

\*\*\* 提 言 \*\*\*

## 金融危機後の年金資産運用

～実践アセット・ミックスの導入～

常務取締役 宮井 博

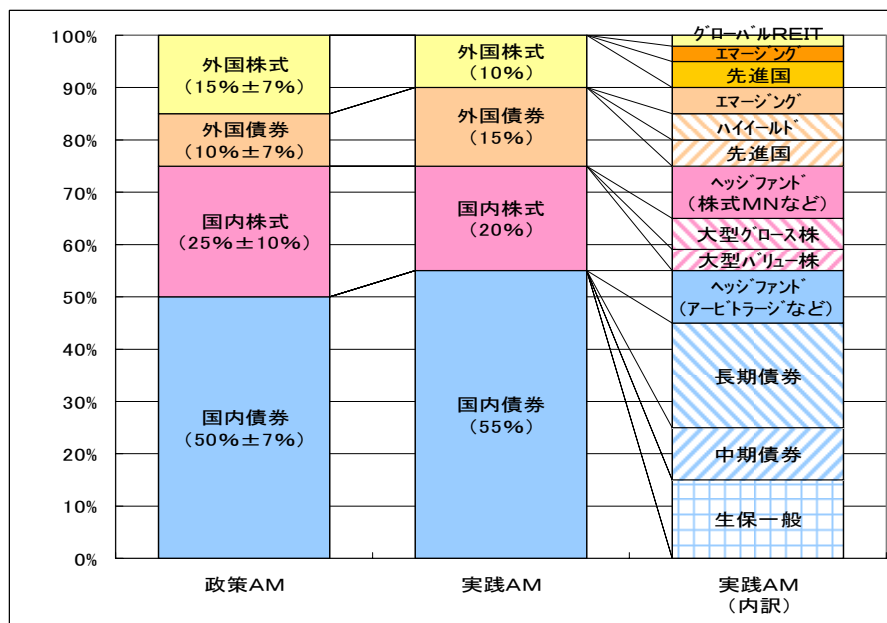
筆者は 2009 年 1 月号の NFI リサーチレビュー巻頭言で、今回の資本市場の混乱に際して年金基金（特に企業年金）の取るべき方法は、既存の基本ポートフォリオ（政策アセット・ミックス＝政策 AM）とそのリバランスによるリスク管理の方法を保守的に維持しつつ、新しいリスク管理手法を模索していくことであろうと述べた。そして、具体的な対策として、①年金 ALM の徹底、②政策 AM のリバランス・ルールの見直し、③実践アセット・ミックス（実践 AM）の導入の 3 点を提言した。今回は、③の実践 AM の導入の具体的方法について採り上げる。

ここで、実践 AM とは、中長期的な政策 AM によるポートフォリオ全体のリスク管理をベースに、乖離許容幅の範囲内で行う、短中期的な資産配分（ストラテジック・アセット・アロケーション）のことで、短中期的な視点でオルタナティブなど新規投資商品への投資を可能にする考え方である。図表 1 を例に具体的に説明しよう。

図表 1 には左から順に、政策 AM、実践 AM、実践 AM（内訳）を示している。政策 AM として、ここでは国内債券、国内株式、外国債券、外国株式の伝統的 4 資産を対象にしており、配分比率は、それぞれ、 $50\% \pm 7\%$ 、 $25\% \pm 10\%$ 、 $10\% \pm 7\%$ 、 $15\% \pm 7\%$  としている。ここで、 $\pm\%$  は、政策 AM からの時価変動に対する乖離許容幅である。例えば、国内株式の配分比率はポートフォリオ全体の 25% が目標であるが、時価変動によって増減するので、15%～35% までの変動内であれば、リバランス（政策 AM を維持するための資産調整売買）を行って目標の 25% に戻すことはしない。この乖離許

容幅が大きすぎると、政策 AM によるリスク管理が適切に行えないし、小さすぎると頻繁にリバランスを行うことになり、コストがかさむ。ただし、バランス型の運用機関を複数採用していると、その運用機関との間の運用ガイドラインによって、通常は年金基金がポートフォリオ全体の時価変動を把握する前に、各運用機関がリバランスを行うことになるので、政策 AM により近いポートフォリオが自動的に維持される（リバランスに伴う売買コストが頻繁に発生している）。

図表 1 実践 AM の具体例



(出所) NFI 作成

さて、リーマンショック後の世界同時不況によって、世界の株式市場は大きく下落している。一方、債券市場は金利低下によって価格は上昇している。その結果、現状では図中の実践 AM に示すように、国内外債券の比率が上昇し、株式の比率は下落している。そこで、ここではそれぞれ、乖離許容幅の範囲内の 55%、20%、15%、10% を実践 AM とする。つまり、現状の配分比率は、政策 AM の乖離許容幅の範囲内であり、経済環境は当面改善することは難しいと想定されるので、現状の配分比率を採用する。これは短中期的な年金スポンサーの判断（ストラテジー）である。

実践 AM では、この配分比率とともに、内訳が重要になる。資本市場の見通しの中

には、一般に伝統的資産の配分比率では対応できない要素、すなわち、システムティックな要素がある。年金スポンサーが実践 AM を策定するに当たってまず、このシステムティックな要因について、運用環境の見通しと管理の水準を予め定めておくことが必要である。具体的には、金利や株式市場、為替などの動向について、現時点の環境から今後1年～3年の見通しを立てておく。また、年金スポンサーは、伝統的資産の代替資産（オルタナティブ）の導入についても実践 AM として考えておく。ここでは、以下の仮定を置いた。

経済全般： 世界同時不況はしばらく続く。各国のグリーン・ニューディール政策が実行されることによって、企業の事業ポートフォリオが大きく変化する。新しい環境下で企業業績が回復するには2～3年かかると想定される。

金利： 企業業績が回復するには、2～3年かかるので、その間、金利は低水準が継続する。ただし、新規事業向けの資金ニーズが高まり、ハイイールド債やエマージング市場は堅調に推移する。

株式市場： 世界同時不況によって産業の構造変化が進む間、ボラタイルな状況が継続する。株式スタイルとしては、グロースがバリューをアウトパフォームする。また、エマージング市場はいち早く回復する。

為替： 現状では、ドルとユーロのいずれに対しても、円安が解消された状況にあるので、短中期的には現状の為替レートの水準が維持される。

オルタナティブ： 国内株式はボラタイルな動きが想定されるので、株式の代替として株式マーケット・ニュートラル戦略などに投資する。また、国内債券は低金利状態が続くので、収益確保のため生保一般勘定と、アービトラージなどのリスクが低く絶対収益が期待されるヘッジファンドに分散投資する。

以上のような年金スポンサー環境見通しの下で、実践 AM の内訳を検討することになる。

そこで、内訳を見ると、国内債券の比率は55%であるが、ベンチマークの市場インデックスとは大きく異なっている。すなわち、安全性を確保するため、オルタナティブ

として生保一般勘定に 15%配分している。また、収益性を高めるために、ヘッジファンドに 10%配分している。そして、金利低下がしばらく続くと見ているので、長期債券の比率を高くして、債券全体のデュレーションをベンチマークよりも長くなるようにしている。一方、国内株式は、ボラティリティが高い傾向が続くという見通しなので、国内株式に割り当てている 20%のうちの半分をヘッジファンドに投資して、ボラティリティを抑えるとともに、収益確保を狙っている。また、外国債券と外国株式については、為替は現状維持という想定なので、為替ヘッジは行わないし、収益を確保するため、エマージング市場などに分散投資を行っている。

上記の例でわかるように、現状の運用環境が長期の政策 AM を策定した平均的な環境と大きく異なり、年金スポンサーが明確な運用環境の見通しと戦略を持っていない場合には、実践 AM を導入することによって短中期的なアセット・アロケーションの機動性を高めるとともに、オルタナティブ投資導入の理由を明確にすることができる。その際のリスク管理は、乖離許容幅によるポートフォリオ全体のリスク管理の他に、金利や株式スタイル、為替などシステムティック・リスク・ファクターによるリスク管理<sup>2</sup>が必要な理由がおわかりいただけたであろう。

政策 AM は長期のデータが利用できる伝統的資産で策定するのが原則になっているので、データ期間が短い新しい投資対象資産や投資手法を導入するには問題がある。しかし、伝統的資産だけでは、リスク分散に限界がある。そこで、上記のような実践アセット・ミックスの考え方を導入し、システムティック・リスクによるリスク管理を行えば、伝統的資産内でのスタイル分散や、投資対象の拡大としてのオルタナティブ投資の導入、新しい運用戦略の導入などあらゆる可能性に対応することができる。実践 AM は、政策 AM と整合性を保ちながら、現実の経済環境に沿った運用とリスク管理を行うための「実践」的手法である。この考え方が年金基金の運用効率化、リスク管理の高度化の参考になれば幸いである。

<sup>1</sup> もちろん、分析データがそろえば、政策 AM を見直すための分析が必要になる。

<sup>2</sup> 宮井博(2006)：政策アセット・ミックスからシステムティック・リスクによるリスク管理へ、『企業年金（2006年6月号）』、企業年金連合会