

(年金運用)：コモディティー投資（２）～海外年金基金のケーススタディー

コモディティー投資が注目されつつある中、年金基金がコモディティーに投資する理由について、世界的にも先進的な基金であるカルパースと PGGM のケーススタディーを行い、わが国の年金基金についても考えてみたい。

米国カリフォルニア州の公務員の公的年金基金であるカルパース（CalPERS）の資産規模と資産配分（カルパース[1]）は、2006年3月末現在、総資産額約24兆円で、配分比率は、株式64.7%、債券24.3%、不動産5.6%、オルタナティブ5.1%、現金等0.3%となっている。全資産の8.4%を天然資源関連セクターに投資して、コモディティー（商品）関連市場に対するエクスポージャーをとっていた。しかし、これらの投資は株式、債券等の資産クラスを横断したものであり、独立した資産クラスとしてのコモディティー投資は実施していなかった。

そこで、2005年12月の投資委員会においてコモディティー投資に関するプレビューが行われ、2006年3月には、コモディティー投資の概要及びその長所・留意点（カルパース[2]）が紹介された。その後、同年11月にはコモディティ・パイロット・プログラムを2007年より実行する提案が承認され、目標投資額は5億ドル（約600億円）となっている。

カルパース[2]によれば、コモディティー投資を行う理由として、インフレヘッジ、分散投資効果、長期期待リターン、の3つをあげている。に関しては、コモディティー投資が、インフレ環境下において好いパフォーマンスを示すと考えられることや、ファンドのインフレへの感応度を高めることが、資産負債管理（ALM）にとって望ましい、などを理由としている。

また、に関しては、カルパースでは、株式へのリスクが高めであるため、コモディティー投資により、株式以外にリスク分散できることや、コモディティーが株式や債券に対して負の相関関係を持つこと、また、コモディティー投資は年金資産の期待リターンに大きな影響を与えずに、資産全体のリスクを減少させることができる、などを理由としている。また、幹部は、コモディティー投資の目的について、「運用資産の一層の分散と、長期的なリターン確保の機会を得ることが目的」と（カルパース[3]）している。

に関しては、コモディティーの期待リターンの算出（カルパース[4]）には、ビルディング・ブロック方式を利用し、期待リターン6.5%、リスク12.0%、米国株式との相関係数を0.1と推計している。期待リターンは、米国株式（8.0%）と債券（4.7%）の中間程度であり、リスクは米国株式（17.0%）より若干低い程度と予測している。

もう一つの例として、オランダで第2位、ヨーロッパでも第4位の資産規模を有する年金基金 PGGM を紹介する。医療関係年金と呼ばれるように、ヘルスケア業に従事する医者、看護師、社会福祉士などの事業主や従業員をカバーしている。

PGGM[1]によれば、2006年9月末現在の総資産額は約12兆円で、資産配分は株式44.7%、債券29.5%、プライベート・エクイティ5.4%、不動産13.4%、ポートフォリオ・ストラテジー（ヘッジファンドと思われる）2.7%となっている。コモディティへは4.3%（約5600億円）を投資している。コモディティの期待リターンは14.8%と、株式（8.5%）よりも高いリターンを想定している。

PGGM[2]によれば、コモディティ投資を行う理由として 分散投資効果、インフレーションへの対応、株式に匹敵する長期期待リターン、の3つをあげている。 に関しては、PGGMが既に投資している他の資産クラスに対して、コモディティが負の相関を有していることや、株式や債券のパフォーマンスが悪い時期に、コモディティ投資が高いリターンを提供可能なことを指摘している。また、 と に関しては、インフレ進行時にはPGGMの年金負債も増加するが、インフレと正の相関があるコモディティ投資により、高いリターンの獲得を期待できる、としている。

今回は海外の代表的な年金基金の例を2つ紹介しただけだが、コモディティ投資の理由として、分散投資、インフレへの対応、高い期待リターンが狙える、の3点を共通してあげている。分散投資に関しては、株式や債券などの伝統的資産に対して低い相関を持つため、伝統的資産のみの場合と比較して、効率的フロンティアを拡張できること、つまり、同じリスクであれば、高い期待リターンを追求できるポートフォリオを構築可能であること、また、伝統的資産のリターンが低迷する時に、相対的に高いリターンを狙えるというヘッジ機能が期待できること、がコモディティ投資の魅力となっている。この点については、わが国においても、この意見に賛同できるデータも多く、わが国の基金でも分散投資効果が期待できるであろう。

次に、インフレへの対応については、わが国の基金の年金給付は直接的にはインフレ連動となっていないが、物価上昇に伴う賃金上昇によって給付が引き上げられる傾向を持つなら、わが国でも、インフレと正の相関を持つコモディティ投資を検討する価値がありそうである。

最後に、高い期待リターンが追求できることに関しては、世界的な緊張が続き、石油を中心に引き続き需要が逼迫する状況にある中で、エマージング・マーケットの成長も続くと考えれば、期待リターンが高いという考えも正当化できるだろう。ただ、わが国の基金にとって、コモディティ投資には為替リスクも伴い、リスクが比較的高めであるため、リスク・リターンを十分考慮して投資を決定する必要があるだろう。

（北村 智紀）

参考文献

カルパース[1] Executive summary of Investment Performance First Quarter 2006

カルパース[2] Investments in commodity Futures, March 13 2006

カルパース[3] Press Release November 13, 2006

カルパース[4] Investments in Commodities - Attachment 2, 2006

PGGM[1] Quarterly report 4rd quarter 2006

PGGM[2] <http://www.pggm.nl>