

(年金運用)：ダウンサイドの抑制に向けた動的管理の活用について

ダウンサイドの抑制は、年金運用の目標であり課題である。しかし、静的管理によって特徴付けられる現在の基本ポートフォリオ運営では、ダウンサイド抑制に限界がある。静的管理に動的管理を併用する資産配分戦略の複線化は、ダウンサイド抑制の効果を高めるための候補となり得る。DBの持続性を高めるためにも、資産配分戦略の改善に向けた検討が望まれる。

ダウンサイドを如何に抑制するかは、年金運用の重要な目標の一つであり、課題でもある。年金運用の損益が即時認識される企業会計において、母体企業の財務諸表への負のインパクトを抑えることが求められるからだけでなく、複利効果によって中長期的に資産額を高め、ひいては年金財政の健全性を維持する上でも、欠かせないからである。

しかし、現時点で年金運用の主流となっている静的管理、つまり、平均分散法によって基本ポートフォリオを構築し、3～5年間その基本ポートフォリオを維持するという枠組みは、現在のボラティルな市場環境には適合しないとの指摘は多い。特に、ダウンサイドの抑制という点で、十分とは言い切れないのが実情だろう。

平均分散法はリターンが正規分布に従うことを前提とする。しかし、実際には正規分布よりもファットテールであることは周知の事実であり、平均分散法を利用して、ダウンサイド抑制を考慮したポートフォリオの構築はできない。基本ポートフォリオを一定期間維持することは、リバランスの都度、基本ポートフォリオ構築時の前提を繰り返し適用することに他ならない。しかし、短期間で大きく変化する現実の市場で、一定の前提を適用し続ければ、ダウンサイドを回避することは難しい。

もちろん、世界的な金融危機時に散見されたように、ショック発生時にはルール通りのリバランスを一時的に停止することも考えられなくはない。しかし、効果を得るためには、ルールの停止だけでなく、ルールの復活についても、絶妙なタイミングを要求される。その両者のタイミングを上手く捉え続けるのは容易ではない。それが可能だとしても、短期的な一つの見通しに従って、年金資産全体の損益が大きく左右される運用は、必ずしも健全とは言えないのではないか。

では、どうすれば、ダウンサイド・リスクを抑制し、運用利回りの安定性を高めることができるのだろうか。一つの候補として、資産配分戦略の複線化を挙げることができる。従来型の静的管理に全てを委ねるのではなく、静的管理の外枠でリスク主導型の動的な資産配分戦略（以下、動的管理）を導入するという考え方である。

動的管理と言うと、効果に懐疑的な見方も少なくない。しかし、リスク主導型の戦略では、資産価格の大幅な下落時にボラティリティが高まり、一度ボラティリティが高まると価格変動の大きな状況が続くという市場の性質を利用するところに特長がある。リターンに比べ確度の高い予測が可能な短期的なリスクに着目し、市場の変調を速やかに捉える戦略は、異常時の損失

抑制に強みを持つと考えられる。

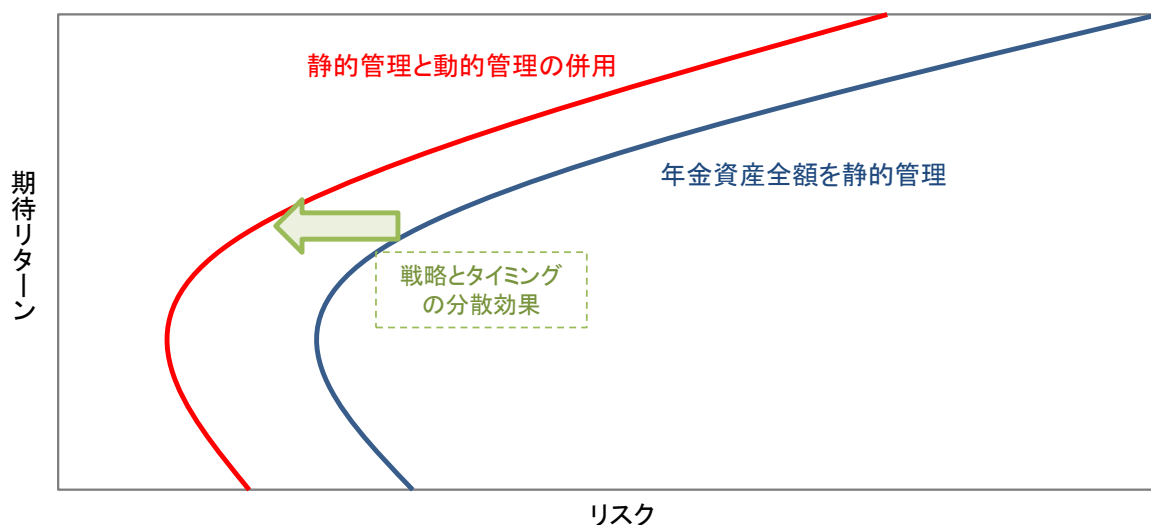
少なくとも、従来型の静的管理と動的管理を組み合わせることで、戦略と売買タイミングの分散を通じたリスク低減を見込むことができる。静的管理におけるリバランスは、逆張り戦略である。一方、リスク主導型の動的管理は、どちらかと言えば、順張りの傾向がある。静的管理によるリバランスは、月末や四半期末といったタイミングで実施されるケースが多い。しかし、動的管理では、月末とは限らないタイミングで機動的に資産構成割合が見直される。2つの分散によって、効率的フロンティアをリスク低減方向へとシフトさせる効果を期待できるのである（図表1）。

幸い世の中にはリスク主導戦略を標榜する様々な運用商品が提供されており、自前で動的戦略を実践する必要はない。商品性は個々に大きく異なるため、全ての商品が各DBの運用方針に合致するとは限らない。しかし、適合する商品さえ見つけられるのであれば、容易に実践可能である。個々の資産クラスの運用では常識となっている戦略分散を、単に資産配分戦略にも適用することだからだ。

日経平均や円ドルレートは、世界的な金融危機前の水準をほぼ回復しつつある。しかし、1.8%前後であった10年国債利回りは0.3%台まで低下している。何らかの危機が発生し、大幅な株安・円高に見舞われたとしても、年金資産全体の損失を吸収する緩衝材としての役割を内債に求めることはもはやできない。こうした環境においてダウンサイドを抑制するには、静的管理という一つの戦略に依存した枠組みからの脱却が欠かせない。

安倍政権以降の株高・円安によって、多くのDBで積み立て不足が解消され、剰余が積み上がってきている。久方ぶりに回復した積立剰余を無駄にせず、DBの持続可能性を高めるためにも、世界的な金融危機時に指摘された静的管理の課題に真剣に向き合う必要がある。動的管理の活用を含め、資産配分戦略の改善に向けた積極的な検討が望まれる。

図表1 動的管理導入による効率的フロンティアのシフト



(梅内 俊樹)