

基礎研 レポート

年金運用における枠組みの革新 ～日本の企業年金運用の常識は世界の非常識か～

年金総合リサーチセンター 年金研究部長 徳島 勝幸
(03)3512-1845 k-toku@nli-research.co.jp

1—はじめに

世界的に先進諸国の金利水準が低下している。イタリアやスペイン等のように財政危機の懸念される国では、財政プレミアムが国債利回りに上乗せされるという“悪い金利上昇”に見舞われているが、米国やドイツ、日本といった相対的に安定しているとされる国の債券には、世界中から資金が集まっている。経済成長の鈍化によって株式相場の上昇が期待し難くなっている先進諸国の資産運用者の間では、近年の大きな課題は「リターンの確保とリスク抑制」となっている。特に、リスクの中でも、リーマン・ショック等の経験から価格下落リスクに対する回避姿勢が強い。

金利が低いということは、基本的に債務者にとって有利であり、債権者にとって不利な状態である。わかり易く言えば、債券を中心とする安定的なインカム収益の獲得を狙う投資家にとっては、極めて困難な運用環境である。低金利に加えて株式や外国証券投資による利回り向上が望めないことから、資産運用そのものの存在意義が問われかねない状況である。年金に限らず、財団等諸法人の基本財産を運用することを考えても、大きな利回りが得られない環境においては、期待された役割を果たせなくなっている可能性が高い。

運用において収益を獲得することの妙味のうち最大のものは、複利による資産増殖効果とすることができる。その複利効果が発揮できない環境下では、運用の存在意義が問われてしまいかねない。実際に数値例を挙げてみると、例えば、5.5%の利回りで20年間複利運用すると、20年後に元利金は2.9倍となる。しかし、1.5%の利回りでは20年間複利運用しても、20年後の元利金は約1.35倍にしかならないのである。ましてや、株式や外国証券のようなリスク性資産投資の失敗によって保有資産価値を毀損してしまった場合には、容易に回復することができないのである。

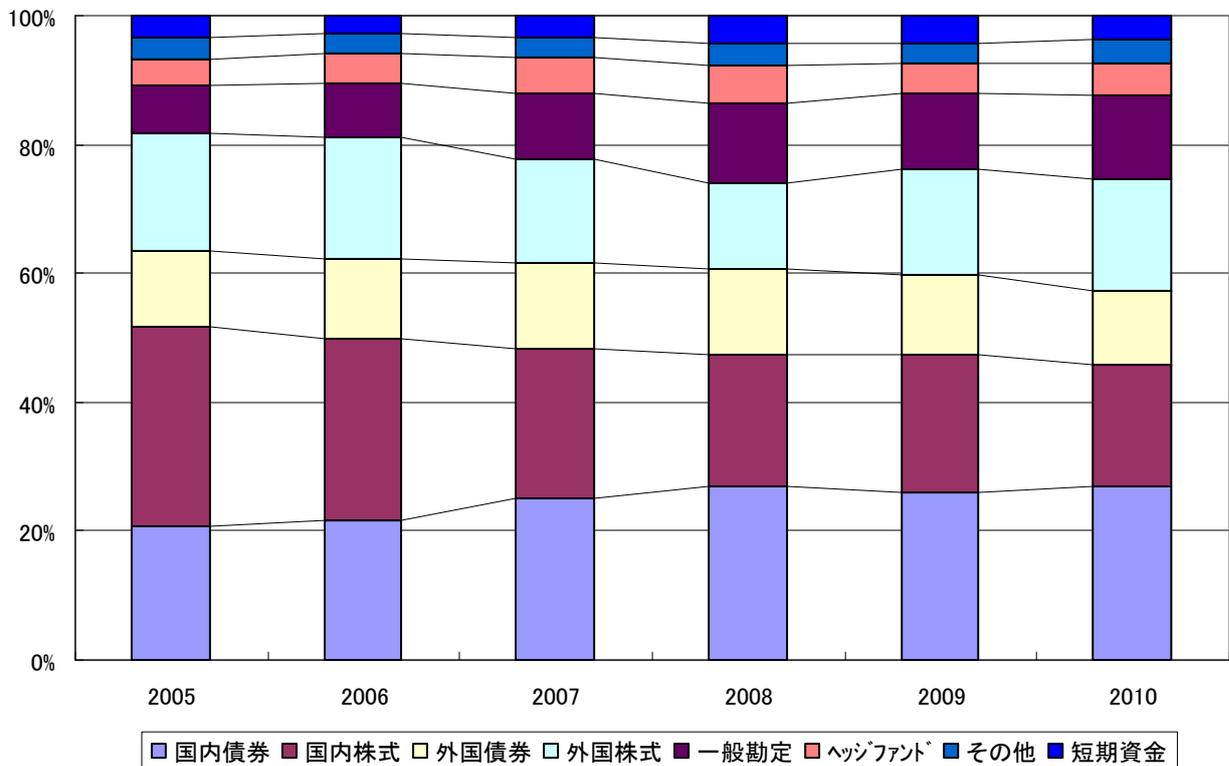
本稿では、このような低利回り環境下において、年金運用の受託者（年金基金及び運用受託機関）の負っている責任をどのように考えるかという観点を意識しながら、日本に年金運用における常識的な概念について振り返ってみたい。実は、その多くがグローバルな観点からは、非常識に見えるものも少なくないのである。

2——一般的な企業年金における運用の姿

まず、企業年金連合会の公表している「企業年金における資産運用の状況(2010年度版年次報告書)」に基づいて、日本の企業年金の一般的な資産運用の姿を概観しておこう。調査対象は企業年金連合会の会員である厚生年金基金 595 件及び確定給付企業年金 807 件で、回答率は 98.79%である。

近年の資産構成割合の変化を見ると、緩やかながらも国内債券や生保一般勘定といった安定収益資産が増加しており、一方で国内株式の減少が顕著になっている。2008年にリーマン・ショックによって内外株式の時価が大きく下落したことを考慮しても、国内株式の資産構成割合が減少していることは特徴的である。外国株式については、リーマン・ショックの影響で時価が減少したものの、その後、エマージング投資が注目されていることもあって、急速に構成割合を回復してきている。低利回り環境下において、絶対収益の獲得を目指すヘッジファンドへの投資割合が拡大しているかと期待されるが、必ずしも十分な成果が得られなかった年もあり、概ね 5%程度の構成割合に留まっている。

図表 1 近年の企業年金の資産構成割合変化



出所：企業年金連合会「企業年金における資産運用の状況(2010年度版年次報告書)」

より長い年限で資産構成割合の推移を見ても、規制緩和や保証利率引下げ等の影響から一般勘定が1990年代後半に大きく減少し、一旦、国内株式がその大半の受け皿となったものの、パフォーマンスが芳しくないことから、近年はヘッジファンドや外国証券が徐々にではあるが、割合を増していることがわかる。これらの資産運用の実態を意識しつつ、日本の年金運用における常識的な概念を12の項目に分けて論じてみよう。

3—日本の年金運用に見られる常識的な概念

1 | 政策アセットミックスの作成

伝統的な年金運用における政策アセットミックスの構築手順は、まず、加入員の世代構成の見通しに基づいて将来必要な給付と掛金のバランスを確認し、母体企業等の会計面に与える影響を含めた広い観点から、資産運用の目標と制約条件を明確にする。

続いて、各資産クラスの期待収益率・リスク値を設定する。中長期な観点からの期待収益率は、短期金利に対して各資産クラスのリスク・プレミアムを上乗せするというビルディング・ブロック方式を使用することが多い。その際には、過去のデータに基づくだけでなく、現在の低金利水準を前提として安易に金利上昇を予測する等何らかの期待やバイアスを持ち込むことが良く見られる。また、CAPM(Capital Asset Pricing Model)や APT(Arbitrage Pricing Theory) といった代表的な現代ポートフォリオ理論はリスク・プレミアムを無リスク資産の利回りに上乗せするという概念を用いているが、そのことの適切性は最近では疑問視されるようになっている。

続いて、資産クラスごとの期待収益率の振れ方（以下“リスク値”）を設定し、更に、資産クラス間の相関係数を設定するが、過去のデータをそのまま使用している例が少なくない。将来の該当値を直接予測することは困難であるものの、リスク値にせよ、相関係数にせよ、過去何年間のデータを参照するかによって、大きく異なった結果を導き出す可能性がある。したがって、参照する年数によって何らかのバイアスが混入していると考えるべきである。例えば、長期的なデータを取れば、国内株式と外国株式は為替の影響もあって相関の小さい結果を導き出すこともできるが、近年の世界的な資本市場における相関関係の高まりを反映した10年程度のデータを用いると、両者は強い正の相関を示すことになる。これらの前提を置いた後に、平均／分散アプローチやブートストラッピングといった手法を採用して最適化を行い、科学的に政策アセットミックスを構築しているように見せかけているが、その前提にある諸数値には、意図されたバイアスが含まれていると言わざるを得ない。

また、資産利回りの根底にある短期金利もしくはリスクフリー資産の利回りが、ランダムウォークするといった仮定も、実態にそぐわないだろう。金利が負値を取らないといった主張は、最近の欧州の国債利回りで定常的に観測されたことで必ずしも正しくないことが実証されてしまったが、本来的に正規分布を仮定することは誤りである可能性が高い。同様に、正規分布等の仮定を置いて、100年に1回といった発生確率を論じることの虚しさを、近年の金融・資本市場関係者は痛感していることであろう。ファットテールと呼ばれるような異常とされる現象が頻発するような場合、既にそれは異常ではなくなっているのである。仮にモンテカルロシミュレーションを利用しているとしても、乱数の発生は何らかの分布に基づいている。将来の分布を事前に想定することには、やはり限界がある。

2 | ロングオンリーの政策アセットミックス

日本の年金運用の一般的な姿では、政策アセットミックスを作成したら、その時点から速やかに100%そのままの資産配分で投資を実行する。中長期的に最適だと判断したポートフォリオを、若干の移行期間は許容するものの、フルインベストメントの投資を実施し継続する。投資対象の時価変動によって最適とされる配分から乖離した場合には、定期的にリバランスを行い、時価の低下した資産を買い増し、相対的に時価の上昇した資産を売却するのである。これを自動的な利益確定の機能とし、

また、同時に安値を買う逆張り投資のスキームだと理解している。海外の年金資産運用で見られるようなレバレッジを掛けて収益性の高い資産に大きく投資するといったことはないし、逆に、値下がりが見通しがある資産についても保有を継続する。何しろフルインベストメント原則に縛られている中で、キャッシュを必要以上に保有することは受託者責任を果たしていないと考えているのである。果たして下落を予想している資産の保有を継続することが、受託者責任に適うのだろうか。確かに、小刻みな売買執行は取引コストの面で望ましくない。しかし、特定の資産クラスに対する配分が政策アセットミックスでXX%とされた際に、実際の投資比率を0~XX%の間でコントロールするといったことが何故できないのだろうか。

日本の戦後の年金運用を考えると、こういった投資行動の背景は理解できなくもない。経済成長に支えられて、日本株を長期間保有していれば、時価の増加で高い利回りが得られた。金利水準が高かったこともあり、債券を保有しているだけで、十分なインカム収益を獲得することができた。そのため、資産を保有し続けることが是とされたのではないかと。ところが、バブル経済の崩壊以降、株価は低迷し、市場インデックスでは1980年代の水準まで下落したこともある。今の時代にロングオンリーの投資はそぐわないと思われる。フルインベストメント原則は、経済が右肩上がりの環境で資産価格の平均的な上昇が期待でき、同時に個別銘柄の価格も市場インデックスの平均的なトレンドに追随するといった状況下でのみ妥当な投資方法だったのではなかろうか。

現在の日本の一般的な年金運用では、一定の配分比率を前提とするものの、市場環境に応じて配分比率を調整することをマーケットタイミングと呼び敬遠する。先行きの相場見通しにベットする勇気を持つ年金基金・運用者が少ないことが、フルインベストメント原則に固執させているのではなかろうか。市場全体が価格低下したということ、好ましい運用成果が得られなかった際の言い訳にするためとしか思えない。経済環境は変化し続ける。それに対峙し、少しでも高い収益を得る、もしくは、損失を発生させないのが、資産運用者のミッションではないか。

マーケットタイミングを取るには、運用判断者をサポートする十分な体制や見識が必要である。近年では、レジームスイッチング等金融工学の手法も発達しているし、TAAやダイナミックヘッジに代表されるような短期的なポジション変更の手法も確立している。これらを活用することによって、フルインベストメント原則から脱却すべきであろう。ロングオンリーのフルインベストメント原則における投資でのリスクエクスポージャー率を100%とするならば、キャッシュ比率をコントロールすることによって、リスクエクスポージャー率を0~100%と可変にすることができるのである。公的年金等巨大な資産を預かる機関投資家は、自らが動いた時のマーケットインパクトが大きくなるために容易ではないが、多くの企業年金は、市場見通しに応じて、リスクエクスポージャー率を可変にすることができるのではなかろうか。

3 | タイムホライズンの欠如

年金運用は長期投資であると言われているが、これは負債の特性が長期資金であることに由来するイメージである。現実のところ、個々の年金では成熟度の上昇で給付超過となって資金流出がはじまっている場合もあり、そもそも長期的な運用に馴染まないことも考えられる。多くの流動性を確保することが必要な年金の場合には、伝統的な最適化手法に基づいて流動性の低い投資対象を多数保有す

ることは不可能である。伝統的なアセットミックスの構築においては、流動性の考慮が欠落している場合もあり、注意すべきである。

加えて、年金は長期資金であると言いながら、短期間の運用成果に重点を置いて運用者を評価しがちである。短期の積み重ねが長期であるのだから、短期をみることで自体が誤っているものではない。しかし、現在の一般的な年金運用の評価では、毎期や毎四半期のパフォーマンスが求められており、3年や5年の累積でのパフォーマンスは参考程度にしか扱われていない例が多い。それでは、運用者は短期の成果を出すことに注力してしまうだろう。短期で運用成果を評価するのであれば、年金は長期の投資家ではなくなる可能性が高い。

一方で、中期的に達成・解決するという逃げ口上や責任回避が、年金運用者によって用いられることが多いのも事実である。短期の評価をしつつも、基軸を中長期の判断に置いて評価する意識が必要なのではないか。年金が毎年のパフォーマンスで運用会社を取り替えるのは、決して得策ではない。

最近になって、長期投資の必要性が敢えて主張されるほど、時間軸を意識しない投資行動が一般的になっているのである。投資のタイムホライズンを明確にしないことが、運用者の責任を曖昧にすることに用いられている可能性が高い。明らかに短期的に最適と思われる投資行動・資産配分と異なるものを、中長期的に“効率的な政策アセットミックス”であるからと維持する問題を、見て見ぬ振りをしているだけなのではないか。伝統的な年金運用のフレームワークが、運用成果を上げるための最善の努力をするよう年金運用者を誘導していない可能性は高い。年金運用者に求められるのは、市場インデックスに対する勝ち負けではなく、プラスの利回りを確保し年金資産を減らさないことである。

4 | 資産クラスに対する過信

年金運用における資産クラス概念の頑強さは、時に、運用の困難さを拡大しているとすら思える。多様な運用対象を主な運用特性に応じてまとめることは必要であるが、時に、どの資産クラスに分類するかの判断が困難だから投資できないといった主張が見られるのは、いかにも官僚的な枠組みに囚われているためである。投資方針において対象となる資産クラスを定義しているために、定義に当てはまらなかったり多少外れていたりする資産を投資対象とするのは容易でない。資産クラスの定義によって、自縄自縛に陥っている場合も少なくない。

資産クラスの分け方は、合理的なグルーピングの範囲であれば、伝統的な国内債券・国内株式・外国債券・外国株式といった4資産クラスの分類に拘る必要はない。もっとも、細かく分け過ぎた場合には、資産運用の柔軟性が失われてしまうだろう。ただし、オルタナティブ投資のように幅広い資産クラスに、ヘッジファンドやインフラ投資、コモディティから不動産と様々なものを入れ込んでしまうのならば、それは既に資産クラスとしての一体性を喪失してしまっている。

伝統的な4資産クラスの分類も、特に内外株式の相関の高まりから分散効果が低下している。その結果、グローバル株式といった形で資産クラスを統合する考え方が強くなっている。これは、別項で論じるホームカンントリーバイアスの必要性低下を考えると、自然の流れであるが、そこで為替リスクをどのように扱うかの定見を持たない年金も少なくない。為替リスクといった観点からの管理が見落とされている可能性すらある。世界の株式市場の時価総額比率を考えると、国内株式の投資構成割合は外国株式の2割を下回らざるを得ない。ところが、外国株式への配分を増やすことは、為替リスク

の増加と同義である。その時に、為替リスクを同様に抱える外国債券投資やヘッジファンド投資等オルタナティブ投資の多くを含めて、どのように為替リスクのエクスポージャーを考えるのか。昔のような5：3：3：2規制に戻る必要はないが、一般的な資産クラスではない為替による価格変動という観点からのリスク管理が必要になるのである。

具体的には、為替を外枠としてオーバーレイ的に管理するのも一つの考えであるし、一方で、為替リスクのエクスポージャーを取ることによる収益獲得を放棄して基本的にフルヘッジするといった観点もあろう。しかし、後者の場合には、期待収益とリスクのプロファイルが、為替ヘッジを用いないオープン投資とまったく異なることを考えるべきだろう。ヘッジコストという観点に立てば、対象国と日本の短期金利水準の相対関係が大きく影響するし、そもそも為替取引のオファービッドのスプレッドを考えると、主要通貨以外で為替ヘッジのポジションを取る意味は乏しいだろう。

5 | ユニバースとベンチマークの混同

日本の年金運用においては、ユニバースとベンチマークのどちらも市場インデックスを利用しているケースが多く、時に、そのことで不必要に投資対象の範囲を狭めていたり、収益機会を逸していることも珍しくない。ユニバースとは投資対象であり、それを規定するのに市場インデックスを利用するのも一つの方法であるが、市場インデックスに含まれない資産を投資対象とするかどうかには、議論の余地がある。国内債券の一般的なインデックスである NOMURA-BPI 総合の場合は、公募で発行されるほとんどの債券を含んでいるが、証券化商品の多くや私募形式で発行される政府関係機関債・社債を含んでいない。国内株式の一般的なインデックスである TOPIX にしても、東京証券取引所第一部に上場していない銘柄、例えば、大阪証券取引所やマザーズ等新興市場への上場銘柄、を含んでいない。外国債券でも、一般的なインデックスである Citi World Government Bond Index であれば、国債以外の社債等を含んでいないし、先進国の国債でも格付け等が基準外のため含まれない場合も存在する。外国株式の一般的なインデックスである MSCI Kokusai であれば、そもそも MSCI の基準に基づく先進国の主要銘柄しか含まない。そのため、ギリシャやポルトガルの株式を含んでも、韓国や台湾の株式は含まれない。

図表 2 投資対象と評価軸

| | | 評価軸(ベンチマーク) | | |
|-------------|----------|-------------|----------|----|
| | | 限定 | 市場インデックス | 拡張 |
| 投資対象(ユニバース) | 限定 | ○ | △ | × |
| | 市場インデックス | △ | ○ | × |
| | 拡張 | △ | ◎ | ○ |

投資対象であるユニバースと評価軸であるベンチマークを一致させることは、図表 2 にあるように、もっとも素直である。しかし、評価軸を越えた投資対象を認める（オフベンチマーク投資の容認）ことで、超過収益を獲得するチャンスを運用者に与えることも可能である。投資判断の基準であるベンチマークとして市場インデックスを採用するにしても、インデックス外の資産を投資対象にすることによって、積極的に超過収益を狙うべきなのではないか。ただし、逆に、評価軸より狭い投資対象を

強制するのは、運用者に努力を求めることであるが、安定的にベンチマークに対する超過収益を獲得させることは困難である。投資対象の議論と運用評価軸の議論は、区別して考えるべきなのである。

加えて、そもそも運用評価の基軸が市場インデックスであるべきかという議論にも、根が深い問題が残っている。市場インデックスに投資するという事は、平たく言うと市場全体に投資することであると言われる。しかし、そもそも対象とするマーケットの全体に投資する必要はないのではないか。運用評価に際しては、市場インデックス以外の基準を用いることを考えても良い。少なくとも補助的に導入することは必要であろう。例として考えられるのは、運用に失敗しなかった運用者だけが残ってしまうことによるサバイバーシップバイアスの存在はあるものの、類似の運用手法による運用者と比較するピア評価は一つの有力な手法である。

6 | ホームカントリーバイアス

伝統的な政策アセットミックスの枠組みにおいては、国内株式と外国株式、もしくは国内債券と外国債券といった類似する資産クラスの間には、ホームカントリーバイアスを加えて配分比率を決めることがある。外国株式への配分比率は、国内株式への配分の半分以下もしくは同水準以下とするといったのが、代表的なホームカントリーバイアスの例である。

ホームカントリーバイアスを採用する理由としては、年金給付に必要な流動性を確保するためとか、かつての5 : 3 : 3 : 2のような運用規制によるものか、更には、投資対象に対する理解度の差や投資ノウハウの有無といった理由を挙げることがある。しかし、結局のところ、これらの理由は為にする議論であって、むしろ海外投資もしくは為替リスクを増やしたくないという「バイアス」の影響が顕著である。

海外の運用者においても、ホームカントリーバイアスが存在しないわけではない。米国のように潤沢かつ巨大な金融・資本市場が存在する場合には、わざわざ海外市場へ投資する必然性は乏しい。一方、欧州の投資家にとっては、統一通貨ユーロの採用で国家間にあった市場の壁が低下しており、必ずしも自国市場にこだわる必要性がなくなっている。日本においても、過大なホームカントリーバイアスは資産運用の効率性を阻害するのみであり、仮に年金負債が円建てであることを考慮するならば、一定程度流動性のある国内債券に投資するといった方法で事足りるだろう。

7 | 分散投資に対する誤解

日本の年金においては、次項で触れるパッシブ運用に限らず、分散投資に対する過度な期待・思い込みが存するように思える。確かにA I J投資顧問の詐欺事件で見られたように、一つのファンドに運用資産の半分以上を投資するというのは、パフォーマンス管理の面からも適切でない。厚生労働省が分散投資義務を単なる努力規定から、分散投資しない場合の説明責任を負わせるよう変更するのは正当である。しかし、そのことをもって、できる限り分散すべきという主張を行うのには、論理の飛躍があろう。「一つの籠にすべての卵を盛るな」というのは、分散投資によるリスク管理の必要性を説明するのに良く言われる言葉であるが、一つであってはならないということで、逆に、無限に細かく分散する方が望ましいとは何処でも言われていないのである。

最近注目されている株式の運用手法の一つに集中投資という考えがある。数百銘柄といった多数に

投資するのではなく、徹底的に分析した長期的な見通しに基づいて期待できる少数銘柄に投資するものである。一部には、分散によるリスク管理にそぐわないという指摘も耳にするが、むしろ多数に分散投資することの必然性が問われているのではないか。アメリカのビジネススクールで使われている投資の教科書を見ても、分散投資を実施するのに、25~30銘柄程度に分散することで、相当程度S&P500のパフォーマンスは複製可能であるとする。もちろん厳密な意味でのパッシブ投資のような低い水準のトラッキングエラーにすることはできないが、それ以上銘柄数を増やしても、リスク削減効果は小さくなってしまう。最近の海外の年金運用者では、大型銘柄を厳選して集中投資を行うことが一つの有力な株式投資のスタンスになっており、不必要に過度な分散投資を避ける方向にある。

日本の場合には、やや“分散マニア”とも言える状況になっているのではないか。分散投資を行うことで、責任を果たしていると主張しようとするメンタリティが強く働いているように思われる。投資対象の分散に加えて、投資タイミングを分散する時間分散も一般的に多く見られるが、果たして責任回避の意図がそこに隠されていないだろうか。

8 | インデックス運用への過度の依存

日本の年金運用者は市場インデックスとの連動を狙うパッシブ運用に対し、過度に依存しているように思われる。パッシブ運用とアクティブ運用の比率を考えることが、マネージャーストラクチャーを検討する際に重要なステップとなっているが、そもそもインデックス運用を行うのに、外部委託すること自体が不要なコストを支払っているのではないか。日本においてパッシブ運用を採用する理由を尋ねると、アクティブ運用が成績不振であるからとか、多数のアクティブ運用手法を採用することで個々の運用のエッジが消失してしまうためとか、運用成果の観点からの消去法的インデックス運用が主流である。

インデックス運用に関しては、近年、市場に存在する銘柄ほとんど購入することで、値上がり期待のできる銘柄もできない銘柄も、一括りにして市場価格で購入することへの懸念が提示されている。もっともな指摘であり、値下がり予測する銘柄を購入するという行為が果たして正当化できるのか。これは、第2項で触れたロングオンリーのフルインベストメント投資と、同様の過ちを犯しているとも考えられる。

そもそもインデックス運用で、年金は十分な運用責任を果たしているのだろうか。年金が運用することの重要な意味は、自分で運用して高い利回りを上げるか、超過収益の獲得が可能な運用者を探し出して運用委託することである。もしインデックス運用に特化するならば、より低廉なコストでの投資が可能なETFの自家運用で十分なのではないか。欧米の年金においてもインデックス運用を採用することはあるが、主に、新たなアクティブ運用のマネージャーを採用し資金移管するまでの間の繋ぎの運用といった位置付けであり、日本の一部の年金のように運用資産の半数以上が恒常的にインデックス運用に置かれているような形態は、奇異な感を覚えるのである。

9 | オルタナティブ投資への過信・依存

日本の年金運用においては、オルタナティブ投資が問題を解決してくれるマジックワード（「呪文」）であるかのように思われている節がある。まず、オルタナティブ投資の概念を整理してみると、本来

的には伝統的な資産クラスに対する投資以外のものすべてである (alternative という英単語の意味を考えれば、具体的なものを何も指し示していないことが理解できよう)。したがって、投資対象の議論と伝統的でない投資手法との議論が混在している可能性が高い。

図表 3 オルタナティブ投資の位置付け

| | | 運用対象 | |
|------|--------|------------|-----------|
| | | 伝統的資産 | 非伝統的資産 |
| 運用手法 | 伝統的手法 | 伝統的投資 | オルタナティブ投資 |
| | 非伝統的手法 | オルタナティブ投資？ | オルタナティブ投資 |

伝統的な資産クラスである国内債券・国内株式・外国債券・外国株式でも、伝統的な運用手法によらない投資をオルタナティブ投資と呼ぶことは考えられる。例えば、株式のロング・ショート取引のような手法による投資は、オルタナティブ投資とすることもできるが、必ずしもオルタナティブ投資という資産クラスに含めないで考えることもできる。一方で、非伝統的な投資対象である資産を、例えばバイアンドホールドで保有していても、それはオルタナティブ投資である。こうした混乱が起きがちなので、注意しておくべきだろう。

オルタナティブ投資の中でも、代表的なものとしてヘッジファンド投資を挙げる市場関係者は多い。かつては市場の変化に関わらず絶対収益の獲得できる資産として、債券代替と扱われたこともあるが、これは明らかな誤解と一部のコンサルタントによる誤誘導であり、世界的に見ても、株式と同様にリスクを負った投資であるという考え方はあるものの、自国通貨建て債券の代替として扱ったのは、珍しい例だろう。ヘッジファンドにも多様な投資手法があり、すべてが同じ方向でパフォーマンスが得られるものではない。一括して管理するのは危険であり、複数のヘッジファンドに対して直接投資するのであれば、ファンドオブヘッジファンズのゲートキーパーと同様のデューデリジェンスとパフォーマンス管理が、個々のファンドに対して必要になる。

昨今のような低利回り環境においては、リスクは高いものが多いと認識しながらも、伝統的資産以外の運用についても検討する必要があるだろう。伝統的資産を非伝統的手法で運用するのも一つの選択肢であるが、まったく異なるリスク・リターンプロファイルを得るためには、ヘッジファンドを中心としたオルタナティブ投資を検討し、適切な商品があるならば採用することも考えなければならないだろう。その際には、単に当該商品を持ってきた運用会社等の説明を鵜呑みにするのではなく、厚生労働省のガイドラインが求めるように、外部の有識者等を交えた資産運用委員会や外部の運用コンサルタントの意見を参考にすることが望ましい。

ヘッジファンドの他にもオルタナティブ投資には様々な対象があり、金のようにインカム収益を生まないもののインフレ対応が期待できるものも含まれる。もっとも日本の企業年金の場合には、退職時までの給与水準と在職年数等から年金受給予定額が定められており、退職後一定期間の給付とする有期年金が中心であることから、死亡率の低下による長寿化や物価水準の上昇を年金側で対応する必要性は乏しい。他にも、コモディティやインフラ投資、プライベートエクイティ等様々なオルタナティブ投資商品が紹介されているものの、富裕層や高齢者に対する様々な投資勧誘行動と同様の臭いがする。日本の年金に限らず一般的な組織の担当者は新しいもの好きであり、“成果を作る”ために格

好な対象と考える可能性が高い。採用する際には、くれぐれも慎重であるべきだろう。

10 | 証券化商品への投資に対するアレルギー

証券化商品は、オルタナティブ投資と類似した投資対象カテゴリーであるが、国内債券の低利回りを嵩上げするのに、本来的には有効な投資対象である。資産クラスとしては、日本のものは国内債券に含めることが妥当であるものの、必ずしも伝統的資産ではないことに留意が必要である。一部の証券化商品が国内債券の一般的な市場インデックスである NOMURA-BPI 総合に含まれていることから、必ずしも投資に対するハードルは高くない。ただし、最近になってようやく発行量が回復を見せはじめているものの、サブプライム問題で証券化商品がショックの源泉となったことから、“糞に懲りて膾を吹く”投資家は少なくないし、未だに市場規模は縮小したままである。1998 年から本格的に活用されるようになった証券化商品市場の黎明期には、SPC を間に挟んでリスクを分離すれば大丈夫という風潮があったものの、サブプライムショックによって倒産隔離等のリスク分離が必ずしも十分に機能しなかったことで、証券化商品そのものを毛嫌いしている投資家は少なくない。

証券化商品への投資に対するアレルギーは次項で触れるデリバティブ投資に対するアレルギーと近い傾向がある。いずれも初期の段階で誤用したり、不十分な理解・リスク管理で取組んだユーザーによって大きな損失が発生したことで、敬遠する市場関係者が少なくないためである。メディアの報道がアレルギーを助長しているのも、デリバティブと同様である。しかし、証券化商品市場の発達で進化したリスク分散や移転の手法は、今でも多くが有用であり、活用できるようになることが望ましい。海外の証券化商品市場が、サブプライムショックの震源地であったアメリカですら、回復を見せはじめており、監督当局を含む日本の市場関係者による再活性化に向けた努力が必要なのではないか。

その一方で、証券化商品にしても、次項で触れるデリバティブにしても、利用するには十分な知識とリスク管理が必要であり、すべての年金及び年金運用者が安易に利用できるものではない。アレルギーの裏側には、慎重な利用が必要であるというメッセージが込められているのである。

11 | デリバティブ商品の活用に対するアレルギー

年金の資産クラスで容易にレバレッジを取ることを可能にするのが、デリバティブの活用である。先物・オプション・スワップ等多様なデリバティブ商品が存在するものの、洋の東西を問わず市場関係者、特に投資家には、デリバティブに対するアレルギーを有している者が少なくない。かつて参加した海外でのコンファレンスでも、日本の投資家がデリバティブに対するアレルギーを有しているために市場の発展が限定的であると述べたところ、欧米でも少なからず同様の傾向があったが、成功体験と必要性からアレルギーを克服したという説明があった。日本でも何らかの努力が必要なのではないか。

日本の多くの年金が採用するロングオンリーのフルインベストメント投資のみでは、市場のアップ・ダウン両サイドの価格変動リスクを取り過ぎているのかもしれない。デリバティブを活用することによって、リスクエクスポージャー率をコントロールすべきなのではないか。デリバティブをツールとして活用することによって、投資のリスクエクスポージャー率は $-\infty \sim +\infty$ まで変化させることができるのである。過大なリスクを負うことは不必要であるが、柔軟なデリバティブの活用を運用者

に委託することも、利回り確保に必要と考えられる。

デリバティブ投資に関しても、証券化商品投資と同様に、間にSPC等の器(vehicle)を挟むことによって、投資のアレルギーが薄れることも知られている。年金基金の多くは、必ずしも器の向こう側をルックスルーしたリスク管理をしていないのであり、必要があればデリバティブ投資に踏み込むという判断もできるのではなかろうか。AIJ投資顧問事件で学ぶべきことは、デリバティブに対するアレルギーを強めるのではなく、十分かつ適切なリスク管理・投資評価の必要だということであろう。海外の年金ファンドの多くがLDI(Liability Driven Investments)を実践する過程で必要なスワップション等を積極的に活用しているのを見ると、日本の年金の過剰なまでの保守性が目に付いてしまう。

12 | 不十分な運用に要するコスト認識

最後の点として、日本の年金運用における運用報酬の水準が伝統的資産に対する投資を中心に低水準であるため、基本的には運用報酬控除前でのパフォーマンス分析が一般的であることを指摘しておきたい。経済成長期の高い運用利回りの得られていた時代には、控除される運用報酬の影響は小さかったものが、昨今の低利回り環境下では、運用報酬の控除が無視できないほどのインパクトを出来上がりの運用成果に及ぼすようになってきている。運用報酬控除前でベンチマークを超過するパフォーマンスを挙げても、報酬控除後でベンチマークを下回るのであれば、委託者である年金基金から見ると、ベンチマークに負けたことと同義なのである。

日本の年金運用における運用報酬の水準が高過ぎるのではないかという批判も少なくない。実のところ、歴史的に高利回りの時代から必ずしも高い報酬水準にはなかった。運用利回りそのものが低下する中で、相対的に運用報酬が高水準に見えるようになってしまっているのである。同じ運用会社の商品でも、個人投資家向けに販売されている公募投資信託と比べると、年金の一任勘定における運用報酬の水準は各段に低い。もっとも公募投資信託の方が、販売手数料及び信託報酬の水準を見直すことが急務であろう。販売会社が実入りの厚い商品を優先して販売し、投資家のニーズを尊重せず、むしろ役務収益の獲得に注力しているという批判が後を絶たない。

運用報酬は、伝統的な資産運用から伝統的資産の非伝統的運用、非伝統的資産へと移行するに連れて、水準が上昇する傾向にある。今後は、ますます運用報酬の多寡を意識したマネージャーセクションが必要になってくるだろう。

4——日本の年金運用に求められる革新

これまで日本の年金運用の特徴について、12のポイントから説明してきた。その多くが日本の年金運用において常識となっているものの、グローバルな観点から見れば、違和感を覚えるものも少なくない。冒頭で述べたように、現在の先進各国の年金運用者の課題は、低利回り環境の中でいかに利回りを稼ぎつつ、リスクを圧縮するかということであり、現代投資理論からすれば、一見、相矛盾するような命題への解決策を探すことにある。

究極の解決手段としては、年金の予定する負債の運用利回り（予定利率）を可能な限り引下げることであるが、更なる利回り低下は年金運用の存在意義すら失わせてしまいかねない。相対的に重荷と

化している運用コストを賄えないようなら、年金運用を不要とする企業も増加するのではなかろうか。退職給付会計基準の変更によって積立不足の即時認識が求められる環境では、年金の運用責任を企業もしくは年金基金から、将来の受給者である従業員に転嫁するのも一つの方策であろう。確定拠出年金の導入は、有力な対応策として考慮に値する。しかし、既存の確定給付年金等の企業年金による運用は、個々の従業員に持分を配布しない限り確定拠出年金制度を導入しても継続する必要がある。英米の大手企業の年金では、確定給付型から確定拠出型へのシフトが、特にリーマン・ショック以降急速に進行しているが、過去の確定給付年金部分の運用は閉鎖型年金となっても継続している。

今後の年金運用は、本来の目的である給付水準の確保を最優先に、安定収益資産でのインカム収益確保を目指し「国債+ α の運用」の中で、イールドカーブベットやクレジット投資、ヘッジ外債や高配当株への投資、証券化商品や生保一般勘定商品等多様なツールを活用すべきである。その場合の国内債券投資のベースとしては、市場に存在する債券の年限・時価に依存した NOMURA-BPI 総合を意識した運用ではなく、個々の年金の負債を意識しながら、必要な年限・キャッシュフローを確保することになる。年金負債の年限ごとの大きさにもよるが、従来型の NOMURA-BPI 総合を意識した運用に、年限ごとの投資金額を同程度としたラダー運用を組み合わせるのも、一つの有効な手法となる。

その他の資産については、許容される範囲内でリスクを取り、リターンを高めることを迫るべきである。銀行や証券の自己資本比率規制や保険に対するソルベンシー基準を考えると、年金のリスクバッファは極めて薄い。従来では、積立不足を将来にわたって均等償却したり、母体企業からの一時金で埋めたりすることが可能であったが、積立不足の即時認識が求められ、母体企業の財務状況に余裕がなくなれば、早晚、年金自体のリスクバッファの有無がリスクを負った投資の可否に繋がってくることになる。既にヨーロッパでは、年金に対しソルベンシー基準を設けてリスク抑制を図る例もあり、今後の監督・規制の強化の動きには留意しておくことが必要である。

日本のみならず先進国経済の成長が鈍化している中で、年金のみならず資産運用ビジネスそのものの収益力が低下している。その中で、年金運用に意味があるかどうかを考える必要があるし、より機動的に運用先を変化させることのできる確定拠出年金へのシフトを進めたとしても、企業は手放しで負担が軽減されるものではない。従業員がリスク許容度に応じて適切な資産ポートフォリオを構築できるよう、継続的な投資教育の充実を図る必要がある。確定拠出年金の導入は、企業の運用負担を軽くするものの、従業員に対する投資教育の手間は決して小さくないし、中長期的にはその結果が従業員の退職後の生活に跳ね返るのである。確定拠出年金制度の加入者が負担する全般的なコストが必ずしも小さくないことにも、留意しておく必要がある。

結局のところ、確定拠出年金に求められる投資教育は、コスト面からも実務的な内容面からも外部に委託することになると思われるが、確定拠出年金の運用責任が完全に従業員だけのものではなく、企業もその責任の一端を担っていることを意識させられるのではないかと。改めて、企業年金全般の運用・あり方といったものを、従業員福祉といった観点で再検討する時代が到来しているのである。公的年金のみに依存できない時代においては、自助努力も必要であるが、当然、企業年金への期待もより高くなっていくのである。