

(年金運用)：市場激変下の年金運用（3）

リバランスだけでなく、今後より重要な課題として基本ポートフォリオ（政策アセットミックス）の見直しがあげられる。そこで見直しのタイミング、見直しの際の選択肢とその際に考慮すべき要因について考えてみたい。

前号のリバランスについての論考では、長期的な市場環境が変化したと考えるのならリバランスを見送るだけでなく、基本ポートフォリオ（政策アセットミックス）の見直しも選択肢に入ると指摘した。今回はこの点についてもう少し述べたい。

通常、確定給付型の年金では基本ポートフォリオを5年ごとに見直している。その背景には通常5年に1度、年金財政の再計算を行って、予定利率を設定し、掛金額などを計算し直していることがある。しかし、財政再計算が5年ごとだからといって、基本ポートフォリオ見直しの間隔を5年に決める必然性はない。そもそも、年金基金の想定する運用期間は10年、20年といった長期である。5年は財政状況をチェックし、リスク許容度を再確認するための便宜的な見直し期間である。

基本ポートフォリオを策定した時点に比較して、現時点での中長期的な経済環境・市場の動向が明らかに変化したのであれば、基本ポートフォリオを見直すのが当然であろう。仮に、次回の財政再計算まで3年あるとしても、現在の資産、市場環境から3年後の財政状況を予測することは可能である。さらに給付額や特別掛金を含む掛金額をもとにして、次々回の財政再計算時点である8年後の積立状況を予測することも不可能ではない。経済環境・市場の動向さらに運用の前提が変わったと判断するなら、基本ポートフォリオは随時見直すべきである。

以上は理屈の話である。現実の判断は容易ではない。問題は現在の市場の混乱の持続性をどう捉えるかである。2007年半ばに端を発したサブプライムショックは2008年9月のリーマンブラザーズ破綻以降、世界的な経済金融危機へと深刻化し、株式をはじめとするリスク資産の価格が暴落した。特にシリーズの初回（Vol.151）で述べたように市場における価格変動が高まっている。その背景として、①金融機関の信用力低下やヘッジファンドの解約などにより、金融市場の流動性が低下したこと、②機関投資家やヘッジファンド、さらに規制の影響を受けた銀行のリスク許容度が低下していること、③経済や金融市場の先行き、妥当な資産価格、例えば株式の価格が割高か割安かに関する市場参加者の見解が大きく割れていること、があげられる。

最近発表された、米国の学者の論文（※）によると、1929年の大恐慌を初めとして世界各国が経験した22回の金融危機において、株価が下落を始めてから反転するまでの期間は最長で5年半、平均が3.4年、平均下落率は56%だったという。今回の株価下落は2007年半ばに始まっており、日経平均の下落率は62%であるものの、米国ダウジョーンズ30種の下落率は48%である（高値から2月13日までの安値）。今回の危機が前例のないほど、グローバルに広がっていることを考えると、株価の下落がまだ何年か続いてもおかしくない。

ところが、同じ論文によると、金融危機でも最短の場合には、株価が1年で底をうっているという。また、株式などリスク資産のリスクプレミアムは長期的にはプラスのはずである。

さらに裏表紙（次葉）の図表1は米国の株式市場（S & P 500）の1926年からの月次リターンの移動平均の投資期間別分の分布を示している。この表からわかるように、名目値・実質値とも期間が長くなるにつれてリターンの変動幅が狭くなる。もちろん各月のリターンが独立し、前月と当月のリターンの間が無関係ならば、期間が長くなると変動が小さくなるのは当然である。しかし、試算してみると2～9年の投資期間では、リターンが独立している場合よりも標準偏差が大きく減っていた。これは平均より低い（高い）リターンが何年か続くと、その後は平均より高い（低い）リターンが続く、平均回帰性と呼ばれる傾向があることを示唆している。

また、公的資金の注入を受けた投資銀行、商業銀行、さらに年金以外の機関投資家への規制が強化されつつある。今後、投資家のリスク管理はより厳格になり、市場参加者のリスク許容度が低下することになるだろう。この結果、混乱期にはリスク資産の価格が従来の尺度からみて割安な水準まで低下するものの、安定期に入った後の期待リスクプレミアムは高まるだろう。特にレバレッジが制限されれば、流動性の低い資産のリスクプレミアムが高まるだろう。

このように考えると、(A). まだある程度の期間、市場の混乱が続くと考えてリスク資産の割合を落とす、(B). 長期投資家として従来の基本ポートフォリオにおけるリスク資産への配分割合を維持する、のどちらも基本ポートフォリオの「正しい」選択肢といえよう。

2つの選択にあたって考慮すべき最も重要な要素は、制度のリスク許容度及びその背後にある投資信念について加入者及び母体企業などどのような合意ができているか、である。年金運用の基本が長期投資であり、リスク資産のリターンにはプレミアムがあること、それとともに今後も金融の混乱が続けば、まだ何年かは損失が続く可能性があること、などについて、合意があるのなら(B). の戦略をとりやすい。さらに慎重な選択の下でリスク資産への配分を徐々に増やす戦略もあながち誤りとは言えない。

他方、(B). の戦略の場合、仮に混乱期がまだ数年続いた場合に積立不足が拡大することによる掛金の増加、母体企業の財務諸表に毎年計上される退職給付引当金や退職給付費用の増大、積立不足増大が給付切り下げなど制度設計に与える悪影響、の懸念がある。加入者や母体企業がそうした懸念に堪えられないのであれば、(A). の戦略を採ることになるだろう。ただし、この戦略は理事会などを通じて利害関係者の合意を得て、できるだけ迅速に実行に移す必要がある。また将来、市場が混乱期から安定期に入ったところでリスク資産の割合を元の水準に高めれば良い、と考えても、混乱が収束したかどうかの判断は容易でない。そのため、資産価格の回復があっても中長期的なリターンが低くなりうることについて了解を得ておく必要もあろう（もちろん、安定期に入ってもリスク資産への配分を低いままで変えない選択もありうる）。

（臼杵 政治）

（※）Reinhart Carmen M. and Kenneth S. Rogoff, “The Aftermath of Financial Crisis”, Working Paper 14656, NBE

図表1： 投資期間別米国株式(S&P500)のリターン分布
(月次リターンの年率幾何平均)

名目リターン

単位：%

投資期間	1年 (12ヶ月)	2年	3年	5年	7年	10年	15年	20年 (240ヶ月)
最大値	162.9	57.1	43.4	36.1	25.8	21.4	19.7	18.3
最小値	-67.6	-54.3	-42.3	-17.4	-6.1	-4.9	-0.4	1.9
平均	12.3	11.3	10.8	10.3	10.5	11.0	11.2	11.4
標準偏差	21.7	14.9	11.9	10.2	8.8	7.6	6.7	3.8

実質リターン

単位：%

投資期間	1年 (12ヶ月)	2年	3年	5年	7年	10年	15年	20年 (240ヶ月)
最大値	181.6	58.5	40.5	34.8	23.7	19.1	15.8	13.9
最小値	-63.7	-49.1	-37.7	-13.1	-8.3	-4.4	-2.2	0.3
平均	9.0	7.9	7.4	6.9	7.0	7.3	7.3	7.3
標準偏差	22.0	14.9	11.7	9.8	8.3	7.2	6.5	4.0

(出所) イボットソンアソシエイツ提供の月次データ (1926年～2008年) より筆者作成。

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写、引用、配布することを禁じます。