

(年金運用)：市場激変下の年金運用（2）

2007 年後半以降の市場混乱の中で、企業年金の運用責任者がもっとも悩んでいるのは、ポートフォリオのリバランスのタイミングやその方法である。この点について、①権限・手続き、②具体的なリバランスの方法、という2つの点から論じたい。

今般の市場激変において、企業年金の運用責任者が悩んでいるのがリバランスの問題である。年金基金では各資産クラスの値上がり・値下がりによって資産配分が基本ポートフォリオ（政策アセットミックス）から乖離する。高リスク資産が値上がりしてその配分割合が高くなると、期待リターン・リスクともに基本ポートフォリオよりも高くなる。他方、高リスク資産が値下がりすると基本ポートフォリオより期待リターン・リスクが低くなる。こうした基本ポートフォリオからの乖離を修正するのがリバランスである。基本ポートフォリオを尊重するためには、リバランスは即時に実行するのが望ましい。ただし、リバランスには運用機関への手数料の他、マーケットインパクトなどさまざまなコストがかかる。そこで、コストを抑えるために、実際には一定の乖離許容幅を設けるなどして、リバランスの頻度を減らしている。

ところが、今回のように株式の値下がり が 1 年以上続くと、リバランスして株式の配分を元に戻しても、新たな値下がり損失を蒙ってしまう。また、株式市場の変動幅（ボラティリティ）が高まっているため、基本ポートフォリオと同じ配分でもポートフォリオ策定時に想定していたよりもずっとリスクが高くなる。そこで年金基金の運用責任者からはルール通りのリバランスを見送りたいという議論が出ている。

この問題については、①年金基金のガバナンス、②実際のリバランスルール、という 2 つの角度から議論できる。第 1 にリバランスのルールを含めて基本ポートフォリオを策定する権限は理事会あるいは母体企業の執行役員会や運用委員会などにあり、執行機関である運用責任者の仕事はその基本ポートフォリオを守ることにある。決められたルール通りのリバランスをせずに、基本ポートフォリオからの乖離を放置することは、その責任を果たしていないことになる。したがってルール通りのリバランスを見送るのなら、理事会や執行役員会、運用委員会の承認を得ておく必要がある。また、期待リターン・リスク、相関係数などの前提が当初の想定から変化したと考えられるのなら、リバランスの延期ではなく、定期的な改定の時期でなくても、基本ポートフォリオを変更するべきであろう。

第 2 にどのようなリバランスルールが適当なのであろうか。ここで、1989 年 12 月～2007 年 6 月までの期間を対象にいくつかのリバランス方法をテストした。①リバランスなし、②～⑤定期的（毎月、3 ヶ月、6 ヶ月、1 年）リバランス、⑥～⑧少なくとも 1 つの資産の乖離が一定の乖離許容幅（3%、5%、10%）を越えた場合に全ての資産を基本ポートフォリオの配分に戻す、⑨～⑪少なくとも 1 つの資産の乖離が一定の乖離許容幅（3%、5%、10%）を越えた場合にその資産の乖離幅を一定の範囲（2%、3%、6%）に戻す、のそれぞれについて効果をテストしてみた。⑨～⑪ではリバランス対象資産が超過（不足）なら、その資金を不足（超過）している資産に不足（超過）分に応じて配分した。

なお、資産構成はポートフォリオ1では国内債券35%、国内株式25%、外国債券15%、外国株式20%、短資5%であり、ポートフォリオ2では国内債券35%、世界株式45%、外国債券15%、短資5%であり、また、リバランスのコストは移動した資産額の10bpとした。

ポートフォリオ1のテスト結果をみると(図表1上段左)、リバランスしない場合のリターンがリバランスしたケースよりも高く、リスクは低くなった。期間中、国内債券の年率リターン(算術平均)・リスクが4.2%、3.5%だったのに対して、国内株式は0.2%、19.6%であった。国内株式より国内債券の方がリスクが小さいにもかかわらずリターンが高かったため、リバランスしない方が良い結果となった。そこで、国内株式のリターン(2.7%)が国内債券のリターン(1.4%)を上回った2000年3月~2007年6月だけを取り出してみると(図表1上段右)、リバランスしない場合のリターン・リスクがリバランスした場合の平均より低かった。

ポートフォリオ2における期間中の世界株式のリターン・リスクは8.9%、15.3%といずれも国内債券よりも高い。この場合(図表1の下段)、リバランスしない場合のリスク・リターン(6.07%、5.75%)がリバランスしたどの場合より低かった。また、リバランスする際には、リバランス頻度の少ない方が、また乖離許容幅の大きい場合の方がどちらかといえばリターンは高くなる傾向がみられた。一方でリスクが大きくなる傾向は必ずしもみられなかった。

まとめるなら、①リバランス延期やルール変更には、基本ポートフォリオ変更に準じた手続きをとるべきである、②リスク・リターン・相関係数などの前提が当初と変化したのなら、基本ポートフォリオを改定すべきである、③リバラン頻度とパフォーマンスの改善とに一義的な関係はない、ということになる。 (臼杵 政治)

図表1: リバンスルールのバックテストの結果

<ポートフォリオ1>	1989年12月~2007年6月			2000年3月~2007年6月		
	リターン	リスク	シャープレシオ	リターン	リスク	シャープレシオ
リバランスなし	5.40 (1)	7.04 (9)	0.54 (1)	4.42 (9)	5.12 (11)	0.85 (3)
月次リバランス	4.63 (11)	7.28 (1)	0.42 (11)	4.33 (11)	5.84 (2)	0.73 (11)
四半期リバランス	4.79 (10)	7.23 (3)	0.45 (10)	4.49 (7)	5.84 (3)	0.76 (9)
半年リバランス	4.93 (6)	7.17 (7)	0.47 (5)	4.66 (6)	5.81 (4)	0.79 (7)
年次リバランス	4.91 (8)	7.13 (8)	0.47 (4)	4.96 (3)	5.77 (8)	0.85 (4)
乖離許容幅3%	4.87 (9)	7.24 (2)	0.46 (9)	4.47 (8)	5.80 (5)	0.76 (8)
乖離許容幅5%	4.93 (4)	7.20 (6)	0.47 (6)	4.77 (5)	5.87 (1)	0.80 (6)
乖離許容幅10%	5.06 (3)	6.98 (10)	0.50 (3)	5.52 (1)	5.70 (10)	0.96 (1)
3%→2%	4.93 (5)	7.21 (5)	0.47 (7)	4.78 (4)	5.78 (7)	0.82 (5)
5%→3%	4.92 (7)	7.23 (4)	0.46 (8)	5.51 (2)	5.79 (6)	0.94 (2)
10%→6%	5.26 (2)	6.90 (11)	0.54 (2)	4.38 (10)	5.77 (9)	0.75 (10)

<ポートフォリオ2>	1989年12月~2007年6月		
	リターン	リスク	シャープレシオ
リバランスなし	5.75 (11)	6.07 (11)	0.69 (1)
月次リバランス	6.20 (10)	7.88 (5)	0.59 (11)
四半期リバランス	6.31 (7)	7.86 (7)	0.60 (7)
半年リバランス	6.25 (9)	7.81 (10)	0.60 (10)
年次リバランス	6.28 (8)	7.85 (8)	0.60 (8)
乖離許容幅3%	6.41 (3)	7.88 (4)	0.61 (5)
乖離許容幅5%	6.39 (4)	7.84 (9)	0.62 (4)
乖離許容幅10%	6.36 (6)	7.98 (1)	0.60 (9)
3%→2%	6.36 (5)	7.87 (6)	0.61 (6)
5%→3%	6.42 (2)	7.89 (3)	0.62 (3)
10%→6%	6.50 (1)	7.95 (2)	0.62 (2)

(注) 1. カッコ内は(リバランスしない場合を含めた)全11ケース中の順位(全て数値の大きい順)。

2 シャープレシオはポートフォリオのリターンから期間中の短資リターンを控除した数値をリスクの数値で割った結果。