

投資目的に基づくポートフォリオ構築 ～導入が広がる次世代の年金運用ストラクチャー～

目次

- I. はじめに
- II. 転機を迎えた従来型年金運用
- III. 目的別ポートフォリオの導入
- IV. 広がる導入事例
- V. まとめ

年金運用部 運用プランナーグループ
シニア運用コンサルタント 岡本 卓万

I. はじめに

昨年11月、公的・準公的資金の運用・リスク管理等の高度化等に関する有識者会議(以下、「有識者会議」)が発表した報告書で、公的資金の運用改革について提言がなされた。アベノミクスの「三本目の矢」である「民間投資を喚起する成長戦略」として策定された「日本再興戦略」に基づき、経済再生担当大臣の下に設置された有識者会議の提言は、日経新聞の第一面にも掲載され注目を集めた。

図表1で整理したように、提言の内容は、デフレからの脱却を見据え、国内債券中心の運用を見直し、収益率の向上を図るべきだというものである。そのために、基本ポートフォリオの見直し、オルタナティブなど流動性の低いものも含めた新たな運用対象の追加、パッシブ運用における新たなベンチマークの採用、一定の独立性をもって運用するベビーファンドの設定などがうたわれている。

図表1：有識者会議報告書「運用・管理等の見直しにかかる工程表」(抜粋)

	直ちにに取り組むべき課題	1年を目途に取り組むべき課題	目指すべき姿
運用の見直し(分散投資の促進等)	<ul style="list-style-type: none"> • 現在の基本ポートフォリオの枠内での運用の見直し(乖離許容幅を利用した柔軟な運用や、アクティブ運用の見直しなど) • 収益目標・リスク許容度のあり方の検討 • <u>パッシブ運用における新たなベンチマークの検討</u> 	<ul style="list-style-type: none"> • 財政検証の結果を踏まえた新たな基本ポートフォリオの決定 • <u>新たな運用対象</u>(流動性の高いものや資産評価の容易なものが中心)の追加 • <u>ベビーファンドの設置</u> 	<ul style="list-style-type: none"> • <u>新たな運用対象</u>(流動性の低いものや時価評価を常時行うことが困難なものも含む)の追加

出所：同報告書より抜粋(下線は筆者)

有識者会議の提言がそのまま取り入れられるわけではないだろうが、これは公的資金における運用改革のきっかけになるものといえる。運用規模の大きさ(年金積立金管理運用独立行政法人(GPIF)の市場運用残高は約120兆円で年金運用として世界最大)ゆえに、実現が困難なものも含まれるが、提言の内容自体は企業年金においては既に取り組みが始まっているものが多いからである。

今述べたとおり、企業年金では、公的資金に一步先んじた形で、運用改革が進行中である。有識者会議で提言された、オルタナティブへの投資は今やごく普通のことになっている。また、パッシブ運用における新たなベンチマークの採用についても、最近のホットトピックとして急速に進みつつある。

さらに、先進的な企業年金においては、資産全体の運用構造を抜本的に見直す動きが強まりつつある。内外債券、内外株式、といった伝統資産で構成される従来からのポートフォリオの姿から、投資目的を見据え、投資目的に基づく資産クラス、投資目的にそった運用戦略の選択を行うポートフォリオの姿へ、運用構造を抜本的に見直す動きが広がりつつある。

弊社では、こうした新しいポートフォリオ構造を、「目的別ポートフォリオ」と呼んでいる。投資目的に焦点を当て、構築していくプロセスから名づけたものである。

本稿では、目的別ポートフォリオが必要となった背景として、従来型の運用構造が抱える課題を議論する。その上で目的別ポートフォリオの特徴やどのように構築されるのかを解説する。さらに、日本の企業年金における目的別ポートフォリオの具体的導入事例を紹介する。最後に、まとめとして目的別ポートフォリオ導入による効果について述べることとする。

II. 転機を迎えた従来型年金運用

1. 年金運用の発展

マーコビッツの平均分散法、シャープの資本資産評価理論(CAPM)などに代表される現代投資理論は、それまでギャンブルのように捉えられていた投資行動に科学的な裏づけをもたせることになった。おりしも米国では1970年代にエリサ法が施行されるなど、年金運用における受託者責任が強化された。このことが、年金運用と現代投資理論とを深く結び付ける要因となったと考えられる。なぜならば、科学的投資手法に基づく投資判断を行うことは受託者責任の履行を証明する、大きな材料となりうるからである。

おそらく年金は、実務において現代投資理論を最も直接的に利用している投資主体だといって過言ではなかろう。1990年代には、日本の企業年金にも欧米から輸入される形で現代投資理論の考え方が導入され、運用基本方針としての政策アセットミックスの策定がされるようになった。

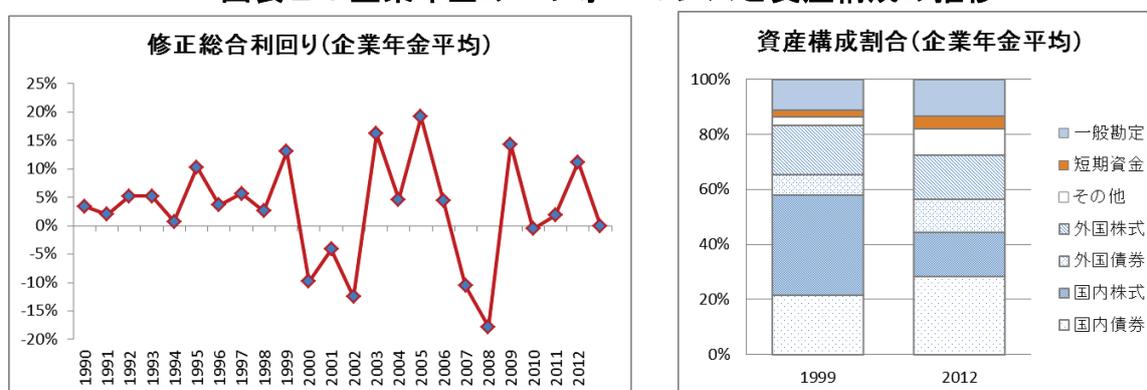
また、一旦策定した政策アセットミックスは長期にわたって堅持するべきとされた。これは、市場の騰落のタイミングをはかることは非常に困難であると同時に、一定の市場リスクをとり続けることは長期的に報われると考えられたからである。

さらに、各資産クラスにおけるベンチマークとして TOPIX、MSCI-KOKUSAI といった時価総額加重インデックスが採用され、アクティブ運用であれパッシブ運用であれ、採用さ

れる運用マネジャーのほとんどが、そのインデックスをベンチマークとした運用を行うことになった。

こうして、年金運用の基本構造が確立された。80年代90年代は、比較的順調な右肩上がりの市場環境の恩恵も受けて、年金運用は順当に収益を獲得した。しかし、2000年代に入ってから、市場の乱高下に悩まされることになる(図表2)。ITバブル崩壊や米国会計疑惑を受けての2000年から2002年の3年連続のマイナスパフォーマンス、2007年から2008年の金融危機など、大きなマイナスパフォーマンスにたびたび見舞われている。この間、各基金は、株式の構成比率を引き下げ、オルタナティブ(図表の凡例では“その他”に含まれる)への投資割合を増やすなど、リスクの抑制と分散に工夫を行ってきた。しかし、市場の変動に伴うパフォーマンスの乱高下は解消されていない。

図表2：企業年金のパフォーマンスと資産構成の推移



出所：企業年金連合会ホームページのデータをもとに三菱UFJ信託銀行作成

2. 転機を迎えた従来型年金運用

2000年代に入ってから10年間、それ以前とは市場環境、投資技術、制度を取り巻く環境が大きく様変わりしており、従来の年金運用ストラクチャーは転機を迎えているといえる。この様子を図表3で説明する。

まずは、市場環境と投資技術の点から整理する。先ほども触れたように、市場の乱高下によって、市場リスクをとり続けることで長期的にリターンを享受するという単純な戦略では、リスクに見合ったリターンを得ることは困難になってきているといえる。

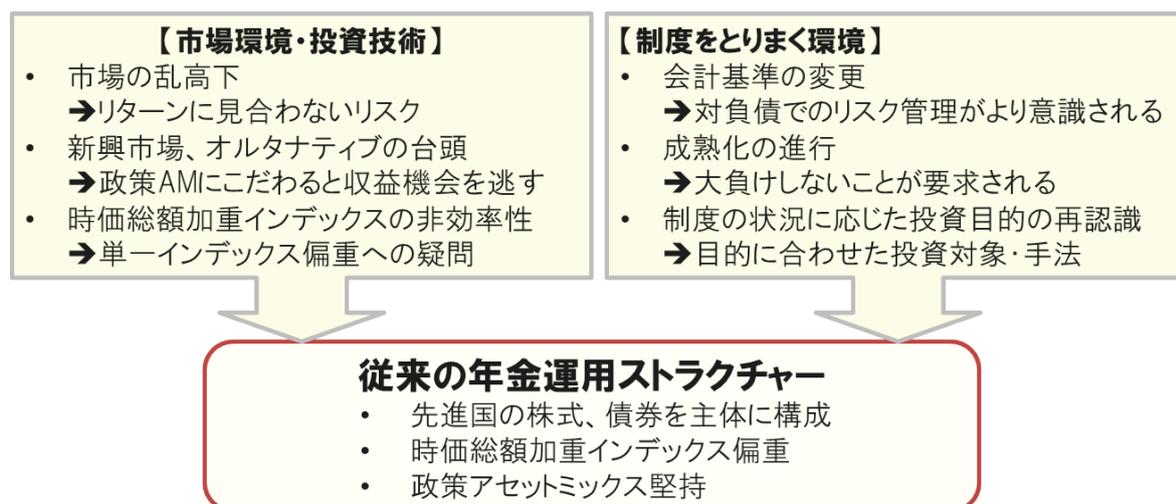
また、従来の年金運用は内外の株式および債券を中心に組み立てられると同時にそれら資産のベンチマークとして、先進国市場を対象とした時価総額加重インデックスが設定されている。例えば、国内株式のインデックスとしてTOPIXであったり外株のインデックスとしてMSCI-KOKUSAIであったり、外債のインデックスとしてシティ世界国債インデックス(日本除く)である。

こうしたインデックスを採用した当時の理由としては、投資環境の整備がされ、十分な流動性が確保された市場が先進国の債券、株式市場に限定されていたという事情があったであろう。ところが資産ベンチマークを先進国の株式、債券インデックスとしてしまったために、インデックスに含まれない新興国市場やオルタナティブへの投資を躊躇させる要因となって

しまっている。

昨今では新興国やオルタナティブへの投資は年金基金の中でずいぶんと一般化してはいるが、次々と現れる新たな投資対象に対し、政策アセットミックスやその資産ベンチマークを厳格に遵守しようとして、投資機会を逃してしまうのならば、弊害というべきであろう。

図表3：転機を迎える年金運用ストラクチャー



さらにその資産ベンチマークであるが、時価総額加重インデックスが一般に採用されている。現代投資理論で言う市場ポートフォリオは、投資効率性(リスクあたりのリターン)が最も高いポートフォリオとされている。時価総額加重インデックスは市場ポートフォリオに似せて構築されたものであり、同様に投資効率が高いものと信じられてきた。

ところが、2000年代に入ってから、時価総額加重インデックスの投資効率はそれほど高いものではないとする実証研究が明らかになった。と同時に、より優れた投資効率を持つ特色あるインデックスが次々と発表された。冒頭の有識者会議でも「パッシブ運用における新たなベンチマーク」として言及されているが、工夫を凝らしたインデックス群は、いまやスマートベータと総称され、年金運用関係者の注目を集めている。

時価総額加重インデックスに過度に偏った運用の見直しがまさに必要とされている。実際、パッシブ運用(ベンチマークへの連動を目指した運用)でも、アクティブ運用(ベンチマークに勝つことを目指した運用)でも、ほとんどのマネジャーが運用のベンチマークとして時価総額加重インデックスを使用している。ベンチマークとして設定した以上、これからの乖離リスクを意識した運用をせざるを得ず、結果、マネジャーの合計のポートフォリオとしては時価総額加重インデックスとさして変わらない運用に陥りやすい(クローゼット・インデックスと呼ばれる現象)。これはポートフォリオ全体として時価総額加重という単一のインデックスへ投資してしまっているという意味で、一種の集中リスクだといえよう。

一方、制度を取り巻く環境をみると、会計基準の変更が大きな変化のひとつである。いよいよこの3月末から日本でも、年金制度における不足金を母体のバランスシートに即座に反映する、いわゆる即時認識が開始される。積立水準の低下が母体のバランスシートに直

接影響を与えることになる。積立水準を安定化させるためには、負債に負けない運用、つまり対負債でのリスク管理をより重視した運用が必要になってくる。

また、一部の制度では、現役の従業員が減り受給者である退職者が増加する成熟化が相当程度進行している。すでに受給者への給付が掛金を上回っており、資産規模が減少する過程に入った基金も珍しくない。一般に資産減少過程においては、運用での負けを取り返すことが難しくなることから、以前にも増して、「大負けしない運用」が重要になってくる。

制度がおかれている状況が大きく変化することで、長期的な予定利率の達成のみを目標とするのではなく、さまざまな観点でのリスクを意識した管理が必要になっている。年金制度の規模が相対的に大きい企業では、母体財務への影響を抑制する必要から積立水準の安定化をより意識する必要があるし、成熟化が進んだ制度においては下方リスクのマネジメントが重要になる。

つまり、制度の置かれている状況によって投資目的を再認識し、運営していくことが重要である。その上で、投資目的に合わせて投資対象や投資戦略を選択するといったことも必要になってきているといえる。時価総額加重インデックスにこだわらずに投資対象や投資戦略を選定する場面も増えてくるだろう。

市場環境、投資技術、制度を取り巻く環境変化を踏まえると、資産クラスの投資対象が硬直的で、資産配分の柔軟性に欠け、時価総額加重インデックスの影響が色濃くなる従来型の年金運用は、ある意味画一的といえる。リスク管理が厳しくなった基金の投資目的からみて、必ずしも適切なものとはいえなくなっている。また、今後も増え続ける新たな投資対象への対応や、スマートベータといった投資技術の進展の成果を十分に享受するためにも、従来型の年金運用ストラクチャーは変革が求められているといえる。

Ⅲ. 目的別ポートフォリオの導入

1. 目的別ポートフォリオの特徴

数年前から先進的な企業年金において、投資目的に焦点を当てた新たな運用ストラクチャー構築の取り組みが始まっている。こうしてできたポートフォリオを、弊社では目的別ポートフォリオと呼んでいる。

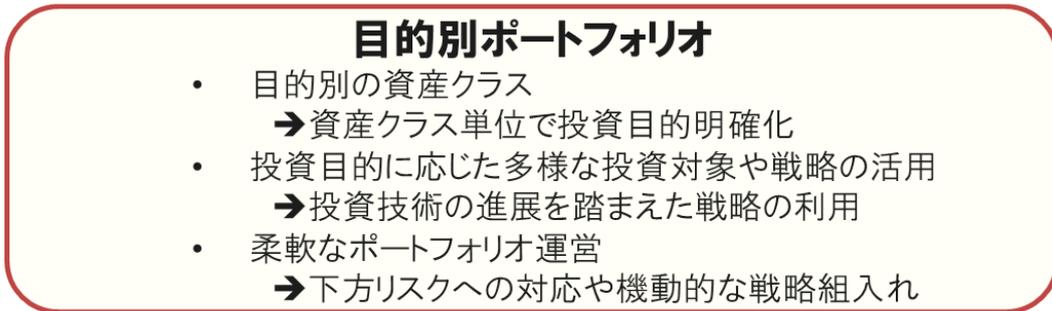
目的別ポートフォリオはいくつの特徴を持つ(図表4)。中でも最も重要な特徴は、投資目的別の資産クラスを持つことである。このことで、資産クラス単位で安定運用、収益の追求、負債リスクへの対応、給付への対応、といった投資目的を明確にさせることができる。目的別ポートフォリオという名称の由来はここからきている。

そのうえで、各資産クラスに組み入れる投資対象や戦略は、各資産クラスの投資目的に応じて選ばれる。従来のポートフォリオでは資産ベンチマークからの乖離が大きいとして組み入れられなかった戦略でも、投資目的に合致していれば組み入れて構わないと考えるのが目的別ポートフォリオである(それだけに投資目的の設定は重要といえる)。

さらには、投資目的に応じて、組み入れた戦略を機動的に入れ替えたり、資産配分をダイ

ナミックに変更することも目的別ポートフォリオでは許容される。ただし前提となるのは、その戦略にどのような効果があるかである。市場のタイミングをはかって機動的な資産配分を行うことで超過収益を安定して獲得することは依然として難しいと考えられる一方、下方リスクを抑制するための資産配分の動的運営ならば、ある程度可能であると考えられる。

図表4：目的別ポートフォリオの特徴

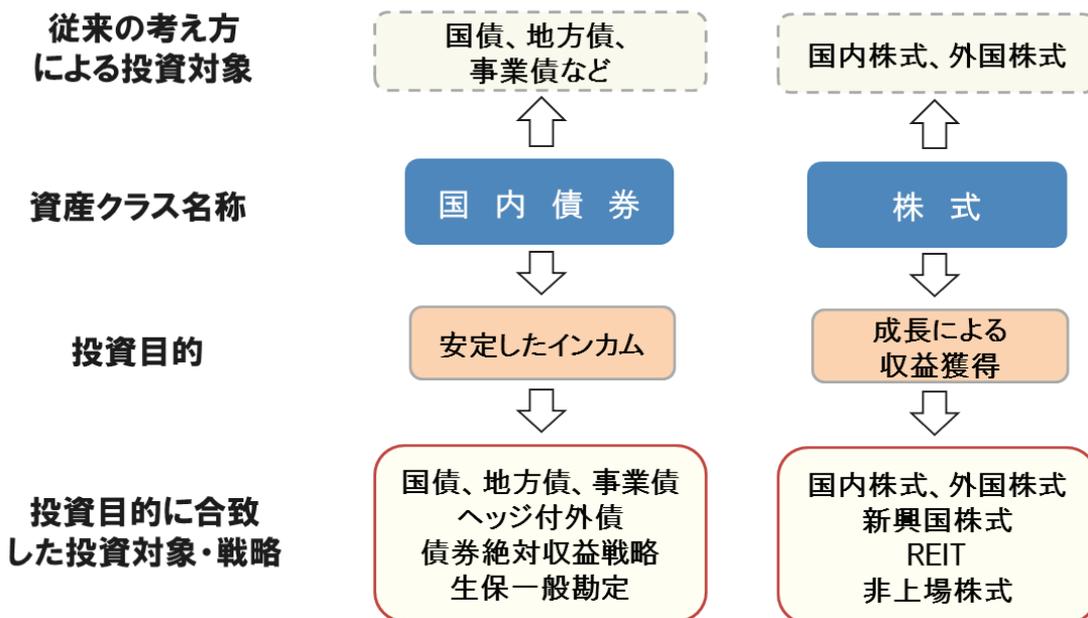


2. 投資目的を意識する意味

投資目的を意識することの意味を考えることにする。国内債券、株式といったおなじみの資産でも、投資目的を意識するだけでポートフォリオに組み入れられる戦略がずいぶん変わってくることを示す。図表5をみて欲しい。

従来の考え方であれば、国内債券といえば、国債、地方債、事業債が投資対象として思い浮かぶし、株式といわれれば、国内株式、外国株式といったところが頭に浮かぶところである。このように従来の考え方では、資産の名称が意味する証券の種類として投資対象を意識することになる。

図表5：既存の資産クラスについての投資目的の定義



一方、これら資産について投資目的を定義することにする。国内債券は安定したインカムを獲得するのが目的であるし、株式は成長による収益獲得が目的であると定義する。その上で目的を満たすような投資対象を考えてみよう。

安定したインカムということであれば、国債、地方債だけでなく、ヘッジ付外債、債券の絶対収益戦略、生保一般勘定なども投資対象に入ってくることになる。株式についても成長による収益獲得と定義することで、新興国株式、REIT の他、非上場株式なども選択肢として広がってくる。

このように、投資目的を意識することで、組入れる戦略をより柔軟に考えることができる。資産ベンチマークの構成国はこれだけだからそれ以外の国への投資を躊躇してしまうといったこともなくなるのである。

既存の資産クラスに投資目的を定義することは、珍しいことではない。例えばカリフォルニア州職員退職基金(カルパース)では、各資産クラスに対し、戦略目的を明確に定義して運営している。わが国の年金基金においても、明示的ではないにせよ資産の投資目的を意識した運用を行っているところは多い。例えばヘッジ付外債は、外国債券資産クラスではなく、国内債券資産クラスの一部として投資しているケースが多い。これは、ヘッジ付外債を国内債券と同様、安定的なインカムを生み出す目的で(かつ金利リスクを分散できる投資対象として)位置づけていることを示している。

3. 目的別ポートフォリオ構築：資産クラス定義

投資目的を徹底的に意識するのであれば、最初から投資目的を基にした資産クラスを定義してポートフォリオを構築すればよい。これが目的別ポートフォリオの基本的な考え方である。そして資産クラスとその投資目的を定義することから目的別ポートフォリオの構築は始まる。ここでは図表6を使って資産クラス定義がどのようにされるか例で示す。

年金運用の投資目的は、大きくリスク抑制とリターン追求という二つである。これに対応する形で、ポートフォリオを安定運用部分と、収益追求部分の二つに分ける。これらをさらに細分化し、投資目的別の資産クラスとして定義していくことにする。

細分化の方法はひとつではないので、ここでは代表例としてみていただきたい。安定運用部分は二つの資産クラスに細分化した。給付対応資産は、当面のキャッシュフローを確保するためのもの。安定資産は文字通り安定収益確保を目的とするものである。

一方、収益追求部分は、何を収益の源泉とするかによって分けた(他の観点で分類する方法もあるが、それらについては、第IV節、広がる導入事例を見ていただきたい)。成長資産は企業の成長による収益追求、インカム資産は各種債券やローンに投資するもので主に信用リスクプレミアムによる収益源泉、実物資産は不動産やインフラといった形のある資産から得られる収益、絶対収益資産はヘッジファンドが中心となるがマネジャーのスキルなどが収益源泉となっているものである。

収益源泉で分類することのメリットは、資産クラス間での分散効果が自然と得られることが期待できるからである。昔から資産三分法と呼ばれるように、債券(現金)、株式、不動産はそれぞれ収益の性質が異なる。安定資産としての債券(現金)、価値増大が期待できる株式、

変動する賃料収入がある不動産といった具合だ。これにマネジャーのスキルを独立した収益源泉として加えて収益追求部分を分類したものである。

こうした資産クラス定義は個々の基金の必要性に応じて設定すべきものである。例えば、掛金が給付を上回っている場合、給付対応資産は不要であろう。また、収益追求部分の4つの資産に全て投資をしなければならないわけでもない。収益につながる確信度の高い資産だけ選択して投資することとし、「わからないものには投資しない」という考え方を貫くのもひとつの考え方ではある。

図表6：目的別の資産クラス定義(例)



4. 目的別ポートフォリオの構築：投資対象の検討

資産クラス定義が終わったら、各資産クラスで投資すべき対象や戦略を検討していくことになる。

一昔前であればアクティブかパッシブかぐらいしか検討の余地がなく、かつどちらにしてもファンドのベンチマークは時価総額加重インデックスとしていることが圧倒的に多く、結局、資産クラス全体のリスク・リターン特性は時価総額加重インデックスと似かよったものになりがちだった。今では、投資技術の進展によって、新たなインデックスを含め多様な投資対象や運用戦略が登場し、戦略選択の幅は広がっている。資産クラス全体のリスク特性も基金の投資目的に合わせてコントロールできるようになってきた。

図表7に、目的別の各資産クラスにおける投資対象として考えられるものを示した。従来からのパッシブ運用、アクティブ運用に加え、新興国や新興市場といった、長期的により大きな成長が見込める領域に投資対象を拡張する。あるいは、最近注目を集めるスマートベータと呼ばれる、投資効率を高めることを企図したインデックスに投資する。さらには、非上場株(プライベートエクイティ)、私募不動産ファンド、インフラファンドといった流動性の低い対象への投資により、長期投資家としてのメリットを生かす。ニッチな市場の動向をいち早く捉えることで機会収益を獲得するなど、さまざまな収益源泉を資産クラス毎に検討することができる。

従来の年金運用においては、有望な投資対象があっても、資産ベンチマークである時価総額加重インデックスからの乖離を気にするあまり、組入れ割合が限定的になりがちである。目的別ポートフォリオでは、資産ベンチマークより投資目的に焦点をおいて投資対象を組入れるため、結果として多様な投資対象や戦略に分散が図られることになる。

図表7：目的別ポートフォリオにおける投資対象の検討

(名称)	安定運用部分		収益追求部分			
	給付対応資産	安定資産	インカム資産	実物資産	成長資産	絶対収益資産
(投資目的)	当面のキャッシュフロー確保	安定収益積上げ	信用プレミアムによる収益追求	実物資産による収益追求	企業成長による収益追求	マネジャースキルによる収益追求
リターン目標	0～1%程度	0～2%程度	2～4%	4～5%	5～7%	3～5%
リスク	—	3%程度	5～7%	7～12%	15～20%	6～12%

【投資対象】						
従来のパッシブ運用	短期資産運用	国内債パッシブ	外債パッシブ		内外株パッシブ	
アクティブ運用		国内債アクティブ 内外債券安定運用	外債アクティブ	REITアクティブ	内外株アクティブ ノンベンチマーク	ファンドオブファンズ 株式M/N、L/S CTA、他
投資対象の拡張		事業債	新興国債券 ハイールド債 ファンドのデット部分	REITパッシブ	新興国株・	
新たなインデックス (スマートベータ)					最小分散戦略 リスク加重インデックス 企業価値インデックス など	
低流動性プレミアム			バンクローン	私不動産ファンド インフラファンド	非上場株	
機会収益追求			劣後債		ニッチ市場投資	

5. 目的別ポートフォリオの構築：資産クラスのリスク・リターン推計

従来のポートフォリオでは、資産クラスは国内債券や外国株式といったおなじみのものであり、リスク・リターン特性を推計するのも比較的容易だった(信託各社で算出している各資産クラスの中期的なリスク・リターン見通しを利用することも可能である)。ところが目的別ポートフォリオで定義される資産クラスは、個々の基金によって異なる独自のものである。それでは、それら資産クラスのリスク・リターンはどのように推計すればよいのだろうか。

これには、トップダウンとボトムアップの二つの手法が考えられる。トップダウン手法は、資産クラスのリスク・リターンを先に決めてしまう方法である。具体的には、資産クラスの主要(代表的)な投資対象のリスク・リターン特性を参考に資産クラス全体のリスク・リターン特性を決めてしまうことが考えられる。成長資産を例にとると、主要な投資対象は内外株式となるので、内外株式のリスク・リターンを使用することになる。資産クラスのおおよそのリスク・リターンを決めるのには良い方法といえる。

一方、ボトムアップ手法では、資産クラスに含まれる各投資対象のリスク・リターン特性や相関を使用し、それらの構成割合に基づいて、資産クラス合計でのリスク・リターン特性を算出することになる。精度は上がるものの、各投資対象のリスク・リターン特性や、構成割合がわかっていないと資産クラス全体の数値も算出できない。

どちらの方法も一長一短あるので、併用することが望ましい。まず、トップダウンでおおよそのリスク・リターン特性の目星をつけておいた上で、投資対象の組入れ割合を検討し、それらを積み上げたボトムアップの数値をトップダウンの数値と比較して修正していく方法が考えられる。

6. 目的別ポートフォリオの構築：定性判断による政策アセットミックスの決定

従来の年金運用では、政策アセットミックス決定の際に、平均分散法による最適化手法を利用することが多かった。この手法は、数学的手法を用いて、一定の目標リターンを達成することのできる最もリスクの小さな資産構成割合を算出する手法であるが、前提値となっているリスク、リターン、相関の入力値に誤差があると、答えである最適資産構成割合にも誤差を生じてしまうことになる。特に、リターンの入力値誤差が最適資産構成割合に大きく影響してしまうといった問題点が指摘されている。

また、最適化手法はリスクの尺度として標準偏差のみを用いている。リスクにはテールリスクもあれば、流動性リスク、政治的なリスクといった、重要であるが標準偏差という尺度では計量できないリスクが存在する。これらリスクを織り込むことができないのも、最適化手法の問題点である。

目的別ポートフォリオの場合、各資産クラスに組入れられる投資対象や戦略のバリエーションが多く、リターン前提の推計はさらに難しいし、モデルに織り込まれていないリスクもより多くなっているといえる。最適化手法は参考として利用するにとどめ、むしろ、定性判断も踏まえて資産クラス間のリスク配分に配慮して政策アセットミックスを構築すべきであろう。

7. 目的別ポートフォリオ：動的な資産配分運営

言うまでもなく、年金運営におけるリスク管理の重要性が増している。特に重要なのは、積立水準のリスク管理である。今年度末から適用される退職給付会計基準の変更により、退職給付債務に対する積立不足は母体企業のバランスシートに直接影響することとなる。また、年金財政上の積立水準の低下は掛金負担の増大に直結する。

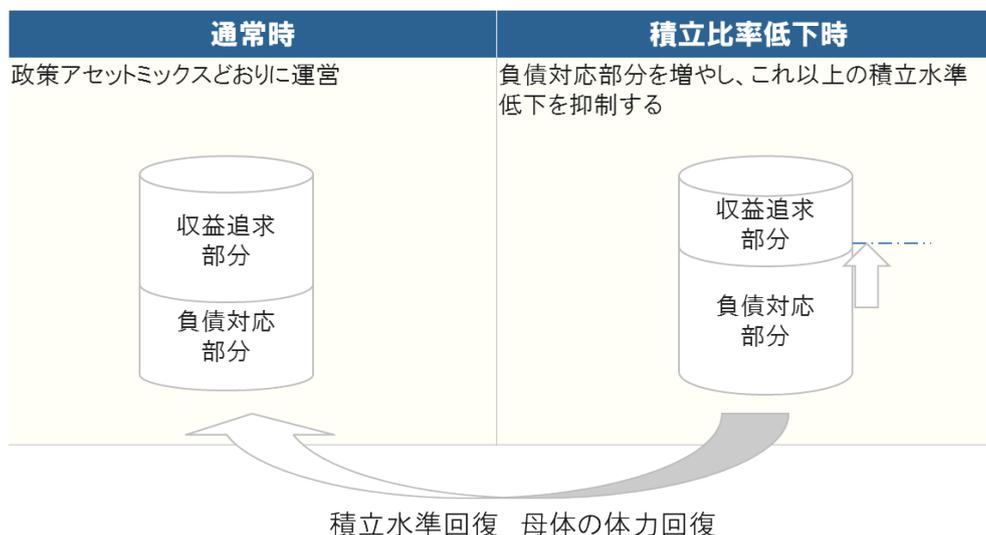
従来のように政策アセットミックスを堅持する運営では、長期的には収益を積み上げることができるかもしれないが、短期的な市場の変動で積立水準が低下するリスクに充分対処できていたとはいえない。母体企業に十分な体力があれば、積立水準の低下に伴う掛金の拠出によって、かえって株を安く買えるというようなメリットもあろうが、体力がなかつたり追加掛金の拠出ができない場合には、積立水準の低下自体が制度の存続を脅かす事態となりかねない。市場の急落時には、これ以上の積立水準の低下を抑制するために、リスク資産を全て売却することが必要になるケースもあるかもしれない。

目的別ポートフォリオでは、積立水準の低下リスクを抑制する、動的なポートフォリオ運営に適した運用ストラクチャーを比較的容易に構築できるメリットもある。

まず、全体のポートフォリオを、負債対応部分と収益追求部分に分ける（これまで説明してきたポートフォリオの安定運用部分を負債対応部分に置き換えるイメージ）。負債対応部分は負債と同じような動きをする資産で構成され、負債のリスクをマッチングにより抑制する効果を持つ。積立水準が悪化してきた場合には収益追求部分から負債対応部分へ資産配分を増やし、これ以上の積立水準低下を抑制するような運営を行う。逆に積立水準が戻るか、母体企業が積立水準低下に耐えられる十分な体力がいたら元の配分に戻すといった運営が考え

られる。(図表8)

図表8：動的な資産配分運営の例



IV. 広がる導入事例

目的別ポートフォリオの導入は、企業年金の間でゆっくりとではあるが広がっている。個々の基金の置かれている状況や投資目的、市場環境に関する見方が異なるため、最終的なポートフォリオの姿は実にさまざまである。ここでは、ある程度類型化したうえで、紹介することとしたい。第Ⅲ節で紹介した事例がひとつの典型であるが、それ以外にどのような構造のものがあるのか、筆者の把握している範囲でご紹介したい。

図表9をご覧ください。①のように、負債対応部分と収益追求部分で構成される目的別ポートフォリオも、良く見られる形態である。欧州の年金基金では、ポートフォリオ全体をマッチング・ポートフォリオ(負債対応)とリターン・ポートフォリオ(収益追求)という二つの部分に分けて運営している例が多く見られ、目的別ポートフォリオとしてはむしろこちらが一般的である。積立水準のリスクコントロールに有効なポートフォリオだといえる。収益追求部分の分類方法はさまざまであるが、ここでは株式、絶対収益に加え収益分散の三資産に分類した例を示した。

②では、リスク水準の違いで3つの資産クラスに分類している。非常にシンプルな分類方法といえる。各資産クラスはリスクで規定されているだけで何を組入れても良い。とはいえ、低リスク資産は債券中心、中リスク資産はオルタナティブやマルチアセット戦略、高リスク資産は株式のほか低流動性の資産が中心となるようである。メリットは、ポートフォリオ全体のリスクをコントロールしやすいということだろう。

③は、投資のタイムホライズンの違いで4つの資産に分類している。投資の短いものから長いものに向かって、リスクも上昇していくことになるので、実は②と似た分類といえるかもしれない。このストラクチャーのメリットは非流動性資産を含めた流動性管理を行いやすいということだろう。そもそもわが国の企業年金基金は、非流動性資産への投資が少なく、

非流動性資産のプレミアムを享受するという長期投資家としての行動をあまりとっていない。タイムホライズンを意識することで、これら投資を増やすことが可能になる。

図表9：目的別ポートフォリオの多様性

① 負債対応と収益追求に大別したケース

	負債対応部分		収益追求部分		
	給付対応資産	負債対応資産	株式資産	絶対収益	収益分散
(名称)					
(投資目的)	給付支払いの確保	負債リスクの軽減	企業成長による収益追求	市場環境に左右されない収益追求	株式との相関の低い収益源泉

② リスク水準の違いで分類したケース

	低リスク	中リスク	高リスク
(名称)			
(投資目的)	リスク \leq 5%	リスク \leq 10%	リスク \geq 10%

③ 投資のタイムホライズンで分類したケース

	安全投資	低リスク投資	長期投資	超長期投資
(名称)				
(タイムホライズン)	5年以内	5~10年	10~20年	20年以上
(投資目的)	元本確保と高い流動性	変動幅が小さい分散も考慮	長期的収益追求分散を考慮	超長期の市場構造変化に着目した投資

以上、目的別ポートフォリオの類型をご紹介した。細かい部分では、基金ごとに資産クラスの構成が異なったり、同じ資産クラスでも投資対象や戦略の内容が異なったりと千差万別である。従来の政策アセットミックスの資産分類が画一的だったのに対し、目的別ポートフォリオの資産クラス分類は、それこそ基金の数だけあるといつてよいくらいである。

V. まとめ

本稿では、次世代の年金運用ストラクチャーとして、企業年金の間で導入が広がりつつある目的別ポートフォリオをご紹介した。最後に、図表10に従来の年金運用と目的別ポートフォリオの違いを一覧にまとめた。

従来の年金運用は、ややもすると硬直的であり、資産ベンチマークとなる時価総額加重インデックスを意識するあまり、新たな投資対象や戦略の組入れに消極的な面があった。これに対し、目的別ポートフォリオでは投資目的に焦点を当てることで、投資対象や戦略の選定の自由度が増し、資産配分戦略も機動的な運営を行いやすくなるといったメリットがある。

一方で、自由度が増して多様な戦略の組み入れが容易になった分、戦略選定の意思決定が

より重要になる。基金のリスク管理能力の向上と共に、運用機関やコンサルタントといった外部の専門家をうまく活用することが重要になってくる。

図表 10: 従来の年金運用と目的別ポートフォリオの比較

	従来の年金運用	目的別ポートフォリオ
資産クラス	証券種別によってあらかじめ定められている	投資目的に応じて基金自らが定める ○ 資産クラス単位でも投資目的が意識される
投資対象、戦略	資産ベンチマークである時価総額加重インデックスを意識して選定される	投資目的に焦点をあてて選定される ○ 資産ベンチマークに左右されず、自由に選定できる × 自由度が高まる分、選定にはスキルが必要
資産配分戦略	政策アセットミックスの堅持	投資目的に応じて動的運営の採用もある ○ 大負けしないという目的や、変動性の大きい市場環境に適応 × 下落に強いポートフォリオは上昇時やもみ合い相場では思うように行かないこともある。

市場の乱高下、新興市場などの台頭、投資技術の進展といった市場環境の変化、会計基準の変更代表される制度を取り巻く環境の変化は、年金運用の投資目的は何かということに再認識させる契機となった。投資目的自体も、よりリスク管理を重視する方向に変化してきている。目的別ポートフォリオの導入は、投資目的を見つめなおし、ポートフォリオを再構築する良い機会を提供するであろう。

(平成 26 年 1 月 17 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】

三菱UFJ信託銀行編[2012] 「進化する年金運用」 日本経済新聞社

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 受託財産企画部

東京都千代田区丸の内1丁目4番5号 Tel. 03-3212-1211（代表）