

## 第32回

市場の変化を受けた  
ポートフォリオの見直し

## 徳島 勝幸

株式会社ニッセイ基礎研究所  
常務取締役金融研究部研究理事年金研究部長  
兼年金総合リサーチセンター長  
兼サステナビリティ投資推進室長

## 1. 運用環境の変化とリスク管理

最近の運用環境の変化は大きい。物価の上昇、金利の上昇、株高、円安といった事象が次々と生じているし、外部の変動要因という意味では、ロシアによるウクライナへの侵攻、イスラエルのガザ地区侵攻およびイランとの交戦など地政学的リスクイベントのみならず、トランプ米大統領による相互関税導入の影響も、大きな影響を各国経済に与える。日本に対する関税が15%で妥結したといっても、それは吹っ掛けられた25%からの引下げに成功したというだけで、自動車等に課せられていた従来の2.5%水準からは大幅な引上げである。結局のところ、トランプ大統領が得意なブラフに振り回されているのであり、相対的な成功と絶対的な成功を取り違えてはならない。交渉の際に、まずは相手が受入れそうにもない高い水準を提示し、その後の交渉で、現在より有利な落としどころを模索する

のは典型的な交渉術であり、ビジネススクールでのネゴシエーション実習で教わるような手段でしかない。決して日本の交渉が上手くいったと手放しで礼賛できるものではないだろう。

運用環境の変化については、予測できるものは予め対応することが可能である一方、予測できないものについては別途の対応を考えるしかない。トランプ大統領の就任については選挙の結果で2か月半前にはわかっていたのであり、ある程度の覚悟はできたはずであるが、就任後数か月経って相互関税の具体的な数字を突き付けてくることは予想が困難だっただろう。不透明な展開に対しては、バッファの確保やリスク水準の抑制といった対応しかないが、予測できる変化に対しては、ポジションを予測できる方向に適応したものにすることが可能である。

日本の年金運用の特徴の一つとして、リスクに対する備えが必ずしも十分でないことがある。金融機関や保険会社等については、自己資

本比率規制やソルベンシーマージン規制等の監督ルールで、自己資本等の確保による対応が要請されている。一方、企業年金の多くは積立余剰以上のバッファは存在せず、万一の場合は、母体企業による支援があることで担保されている。具体的には積立不足が生じた場合には、母体企業が特別掛金等を数年間にわたって負担することで不足分を埋め合わせる事が求められる。3年ごとないし5年ごとといった定期的に資産と負債の財政状態を検証し、適宜必要な対応を取ることが決められているため、企業年金はリスクバッファを事前に持つことが必ずしも必要ないものと考えられているのである。

また、公的年金においても、同様に定期的な財政検証が予定されており、それに合わせた運用目標が設定されている。企業年金が必ずしも適切なVaR リスクの計測やリスク管理部署の設置といった対応が進んでいないのに対し、公的年金は政府等による直接の支援を期待できないことから、VaRのみならずトラッキングエラーなど様々なリスク指標の計測を充実させており、アセットオーナー・プリンシプルによる要請を受け入れてリスク管理部署の独立を図っている。結果として、金融機関がリスク管理体制を整備してきた歴史をなぞるかのようになり、リスク管理担当者の任命からリスク管理部署の設置、さらには、リスク管理部署の組織的な独立、続いて、全体的なリスク管理委員会委員会の開催といった階段を少しずつ上がっていったようである。

母体企業等による支援が期待できないことが、公的年金のリスク管理体制の充実を必須としている。GPIF(年金積立金管理運用独立行政法人)の運用にマイナスが出た場合には、国民全体の公的年金の積立金であるからという理由で政府による支援を考えられなくもない。しかし、国

家公務員共済や地方公務員共済といった公務員向けの共済制度に対して政府の支援が行われることには、公務員優遇といった批判の生じる恐れがあり、そのため、公的年金のリスク管理は、総じて企業年金よりも体制面からも内容からも充実させざるを得ないのである。

## 2. リスクの意味することと環境変化

現代の投資理論において、一般的にリスクは収益率の変動幅として定義される。高度な投資理論において、敢えて“下方リスク”といった表現を用いて区分することも行われるが、私たちの日常生活において損失の発生可能性といった意味で認識されるリスクとは、異なる内容である可能性が高い。その中でも、“地政学的リスク”と呼ばれるものについては、ほぼアップサイドが期待できないことから、日常生活におけるリスクと近い使われ方をしている。地政学的リスクの特徴は、発生が懸念されるものの、一般に発生時期を予測することが困難であり、損失額についても予め計算を行うことが困難である。また、過去と全く同じイベントが生じることはないのも、感応度分析等によって損失可能性を予測しておくしかない。一般には、リスクは備えるものと認識されるが、投資理論においては“リスクはリターンで報われる”という裁定の考え方があり、リスクのないところでリターンは得られないとされる。そういう意味においても、リターンの期待可能性が小さい地政学的リスクは、投資理論における一般的なリスクとは異なるものと理解すべきである。

過度にリスクを忌避すると、得られるリターンは小さいとされる。投資理論において短期国債をリスクフリーと置くことはあるが、長期国

債については長短プレミアムや信用プレミアムが存在するため、リスクフリーではない。もし長期国債も完全にリスクフリーなら、短期国債と利回りが同水準になると考えるべきである。相対的にリスクの小さい国債への投資によって必要な利回りが十分に確保できるのであれば、投資担当者も不要になってしまうだろう。

金利は長期的には経済成長率と物価上昇率とによって規定されると考えられるから、国債利回りは物価が上昇すると、必然として上昇することになる。特に、中央銀行によって人為的に低金利やマイナス金利に抑え込まれていた反動もあるため、国債利回りの上昇は妥当と考えられる。むしろ失われた30年のほとんどが、自然な価格形成に基づくものでなかったことから、ようやく正常に市場金利が形成される状態へ戻ってきたと考えるべきだろう。“金利ある世界”への復帰が意識されるようになってきているが、金利を付されるのが正常な経済・社会であり、これまでが異常事態だったという認識を持つべきで、ようやく当たり前のことが当たり前に行われるようになったのである。お金を借りたら利息を払うのは当然のことであり、お金を預ければ利子が付くのも経済的に当然のことである。異常事態が長引けば通常のようにになってしまうと言われるが、既に日本経済は物価の上昇を契機として、正常に近い状態へ戻りつつある。

### 3. 金利の上昇と債券・不動産への投資

低金利・マイナス金利下の年金運用において、強く意識されたのが不動産を含むオルタナティブ投資であった。なぜ年金がオルタナティブ投資に注力したかは、主に二つの観点から考えることができる。一つは、金利低下だけでなく株

価も低迷したことで、債券と株式という伝統的資産からの期待収益率が低下し、新たなリスクを取ることで利回りの嵩上げを期待したのである。オルタナティブ投資の多くは、株式や債券といった伝統的な投資対象よりも流動性が低い。随時の投資が不可能であったり、売却や解約がすぐにできなかつたりする。言い換えれば、流動性リスクを負っているのである。前述のように、リスクを負う投資はそうでない投資よりも高いリターンで報われるのが裁定に関する投資理論であるから、オルタナティブ投資は伝統的資産に投資するより高いリターンが得られるはずという期待が成り立つのである。

もう一つの観点は、株式や債券といった伝統的資産と異なる価格の動きを示す可能性が高く、統計用語でいえば相関が低いために、分散効果を期待できるという考えである。必ずしも高い利回りを獲得できなくても、株価が大きく変動する際に(金利はあまり大きく変動しないので例として株価を用いる)、オルタナティブ投資の価格は大きく変動しないことが期待される。上場株式が大きく値下がりしても、市場価格の存在しないプライベートエクイティは価格が大きくは下落しない可能性が高い。不動産やインフラストラクチャーといった他の低流動性資産への投資も、株価や金利の影響を全く受けないとは思えないが、不動産に対する需給や人口動態、サービスに対するニーズの変動など他の多くの要因が影響するため、株価や金利の動きと高い相関を示すことはないと考えられるのである。

足元で金利の上昇は顕著である。背景には、超長期国債の買い手が不在であることや、消費税減税や給付金、ガソリンに対する暫定税率の廃止など財政悪化をもたらす政策が、7月に実施された参議院議員通常選挙で与党が敗北した

ため、実施される可能性が高くなったことがある。日本国債の更なる格下げすら懸念する声が見られる中で、日銀は金融政策の正常化を急ぎ、年内の利上げを実施する方向性を変更していない。長期金利が短期金利より上がらないといったイールドカーブのツイスト化は通常では考えられず、日本の長期金利は上昇傾向が強い。その中では、不動産価格は負債の調達コストやハードルレートの上昇などから、頭を抑えられる可能性を否定できない。不動産価格は都心を中心に強い需要を受けて上昇してきたが、中国経済の大幅な減速や米国経済の停滞によって国外からの投資は落ち込む可能性が高く、しばらく踊り場状態になることも含めて覚悟する方が良いと考えられる。もっとも、不動産投資においては個別性が極めて高いこともあり、優良案件に対しては引続き強い状態が継続することだろう。

#### 4. 目標運用利回りが大きなカギ

足元では物価が上昇を続け、国債利回りが数十年ぶりの高水準となっているが、幸いなことに株価は堅調さを維持しているし、為替も大幅な円高にシフトする動きを見せていない。物価上昇と金利上昇とが本来的な関係性を回復していると考えられ、運用環境を悲観する状況ではない。しかし、投資の側に問題がないといってもバランスシートの反対側にある負債の状況を意識すべき可能性が高い。金融機関のようにALM (Asset Liability Management) が確立されているなら、金利上昇局面は資産のデュレーションを短めにすることでサープラスを獲得できると考える。保険も年金も超長期の負債を抱えており、資産のデュレーションは負債のデュレーションより長くすることが困難なため、金利上

昇は望ましい状況である可能性がある。

しかし、問題なのは、予定利率や想定運用利回りなど様々な名称で呼ばれる負債のコストが変更される可能性である。低金利・マイナス金利の局面において、保険も年金も予定利率や想定運用利回りをかなり引き下げてきた。しかし、世の中の金利が上昇し高水準を維持するようになると、現在の割引率が適切かという議論が巻き起こるのは必至である。従来の低い利率の国債を購入することで容易に確保できるようになれば、運用部門のスタッフを抱え資源投入している以上、また、外部に報酬を払って運用を委託していることから、より高い運用利回りが獲得できるのでは、と期待するのが自然である。既に保険会社においては金利感応度の高い一部商品などの予定利率を引き上げ始めており、企業年金においても、組合や加入者等から想定運用利回りの引上げ要請が強くなる可能性がある。また母体企業の経営サイドも、割引率を引き上げることで確定給付年金の掛金負担を減らしたいと考えるのではないかと。

そうなってくると、結局のところ、従前の低利回りに沿った運用ポートフォリオでは十分でなく、リスクを取ってより高い運用利回りを目指すポートフォリオが必要になる。今年度からの公的年金のように、名目賃金上昇率+1.9%を長期的な目標運用利回りとしていけば、物価と同様に上昇する賃金の上昇(実態は大企業では上昇していても、中小企業では必ずしも賃金の上昇が物価上昇に追いついておらず、それが足元で生活難を意識される一因である)が、長期的な運用目標にビルトインされている。企業年金において、物価や賃金が増しても従来通りの運用で十分であると考えるのは、甘い見込みだろう。老後の実質的な生活の確保という観点

から、年金に期待されるものは大きい。欧米では、年金給付が物価上昇に連動するのは当然のことであり、有期化と定額化の進んだ日本の企業年金は「老後年金の名に値しない」とすら言われる始末である。物価や金利の上昇が、日本の年金の在り方に見直しを迫る可能性は高い。結

局のところ、高い運用利回りを実現するためには、リスクを取ることが必要であり、安定しない為替や株価を考えると、引続き、オルタナティブ投資に注力する必要があると考えておくべきだろう。

#### とくしま かつゆき

1986年京都大学法学部卒業、1991年ペンシルバニア大学ウォートンスクール MBA。

1986年日本生命保険相互会社入社、ニッセイアセットマネジメント株式会社出向を経て、2008年株式会社ニッセイ基礎研究所出向、現在に至る。

証券アナリストジャーナル編集委員、日本ファイナンス学会理事の他、社会保障審議会資金運用部会委員、国民年金基金連合会理事等の立場で多くの公的機関及び企業年金等の資産運用に関与している。