

年金運用改革の展望（上）

2002 年度は、年金制度改革が本格化し、それと同時に、運用面の改革も急速に広まった。変化の方向を表すキーワードは、“合理的なアルファ追求”、“効率的なリスク配分”、及び“年金ガバナンス”と言えるだろう。そこで 2 回連載で、2003 年度以降の年金運用とそれを取り巻く運用ビジネスについて大胆に予測する。

2002 年度は、母体企業の事業リストラクチャリングにあわせて、年金制度改革の年であった。昨年度に成立した確定給付企業年金法や確定拠出年金法を実際に利用して、退職給付制度の見直しを検討した企業が多いことは、200 社を超える代行返上があったことが裏付けている。他方、運用面では、先端的な年金基金において「政策アセット・ミックス（政策 AM）実現のためのマネージャーストラクチャー」が一つのテーマであったと言える。その結果、これまでの伝統的なアクティブ運用から、“コア化（パッシブ運用）”と“サテライト化（積極的なアクティブ運用）”というファンド選択の二極化が起こったのが特徴である（図表 1）。

図表 1：2002 年度の年金運用

<p>多くの基金で制度改革の本格化</p> <ul style="list-style-type: none"> • 代行返上、確定拠出年金の導入など • 確定給付年金の予定利率見直し、給付削減など <p>先端基金では運用改革に着手</p> <ul style="list-style-type: none"> • “コア・サテライト”戦略による政策アセットミックスの実現 <ul style="list-style-type: none"> • コア： パッシブ化 • サテライト： スタイル管理、オルタナティブ投資の導入
--

もともとわが国の年金基金は、米国と比較して、アクティブ比率が高いと言われていたので、パッシブ化は自然の流れであろう。しかし、政策 AM を低コストで実現するため、あるいは、代行返上による資産返還の準備のために、ブレンド型やバランス型など既存アクティブ運用からパッシブ運用へのシフトと、委託運用マネージャーの整理統合が加速した。

反対に、ポートフォリオ全体で、以前と同じアクティブリスク水準を維持する場合、これまで以上にアクティブリスクの高い運用が可能となった。既存ファンドと異なり、明確な運用方針に基づき、積極的にリスクをとって高い付加価値を追求するアクティブマネージャーに基金の目が向けられた。特に、世界的なブームであったヘッジファンドなどのオルタナティブ投資も一部に見られた。これらの新しいアクティブ運用は、運用会社が得意な資産や運用手法に特化し、アルファ獲得の合理性が既存ファンドより高いと考えられるものであった。

今後、オルタナティブ投資などが拡大することに異論はないが、これらは本来、市場規模がそれほど大きなものではなく、急速な資金流入が起こると、付加価値を生む能力が低くなる性質がある。そのため、今後もコア・サテライト戦略が同様の効果を上げられるか疑問である。

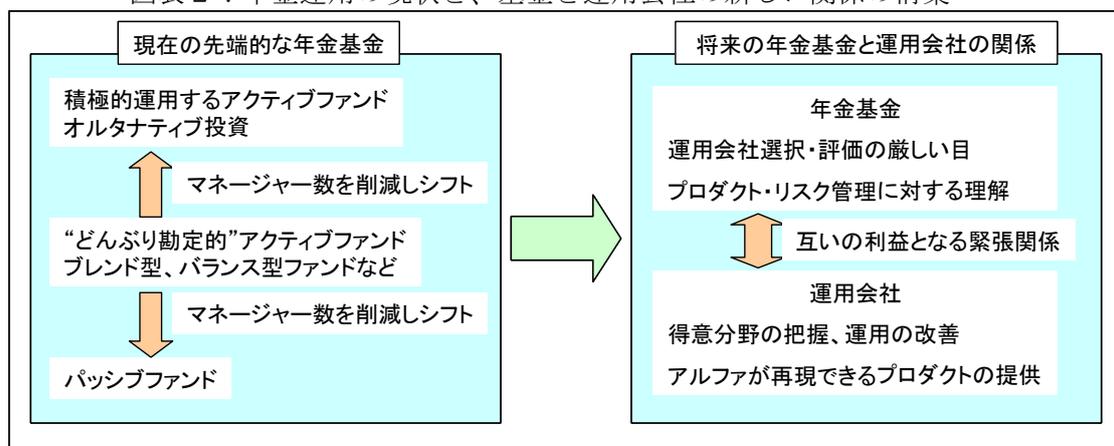
企業を取り巻く環境を考えると、2003 年度も年金制度改革が一段と進むものと考えられる。先端的な基金で行われた運用改革も、より多くの基金に広がるのが想像に難くない。その結果、資産運用業界全体でも多くの変化が生じるだろう。そのなかでも、“コア・アクティブ”運用を主に提供してきた既存の運用会社への影響が大きいと予想される。

ここ数年、伝統的なアクティブ運用は低迷している。同じ資産の運用であっても、運用会社には得意分野と不得意分野が共存するのが普通であり、これまでは両分野を混ぜて「バランス型アクティブファンド」などのプロダクトを提供してきた。このファンドは、様々なアクティブリスクをとるため、超過収益（損失）の要因が、意図的なリスクテイクの結果か、偶然の賜なのかを区別できない“どんぶり勘定的”なアクティブ運用を行ってきたと言える。

しかし、運用会社が得意分野に特化してリスクテイクを行わなかった理由の一つは、顧客である基金サイドにも問題があったとも言える。例えば、スタイルという考え方は 10 年近く前からあるにもかかわらず、国内株式のベンチマークのほとんどが TOPIX であるなど、同じ資産でもリスク特性が異なる運用を受け入れる準備が整っていなかった。そのため、運用会社が不得意分野でリスクをとり、非効率な運用を行うことを許容せざるを得なかった。

しかし、一部の基金では、このような“どんぶり勘定的”なアクティブ運用の欠陥に気づき、合理的なアルファ追求を求めるようになった。既存の運用会社には様々な面で改善圧力が高まり、その結果、これまでのように、一つのファンドで百貨店のな運用を行うのではなく、得意分野を生かしてプティック的な運用を行うマネージャーがこれからの主流となる可能性がある。このような変化は基金にもプラスである。運用会社が得意分野を明らかにすることで、非効率的なリスク配分を排除できる。また、異なったアクティブリスクを持つマネージャーを選択することで、これまで以上にリスク分散も可能となる。

図表 2：年金運用の現状と、基金と運用会社の新しい関係の構築



年金基金の圧力により、運用会社は得意分野を見極め、他にはない合理的で独自の分析を行い、アルファの再現性を高めるように求められている。他方、年金基金は、新しいリスクに対する考え方や運用を評価する目が欠かせなくなっているのである(図表 2)。(次号に続く)