

米国における債券運用の歴史

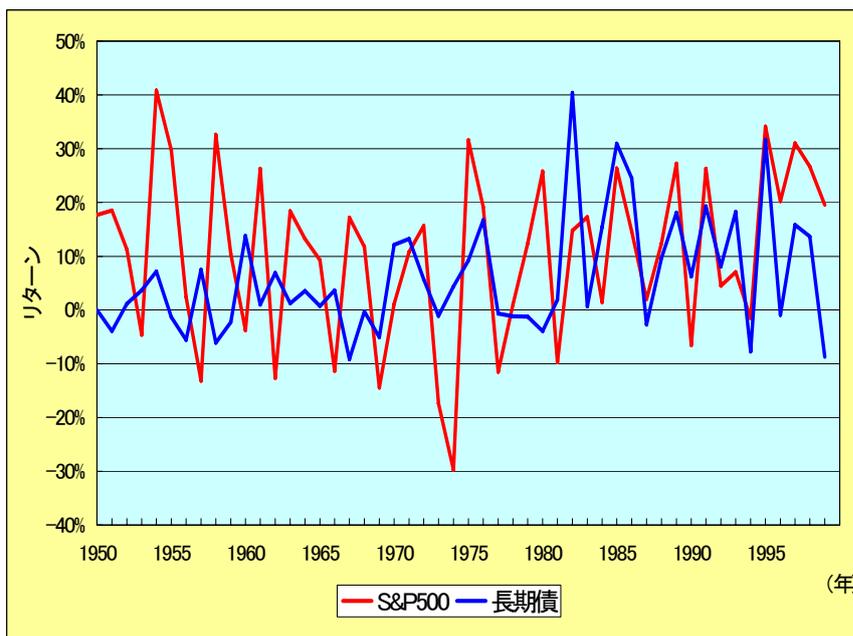
米国における年金運用は、1950年代後半に株式運用が開始されてからは、株式が主流となっている。株価が右上がりの時代には株式、低迷の時代には債券と、相場後追いの運用を繰り返しつつも、年金基金では、次第に確定年金給付債務をヘッジするイミュニゼーション、キャッシュフローマッチングの考え方が普及していった。

米国における年金運用は、1950年代の初めまでは、すべて債券運用であった。その後、債券・株式を組み合わせた「バランス型ファンド」が導入され、タイミングよいアロケーション変更により、信託銀行が高いリターンを確保するようになった。1950年代後半から1960年代にかけては、株式市場が強気相場となり、債券の割合は徐々に低下していった。そのうちに、株式信仰が支配的になり、債券運用は一流の年金基金やマネージャーから見放されていった。

しかし、1973年の第一次オイルショック後の株価低迷は、株式特化型運用が極めてリスクの高いことを認識させた。そこで、年金基金は、代替投資として海外株式、不動産などに関心を寄せるようになったが、一部には債券特化型運用に興味を示すようになった。債券マネージャーは、ミューチュアル・ファンドの形で債券運用商品を提供したり、債券特化型ファンドを組成して年金基金に売り込んでいった。

こうした商品がブームとなった1976年初めの時期は、債券のリターンが株式のリターンを上回っていた(図表1)。債券のウェイトを大幅に引き上げる年金基金も見られたが、高いリターン(1975年に9.2%、1976年に16.8%)を得た債券運用も、その後の金利上昇によって、1980年まで低迷を余儀なくされることとなった。

図表1 米国市場における債券・株式リターン



(注)株式はS&P500、債券は“Stocks, Bonds, Bills, and Inflation 1998 Yearbook”(Ibbotson Associates)のLong-Term Government Bondより年間リターンを算出。なお、債券の1998、1999年は、ソロン・ブラザーズ国債インデックス(10年超)を用いて近似。

1970年代後半の債券市場のボラティリティを緩和するために、債券イミュニゼーション (immunization) と呼ばれる新しい運用手法が、いくつかの年金基金で採用され始めた。この手法は、将来、金利が上下どちらに動いても、目標とする利回りが一定期間後に保証されるというものであった。そこで、1980年代初めにかけて、高い利回りを確定させようという年金基金のニーズに沿って、多くのイミュナイズド債券ポートフォリオが構築された。

1981年に、American Airlines社は、デディケーション (dedication) と呼ばれるパッシブ・ファンドを採用し始めた。これは、利金と償還元本を組み合わせ、年金給付の支払キャッシュフローと等しいキャッシュフローが得られる債券ポートフォリオを構築するもので、キャッシュフロー・マッチングとも言われる。この手法の採用により、予定利率を高く設定可能となり、拠出金の大幅な削減に成功した。その後、Pan American Airways社なども、同じ手法を採用するようになった(図表2)。

こうした債券運用手法は企業年金で普及したが、少し遅れて1981年にKansas Cityがデディケーションを採用するなど、公的年金(州、市、その他)でも導入されていった。金利水準の高い1980年代中頃まで、こうした運用手法は続いたが、どちらかという手間のかからないデディケーションの方がイミュニゼーションよりも好まれた。1986年になって金利が下がってくると、こうした運用手法の魅力が薄れ、債券ポートフォリオを構築しなめやす傾向が強まった。

レーガン政権の時代、膨れ上がる連邦政府の財政赤字は、国債発行でファイナンスされてきた。インフレ率の上昇は、年金基金の保有する債券の実質価値を引き下げてしまう。こうした中、従来は満期保有を目的としていた債券マネージャーは、金利の方向性や、セクター毎のパフォーマンス予測などに基づいたアクティブ運用を行うようになった。その運用資産は、PIMCO (Pacific Investment Management Co.) の1,170億ドルをはじめ莫大な金額となり、債券市場に無視できない影響を与えることとなった。

図表2 イミュニゼーション・デディケーション実施年金基金例

	年度	実施例	業種	受託機関	金額
イミュニゼーション	1979	NY State Electric & Gas	電気・ガス	Manufactures Hanover	n. a.
		Bakery & Confectionery	組合		2億ドル
	1980	Armco Inc	資源		n. a.
	1981	Chrysler Corp.	自動車	1.5億ドル	
		Central States Teamstars	トラック組合	n. a.	max 7億ドル
デディケーション	1981	American Airlines	航空	n. a.	2億ドル
		Pan American Airways	航空	Mellon Bank	1.4億ドル
		Kansas City School Ret.	学校教職員	Scudder, Stevens&Clark	0.3億ドル
	1984	Signal Cos.	n. a.	11 money managers	10億ドル
		Chrysler Corp.	自動車	n. a.	11億ドル
		Ameritech	通信	n. a.	64億ドル

出所：Pensions and Investments October 19,1998