

年金運用における社債投資の重要性

徳島 勝幸(ニッセイ基礎研究所)

伝統的な年金資産の運用に際しては、一般的に、まず、国内株・国内債・外国株・外国債といった主要な資産クラスの期待収益率を、経済情勢や金融政策の見通し等から策定した短期金利に各々の資産クラスのリスクプレミアムを乗せて想定する。次に、過去の実績から、収益率の標準偏差であるリスクを算出するとともに、資産クラス間の相関をも設定する。将来のリスクや相関を想定することが容易でないために、過去の実績を用いることが一般化しているものの、どのような期間を採用するかによって、恣意的に結果を操作することもできるのが現状である。これらのデータを元に、平均・分散アプローチによってリスクとリターンの最適化を行って、主要な資産クラスの配分比率を定めた基本ポートフォリオを導出する。実務においては、ブートストラッピング法等様々な算出手法の高度化が図られているものの、基本ポートフォリオの運営に関しては、大差がない。ところが、リーマン・ショックや東日本大震災後の株価下落・円高進行によって、実際の各運用資産から得られたリターンは、期待収益率を下回るどころか、元本さえも毀損している事態も珍しくない。中長期的な想定になかった大規模な株価や為替の変動によって、年金資産の価値が大きく傷付いてしまったのである。100年に1回と称されるような資産価格の変動が頻出する中では、従来の基本ポートフォリオ運営から脱却し、新たな考え方をもち年金資産の運用を検討すべき状況にある。

具体的には、伝統的な四資産を対等に位置づけるアロケーション、キャッシュポジションを有することを是としないフルインベストメント原則、市場インデックスを単純にベンチマークとしたパフォーマンス評価の3点を見直す必要があると考えられる。これらのあり方を見直すとした場合には、年金運用に際しての基軸は、いかに負債の必要性を満たすキャッシュフローとリターンを確保するかであり、同時に、リスク許容度の範囲内において株式・為替やオルタナティブ資産への投資によって、リターンの向上を図る必要がある。

負債のニーズに着目した運用においては、国債を中心とした円建債券のポートフォリオが中核となるものの、現在の量的緩和政策下においては、必ずしも必要な水準のリターンを得ることができない。株式や外貨建資産、オルタナティブ投資といったリターン追及資産へ投資する必要性があると同時に、中核たる円建債券のポートフォリオにおけるリターン向上策として、国債プラス α のリターンを得ることができる社債や証券化商品への投資を積極的に行うべきである。

残念ながら国内の債券市場においては、圧倒的な発行量の国債及びそれにほぼ連動する政府保証債・財投機関債・地方債に対して、民間企業の発行する社債の比率は極めて小さい。実際のところ、社債による資金調達には金融機関からの借入金と競合する関係にあるが、金融機関による貸付は、特殊なものでない限り、年金運用の直接の投資対象とはならない。今後期待される年金資産の投資ニーズの高まりを考慮すると、社債市場の活性化は急務の課題であり、官民の叡知を結集して早急な取組みが求められているのである。