

(年金運用) : アクティブ・パッシブ比率の算出手法

昨今、アクティブ運用の一部をパッシブ運用へ移行する動きが目立つが、一方で、アクティブ・パッシブ比率の決め方が分からないとの声もよく聞かれる。そこで、本稿では、厚生年金基金連合会リスク管理研究会の「厚生年金基金のリスク管理」などを参考に、アクティブ・パッシブ比率の算出方法について整理を行う。

アクティブ運用、パッシブ運用を選択する際の、最初の課題は、「アクティブ運用に、コスト控除後でプラスの超過リターンを期待するか否か」判断することである。仮に超過リターンを期待できないと判断した場合には、パッシブ運用が基本となる。

逆に、アクティブ運用に超過リターンを期待できると判断した場合は、アクティブ・ファンドの候補を選定し、採用を検討する。次に、アクティブ・ファンドおよびパッシブ・ファンドの構成比率(アクティブ・パッシブ比率)の算出を行うことになるが、基本的には政策アセット・ミックス策定の考え方とほぼ同じである(図表1)。

図表1 政策アセットミックス、およびファンド構成比の一般的な算出過程

手順	政策アセットミックス	ファンド構成比(アクティブ・パッシブ比率)
ステップ1	リスク許容度・制約条件の決定 例;各資産構成比の許容レンジ	同左 例;アクティブ比率の許容レンジ
ステップ2	各資産の期待リターン・リスク、および相関係数の推計	各ファンドの期待超過リターン・TE、および相関係数の推計
ステップ3	最適な配分を算出	同左

ファンドの構成比を求める際、最も重要なのは、「何をリスクと捉えるか」を判断し、「そのリスクの許容度、および制約条件」を決定するステップ1である。あとは、この決定されたリスク許容度・制約条件の下、ステップ2で推計されたパラメータを用いて、平均分散法などによりステップ3の最適な配分比率を計算すればよい(詳しくは、本誌Vol.60~62「リスク・バジェット」参照)。

例えば、リスクを「年金資産全体のトータル・リスクまたは負債も含めたトータル・サープラス・リスク」とし、この許容度をバリュアット・リスク(VaR)などで設定した場合、複数の候補ファンドについて、制約条件の下で期待リターンが最大となる最適なファンド構成比を計算すればよい(図表2)。また、既に策定された政策アセット・ミックスの下で、リスクをアクティブ・リスクとした場合も、上記と同様に、ファンド構成比を算出できる。

ただし、これらの手法を単純に利用するには、アクティブ・ファンドの期待超過リターンや、ファンド間の相関係数などの推計の精度向上には限界がある、最適ファンド構成比の計算結果は、期待超過リターンなどの推計値の影響を受けやすい、といった実務上の問題点が指摘できる。

つまり、算出される最適なアクティブ比率は、計算の都度、大きく（0～100%）変動する可能性があるが、この結果は、各ファンドの期待超過リターンなどの推計に自信がない状況下では、適用しづらいというデメリットがある。

図表2 アクティブ・パッシブ比率の算出結果のイメージ

最適構成割合算出結果

	国内株式	国内債券	外国株式	外国債券		合計	
Pファンド	8%	20%	0%	2%	⇒	パッシブ比率	30%
Aファンド	12%	10%	4%	0%		アクティブ比率	70%
Aファンド	8%	5%	6%	5%			
Aファンド	5%	7%	8%	0%			
合計	33%	42%	18%	7%			100%

Pファンド；パッシブファンド、Aファンド；アクティブファンド

Aファンドの 、 、 は各資産それぞれの候補ファンドを表す（同一ではない）

上記のような欠点を補うためには、「よく比較対象とする同業他社との運用パフォーマンスの差異」をリスクと捉えることもあろう。具体的には、これら比較対象企業へのヒアリング結果や、運用評価機関のアンケート調査結果などを参考に、自らのアクティブ・パッシブ比率のベンチマークを決定し、さらに定性的・定量的にレンジを設定する方法が考えられる。このレンジを制約条件に加えて、前述の手法で解けば、各ファンドの運用パフォーマンス見通しを反映しながら、母体企業・理事会にも納得の得られやすい範囲内で、アクティブ・パッシブ比率をコントロール可能となる。

この他、「リバランスに伴うアクティブ・ファンドのパフォーマンス悪化」をリスクと捉え、補完ファンドの必要額からアクティブ・パッシブ比率のベンチマークを計算する方法もある。補完ファンドとは、政策アセット・ミックスから乖離した場合にリバランスするためのファンドであり、もっぱらパッシブ・ファンドが用いられる（詳しくは、厚生年金基金連合会リスク管理研究会「厚生年金基金のリスク管理」第一次報告P.93～95を参照）。従って、補完ファンド（パッシブ運用）の設定金額を決定して、残りをアクティブ運用とすれば、アクティブ・パッシブ比率が算出できる。

また、全額をアクティブ運用している場合、パッシブ・コア運用への移行に伴い、当面のアクティブ・パッシブ比率を50%にするという選択も、年金基金によっては、母体企業・理事会などへの説明のしやすさという面でよいかもしれない。当然、この比率が、マーケットにおいて最適な比率とは限らないが、行動ファイナンスの「後悔症候群（Regret Syndrome）」の理論では、後悔を最小限にするための比率として50%が提案されている。

ここまで、いくつかの算出手法を紹介してきたが、最適な手法は年金基金によって異なるため、一つの正解は存在しない。アクティブ・パッシブ比率の算出にあたっては、まず、自らの年金基金として回避したいリスクやその許容度を明確にし、それに適した算出手法を選択することが必要である。

（上田 泰三）