

年金運用はどこに行く

～オルタナティブ投資アンケート（2012年度） を踏まえて～

菅野 泰夫

要 約

わが国の年金運用が揺れている。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てきた年金基金が、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、積み立て不足の拡大を余儀なくされているためだ。国内株式のリターン不足を補うためのオルタナティブ投資に関しても、2012年2月に表面化したA I J投資顧問の年金資産消失問題で大幅な損失を計上し、新たな財政難の火種となっている状態だ。問題の余波により、厚生年金基金のガバナンス体制の欠如が社会問題にまで発展し、現在では、資産運用の在り方に関する様々な協議が、関係各省庁において行われている。

年金運用が苦戦する一方で、邦銀や生保では、株式や分散効果が乏しいオルタナティブ投資そのものから撤退し、国債投資へ回帰している状況が鮮明になりつつある。今後、年金基金においても、従来の株式偏重の政策資産配分を諦め、新たな運用方針へシフトするか注目されているといえよう。本稿では、低迷する国内株式市場を横目に、今後の年金運用がどこに向かうべきなのか、大和総研オルタナティブ投資アンケート（2012年度）の結果を基に考察していく。

目 次

- 1 章 邦銀、生保は安全資産（国債投資）へシフト、年金基金の株式投資はいまだ高水準
- 2 章 A I J 問題の発生以降の規制強化の流れ
- 3 章 A I J 問題以降のオルタナティブ投資
- 4 章 年金運用はどこに行く

1章 邦銀、生保は安全資産（国債投資）へシフト、年金基金の株式投資はいまだ高水準

1. 国内株式市場の低下に伴うポートフォリオの変化

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、邦銀、生保、年金基金のほとんどは、多額のポートフォリオの評価損計上を余儀なくされた。各投資家とも、この金融危機をきっかけに、運用手法の変更やリスク管理の高度化を目指したといわれている。

特に邦銀は、国際的な金融規制・監督強化の流れの中で、金融安定理事会（Financial Stability Board）や、バーゼル銀行監督委員会（Basel Committee on Banking Supervision）から発表された様々な規制強化が、ポートフォリオの改善に寄与したもようだ。過去にはバーゼルⅡへの移行の際にファンドのルックスルーを厳格化させ、ポジションが不透明なファンドのリスクアセットが大幅に引き上げられたこと等も想起される。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の引き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た状態だ。また同様に、生保においてもソルベンシーマージン比率規制の変更や、金融危機時のオルタナティブ投資の大幅な損失計上により、多くのリスク性商品の解約を急いだといわれている。

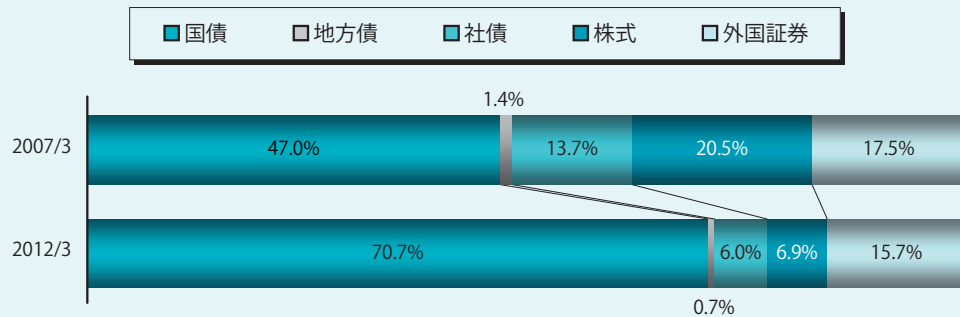
そして邦銀、生保の多くは、リスク性資産の代替として国債運用へのシフトを加速させている。図表 1-1 は金融危機前後（リーマン・ショック前の2007年3月と、2012年3月）の邦銀、生保、

年金基金の資産配分の変化を比較している。これを見ると邦銀は、07年3月時点では20.5%であった株式投資比率が12年3月時点では6.9%と大きく低下している一方で、同じ期間において、安全資産である国債投資比率が47.0%から70.7%まで急激に上昇していることが分かる。同様に、生保の同期間の推移を見ても株式が26.2%から11.4%まで低下した一方、国債は32.7%から47.4%まで比率を引き上げている。未曾有の金融危機以降の国際的な規制強化に促された資産配分の変化が、結果として邦銀、生保のリスクを抑制し、欧州債務危機等による直撃を避けられた要因の一つとなったことは明らかであろう。

一方で、同じ期間中の年金基金の資産配分は、確かに国内株式への投資比率を減少させたとはいえ、いまだ16.2%と依然高い水準のままであることが分かる。外国株式の比率を合わせると株式投資比率の水準は全体の3割を超え、ポートフォリオ全体のリターンの成否のかなりの部分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、東日本大震災や、欧州債務危機といった一連の市場の混乱によってポートフォリオが大きく毀損した基金が続出した。年金業界では、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（アセットミックス）を策定し、各資産クラスのウ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、中国経済の失速に伴い苦戦を強いられているようだ。年金運用の方向性自体が迷走状態にあるといっても過言ではないであろう。

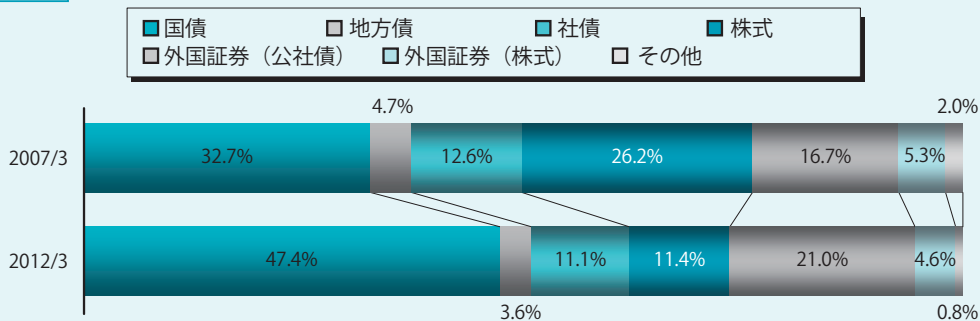
図表1-1 邦銀、生保、年金基金のポートフォリオの変化（2007/3-2012/3）

邦銀



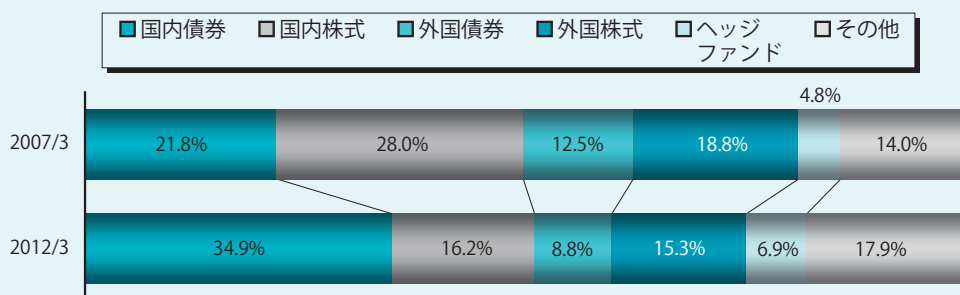
（注）都市銀行のみ

生保



（注）主要7社の金額を合算して推計

年金基金



（注）2012年3月は大和総研オルタナティブ投資アンケート（2012年度）結果から

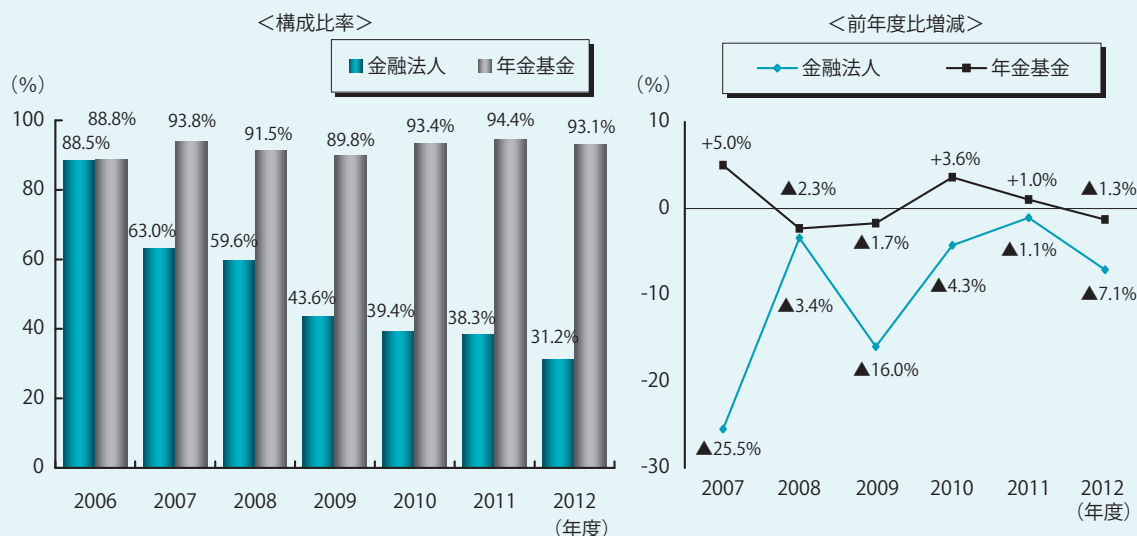
（出所）日本銀行、企業年金連合会、各種ウェブサイト等から大和総研作成

2. 欧州債務危機、A I J 問題で代替投資が裏目に

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、様々な代替投資（オルタナティブ投資）に資産を振り向けざるを得なくなっている。その証拠に、金融法人（銀行・保険会社等の合算）の金融危機前後の過去7年間のヘッジファ

図表1-2 ヘッジファンド投資の推移（金融法人、年金基金比較）



(注) その年のアンケートにてヘッジファンドに投資していると回答した比率

(出所) 大和総研オルタナティブ投資アンケート

ンド投資においては、規制強化に伴って2006年度以後減少の一途をたどり、2012年度には31.2%まで投資比率を低下させている（図表1-2参照）。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、2010年度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割超のままで推移していることが分かる。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、海外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たヘッジファンドのパフォーマンスが軒並み悪化したことが要因といわれている。さらに、そこに追い打ちをかけるように、2012年2月に入りA I J投資顧問に運用委託した企業年金資産の大半が消失した問題（以下、A I J問題）が表面化し、ヘッジファンド投資全般の信頼感が大きく揺らぐ結果となった。

3. 期待リターンを落とせない株式投資（ビルディングブロック法による米・英・日での株式市場の比較）

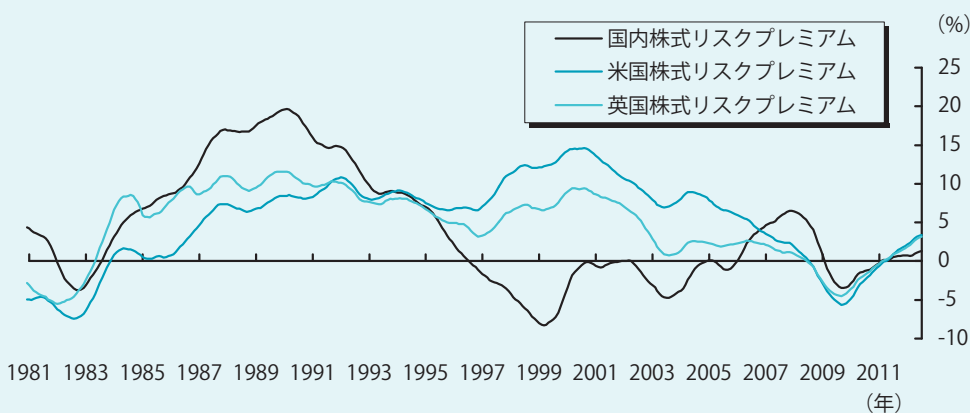
ところで年金基金の運用には、他の機関投資家（邦銀、生保）と異なる留意すべき事情がある。それは、現在の市場環境に対して高すぎる予定利率の存在に加え、過去の評価損を取り戻すために株式投資のウェイトを極端に落とせないということである。A I J問題も、もとを正せば、代行部分の毀損を取り戻すべく株式の代替として高い期待リターンを信じたことが起因である。

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（株式の実質収益率）を見ると懐疑的な意見が多い。図表1-3（上段）は、日本・米国・英国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）

図表1-3 株式期待リターン（円建て）の過去20年、30年、40年における平均値

株式期待リターン（円建て） リスクプレミアム	日本	米国	英国	3カ国 平均
	TOPIX	S&P500	FTSE	
過去40年：変動相場移行前後以降 (1972年8月-2012年7月)	6.10% 3.50%	5.01% 3.58%	5.50% 3.24%	5.54% 3.44%
過去30年：プラザ合意前後以降 (1982年8月-2012年7月)	3.70% 3.04%	7.04% 6.80%	5.50% 5.26%	5.41% 5.04%
過去20年：バブル崩壊以降 (1992年8月-2012年7月)	▲1.23% ▲1.27%	5.80% 5.11%	3.12% 2.99%	2.57% 2.28%

※株式期待リターン（円建て）＝リスクプレミアムにインフレ率と為替変化率を加味したもの



（出所）Bloombergデータから大和総研作成

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6.10%に達している。だが、過去30年間で計測すると3.70%と低下し、バブル崩壊以降の過去20年では▲1.23%とマイナスに転じる。特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。米国・英国の株式市場でも、近年はリスクプレミアムの低下が顕在化しており、特に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1-3下段）。

ところが、現在、受託金融機関の総幹事会社や

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となっている。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得ない。また逆に、低い期待リターンを設定してしまうと、足元の債券のリ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、様々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。むしろ問題は、依然として長期投資の名のもとに、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。

当然、年金基金からも従来の長期投資（特に国内株式）の運用手法に関する疑問の声や不満が高まっており、年金基金が独自に運用方針を変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。いつまでも思考停止になり、期待リターンを信じて政策アセットミックスを組むことや、効果が乏しい代替資産を、名目のボラティリティ低減のためだけに採用するような習慣をまずは改善する必要があるといえる。

2章 A I J 問題の発生以降の規制強化の流れ

1. 厚生労働省、金融庁による規制強化の流れ

A I J 問題を契機に、年金制度や資産運用の在り方に関する様々な協議が、政府、関係各省庁で

行われた。図表 2-1 は、厚生労働省や金融庁等により検討された再発防止策としてのこれまでの流れをまとめている。特に今回の焦点は、A I J 投資顧問に運用委託した顧客の多くであった、（同業者の中小企業などで構成される）総合型の厚生年金基金への対応だ。総合型の厚生年金基金では、高度な金融知識をもった人材は少なく、運用体制での専任者や意思決定スキームに少なからず課題があるとの指摘が存在する。また、最終的には加入事業者の連帯責任が問われるスキームのため、代行部分の補填、基金解散要件の緩和等の制度変更が注目された。中でも厚生労働省の有識者会議から発表された様々な改正案は、過去数年くすぶり続けてきた厚生年金基金の議論が短期間で進められた内容といえよう。一方、金融庁からは、総幹事である信託銀行や投資一任業者へのモニタリング強化や、適格機関投資家（プロ私募）の要件強化などの改正案が示されている。

図表2-1 A I J 問題を踏まえた規制強化の流れ

2012年	発表事項
2月24日	金融庁が、年金資産巨額消失問題を受け「A I J 投資顧問」に対する行政処分を発表
3月1日	民主党が、厚生年金基金に関わる制度改善策を検討する「作業部会」を設置
4月13日	厚生労働省が、「厚生年金基金等の資産運用・財政運営に関する有識者会議」を設置
7月6日	有識者会議が、「厚生年金基金等の資産運用・財政運営に関する有識者会議報告」を発表
7月13日	厚生労働省が、厚生年金基金規則、運用ガイドラインを一部改正する意見募集（パブリックコメント）開始
7月27日	厚生労働省が、企業年金、財政運営の一部改正に関する意見募集（パブリックコメント）開始
8月28日	金融庁が、平成24事務年度監督方針（金融商品取引業者等）を公表し、「投資一任業者に係る再発防止策への対応」を明記
8月29日	厚生労働省が、「A I J 投資顧問に資産残高のある厚生年金基金における財政運営についての特別的扱いについて」の一部改正を発出
9月4日	金融庁が、「A I J 投資顧問株式会社事案を踏まえた資産運用に係る規制・監督等の見直し（案）」を公表、意見募集（パブリックコメント）開始
9月26日	厚生労働省が、「厚生年金基金の資産運用関係者の役割及び責任に関するガイドラインについて」の一部改正を発出

（出所）大和総研作成

図表2-2 厚生労働省、A I J問題を踏まえた規制強化の一覧（有識者会議の内容を踏まえて）

1. 資産運用規制の見直し（運用ガイドラインの修正）
 - （1）受託者責任の明確化
 - ①分散投資の徹底（集中投資に関する方針策定の義務付け）
 - ②政策資産配分策定の義務化
 - ③国家公務員倫理規定に準拠した倫理規定を義務付け（運用機関からの特別な利益供与の禁止）
 - （2）資産管理運用体制の強化
 - ①オルタナティブ投資の運用基本方針の策定を義務化
 - ②オルタナティブ投資のマネージャーの選定の詳細調査の義務化（オペレーションリスク含む）
 - ③代議員会での報告事項の追加（運用受託機関の詳細説明の義務化）
 - ④役職員の資産運用業務に関する研修受講の義務付け
 - （3）外部専門家等による支援体制や、行政、加入員等による事後チェックの強化
 - ①資産運用委員会のメンバーに金融または経済の学識経験者や実務経験者を追加
 - ②資産運用委員会の議事録の作成保存と代議員会への報告の義務付け
 - ③加入員等への情報開示強化
 - ④運用コンサルタントとの契約は、金商法に定める投資助言・代理業の登録者に限定
 - ⑤運用コンサルタントと運用受託機関との利益相反のチェックの義務付け
2. 財政運営基準、厚生年金基金制度の見直し
 - （1）予定利率の引き下げを容易にする措置
 - ①予定利率引き下げによる積立不足の償却は20年→30年に延長し急激な掛金引上げを抑制
 - （2）給付減額の手続きの明確化・簡素化
 - ①減額理由の「母体企業の経営悪化」、「掛金負担困難」を「掛金負担困難」に一本化
 - ②受給減額時に支給する一時金について、複数の選択肢を設置する
 - （3）代行割れ基金対策
 - ①「連帯債務問題」、「債務額の計算方法」など特例解散制度の見直しを検討
3. A I Jでの損失金額の取り扱い
 - （1）A I Jへの投資残高は一旦、全額損失として計上（現金除く）、返金分は来年度以降、特別利益で計上
 - （2）A I Jでの損失額に当たる積立不足は、最大20年の償却期間を30年に延長
 - （3）特別掛金の段階引上げの場合は最大5年を10年に延長

（出所）厚生労働省発表資料から大和総研作成

1) 厚生労働省の対応

2012年7月6日にまとめられた「厚生年金基金等の資産運用・財政運営に関する有識者会議報告」の審議は、①資産運用規制の在り方、②財政運営の在り方、③厚生年金基金制度等の在り方——の3つの大きな論点に沿って進められた。この審議を受けて、7月13日、27日に、年金運用、財政・制度に関する改正案の骨子がそれぞれ発表されている。

図表2-2はその改正案の大枠をまとめてある

が、年金基金、運用委託先双方の現場で、特に注目されているのは「運用ガイドライン」の内容の大幅な見直しであろう。中でもガバナンス強化の一環として設けられた受託者責任の明確化では、現行では努力目標となっている政策資産配分（政策アセットミックス）の策定を義務化することや、分散投資の徹底、国家公務員倫理規程の遵守などをうたう内容などが盛り込まれている。基金運用の基本に立ち返り設けられた項目が列挙されているが、ある程度の規模を持つ一般的な基金であれ

ば、そもそも過度な集中投資や、政策資産配分の策定を行わないことなどはまれな方であろう。バランス運用等で総幹事に運用政策のほとんどを一任している（資産規模が100億円以下の）小型基金や、A I Jに資産の半分以上を投資していた一部の基金等に、再度ガバナンス遵守の徹底を促す内容となっている。また運用機関としては、委託先の集中投資比率等で、過去の5：3：3：2規制のような一律的な数値目標の設置が見送られたことは、ポジティブに捉えることができるであろう。

一方、今回の規制改革で多くの基金が問題視されていると思われるのは、政策資産配分の策定時に関して「専門的知識及び経験を有する者から意見を聴取しなければならない」と専門家の参加が義務付けられたことだ。3カ月～半年に1度程度開催される資産運用委員会等においても有識者の参加を義務付けるとの記述もあり、多くの場面で基金側の追加的なコスト負担が予想される内容となっている。また実務的な面で言えば、投資商品を変更する際に、代議員等での規約の変更を伴うが、同一の運用委託先内での資産のリバランス（例えばパッシブからアクティブに変更等、同じ信託銀行の商品）や、いわゆる年金特金（運用委託先）を変更せず、投資一任契約の中身だけ変更するケース（いわゆる、箱貸し）などでは、資産運用委員会だけの承認等で済ますなど機動的な対応が可能であった。今後は、これらの簡易的なリバランスのたびに有識者の招へい等、追加的な人員やコストがかかることとなることが予想される。業界全体として改正当初から一律にコストがかかる規制案には、反対意見が根強いのも事実であろう。

さらにガバナンス強化の一環として、“国家公務員倫理規程に準拠した倫理規定の義務付け（接

待等の利益供与の禁止）”などの改正も盛り込まれており、運用機関からの接待（過度な、食事、お土産付セミナーも含む）の抑制につながるか注目される。一方、多くの基金から懸念されていた、資格制度の導入に関しては、あくまでも研修にとどめている配慮もみえた。現に役員等に今から証券アナリスト資格取得等を強要する結果となることは非現実的だったのかもしれない。

2) オルタナティブ投資の修正ポイント

また改正案の中で示されている、オルタナティブ投資に関する修正内容に関しては、総合型の厚生年金基金等が着実に履行できるかは疑問が残る。特に今回の制度改定の中にある、“オルタナティブ投資のマネージャー選定の詳細調査（オペレーションリスクを含む）”には実務的な限界も多く指摘される。現時点で日本の年金基金が採用しているオルタナティブ投資のマネージャーの多くが海外籍（国外）であることを考えると、特にオペレーションリスクである、オフショアの複雑なストラクチャーの理解、カストディアンに保管されている現物証券や、監査証明書の有無のチェックなどは、相当の“知見”と“語学力”が必要となることが予想されるからだ。総幹事会社（信託銀行等）からの情報を期待するとはいえ、最終責任は基金自体が負う必要があるだろう。また自ら運用委託先への調査を依頼するとなると数百万円のコストがかかるため、信託銀行が取り扱わない独立系の投資顧問会社（こちらの方がパフォーマンス良好のケースも少なくない）の採用が事実上困難となるなど課題も多い（これはオルタナティブ投資に限らず、外国債券や外国株式でも同じである）。また採用以前に、適格機関投資家特例業者などが利用する、少人数私募（49人

以下の募集)での商品(バイアウト・ベンチャーキャピタルファンドに多い)などは、本来は事前に募集案内資料を渡すことができないため、自ら投資一任契約内の外国籍私募投信の名前を特定し、ファンド監査の有無をチェックすることは困難を極める。さらに詳細調査情報を使いまわしてもよいのか、など実務的な対応は、改正案の運用が実際に始まらないと分からないことも多いといえよう。

3) 改正案に対応する現実的な方法

以上の「運用ガイドライン」の多岐にわたる改正ポイントに対応するための現実的な選択肢としては、年金運用コンサルタントと契約することが最も近道のように思う。専門家として年金運用コンサルタントを採用している基金は、第三者チェックの機能を有するため問題はないが、一般的に年間数百万円～2,000万円程度かかるコンサルタントを採用できる年金基金は一部の大手に限られている。また年金運用コンサルタントも、個別のオペレーションリスクの調査等も、新規にコンサルメニューとして用意する必要があるために、今後さらなるコンサルタント料の上昇にもつながる可能性がある。今回A I J問題で大きく問題視された、財政が苦しい小型～中型(一般的には資産規模が200億円以下)の総合型の厚生年金基金にその余裕はないのが現状であろう。よって事実上、総幹事側からの情報やサポートがない商品の採用はストップせざるを得ないことが予想される。しかしながら、A I J投資顧問を採用していた一部の基金は、コンサルタントの反対を押し切り、多額の投資を行っていた先もあったとされ、コンサルタントを採用している基金は万能であるという分別を欠く判断は注意が必要であろう。

4) 金融庁の対応(運用機関側への規制案)

一方、金融庁から発表された「A I J投資顧問株式会社事案を踏まえた資産運用に係る規制・監督等の見直し(案)」(9月4日)の内容に注目したい。特に信託銀行への年金特金(経由の投資一任業者)への監視強化や、運用報告等の追加などが主な改正の柱となっている(図表2-3参照)。

当該規制強化案では、マスタートラスト等でシステム的に管理していた投資一任業者への監視コストや事務負担が予想されるため、信託銀行経由での年金特金のコストを誰が負担するのかという批判も少なくない。ただし、もともと信託業務としての監視機能が不十分であったにもかかわらず、少なくない手数料(0.10%～0.15%)を請求していたことにも留意する必要があるだろう。当初、年金関係者からはA I J問題の本質はチェックを怠った信託銀行側の過失であるという声が、基金やコンサルタントからも多かったことから、年金基金側に一定のコストを新規に上乗せして請求することに対しては相応の説明が求められるであろう。

また従前はあまり注力されてこなかった投資一任業者に対しても直接検査(2次検査)やオフサイトモニタリングの強化などが盛り込まれている。今回のA I J問題の検査においても、独立系運用機関だけでなく、大手金融機関系列の運用機関も含まれていたことなどから、ほとんど全ての日本にある運用機関において、現在の管理体制を刷新する必要があると求められ、相応のコスト負担が発生することが予想される。また、ここでもその追加コストを最終スポンサーである年金基金から一律に徴収することも考えられるため、今後の運用機関の動向は注視しておきたい。

図表2-3 金融庁、A I J問題を踏まえた規制強化の一覧（資産運用に係る規制・監督の見直し案）

1. 国内信託銀行等（第三者）のチェックが有効に機能する仕組みづくり
 - （1）国内信託銀行によるファンドの「基準価額」、「監査報告書」の直接入手
 - ①「基準価額」を算出者（アドミニストレーター）から直接入手（投資一任業者から信託銀行への送付も義務化）
 - ②「監査報告書」の国内信託銀行への送付を義務化
 - （2）国内信託銀行によるファンドの「基準価額」、「監査報告書」等の突き合せの義務化
2. 年金基金等（顧客）が問題を発見しやすくする仕組み
 - （1）運用報告書の記載事項の拡充
 - ①投資一任業者が契約前の記載事項に、
a. ファンドスキーム構成、b. 基準価額の算出方法、c. 外部監査の有無、を追加
 - （2）運用報告書等の交付頻度の引上げ
 - ①年金基金への運用報告書の交付頻度を四半期に一度に義務化
 - （3）年金基金の「プロ成り」要件の限定
 - ①特定投資家（適格機関投資家等）になるための要件を限定
 - （4）投資一任業者等の自主的なチェック体制
 - ①分散投資義務違反の恐れのある顧客に通達を義務付け
3. 不正行為に対するけん制の強化
 - （1）「運用報告書」、「勧誘」、「投資一任契約」の虚偽、偽計の罰則強化
 - ①懲役期間、罰金の引上げ
4. 投資運用業者等に対する規制・監督・検査の見直し
 - （1）事業報告書（当局宛て提出書類）の記載事項の拡充
 - ①組み入れファンドのスキーム構成、外部監査の有無、直近3年の契約件数、資産運用総額、運用受託報酬、等の追加
 - （2）投資一任業者に対する監督強化
 - ①監督指針への追加、オフサイトモニタリングの強化
 - ②2次調査（直接検査）の強化
 - （3）投資一任業者に対する検査の強化
 - ①年金運用ホットラインの開設
 - （4）検査・監督の強化のための体制整備

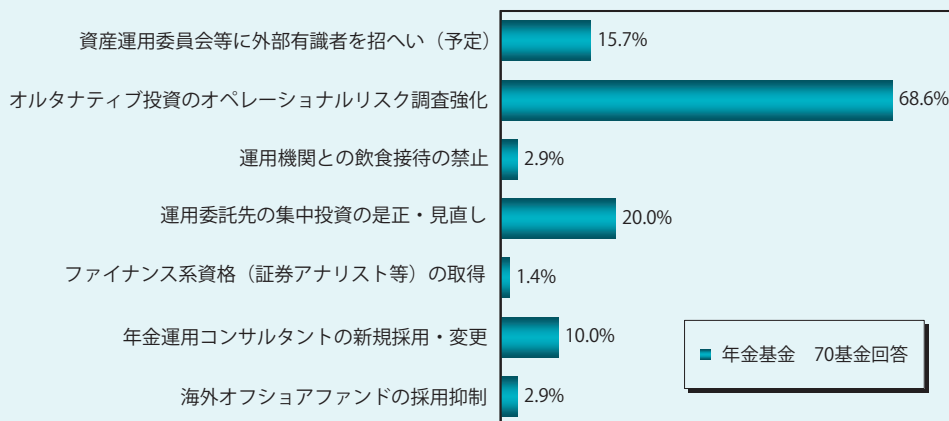
（出所）金融庁発表資料から大和総研作成

5) A I J問題以降の年金基金のリスク管理、今後の運営方針の変化

上記の厚生労働省、金融庁の規制強化の流れを受けて、年金基金側のリスク管理や年金基金運営での意識の変化はどのようになっているだろう。大和総研が、2012年8月に実施したアンケート結果からも、その意識の変化を読み取ることができる。図表2-4は、A I J問題以降、年金基金のリスク管理手法において、今後の変化を尋ねた設問への回答となっている。厚生労働省の改正案でもオルタナティブ投資での新たな調査項目としており、「オルタナティブ投資のオペレーショナル

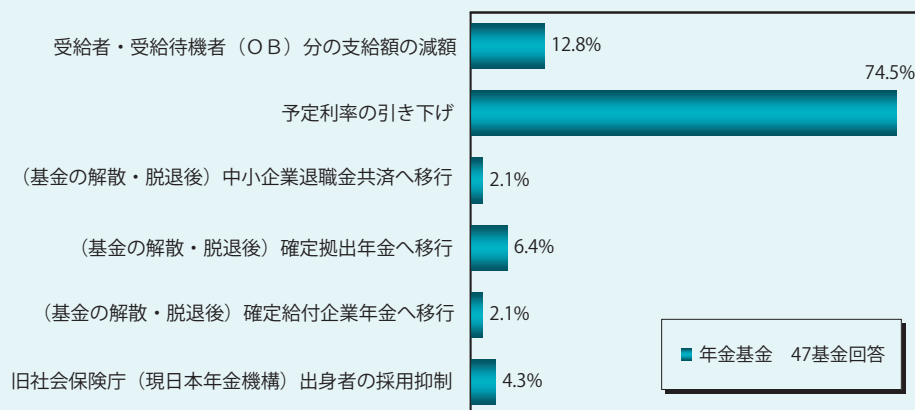
リスク調査強化」が68.6%と最も高く関心の高さがうかがえる。また有識者会議の中で挙げられていた分散投資（集中投資是正）に関する内容として「運用委託先の集中投資の是正・見直し」が20.0%、「資産運用委員会等に外部有識者を招へい（予定）」が15.7%と、既に「運用ガイドライン」の見直しを見据えた意見も一定程度存在した。一方、基金側に、メリットが乏しいと思われる「運用機関との飲食接待の禁止」（2.9%）や「ファイナンス系資格（証券アナリスト等）の取得」（1.4%）といった意見は少数にとどまっていることも分かる。

図表2-4 A I J問題を踏まえた上で予定しているリスク管理強化



（出所）大和総研オルタナティブ投資アンケート（2012年度）

図表2-5 A I J問題を踏まえた上で予定している年金経営方針



（出所）大和総研オルタナティブ投資アンケート（2012年度）

さらに図表 2-5 では、A I J 問題以降の年金基金運営の方向性に関する調査結果を示している。やはり制度変更の中で言及された「予定利率の引き下げ」が 74.5% と最も高い比率となった。ただし“実務的に債務の繰り延べ期間が延びたとしても消えるわけではない”（厚生年金基金）といった意見や、“代行部分の補填に関する詳細な改正内容がほしい”（企業年金基金）などの意見も存在しており、現行の改正案だけでは物足りない様

子もうかがえた。

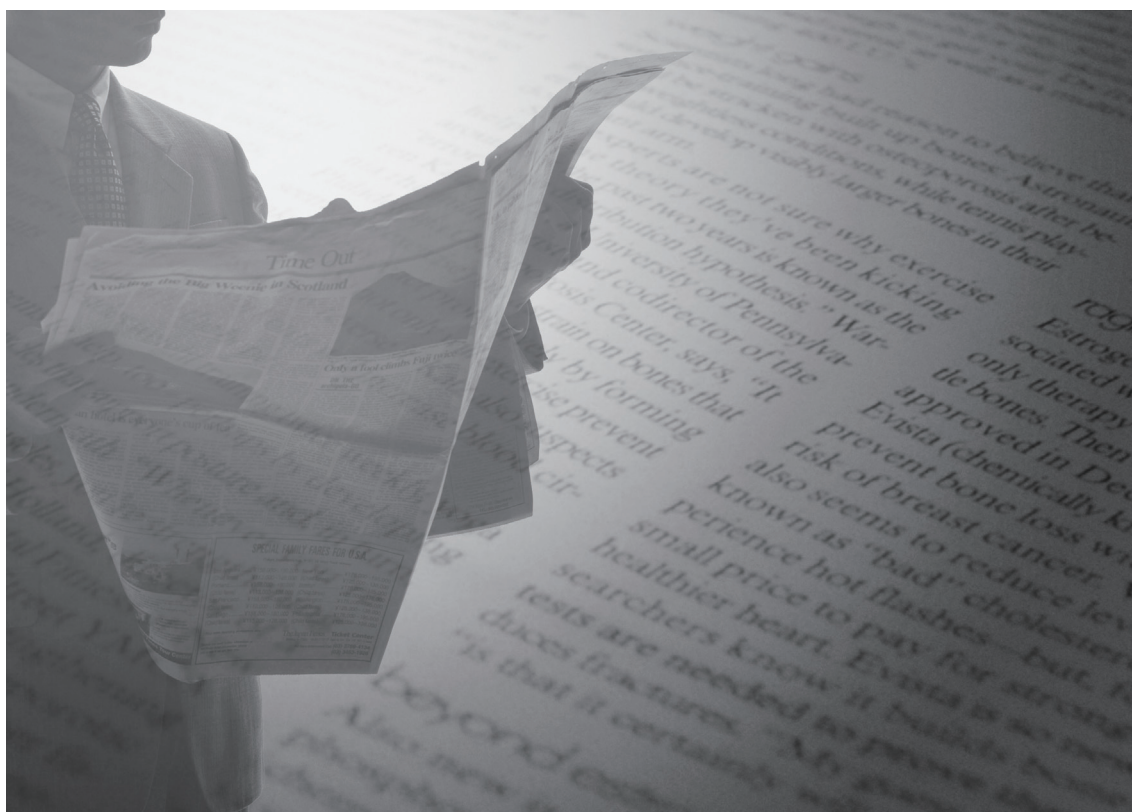
また「受給者・受給待機者（OB）分の支給額の減額」が 12.8% と続いており、財政運営基準の改正案を支持する声も一定程度存在していた。一方、代行返上後の解散を視野に入れた声は意外にも少なく「（基金の解散・脱退後）確定拠出年金へ移行」（6.4%）、「（基金の解散・脱退後）中小企業退職金共済へ移行」（2.1%）なども少数にとどまった。また世論からも批判的となった「旧

社会保険庁（現日本年金機構）出身者の採用抑制」も4.3%にとどまっていることが分かる。これには、“運用以上に年金制度が分かる人材がいないためやむを得ない”（厚生年金基金）といった意見もあり、今後の年金運営の中での人材難を指摘する声も多く寄せられた。

6) 今後の規制変更への対応について

今後は厚生労働省、金融庁双方の改正案のパブリックコメントの発表が待たれるが、実務的にどう対応するかなど年金基金側の対応も急ピッチで進める必要がある。A I J 問題以降のガバナンス

強化の流れが、過去くすぶり続けてきた年金問題を前進させる契機となることを期待したい。ただし、今回の規制変更の内容の大部分において、追加的にコストがかかる仕組みがあることには懸念があるといえるだろう。業界全体の精査が進むことは歓迎したいが、一回の年金資産消失問題のために、基金運営費用が上昇し加入員の負担が増加することにつながることは極力避ける必要がある。A I J 問題以降の規制変更の流れは今後も継続していくが、運用機関、年金基金ともに良識的な対応に期待したい。



3章 A I J 問題以降のオルタナティブ投資

1. A I J 問題以降のオルタナティブ投資の変化

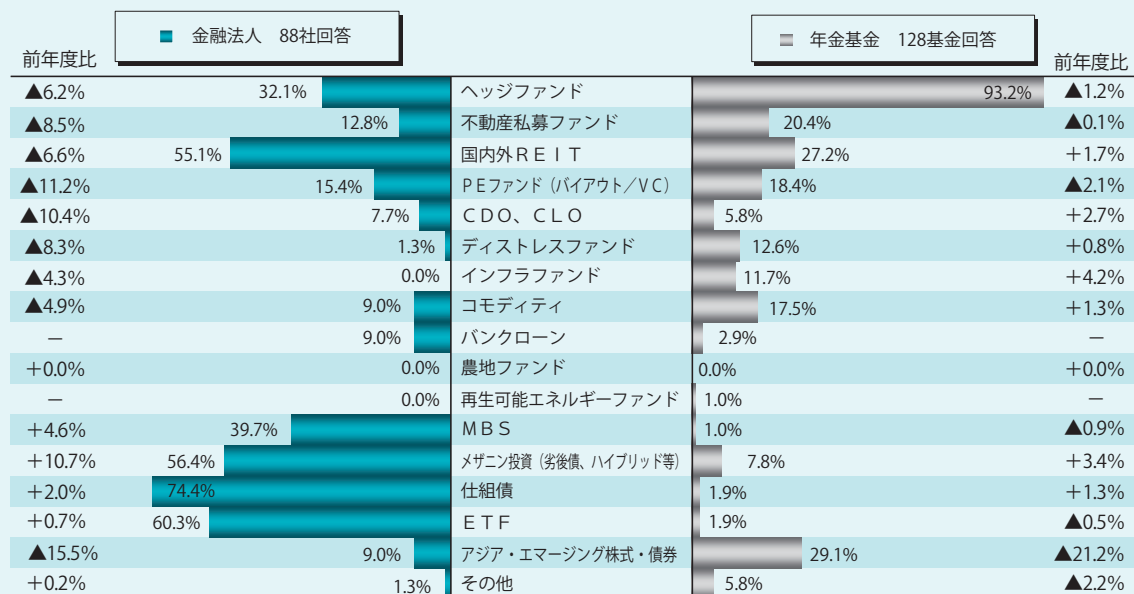
近年、年金基金は株式のリスクを分散させるため、様々な代替投資（オルタナティブ投資）に資産を振り向けざるを得なくなっている状態だ。A I J 問題以降、運用規制強化の流れを受けて、年金基金のオルタナティブ投資はどのように変化してきているのだろうか。大和総研では、2012年8月に実施したアンケート調査の中で、直近の年金基金や金融法人のオルタナティブ投資動向を捕捉している。

図表3-1は、金融法人（邦銀、生保等）および年金基金のオルタナティブ投資の選択状況を示している。特に年金基金の「ヘッジファンド」（前

年度比▲1.2%）、「不動産私募ファンド」（同▲0.1%）、「P E ファンド（バイアウト / V C）」（同▲2.1%）といった主要戦略は若干の減少がみられるものの、大きな変化は確認されていないことが分かる。A I J 問題が発生した以降も、年金基金では他にリスク分散の有効な手だてではなく、オルタナティブ投資の採用を急激に抑制することはできない事情が読み取れる。限定的な効果しか得られないと理解しても、ほかに選択肢がないことから、仕方なく見た目のボラティリティが低いヘッジファンド投資を続けているとの声も多い。

一方で、金融法人は、欧州債務危機以降、リスクオフの流れが顕著となっており、オルタナティブ投資を前年度から大きく減少させている。特に解約流動性の乏しい「P E ファンド（バイアウト / V C）」（前年度比▲11.2%）、「C D O、C L O」（同▲10.4%）の減少幅が大きく、「ヘッ

図表3-1 オルタナティブ投資の選択状況（2012年8月調査）



（出所）大和総研オルタナティブ投資アンケート（2012年度）

ジファンド」や「不動産私募ファンド」など主要な戦略は軒並み前年度から減少していることが分かる。“複雑なストラクチャード商品よりも国債の方がリスク管理上も魅力的”（生保）といった意見も多く、リスクオフの流れが顕在化したといえるであろう。一方、昨年度まで大きく比率を伸ばしていた「アジア・エマージング株式・債券」は、年金基金（前年度比▲21.2%）、金融法人（同▲15.5%）ともに大きく減少する結果となった。昨今の中国経済失速等の懸念が大きく出たもようだ。

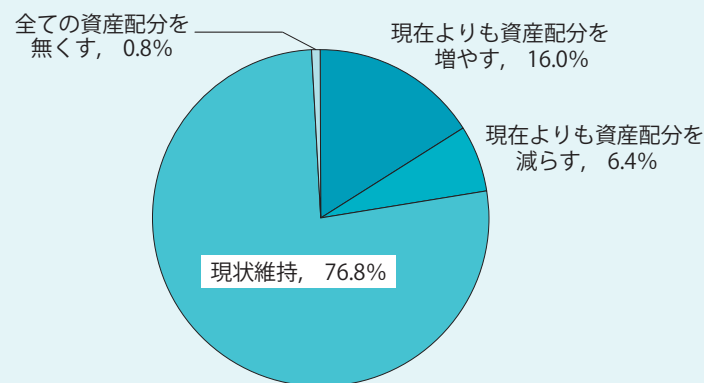
2. A I J 問題以降のオルタナティブ投資スタンス

年金基金のオルタナティブ投資への意識が大きく変わっていないことは、オルタナティブ投資の意識調査にも表れている。図表 3-2 は A I J 問題以降の、年金基金の政策資産配分内でのオルタナティブ投資へのスタンスを調査した結果となっている。この図表を見ると「現在よりも資産配分を減らす」が 6.4%にとどまる一方、「現在よりも資産配分を増やす」が 16.0%に達している。株

式投資への資産配分の減少を補う形でポートフォリオ全体の期待リターンを上昇させる意味においても、オルタナティブ投資をすぐに減少させるという選択にはならない様子だ。また、「現状維持」が 76.8%に達している状況に示されているように、“A I J 事件は詐欺事件のために過大に評価する必要はない”（企業年金：基金型）といった冷静な意見も多く寄せられた。

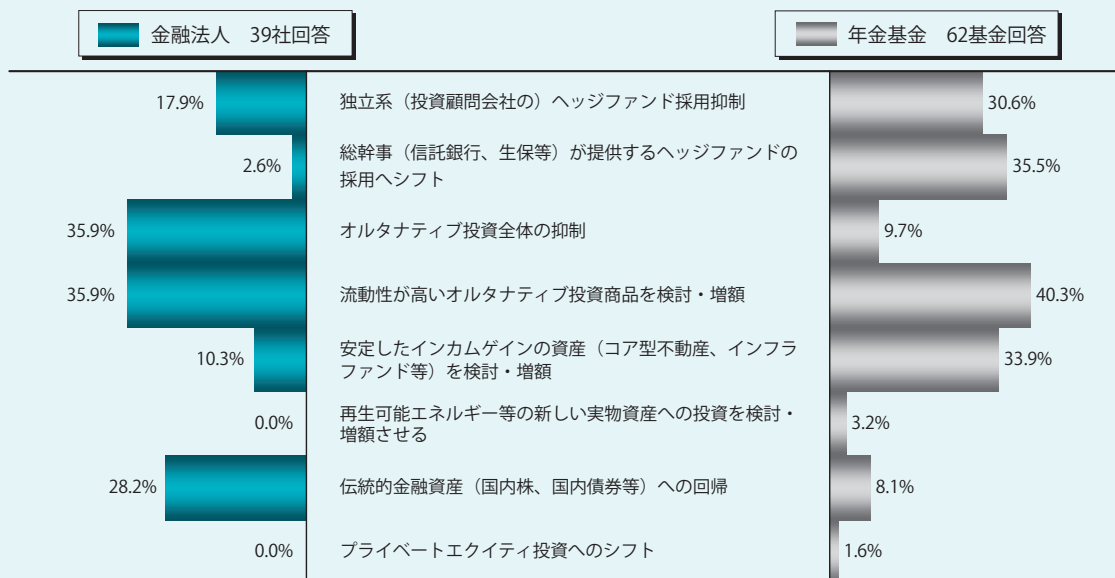
さらに A I J 問題以降のオルタナティブ投資のストラテジーを図表 3-3 で示している。そのなかで年金基金は、「総幹事（信託銀行、生保等）が提供するヘッジファンドの採用ヘシフト」（35.5%）や、「独立系（投資顧問会社の）ヘッジファンド採用抑制」（30.6%）など、総幹事のプロダクトに回帰する意見が多く、若干の意識の変化がみられる。一方、ここでも金融法人では、年金基金とは対照的にリスクオフの流れが強く「オルタナティブ投資全体の抑制」が 35.9%に達しており、年金基金の 9.7%と比較しても高率となっていることが分かる。

図表3-2 A I J 問題を受けて、今後の政策資産配分内でのオルタナティブ投資への方向性は



（出所）大和総研オルタナティブ投資アンケート（2012年度）

図表3-3 A I J 問題以降のオルタナティブ投資のストラテジー



（出所）大和総研オルタナティブ投資アンケート（2012年度）

3. インカム重視型のオルタナティブ投資へのシフト

また、「流動性が高いオルタナティブ投資商品を検討・増額」が金融法人、年金基金の双方とも高い回答率が目立った（金融法人：35.9%、年金基金：40.3%）。金融危機時に大きな損失をもたらした要因である、流動性が乏しい資産に対するリスク管理手法の確立はいまだ明確に示されていないまま。ただし、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となる。これでは、高いコストを払ってオルタナティブ投資を行う意義は乏しいともいえる。その意味で今後の運用方針では、流動性リスクを極力避けるのではなく、流動性が乏しいことを認識した上でのリスク管理手法の確立が求められる。

さらに年金基金からは、「安定したインカムゲインの資産（コア型不動産、インフラファンド等）を検討・増額」（33.9%）が、一定程度の回答を集めた。掛け金よりも給付が上回る成熟化した年金基金では、解約流動性が高い（すぐに現金化できる）ことや、安定したインカムゲインが獲得できるプロダクトへのニーズが高いことが分かる。特に年金基金で要望が高いのが、期中に一定の配当の還元を受け、今後増加する給付用原資に充当できるプロダクトといわれている。資産運用委員会等の決定がないと、容易に解約・換金できない年金基金としては、元本を取り崩した形での配当型でもよいとの意見が増加しつつある。そこで昨今の年金運用のオルタナティブ投資では、インカムゲインを重視した新しいプロダクトが多数組成される傾向にある。特に注目されているのが、東日本大震災以降、原子力に代わる期待が増している再生可能エネルギーなどに対するインフラ投資

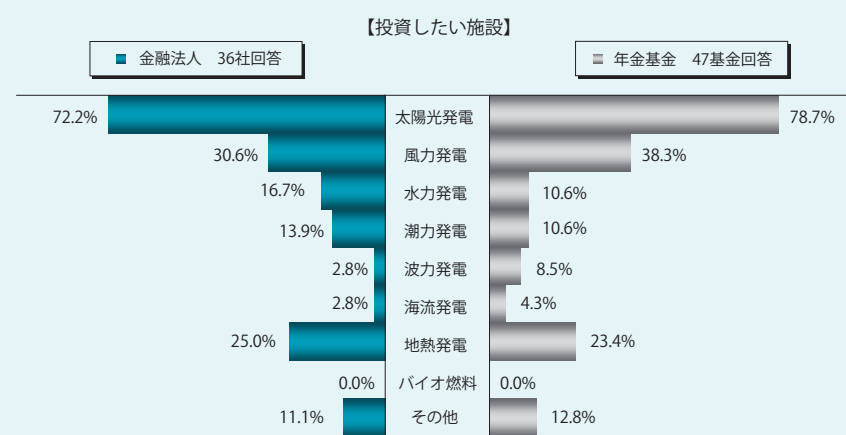
であろう。また、2013年から始まるバーゼルⅢ規制にて、邦銀（国際基準行）のメザニンファイナンスで義務化されるコンティンジェント・キャピタル（CoCos）等が注目されている。

1) 再生可能エネルギーへの投資期待と懸念

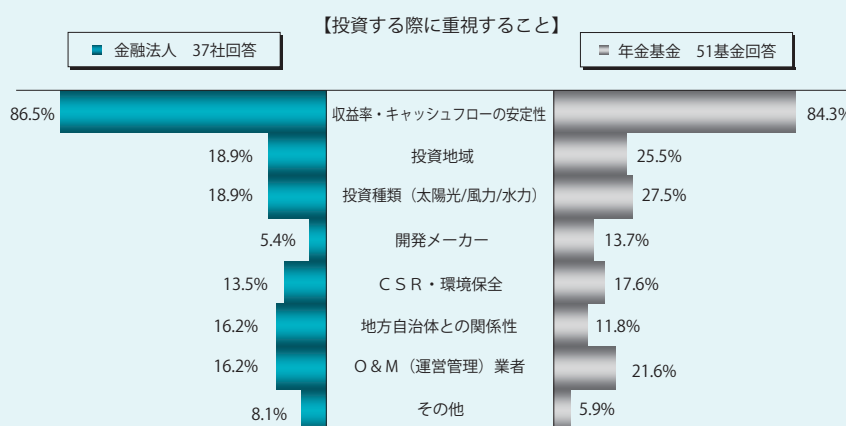
国内でのF I T（フィードインタリフ）の高値買い取りを受けて、再生可能エネルギーへの投資が活発になる動きがある。特に昨今国内で販売されているストラクチャーは、毎決算時に減価償却

部分（出資元本）も含めて配当還元するスキームとなっており、出口戦略の成否でリターンが大きく変わる不動産ファンドの代替としてその動向が注目されている。図表3-4は、2012年度のオルタナティブ投資アンケートの結果であるが、再生可能エネルギーで投資したい施設と、投資する際に重視することを尋ねた内容となっている。投資したい施設をみると、近年、建設が急増している「太陽光発電」との回答が年金基金（78.7%）、金融法人（72.2%）ともに圧倒的に高い比率であ

図表3-4 再生可能エネルギーで投資したい施設と投資に重視することは



（出所）大和総研オルタナティブ投資アンケート（2012年度）



（出所）大和総研オルタナティブ投資アンケート（2012年度）

ることが分かる。次に「風力発電」（年金基金：38.3%、金融法人：30.6%）、「地熱発電」（年金基金：23.4%、金融法人：25.0%）が続いていることが分かる。また投資に際して重視することとして最も多い意見が「収益率・キャッシュフローの安定性」（年金基金：84.3%、金融法人：86.5%）となっており、手厚いインカムゲインへの期待が表れる結果となっていることが分かる。

2) 銀行が新規発行するオルタナティブ商品（コンティンジェント・キャピタル、カバード・ボンド等）への投資期待と懸念

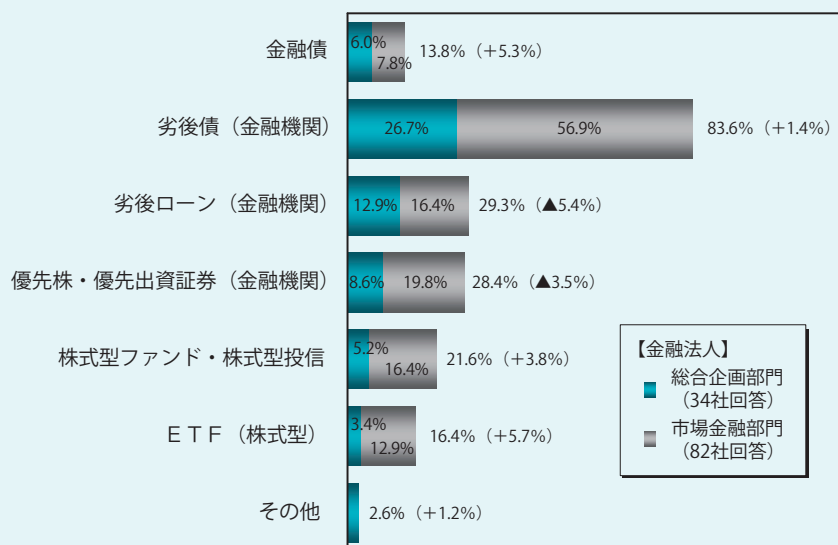
一方、発行体としての邦銀は、投資家としての年金基金に大きく期待を寄せている。なぜならば、2013年から実施されるバーゼルⅢでのダブルギアリングの厳格化（対応控除アプローチ）により、金融機関同士（証券、保険、ノンバンク等を含む）では、純投資の意味合いで他行の規制資本への投資は、自身の発行済み資本からの控除計測が求め

られているからだ。現在も邦銀から発行される、劣後債、劣後ローン等の規制資本等への投資が手控えられている状態となっていることがアンケートからも分かる（図表3-5参照）。

投資家としての、他の金融機関に期待することは困難となりつつあるため、邦銀は、2013年からバーゼルⅢ対象行がメザニン（Tier2、その他Tier1）の発行の際に義務付けられるコンティンジェント・キャピタル（CoCos）や、今後日本でも法整備されるカバード・ボンドの投資家として年金基金に期待する声も多い。

コンティンジェント・キャピタルとは、公的セクターによる資本注入等の支援がなければ銀行が存続不可能と、関係当局が判断した実質的な破綻時（Point of non-viability、通称P O N V）に、元本削減もしくは普通株に転換するトリガー条項を内包した規制資本を指す。一方、カバード・ボンド（C B）とは、欧州の金融機関を中心に広く発行されている債権担保付社債の一種を指す。信

図表3-5 バルゼルⅢでのダブルギアリング規制の改定に伴い投資を懸念する商品（2012年度）



（注）カッコ内は前年度比増減

（出所）大和総研オルタナティブ投資アンケート（2012年度）

用力の高い債権で構成される倒産隔離されたカバールプを担保として発行され、投資家は発行体の信用力と、担保資産との信用力を享受できるダブルリコース型の債券を指す。また、証券化商品のような資産担保証券とは異なり、担保資産は発行体の貸借対照表上に残ることが一般的なため、通常のMBSやバンクローン（LBOローン）とも違った金融機関発行の債券としても他資産との分散を考慮する上で重要である。

カバード・ボンド市場はドイツやフランス、デンマーク等の欧州の金融機関が発行するケースがほとんどである。現時点では日本のカバード・ボンドに関する法規制が急がれているため、今後の市場環境の拡大にも注目されるといえる。

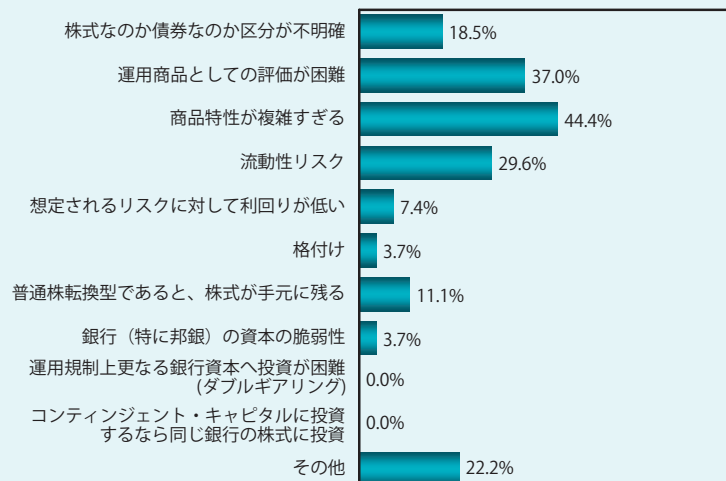
新しい金融商品は分散効果が機能しなくなった従来のオルタナティブ投資を補う意味でも期待も高い。しかしながらAIJ問題以降、“よ

くわからないものは投資をしない”というスタンスは年金基金では明確になっているといわれている。図表3-6は、年金基金に対する、コンティンジェント・キャピタルとカバード・ボンド投資への懸念点を調査した結果となっているが、と

図表3-6 コンティンジェント・キャピタル、カバード・ボンド投資の懸念点

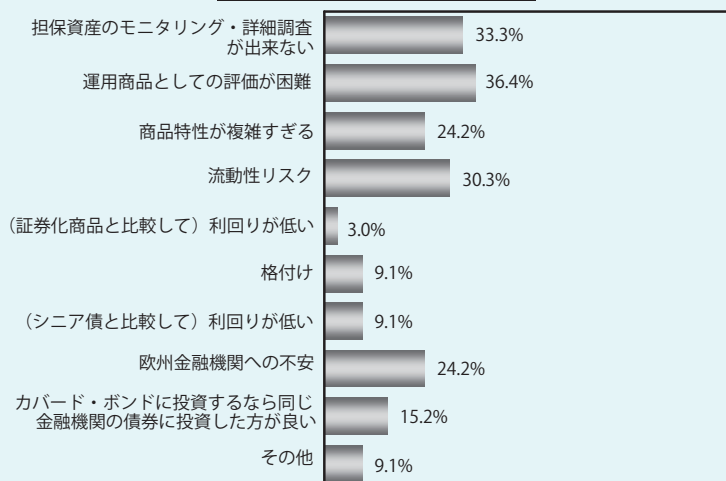
【コンティンジェント・キャピタル】

■ 年金基金（27基金回答）



【カバード・ボンド】

■ 年金基金（33基金回答）



（出所）大和総研オルタナティブ投資アンケート（2012年度）

もに「運用商品としての評価が困難」(CoCos：37.0%、C B：36.4%)、「商品特性が複雑すぎる」(CoCos：44.4%、C B：24.2%)が上位にきていることは十分留意する必要があるだろう。

4章 年金運用はどこにいく

1. 株式投資はどこにいく

わが国の戦後60年での、奇跡の経済的発展は、国内株式市場の拡大に大きく寄与したといえる。ただし1990年代初頭のバブル崩壊以降、邦銀は類いまれな成功の代償である膨大な不良債権処理を余儀なくされ、国内経済の長期停滞をつくる要因となった。

さらに日本の株式市場のリスクプレミアム低下の要因は邦銀のリスクを無視した融資行動の結果である可能性が高い。邦銀の貸出において、リスク・リターンに見合わない低金利の提示や、換金性に優れた土地担保といった伝統的融資姿勢が継続しており、いまだに低収益経営から抜け出せていない状態といえる。リスクに見合わないコーポレートローン（銀行貸出）が増加したところで、邦銀の信用創造が機能していないわが国では、実体経済の成長に寄与しない状況を継続させているともいえる。

資金調達側の企業にとって、本来は株式やメザニンで調達すべき資金を低利での銀行融資で賄えるため、株式での調達は本来のリスク・リターン以上に高いリスクを内包している可能性が高い。その結果、健全なる投資家の育成や、適切な配当性向に結びつかず、投資家からの不信へとつながっていった。最近の日本企業の株式調達の中には、ROEを高めるべく成長資金を獲得するための増資という本来の目的でないものも少なくな

い。資金余剰となった上場企業が企業価値の向上を軽視した資本政策を実行した結果、株式リスクプレミアムの低下が加速し、投資家の不信へとつながった可能性も高い。結果、株式市場には、投機的なリスクを追い求める投資家の割合が高まり、いまだ株式投資＝投機のイメージが払拭しきれていないのが現状であろう。その中で、邦銀や生保といった他の機関投資家は、いち早く信用リスクでの対価を諦めて、金利リスクすなわち国債投資へかじを切っているものと受けとめられる。

2. 年金運用はどこにいく

ただし国内マーケットに悲観しているのは、日本の年金基金に限った話ではない。現在、世界中の年金基金の傾向では、株式投資に対するグローバル化を加速しているといえる。欧米、日本の年金基金ともにホームカンントリーバイアスを減らし、エマージング株式を増やす方向にある。

また現時点のようにオルタナティブ投資ヘシフトする動きも日本の年金基金に限らず、全世界の年金基金にも当てはまるといえる。いまだグローバル金融危機の収束がままならず、各国中央銀行は、金利水準を当面は低いままで据え置く可能性が高い。この低金利環境が続くと、多くの確定給付型の企業年金は積み立て不足に直面し、結果高いリターンが期待できる（あくまでも期待であるが）オルタナティブ投資ヘシフトする流れを止めることは難しいとみられる。年金基金が当面オルタナティブ投資への資産配分を続ける限り、今まで以上にダウンスайдリスクやオペレーショナルリスクに加えて、ポジションの透明性や流動性リスクについての関心が強まるであろう。

金融危機が再燃する中で、過去の失敗を教訓にすると、株式、オルタナティブ投資のどちらを

選択するにせよ、最初に決定した政策資産配分をかたくなに維持することはナンセンスともいえるであろう。特に流動性が乏しい資産に関しては、無理にでも投資先を探すことが多い。そうなると、最も適切な投資対象を選択したとはいい難く、取りあえず第二、第三候補にあえて投資する可能性が高くなるといえる。肝心なのは、政策資産配分等で一律に同じ投資理論を使用することはもうやめるべきであるということだ。長期に一定の資産配分を維持するのではなく、常に今、何が投資機会としてあるかを迅速に調査した上でベストな選択を行うことを意識すべきであろう。そう考えると足元では、新興国経済の失速で先行きの懸念があるエマージング株よりも、日本株式市場の歴史的な割安局面を認識した対応も十分考えられる。

少子高齢化社会での年金問題という背景の中、予定利率の引き下げや、給付削減といった負債側の手当てを優先しては、何のための年金であるか、その社会的意義が問われる可能性も高い。やはり運用面からの大きな改革が求められていることには間違いないのではないか。現在の年金債務は決して投資のアマチュアといわれている総合型の厚生年金基金だけの問題ではない印象を受ける。わが国の人口は既にピークを過ぎて減少過程に入り、レガシーコストとしての年金問題が取り残されてしまった諦めと、それを放置した市場が生み出した結果に他ならない。A I J 問題やグローバル危機を契機に、年金運用はどこを目指すのか？ 引き続き大和総研では、アンケート調査等を通じて精力的に情報発信を行い、この問題解決に寄与していく予定である。

[著者] _____

菅野 泰夫（すげの やすお）



金融調査部
主任研究員
担当は、金融機関経営、
年金運用、オルタナティブ投資