

(年金運用)：改めてオルタナティブ投資の意味を考える

日銀による包括的な金融緩和政策の下では、低金利環境が継続し、他資産のリスクプレミアムも低水準となる可能性が高い。このような環境下では、利回りを求めオルタナティブ投資に目を向けがちとなるが、その前に、改めてオルタナティブ投資の意味合いを確認しておきたい。

日本銀行は昨年10月の金融政策決定会合において、包括的な金融緩和政策を導入している。具体的には、物価水準が安定的に上昇するまでの実質ゼロ金利政策の継続と、国債等の買入による長期金利の抑え込みに加えて、社債やETF等複数種類のリスク性資産を購入することによって、リスクプレミアムを低下させることが目的であるとされている。実際の資産購入は昨年中に開始されており、J-REIT市場が大きく高騰する等の影響が、既に生じはじめている。

日本銀行の政策が意図するところを考えると、現在も引続き見られているデフレーションの進行が反転し、日本経済が緩やかな物価上昇と景気回復が可能な状況となるまで、包括的な金融緩和政策を継続することが確実である。その間、伝統的な資産クラスでの運用から得られる期待収益率は、低水準に留まる可能性が高い。少しでも高い利回りを求める運用者ならば、株式や為替といった伝統的なリスク性資産において投資比率の引上げを考えるだろう。そして、もう一つ検討の俎上に上ってくる対象がオルタナティブ投資である。

もっともオルタナティブ投資とは語義通りの“代替的”投資であって、伝統的な資産クラス以外の投資すべてを指す概念であり、一括りで論じることは危険かもしれない。オルタナティブ投資の代表として、すぐにヘッジファンド投資と考える向きもあろうが、その他にも、ファンド等の形態を通じた不動産投資や、プライベートエクイティ投資、インフラストラクチャー投資等といった様々な投資手法を想起することが可能である。日本においては、欧米に比べて多様な選択肢の検討及び活用が遅れているところでもある。伝統的な四資産と異なる資産クラスであるということは、即ち、伝統的な資産クラスと異なるリスク・リターン・プロファイルを持っているのであり、慎重な投資姿勢が求められることは言うまでもない。特に、十分なリスク・バッファーを有しない年金が取組む場合には、リスク管理の面で細心の注意を払う必要があるだろう。

図表1：日銀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

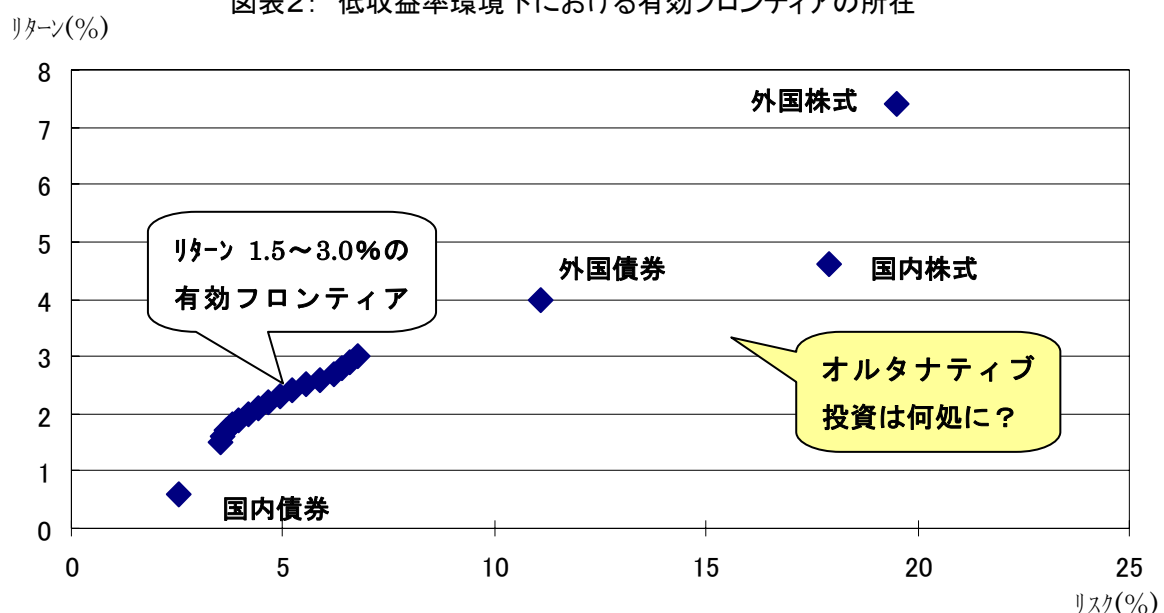
(出所)：日本銀行の発表資料に基づき筆者作成

オルタナティブ投資というカテゴリーに含まれる様々な投資手法は、個別の異なったリスク・リターン・プロファイルを有するものであるから、オルタナティブ投資という資産クラスをア priori に設定し一定割合を配分するという考え方は馴染まない。あるとすれば、リスク・バッファーを配賦する考え方から、投資手法ごとのエクスポージャー総額（即ち、リスクの総額）を設定するくらいだろう。オルタナティブ投資に、基本ポートフォリオの一定割合を振り向けるというのは、個々手法に対する残高を積上げた結果でしかないのである。

かつてのヘッジファンド投資においては、利回りの低い国内債券に代替するという観点から、市場の変動によって影響を受けず安定的に収益を得られると誤解されていた。ところが、リーマン・ショックによって明らかになったように、すべての局面で、また、すべてのファンドについて、こうした考えた方があてはまるものでないのである。必ずしも完全に効率的でない証券市場においては、会計や規制に起因するものや投資家の行動や慣習に起因するもの等で、偶発的な裁定取引による収益機会の発生することがある。こうした収益機会は、その生因によって瞬時に消失するものから一定期間存続するものまで区々であり、そこに資金を集中投資すれば、収益機会は一気に消失してしまうだろう。我々の経験から得られた認識として、安定した収益を継続して挙げることの可能なヘッジファンドは、珍しい存在だと言うことである。

改めてオルタナティブ投資の存在意義を考えると、それは既存の伝統的な資産クラスとの相関が低いことに他ならない。特に、国内株式と外国株式、国内債券と外国債券といった組み合わせが各々正の相関となっている現状では、既存の資産クラスとは異なるリスク・リターン・プロファイルを有し、低相関のオルタナティブ投資手法を選ぶことで、低収益率環境下においても高いリターンを獲得するポートフォリオを作成できる可能性がある。ただし、オルタナティブ投資の実施に際して、分散投資やデュー・ディリジェンスといった基礎的な概念・手法に立ち返り、慎重に判断を行う必要があることは言うまでもないだろう。

図表2： 低収益率環境下における有効フロンティアの所在



(徳島 勝幸)