

(年金運用)：拡大する年金基金の収益機会

基金の新たな収益機会が増えている。新しい資産クラスへの投資は、分散投資効果と、伝統的資産とは異なるリスク・プレミアムの追求可能であり、検討に値する。しかし、既に高値圏と指摘されている投資対象もあり、導入には十分な準備、検討も必要である。

オルタナティブ投資が話題となっているが、実際、基金は伝統的資産とは異なる様々なリスクをとることで、リターンを獲得できる機会が飛躍的に多くなってきた。例えば、基金は、直接は損害保険を売ることができないが、損害保険会社が引き受けるのと同様なリスクをとって、保険会社に似た利益を獲得することも可能となっている。

このように投資対象が拡大したのは、基本的には規制緩和が背景にあるが、プロジェクトの投資費用が巨額になったことや、元々のリスクの取り手が、大きくなったリスクを証券化して切り離したい戦略も影響している。基金にとってみれば、新しい収益獲得の機会であり、検討に値しよう(図表1)。

図表1: 伝統的資産にはないリスク・プレミアムを追求可能な新しい資産クラス

新しい資産クラス	特徴
エマージング・マーケット	発展途上国の株式市場へ投資。高い成長率を背景としたキャピタルゲイン獲得を目指す。景気循環による変動も大きく、大きく値下がりがりするリスクもある
ハイ・イールド	信用格付けが低い債券への投資。高い利回り確保と、倒産リスクの減少によるキャピタル・ゲイン獲得が目的。株式の代替投資とも考えられる。
プライベート・エクイティー	未公開企業への投資。企業の成長によりキャピタル・ゲインを獲得。成長中の企業なので、通常、配当はない。競争環境の変化により、成長が望めないリスクもある。
ベンチャー・キャピタル	未公開で、比較的小規模・先進的ノウハウがある企業への投資。成長によるキャピタル・ゲインを目指す。技術はあるが、経営がうまくいかないリスクもある。
コモディティー	石油、希少金属等への投資。インフレ等による価格上昇を狙う。インカムはない。世界的な石油価格の変動や、投機的な売買によっても価格が変動するリスクがある。
不動産	家賃収入による安定的なインカム獲得が目的。ビルマネジメントの改善等により、付加価値増加の可能性。しかし、初期投資が大きい。
REIT	安定的な配当獲得が目的。マネジメント会社の巧拙によりパフォーマンスに差。マネジメント会社とオーナーが同系列の企業の場合、潜在的な利益相反リスクがある。
インフラストラクチャー投資	発電所、高速道路などの建設に投資。通行料収入などのインカム獲得が目的。一旦建設後は、競争が少ない分、安定的な利益を確保。初期投資が大きい。
カタストロフィーボンド	異常災害債券。特定地域での地震災害時に元本が減少する債券。損害保険会社が持つリスクを引く受ける分、高い利回りを確保できる。
証券化商品	カードローンの証券化商品では消費者金融と同じリスク・リターンを獲得できる。将来は、例えば、がん保険の証券化商品なども出現するかもしれない。
天然資源投資	森林開発など。非常に長期投資なため、大学等の基金向け。

このような新しい資産クラスは、一般に、流動性が低く長期投資を行わないと利益を獲得できない性質を持つので、長期投資の基金にとってみれば、流動性制約を持つ短期志向の投資家よりも有利な立場にある。一方、流動性が低いいため、すぐに換金できないし、伝統的資産と比較して、値下がりがした場合のリスクが大きく、時価評価が難しいという欠点もある。

不動産やインフラストラクチャー投資など、特に、これまで規制に守られ、業界への参入が困難であった投資対象の場合、基金は、その市場に早く投資することにより、非効率性から生じている超過リターンを獲得するチャンスもあるだろう。

ところで、リスクの捉え方に、「リスク」と「リスク」という2つに分ける考え方がある。

リスクとは、リスク・プレミアムの源泉となるリスクで、長期的には報われるリスクである。

リスクは、アクティブ運用に伴うリスクで、マネージャーの巧拙に関係するリスクである。ここで紹介する新しい資産クラスへの投資は、既存の伝統的な資産クラスにはない、新しいリスクを取ることであり、基金は本質的に異なるリターンの源泉を得ることになる。これらの資産は、これまでの伝統的資産とは値動きが異なるため、分散投資効果も生まれる。

もちろん、これまでとは異なるリスクを持つ商品へ投資するので、基金側にも十分な準備が必要である。実際に投資を行うには、新しい資産クラスに対する運用の基本方針を策定して、どうしてこのような新しい資産へ投資しなければならないのか、投資の理由付けをしっかりと行うことが重要である。その理由として、大まかに言えば、

高い期待リターンの追求

リスク分散

新たな投資機会の追求

負債との連動性が高く、負債の変動リスクの軽減

安定的な配当収益（インカムゲイン）の確保

などが、考えられる。特に、伝統的資産クラスと比較して、大幅に上回る必要はないが、相応な期待リターンが望めることは重要である。実際には、個別の基金の特性に応じて詳細に検討した上で、投資判断をする必要がある。

エマージング・マーケットやハイ・イールドなどは、最近の世界的な景気回復と信用リスクの低下によって、再び注目を集めるようになっている。コモディティーも石油価格の上昇により、ここ数年高いパフォーマンスとなっている。不動産やREITも都心の物件を中心に、値上がり傾向のようである。このように図表1の中には、ここ数年で高いパフォーマンスを上げてきた資産クラスも多く、すでに高値圏、投資は控えた方がよいという指摘もある。

だからと言って、数年前の銀行の不良債権処理時に、いい投資案件だと考えても、実際に新規のプロジェクトに投資するのが困難だったように、値下がりしている時に、新しい資産クラスへの投資を開始するのは、なかなか難しい。現在のように、誰もが注目している資産クラスへの投資を開始するには、説得しやすい環境という考え方もある。

特に、導入後の数年間のパフォーマンスは、母体企業等に対して投資判断の妥当性を説明するのに重要であり、高値圏と思われる資産クラスへの投資、細心に検討する必要がある。導入にあたっては、情報収集期間やテスト期間などを設けて、小規模な投資から始めることも考えられる。

（北村 智紀）