

資産構成の変革を試みる 世界の年金ファンド

株式市場の回復を受け、2009年は世界の多くの年金ファンドで、リターンが20%近くに達した。資産クラスの再構成やリスクバジェットtingの適用など、リターンが経済環境の動向に左右されないポートフォリオを構築する動きが進んでいる。

急回復した世界の年金ファンドの リターン

2009年は、世界の年金ファンドのリターンが大幅に回復した年となった。図表1に、世界の主要な年金ファンドの2008・2009年の暦年ベースのリターンを示した¹⁾。2008年と比べ2009年は大幅にリターンが改善している。特に、株式比率が30%以上の年金ファンドでリターンが高い。世界的な株式市場の急回復がリターン改善の主な理由である。

株式比率が高いにもかかわらずリターンが10%前後にとどまっているのは、米国のカリフォルニア州公務員年金基金（カルパース）²⁾、カナダのオンタリオ教職員年金（OTPP）、日本の確定給付企業年金である。これらの年金ファンドが他のファンドに比べリターンが相対的に低い理由はそれぞれ異なる。カルパースは不動産による運用の失敗、OTPPはリターンが比較的安定的な、インフレとの連動性の高い資産割合が56%を占めることがその理由である。それに対し、日本の企業年金の場合、日本株式の出遅れがその主たる理由である。

国債以外のほぼすべての資産が下落した金融危機の状

況からリターンは急回復しているが、株式市場の動向にポートフォリオのリターンが大きく左右されるリスク構造は、ごく少数の年金ファンド³⁾を除けばあまり変化していない。この問題をどのように克服するかが、多くの年金ファンドにとって共通の課題と考えられる。

資産クラスの見直しと リスクバジェットtingの徹底

この課題解決を目指し、2009年以降、資産運用プロセスを再考する動きが広がりつつある。例えば、カルパースは株式市場に左右される資産のリスク特性を改善するため、資産クラスの見直しを検討している⁴⁾。

カルパースはこれまで、①グローバル株式、②グローバル債券、③オルタナティブ投資、④インフレリンク資産、⑤不動産、という5つの資産分類を定義し、戦略資産配分比率を決定してきた⁵⁾。しかし、2008年の金融危機において、この資産分類ではポートフォリオのリスク特性を十分に捉えきれず、リスク分散として不十分であることが明らかになった。例えば、債券に分類されていた事業債が、異なる資産クラスの株式と同じように大幅下落した。また流動性が枯渇した状況では、資産売却

図表1 世界の主要年金ファンドの2008/09年の運用リターンと資産構成比

| ファンド名 | リターン | | 株式比率 (国内割合：海外割合) | 伝統的株式・債券以外の 資産比率 |
|------------------------|-------|--------|---------------------|---------------------|
| | 2009年 | 2008年 | | |
| 確定給付企業年金(日本) | 6.6% | -19.2% | 31%(59:41) | 8% |
| 米国確定給付企業年金 | 19.4% | -22.7% | 47%(71:29) | 17% |
| カルパース(米国カリフォルニア州公務員年金) | 12.1% | -27.1% | 41%(54:46) | 30% |
| OTPP(カナダ・オンタリオ州教職員年金) | 13.0% | -18.0% | 41%(20:80) | 56% |
| ABP(オランダ公務員年金) | 20.2% | -20.2% | 32%(NA) | 31% |
| ATP(デンマーク公的年金) | 8.6% | -3.4% | 12%(98:2) | 56% |
| ノルウェー年金(Global) | 25.6% | -23.3% | 49%(0:100) | 0% |
| AP2(スウェーデン第2国民年金ファンド) | 20.6% | -24.0% | 56%(32:68) | 19% |
| NPS(韓国国民年金) | 10.4% | -0.2% | 15%(83:17) | 4% |

(出所) 各ファンドの年次報告書などから野村総合研究所作成

NOTE

- 1) 日本では3月を年度末とするリターンの公表が通常であるため、日本の確定給付企業年金は筆者が推計した数値を用いた。2008年3月末の平均資産配分比率に各年の各資産のベンチマークリターンを掛け合わせて計算している。
- 2) 2009年末の資産額は、2,033億米ドル。
- 3) 例えば、デンマークのATPなど。
- 4) このほかにも、米国アラスカ州パーマネントファンドも2009年に同じような試みを行った。
- 5) グローバル株式は、国内株式・外国株式という2つのサブ資産クラスから構成、グローバル債券は国内債券・海外債券、オルタナティブ投資はバイアウトファンド・破綻証券ファンド・ベンチャーキャピタルなどのプライベート株式が中心、インフレリンク資産はインフラ投資・コモディティ・森林・インフレリンク債券からそれぞれ構成される。
- 6) 図表の中ではビルディングブロックと表現。
- 7) リスクバジェットとは、ポートフォリオ構築を行う際に資金量ではなく、リターンの標準偏差のようなリスク量をベースに資金配分を行い、一連の運用プロセスを実行する手法の一つである。

がタイムリーに行えず、債券のクーポン収入だけでは給付を賄うことができないといった問題も顕在化した。

このようなポートフォリオのリスク管理上の課題を解決するには、ポートフォリオのリターンを決定する基本的な原動力が何であるかを理解することが重要になる。例えば、カルパースでは経済成長という要因が、投資している（名目国債とインフレリンク債券を除く）全資産クラスと正の相関がある。現在の資産配分構成の場合、ポートフォリオのリターンが経済成長の上下に大きく左右される構造となっているのである。

そこでカルパースは、ポートフォリオのリターンを生み出す経済のファンダメンタルズとして、①経済成長、②インフレ率、③実質利回り、の3つが重要であると結論づけ、図表2のような新分類案を検討中である。この分類案では、3つのファンダメンタルズに対応するリターン源泉に、さらにマネージャーの意思決定や流動性をリターン源泉として加えている。様々な経済環境下でもリターン・リスクが大きく変化しないよう、経済環境に対し耐性の

強いポートフォリオを構築することを目指している。

重要であるのは、ポートフォリオ構築の際、リターン源泉を最も重視し、資産クラス⁶⁾はそれに属する二次的なものと捉えてリターン源泉を考慮した後で決定している点である。まず「資産クラス」ありきで資産構成を考えないところにこれまでの方法と本質的な差がある。

デンマークの公的年金ファンドであるATPも、リターン源泉を重視したポートフォリオ構築を実践している。ATPは、金利・信用・インフレ・株式・コモディティという5つのカテゴリーに分け、しかもその配分を金額ではなくリスク量をベースとした「リスクバジェットing⁷⁾」と呼ばれる方法で行っているのが特徴である。この手法により、2008年はマイナス3%程度の減少幅に抑え、2009年も9%のリターンを確保するなど、株式市場の状況に左右されない安定したリターンを実現している。

これらの事例で分かるように、金融危機を経験し、ポートフォリオのリターンを左右する要因が何であるかを再確認することが重要と考えられ始めている。さらに、その要因にリターンが対応する投資対象の中で、幅広く分散投資することが、リターンの安定化に不可欠であることが再認識された。一方、日本の年金ファンドの多くは資産構成が流動性の高い株式や債券に偏っている。日本の経済環境に左右されない年金資産の構築は、日本の年金ファンドにとって優先順位が高く、上述の事例は参考になる点が多いと考えられる。

図表2 カルパースの新たな資産分類(案)

| リターン源泉(資産分類) | 資産クラス | 主たる目的 |
|-------------------|--|--|
| 利回り変化(国債) | ①国債(名目) ②国債(インフレリンク) | ・成長資産への集中化の分散 ・負債のヘッジ ・流動性の提供 |
| 利回り(インカム) | ③投資適格債(事業債、モーゲージ債等)、証券貸付、クレジットエンハンスメント | ・国債よりも高い利回り追求 ・ある程度の分散効果の追求と負債ヘッジ ・インカム指向のリターン |
| 経済成長(成長) | ④上場株式 ⑤プライベート株式 ⑥不動産 ⑦高利回り債券 | ・経済成長から得られる高いリターン(ブルーデントリスクあり) |
| インフレ変化(インフレリンク) | ⑧インフラ、森林 ⑨コモディティ | ・インフレリスクのヘッジ ・コモディティ価格が一時的に急騰・暴落することへのヘッジ |
| マネージャーの意思決定(市場中立) | ⑩絶対リターン:ヘッジファンド、全ての低資産クラスベータ戦略 | ・キャッシュを上回るリターン ・安定リターンの獲得 |
| 中央銀行のレート(流動性) | ⑪短期高格付債券 | ・流動性の提供 |

(出所) カルパース、「戦略配分における資産クラスの役割」、2010年3月投資委員会

Writer's Profile



堀江 貞之 Sadayuki Horie

金融市場研究センター
上席研究員
専門は資産運用関連の先端動向調査・研究
focus@nri.co.jp