

(年金運用)：年金運用における流行と真理

年金運用の歴史を振り返ると、注目を集めるトピックが、時々に変化することを感じる。一時の流行に過ぎないものがある一方、その後に長く影響を及ぼすものも見られる。これまでの投資のあり方を見直す契機になるものもあり、時には、深く考えてみることも有用である。

日本のみならず欧米先進国における年金運用の歴史を少し長い視点から見てみると、幾つかの流行が確認できる。その中には、一時のブームやファッションとして終わったものも少なくない一方、ある程度定着して共通の原理となったように思われるものもある。また、当初の受容のされ方とは大きく異なった形に変化して、今では別の形で定着しているものも見受けられる。本稿では、日本の年金運用を中心に、幾つかのコンセプトの有為転変を振り返ってみたい。

まず、最初に取上げるのは「債券代替としてのヘッジファンド投資」である。背景にあったのは、長く続いた超低金利である。年金運用に対する期待運用利回りが引下げられていない中で、国内債金利の低下と継続により、市場インデックスのみを意識した国内債券運用が壁にぶつかったのである。しかも、国内株はバブル経済崩壊以降、大きな変動性を伴いつつ、中期的に下落傾向にあった。安定的な利回りを獲得したい年金の一部が、“絶対収益追求”というコンセプトから、債券投資の代替としてヘッジファンド投資に向かったのである。確かにヘッジファンドの一部には、アービトラージ取引を中心として限定したリスクしか取らず、市場の歪みから絶対的な収益を狙うファンドも存在するのであり、決して不適切な選択ではなかった。

ところが、無条件な分散投資を是とする投資方針とリスクを抑制するという言葉の下、様々な運用対象のヘッジファンドに分散投資してしまったのである。例えば、マーケットニュートラルであれば過大なリスクを負わないのに、いずれかの方向にバイアスをかけたロングアンドショートをも投資対象に加えたようなものであった。更には、ファンドオブヘッジファンズにおいて、グローバルマクロなどを加えようなら、結果は目も当てられない。リーマンショックによる世界的な相場下落によって、多くのファンドオブヘッジファンズは大きな損失を被った。相場下落の影響を受けずに超過収益を追及するはずの投資は、国内債券投資の代替手段にはならなかったのである。

ヘッジファンド投資を行う本来の趣旨は、伝統的な投資対象資産とは異なるリスクリターンプロファイルへのエクスポージャーであり、伝統的資産との低い相関が投資妙味の源泉である。趣旨をしっかりと理解し適切な分散投資を行っているならば、継続する低利回り環境下でも、有効な投資対象として存在し続けるだろう。無論、米国 CalPERS がヘッジファンド投資を停止したという発表に見られるよう、期待できる収益とリスクが見合わない局面においてまで、高コストのヘッジファンド投資を行う必要はないし、関係者の理解が得られない状況で投資を強行するべきでもない。年金投資に際しては、投資理論に基づく効率性の観点も重要であるが、関係者に理解・承認を得られるという説明責任の観点も不可欠である。日本においては、アベノミクスによる株高円安で、ここ数年の運用利回りの獲得に苦労が少なかった年金も多いだろう。しかし、その間に国内金利は一層低下し、更なる株高円安を望み難い環境となっている。利回り獲得の源泉を伝統的資産以外に求めることを、考えておく必要があるのではなかろうか。

近年の欧州で見られる流行の一つとして「マルチアセット投資」を挙げることができる。こうした考え方の有用性については、これまでも述べてきたⁱが、かつてのバランス型運用との違いを的確に理解していれば、運用委託の一形態として理解することも可能であろう。また、生保一般勘定から予定利率保証を除いたものと考えられる運用を行っている例もある。決して新奇なものではないのではなかろうか。それでも、目標利回りの獲得が見込み通り可能か、実現性の観点から十分な検討の上で投資判断を行うことが望ましい。

アベノミクスによる株高の中で耳にしなくなったのが「最小分散投資」である。株安局面では、リスクを抑えることで利回りのダウンサイドを回避することに注目が集まった。しかし、株高局面においては、ダウンサイドを忘れて、順張りで積極的にリスクを取る方向に向かうものが少なくない。有名な投資格言の一つとして“人の行く裏に道あり花の山”（米国でも“Buy when others sell; Sell when others buy”と言われる）があることが知られているように、次の相場展開を考えるのであれば、かつての流行を思い返す価値があるかもしれない。

特に、為替市場の変動によって廃れたように見えるものが「エマージング投資」だろう。かつては、デカップリングを期待し囃されたこともあったが、実際には、消費・生産の多くを占める先進国経済の状況によって、新興国経済は大きく影響を受けてしまっている。ただし、中期の潜在的な成長率という面では、人口や生産性の拡大余地が限られている先進国よりも高い成長が期待できる。長期投資の観点からは、現在のような局面でも投資対象に入れておきたい。

最後に「スマートベータ」を取上げておこう。近年の欧米では、株式のみならず債券領域までも、スマートベータの考え方を導入する動きが見られる。一種の流行であると見る意見も少なくないが、伝統的な時価加重インデックスの弊害を認識し、パッシブ運用偏重を是正する観点からは、有用な視座ではなかろうか。単純な時価加重インデックスに基づく投資は、時価が大きく上昇した銘柄を更に買い増す行為である。また、利回りの期待できない銘柄まで時価に応じて購入することは、投資の存在意義をも否定することに繋がる。極論すれば、ETFの購入で代替できるのであり、運用担当者の存在も疑問視されかねない。アクティブ運用によって常に超過収益を得られるものではないが、市場参加者のすべてがパッシブ運用を行ってしまうと、市場の価格発見機能そのものが失われてしまう。パッシブ運用は、アクティブ運用を採用することが不可能な巨額資産の運用者や、ファンド入替えの繋ぎのため等に利用するものであって、通常規模の年金では、過半を越えて恒常的に採用する必要はない。年金加入者や受給者の利益を考えると、パッシブ運用は最善の運用努力を示すものではないだろう。

スマートベータの考え方に基づいて、従来の投資方針から離れた視点からの投資を加えることは、やや行き詰った感のある年金運用において、新たな投資のアイディアの源となるかもしれない。特に、アクティブ運用の存在意義の他にも、運用における手数料水準のあり方、更には、何のために年金運用があるのか、といった哲学的な問題まで考えさせられるコンセプトである。

(徳島 勝幸)

i 「[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](#)」『年金ストラテジー』 2013年7月