

包括的金融緩和下における年金資産の運用

～各資産クラスの期待収益率の低下と相関構造の変化への対応～



金融研究部門兼保険・年金研究部門 上席主任研究員 徳島 勝幸

k-toku@nli-research.co.jp

1—日本銀行による包括的な金融緩和政策に対する理解

1 | 包括的な金融緩和政策とは

日本銀行は、2010年10月5日に開催された金融政策決定会合において「包括的な金融緩和政策」の導入を決定した。「包括的な金融緩和政策」の内容としては、金利誘導目標の変更、中長期的な物価安定の理解に基づく時間軸の明確化と、資産買入等の基金の創設の三つを合せたものと説明されている。具体的には、金利誘導目標の変更とは、「政策金利である無担保コールレート（オーバーナイト物）を0～0.1%程度で推移するよう促す」ものであり、中長期的な物価安定の理解に基づく時間軸の明確化とは、「日本銀行が物価の安定が展望できる情勢になったと判断するまで、実質ゼロ金利政策を継続する」ものである^(注1)。この二つによって、相当の期間にわたり短期金利が実質的にゼロ金利という極めて低水準に維持されることが明示されている。また、「資産買入等の基金の創設」については、臨時の措置として総額35兆円程度の基金をバランスシート上に創設し、うち30兆円程度は固定金利方式・共通担保資金提供オペレーションに当て、残りの5兆円程度を様々な資産の買入に当てるとしている。

[図表-1] 基金による資産買入の内訳

共通担保資金供給オペレーション	30兆円程度
長期国債	1.5兆円程度
国庫短期証券	2兆円程度
コマーシャルペーパー等	5,000億円程度
社債等	5,000億円程度
指数連動型上場投資信託	4,500億円程度
不動産投資信託	500億円程度

(資料) 日本銀行発表資料に基づきニッセイ基礎研究所作成

買入対象となる資産の内訳を、その次に開催された10月28日の金融政策決定会合において決定・公表された具体的な内容^(注2)を含めて見ると、図表-1のように、長期国債及び国庫短期証券が3.5兆円程度でうち長期国債（残存期間1年～2年のもの）が1.5兆円程度、コマーシャル・ペーパー（a-2格相当以上）及び資産担保コマーシャル・ペーパー（a-1格相当）が0.5兆円程度、社債（残存期間1年～2年でBBB格相当以上）及び不動産投資法人債（残存期間1年～2年でAA格相当以上）が0.5兆円程度、指数連動型上場投資信託（ETF）が4,500億円程度、不動産投資信託（J-REIT）が500億円程度となっている。「包括的な金融緩和政策」の意図するものは、金融緩和を一段と強力に推進することであり、中でも、基金を通じて資産買入を行うことにより、長めの市場金利の低下と各種リスク・プレミアムの縮小を促していくこととされている。

2 | 市場に与える影響と中期的な資産運用環境の見直し

10月5日に公表された「包括的な金融緩和政策」の導入はやや唐突感があり、市場参加者が予想したものより踏み込んだ内容であった。そのため、具体的な買入対象と明示された資産のみならず、周辺資産まで巻き込んだ価格の上昇、即ち、金利の低下が見られた。例外として、直接の買入対象とされなかった年限の長い長期国債及び超長期国債は、米回国債市場での金利上昇の影響を受けて金利水準が上昇したものの、短期金利は、物価の安定が展望できる情勢になったと判断するまで実質ゼロ金利政策を継続することが明確にされたことから、低水準で安定することとなった。現在のように物価水準が横這いからやや下落する局面が継続する限り、短期金利水準の上昇を期待することはできず、国内債券投資に期待される収益率は中期的に低水準となることが必至になったのである。加えて、BBB格相当にまで踏込んだ低格付け社債の購入は、社債に付される信用スプレッドの水準を低下させる効果がある。国債以外の一般債全体を含む国内債券投資においては、金利水準の低下と信用スプレッドの低下との相乗効果で、期待収益率が大きく低下することとなった。まさに、日本銀行の意図した「長めの市場金利の低下と各種リスク・プレミアムの縮小」が実現したのであった。

中期的な観点で短期金利の低位安定を想定することは、単に国内債券投資による期待収益率の見直しを低下させるだけでなく、ビルディング・ブロック方式によって資産クラスごとの期待収益率を算出する年金資産にとっては、投資対象全般の期待収益率を押し下げることとなる。例外的に、オルタナティブ投資について国内債券投資等の伝統的な資産クラスとは異なる観点から期待収益率を算出していれば、短期金利の影響を受けないことも考えられる。また、日本銀行による資産買入れの姿勢を好感して、J-REIT指数に見られるように、日本銀行による直接の買入対象とはならないA格以下の銘柄ですら価格が上昇した例も見られるが、結局は、足元の価格上昇によって中期的な期待収益率を低下させているのである。

2—アロケーションの構築に革新的な取組みが必要

1 | 伝統的な年金運用におけるポートフォリオ構築の見直し

伝統的な年金運用における資産ポートフォリオの構築手順は、概ね以下の通りとなる。まず、加入員の世代構成の見直しから将来必要な給付と掛金のバランスを確認し、必要ならば制度設計の前提となる

利率水準を見直す。更には、スポンサーからの特別掛金や過去勤務債務の分割償却といった会計制度面も含めての広い観点から、資産運用の目標と制約条件を明確にする。ここで重要なことは、リターンを求める以上、投資はリスクを伴うし、同時に、リスク許容度の多寡を無視して高いリターンを求めることはできないことであろう。運用の実務経験が乏しいスポンサーの担当者からは、利回りの下落や元本の毀損を回避するとともに、極力高い利回りを獲得するよう要請されるかもしれないが、デリバティブや擬似デリバティブ的な手法を用いない限り、良い所取りの運用というのは不可能である。

資産ポートフォリオ構築の次のステップは、各資産クラスの期待収益率・リスク値の設定である。短期金利が長期的に低位安定するという見通しに立てば、中長期の資産クラスの期待収益率想定は、従前よりも引下げざるを得ない。特に、タイム・ホライズンを明確にせず中長期といった漠然とした期間概念に基づく期待収益率を、短期金利に対して各資産クラスのリスク・プレミアムを上乗せするというビルディング・ブロック方式を使用する場合には、短期の見通しを無視し中期的なバイアス(例えば、現在は金利が低水準だからと安易な金利上昇を予測する等)を織込む危険性が高いことには、留意しておいた方が良好だろう。リスク管理の基礎的な手法の一つであるシナリオ分析の応用として、金利水準が上昇しない場合の対応を考えておくことは、日本銀行が短期金利の上昇を先送りしている現状から見ると必須である。

基本ポートフォリオの策定に際しては、資産クラスごとの期待収益率やその振れ方(標準偏差、以下“リスク値”)の設定以上に、資産クラス間の相関係数の設定が重要な鍵となる。仮にリスク値については、過去の一定期間における収益率の標準偏差で考えるしかないとしても、相関係数を計測する対象としての期間と必ずしも一致させる必要はない。特に、20年や30年といった長期のタイムスパンで見ると、国内債券と外国債券、国内株式と外国株式の二つの資産クラスの組み合わせには負の相関が見られ分散効果が期待できた。しかし、足元の10年以内といった短い期間を考えると、国内債券と外国債券、国内株式と外国株式の二つの組み合わせは、いずれも市場のグローバル化によって、正の相関を有する状況となっている。その結果、平均分散法のような従来の手法で得られるアロケーションの分散効果は、足元の運用環境下においては、著しく減退しているのである。

特に、株価変動のグローバル化による影響は大きい。ホームカンントリーバイアスといった概念を導入し国内株式に一定の投資金額を確保するといった従来の手法が、正当性を疑問視されるようになったとしても過言ではないだろう。近年の資産クラス間の相関構造を考えると、為替リスクを負わず流動性と安定収益を確保するために国内債券を資産運用の中核に据え、その他の資産クラスとは別のアプローチで取組むことが妥当であると考えられるし、そもそも相関の高まっている国内株式と外国株式をグローバル株式と一つにまとめてしまうならば、伝統的な資産クラスによる資産アロケーションでは、既に十分な分散効果を得ることが極めて難しくなっている。

伝統的な年金運用の方法では、期待収益率・リスク値・相関構造から平均分散法やモンテカルロシミュレーションといった手法で中期的な最適アロケーションとしての基本ポートフォリオを作成するのが一般的である。しかしながら、運用環境が大きく変貌してきている中では、こうした従来のアプローチを踏襲する必要はないのではなかろうか。例えば、短期的な最適解としての戦術的アロケーションを積み重ねた上で、アロケーションをローリング方式で見直しつつ基本ポートフォリオを中期的に達成するといった方法も考えられる。特に、フルインベストメントを前提として、キャッシュ比率

を極度に抑える現在の年金運用では、ベンチマークとして採用する市場インデックスへの勝ち負けを評価することはできても、本来の年金運用の目的である利回りの確保に関しては、失敗する可能性が高い。具体的な例を挙げると、「TOPIXが5%下落している時に、1%の超過収益を得たために4%の下落で済んだ」という国内株式の運用を是と評価するかどうかである。キャッシュに置いておけば、利回りは得られなかったかもしれないが、元本の毀損を免れることができたのである。

日本における企業年金運用の歴史を振り返ると、運用に際してのフルインベストメント原則はキャッシュと投資のスイッチングを容認することをマーケット・タイミングと呼んで忌避したことにはじまるようだ。しかし、株価が右肩上がりであった上げ相場の時代とは異なり、バブル経済崩壊後のように上昇局面と下降局面とを繰り返す相場付きの場合には、時にキャッシュで持つという選択肢も検討する価値が十分にあると思われるし、既に実践している年金も存在する。また、企業年金会計が資産側のみならず負債側についても、時価変動の影響を即時認識するようになる時代が到来しようとする今こそ、資産ポートフォリオの構築方法のみならず、こういった運用方針が最適なのかを改めて考えるタイミングなのではなかろうか。

2 | 負債を意識するアロケーションの姿を考える

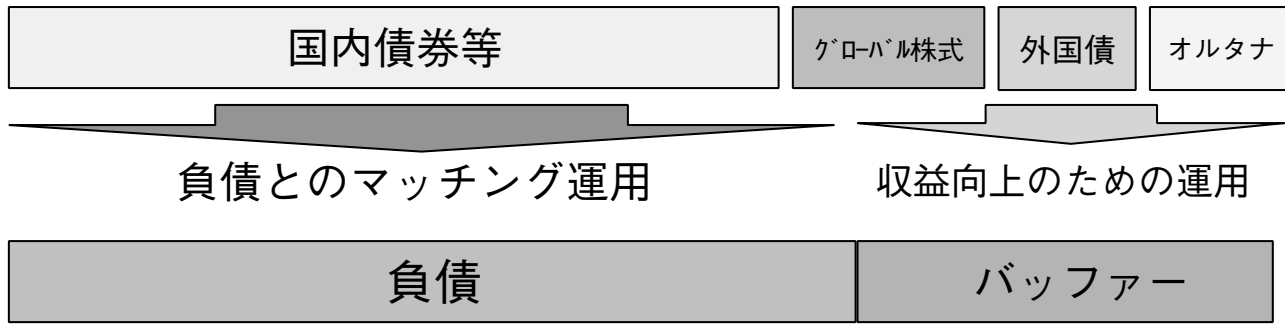
資産運用で得られる期待収益率の水準が低下している中では、まず、年金制度で前提としている種々の利率を引下げないと、リスク許容度を超えて高利回りを追求する運用に走ってしまい、年金そのものを破綻させてしまう危険性が高い。高い収益率を求めることは、即ち、高いリスクに晒されるということであり、元本を毀損してしまう可能性が高くなる。将来の給付金を期待している契約者に対して運用者は受託者としての責任を負っているのであり、ギャンブルのような運用は受託者としての義務を履行しているとは言えないだろう。

したがって、低収益環境下においては、リスク許容度に応じて得られる期待収益率に見合った水準にまで諸利率を引下げた後に、中長期のタイム・ホライズンの下で年限及びキャッシュフローの両面で負債からの乖離を抑えた国内債券投資が資産運用の中核となる。その上で、リスク許容度の範囲内でグローバル株式や外国債券、オルタナティブ投資といった利回り向上のためのリスク性資産投資を行うといった姿が、年金運用の基本形となるしかない。実のところ、これはまったく新しい姿ではなく、過去から言い古されてきたALM管理（総合的な資産及び負債の管理）の基本構造であり、まさに年金運用における「不易流行」なのである。

近年、ヨーロッパを中心に年金運用においてLDI（Liability Driven Investments）の考え方が大きな支持を得ているが、日本において多くを占めている年齢構成面で未成熟の年金には不適切な要素も存在する。特に、スワップションなどの金利デリバティブを積極的に活用し、収益の嵩上げを図るといった方法は市場規模の面からも時期尚早であり、現在必要なことは、まず、その前のステップとしてのALMポートフォリオの構築なのではなかろうか。

これまで検討してきたことをまとめると、現在の資産運用環境下における基本ポートフォリオのイメージは、図表-2のような姿になるものと考えられる。

[図表-2] 基本ポートフォリオの見直しイメージ



※資産ごとの大きさが厳密な時価の比率を指すわけではない

(資料) ニッセイ基礎研究所

新しい年金の基本ポートフォリオにおいて中核となる国内債券運用の詳細に触れる前に、収益向上のための運用と整理されるリスク性資産について、解説を加えておこう。グローバル株式という資産クラスにおいては、日本株への投資比率は時価総額並みの水準とならざるを得ない。しかも、単純にTOPIXをベンチマークとするといった運用のみではなく、時価加重概念による束縛を外すことや最小分散ポートフォリオといったリスクを抑える運用を加えることも検討する価値があるだろう。また、グローバル株式という資産クラスの中には、新興国株式を組み入れることも考えるべきである。ベンチマークとして何を採用するかという議論はさておいても、ある程度の比率を成長性が高く価格変動性の大きい新興国株式に投資することは、先進国経済がデフレ局面で低迷する中では不可避だろう。常に時価総額見合いの比率を新興国株投資に投入すべきだという固定観念を持たないためには、ベンチマーク外投資と割切って行うことにこそ意味があるかもしれない。

外国債券については、為替リスクを負うことによって収益率を向上させることができる可能性があり、適切な運用手段・委託先が選定できるならば、十分な効果を期待することができる。ただし、様々な為替レートの決定理論を考えると、仮に外貨建ての投資において外国債券で国内債券を上回る利回りが得られたとしても、為替水準の変動によって超過収益が相殺される可能性も小さくないことには留意しておきたい。

オルタナティブ投資については、かつてのような債券代替といった誤った概念をもつべきではないし、ヘッジファンドからPE (Private Equity)・不動産投資等多様な投資対象があるものを一つの資産クラスに括ることの危険があることは言うまでもない。分散投資やデューデリジェンスといった投資の基礎的な手順を怠ることなく、既存の資産クラスと低相関であることが、オルタナティブ投資の基本であることを再確認し、慎重に投資判断を行うべきである。

3—インカム収益を確保するという観点での債券運用の考え方

1 | 国内債券のアクティブ運用は必ずしもコストに見合わない

債券投資のアクティブ運用においてベンチマークに対する超過収益を獲得するためには、何らかのリスクを取らざるを得ない。大別すると、①金利の方向性に賭けてデュレーションをコントロールすること (金利リスク)、②イールドカーブの歪みに着目して年限構成を変化させること (イールドカ

ープの形状変化リスク)、③国債以外の一般債の投資比率を変化させること(信用リスク)の三つを
考えることができる。

このうち、金利リスクを取るデュレーション・ベットと呼ばれる手法については、大きな金利の変
動方向を捉えることを念頭に置きつつも、日々の細かな金利変動に収益源を求めて、頻繁な債券の売
買を行うことになりがちである。もっとも古典的な債券投資の手法であり、過去のディーリング相場
等を経験したファンド・マネジャーが好む運用手法である。前提として、国内債券の取引においては、
株式の取引と異なり大きな売買コストがかからないと認識されているが、国内債券取引の売買コスト
は債券価格のオファーとビッドのスプレッドに内在しているものであり、売買頻度が高ければ、それだ
け債券の取得コストを悪化させていることを忘れてはならない。中期的な相場の方向性について、マ
クロ経済のファンダメンタルズや市場参加者の需給動向等から予測することは可能であるが、短期的
な日々の変動を予測することはディーリング的な売買となってしまうために、結果として、三つの超
過収益を狙う運用手法の中では、安定した収益を確保するのにもっとも適さないものである。

次に、イールドカーブの歪みに着目する取引手法は裁定取引の一種であり、基本的には、低リスク
で着実に収益を獲得できる手法であると考えて良い。しかしながら、裁定取引であるということの必
然だが、ロングサイドのポジション形成コストが小さいのに対し、ショートサイドのポジション形成
コストがかかることに注意する必要がある。国内債券取引に関連してショートポジションを形成する
には、債券をレポ市場で借りて来て空売りを行う他、債券先物の売建てやスワップの払いポジション
等幾つかのバリエーションがあり、各々の取引コストを認識するべきである。しかも、市場の歪みと
考えた状態が長期間に渡って解消されない可能性もあり、ポジションを作成して取組むタイミング・
手法とロスカットによる手仕舞いの判断が重要となろう。

最後にクレジット投資に関しては、国債プラス α の超過収益部分を信用スプレッドで獲得する取引
であり、代表的な市場インデックスであるNOMURA-BPI総合にも、A格相当以上の社債が多く組入
れているために、必然として、市場における時価比率を上回る投資や低格付け債への投資に傾注
しがちである。結果として、クレジット投資そのものが目的となる危険性もあり、スプレッド水準の
厚い銘柄を集め業種分散が十分でなかったり、投資対象に対する信用評価や状況変化の認識が疎か
になったりする可能性が小さくない。クレジット投資には、人材のみならず情報面でも相応の設備投資
が必要であり、不十分な体制での投資の結果、国債への投資では考えられない元本の大幅な毀損とい
った事態を招いてしまう可能性がある。

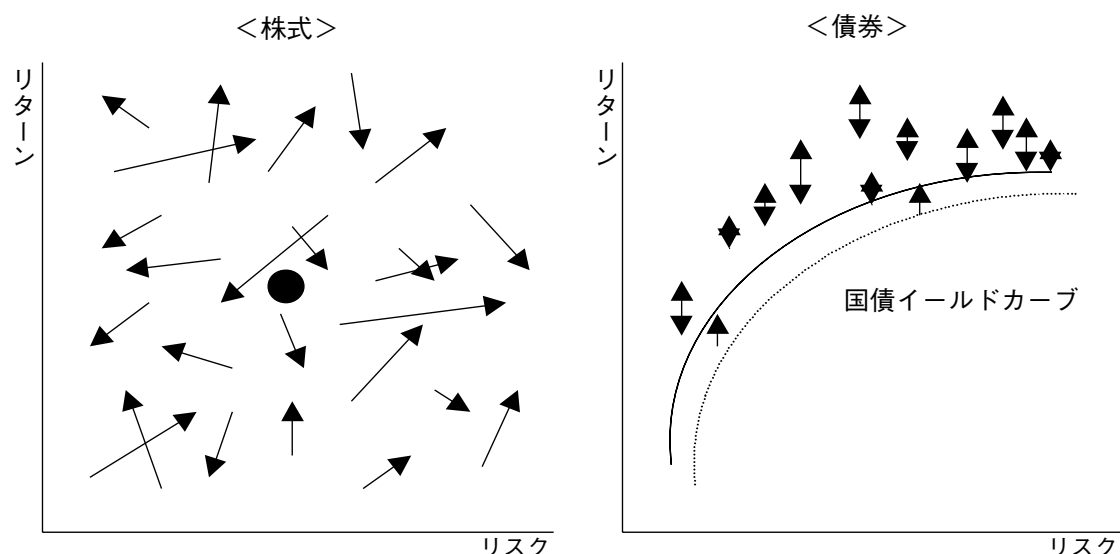
このように、国内債券投資におけるアクティブ運用は、超過収益を継続的に獲得することが困難で
あるだけでなく、現状では、運用に要するコストを賄うだけの超過収益すら期待しづらい状況にある
ことが理解できよう。しかも、日本銀行による「包括的な金融緩和政策」の導入によって、金利の変
動性が減少しただけでなく、信用スプレッドの水準も縮小している。国内債券投資においてアクティ
ブ運用を行う意味合いは、更に低下していると言わざるを得ないし、同時に、外部の運用者に委託し
て期待できる超過収益は極めて限定的であろう。

2 | 国内債券投資の基軸は市場インデックスである必要性に乏しい

アクティブ運用に期待できる超過収益が乏しいならば、国内債券投資をパッシブ運用に切替えてし

まえば良いという考え方もある。ただし、その場合にも、NOMURA-BPI総合に代表される国内債券の市場インデックスは、TOPIXなどの一般的な株式市場のインデックスとは性質が異なることを理解しておく必要がある。株式の場合には、価格変動をランダム・ウォークと表現するように、個々の銘柄がリスク対比で様々な動き方をする。一方、債券の場合には、インデックスの時価で約75%を国債が占めているだけでなく、一般債のリターンは国債プラス α と分解することが可能であり、かつ、上乗せ金利であるスプレッドの水準は、金利水準よりも格段に小さいことが珍しくない。例えば、10年物の電力債の場合、国債金利が1.2%程度の際に、電力債の利回りが1.29%程度となってしまう（2010年12月初旬の例）。個別銘柄のスプレッド変化に着目するよりも、債券価格変動の大きな部分を占める国債の動きに注意すべきであると言って良いのである。結局、国内債券の市場インデックスは、国債利回りの水準とイールドカーブの形状変化によってパフォーマンスを左右されるのであり、それは即ち、国という単一の発行体によって大きく影響されてしまうということなのである。株式のインデックスとは意味合いが大きく異なる点に注意する必要がある。

[図表-3] 株式インデックスと債券インデックスの差異（イメージ）



(資料) ニッセイ基礎研究所

パッシブ運用とは、株式運用の世界を見てもわかるように、多様なアクティブ運用が存在する中で市場平均としての意味でしかない。一方、国内債券運用の世界では、そもそもアクティブ運用の存在が難しいだけでなく、最大の発行体である国（財務省）の起債スタンスによって、イールドカーブの形状やパフォーマンスが大きく影響を受けるため、パッシブ運用についても年金運用の対象として適切なものではない可能性が高い。あくまでも、アクティブ運用の運用報酬水準が得られる超過収益に比して高いために、代替手段として存在すると割切って考えるのが適切であろう。

3 | 新しい国内債券の運用は基本的な年金運用に立ち返ること

今後の国内債券の運用は、債券という資産の本来の特性に応じた運用に立ち返る必要があると考える。即ち、為替変動がなく、償還まで保有することによって投資元本を安全に回収することが可能で

あり、保有期間中は予定された利息が安定的に収入できるというものである（会計的には、保有債券を時価評価し評価差額を認識することから、各期のリターンという意味では安定しない可能性もあるが、通期で均してみるとリターンは安定する）。個々の年金ごとに、その負債及びキャッシュフローの形状に応じた国内債券ポートフォリオを保有するという、ALM管理こそが年金運用の基本原則ではないだろうか。

国内債券運用によって将来の年金給付に必要なキャッシュフローの大半を賄うという発想に立てば、国内債券運用で過度のリスクを取る必要はない。国債を淡々と購入するだけというのであるなら資産運用に資源を投入する必要はないという批判があるかもしれないが、国債への投資を中核にしつつ、運用主体のリスク許容度に応じてイールドカーブの形状変化リスクやクレジット・リスクへの投資を行い、単なる国債の持ち切り運用ではないプラス α のリターンを目指すことは、高度な運用である。しかも、負債側のキャッシュフローを意識するということは、必然的に中長期のタイム・ホライズンを意識することとなり、本来的に中長期運用であるべき年金の資産運用にもっとも近い姿になるのではなかろうか。

また、これまで国内債券投資といった表現で説明して来ているが、投資対象となる市場そのものにも課題がある。例えば、日本の資本市場においては年金の長い負債に見合うようなデュレーションの長い運用対象が、決して潤沢には存在していない。超長期年限の国債や高格付社債の活用は当然のことであるが、現状の超長期債マーケットの市場規模・流動性を考えると、それ以外にも、RMBS (Residential Mortgage Backed Securities) への投資や生保一般勘定の団体年金商品といった広義の円金利資産のみならず、投資環境が適切なタイミングを掴まえての配当株やヘッジ付外債への投資も、検討するべきであろう。超長期年限の投資だからと言って、市場が十分に成熟していないPE投資やインフラ・ファンドに一足飛びで走るのは、あまりにも無謀であると考えられる。

4—おわりに

日本銀行による「包括的な金融緩和政策」の導入で明らかなように、これから暫くの期間、日本の資産運用市場において期待できる収益率は、極めて低い水準に留まる。各運用主体がリスク許容度や負債の構造に応じ、可能な範囲のリスクに取り組むことによって利回りの向上を図って、少しでも高いリターンを安定的に獲得することが、運用者としての叡知の成果である。今こそ運用者の手腕の発揮しどころなのであり、逆境においてこそ真価が問われるものであって、日本の年金運用にとっては、新たな変革期を迎えているという覚悟が委託者・運用者の双方に必要であると考えられる。

(注1) 2010年10月5日 日本銀行 「包括的な金融緩和政策」の実施について

(注2) 2010年10月28日 日本銀行 当面の金融政策運営について