

## (年金運用)：カナダ公的年金の政策アセットミックス導入

カナダ公的年金の積立金を運用する CPPIB がリスク運用を拡大するのに伴い、運用管理手法を見直す。本稿では、そのポイントである政策アセットミックスの導入を中心に、CPPIB の新たな運用管理手法について紹介する。

カナダ公的年金の積立金を運用するカナダ国民年金投資委員会（CPPIB）は、2015年3月末時点の運用資産が2,646億カナダドル（以下C\$、約25兆円）と世界有数の規模を誇る年金基金である。またオルタナティブ資産の比率が高く、政策アセットミックスを持たない独特な運用管理手法を採用していることから、海外の代表的な年金基金として紹介されることも多い。当所でも前田（2013）<sup>1</sup>で取り上げたが、その後、運用管理手法を変更するなど進展があったため、本稿で紹介する。

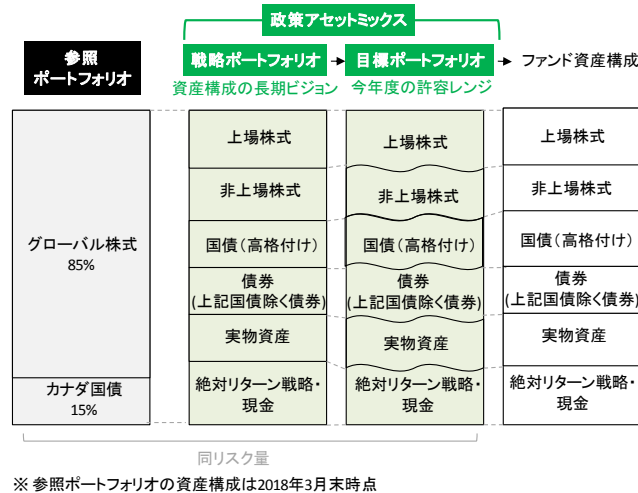
まず、これまでの運用管理手法を振り返っておこう。CPPIBは、ベンチマークである参照ポートフォリオ（Reference Portfolio）に対してアクティブ運用を行い、超過リターンを獲得することを運用目標に掲げている。参照ポートフォリオは、株式・債券インデックスによるパッシブポートフォリオで、長期的に目指すべき株式・債券比率を示している。アクティブ運用として注力しているのが、PEや不動産、インフラなどオルタナティブ資産への投資で、それらのリスクを伝統的資産と一体的に管理するための手法がトータルポートフォリオアプローチ（Total Portfolio Approach）である。同手法は、各運用プロダクトのリスクを株式と債券のリスクに分解し<sup>2</sup>、ファンドの株式・債券比率が参照ポートフォリオから大きく乖離しないよう管理するというもので、これによりファンド全体のリスクをコントロールしている。政策アセットミックスをリスク管理の中心に位置付ける多くの年金基金と比較して、明示的なルールが少ないため、裁量で管理される部分が多く、シンプルかつ柔軟にリスクを管理できるのが、トータルポートフォリオアプローチの特徴である。

これに対し、CPPIBは2015年4月から、リスク管理を強化するために、新たな運用管理手法を導入した。その背景にはリスク運用の拡大があり、参照ポートフォリオの株式・債券比率を、2015年3月末時点の株式65%：債券35%から、2018年3月には株式85%：債券15%まで引き上げる方針である。CPPIBは、2030年までに運用資産が現在の2倍弱である約5,000億C\$まで増加することを見込んでおり、その安定成長する資産を長期的な視点で運用できるという優位性から、従来より高いリスクが許容可能として今回のリスク運用拡大に踏み切った。

新しい運用管理手法の特徴は、従来の大枠を維持しつつも、政策アセットミックスを導入した点だ（図表参照）。CPPIBの政策アセットミックスは戦略ポートフォリオ（Strategic Portfolio）と目標ポートフォリオ（Target Portfolio）で構成される。戦略ポートフォリオは、5年以上先の資産構成割合の長期ビジョンを示し、資産クラスとして①上場株式、②非上場株式、③国債（高格付）、④債券（③以外の債券）、⑤実物資産、⑥絶対リターン戦略と現金、を設定している<sup>3</sup>。3年毎に内容を見直し、参照ポートフォリオと同等のリスク量で長期的なリターンを最大化するよう決定する。一方、目標ポートフォリオは、戦略ポートフォリオや市場環境等

を考慮して毎年度設定され、戦略ポートフォリオを構成する6資産それぞれについて、当年度の資産構成割合の許容レンジを示す。一般的な政策アセットミックスにおける資産構成割合が戦略ポートフォリオ、乖離許容幅が目標ポートフォリオだと理解して頂ければわかりやすい。

図表：CPPIBの政策アセットミックス(2015年4月～)



(資料) CPPIB 開示資料より筆者作成

但し、一般的な政策アセットミックスと異なるのが、戦略ポートフォリオは明確なターゲットではなく、長期ビジョンという緩い指標に過ぎない点である。従って、目標ポートフォリオの許容レンジに収まっていれば、戦略ポートフォリオから乖離する方向にリバランスすることも許される。年金積立金管理運用独立行政法人(GPIF)のようにターゲットを示しているも、乖離許容幅の範囲内であれば機動的に運用できるとする年金基金もあるが、CPPIBは敢えてターゲットを示さないことで、より明示的に機動性を確保しようとしたものと思われる。また通例、3～5年は政策アセットミックスを変更しないことが多いが、目標ポートフォリオを毎年度設定する点も独特である。これも見直し期間を短くすることで、市場環境やリスク許容度の変化に対して機動的に対応できるよう深慮した結果であろう。一方、この機動性は長期投資という観点ではデメリットにもなり得る。それを補完するために戦略ポートフォリオで長期的方向性を示しているのであろう。このようにCPPIBは、長期的視点に立った最適なアロケーションと、市場変動による戦術的なアロケーションを両立させることにより、リスク管理を強化しつつも、極力柔軟性を確保しようと試みたのではないかと推察される。

本稿ではCPPIBの新しい運用管理手法を紹介したが、これはオーダーメイドで作られたCPPIB独自のものであり、全ての年金基金にそのまま応用できるものではない。一方、随所に垣間見えた、自身の投資スタンスや優位性を明確にし、実際の運用や運用管理手法に落とし込んでいこうというCPPIBの姿勢は、多くの年金基金にとって参考になるであろう。

(佐久間 誠)

<sup>i</sup> 前田 俊之(2013)「海外年金基金レポート第2回=カナダ国民年金投資委員会(CPPIB)=」(『保険・年金フォーカス』2013年10月29日、ニッセイ基礎研究所)を参照。またCPPIBの運用管理手法については、臼杵(2015)「公的年金運用(GPIF)のリスク活用型運用への転換とその課題」(『証券アナリストジャーナル』2015年2月)も参考にした。

<sup>ii</sup> 株価、金利、信用、為替、国・地域、業種などのリスクファクターにも分解し、管理している。

<sup>iii</sup> 資産クラス以外に、地域毎の資産構成割合も定め、地域分散を図っている。