

(年金運用)：市場激変下の年金運用

1990年代以降、株式市場は何度か大幅な下落局面を経験してきた。しかし、今回の下落は、国内株式だけではなく、外国株式・債券のリターンも大幅なマイナスになっていることや下落のスピード、変動（ボラティリティ）の高まりなどの点で、これまでに例をみない激変となりつつある。

金融市場を津波が襲っている。日経平均株価は2007年7月高値18,262円から、本稿執筆時点（2008年12月上旬）のおよそ8,000円まで60%近く下落した。さらに2007年10月初めには14,100ドルだった米国ダウ平均株価が7,400ドルまで下落したように、世界中の株式市場が水浸しとなっている。外国株式だけでなく、円高によって外国債券のリターンもマイナスとなり、さらにヘッジファンドなどオルタナティブ投資も不振である。そこでまず年金資産の傷みの程度を、これまでの株価下落局面と比較しながら確認しておこう。

実は1950年代以降、月末で見た日経平均が40%以上下落したケースは、1990年代の4回しかない。それらの事例と今回の下落を比較したのが図表1である。まず、今回の下落率は53.1%（11月末まで）は、2000年のネットバブル崩壊後の61.5%に次ぐ。当時は年金基金の運用利回りが3年連続のマイナスを記録した。ただ、61.5%下落するには37ヶ月かかっている。今回はわずか17ヶ月の間に53%下落しており、そのスピードは1989年12月以降のバブル崩壊（A）に匹敵する。

図表1：過去の株価大幅下落時との比較

	ピーク(P)	日経平均株価	ボトム(B)	日経平均株価	(P)からの下落率(%)	ピーク(P)からの経過月数	ピーク	日経平均株価	(B)からの上昇率(%)	ピーク(P)からの経過月数
(A)	1989年12月	38,916	1990年9月	20,984	46.1	9	1991年2月	26,409	25.9	14
(B)	1991年2月	26,409	1992年7月	15,910	39.8	17	1996年6月	22,531	41.6	64
(C)	1996年6月	22,531	1998年9月	13,406	40.5	27	2000年3月	20,337	51.7	45
(D)	2000年3月	20,337	2003年4月	7,831	61.5	37	2007年6月	18,138	131.6	87
(E) 今回	2007年6月	18,138	(2008年11月)	8,512	53.1	17?	??	??	??	??

次に国内株式下落時における、それ以外の資産クラスのリターンをみてみよう（図表2）。外国株式のリターンがマイナスとなった時期として今回の他、バブル崩壊後（A）やインターネットバブル崩壊後（D）がある。ただ、（A）の時期は日本銀行が金融政策を緩和に転換したことにより、国内債券のリターンがプラスに転換し、短資のリターンも7%台であった。また、（D）の時期はゼロ金利政策によって、債券のリターンが全期間を通じてプラスであった他、円安により外国債券のリターンも大幅なプラスであった。

さらに（B）（C）の時期は株価が底を打つまでの期間でも、株式以外の全資産がプラスのリターンを記録した。今回は内外の株式だけでなく、外国債券のリターンもマイナスである上、債券のクーポンが1%台、短資のリターンも0.5%と低く、ポートフォリオの中でプラスの運用収益を稼ぐことのできる資産がほとんど見あたらない。

図表 2： 資産クラス別リターン実績（年率、%）

	国内債券	国内株式	外国債券	外国株式	短資
(A) (1989年12月～)	-6.3	-55.1	2.7	-18.6	7.2
(B) (1991年2月～)	11.0	-27.9	9.3	6.5	6.6
(C) (1996年6月～)	6.9	-19.0	20.7	31.4	0.4
(D) (2000年3月～)	3.4	-21.2	16.9	-9.8	0.0
(E) 今回 (2007年6月～)	3.2	-40.5	-13.5	-41.3	0.5

(注) 上段はピークから次のピークまでの全期間。下段はピークからボトムまでの前半（今回は2007年6月末から2008年10月末まで）。

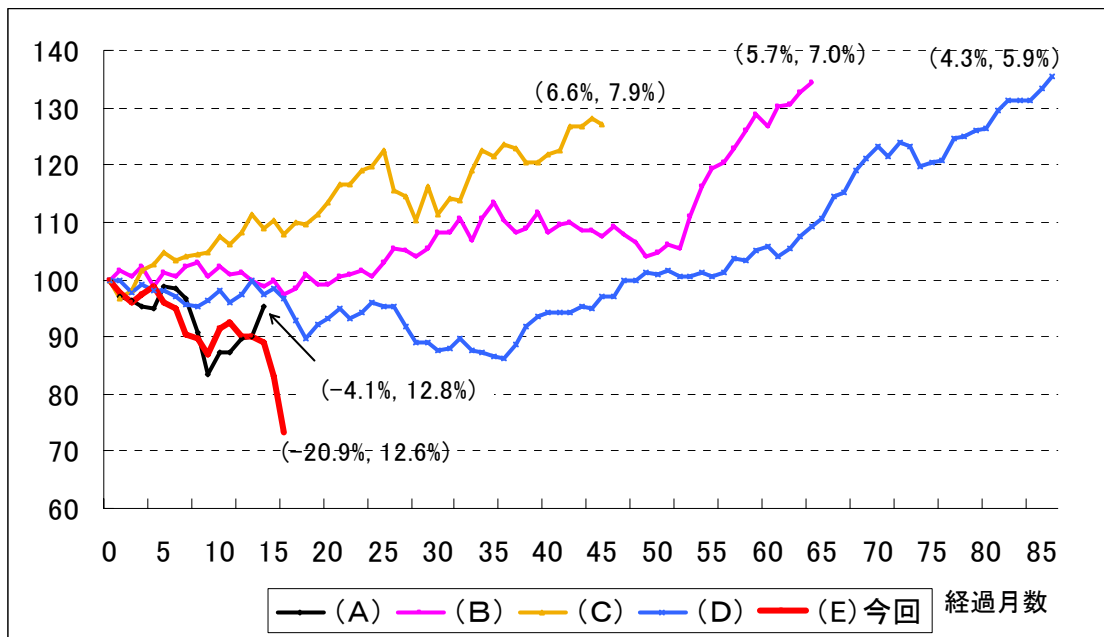
ここで、国内債券・国内株式・外国債券・外国株式・短資への配分割合が35%、25%、15%、20%、5%のポートフォリオ（月末にリバランス）を作成し、株価のピーク時点を100とした場合の推移をみる（裏表紙の図表3。なお、実際には5・3・3・2規制のため、1997年以前にこのような資産配分は不可能であったが、参考のために作成した）。グラフのカッコにはポートフォリオのリターンとリスクを示した。ここにあるように、（B）（C）（D）の時期には次の株価のピークまでにポートフォリオの価値がスタート時点の100を回復しているだけでなく、平均リターンも4%以上であり、年金債務の予定利率を概ねカバーできている。しかし、最近になるほど国内債券及び短資のリターンが低下していることや（D）では外国株式のリターンがマイナスとなったことから、（B）6.6%→（C）5.7%→（D）4.3%と、ポートフォリオのリターンが低下した。

これらに比べて、今回は株価下落が急激なだけではなく、①債券のリターンが3.2%、短資のリターンが0.5%にとどまる、②外国株式・外国債券も大きなマイナスのリターンとなっている、点に特徴がある。この結果、ポートフォリオの価値は10月末時点で73（27%下落）と、バブル崩壊後（A）のボトム83（17%下落）をも下回っている。また、グラフには含んでいないヘッジファンドなどのオルタナティブ資産も平均的にはマイナスリターンとなっている。このようにみると、少なくとも現在までのところ、今回の市場環境の激変によって、残念ながら年金積立資産が過去に類をみなかったほど毀損されてしまったのがわかる。またリスクをみると12.6%とバブル崩壊後（A）の12.8%に次いで高く、ポートフォリオの価値が大きく変動しているのがわかる。

今後、市場環境がさらに悪化するのか、それとも回復するのか、それはいつ頃になるかを予測することはほとんど不可能である。しかし、年金の資産運用さらに制度設計まで視野に入れ、短期的あるいは中長期的にどのような対応が考えられるか、その選択肢を検討しておくことは必要であろう。そこで次回以降、①リバランスの効果、②流動性の管理、③リスク管理、④長期的な政策アセットミックスや給付設計のあり方、などについて考えてみたい。

（臼杵 政治）

図表3： 過去の株価下落時におけるポートフォリオ価値の推移



(注)国内債券 35%、国内株式 25%、外国債券 15%、外国株式 20%、短資 5%のポートフォリオ価値(当初ピーク時点=100とし、各月末のリバランスを想定)、カッコ内の数値は左が平均年率リターン、右がリスク(標準偏差)。

発行： ニッセイ基礎研究所

〒102-0073 東京都千代田区九段北 4-1-7 九段センタービル

FAX：03-5512-1082, E-mail：report@nli-research.co.jp

年金ストラテジーWebアドレス

http://www.nli-research.co.jp/report/pension_strategy/index.html

本誌記載のデータは信頼ある情報源から入手、加工したものです。その正確性と完全性を保証するものではありません。本誌内容について、将来見解を変更することもあります。本誌は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、契約の締結や解約を勧誘するものではありません。ニッセイ基礎研究所の書面による同意なしに本誌を複製、引用、配布することを禁じます。