

# 三菱 UFJ 年金情報

*Mitsubishi UFJ Pension Report*

企業年金関係者のための月刊総合情報誌

2015年11月号

## 《目次》

《年金ガバナンスを考える》 2つのガバナンス	… 1
《退職給付制度設計のポイント その8》 給付減額	… 6
《年金ALMの解説 その4》 負債分析における前提条件の設定	… 10
《年金運用の現場から ファンドマネージャーの四方山話》 為替リスクへの対処法	… 13
《アドリブ経済時評》 IoTで行うドライバー教育	… 16

本誌およびバックナンバーは弊社ホームページにて掲載しております。

弊社ホームページアドレス：<http://www.tr.mufg.jp/houjin/jutaku/nenkin.html>

## 年金ガバナンスを考える

### 2つのガバナンス

コーポレートガバナンスが企業の重要な課題になりつつあります。そのコーポレートガバナンスは株主を意識したのですが、従業員など株主以外のステークホルダーとの協働も重視されます。一方、従業員等を対象とした企業年金のガバナンスも重要性が高まっています。公的年金のスリム化が予想される中、公的年金を補完する企業年金の役割が一層重要となるからです。

企業が取り組むべき2つのガバナンスは密接な関連があります。企業は付加価値を獲得し、獲得した付加価値を従業員に対しては報酬、株主に対しては利益として分配します。このため獲得する付加価値が伸び悩むと株主と従業員との間で対立が顕在化する可能性があります。これを回避するためには、コーポレートガバナンスの推進によって付加価値を拡大し、年金ガバナンスの推進によって制度運営を健全かつ効率的に行っていくことが必要です。

#### 1. 求められるコーポレートガバナンス

日本経済が成長を取り戻すには、個々の日本企業が成長していくことが不可欠であることは言うまでもありません。「日本再興戦略」では、そのための対応策が提案され、具体策の1つとして企業に対しコーポレートガバナンスを強化することを求めています。資本コストを意識しつつ、企業が持続的に企業価値の向上を目指すことで成長力を取り戻すことを期待しているわけです。東京証券取引所は、この方針に沿って「コーポレートガバナンス・コード」を策定し、同時に上場企業に対し「コーポレートガバナンス報告書」の提出を求めています。

コーポレートガバナンスは強制するものでなく、仮に強制的に実践させても大きな効果は期待できないと危惧する向きもあるようです。ただ、日本企業の低ROEは、コーポレートガバナンスにその一因があると指摘されています。また、株主のために企業価値の最大化を図ることは株式会社の本

来の使命であり、そのためのコーポレートガバナンスは義務以前の問題として強く意識する必要があるはずです。たとえ当初は義務的な対応であったとしても、コーポレートガバナンスを意識することは、企業価値の拡大に資するものと考えてよいのではないのでしょうか。

ちなみに、コーポレートガバナンス・コードでは、コーポレートガバナンスを「会社が株主をはじめ顧客・従業員・地域社会等の立場を踏まえた上で、透明・公正かつ迅速・果敢な意思決定を行うための仕組み」と定義しています。また、基本原則として図表1にある5つを掲げており、対株主を主要な視点としつつ、従業員や顧客などその他のステークホルダーとも適切な協働を行うことが必要としています。その意味では、以下で指摘する年金ガバナンスとの共通項があると考えられます。



(図表 1) コーポレートガバナンスの基本原則

①	株主の権利、平等性の確保
②	株主以外のステークホルダーとの適切な協働
③	適切な情報開示、透明性の確保
④	取締役会の責務
⑤	株主との対話

## 2. 引続き重視される年金ガバナンス

年金制度では、運用環境が長らく低迷したこともあり、“約束した給付を確実に行う”ためには健全かつ効率的に制度を運営することが必要であり、そのために「年金ガバナンス（注）」が重要であるとの認識が高まってきました。最近では運用実績が上向き、財政状態は改善していますが、ガバナンスは継続的に取り組む活動であり、制度が存続する限り終点はありません。目先の健全性が確保されれば、それを維持していくためのガバナンス活動が必要となるため、年金ガバナンスはこれまで同様に重要な課題であると言えます。

さらに、企業年金が果たすべき機能から考えると、今後、年金ガバナンスの重要性がより高まることは必至です。企業年金には公的年金の補完機能が求められており、公的年金が給付抑制の方向に進む中、その補完機能の重要性は一段と高まっていくか

らです。

公的年金の給付抑制に対しては自助努力で対応することも重要ですが、自助努力での蓄えはどうしても現役時代の所得に左右されてしまいます。企業年金も現役時代の所得水準が給付水準に反映されることに変わりありませんが、その格差は自助努力で発生する格差よりはるかに小さいと考えられます。たとえば、現役時代の所得水準が低い場合、自助努力による蓄えが全く無いことは十分あり得ますが、企業の退職給付がゼロになることはないからです。また、自助努力はあくまで自主的に行われるものであり、企業は支援などの間接的な対応しかできません。したがって、企業が直接的に関与する企業年金での給付はより重要であり、そのガバナンスが一層求められることになると考えられます。

(注) 企業が従業員に対して退職後の所得を保障する制度には DB と DC という企業年金制度の他、社内引当てによる退職一時金制度があります。ここでは便宜上、“企業年金”“年金ガバナンス”という言葉を使っていますが、年金制度にとどまらず、企業の退職給付制度全般に関するガバナンスを対象として考えています。また、本稿では、年金ガバナンスを“約束した給付を確実に行うため、健全かつ効率的に運営することを目指す”ものであると考えています。その意味では、給付原資の保全が必ずしも十分とはいえない退職一時金は、本稿における“年金ガバナンス”上は課題が残る制度と言えます。

### 3. コーポレートガバナンスと年金ガバナンス

これまで見てきたとおり、企業はコーポレートガバナンスと年金ガバナンスという2つのガバナンスへの対応が求められる状況にあります。冒頭で、コーポレートガバナンスは株主以外の利害関係者とも協働することを求めているとし、従業員等を対象とする年金ガバナンスとは共通項があると指摘しましたが、改めて両者の関係を整理したいと思います。

年金制度は給与や賞与などと並ぶ従業員に対する報酬制度です。報酬は企業が獲得した付加価値から支払われるものであり、各種規程において、予めその額や算出方法を定めています。従業員には定められた報酬が支払われ、税金等を含めたその他の支払いを済ませた残り（＝利益）が株主に帰属することになります。したがって、株主と従業員等（年金制度では受給者、待期者を含めた加入者等）は付加価値の分配を通じて、潜在的には対立的な関係になる可能性を秘めています。

ただし、2つのガバナンスが十分に機能すれば、こうした対立構造が顕在化することはありません。なぜなら、対立関係が顕

在化するのには、①分配の基になる付加価値が拡大しない、②分配方法や制度の運営が適正でなく、どちらか一方が不利になる、という状況で起こると考えられるからです。

そもそも、コーポレートガバナンスが目指す企業価値拡大は付加価値の拡大なくして実現しませんし、さらに株主を中心に株主以外のステークホルダーとの適切な協働を行っていくためには、付加価値の分配で対立を招くことを回避しなければならないはずです。

一方、年金ガバナンスでは、約束した給付が確実に行われることを目指します。そのためには、財政運営が健全であることが求められます。なぜなら、制度運営が健全かつ効率的でなければ将来的に制度を継続していくことが危ぶまれる事態に陥り、結果的に約束した給付ができなくなる可能性を高めてしまうからです。

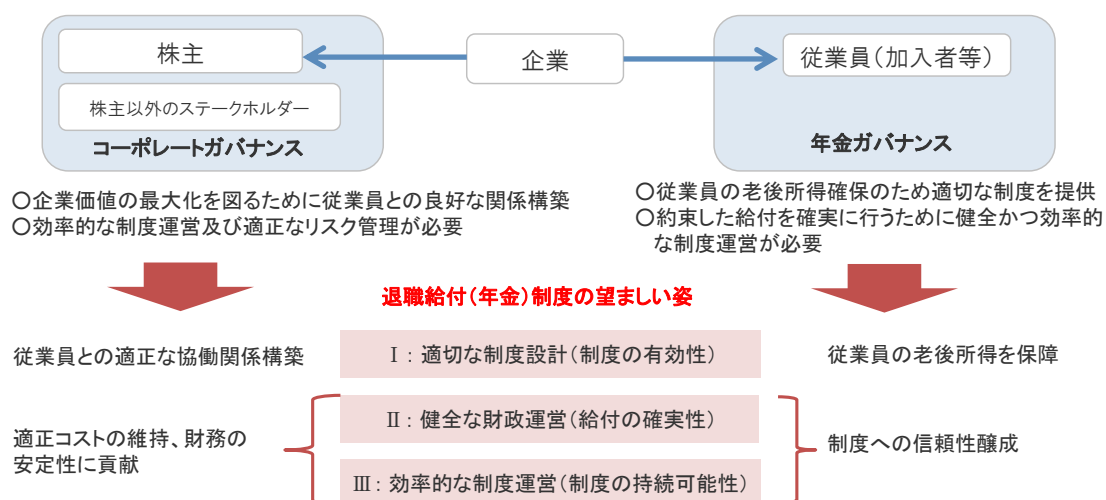
要するに、2つのガバナンスを機能させることにより、株主と従業員にウィンウィンの関係をもたらすことができるわけです。

### 4. 年金制度の望ましい姿とガバナンス

退職給付に限らず、従業員の老後所得のすべては、企業が獲得する付加価値と密接に関係しています。たとえば、厚生年金の保険料は企業と従業員が折半で負担しますが、企業負担はもちろん、従業員負担も付加価値の分配である給与からの天引きです。つまり、企業の獲得する付加価値が増え、

給与・賞与が増加すれば、その分公的年金の給付水準も向上します。さらに、自助努力は給与や賞与がその原資ですし、企業の退職給付は企業が負担します。したがって、付加価値が停滞する局面では、結局、当該企業に所属する従業員の老後所得も停滞してしまうこととなります。

(図表 2) 2つのガバナンスの関係



この構造から、企業の付加価値拡大こそが最も重要であると結論づけられます。付加価値の拡大は、コーポレートガバナンスがカバーすべき分野であり、年金ガバナンスとは直接関係しません。年金ガバナンスの使命は、付加価値拡大が実現することを前提として、年金（退職給付）制度の望ましい姿を実現していくことと考えられます。

望ましい姿を実現していくためには、図表 2 にあるとおり、3 つの課題（Ⅰ～Ⅲ）をクリアすることが必要です。1 つ目は適切な制度設計をすることです。公的年金を補完し、老後の所得を確保することが年金制度の目的ですから、効果的な制度を提供することは重要です。制度設計においては、DB か DC か、年金か一時金か、さらには年金給付の場合は終身年金か確定年金かなどが検討課題となります。

なお、企業年金は給与や賞与と異なり、基本的には在職中は支払われず、退職後にしか支払われません。実際に給付という恩恵に浴さないため、適切な制度を設計し提供しても、従業員からの評価は低位にとど

まる懸念があります。制度が評価されなければ、コストを負担して制度を実施する意義が薄れてしまいます。

制度が評価され、コストに見合う効果が発揮されるには、適切な制度であるということが認知される必要があります。認知度を高めるためには従業員等と積極的にコミュニケーションを行うことなどが効果的と思われます。こうした点も年金ガバナンスで検討していく課題と言えます。

2 つ目の課題は健全な財政運営です。制度が評価されるためには、将来給付が確実に支払われるという蓋然性が不可欠です。給付の確実性が感じられるためには、現在の財政状態が健全であることが必須です。財政状態に関しては、年金財政上あるいは企業会計上の数値で客観的に示されるため、積立状況の改善に取り組むことが重要です。

3 つ目の課題は効率的な制度運営です。現在の財政状態が健全であっても、将来的にその状態が維持されることが約束されているわけではありません。将来も健全性が継続される、すなわち持続可能性に関して

は、制度を効率的に運営する体制が確立していることが必要です。つまり年金ガバナンス体制が整備され、実際に機能していることで示さなければなりません。

このように制度の効用が従業員等に認知され、将来確実に給付が行われることが認識されれば、従業員とは良好な関係が構築されるはずで、それはコーポレートガバナンスが目指すことでもあります。また、

制度運営の健全性や効率性の追求は、制度に関するリスクを低下させることにもつながります。これは、株主にとって喜ばしいことであり、これもコーポレートガバナンスで目指す方向と一致します。年金ガバナンスへ注力することは、コーポレートガバナンスの向上にも寄与し、結果的に企業経営にプラス効果をもたらすと期待されます。

年金コンサルティング部 リサーチグループ 久野正徳



## 退職給付制度設計のポイント その 8

### 給付減額

企業年金制度において、加入者や受給権者等の給付水準を引下げること「給付減額」と言います。今回の「退職給付制度設計のポイント」では、確定給付企業年金制度において給付減額ができる場合がどのような時か、またその手続きと留意点等について解説します。

#### 1. 給付減額の理由

確定給付型の制度は、予め給付額の算定方法を規約で明記し、規約に定められた給付を確実に行うことが求められます。したがって、確定給付企業年金法においても、給付設計の変更にあたっては給付水準が下がらないことを原則としています。ただし、以下の表にある 4 つの理由のいずれかに該

当し、労使合意等の手続きを行った場合は減額が認められます。

ただし、受給権者等の給付減額は基本的に認められておらず、減額する場合は②の理由によるものに限定されています。これについては後述します。

(図表 1) 給付減額が可能となる 4 つの理由

● 労働協約が変更され、その変更に基づき給付設計の見直しを行う必要がある場合
● 経営状態の悪化や掛金の大幅上昇で掛金拠出が困難となることが見込まれる場合
● 合併・統合・権利義務の承継に伴い、給付を減額することがやむを得ない場合
● 確定拠出年金への移行（給付減額により減少する掛金相当額を DC 掛金として拠出したり、DC に資産を移換する場合）

#### 2. 給付減額の要件

全ての加入者の給付水準を一律に引下げたり、終身年金を廃止したりする等の給付設計の変更は、明らかに給付減額になると判断できます。しかし、給付設計の変更には給付減額に該当するか否かの判断が難しいケースもあります。このため、法令解釈通知第 1 の 2 で以下の規定を設け、いずれ

かに該当する場合に給付減額として取り扱うこととしています。

- ①総給付現価が減少する場合
- ②一部の加入者又は受給権者等について給付現価が減少する場合
- ③各加入者又は受給権者等の最低積立基準額が減少する場合

つまり、給付現価・最低積立基準額をそれぞれ給付設計変更前後で比較し、変更後の数値が変更前の数値を下回った場合に給付減額となります。ただし、加入者の給付設計の変更において、③のケースに該当し、かつ①と②に該当しない場合、少なくとも

5 年程度は変更前の最低積立基準額を保証する経過措置を設けた時には、給付減額とはなりません。なお、この給付現価および最低積立基準額を算出する際は、変更前後で同一の計算基礎率を用いる必要があります。

### 3. 給付減額の手続き

給付減額に該当した場合、減額対象者から同意書を徴求する等の手続きが必要となりますが、加入者に対する場合と受給権者等に対する場合とでは取扱いが異なります。

#### (1) 加入者減額

加入者全員に対して給付減額を行う場合、以下の 2 つの手続きが必要です。

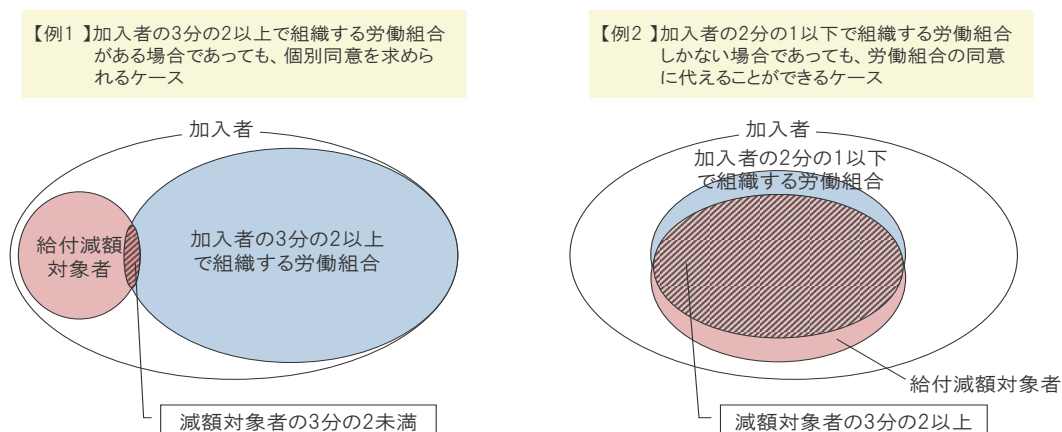
- ① 加入者の 3 分の 1 以上で組織する組合がある場合・・・当該組合の同意
- ② 加入者の 3 分の 2 以上の同意 (加入者の 3 分の 2 以上で組織する組合がある場合は当該組合の同意で代替が可能)

一部の加入者が給付減額となる場合は、「給付の額が減額されることとなる者」に対し同様の手続きを行う必要があります。この場合に、労働組合の同意で代替できるかは給付減額の対象者に占める労働組合員

の比率が 3 分の 2 以上であるかどうかのポイントとなります。つまり、給付減額の対象者に占める非組合員の比率が高いと労働組合の同意で代替できないこともあるということです。

例えば、加入者の 3 分の 2 以上で組織する労働組合がある場合であっても、その労働組合の中に占める給付減額対象者の割合が 3 分の 2 未満であれば、対象者の個別同意が 3 分の 2 以上必要となります (図表 2 【例 1】ご参照)。一方、加入者の 2 分の 1 以下で組織する労働組合しかない場合であっても、給付減額対象者の 3 分の 2 以上が当該労働組合に加入している場合、この組合の同意をもって個別同意に代えることができます (図表 2 【例 2】ご参照)。

(図表 2) 労働組合の同意で代替できるケース・できないケース





(2) 受給者減額

受給権者等の給付の減額は、法令解釈通知第 1 の 2 において、原則として引下げ対象とすべきでない定められており、制度存続のため給付水準の引下げが真にやむを得ない場合にしか認められません。この「真にやむを得ない場合」は、前記のとおり、「実施事業所の経営状況の悪化又は掛金額の大幅な上昇により、事業主が掛金を拠出することが困難になることを見込まれ、給付を減額することがやむを得ない場合」といえます。ただし、その際には事業主・加入者・受給権者等の三者間で協議の場を設けるなど受給権者等の意向を反映させる措置を講じ、また全受給権者等に対し事前に給付設計の変更に対する十分な説明と意向確認を行ったうえで、次の手続きを経ることになります。

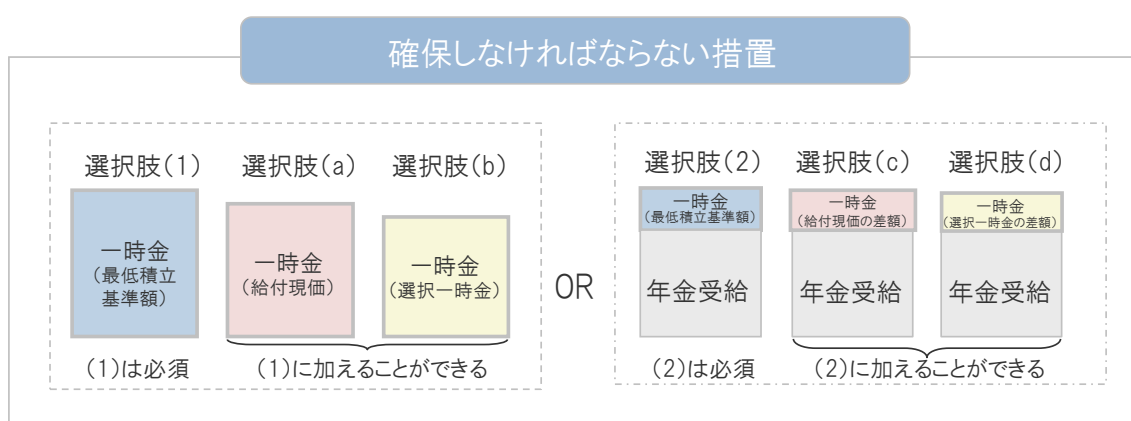
一つは、給付の減額について受給権者等の同意を3分の2以上得ることです。もし、給付減額されることとなる受給権者等が受給権者等の一部に限られる場合にあっては、給付減額されることとなる受給権者等の3分の2以上の同意が必要となります。

もう一つは、受給権者等のうち希望する者に対して、給付の額の減額に係る規約の変更が効力を有することとなる日を事業年度の末日とみなし、かつ、当該規約の変更による給付の額の減額がないものとして算出した当該受給権者等に係る最低積立基準額を一時金として支給する等、当該最低積立基準額を確保する措置を講じることです。

この「当該最低積立基準額を確保する措置」とは、具体的には(1)「減額する前の最低積立基準額」、又は(2)「制度変更前後の最低積立基準額の差額を一時金として支給する」選択肢を設けることです。(1)を選択した場合、(a)「減額する前の給付現価相当額」・(b)「減額する前の選択一時金の額」を選択肢に追加することも可能です。また、(2)を選択した場合には(c)「制度変更前後の給付現価相当額の差額」・(d)「制度変更前後の選択一時金の差額」を選択肢に追加することができます(図表3ご参照)。

ただし、当該一時金選択者が多い場合、結果的に資金負担が増えることもあるので留意が必要です。

(図表3) 確保しなければならない措置



#### 4. 制度変更の留意点

近年 DC への移行が増えてきていますが、確定給付企業年金制度の一部を DC に移行する場合、給付減額にあたります。制度変更前後を比較すると、総給付現価又は最低積立基準額が DC へ移行した分だけ減少するからです。したがって、加入者の同意等の手続きが必要になります。

制度変更の際、たとえ給付減額を意図していなくても、結果的に減額となる場合がありますので留意が必要です。

また、給付減額に該当した際には減額対象者への説明会や同意取得等、さまざまな手続きを経る必要があります、時間がかかる点も認識しておく必要があります。

年金コンサルティング部 リサーチグループ 菊池 由梨奈

## 年金ALMの解説 その4

### 負債分析における前提条件の設定

前回(9月号掲載)はALM分析の作業過程である「資産分析」「負債分析」「総合分析」のうち、「資産分析」の前提条件について解説しましたが、今回は「負債分析」の前提条件について解説します。「負債分析」を行うにあたっては、今後制度に加入してくる新規加入者を計算上どのように見込むかなど、将来の負債の推移を予測するのに必要な前提条件を決定する必要があります。

#### 1. 負債分析の前提条件

負債分析では、年金負債の将来予測を行うため、以下のような前提条件を設定する必要があります。

いったん前提条件を設定した後は、その前提条件に基づき、将来の人員構成の推移をシミュレーションし、設定した前提条件の妥当性を確認します。その上で問題がなければ前提条件が確定します。

なお、これらの項目は財政再計算時にも設定しているものですが、財政再計算とALM分析の目的の違いから、一部の項目は必ずしも一致しません。そのため、ALM分析においては、その差異に起因して将来生じるであろう差損益による影響を加味した上で、最適な政策アセットミックスの選定を行います。

#### 【負債分析の前提条件(例)】

- ・ 脱退率・昇給指数
- ・ 新規加入者の見込み
- ・ 選択一時金選択割合
- ・ 再評価率・指標利率の見込み

#### 2. 財政再計算と年金ALMの目的

財政再計算の目的の1つは適切な掛金率を算出することです。なお、算出にあたっては、年金制度が長期に亘って安定して運営できるよう留意する必要があります。

そのため、①掛金率算出のため新規加入者は一律特定の年齢で加入するものと見込む、②債務を保守的に評価するよう選択一時金選択割合は債務がより大きくなるよう

見込む、等の前提を置くことが一般的です。

一方、年金ALMの目的は年金制度の将来5年程度の財政状況を予測し、それに適した政策アセットミックスを選定することです。そのため、前提条件は実態に即した見込みを使用し、年金負債の将来推移をより現実的にシミュレーションします。

### 3. 脱退率・昇給指数

各年齢において加入者が制度から脱退する割合を予測した脱退率、および各年齢での基準給与の伸びを予測した昇給指数は、通常は直近の財政再計算で使用了した値をそのまま使用します。ただし、再計算時に織

り込んでいない大きな変化（事業再編等による大量退職や昇給指数に織り込まれていないベースアップの実施等）が見込まれる場合には、必要に応じて補正を行うこともあります。

### 4. 新規加入者の見込み

今後見込まれる新規加入者について、年齢毎の人数と新規加入時の基準給与を設定します。

単独企業または企業グループで年金制度を運営している場合は、会社で策定している採用計画などに基づいて設定します。一方、総合設立型の年金基金の場合、多くの事業所が年金制度に参加しているため、各事業所の採用計画を集計して新規加入者の見込みを設定することは実務上困難です。そのため、業界の動向や過去の加入者数の推移などから将来の加入者数の推移を見込み、その加入者数を維持するように新規加

入者数を算出するのが一般的です。

なお、掛金算定に用いる財政方式として加入年齢方式を採用している場合、財政再計算時には、ある特定の年齢で新規加入者が一律加入してくるものとし、その新規加入者の収支が相当するように掛金を設定しています。一方、ALM分析においては実態に基づき複数の年齢での新規加入を見込むことが可能であり、財政再計算時に想定している年齢以外での新規加入を見込む場合は、将来発生する差損益を予測することとなります。

### 5. 選択一時金選択割合

年金給付は受給権者の選択により一時金として給付を受けることが可能であり、その割合を選択一時金選択割合と呼びます。

一般的には、

①年金受給権を取得した者のうち、選択一時金を選択する割合はどの程度か、

②選択一時金を選択する者は、支給額のうちどの程度を一時金とするのか、

を比率で指定します。これらの比率は、過去の実績に基づいて設定することが一般的です。

選択一時金選択割合が低いと、給付額が年金として複数年度に亘って平準的に拠出

されるため、各年度におけるキャッシュアウトの変動が緩やかになります。一方、選択一時金選択割合が高いと、給付額が一時金として一括で拠出されるため、年度毎の脱退者の数によりキャッシュアウトが変動しやすくなります。

なお、財政再計算では債務を保守的に見積もるため、選択一時金選択割合100%、0%のうち、債務が大きくなる方を選択一時金選択割合として採用しているケースが一般的です。一方、ALM分析では実態に基づいた選択割合を見込むことが可能であり、その差による差益を予測することになります。

## 6. 再評価率・指標利率の見込み

キャッシュバランスプランや、キャッシュバランス類似制度を採用している場合、上記の前提条件のほかに、再評価率等（再評価率、指標利率）が将来どのように推移するかを見込む必要があります。将来の再評価率等は、国債応募者利回り等の変動によって上下動しますので、その見込みと整合するように留意しながら、推計することになります。

財政再計算時の見込みより高い率を設定した場合、想定より高い給付が行われることになるため、差損の要因となります。逆に、再計算時の見込みより低い率を設定した場合、差益の要因となります。

今回は、年金制度の状態を評価する指標の1つである成熟度の概念について解説します。

年金コンサルティング部 年金 ALM グループ 山内 浩平

## 年金運用の現場から ファンドマネージャーの四方山話

### 為替リスクへの対処法

リーマン危機後、米欧中央銀行が相次いで金融緩和に動いたことから、内外短期金利差は縮小。結果、外貨建資産の保有に際し、殆どヘッジコストが掛からない状態が続いてきた。しかしながら、米国の利上げが時間の問題となる一方、欧州は追加緩和を模索し始めている。米欧の金融政策が新たな段階を迎える中、為替リスク管理の再検討が必要ではないかと考える。

#### 1. はじめに

国内の低金利環境が常態化する中、リターン改善や投資対象の分散を図る目的で、ヘッジ付外国債券（以下、ヘッジ外債）を国内債券代替として活用する動きが一般化している。しかし、早晚米国は利上げに踏み切ると見られることから、内外短期金利

差の拡大（＝ヘッジコストの上昇）を通じてヘッジ外債の組み入れ判断や、ヘッジ戦略全般に影響を与えることが予想される。

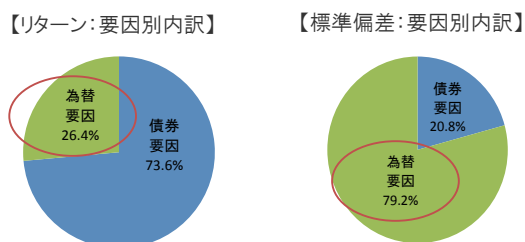
本稿では、外国債券投資を例に、為替リスクへの対処法について考えていきたい。

#### 2. 外貨建資産に占める為替の影響

外貨建て資産に投資する場合、原資産の価格変動によるリターンやリスクだけではなく、円換算した場合のリターン（為替差損益）や為替リスクについても注意を払う必要がある。

特に、外国債券の場合、為替要因がリターンの 3 割弱に留まる一方、リスクの約 8 割を占めており、リスクの殆どが為替要因と言っても言い過ぎではない（図表 1）。

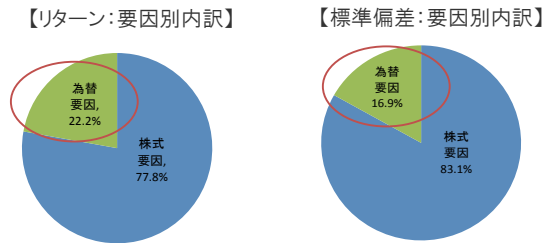
図表 1 外国債券の要因別リスク・リターン内訳  
（シティ世界国債インデックス/除く日本、ヘッジなし・円ベース）



（出所）インデックスデータより三菱 UFJ 信託銀行作成、データ期間：2000 年 4 月～2015 年 3 月



図表 2 外国株式の要因別リスク・リターン内訳  
(MSCI KOKUSAI インデックス/円ベース、税引前・配当込)



(出所)インデックスデータより三菱 UFJ 信託銀行作成、データ期間:2000 年 4 月~2015 年 3 月

### 3. ヘッジとは何か？

ヘッジ（為替ヘッジ）とは、外貨建資産を保有する際、為替変動の影響を回避するためのリスク管理手法である。

外国債券に対するヘッジ取引は、内外の短期金利差に基づき 1 か月後の為替レート（外貨売り・円買い）を計算し、為替予約という形で実行に移される。その結果、向こう 1 か月間の為替変動リスクを回避する一方、現地通貨ベースでの外国債券リターン（ヘッジコスト控除後）を受け取ることが可能となる。

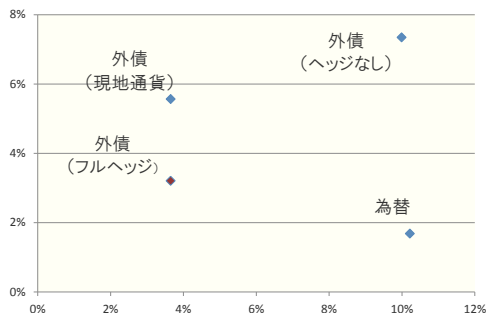
外国債券のリスク・リターンは下表の通

りである。外国債券（ヘッジなし）は、アベノミクス後の円安効果もあり、結果としてリターンを残したものの、為替変動の影響からリスクの高さが際立っている。

一方、ヘッジ外債は為替変動リスクを回避することで低リスクに留まっている。なお、足元は殆どヘッジコストが掛からない状態ではあるが、過去 15 年平均では 2% 台のヘッジコスト（現地通貨建外債とヘッジ外債のリターン差）が掛かっていたことに注目したい。

図表 3 外国債券のリスク・リターン状況

#### 外債は為替ヘッジをすることでリスクリターン効率が改善



	為替	ノーヘッジ 為替	フルヘッジ 為替	外債 (現地通貨)
リターン(年率)①	1.68%	7.34%	3.21%	5.57%
リスク(年率)②	10.22%	9.99%	3.65%	3.65%
①/②	0.16	0.74	0.88	1.52

(出所)インデックスデータより三菱 UFJ 信託銀行作成、データ期間:2000 年 4 月~2015 年 3 月

#### 4. 為替リスクへの対処法 ～ 為替オーバーレイマネージャーの活用

外国債券投資において為替ヘッジの活用は、リスク抑制という観点からも有効性が高い。しかし、フルヘッジとした場合、円安局面での収益獲得を放棄しなければならないほか、ヘッジコスト上昇によるリターンの毀損がマイナスに働くことになる。

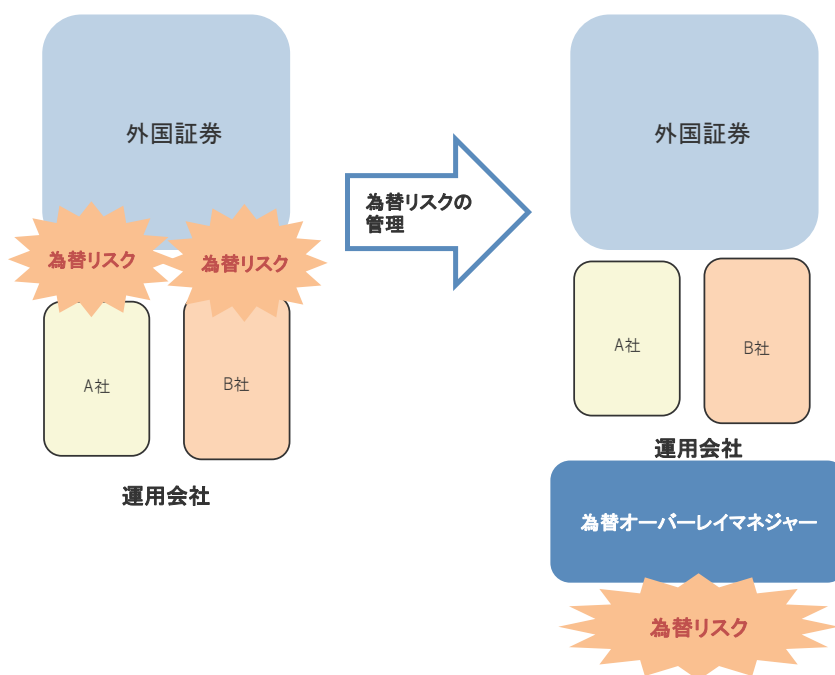
加えて、足元の米欧金融政策の方向性の違いについても留意する必要がある。米利上げがヘッジコスト拡大をもたらすほか、ドル高に繋がる可能性も高いため、フルヘッジ戦略は得策とは言い難い。

一方、ECB は追加緩和に前向きな姿勢を

示し始めている。欧州の緩和は一段のヘッジプレミアムをもたらすほか、ユーロ安を引き起こす可能性も高いことから、フルヘッジこそが最善のヘッジ戦略と言えるかもしれない。

米欧金融政策のねじれの中、年金基金がヘッジ比率を機動的、且つ、通貨別にコントロールすることは実務上困難なことから、為替リスク管理にあたっては、専門性の高い為替オーバーレイマネージャーの活用も選択肢の一つとなるのではないかと考える。

図表 4 為替オーバーレイのイメージ図



**為替オーバーレイ**＝外国証券を運用する運用機関が個々に為替ヘッジを行う代わりに、為替取引を専門に行う「為替オーバーレイマネージャー」が為替ヘッジを一括で取引して、為替リスクを管理する手法。

<コラム> アドリブ経済時評

I o Tで行うドライバー教育

会社の企画を担当している友人に素晴らしい燃料節約の話聞いた。

最近よく見かける、駐車場の中に設置されている、あるカーシェアリングの会員になるとポイントが貯まる仕組みになっているのだが、返す時にガソリンを入れたり、綺麗に掃除したときなどのご褒美ポイントのほかに、エンジンをコンピューターと連携させているのだろう、急発進、急減速をするとこうしたポイントが差し引かれることになっており、その時の注意情報が計器盤に表示されるのである。

この仕組みを取り入れて、彼の会社は大幅に燃料費が減ったとのことである。

保有台数が13,000台を超えるというこの会社の節約効果は大きいし、きっと安全面でも役立っているだろうと思う。さらに、こうしたクルマに慣れた人が、自分のクルマをもったときに同じように「節約」運転をするだろう。

経済学では、どんなに高潔な人でもレンタカーよりも自分のクルマを大事にするということで、所有権というものを重視する学説があるが、自分のものでないものを大切にさせて、燃料費まで向上させるという学説を覆すような凄いことを、この会社はやっていることになる。

ところでいま、I o T (internet of things) という言葉がはやっている。

これは、モノのインターネットの意味であり、コンピューターなどの情報・通信機器だけでなく、世の中に存在する様々な物体(モノ)に通信機能を持たせ、インターネットに接続して相互に通信することにより、役立てようということである。

I o Tを使って燃料費を節約しているこのカーシェアリング会社は、もっと広く考えれば、ドライバーの教育機能を開発したともいえよう。

地球温暖化の弊害が激しく出てきた今日、これは素晴らしい取り組みだと思われる。

車のメーカーやドライバーの教育機関は、ぜひ、こうした機能をもっともっと発展させて、環境保護にも貢献してほしいと思う。

【2015/10/27】

青山学院大学社会情報学部教授 岩井千尋



- ▶ 本資料は、お客様に対する情報提供のみを目的としたものであり、弊社が特定の有価証券・取引や運用商品を推奨するものではありません。
- ▶ 本資料に記載している見解等は本資料作成時における見解等であり、経済環境の変化や相場変動、年金制度や税制等の変更によって予告なしに内容が変更されることがあります。また、記載されている推計計算の結果等につきましては、前提条件の設定方法によりその結果等が異なる場合がありますので、充分ご注意ください。
- ▶ 本資料は、当社が公に入手可能な情報に基づき作成したのですが、その内容の正確性・完全性を保証するものではありません。施策の実行にあたっては、実際の会計処理・税務処理等につき、貴社顧問会計士・税理士等にご確認くださいようお願い申し上げます。
- ▶ 本資料の分析結果・シミュレーション等を利用したことにより生じた損害については、当社は一切責任を負いません。
- ▶ 当レポートの著作権は三菱 UFJ 信託銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。
- ▶ 本資料で紹介・引用している金融商品等につき弊社にてご投資いただく際には、各商品等に所定の手数料や諸経費等をご負担いただく場合があります。また、各商品等には相場変動等による損失を生じる恐れや解約に制限がある場合があります。なお、商品毎に手数料及びリスクは異なりますので、当該商品の契約締結前交付書面や目論見書またはお客様向け資料をよくお読み下さい。