

## (年金運用)：グローバル株式指数による運用は効率的か？

年金ポートフォリオの株式の国内比率は低下傾向を辿っている。その 1 つの背景として、日本を含むグローバル株式指数をベンチマークとする運用の広がりが挙げられる。しかし、グローバル株式指数での運用は全ての年金に共通する改善策とは言えないのではないだろうか。

年金運用においてはここ数年、国内株式への投資比率を下げる動きが鮮明化しつつあり、株式における国内比率も低下傾向にある。先進国のなかでも急速に進展しつつある少子高齢化など、国内経済の相対的な低成長を見越した動きとも考えられえが、日本を含むグローバル株式指数をベンチマークとする株式運用が広がりを見せていることも無関係ではないであろう。グローバル株式の代表的な指数における国内株式の比率が、足下でおおよそ 10%程度と低水準に留まっているためである。しかし、内外株式に占める国内比率 10%という株式運用、すなわち、日本を含むグローバル株式指数での運用を、株式運用の中心に据える考え方が果たして本当に効率的と言えるであろうか。

日本を含むグローバル株式指数がベンチマークとして採用される根拠の 1 つとして、CAPM (資本資産評価モデル：Capital Asset Pricing Model) が取り上げられることがある。CAPM は「全ての投資家の期待リターン・リスクが同水準」、「無リスク資産が存在」などの前提条件のもとでは、リスク資産で構成される市場ポートフォリオと無リスク資産を組合せた運用が効率的であるとする理論である。従って、グローバル株式指数が全世界の株式市場を表す指数であると見做せば、グローバル株式指数は最も効率的な内外株式の運用手段となる。

ところが現実には、全ての投資家の期待リターン・リスクが同水準であろう筈はないし、厳密には無リスク資産は存在しない。基本ポートフォリオ決定実務においても、一般的な年金運用においては、短資などの無リスクに近い資産の投資比率は 3～5%程度に抑え、実質的にリスク資産間の投資比率を調節するだけで目標に合ったポートフォリオを決定するプロセスが取られている。これは、無リスク資産とリスク資産の市場ポートフォリオの 2 資産間の投資比率を調節することで目標に見合うポートフォリオを選択すべきとする理論とは異なる。すなわち、市場ポートフォリオが最適との理論は必ずしも当て嵌まらないというのが実情である。

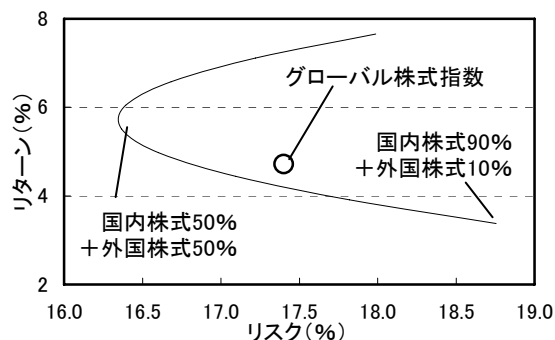
そもそもグローバル株式指数が最適な運用手段であれば、一般的な年金運用のプロセスを経た株式の国内比率がグローバル株式指数の 10%近辺となっても不思議ではない。しかし実際には必ずしもそうはならない。逆に株式の国内比率が 10%となるためにはどのような条件が揃えばよいであろうか。内外債券、内外株式の 4 資産を想定し、目標リターンと外国株式を除く 3 資産の期待リターンをわが国の年金の平均値とし、リスク・相関係数は過去の実績値として、平均分散法を用いて株式の国内比率が 10%となる外国株式の期待リターンを逆算すると、国内株式の期待リターンが約 7%ならば約 14%という結果になる (図表 1)。

図表1: 株式の国内比率が10%となる  
外国株式の期待リターン水準

	相関係数				リスク	期待リターン
	国内債券	国内株式	外国債券	外国株式		
国内債券	1.00	-0.00	0.04	-0.06	3.4%	1.4%
国内株式	-0.00	1.00	0.06	0.42	19.9%	7.1%
外国債券	0.04	0.06	1.00	0.58	10.9%	2.8%
外国株式	-0.06	0.42	0.58	1.00	19.0%	?

上表を前提とした場合の、株式の国内比率が10%となる外国株式の期待リターン 14.0%

(注)・リスク・相関係数は、TOPIX、MSCI-KOKUSAI(円ベース)、NOMURA-BPI、シティグループ世界国債指数(円ベース)の1985年度か2009年度の実績から計算。  
(資料)期待リターンは、企業年金連合会「資産運用実態調査結果(2009年度)」の年金の平均値。

 図表2: グローバル株式指数と内外株式指数を  
組合せた運用のリスク・リターン比較


(注)・国内株式はTOPIX、外国株式はMSCI-KOKUSAI(円ベース)、グローバル株式はMSCI-WORLD(円ベース)とした。  
・内外株式の組合せ運用のパフォーマンスは、四半期ごとにリバランスし、取引コストとして片道0.5%を見込んだ。  
・リスク・リターンは1985年度から2009年度の実績値。  
(資料)Morningstar EnCorrから、ニッセイ基礎研究所作成。

一方、内外株式の期待リターン格差がGDP成長率と予想配当利回りの内外格差の和で表されるとすると、格差はどの程度になるであろうか。IMF(国際通貨基金)の見通しによれば、将来5年の内外のGDP成長率格差は1%程度である。仮に、予想配当利回り格差が1%程度とするならば、内外の期待リターン格差は精々2%程度と計算される。為替レートを一定とすれば、7%近い内外の期待リターン格差を将来に亘って継続的に説明することは困難と言わざるを得ず、国内比率10%というグローバル株式指数での運用を無条件で受け入れることには疑問が残る。

そもそも、グローバル株式指数は過去のパフォーマンスを振り返っても効率的とは言えない。このことは、TOPIXとMSCI-KOKUSAIを一定の比率で組合せた運用との過去のパフォーマンス比較から明らかである。過去のリターンはあくまでも過去の実績にしか過ぎず、将来を物語るものとはならない。しかし、リスクだけに着目したとしても、グローバル株式指数による運用では内外株式の分散効果を十分に享受できない可能性を過去のパフォーマンスは物語っている(図表2)。

最近、TOPIXなどの時価総額加重ベースの株式指数のパフォーマンスの問題が取沙汰されることが多い。値上がりした株式のウェイトを引上げ、値下がりした株式のウェイトを引下げるという順張りのなウェイト調整が、パフォーマンスにマイナスの影響を与えているとの指摘である。上述のグローバル株式指数の低パフォーマンスをこうした問題に照らして考えると、グローバル株式指数は計算対象となる株式が広範囲に及ぶ結果、問題が増幅されているとも解釈できるかもしれない。

以上で全ての観点が網羅されていると言うつもりはない。しかし少なくとも、グローバル株式指数による運用が全ての年金に共通する運用効率の改善策ではないことを指摘することはできよう。株式の内外区分を取り払ってアセットクラスを1つにすべきとの認識も広がりつつある。しかし、グローバル株式という1つのアセットクラスに統合するとの考え方も含め、グローバル株式指数による運用についてはデメリットもあることを認識しておきたい。

(梅内 俊樹)