

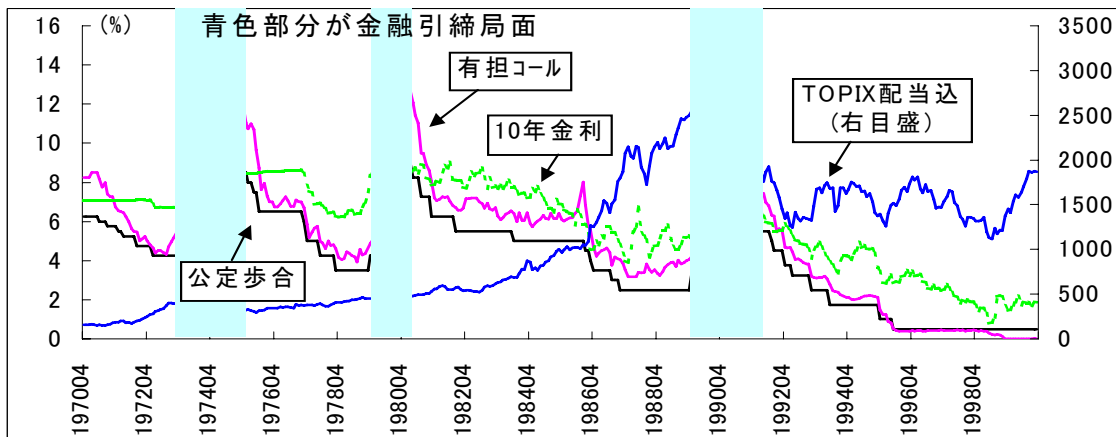
## 金融引締局面の年金資産配分について

金融引締局面と緩和局面における国内資産(株式、債券、短資)の相場動向の比較を行った。ただし、年金の資産配分に当たっては、過去の経験に学ぶことも大切であるが、冷静に将来見通しを策定することがより重要である。

8月11日にゼロ金利政策が解除された。日銀による金融引締政策は、90年8月以来の約10年ぶりであり、多くの市場参加者が久しく経験したことのない局面を迎えることになる。

そこで本稿では、金融政策転換後の投資対象として何が有利かについて、整理を行ってみた。まず、1970/4~2000/3の30年間について、月ベースで緩和局面と引締局面に区分けし(図表1)、短資・国内債券・国内株式を投資対象資産として考えた。

図表1 公定歩合と金利・株価の推移

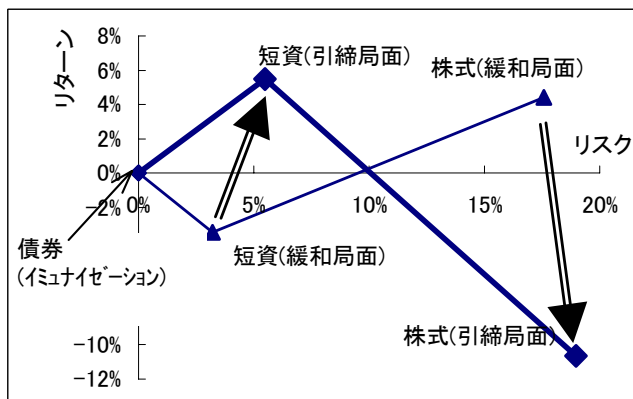


次に、①サープラス・フレームワークの考え方をを用いて、②債券ベンチマークが負債とフルマッチされているとの前提において、各局面におけるリスク・リターンを算出した(図表2)。

サープラス(積立て剰余、マイナスの場合は積立不足)とは、資産の時価評価額から負債の時価評価額を差し引いた値であり、金利の動きに応じて変動する。このサープラスに注目して、年金ALMを行う手法が最近注目を集めている。たとえば、金利が低下すると、年金支払額が同じであっても、負債の時価評価額が大きくなるため、より多額の資産を準備する必要がある。この際、もしも債券を負債にマッチさせて運用していれば、債券の時価評価額も大きくなり、サープラスが安定的となる。したがって、年金給付を安定的に行いたい場合、サープラス・フレームワークでは、年金負債と同じデュレーション(平均残存期間)を持つ債券が最もリスクの小さい資産となり、短資や株式は超過リターン(対負債時価)の取得を目的とする資産となる(詳しくは、本誌2000年6月号を参照)。

過去の経験(図表2)では、金融引締局面において、短資が株式よりも相対的に有利な資産であることが分かった。しかし、現時点で、この経験則を単純に採用するには注意が必要である。

図表2 リスク・リターンの比較(日本、サープラス・フレームワーク)



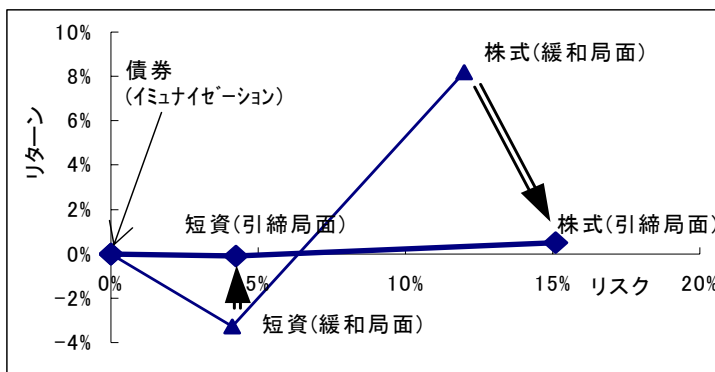
- 各資産のベンチマーク(インデックス)
  - ・短資:有担保コールO/N(月中平均)
  - ・債券:野村BPI総合
  - ・株式:TOPIX(配当込)

○データ:70/4~00/3月(360カ月)

※データのない期間は、ニッセイ基礎研究所がその他インデックスから算出

第一に、過去の利上げはオイルショック（73年、79年）やバブル経済などを背景に、明確にインフレ対策や金融引締を企図したものであった。このため、次の利上げが半年以内にあり、またその後も段階的な引締が実施されている。一方、今回は、「金融緩和の程度を微調整する措置であり、金融が大幅に緩和された状況は維持される」と日銀は説明している(8/11)。当面の段階的な利上げ観測が弱ければ、債券・株式が過去の局面と同じように反応しない可能性がある。さらにいえば、景気回復に伴って、株価が堅調に推移するシナリオも考えられよう。現に、90年代の米国市場について、同様にリスク・リターンの関係を調べる(図表3)と、引締局面の株式は、緩和局面に比べて優位性が目立たなくなるものの、債券・短資に比べて依然リターンの高い資産であった。

図表3 リスク・リターンの比較(米国、サープラス・フレームワーク)



- 各資産のインデックス
  - ・短資:FFレート(月中平均)
  - ・債券:ソロン米債INDEX
  - ・株式:S&P500

○データ:90/1~99/12月(120カ月)

第二に、短期金利（無担保コール 0/N）の誘導目標が 0.25%に切り上げられたが、依然未曾有の低水準にあるため、債券や株式のパフォーマンスが相当に悪く（マイナスに）ならない限り、短資が相対的に有利な資産にはなりづらい点が挙げられる。

年金運用は長い期間にわたるため、大切なのは、中長期的な見通しである。幸い、日銀は政策の透明性向上に力を入れており、今後の金融政策運営のヒントを与えるアナウンスを積極的に行っている（日銀のホームページでも参照可能）。注目している経済指標や政策運営の方向性などをまめにチェックし、中長期的なシナリオに反映していくことが重要であろう。