

構造的な環境変化と国内年金運用の対応

目次

- I. はじめに
- II. 市場環境と年金運用の振り返り①
～運用規制緩和からリーマンショック前(1997年～2000年代前半)
- III. 市場環境と年金運用の振り返り②
～リーマンショック後の低金利時代(2010年代)
- IV. 今後の年金運用
- V. 終わりに

年金運用部 業務推進 G 野沢 彩香

I. はじめに

2022年はロシアのウクライナ侵攻、緊張感の高まる台湾を巡る米中対立などグローバルなサプライチェーンに大きな影響を与える出来事が続いた。これを受け、半導体などの工業製品における製造拠点の国内回帰やフレンドショアリング¹等、サプライチェーンを見直す動きが出てきている。こうした流れは今後のインフレ率を高止まりさせる要因となり、構造的な環境変化をもたらすと考えられる。一方で、年金運用はこれまで長らく続いた低インフレ環境を前提としたポートフォリオとなっている可能性が高く、環境変化への対応が必要になるのではないだろうか。

本稿では、低インフレ環境からの転換に的を絞り、これからの年金運用の対応について論じることとしたい。

まず、これまでのグローバルな低インフレ環境の起点をリーマンショックであると捉え、その前後を大きく2つの時代に分け、それぞれの市場環境と年金運用の対応を振り返る。そして、足もとの構造的な環境変化が年金運用の転換点になりうるとの仮説の下、中長期的に想定される市場環境とそれに対応するための年金運用におけるポートフォリオ見直しのポイントを資産別に考えていきたい。

II. 市場環境と年金運用の振り返り①

～運用規制緩和からリーマンショック前(1997年～2000年代前半)

日本の企業年金制度は1962年に創設された適格退職年金制度から始まるが、当初は外貨

¹ 同盟国や友好国など親しい関係にある国に限定してサプライチェーン(供給網)を構築すること

建て資産への投資が制限されるなど、運用に関する各種規制が多く存在した。現在と環境の比較が可能となったのは、運用や予定利率に関する各種規制が撤廃され、時価評価基準が導入された1997年以降であるといえよう。まずは、1997年以降から、リーマンショックを迎えるまでの2000年代を中心に、市場環境の変化と年金運用の対応を振り返る。

1. 市場環境

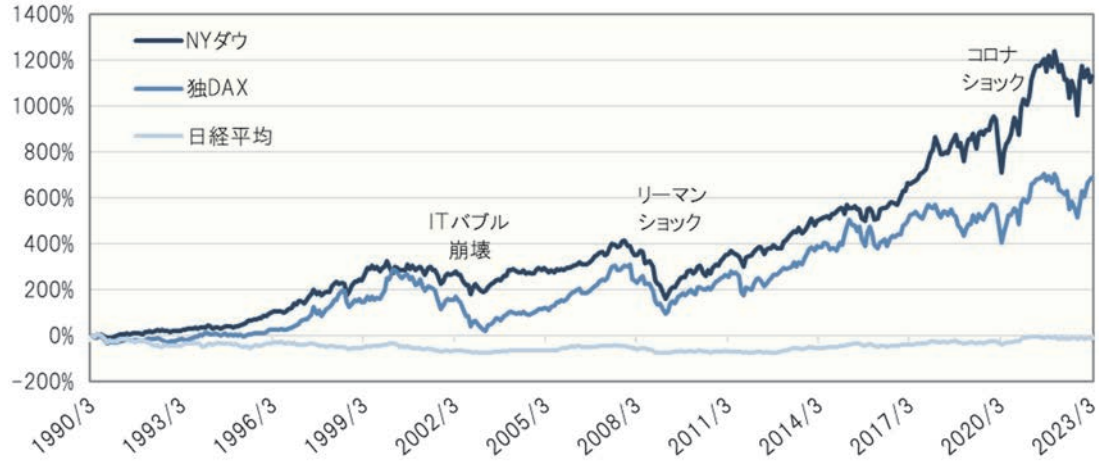
1990年代後半は、ITバブルと呼ばれる情報技術関連銘柄への投資ブームが起こり、株価はグローバルに右肩上がりの推移をみせていた。しかし、投資が過熱し収益や成長性の実態が伴わない企業への過剰投資が行われた結果、FRBによる利上げをきっかけとして2000年に入りバブルが崩壊した。多くのIT企業が倒産し、株価は下落トレンドに転換するなど、経済は大きな打撃を受けた。その後は、FRBの金融緩和によって一転し、住宅価格の上昇と資産バブルが起こる事となる。これにより2006年まで株式市場は順調な回復をみせたが、この副作用が後のサブプライムローン問題として表面化し、リーマンショックを引き起こすことになった。

また、この間の国内外の金利環境を振り返ると、米欧ではITバブル崩壊を受けた金融緩和策によって政策金利が大きく低下した時期はあったものの、長期金利は低下傾向ながらも相応の水準を維持していた。一方、日本国内では1990年代初のバブル崩壊以降、景気が低迷しインフレ率は年々低下。日銀は政策金利の引き下げや量的緩和策など強い金融緩和策を進めた結果、既に低金利環境となっていた。さらに、2001年以降はいわゆるデフレ状態となるなか、国内金利は米欧の金利低下につられ低下基調をたどり、10年債の利回りは1%を下回る水準になった。リーマンショックを迎える以前から国内は海外よりも一足早く超低金利環境に突入していたのである。

次に、この時代には経済のグローバル化、後の恒常的な低インフレをもたらす構造転換が進展したという側面にも触れておく。1990年代から工業製品の輸出における世界シェアを急速に伸ばしていた²中国が、2001年にWTOへの加盟を果たした。グローバルなサプライチェーンに「世界の工場」と呼ばれた中国が組み入れられたことは、先進国にインフレ率の低下をもたらし、2010年代に起こるグローバルな低インフレの恒常化の要因となったと考えられる。

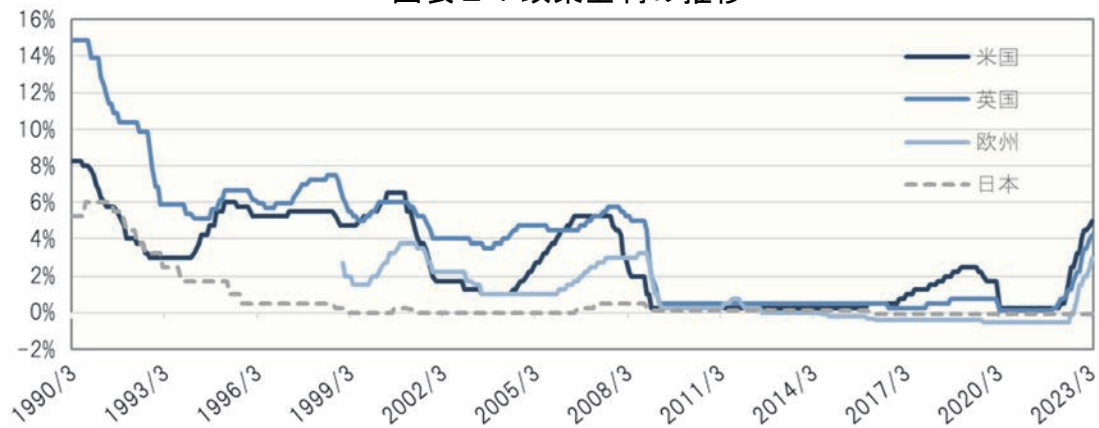
²世界の輸出に占める中国のシェアは、1985年1.6%、1990年2.8%、1995年4.8%、2000年6.1%と拡大し、この時期のシェアの拡大幅は世界第1位。シェア拡大は先進国から中国への直接投資が増加したことが背景にある。

図表 1：主要株価指数の累積収益率推移



(出所) Bloomberg より三菱 UFJ 信託銀行作成

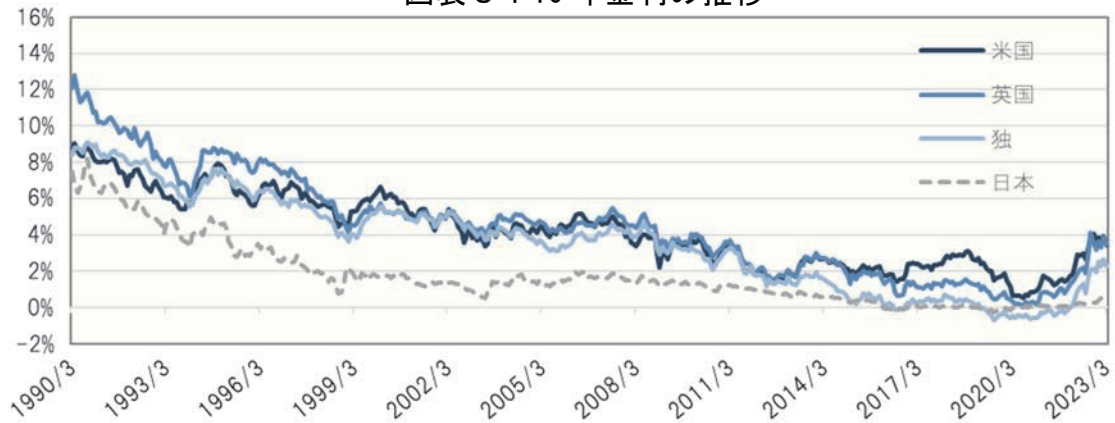
図表 2：政策金利の推移



※ 欧州：中銀預金金利、日本：～2001年3月は無担保コール翌日物、2001年4月～当座預金残高の政策金利

(出所) Bloomberg より三菱 UFJ 信託銀行作成

図表 3：10年金利の推移



(出所) Bloomberg より三菱 UFJ 信託銀行作成

2. 国内年金運用の対応

日本の年金運用における規制緩和とともに IT バブルによる株価上昇とその後の景気後退、金融緩和を経験した 2000 年代前半の国内年金運用の対応について振り返る。

(1) 債券運用

前章で述べたとおり、2000 年代前半の債券運用は、国内が既に低金利環境となっていたことから、特に国内債券の投資妙味は大きく低下していた。こうした環境を受けて年金運用では「円債代替」という考え方が広がっていった。

当時、円債代替として取り入れられた代表的な投資対象のひとつが、ヘッジ外債である。当時の外国国債金利はイールドカーブの形状が急な(スティープ)な右肩上がりであり、長短金利差が一定の水準を確保できたことから、ヘッジコスト控除後においても国内債券対比で高いインカムリターンが期待できる有効な投資対象であった。こうした環境から、図表 4 のとおり、2000 年代前半にヘッジ外債ファンドの設定が増加し活用が広がったと考えられる。

また、円債代替として取り入れられたもう一つの代表的なものとしてオルタナティブ投資が挙げられる。当時は現在ほど戦略や資産の多様化が進んでいなかったため、採用された戦略は主に低リスクのアービトラージ型のヘッジファンドやファンドオブファンズ(FoFs)が中心であった。

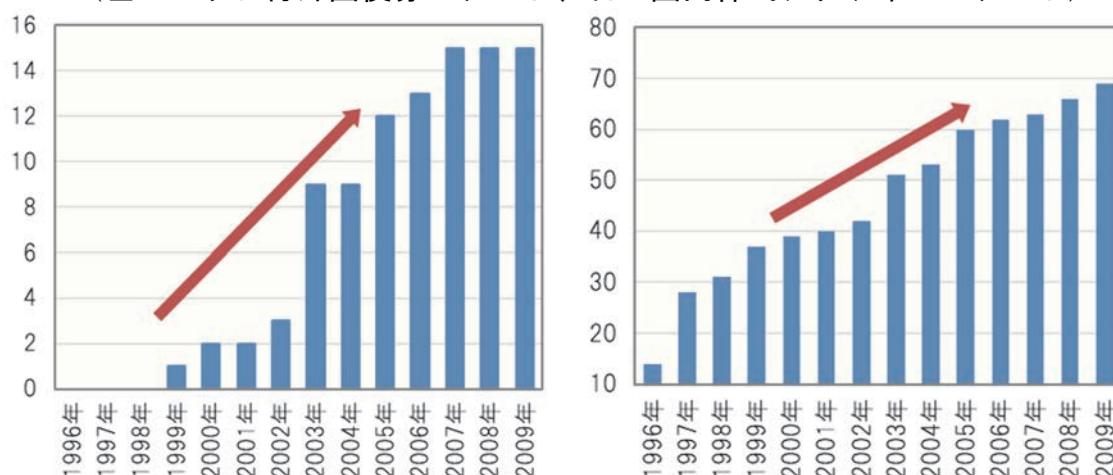
(2) 株式運用

IT バブルの崩壊を受けた内外株式の同時下落を経験したことから、国内外の分散だけでは十分な効果が得られないとの理解が広がり、市場リスク(ベータリスク)の抑制や戦略分散の必要性が認識されるようになった。実際に図表 4 のとおりアクティブファンドの設定が増加している。具体的には、市場リスクを抑制した低ベータファンドや、ロングショート、マーケットニュートラルといった絶対収益型ファンドが登場しているほか、対ベンチマークアクティブ運用においてもエンハンス型³をはじめとする各種クオンツファンドがこの時期に設定されている。

リスク抑制の意識や戦略の多様化が大きく進展するのはリーマンショック後ではあるものの、徐々に戦略の多様化が始まったのが 2000 年代前半の特徴の一つであろう。

³ クオンツ手法を活用して対ベンチマークリスクのコントロールの精度を高めたファンド

図表4：ファンド数の推移
(左：ヘッジ付外国債券ファンド、右：国内株式アクティブファンド)



※運用機関は信託銀行、生命保険会社のみを対象とし、設定年月の登録があるファンド数を集計

(出所)R&I データより三菱UFJ信託銀行作成

(3) オルタナティブ運用

オルタナティブ投資は2000年代初の時点では導入はごく一部に限られていた。その後、円債代替という考え方の広がりに加えて、年金制度の見直し等もその導入を促進させ、2006年度末には半数以上の年金制度が導入するまで急速に広がっていったというデータもある。ただし、独立した資産クラスとして定義し管理するケースは少なく、ポートフォリオ全体に占めるウエイトは限定的であった。更に、現在では多様化されているオルタナティブ投資戦略であるが、当時はその多くが「ヘッジファンド」のみであり、戦略分散は十分には行われていなかった。

(4) まとめ

運用規制緩和後の年金運用は、債券では国内の低金利環境に対応すべく「円債代替」の考え方が広がり始め、ヘッジ外債や一部オルタナティブ投資を開始。株式においては新たな戦略の登場、戦略の分散が進むなど、伝統資産以外への投資や伝統資産内での戦略の多様化が進み始めた時代であったと振り返ることができる。

ここまでは、リーマンショック前までの年金運用における構造変化への対応について触れてきた。

その後2007年、2008年とサブプライムローン問題、リーマンショックが起これば、内外株式、さらに為替の影響を受ける外国債券も下落し、年金運用のポートフォリオは過去にない水準の大きなドローダウンを計上した。これをきっかけに金融環境やマクロ経済環境は変化し、年金運用もこれに対応していくこととなる。

Ⅲ. 市場環境と年金運用の振り返り②

～リーマンショック後の低金利時代(2010年代)

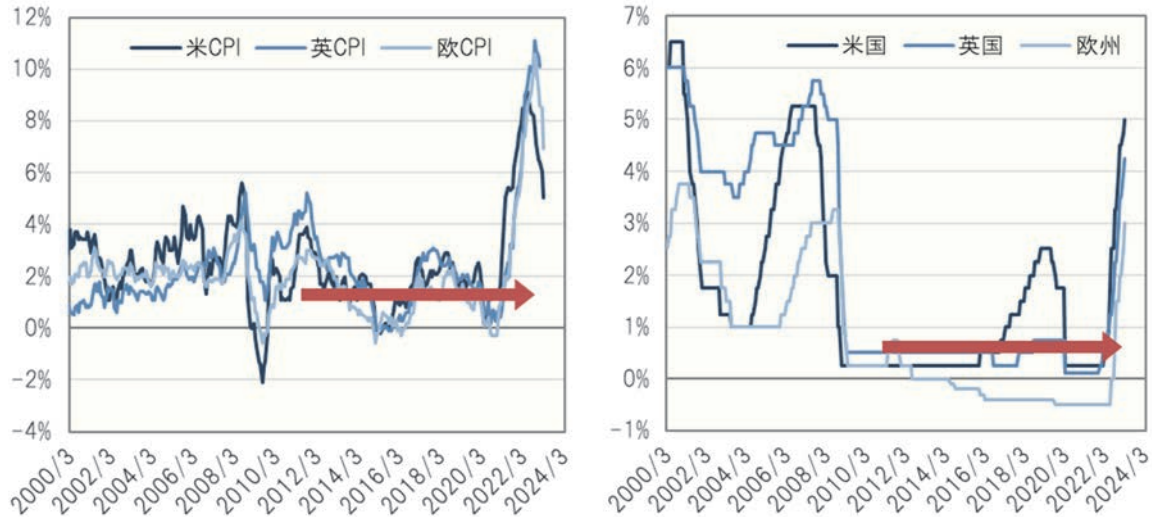
続いて、リーマンショック後の2010年代を中心に市場環境と年金運用の対応を振り返る。

1. 市場環境

2008年、リーマンショックと呼ばれる1929年に起きた世界恐慌以来の金融危機が発生した。米国で低所得者を対象としたサブプライムローンの融資基準が緩和されると、このローンを組み入れた証券化商品が多数発行され、堅調な株式市場を背景とした投資意欲の拡大により、住宅ローン証券化商品への投資が急速に拡大していった。ところが、2007年頃になるとサブプライムローンの延滞率が高まり始め、金融機関などが次々に損失を計上するサブプライムローン問題が表面化。多額の損失を計上した米投資銀行のリーマン・ブラザーズが破綻するなど、多くの金融機関の破綻や危機へと波及し、世界的な信用収縮や株価暴落へと繋がっていった。また米国では、株価や住宅価格の下落により個人消費が減速、景気は大きく落ち込むこととなった。これを受け、主要国の中央銀行は金融機関の信頼回復や景気刺激等を目的として大幅な利下げを含む大規模な金融緩和策を実施した。2010年代はこうした金融危機からの回復を企図した世界的な低金利環境からスタートしたのである。その後も欧州債務危機等の問題が生じては主要国中心に金融緩和策が取られ、2014年には欧州で、2016年には日本でもマイナス金利政策が導入されるなど異次元の超低金利環境となっていった。

また、この間も製造業を中心としたサプライチェーンのグローバル化の流れは進行。先進国から新興国への投資が進み、技術の進歩も加わって工業製品の価格は低下した。その結果、インフレ率は更に低下し、金融緩和策と相まって「低インフレ・低金利」の環境を恒常化させていった。(図表5)

図表 5：消費者物価と政策金利の推移



(出所) Bloomberg より三菱 UFJ 信託銀行作成

2. 国内年金運用の対応

グローバル化の流れと金融緩和がもたらした 2010 年代の低インフレ、低金利環境において、年金運用ではどのような対応がされてきたのか、投資対象資産ごとに振り返る。

(1) 債券運用

グローバルでの低金利政策、マイナス金利の導入等による超低金利環境を受けて、図表 6 のとおり主要な債券インデックスの利回りは年々低下。最も低かった時期で NOMURA-BPI(総合)がマイナス 0.04%、FTSE 世界国債インデックス(除く日本)においてはヘッジコスト控除後でマイナス 0.46%とマイナスになる時期もあった⁴。年金運用は 2000 年代から国内債券のインカム不足からヘッジ外債へと投資対象を広げてきたものの、特に 2016 年以降はそれだけでは債券運用に期待される安定したインカムリターンが見込めない状態になっていた。こうした深刻な状況への対応として、クレジットリスク(信用リスク)の負担と引き換えにしたクレジット投資が広く行われるようになった。投資適格社債に始まり、さらなるインカム引き上げのためにハイイールド債、エマージング債へとより高いリスクを許容する取り組みも行われた。

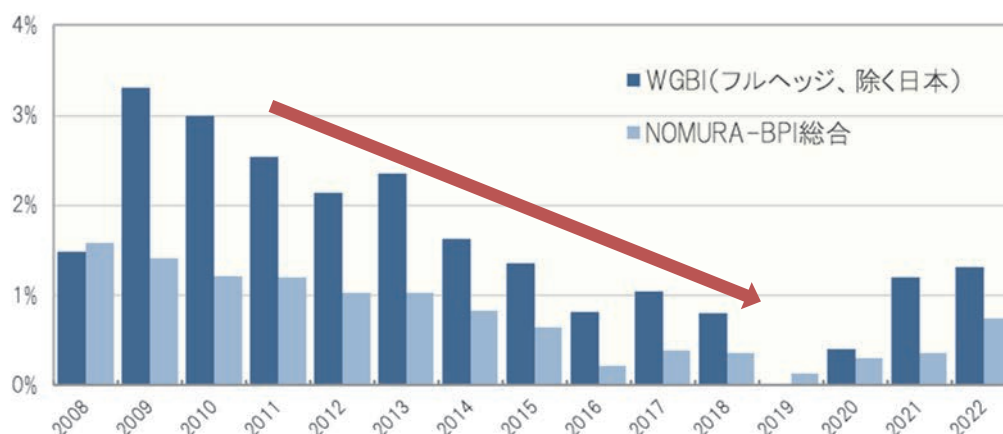
また、債券代替としてオルタナティブ資産への投資も増加。2000 年代のようなヘッジファンド中心ではなく、不動産やインフラ資産といった利回りの高いプライベートアセッ

⁴ キャリー効果+ロールダウン効果-ヘッジコストで算出したシミュレーション値(NOMURA-BPI(総合)：2019年8月末基準、FTSE世界国債インデックス(除く日本)：2020年3月末基準)

トへの投資を増加させていった。

つまり、クレジット投資やプライベートアセットを中心としたオルタナティブ資産への投資対象拡大によってグローバル債券投資でのインカム不足に対応してきた、というのが2010年代の債券運用の特徴である。

図表6：主要インデックスの利回り推移



※キャリー効果+ロールダウン効果-ヘッジコストで算出したシミュレーション、各年度の月平均

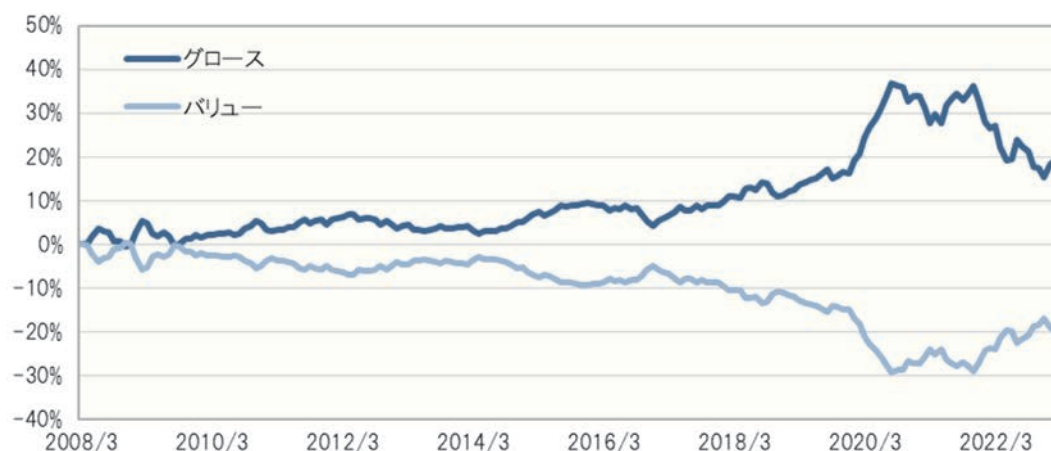
(出所) Bloomberg、BPI-PLUS より三菱UFJ信託銀行作成

(2) 株式運用

株式運用においては、リスク抑制の意識が高まりインデックス運用の隆盛やスマートβ商品の出現等、戦略の多様化が進展した時代⁵であったといえるが、ここでは低金利が継続したこの時期に、特定の運用スタイルの相対優位が継続した点について取り上げたい。具体的には、図表7のグロス/バリュー対ベンチマーク累積超過リターンのグラフで確認できるとおり、特に2016年以降、グロス株の相対優位のトレンドが顕著であった。グロス株の特徴の一つに、バリュー株に比べ金利が低下すると企業価値評価の尺度であるバリュエーションが拡大、金利が上昇するとバリュエーションが縮小しやすい金利感応度の高いスタイルである事が挙げられる。デジタル社会の急速な発展も背景にあるが、長らく続いた低金利もグロス株のパフォーマンス優位の傾向をもたらしていたと考えられる。この好調なパフォーマンスの後押しもあり、ポートフォリオに占めるグロス株の割合は増加し、株式ポートフォリオの金利感応度が高まっていたというのが、近年の株式運用の特徴の一つであったといえよう。

⁵ リーマンショック時のパフォーマンス動向を踏まえて、アクティブ運用からパッシブ運用への資金シフトが世界的に始まったこと、またパッシブ運用の中でも単なる時価加重インデックスではなく多様な運用スタイルを実現するスマートベータと呼ばれるインデックス商品が多数出現し活用され始めたこともこの時代の特徴である。

図表7：グロス/バリュー累積超過リターン



※MSCI KOKUSAI 対比の各指数の累積超過収益率、2008年3月末～2023年3月末

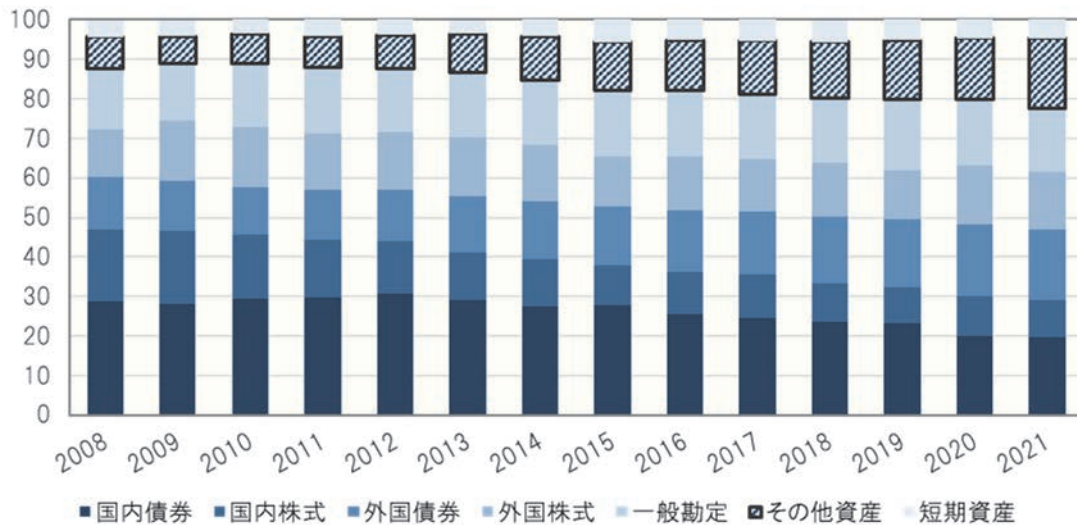
(出所) Bloomberg より三菱 UFJ 信託銀行作成

(3) オルタナティブ運用

リーマンショック以降は、以下3つの期待からオルタナティブ投資が拡大した。① 低金利下での債券に替わるインカムリターンの源泉、② 高ボラティリティの株式に替わる収益源、③ 伝統資産との低相関性によるポートフォリオ全体の安定化、である。図表8は企業年金連合会「企業年金実態調査結果 2021年度」における資産構成比の推移データである。オルタナティブを表す「その他資産」は年々増加傾向にあり、2021年度には17.7%と伝統資産と同水準にまで比率が増加していることを確認できる。

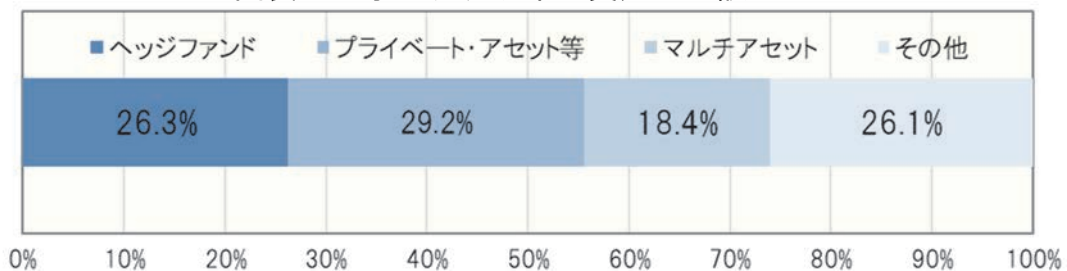
また、オルタナティブ資産の内訳についてもプライベートアセットの導入が進み、その戦略も多様化している。図表9は弊社が2022年8月に実施した年金運用アンケートにおいてオルタナティブ投資の内訳を尋ねた結果である。その平均はファンドオブファンズを含むヘッジファンドが26.3%、不動産投資やインフラストラクチャー投資、プライベートエクイティを含むプライベートアセットが29.2%、マルチアセット戦略が18.4%であった(その他戦略との回答が26.1%)。2000年代はオルタナティブ資産の大部分がヘッジファンドであったのに対し、近年は採用される資産や戦略が多岐にわたり、オルタナティブ資産内での分散が進んだことも特徴といえるだろう。

図表 8 : 資産構成比の推移



(出所)企業年金連合会「企業年金実態調査結果 2021 年度(概要版)」確定給付企業年金データより三菱 UFJ 信託銀行作成

図表 9 : オルタナティブ資産の内訳



(出所)弊社 2022 年度年金運用アンケートより作成

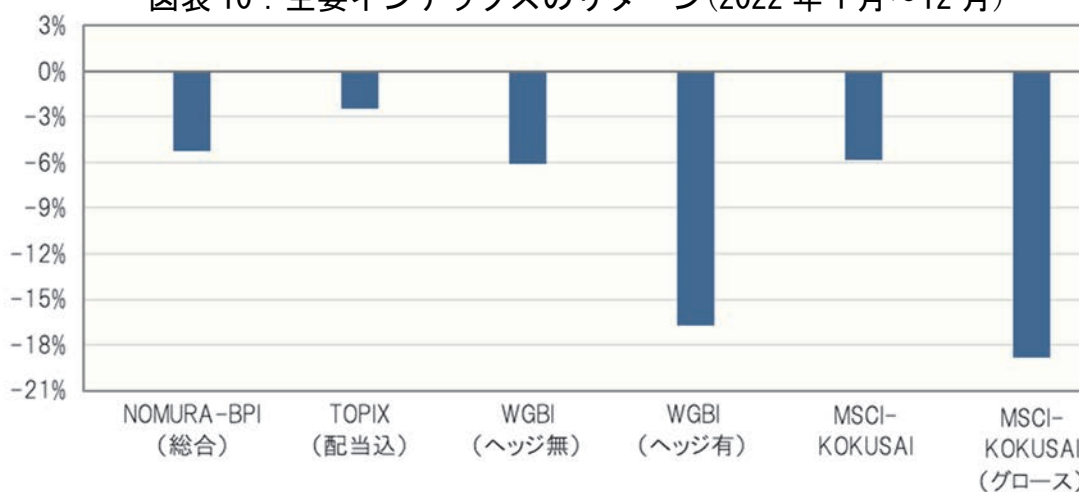
(4)まとめと金利上昇の影響

リーマンショック後の 2010 年代は、世界的な低金利環境を背景に、債券運用では低利回りを補うために、クレジットリスクを許容した投資が拡大。株式運用では、低金利と好業績への期待を背景にパフォーマンスが好調であったグロース型戦略のウエイトが増加。そしてオルタナティブ運用では収益源泉の分散とポートフォリオ全体の安定化期待から組み入れが増加し、採用戦略も多様化した。この様にして、年金運用は長らく続いた低インフレ、低金利環境に対応してきたのである。

2022 年に入ると、世界的にインフレが加速し、それに対応する形で主要中央銀行が相次いで政策金利を引き上げ、市場金利も大きく上昇。景気減速懸念から株価が大幅に下落すると共に、クレジットスプレッド(信用リスク懸念)も拡大。さらに株式の運用戦略の中でも金利上昇の影響を受けるグロース株が大きく調整するなど市場環境に大きな変化が

あった。「低インフレ、低金利環境に対応したポートフォリオ」は、「急速なインフレ、金利上昇」に転じたことで、特に債券運用と株式運用において大きなマイナスの影響を受けることとなった(図表 10)。一方で、多様な収益源泉を持つオルタナティブ資産は伝統資産に比べて環境変化の影響を抑えられており、期待されていた分散投資効果は概ね得られているといえる。但し、戦略によっては環境変化の影響が遅行して出てきているものもあり、戦略ごとの特性の違いを十分に把握して投資を行う重要性が再認識される機会となった。

図表 10：主要インデックスのリターン(2022年1月～12月)



※WGBI：FTSE 世界国債インデックス(除く日本)、MSCI-KOKUSAI：MSCI-KOKUSAI(除く日本、税引き前、配当込み)

(出所) Bloomberg より三菱 UFJ 信託銀行作成

IV. 今後の年金運用

1. 構造的な環境変化

昨年のロシアのウクライナ侵攻、緊張感の高まる台湾を巡る米中対立などを背景に、グローバルにサプライチェーンを見直す動きが出てきている。

具体的には、自国に半導体工場などを建設しサプライチェーンを自国内で完結させる「国内回帰」や、同盟国や友好国など近い関係にある国に限定してサプライチェーンを構築する「フレンドショアリング」などの動きがみられる。台湾の半導体大手 TSMC が米国アリゾナ州や日本の熊本県に工場の建設を開始したことはニュース等でも大きく取り上げられたが、米国と日本が自国内で完結するサプライチェーンの構築に向けて動いている事例であるといえよう。

また、各国政府もこうした動きへの支援を強化させており、米国では米国国内での半導体製造を支援する CHIPS (Creating Helpful Incentives to Produce Semiconductors and

Science Act) 法が定められているほか、日本でもサプライチェーン対策のための国内投資促進事業費補助金などの制度があり、この流れは続くものと想像される。

2000年代、2010年代は先進国から新興国への投資が進み、サプライチェーンに組み込む経済のグローバル化が進展した。この動きが先進国での工業製品価格の低下を招き、低インフレを恒常化させた。

しかし、グローバルにサプライチェーンを見直す動きが出てきていることから、今後は先進国内での投資の復活が見込まれ、いわゆる「先進国回帰、脱グローバル化」への転換期に来ているとも考えられる。新たなサプライチェーンが構築されれば、安定した供給体制が確立されうるが、サプライチェーンの構築は一朝一夕で叶うものではなく、相応の時間を要するものである。従って転換期となる当面は、供給元の移転や多重化にともなう工場の新設・人件費の拡充などによる一定のインフレ圧力が継続する可能性が高く、2000年代、2010年代とは構造的に異なることが想定される。

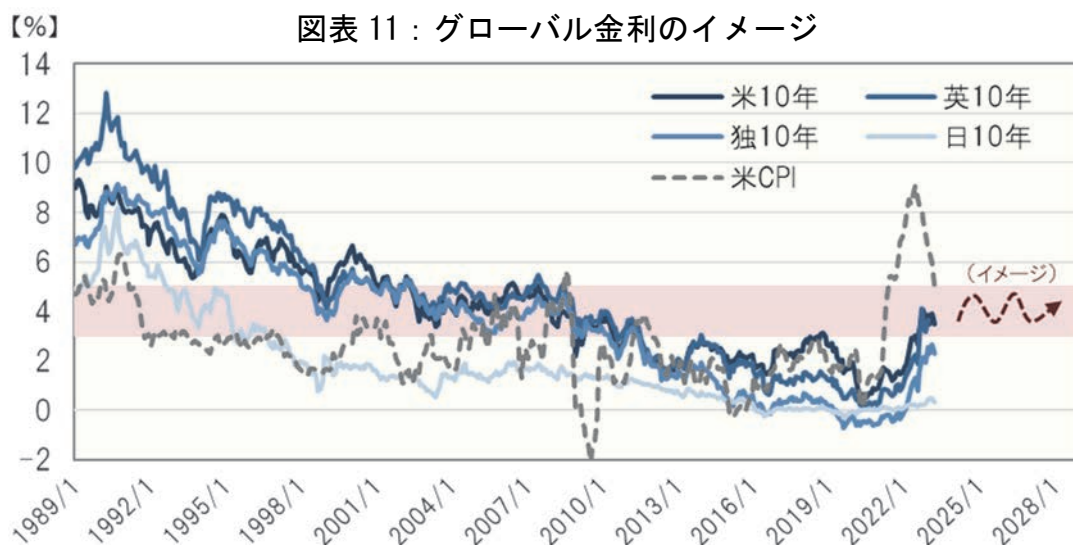
2. 想定される市場環境

次に、構造的な環境の転換期においてはどのような市場環境が想定されるのかを考える。

一定のインフレが継続する環境においては、各国中央銀行の政策金利の大幅な引き下げは期待しづらい。目先は利上げの影響を受けた景気の後退や、それに対応した一時的な利下げという動きも見込まれてはいるものの、これまでのような極端な超低金利環境に戻ることは考えにくい。

そのため、株式市場においては金利低下による市場全体の株価収益率(PER)の上昇は期待しづらく、より業績で株価が左右される展開となると考えられる。

つまり、2010年代の「低インフレ、低金利環境」とは異なり、図表11に示すイメージ図のように現在のインフレ状態や、金利水準が継続する環境も想定すべきではないだろうか。



(出所) Bloomberg より三菱UFJ信託銀行作成

3. ポートフォリオ見直しのポイント

現在の国内年金運用のポートフォリオの多くは、低インフレ、低金利環境に対応した状況となっていると考えられるため、今後想定される環境変化に対応した点検・見直しが必要である。資産ごとに見直しのポイントを整理して行く。

(1) 債券運用

債券運用には「安定したインカムリターン」と「株式との逆相関」、という大きく2つの役割がある。しかし、2010年代の低金利環境では、インカムリターンは非常に低位な水準であり、金利低下余地も限られていたことから、株式との逆相関の役割を十分に果たせていなかった。今後は、足元で起きている環境変化により、一定の金利水準が継続すると想定され、本来期待されるこの2つの役割が機能するようになり投資対象としての魅力度が改善すると考えられる。ただし、これまで国内債券代替として多く採用されているヘッジ外債については、ヘッジコストの水準次第でインカムリターンの水準が左右されるため、各国短期金利の動向を注視しつつ、後述するインカムリターンを引き上げる戦略との組み合わせを検討する必要があるだろう。

また、各国中央銀行の低金利政策が緩和されコントロールが弱まる中、市場全体のボラティリティも復活すると考えられる。これにより、金利動向やイールドカーブ変化に着目するアクティブ運用戦略(金利戦略)の有効性も高まってくるといえよう。ただし、これは同時にアクティブファンドの α がプラスにもマイナスにも出やすくなることを意味する。マネージャーの選別がより重要度を増すといえるだろう。

なお、世界的な金利水準は上昇しているものの、国内債券や、ヘッジ外債だけでは、十分なインカム水準には届かない環境が続く可能性も高い。そのため、これまでインカム引き上げのために行ってきたクレジット投資については、今後も引き続き有効な取り組みであると考えられる。ただし、金利水準の上昇は企業の利払い負担増加にもつながるため、これまで以上にクレジット投資の銘柄選択は重要なポイントとなる。図表12では投資適格級からの格下げ社数を示しているが、政策金利の水準が高かった2000年代は、その水準が低位に抑えられていた2010年代と比較して投資適格級からの格下げ社数の平均が2倍以上となっている。また、政策金利が引き上げられた後、数年遅行して格下げ社数が増加していることも確認できる。今後も同様の傾向が表れるとすると、格下げ社数が増加する可能性もあり、クレジット投資における信用力格差拡大は注意が必要な点として押さえておく必要がある。

図表 12：投資適格級からの格下げ社数(グローバル)



(出所)JPMorgan、Bloomberg より三菱 UFJ 信託銀行作成

(2) 株式運用

株価は、株価収益率 **PER** と一株当たり利益 **EPS** という二つの要素に分解される⁶が、今後は株価収益率 **PER** の金利低下による上昇は期待しづらく、株価上昇の鍵は **EPS** の上昇、つまり業績の成長がより重要になると考える。投資戦略としては業績成長が見込める銘柄の選別投資が有効になるであろう。

スタイル動向と言う観点からは、特定のスタイルに優位なトレンドが出にくい環境となることが想定される。図表 7 で確認したとおり、近年、低金利が追い風となりグロース優位のトレンドが続いていたが、今後は低金利のサポートが期待出来ない中では、そのようなトレンドは出にくいと考えられる。図表 13 には、金利が大きく低下する前の 2016 年度以前のスタイル別リターンを示しているが、特定のスタイルが優位となるトレンドはみられなかった。今後もこうした傾向となる可能性を踏まえて、ポートフォリオの意図しないスタイルの偏り、スタイル分散について改めて見直すことが大切である。

⁶ 株価 = 株価収益率 (PER) × 一株当たり利益 (EPS)

図表 13：過去のスタイル動向

	2008年度	2009年度	2010年度	2011年度	2012年度	2013年度	2014年度	2015年度	2016年度
↑ 上位	クオリティ ▲33%	高配当 51%	グロース 4%	クオリティ 14%	最小分散 34%	バリュー 34%	クオリティ 30%	最小分散 1%	バリュー 17%
	最小分散 ▲34%	バリュー 51%	KOKUSAI 2%	最小分散 7%	高配当 34%	KOKUSAI 32%	最小分散 29%	クオリティ ▲3%	KOKUSAI 15%
↓ 下位	グロース ▲41%	KOKUSAI 47%	高配当 1%	グロース 3%	バリュー 31%	クオリティ 32%	グロース 29%	高配当 ▲5%	グロース 12%
	KOKUSAI ▲43%	グロース 43%	クオリティ 1%	高配当 3%	KOKUSAI 29%	グロース 31%	KOKUSAI 24%	グロース ▲7%	高配当 12%
	バリュー ▲46%	クオリティ 41%	バリュー 1%	KOKUSAI 0%	クオリティ 27%	高配当 28%	バリュー 19%	KOKUSAI ▲9%	クオリティ 12%
	高配当 ▲47%	最小分散 31%	最小分散 1%	バリュー ▲2%	グロース 27%	最小分散 21%	高配当 17%	バリュー ▲10%	最小分散 6%

※MSCI KOKUSAI ベースの各スタイル指数の年度収益率

(出所) Bloomberg より三菱 UFJ 信託銀行作成

(3) オルタナティブ運用

これまでポートフォリオに占める比率を増加させてきたオルタナティブ資産は、株式や債券などの伝統資産とは異なる収益源泉に基づく運用であり、引き続き分散の観点から有効な投資対象であると考えられる。ただし、環境変化を受けた金利水準の上昇や伝統資産のボラティリティの復活による影響も想定されることから、代表的な戦略を取り上げ、ポイントを確認していく。

① ヘッジファンド

ヘッジファンドは多様な運用戦略が存在し、リスクリターン水準もさまざまであるが、基本的には銘柄間の価格差やボラティリティが収益に繋がるため、ボラティリティが復活する環境では収益獲得機会が増加し、有効性に期待ができる領域であると考えられる。ただし、伝統資産との相関やレバレッジ水準、有効性が発揮できる局面と発揮しにくい局面など戦略により違いがあるため、採用にあたってはその特性やポートフォリオにおける位置づけ、役割を明確化した上で選択することが大切である。

② インフラ投資

インフラ投資は、対象物の性質上、長期契約を締結する上に、投資から得られる収入をインフレ率に連動させる契約を結ぶことが一般的である。そのため、金利やインフレに関する環境変化への耐性は比較的強いと考えられる。ただし、コロナショックの際には空港や運輸セクターの下落がみられたように、その耐性や影響はセクターによって差がみられる。投資商品の採用にあたってはセクターの選別や分散を意識する必要がある。

③ 不動産投資

不動産投資もインフラ同様に投資対象セクターによって環境変化から受ける影響は大きく異なることが想定される。ホテルや商業施設はコロナショックの影響を大きく受けたものの、足元は回復基調にある。一方で、オフィスは不透明感が継続していることなどが一例である。さらに、金利水準の上昇による影響はセクターに関わらず、キャッシュフローの安定性や価格下落耐性の有無によって異なるほか、投資対象物件・ファンドの LTV(Loan to Value : 総資産有利子負債比率)水準、即ち投資物件の評価額に占める借入金の割合によっても変わってくる。不動産投資は安定したインカムリターンという特性から近年採用が進んでいるが、今後はセクターごとの見通しと共に、その投資先の質も従来以上に見極めたうえでの厳選投資が求められるだろう。

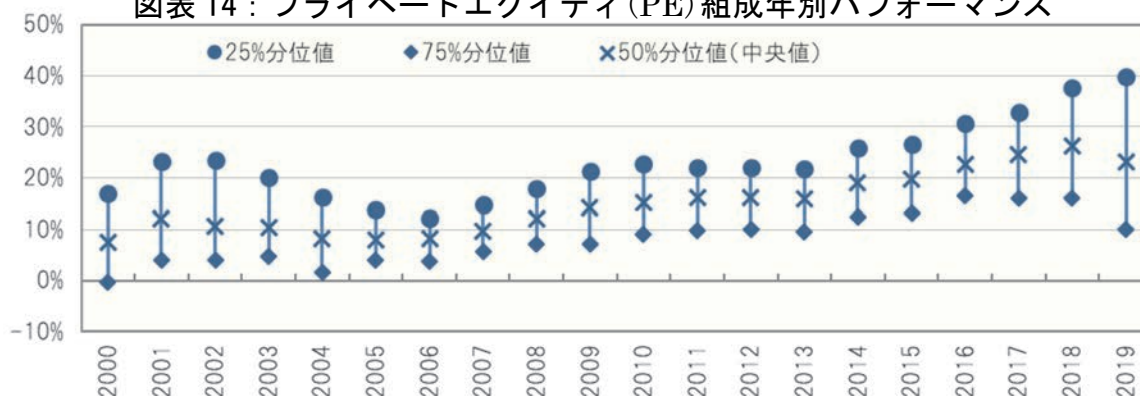
④ プライベートデット

プライベートデットのリターンは、投資対象が企業へのローン債権であることから「利息等収入」からクレジットリスクに伴い発生する「損失率、元本毀損」を引いたものと定義できる。外貨建て商品で為替ヘッジをしないケースにおいては、グローバルな金利上昇を背景にしたベース金利の上昇から「利息等収入」は妙味のある水準にあると考えられる。一方、図表 12 にて確認したとおり、金利水準の相対的に高い時期には企業の信用力格差が拡大しやすい傾向があることから、今後は投資先の利払い・償還能力を見極める「損失率、元本毀損」の抑制が鍵となってくるだろう。プライベートデットに取り組むにあたっては、この見極め力、優良な案件を選別するソーシング力のあるマネージャーを選別して投資することが大切である。

⑤ プライベートエクイティ

プライベートエクイティについては、流動性や期待リターンの違いから環境変化を想定した場合においても上場株式対比の低ボラティリティ、高リターンの特性は変わらないと考えられる。ただし、運用者によるリターン格差や組成年ごとのリターンのばらつき(図表 14)には留意が必要であることから、運用者の選別・分散と、時間分散を意識した投資の継続が重要となろう。

図表 14：プライベートエクイティ (PE) 組成年別パフォーマンス



※ネットIRR、PEファンド全体

(出所) Preqin より三菱UFJ信託銀行作成

V. 終わりに

これまで日本の年金運用は、インフレ環境とそれに伴う構造的な市場環境の変化に対して、投資対象の拡大や戦略の多様化等の対応を行ってきた。本稿では足下のサプライチェーン見直しの流れに着目し、インフレ環境に構造的な変化をもたらすとの前提から、年金運用が今後対応すべきポイントを資産ごとに挙げさせていただいた。中長期的なポートフォリオ見直しにあたっては、この他にも、AIブームによるリアル経済とデジタル経済の分断といった構造的な変化の可能性や、責任投資・エンゲージメントといったアセットオーナーに対する社会的要請など考慮すべき点は多くあるだろう。しかしその中でも、およそ10年続いた極端な「低インフレ・低金利」に慣れ親しんだ年金運用にとって、構造的なインフレ環境の変化がもたらす影響は小さくないのではないだろうか。本稿が改めてポートフォリオの点検、見直しを検討するきっかけとなれば幸いである。

(2023年7月25日 記)

※本稿中で述べた意見、考察等は、筆者の個人的な見解であり、筆者が所属する組織の公式見解ではない

【参考文献】

- ・ 『企業年金実態調査結果 2021 年度概要版』 企業年金連合会
- ・ 『世界経済の潮流 2002 年秋』 内閣府
- ・ 『平成 15 年度年次経済財政報告』 内閣府
- ・ 『統計 Today No.146』 総務省統計局
- ・ 『変革迫られる年金運用』 年金資産運用研究会 [2016]
- ・ 『進化する年金運用』 三菱 UFJ 信託銀行 [2012]
- ・ 『市場変動性の高まりへの対応(2000～2007 年)三菱 UFJ 年金情報 2019 年 5 月号』 三菱 UFJ 信託銀行

本資料について

- 本資料は、お客さまに対する情報提供のみを目的としたものであり、弊社が特定の有価証券・取引や運用商品を推奨するものではありません。
- ここに記載されているデータ、意見等は弊社が公に入手可能な情報に基づき作成したのですが、その正確性、完全性、情報や意見の妥当性を保証するものではなく、また、当該データ、意見等を使用した結果についてもなんら保証するものではありません。
- 本資料に記載している見解等は本資料作成時における判断であり、経済環境の変化や相場変動、制度や税制等の変更によって予告なしに内容が変更されることがありますので、予めご了承下さい。
- 弊社はいかなる場合においても、本資料を提供した投資家ならびに直接間接を問わず本資料を当該投資家から受け取った第三者に対し、あらゆる直接的、特別な、または間接的な損害等について、賠償責任を負うものではなく、投資家の弊社に対する損害賠償請求権は明示的に放棄されていることを前提とします。
- 本資料の著作権は三菱UFJ信託銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。
- 本資料で紹介・引用している金融商品等につき弊社にてご投資いただく際には、各商品等に所定の手数料や諸経費等をご負担いただく場合があります。また、各商品等には相場変動等による損失を生じる恐れや解約に制限がある場合があります。なお、商品毎に手数料等およびリスクは異なりますので、当該商品の契約締結前交付書面や目論見書またはお客さま向け資料をよくお読み下さい。

編集発行：三菱UFJ信託銀行株式会社 アセットマネジメント事業部
東京都千代田区丸の内1丁目4番5号 Tel. 03-3212-1211（代表）