

(年金運用)：新しい運用対象としてのユニバーサルファンドの可能性

日銀による異次元の金融緩和の導入によって、足元こそ金利水準の変動性が増しているものの、中期的には金利水準全般を押し下げられる可能性が高い。近年、低金利に対応する商品として、ヨーロッパの年金運用で注目されているユニバーサルファンド投資の概要を紹介する。

4月の金融政策決定会合において、日本銀行執行部は「量的・質的金融緩和」と呼ぶ強力な金融緩和の枠組みを導入した。その中では、より残存年限の長い国債について積極的な購入方針が明示されており、これまで以上に長期及び超長期金利が低下し、同時に金利水準の変動性上昇が懸念される状況になっている。保険や年金といった期待運用利回りの実現を求められる業態にとって、利回りの確保が容易でなくなっている。また、運用成果を原資に予定する財団法人等では、今後の活動に対してより強く制約の生じる可能性が高い。金融機関にしても、預金による調達金利は既に十分に低水準にあり、運用利回りの低下は経営体力を蝕むだけでなく、更には、預金保険料の負担によって利鞘が枯渇する可能性すらあり得るのではなかろうか。

資金運用者としては、従来にも増して、様々な創意工夫を行うことによって運用利回りの確保を図る必要がある。既存の投資対象それぞれで取組むことも重要であるが、これまであまり利用して来なかった投資対象・手法にも、改めて注目することができるのではなかろうか。特に、昨年末からの株高・円安によって、塩漬けとなっていた過去のポジションを解きほぐし、新しい取組みを開始するには、絶好のタイミングであると考えられる。このような論理構成を展開すると、典型的には“オルタナティブ投資”を考えてはどうかという推奨になるのであるが、今回は、やや趣を変えた商品を紹介する。“オルタナティブ”という言葉は、日本語で「代替的」と訳されるように、伝統的な資産をロングオンリーで保有するという従来の手法以外のものすべてを含む広い概念である。

図表1：異次元の金融緩和が採用する取組み

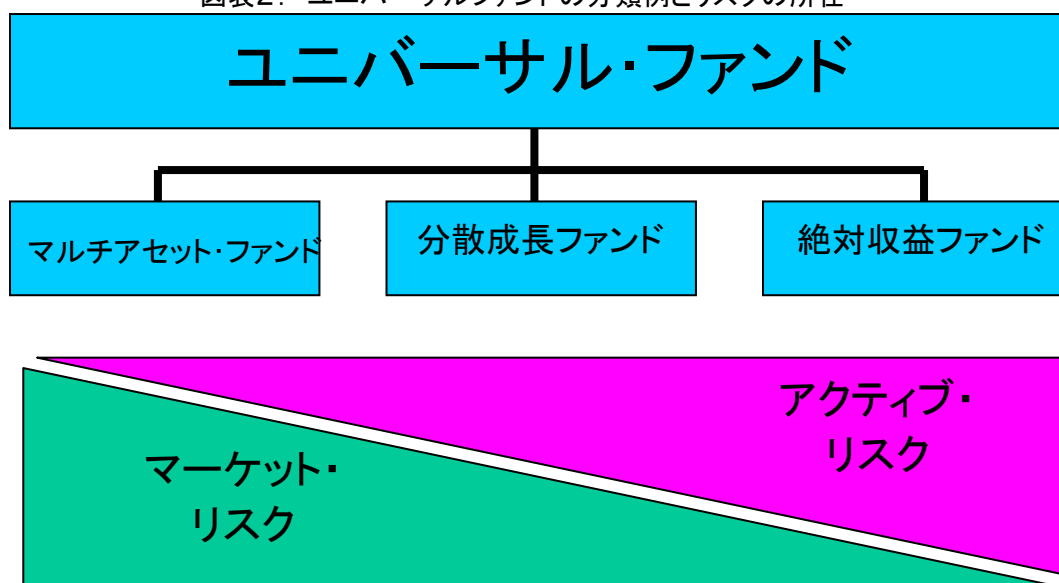
マネタリーベース・コントロールの採用	金融調節の操作目標を無担保コール(O/N物)からマネタリーベースに変更し、マネタリーベースが年間60~70兆円に相当するペースで増加するよう金融調節を行う
長期国債買入れの拡大と年限長期化	長期国債の保有残高が年間約50兆円に相当するペースで増加するよう買入れを行い、対象を40年債を含む全ゾーンとして、平均残存期間を7年程度に延長する(年間に発行される国債の約7割相当額を購入)
ETF・J-REITの買入れ拡大	ETF及びJ-REITの保有残高が、それぞれ年間1兆円、年間約300億円に相当するペースで増加するよう買入れを行う
量的・質的金融緩和の継続	「量的・質的金融緩和」を、2%の「物価安定の目標」の実現を安定的に持続するために必要な時点まで継続→時間軸効果
量的・質的金融緩和に伴う対応	<ul style="list-style-type: none"> ・資産買入れ基金の廃止・・・臨時対応の恒久化 ・銀行券ルールの一時的停止・・・デフレ対策として一時的な措置 ・市場参加者との対話の強化

即ち、オルタナティブ投資のカテゴリーは、金や農作物といった従来の投資対象になかった資産への投資を含むとともに、株式のマーケットニュートラルのように、伝統的な資産を従来のでない手法で投資対象とすることも含む。本稿で紹介するユニバーサルファンド投資は、基本的には伝統的な資産への投資であるが、従来のロングオンリーの静的投資ではなく、ジャッジメンタルやクオンツ等の手法を活用して、複数種類の資産に対し柔軟に投資するものである。

この10年近くで知られるようになったユニバーサルファンド投資であるが、様々な名称が混用されており、今回の整理も、必ずしも既に定着しているものではない。図表2にあるように、ユニバーサルファンド投資は、マルチアセット投資を中心に、分散成長ファンド（DGF）や絶対収益ファンドまで幅広いものを含む。基本的なコンセプトとしては、以下のようなものである。①運用者に資産配分等の自由裁量を与える。そのため、キャッシュを活用してマーケットタイミングを取ることも可能となるし、資産クラス間の配分をダイナミックに動かすことが可能になる。②投資対象については、事前に定めた範囲内とする。デリバティブを含む多様な種類の資産への投資を活用して、利回りの確保を目指す。③目標とする運用利回りを明示（決して利回り保証ではない）し、そのために必要な投資手法を柔軟に利用する。

信託や生保の提供している合同運用と異なるところは、基本ポートフォリオからの乖離によってアロケーション効果を狙うといった運用ではなく、動的に、かつ、大きく投資比率を動かすことによって、ファンド全体の利回り確保を目指すことにある。市場インデックスをベンチマークとして、それに対する超過収益を目指すという運用ではない。 α ではなく、リターンへの絶対水準（状況によっては β も源泉になり得る）を追求する運用である。したがって、結果は、運用者の能力等に大きく左右されるし、必ずしもトラックレコードが将来の成功を約束するものではない。もっとも、このような運用は、必ずしも新奇なものではない。生命保険会社の提供してきた企業年金向けの一般勘定商品から、利回り保証の機能を除いたものが、類似な運用となる。決して目新しい“オルタナティブ投資”ではないのかもしれないのである。

図表2: ユニバーサルファンドの分類例とリスクの所在



(資料) "Investing in Diversified Growth & Multi-Asset Funds" ClearPath Analysis, November 2012

(徳島 勝幸)