

(年金運用)：オルタナティブ投資の見直しを

かつての企業年金にとって、オルタナティブ投資≒ヘッジファンド投資であったかもしれない。内外の金利上昇が確実視される状況において、伝統的資産以外への投資が極めて重要になっていることは論を待たないだろう。オルタナティブ投資という枠組みを見直し、資産クラスの内り方を再検討することによってこそ、年金運用の未来が開けるのではないだろうか。

日本の年金運用においては、伝統的資産以外への投資をすべてオルタナティブ投資と括ることが一般的である。しかし、その結果として、ある種の思考停止をもたらしている可能性がある。図表1にまとめているように、オルタナティブ投資とは字義の通り“代替的”な投資すべてを指す広汎な概念として用いられている。流動性の高い（上場）有価証券を保有すること以外のすべての投資を含むものとされている。まさに玉石混交、十把一絡げの取扱いでと言っても良いだろう。そのことが、個別の投資対象の特性を見失わせているのではなかろうか。

図表1 伝統的投資とオルタナティブ投資（株式関連の例）

投資対象	投資手法	一般的な分類	代表的な例
伝統的資産	伝統的手法	伝統的投資	株式のバイ・アンド・ホールド
	非伝統的手法	オルタナティブ投資	株式のロング・アンド・ショート
非伝統的資産	伝統的手法	オルタナティブ投資	プライベートエクイティ
	非伝統的手法	オルタナティブ投資	株式ヘッジファンドの一部

(資料)筆者作成 証券アナリストジャーナル 2015年3月号・2022年7月号より

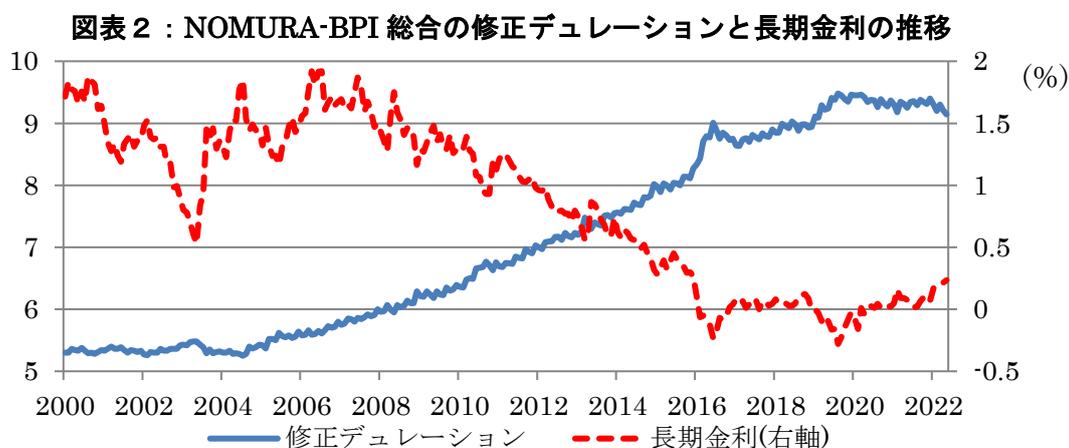
オルタナティブ投資に取り組むことは、伝統的な有価証券投資とは異なるリスクリターンプロファイルを持ち、低い相関を有しているため、運用ポートフォリオ全体の分散効果を高めることに意義があるとされる。必ずしも高い運用利回りが期待できるものではないが、オルタナティブ投資を含まない場合と比べて、リスクリターン対比の運用効率が高まるものと考えられる。オルタナティブ投資を組み込むことによって、伝統的資産のみで構成されるポートフォリオとは異なった運用成果が得られることを期待できるのである。

年金運用におけるオルタナティブ投資は、日本銀行による人為的な低金利政策への対応として取り組まれるようになったとされるのが一般的であるが、同じような長期の特性を持つ資金を運用して来た生命保険会社においては、オルタナティブ投資への取り組みを尋ねられても、怪訝な顔をされる可能性がある。第二次世界大戦後の大手生命保険会社は、戦後復興や高度経済成長を支える観点から産業金融への貢献が期待され、現在に至るまで直接に企業等向けの融資を提供している。年金運用において同種のものを探せば、ダイレクトレンディングであろう。また、未公開株式に対する投資も古くから取り組んでおり、ベンチャーキャピタルファンドを組成するなどの取り組みは、年金運用でのプライベートエクイティ投資と大きく異なるものではない。つまり、生命保険会社の運用において、オルタナティブ投資は不動産を含め、それぞれが古くから資産運用の一部として継続的に取組まれて来たものであり、決して“オルタナティブ投資”とまとめるの特別扱いは、されていないのである。

年金運用におけるオルタナティブ投資という区分は、そろそろ在り方を見直して良いのではなかろうか。生命保険会社の例にも見られるように、配分比率が小さい場合には、性質の近い他の資産クラスに含めて考えることが適切であろうし、GPIF（年金積立金管理運用独立行政法人）も一部では同様の管理を行っている。もしオルタナティブ投資への配分が大きい場合には、一括して「オルタナティブ投資」とするのではなく、少なくとも、ヘッジファンドのような「絶対収益追求資産」と、不動産やインフラ投資などの「低流動性資産」とは、明確に区分して考えるべきだろう。その他にも、各々の年金基金の状況に応じて、様々なバリエーションが考えられる。もし、成熟度が高く年金収支が流出超の年金において、「低流動性資産」という表現がステークホルダーから疑念を持たれるようであれば、「プライベート資産」といった表記にすることも考えられる。

日本の年金運用におけるオルタナティブ投資は、国内金利の低下への対応から、特にヘッジファンド投資を嚆矢として隆盛になったと見られるが、今後は、新たな転機を迎えることになると考えられる。海外を見ると、新型コロナウイルス感染症の拡大に対応した抑制的な経済から、経済活動が再開したことで物価が上昇し、また、ウクライナ戦争が原油等エネルギーや小麦の価格にも影響を与えている。そのため、インフレを抑制する観点から海外の中央銀行は金融緩和を縮小しはじめており、利上げに向かう動きも見られる。日本銀行がすぐに追随するとは思えないが、日本のみが置いて行かれる状況は、為替相場の変動を考えると容認されないだろう。

本誌 2017 年 8 月号ⁱでは、“現在の国債発行計画のトレンドを考えると、引続き、NOMURA-BPI 総合のデュレーションは長期化を続けるだろう。その状況下において、物価上昇や財政プレミアムの拡大により金利が上昇するならば、国内債券投資によって得られる利回りはマイナスになることが必至である。（中略）将来においては、金利上昇局面でのデュレーション長期化という極めて悲惨な状況の現出することが予想される。なるべく早い時期から NOMURA-BPI 総合に基づく債券運用から脱却する準備をはじめておいた方が良いだろう。”と指摘した。まさに、その悪夢の実現が迫ろうとしている。金利上昇への備えとしては、国内債券投資の見直しとともに、様々なオルタナティブ投資の活用が欠かせないものになるのではなかろうか。



(資料) 野村證券及び日本証券業協会の公表する数値を基に筆者

(徳島 勝幸)

ⁱ ニッセイ年金ストラテジー2017年8月号「NOMURA-BPI 総合は年金にとって適切なインデックスなのか」

(https://www.nli-research.co.jp/files/topics/56275_ext_18_0.pdf?site=nli)