産の維持と整合的と考えられるデフォルト商品」への投資であれば、加入者が自ら運用指図を行ったと見なすとされ、この規定に基づく「適格デフォルト商品」の労働省規則では、ターゲット・イヤー・ファンド、バランス型ファンド、マネージド・アカウント⁷などが例示された。

要するに、上記の商品等を労働省規則に基づきデフォルト商品として指定した場合、元本割れをしても事業主が運用の責任を問われないことが制度的に明らかにされ、実態としては、これらの中でも、ターゲット・イヤー・ファンドをデフォルト商品として指定する動きが着実に進行していた（図表 7）。自動化された 401(k)プランへと全体が徐々にシフトしていく中で、ターゲット・イヤー・ファンドは、401(k)プランの運用の中心に据えられようとしていた。

図表 7 デフォルト商品変更の動き

	変更前	現在
MMF	89%	11%
ステーブル・バリュー	92%	8%
バランス型	39%	61%
マネージド・アカウント	60%	40%
ターゲット・イヤー・ファンド	7%	93%

(注) 過去 12 ヶ月間にデフォルト商品を変更した場合の、変更前後のデフォルト商品。ステーブル・バリューには、GIC などの保険商品が含まれる。

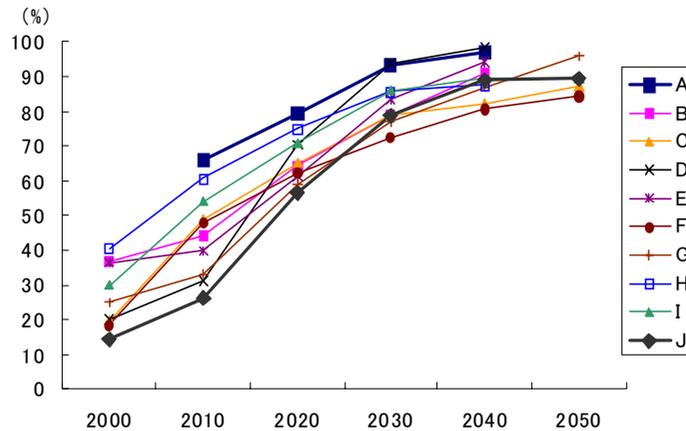
(出所) WorldatWork 資料より野村資本市場研究所作成

⁷ マネージド・アカウントは、コンピュータ・モデルに基づき、加入者のプロフィールを反映して 401(k)プラン内の投資計画を策定・実行していく運用サービス。

2) 2010年ファンドのリターンの差異

このように、401(k)プランの運用において、ターゲット・イヤー・ファンドがいわば特別な存在となる方向性が見えてきたタイミングで、今回の金融危機が到来した。そこで改めて注目されたのが、ターゲット・イヤー・ファンドでは株式比率引き下げのペースや最終的に何パーセントまで引き下げるかの考え方が運用会社によって大きく異なり、同じ目標年のファンドであってもリターンの分布に大きな幅があることだった(図表 8、9)。目標年が近く、60代の加入者が投資していると想定される2010年ファンドが焦点となり、マスメディアのみならず政治家の目にも留まることとなった。

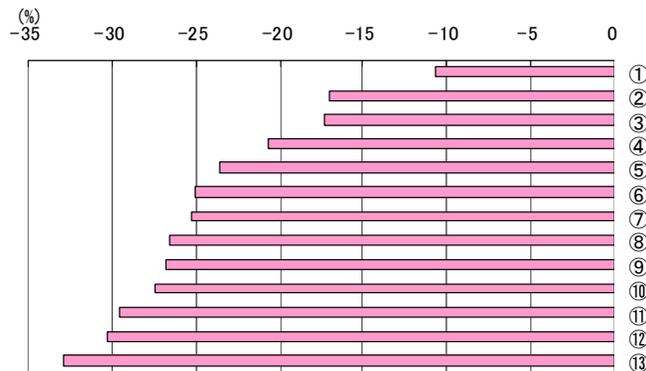
図表 8 ターゲット・イヤー・ファンドの多様性



(注) 10社のターゲット・イヤー・ファンドの株式比率を目標年別に比較(2007年時点のデータ)。2000年は「リタイアメント・インカム」といった名称のファンドで、アロケーション変更の完了した時点の株式比率。

(出所) EBRI, Issue Brief, March 2009

図表 9 2010年ファンドのリターン(2008年)



(注) 2008年末時点の純資産残高が1億ドル以上のファンドについて2008年のパフォーマンスを比較。基本的にはクラスAのデータを使用。

(出所) モーニングスター・プリンシピアより野村資本市場研究所作成

2009年3月には、連邦議会上院高齢化特別委員会の公聴会でターゲット・イヤー・ファンドが取り上げられ、同委員会のコール委員長の求めに応じて、労働省が、証券取引委員会（SEC）と協同してターゲット・イヤー・ファンドのレビューを行い、必要な規制対応を決定することとなった。適格デフォルト商品として採用されるに当たって、ターゲット・イヤー・ファンドが満たすべき要件が模索されるものと思われる。アセット・アロケーションの規定まで踏み込むのか、ディスクロージャー強化といった手法が採られるのかなど、今後が注目される。

ただ、リスク性商品である投資信託が適格デフォルト商品の中心に据えられたこと自体が問題視されているわけではない。また、ターゲット・イヤー・ファンドのアセット・アロケーションは目論見書で明確に開示されている。あくまでも適格デフォルト商品として、401(k)プランの中で特別な位置づけが与えられるという文脈において、規制が議論されていることは理解しておく必要がある。

3) ターゲット・イヤー・ファンドをめぐる商品開発

一方で、ターゲット・イヤー・ファンドをめぐる商品開発の動きも出ている。まず、大企業プランなどを中心に、カスタマイズしたターゲット・イヤー・ファンドを提供する動きが始まっている。例えば、主要なアセット・クラスに属するファンドが品揃えに含まれているなど、一定の条件を満たす401(k)プランのために、当該プランの品揃えを使って専用のターゲット・イヤー・ファンドを組成する。あるいは、アセット・アロケーションの調整（株式比率引き下げ）を、プラン加入者の属性に合わせて設計するというサービスもある。

また、ヒアリングを行った運用会社の中からは、401(k)プランにおけるターゲット・イヤー・ファンドの重要性が高まるにつれて、「オープン・アーキテクチャ化」が求められるようになるだろうという指摘もあった。現在、ターゲット・イヤー・ファンドの多くは、自社ファンドを投資対象とするファンド・オブ・ファンズであるが、手数料面での利点がありうる一方で⁸、例えば投資対象ファンドのパフォーマンスに不満があっても入れ替えが難しいことが考えられる。図表10のように、すでに他社ファンドを用いたものや自社と他社を組み合わせたものも登場しているが、いずれターゲット・イヤー・ファンドが401(k)プランの運用の中心的存在になるのであれば、この問題に焦点が当たるという見解だった。

⁸ 一般に、ファンド・オブ・ファンズの手数料は、投資対象ファンドの信託報酬にファンド・オブ・ファンズの運用手数料が上乗せされる。投資対象が自社ファンドの場合、後者を低く設定することもあり得るので、全体の手数料を抑制することが可能になる。

図表 10 ターゲット・イヤー・ファンドの多様性

運用会社	ファンド・パッケージ名	ファンド数	自社・他社	タイプ
フィデリティ	フィデリティ・フリーダム	12	自社	投資信託
	フィデリティ・アドバイザー・フリーダム	11	自社	投資信託
バンガード	バンガード・ターゲット・リタイアメント	11	自社	投資信託
Tロウ・プライス	リタイアメント・デート	12	自社	投資信託
プリンシパル	プリンシパル・ライフタイム	11	組み合わせ	投資信託
BGI	ライフパス	10	自社	コレクティブ・ファンド
	ライフパス(投資信託)	5	自社	投資信託
SSgA	SSgAターゲット・リタイアメント・ストラテジーズ	10	自社	コレクティブ・ファンド/ コミングル・ファンド
ING	INGソリューション・ポートフォリオ	5	組み合わせ	投資信託
ステートファーム	ライフパス	5	他社	投資信託
チャールズ・シュワブ	シュワブ・マネージド・リタイアメント・トラスト	10	他社	コレクティブ・ファンド/ コミングル・ファンド

(出所) Plan Sponsor 2008 Lifestyle/Lifecycle Buyer's Guide Search より野村資本市場研究所作成

IV 終わりに

金融危機下で方向性を探る米国企業年金をめぐって、現時点では、確定給付型年金は長期にわたる緩やかな縮小が続く一方で、401(k)プランは軌道修正をしつつ、基本的には自動化の路線を進むという大きな流れが見て取れる。

他方、企業年金制度全体の見直しの議論も進められている。2008年10月、連邦議会下院教育労働委員会公聴会で、中央的な機関による保証付き確定拠出型年金制度の導入が提案されて注目を集めたが⁹、同委員会では金融危機と年金制度に関する議論が続けられており、2009年2月24日の公聴会では、401(k)プランにも解消すべき課題があることは認めつつ大幅な年金制度改正は不要とする意見と、より抜本的な制度改正が必要だとする意見が交わされた。

前者を主張するICIのポール・スティーブンス会長は、401(k)プランの投資の選択肢に関するディスクロージャー強化や国民全般に対する金融・投資教育の推進、さらには将来的な401(k)プラン自動化措置の義務付けの検討、中低所得層による退職資産形成支援といった施策を提言した。これに対し、ボストン大学退職研究センターのアリシア・マンネル所長は、金融危機及びその後の景気後退により、公的年金と401(k)プランという組み合わせでは老後の所得保障制度として脆弱であることが明らかになったとして、同じ問題を繰り返さないためにも、強制加入・中途引出不可・年金給付の新たな制度を導入する必要があると主張した¹⁰。

⁹ New School for Social Research 経済学部 Teresa Ghilarducci 教授の証言。脚注2の野村論文が当時の議論をまとめている。

¹⁰ バンガード・グループの創始者であるジョン・ボーグル氏も、既存の確定拠出型年金制度を一つに統合し、単一の確定拠出型年金制度を用意することを提言した。新制度は、新設される「連邦退職理事会」の監視を受け、同理事会がアセット・アロケーションと分散に関する基準を設定して各加入者が適切な運用リスクを取れるようにする。長期のインデックス運用が中心となり、退職時にはシンプルなアニュイティの提供が義務付けられる。

ただ、マンネル所長は同時に、このような制度に利回り保証を付与できれば良いが、標準的なファイナンス理論に基づけば十分な利回り水準を保証できる主体が登場するとは思えないことも指摘し¹¹、当面の議論の出発点としては連邦公務員向け確定拠出型年金制度である TSP (Thrift Savings Plan) が最良のモデルかもしれないとした。新制度導入の主張も単なる理想論にとどまらず、実現可能性も踏まえた議論に移行しようとしており、現行制度内での動向と併せて注目される。

¹¹ A. Munnell, A. Golub-Sass, R. Kopcke, and A. Webb, "What Does It Cost to Guarantee Returns?" Issue Brief, Center for Retirement Research at Boston College, Feb. 2009 を参照。