

なぜ銀行と基金の運用成績は 明暗を分けたのか

政策資産配分から

リスク配分への発想の転換を

大和総研 調査本部 資本市場調査部

主任研究員

菅野 泰夫



従来の政策資産配分を守り、リバランス運用を実直に遂行したわが国の年金基金（注1）が、国内株式の大幅な下落を引き金とする運用資産の減少により、積立不足の拡大を余儀なくされている。その一方で邦銀は、東日本大震災や欧州債務危機といった一連の金融危機を経ても、好調な運用成績を残している。なぜ、同じ国内の機関投資家であるにもかかわらず、運用成績が異なるのか。双方のポートフォリオの変化やリスク管理の違いをヒントとし、年金運用の問題点と今後の方向性を考察する。

邦銀は安全資産にシフト

基金の株式投資は依然高水準

リーマンショック発生当時

一連のグローバル金融市場の混乱により、年金基金も邦銀も、多額のポートフォリオの評価損計上を余儀なくされてきた。この金融危機をきっかけに、双方とも運用手法の変更やリスク管

理の高度化を目指した。とくに

邦銀は、国際的な金融規制・監督強化の流れのなかで、金融安定理事会や、バーゼル銀行監督

委員会から発表されたさまざまな規制の強化がポートフォリオ

の改善に寄与したもようだ。古くはバーゼルⅠからバーゼルⅡ

に移行する際、内部格付手法採用行が株式投資のリスクウエイ

トを大幅に増加させたことや、

ファンドのリスクスルーを厳格化させたことも想起される。最近では、2011年12月に再証

券化エクスポージャーのリスクウエイト引上げやマーケットリ

スクの強化等を求めるバーゼル2・5が施行されたことによっ

て、証券化商品など、よりリスクの高い資産への投資が手控え

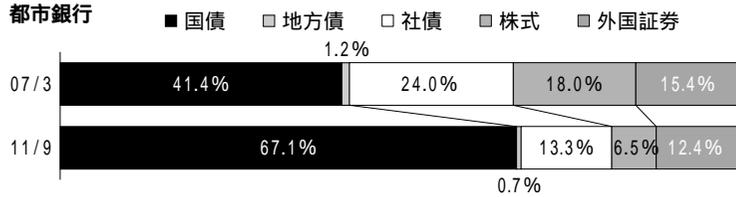
られている。

その代わりに邦銀が増やしているのが国債だ。金融危機前後（リーマンショック前の07年3月から、欧州債務危機が発生した直後の11年9月）の年金基金と邦銀（大手行）の資産配分の変化（図表1）をみると、邦銀は株式と外国証券を大きく減らす一方で、安全資産である国債の投資比率を高めている（注2）。この規制強化に促された資産配分の変化が、欧州債務危機による直撃を避ける要因の一つとなったのは間違いない。

一方、年金基金の資産配分は、11年半ばにおいても株式の投資比率が高く、ポートフォリオ全体のリタンの成否のほとんどを株式が決定している状況に変化はみられない。その結果、欧州債務危機によって再度ポートフォリオ全体が毀損した基金が多い。業界では、長期投資の名のもと、株式の期待リターンを信じて政策資産配分（ア

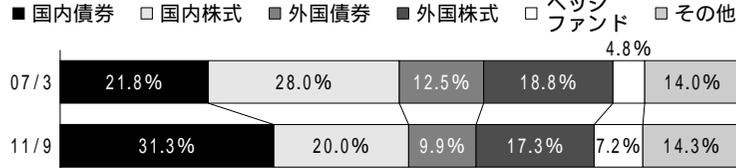
【特集】もう一つの年金問題

〔図表1〕 邦銀と年金基金の資産配分の変化



(注) 大手主要行7行の総計。社債は金融債、公社公団債等を含む。

年金基金



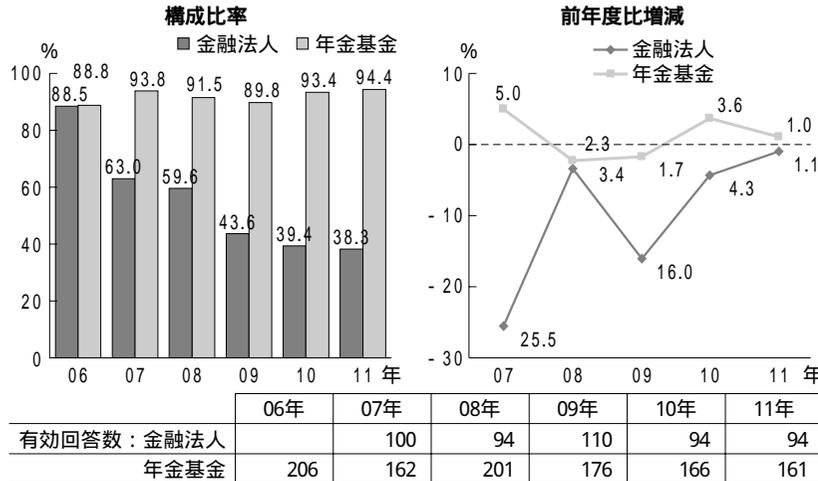
(注) 厚生年金基金および確定給付企業年金基金の合算。
 (出所) 日本銀行、企業年金連合会アンケート、D I R オルタナティブサーベイ2011年から大和総研作成。

こうしたなか、近年の年金基金は株式のリスクを分散させるため、さまざまな代替投資（オルタナティブ投資）に資産を振り向けざるをえなくなっている。限定的な効果しか得られないと理解していても、ほかの選択肢がないことから、しかたなくボラティリティが低いヘッジファンド投資

セクトミックス）を策定し、各資産クラスのエイトを忠実に守るためにリバランスし続ける従来の運用モデルはもはや限界を迎えているとの見方が強い。追い打ちをかけるように、低迷する国内株式の代替として試み

た新興国株式投資も苦戦を強いられている。年金運用の方向性が迷走状態にあるといっても過言ではない。
 欧州債務危機で代替投資が裏目に

〔図表2〕 金融法人、年金基金のヘッジファンド投資比率の推移



(出所) D I R オルタナティブ投資サーベイ2011年(図表4も同じ)。

算)が規制強化に伴って06年度以後減少の一途をたどり、11年度には38・3%まで投資比率を低下させている。その一方で年金基金は、金融危機後に若干比率が低下したが、10年には投資比率がプラスに転じており、現在もなお、投資比率は9割近いままで推移していることがわかる。ただし、欧州債務危機では、この対応が裏目となり、結果的に年金基金はダメージをさらに拡大させる格好となった。急激な円高や外国株式市場の低迷を受けて、株式ロングショートを中心とし

を続けているとの声も多い。その証拠に金融危機前後のヘッジファンド投資の選択状況を示す図表2にあるとおり、金融法人(銀行・保険会社等の合

たヘッジファンドのパフォーマンスが軒並み悪化したためだ。

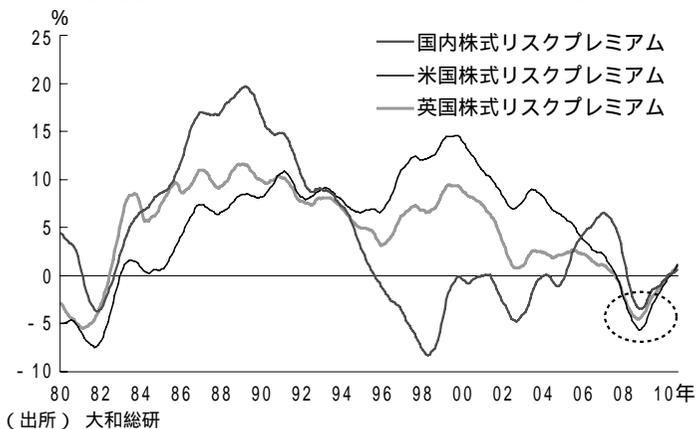
ところで年金基金の運用には、邦銀と異なる、留意すべき事情がある。それは、現在の市場環境に対して高すぎる予定利率の存在に加え、過去の評価損を取り戻すために株式投資のウエイトを極端に落とせないということである。しかし、国内株式に高い期待リターンを設定することには、現在の市場環境でのリスクプレミアム（株式の実質成長率）をみると懐疑的な意見が多い。

図表3（上段）は、日本・アメリカ・イギリスの一般的なビルディングブロック法により株式の期待リターン（＝リスクプレミアム＋インフレ率）を作成したものである。確かに過去40年間の日本の状況であれば、リスクプレミアムから試算した期待リターンは6・51%に達している。だが、過去30年間を計測すると4・25%と低下し、バブ

【図表3】 株式期待リターンとリスクプレミアム
過去40年、30年、20年の推移 (単位 %)

株式期待リターン (円建て)	日本	アメリカ	イギリス	3カ国 平均
	TOPIX	S&P500	FTSE	
過去40年： 変動相場移行以後 (1971年12月～2011年8月)	6.51	5.17	5.80	5.83
	リスク プレミアム 3.85	3.66	3.43	3.65
過去30年： プラザ合意以後 (1981年9月～2011年8月)	4.25	6.83	5.32	5.47
	3.50	6.20	5.17	4.96
過去20年： バブル崩壊以後 (1991年9月～2011年8月)	▲1.37	6.25	3.70	2.86
	▲1.53	5.69	3.54	2.57

10年間の移動平均データを用いた株式リスクプレミアムの推移



関の総幹事会社や年金運用コンサルタントから示される株式の期待リターンはいまだに6～7%程度の高い数値のままだが、独自の投資理論をもたない年金基金は、この期待リターンを使わざるをえない。また逆に、低い期待リターンを設定してしまうと、足

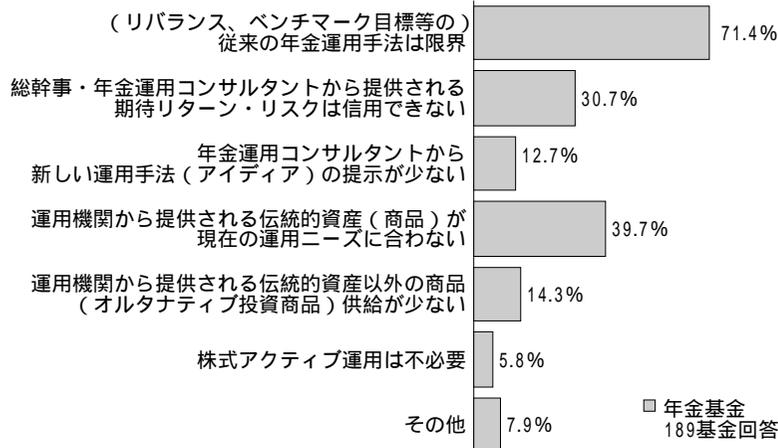
ル崩壊以降の過去20年では、1・37%とマイナスに転じる。とくにリスクプレミアムもマイナスに転じた最近では、国内株式というリスク資産へ投資する理由が見当たらないとの意見も多い。この状況は日本に限ったことではない。アメリカ・イギリ

スの株式市場でも、近年はリスクプレミアムの低下が顕在化してきており、とくに08年のリーマンショック以降は日本と同様に一時的にリスクプレミアムがマイナスへと転じている（図表3下段）。

ターンでは予定利率を達成できないため、かえって株式への資産配分が増加してしまうという悪循環すら指摘されている。当然、さまざまなリスクプレミアムから期待リターンを計測する手法が存在するが、結果に大きな差があるわけではない。

【特集】もう一つの年金問題

〔図表4〕 今後の年金運用における懸念点



むしろ問題は、依然として長期投資の名分で、再現性のないリターンに対して、リバランスによる逆張り運用や、多額の資金を投資し続けている運用体制にあるのではないだろうか。

年金基金からも従来の運用手法に関する疑問が高まっている。図表4は年金運用の昨今の懸念点に関して意見を集約したアンケート結果であるが、多くの年金基金が「(リバランス、ベンチマーク目標等の)従来の年金手法は限界」と回答している。また、運用のアドバイザーを行う運用機関や年金運用コンサルタントへの不満も根強い。「総幹事・年金運用コンサルタントから提供される期待リターン・リスクは信用できない」との辛辣な意見が3割以上の基金から寄せられているのである。

昨今の長期投資(とくに国内株式)への不信は、年金基金が独自に運用方針

を變更する動きにもつながっている。それは、過去数十年間の期待リターンや資産クラス間の相関係数を前提とした投資理論から脱却する動きともいえる。政策資産配分から統合リスク管理へ

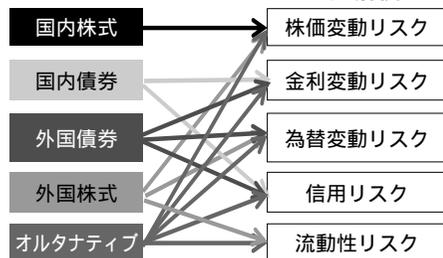
ではこれからの年金基金の運営をどのように改善していくべきか。

政策資産配分から統合リスク管理へ

給付削減といった負債側の手当を優先しては、年金の社会的意義が問われる。今後の年金運用は、政策資産配分(基本資産の相関を前提にしたアセットミックス)よりも、投資対象そのもののリスクを精緻化した資産配分が重要になると筆者は考える。その際、基本的な資産区分としては、従来の基本4資産(+オルタナティブ)の概念ではなく、邦銀等が広く採用している統合リスク管理(注3)の概念を採用していくことが望ま

しい。それも、従来のように国内株式と外国債券等の相関を計るのではなく、資産クラスを金利、為替、クレジット、株価変動といったリスクエクスポージャーに分解し、その相関を意識した資産配分を決定するのである(図表5)。

〔図表5〕 統合リスク管理のエクスポージャー分解例



(出所) 大和総研

とくに株式投資比率が高い年金基金では、株式と金利(国債)の相関を意識することが重要になる。従来の資産クラス間の相関の概念では、リーマンショック時のように株式も社債も

同時に下落する局面において分散機能が働かなかつた。個別基金が独自にこうしたリスク計測を内製化することは困難かもしれないが、証券会社やリスク計測業者等が代行するポートフォリオ分析サービスを利用することで早期の実現が可能といわれている。

資産配分維持にこだわる愚

また金融危機時に大きな被害をもたらしたオルタナティブ投資や新興国株式といった流動性が乏しい代替資産に対する投資手法の確立も課題だ。その際、単純に流動性リスクを極端に警戒した運用方針では、結果的に収益のほとんどを上場株式等の市場リスク（ベータ）に依存する運用に傾き、結果的に伝統的金融資産との相関が高くなりがちだ。これでは、高いコストを払って代替投資を行う意義はな

い。

その意味で今後の年金運用は、流動性リスクを極力避けるのではなく、各商品の投資タイプミングの最適化により、代替資産の流動性リスク管理を実践することが求められる。

とくに、年金基金の過去の失敗例に鑑みると、最初に決定した代替資産への配分を頑なに守ることは適切ではない。なぜなら、それらの資産は、流動性が乏しい。ことと同義だが、常に投資機会があるわけではなく、資産配分を維持しようとするれば、無理をしても投資先を探すことになる。その結果、最適な投資案件ではない第2、第3候補にやむなく投資したり、割高な価格をしいられる可能性もある。最初に決めた配分を無理に維持することなく、常に、いま何に投資機会があるかを調査したうえで、ベストの選択肢のみに対して機動的に投資することが肝要だ。

急がれる資産配分の再構築

金融危機以後、リスク資産の分散をいたずらに拡大させても、限定的な効果しか得られないことが多いといわれている。

資産クラスごとのリスクエクスポージャーを限定するという基本を怠り、本質を欠く理論の偏重はむしろ混乱を招くだけである。政策資産配分やオルタナティブ投資のみで分散投資のアプローチを思考停止していることは、年金基金とそれをとりまく運用コンサル、信託銀行等を含む年金運用関係者の怠慢とすらいえる。今後の年金基金は、金利（国債）と株式のように、よりシンプルな形でかつ、本質的な分散を意識した資産配分の再構築が急がれるだろう。

金の総称

2 預貸ギャップの拡大、金利の低位安定により、収益を少しでも増加させるために、中期国債から長期国債への流れや、国債から社債への傾向も顕著となっている。

3 統合リスク管理とは、金利、為替、株価変動等の市場リスクや信用リスク、流動性リスク等、計量可能なリスクをVaRなどの統一的な尺度で計測し、それを経営体力（自己資本）と対比することで各リスクを統合して管理する態勢・プロセスをいう。

すげの やすお

1999年大和総研入社。年金運用コンサルティング部、企業財務戦略部、金融・公共コンサルティング部を経て、2012年から現職。日本証券アナリスト協会検定会員。

（注）1 本稿における年金基金金は、

厚生年金基金と確定給付企業年金