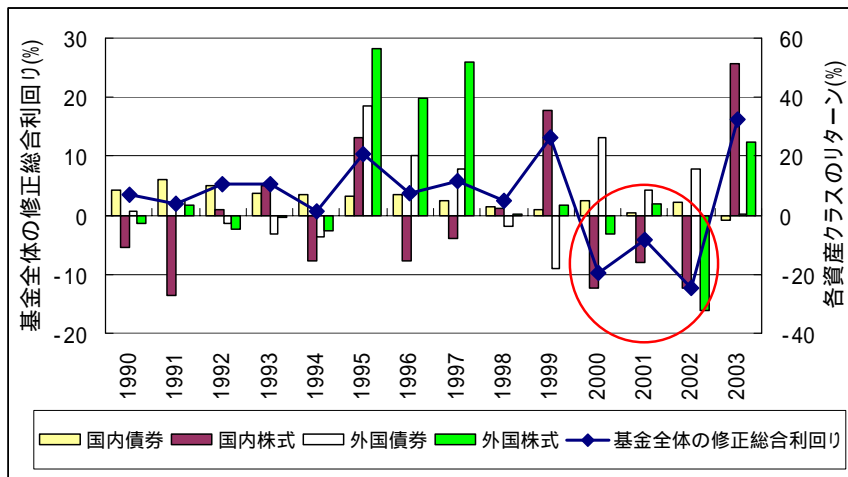


(年金運用)：リスクの再配分 - ベータの多様化、ベータからアルファへ -

政策アセットミックスを策定・維持することの重要性に変わりはない。しかし、マーケットリスク配分に過度に重きを置いている現状の運用プロセスを考えた場合、投資効率(リスク対比リターン)の観点から、マーケットリスクとアクティブリスクの区別なく、とるリスクの多様化、分散化を再検討する必要があるだろう。

2000～2002年度の内外株式市場低迷による運用パフォーマンスの大幅悪化(図表1)が引き金になって、従来の「政策アセットミックスを中長期的に維持する」というパラダイムを再検討し、新たなアプローチを模索する年金基金が登場しつつある。

図表1：厚生年金基金全体および各資産クラスの実績リターン推移



(出所) 厚生年金基金連合会の各種資料より作成。各資産クラスのインデックスは下記の通り。

国内債券：NOMURA-BPI 総合、国内株式：TOPIX (配当込)、外国債券：シググループ 世界国債インデックス (日本除き、円ベース)、外国株式：MSCI-KOKUSAI (分散配当込、円ベース)

年金基金のポートフォリオのリターン源泉は、マーケットリスクとアクティブリスクである。標準的なファイナンス理論では、前者(実体経済への賭け：ベータ戦略)はとったリスクに対して本源的な見返り(リスクプレミアム)が期待できるが、後者(市場の非効率性と運用スキルへの賭け：アルファ戦略)は“投資家全体”ではゼロサムであり、見返りが期待できないと考えられている。

政策アセットミックスの策定・維持を最も重視してきた既存のパラダイムは、各資産クラスでマーケットリスクプレミアムが存在していることを前提とし、「どのマーケットリスクをどのくらいとるか」に主眼を置いている。ところが、現実には、その前提条件であるリスクプレミアムを信頼に足る形で予測することは難しい。例えば、過去平均法を使う場合に、計測期間次第で値は大きく変動する。国内株式について言えば、過去30年間という超長期を用いても、2003年度の反転上昇分(51.1%)を含めただけでリスクプレミアムが大幅に上昇(0.46%→2.76%)する(図表2)。その他の方法(ビルディングブロック法、サプライサイドアプローチ等)を用いても、予測の信頼性が格段に上がるわけではないものと考えられる。

図表 2：国内株式リスクプレミアム（対円短資リターン、年率％）

	～2000/3	～2001/3	～2002/3	～2003/3	～2004/3
30年間	5.25	4.61	3.06	0.46	2.76
20年間	5.15	3.47	2.85	0.99	1.58
15年間	3.26	0.15	3.38	6.13	4.04
10年間	1.98	3.45	1.34	4.12	0.87

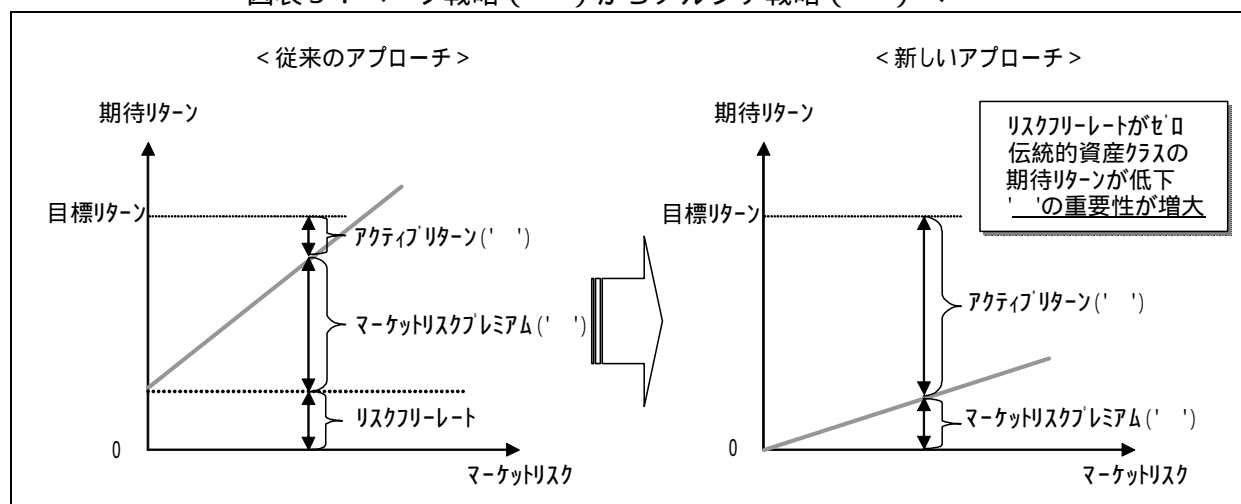
（出所）Ibbotson Associates 社データより作成。国内株式リスクプレミアムは TOPIX 配当込リターンから円短資リターンを控除。当該期間の月次算術平均値を年率換算。

このように信頼に足りる予測が難しい一方で、日米株式ともに「リスクプレミアムは従来と比べて低下する可能性が高い」という見通しが学界・実務界で多数意見となっている。そこで、年金基金としては、主たるリターン源泉として、従来のような政策アセットミックス（マーケットリスク配分）に一定の役割を期待するだけでなく、その他にどういう手立てを講じることが考えられるだろうか。

1つは「ベータの多様化」、すなわち伝統的資産と異なる資産（エマージング株式、プライベートエクイティや不動産関連商品等）まで投資対象を拡大し、その資産から生じるマーケットリスクプレミアム（' '）を獲得する方法である。もう1つは「ベータからアルファへ」、すなわち、投資対象とする資産のマーケットリスクを排除し、マネージャーの運用スキルに賭けることで、アクティブリターン（' '）を獲得する方法（絶対リターン追求型ヘッジファンド投資やポータブルアルファ戦略の採用等）である（図表3）。

（注）ポータブルアルファ戦略とは、政策アセットミックス維持とアルファ追求とを完全に切り離れた形でマネージャーストラクチャーを構築し、アルファ獲得を効率的にするスキーム。

図表 3：ベータ戦略（' '）からアルファ戦略（' '）へ



年金運用プロセスにおいて、政策アセットミックスを策定して中長期的に維持することの重要性は今後も変わらないだろう。しかし、マーケットリスク配分を重視しすぎている現状では、投資効率（リスク対比リターン）の観点から、マーケットリスクとアクティブリスクの区別無く、リスクの再配分（ベータの多様化、ベータからアルファへ）を再検討する必要があると考えられる。

（佐々木 進）