

マイナス金利の対応に関するアンケート結果

国内でのマイナス金利政策の実施に伴い、弊社では年金スポンサーおよび運用会社に対してマイナス金利対応に関するアンケートを行いました。本稿では、このアンケートの結果について解説します。

アンケートの概要

日本銀行は2016年1月29日、2%の「物価安定の目標」をできるだけ早期に実現するために「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」政策の実施を決定しました。金融機関が日本銀行に預ける当座預金の一部にマイナス金利が適用されるという、この政策の発表を受け、国内金利は大幅に低下し、2月6日には10年債の金利までマイナスとなりました。

国内でのマイナス金利政策の実施は、年金運用および年金制度にどのような影響を与えるのでしょうか。また、どのような対応が考えられるのでしょうか。このような問題を検討する際の一助となるべく、年金スポンサーと運用会社に対してマイナス金利の対応に関するアンケートを実施しました。

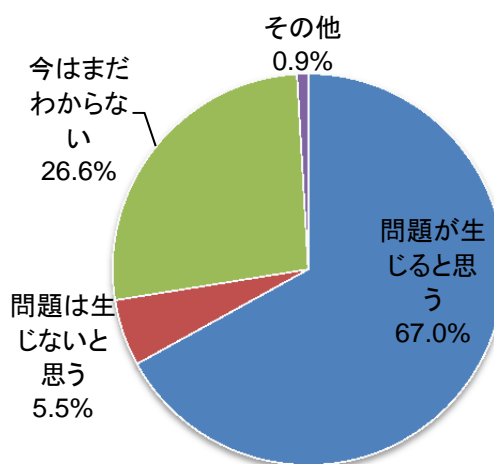
アンケートは2月15日に送付し、2月15日～2月19日に回収しました。年金スポンサーからは110件、運用会社からは31件の回答が集まりました。本稿では、このアンケートの結果をご紹介します。

年金スポンサーのマイナス金利への反応

まず年金スポンサーのアンケート結果からみていきます。マイナス金利政策により年金運用あるいは年金制度に問題が生じると思うかについて集計した結果が図表1です。

年金スポンサーの67%が「問題が生じると思う」と回答しています。ただし、マイナス金利政策が実施されてから1ヶ月も経過していない段階だったため、慎重に状況を見極めたいという回答も少

図表 1 年金運用・制度に問題が生じるか？



(出所) 野村證券フィデューシャリー・サービス研究センター

野村年金マネジメント研究会

このレポートは、年金基金運営及び企業財務業務の参考となる情報の提供を目的としたもので、これらに関する特定の戦略や手法をご提言するために作成したものではありません。年金基金運営及び企業財務業務はご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、野村證券及び野村グループ各社から直接提供するという方法でのみ配布致しております。提供されました御客様限りでご使用下さい。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村證券、野村資本市場研究所及び野村総合研究所に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、またいかなる目的であれ、無断で複製し又は転送等を行わないようお願い致します。

なくありませんでした。

問題が生じる分野としては国内債券の選択率が最も高く、次いで生保一般勘定、現預金の管理の順となりました。生保一般勘定については、今後の生命保険会社の引き受けが縮小する可能性や最低保証利回りの引き下げなどの可能性が指摘されました。また、現預金についてもコスト控除後で今後はマイナス金利となる可能性が挙げられました。

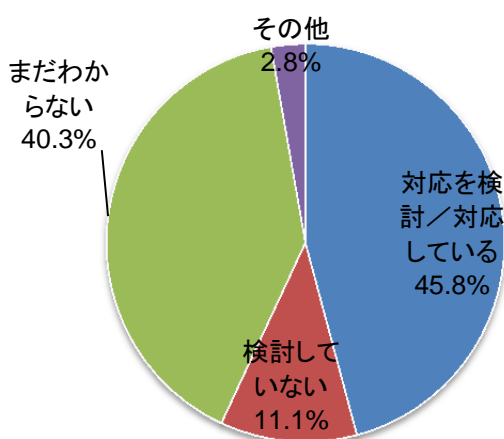
対応している年金スポンサーは限定的

先ほどの質問で問題が生じると回答した年金スポンサーのうち、何らかの対応を検討、あるいは対応している割合は45.8%と半数以下でした(図表2参照)。全回答者に占める割合は30.7%になります。

対応を検討、もしくは対応している、という回答者の対応内容を集計した結果が図表3です。

最も多くの回答を集めたのが、資産配分の見直しでした。資産配分の見直し方法としては、国内債券をオルタナティブ資産へ移管するとの回答が最も多い結果となりました。

図表2 対応を検討／実施している割合



(注) 上記の比率は「問題が生じると思う」と回答した年金スポンサーの内訳

(出所) 野村証券フィデューシャリー・サービス研究センター

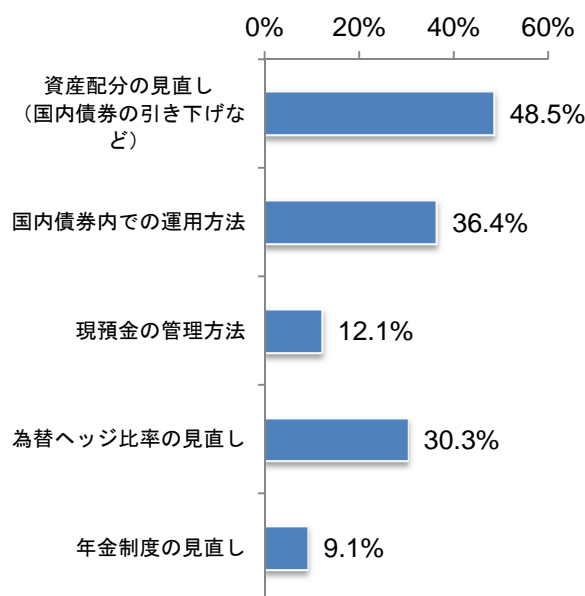
資産配分の見直しに次いで検討あるいは実施されているのは国内債券の運用方法の見直しでした。具体的には、ヘッジ外債などの代替資産の組み入れを選択する年金スポンサーが最も多く、その他に投資年限の変更やクレジット投資、それらを複数組み合わせるといった回答がありました。

マイナス金利政策の実施により内外金利差が拡大すると、為替ヘッジコストは上昇すると考えられます。対応の方法に「為替ヘッジ比率の見直し」を挙げた年金スポンサーは30.3%になりますが、為替ヘッジコストが上昇するからといって為替ヘッジ比率を縮小するという回答は少数でした。

難化する年金資産運用・制度運営

国内外の金利の低下は、債券の期待リターン低下をもたらすと考えられます。一方で、年初

図表3 対応の方法



(注) 「対応を検討／対応している」との回答の内訳(単一選択式ではないため合計は100%にならない)

(出所) 野村証券フィデューシャリー・サービス研究センター

野村年金マネジメント研究会

このレポートは、年金基金運営及び企業財務業務の参考となる情報の提供を目的としたもので、これらに関する特定の戦略や手法をご提言するために作成したものではありません。年金基金運営及び企業財務業務はご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、野村証券及び野村グループ各社から直接提供するという方法でのみ配布致しております。提供されましたお客様限りでご使用下さい。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村証券、野村資本市場研究所及び野村総合研究所に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、またいかなる目的であれ、無断で複製し又は転送等を行わないようお願い致します。

来の株式市場のボラティリティの高さにも多くの懸念が示されています。今回のアンケートでもマイナス金利という状況にもかかわらず、国内債券から国内株式や外国株式に配分を移すという回答は見られませんでした。

また、退職給付債務の割引率についても多くの意見・疑問が寄せられました。割引率がマイナスとなる場合、そのままマイナス金利を利用すべきなのか、それとも何らかの対応をとるべきなのか、マイナス金利という状況はこれまで発生したことがなく、必ずしも明確ではありません。

いずれにせよマイナス金利政策は、年金の資産運用、制度運営を難化させることだけは確かなようです。

運用会社の対応

年金スポンサーに対して商品を提案する側である運用会社は、マイナス金利を受けてどのような対応を行っているのでしょうか。運用会社のマイナス金利の対応状況についてアンケート結果をまとめたものが図表4です。

アンケート結果からは、基本的にはこれまで通

りの運用方針を継続していることが伺えます。ただし、マルチアセットや債券アクティブ運用ではマイナス金利の債券組み入れを避ける傾向があります。また、今後の金利動向によっては、例えば短期資産・キャッシュ運用ではマイナス金利相当分の費用負担や、ファンドの受け入れ停止など、新たな対応がなされる可能性もありそうです。また、顧客ニーズをふまえた新ファンドの立ち上げを検討している運用会社もみられました。

今後の対応

マイナス金利の発生は、これまで続いてきた金利低下の延長線上にある出来事と考えられます。そのように捉えれば、今回のマイナス金利に対して以下のような対応が考えられます。

- ① 株式、債券の非時価加重インデックスの活用
- ② オルタナティブ資産(低流動性資産)の活用
- ③ 年金資産の運用目標の引き下げなどのその他制度面からの対応

しかしながら、マイナス金利政策が実施されて

図表 4 運用会社に対するアンケート結果の概要

資産クラス	全体の傾向
マルチアセット・バランス型	・ 国内債券の配分を引き下げる動きがみられるが、基本的にはこれまで通りの運用方針を継続
国内債券	・ パッシブファンドは基本的に通常の運用を継続する一方、アクティブファンドではマイナス利回りの債券を極力排除するケースと、さらなる金利低下、ロールダウンを見込んで保有を継続するケースに分かれる
外国債券	・ 基本的にはこれまで通りの運用方針を継続 ・ アクティブファンドではマイナス金利の国、年限を回避する傾向がみられる
短期資産・キャッシュ	・ 円キャッシュの保有縮小や無利息金銭信託の利用などの取り組みがみられる ・ 現在のところ保有比率が小さいため影響は限定的だが、今後の短期金利動向によってはマイナス金利相当分の費用負担や短期債運用の受け入れ停止などの可能性がある

(注) 「全体の傾向」は 31 社の信託銀行、アセットマネジメント会社の回答から主要なコメントの要旨をまとめたもの

(出所) 野村證券フィデューシャリー・サービス研究センター

野村年金マネジメント研究会

このレポートは、年金基金運営及び企業財務業務の参考となる情報の提供を目的としたもので、これらに関する特定の戦略や手法をご提言するために作成したものではありません。年金基金運営及び企業財務業務はご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、野村證券及び野村グループ各社から直接提供するという方法でのみ配布致しております。提供されましたお客様限りでご使用下さい。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村證券、野村資本市場研究所及び野村総合研究所に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、またいかなる目的であれ、無断で複製し又は転送等を行わないようお願い致します。

まだそれほど時間が経過しておらず、株価、金利水準は依然として不安定な状況が続いています。今回の年金スポンサーからのアンケートの回答の中にも、「冷静な対応が必要」とのコメントがありました。

まずは状況を観察した上で取るべき行動を検討・策定していく必要があると思われます。

弊誌の記事はバックナンバーも含めてホームページでご覧頂けます。当ホームページは、年金スポンサー限定のサービスとなっております。ご利用を希望される方は、次のURLにてご登録をお願い致します。

<http://nenkin.nomura.co.jp>

編集: 野村証券フィデューシャリー・サービス研究センター、
野村資本市場研究所、野村総合研究所

発行: 野村証券フィデューシャリー・サービス研究センター
(年金マネジメント研究会事務局)

〒100-8130 東京都千代田区大手町2-2-2
アーバンネット大手町ビル

TEL: 03 (6703) 3991

FAX: 03 (6703) 3981

Email: nenkin@jp.nomura.com

— 次号のお知らせ —

次号は

3月22日(火)

発行予定です。

野村年金マネジメント研究会

このレポートは、年金基金運営及び企業財務業務の参考となる情報の提供を目的としたもので、これらに関する特定の戦略や手法をご提言するために作成したものではありません。年金基金運営及び企業財務業務はご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、野村証券及び野村グループ各社から直接提供するという方法でのみ配布致しております。提供されました御客様限りでご使用下さい。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村証券、野村資本市場研究所及び野村総合研究所に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、またいかなる目的であれ、無断で複製し又は転送を行わないようお願い致します。

野村証券からのお知らせ

当社で取り扱う商品等へのご投資には、各商品等に所定の手数料等(国内株式取引の場合は約定代金に対して最大1.404%(税込み)(20万円以下の場合は、2,808円(税込み))の売買手数料、投資信託の場合は銘柄ごとに設定された購入時手数料(換金時手数料)および運用管理費用(信託報酬)等の諸経費、等)をご負担いただく場合があります。また、各商品等には価格の変動等による損失が生じるおそれがあります。商品ごとに手数料等およびリスクは異なりますので、当該商品等の契約締結前交付書面、上場有価証券等書面、目論見書、等をよくお読みください。

野村証券株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商) 第142号

加入協会／日本証券業協会、一般社団法人 日本投資顧問業協会、一般社団法人 金融先物取引業協会、一般社団法人 第二種金融商品取引業協会