（年金運用）：新しい債券運用の考え方

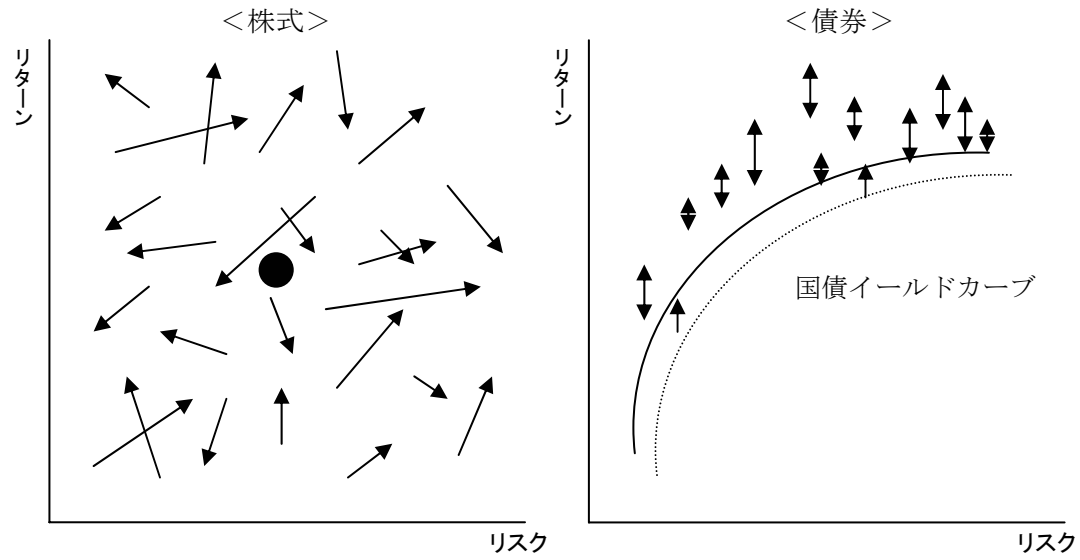
低金利が長期化し、債券のアクティブ運用による超過収益への期待可能性が減少している中、企業年金における国内債の運用について見直しが必要なのではないか。なぜアクティブ運用を行うのか、基本ポートフォリオの組み方から再検討することも考えるべきだろう。

企業年金の運用において、国内債券に対する期待収益率は高くない。生産年齢人口が減少し、大きな成長の期待できない日本経済に連動しているからと言ってしまえば身も蓋もないが、10年長期国債の流通利回りを見ても、1%をわずかに上回る水準で低位安定している。このような環境では、様々な金融工学的手法を駆使しても、期待収益率を引上げることは容易でない。

一般的に国内債券のアクティブ運用において、市場インデックスを上回る収益を得ようとするならば、デュレーション・コントロール、イールドカーブ・プレイ、クレジット投資といった手法を用いるが、必ずしも得られる超過収益は大きくない。国内株式や外国株式で時々生じる大幅なアンダーパフォームに比べて、国内債券でのベンチマーク対比 10bps のアンダーパフォームは「傷が小さい」と評価されることもあるが、国内債券での 10bps の負けを取返すことは、実際には遥かに難しい。

それならば、国内債券をパッシブ運用に切替えてしまえば良いという考え方もある。ただし、その場合にも、NOMURA-BPI 総合に代表される国内債券の市場インデックスは、TOPIX などの一般的な株式市場のインデックスとは、性質が異なることを理解しておく必要があろう。株式の場合には、ランダム・ウォークと表現されるように、個々の銘柄がリスク対比で様々な動き方をする。一方で、債券の場合には、インデックスの時価で約 75%を国債が占めているだけでなく、一般債のリターンは「国債＋スプレッド」と分解が可能で、個別銘柄のスプレッドに変化があっても、債券価格のほとんどは国債の価格変動に左右されてしまうのである。

図表1： 株式インデックスと債券インデックス（イメージ図）



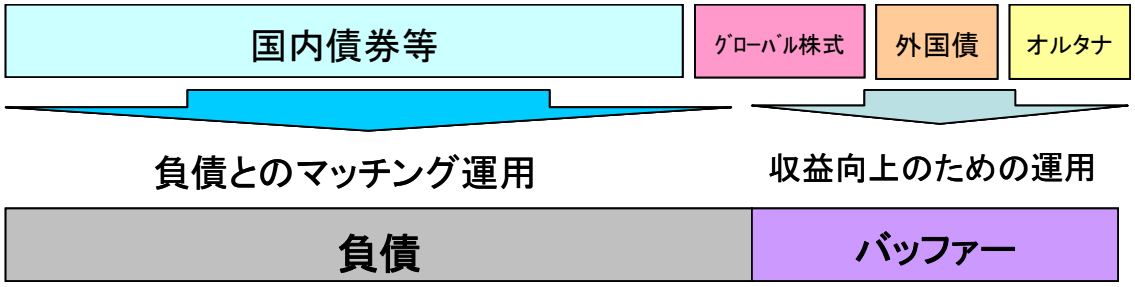
今後の年金運用の姿を考える際において、LDI(Liability Driven Investment)のように、負債と資産の関係を重視する考え方は、将来的に主流になる可能性がある一つの方向であろう。しかし、現在のように、国内債券の金利水準が低位安定している中では、負債側の予定利率を十分に引下げない限り、国内債券のみの運用では年金制度そのものが、収支面で立ち行かなくなってしまう可能性が高い。また、厳密にALMを意識した債券によるマッチング運用のみでは、大きな運用利回りの向上は期待し難い。そこで、新しい国内債券運用の役割が、求められるようになっているのである。

債券運用の新しい考え方においては、まず、運用のコアとなる部分を国内債券中心のインカム収益資産で固めることが望ましい。そして、個々年金の成熟度やリスク許容度に応じて、グローバル株式・外貨建資産・オルタナティブ投資といった収益向上資産を組み入れることになる。国内債券等から生じる安定的なインカム収益をベースに、負債に見合ったキャッシュフローの確保による年金給付の確実性確保を、年金運用における最優先課題と位置付けるのである。その場合、リスク許容度の範囲においてのみ、収益向上のための投資を限定的に行うこととなる。

この考え方では、期待収益率・ボラティリティ・資産間の相関関係から有効フロンティアを描き、リスク・リターンの最適ポートフォリオを選択するといった、従来的なアセットミックスを構築する枠組みからの訣別が求められる。その結果、リスク管理のあり方も変わるだろう。また、インカム資産については、何も国内債券のみではなく、電力株に代表されるような配当利回り株の他、生命保険会社の提供する一般勘定商品、単純な仕組みの金銭債権を証券化した商品や、環境によっては為替ヘッジ付外債といったものも選択肢になるだろうし、将来的に時価の整備が行われるならば、シンジケート・ローンへの投資も考えられるだろう。

多様なインカム資産を活用してマッチング運用部分の利回り向上を図ることに加え、ある程度のリスクを取ることによって収益の向上を図ることも、重要な年金運用のミッションである。ややもすると、”羹に懲りて膾を吹く”ことになって、株式やオルタナティブ投資を全廃するといった極端な動きになりがちであるが、一方で、伝統的四資産だけの基本ポートフォリオに固執してフルインベストメントを堅持することが、どれだけ巨大なリスクを抱えているかということも考えるべきである。そうすれば、年金運用においてより適切なリスクの所在・取り方が見えてくるのではなかろうか。

図表2： インカム資産を中心とした新しい基本ポートフォリオの姿



※資産ごとの大きさが厳密な時価の比率を指すわけではない

（徳島　勝幸）