

B. インドの退職金スキームと年金基金

B.1. 年金基金はなぜ公社債市場にとって重要か？

国際的に、年金基金は、市場のミクロ構造の改善、流動性及び社債への需要を通して、社債市場の発展を後押ししてきたといえる。年金基金は、アセットバック証券、ストラクチャード・ファイナンス、デリバティブ商品等の商品開発を支援することにより、直接的または間接的に商品の技術革新を支えるなど、金融改革を大いに促進してきた。

債券市場における年金基金の存在は、市場の長期資金の調達可能性を増加させることになり、長期的なプロジェクトの中で生ずる資産負債のミスマッチを改善することになるであろう。実際のところ、年金資金は世界的に経済における金融インフラの必要不可欠な要素となってきた。年金資金は、長期資金の数少ない資金源のひとつであり、資産と負債の満期に関連するリスクがゼロもしくは最も少ないものである。それゆえ、年金産業の発達と強化は、短期金融市場や資本市場のみでなく、経済におけるあらゆる局面に影響を及ぼしている。年金基金により調達された資金は、特にインフラに対する金融に役立つだろう。

長寿化は、世代相互の所得移転による退職金制度を支えることも難しい状況を作り出す。そのため、確定給付制度は確定拠出制度に取って代われつつある。インドは世界人口のおよそ 16.3 パーセントを構成しているが、老年人口は世界の老年人口のおよそ 12.5 パーセントにすぎない。インドの人口は現在、比較的若いのが、健康・衛生面制度の社会的な取組が出生・死亡率の改善につながるのに応じて、変化するであろう。そして、現在インドの 60 歳以上の人口は 7,000 万人で、その 1 割も年金制度に加入していない。そのような未加入者は、主に彼らの子供からの所得移転に頼るか働かなくてはならない。この成長余地が年金関連産業を伸ばし、債券市場に与える恩恵は莫大なものである。

B.2. インドの退職後の生活設計と年金基金

インドの既存の年金制度は、対象者が限定されており、またその仕組みも不十分である。第一に、公務員や大学のように独立した組織に帰属する被雇用者に対する年金制度があり、これは、政府によりすべて拠出されている。第二に、EPFO（従業員準備基金機構）は、組織部門に義務付けられており、退職金（Provident Fund により運営される確定拠出あるいは確定年金による退職一時金）と年金制度（Pension Fund により運営され 2/3 以上が年金として支払われ 1/3 以下を退職一時金として受け取る）を提供している。EPFO は、また、非組織部門の労働者のために、小規模の年金制度を運営している。そして、約 50 社の保険会社とミューチュアルファンドが、700 以上もの金融商品を一般大衆向けに販売しているが、人口のわずか 1% しかこの商品を購入していない。

B.3. 最近の政府の対応措置と年金基金改革

ここ 4、5 年間は二通りの対応策が並行して行われている。第一の取組は組織部門、第二は非組織部門への対応である。OASIS（高齢者社会保障所得保障）プロジェクトは、Ministry of Social Justice and Empowerment（社会正義エンパワーメント省）により委託されたプロジェクトであり、2000 年 1 月に報告書が提出されている。OASIS の報告書では、インド国内のどこにでも開設できる IRA（個人退職金勘定）に基づく制度を推奨している。この制度では銀行や郵便局等は、POP（拠点）一口座の開設または拠出金の預け入れができる場所として機能する。銀行や郵便局が電子通信網で接続されていることにより、労働者の転勤及び転職に対応可能な「ポータビリティ」を保証することができる。預託機関が一元化された記録の

管理を行い、ファンドマネージャーが資金運用を行い、年金給付機関が60歳以降の年金給付を実施する。

OASIS 報告書は、年金基金の投資に関する重要な改革をもたらし、2003 - 04 年度予算案で発表し、2004 年 1 月 1 日から導入された「新年金制度」など、後の対応策への道を開いた。さらに、2003 年 10 月 10 日付の決議により設立された暫定的 PFRDA（年金基金の規制・振興機構）も、同日から業務を開始した。

B.4. 新年金制度

新年金制度（NPS）は、当面は、軍隊以外の中央政府機関に新たに採用された者と、非組織部門に属する者を対象とすることを意図した制度である。非組織部門については税制上の優遇措置によって制度に参加するような納税者のみが NPS の対象である。公務員と同様に、非組織部門の個人は、年金基金が提供する様々な年金制度のもとで投資保証の保護を求めることができる。この保証は民間の金融市場を通して履行されるが、既に EPFO（従業員準備基金機構）が提供する制度やその他法律の規定の対象となっている人々は、NPS の対象にはならない。つまり、既加入者に適用される既存の年金支給の取り決めを変更することはないので、新たな加入者のみが、新年金制度の恩恵を受けることとなるのである。

この制度は 2004 年 1 月 1 日以降に雇用された中央政府の公務員を対象としてスタートしたが、州政府も将来的には加入できる見込みである。やがては、民間企業の従業員も加入できることになるであろう。

この制度の特徴は 2 つある。

- (I) 国家公務員と非組織部門の従業員を一つの制度でカバーし、一つの監督機関で監督する制度を創設する。
- (II) ファンドマネージャーを選ぶのも、年金運用の異なるカテゴリー（制度）を選ぶのも、集中記録管理機構（CRA）を通して行うことができる。

B.5. 新年金制度による投資ガイドライン

- (1) 非政府準備基金は、資産のうち 5% を優良株に、また 10% を社債及び株式主体のミューチュアルファンドに投資できる。
- (2) 退職年金及び賜金基金の公債への投資基準の緩和。準備基金は最大 5% までならいつでも公債に投資できる。
- (3) 準備基金は、少なくとも 2 つの格付機関から投資適格（格付 BBB 以上）を得ている金融機関や企業の債券に投資できる。
- (4) PERDA に認可された複数の年金基金運用者があり、どの基金運用者を選ぶかの決定権は個々の従業員にゆだねられる。
- (5) NPS の制度下では、年金スキーム（スキーム A、B、C、および D）の 4 つの大まかな区分が提示される。スキーム A では、投資先は政府証券のみであり、スキーム D では、比較的株式投資に高いウェイトを置くが、大部分を利配が固定された商品で運用することとなる。スキーム B および C は証券と利配が固定された商品でバランスの取れた投資選択を提供するだろう。
- (6) 元本及び／または利回りの保証の問題については、新年金制度の下で、市場ベースの保証が提案されている。これは、加入者が保証のコストを負担することを意味している。しかしながら、もし証券を満期まで保有するならば、100%

公債で構成されている制度は、元本と利息の確保が保証されているという点において完全にリスクフリーであるといえる。

B.6. 社債への年金基金の投資が低い理由

以上の議論は、年金基金の資本市場への投資の大部分が債券であることを示している。さらに、債券の中では、国債が最大の構成比率を占めている。年金基金は、ポートフォリオを不必要なリスクにさらすおそれがあるため、社債への投資を躊躇している。しかしながら、年金基金は、リスク軽減を最重要視したことでリターンの最大化の機会を逸している。規制金利の時代における金融抑圧は、市場における安全な商品への投資の利回りより、国債の利回りを著しく低くした。規制緩和により状況は改善してきたものの、国債の利回りは、デフォルトリスクがゼロまたはゼロに近い資産の利回りより、未だに著しく低いままである。

準備基金と年金基金は、基金の安全性に向けて規定されたガイドラインに従って投資することが求められている。その結果、国債と公的機関の債券が好まれることになる。極めて低い割合（1年間のファンドの増加額の10%）しか、任意に、民間部門の社債には投資できない。公的な準備基金（EPFを含む）の元金の合計は、2004年3月31日付で1兆7,500億ルピーであるが、そのうちわずかに4,900億ルピーが社債（大部分が公的機関の発行のもの）に投資されているにすぎない。年金基金の利回りが非常に低いのは、現在の年金基金の健全性基準のためである。年金基金の健全性基準を変える時期がきているといえるであろう。ついでには、単なるリスクの最小化だけでなく、リスクとリターンのパラダイムの最大化も十分考慮すべきである。

したがって、年金基金ポートフォリオにおいて、公債が多く保有されていることにより、債券投資の量的増加を図るべきなのか、あるいは社債のような高いリスクリターンを持つ債券の増加により質的改善を図るべきなのかという判断が必要になってくる。投資家は、公債がもたらす低い利回りも、株式投資にともなう高いリスクも認容したくないので、株式投資よりも社債を好む傾向にあるといえよう。それゆえ、債券と株式の最適の構成比率を得ること、及び債券投資の中において安全性とリターンの最適なバランスを得ることが目的となる。

年金基金の利回りの最適化と社債への投資拡大への対応策は、以下のとおりである。

1. 年金基金は、設立の目的であるリスク回避を選好し、それゆえ社債への投資を避けている。しかし、実際には、AAA及びAA+の社債の多くはデフォルト率がゼロに近いが、社債の利回りは、公債の利回りよりかなり高い（表B2、B3、B4、図B1参照）ので、リスクを増やすことなく、ポートフォリオのリターンを高くすることができる。

表 B1 社債のデフォルト率

CRISIL 平均累積デフォルト率 (2000年～2004年) (%)				
格付	サンプル数	1年	2年	3年
AAA	262	0.00	0.00	0.00
AA	456	0.00	0.30	0.76
A	279	0.72	1.80	3.50
BBB	108	4.63	8.37	12.19
投資適格 (AAA – BBB)	1105	0.63	1.28	2.07
投機銘柄 (BBB 未満)	173	12.71	29.08	31.70

出所: CRISIL Default Study, 2004-2005

注: 格付カテゴリごとのデフォルトレートは、与えられた時間枠の中、デフォルトとなる確率を表す。それは総デフォルトの割合によって測定されて、特定の時間枠の中で未解決の率を合算している。

表 B2 格付の安定性

CLISIL 1年間の平均安定率 (1992年～2004年) (%)	
AAA	96.64
AA	89.26
A	82.40
BBB	73.27
全体の平均	83.64

出所: CRISIL Default Study, 2004-2005

注: Stability of Ratings は格付け確率を表す。例えば、1992-2004 の期間、AAA の社債と評価されたものの 96.64%は、AAA カテゴリのまま残り、同カテゴリの債券の 3.36%しか格下げされなかった。

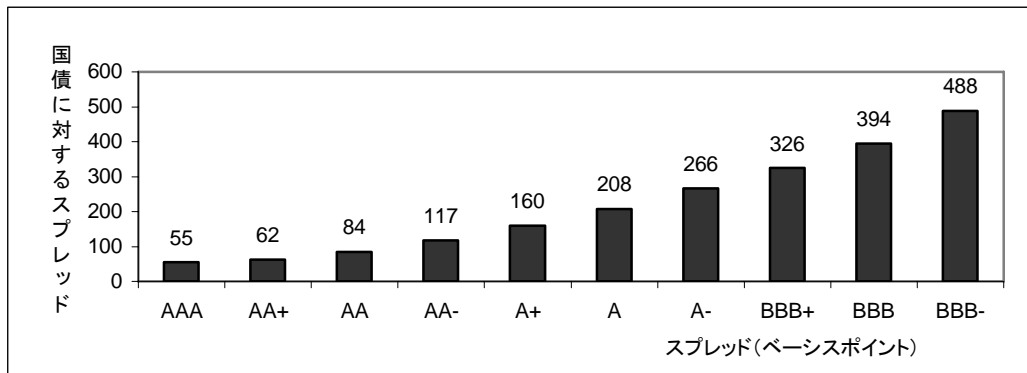
表 B3 社債のリスクリターン比率

格付	国債 1年物に対するスプレッド	デフォルト率 (%)
AAA	57	0.00
AA	76	0.00
A	178	0.72
BBB	337	4.63

出所: CRISIL Default Study, 2004-2005

以上の分析結果によると、AAA 及び AA 債券の多くの利回りは、国債の利回りを大きく上回っていることは明らかである。例えば、表 B3 から、AAA 社債の 1 年物の利回りは、同様の期間の国債の利回りを少なくとも 57bp 上回っており、どちらの債券もデフォルト率がゼロであることが見て取れる。したがって、理論的研究により、社債と国債の正しいリスクリターンの判断基準が定められなければならない。基金運用者と投資家は、リスクリターンの判断基準を認識し、社債投資の利点に注目すべきである。

図 B1 1年物の国債に対する社債のスプレッド(2005年～2006年)



出所: www.fimmda.org

インドの保険会社または年金基金会社は、公債と AAA 及び AA+ の格付けを持つ社債の市場は流動性があるものの、固定金利債券の市場の流動性は、非常に乏しいために制約を受けている。さらに、流動性のあるモーゲージ証券 (MBS) 市場がないことにより、これらの企業はポートフォリオのリスクを大きく増やすことなく、投資の収益を改善する機会を失っている。年金基金の運営が自由化され、積極的ポートフォリオ運用を行えば、債券市場の流動性は、顕著に増大するものと思われる。これにより、年金基金会社が、格付の低い債券に投資する

ことが可能になり、ポートフォリオのリスクを大きく増やすことなく、投資の平均利回りを向上させることが可能になるのである。

2. 国家の独占状態では、一般的に、技術革新または個人に対する幅広い商品の提供が、遅れがちになるので、年金基金への民間企業の参入を奨励すべきある。金融商品のさらなる革新は、資本市場に多様性と効率性をもたらすことになる。

3. 年金基金に対する投資規制もまた、見直す必要がある。例えば、準備基金は、少なくとも 25%は公債で保有する必要がある、その他 15%は地方債か SEBI 認可の債券に投資するミューチュアルファンドのいずれかの形で保有する必要がある。ポートフォリオ配分における自由裁量は極めて小さい。自由裁量の度合いを大きくすれば、高いリターンを見込める他の金融商品への投資が増加するものと思われる。

4. PFRDA が十分に機能するようになれば、投資家の信頼を得るのに役立つであろう。PFRDA は、2004 年 12 月に設立されたものの、依然として過渡期にあり、目立った進展はない。

B.7. 結論

この分析から、インドにおける年金基金投資が、公債に偏っていることが明らかである。政府による投資規制が、この投資傾向を生み出した要因の一つであり、リターンより安全性重視の厳格な健全性基準は、単に状況を悪化させているだけである。しかしながら、新年金制度の施行に伴い、社債への年金基金投資が拡大し、民間企業の年金制度参入もまた増加している。社債市場の改善もまた、上記のプロセスを促進している。

年金基金の投資構成の選択権が個人に移り始めたことで、インドにおける年金基金投資は、個々人のリスク負担能力と整合性のとれた新しい軌道に乗る態勢が整っている。しかしながら、最適化への道は、政策的な改革と年金改革の進展が緩やかであることから、もう数年はかかるものと思われる。