

解 説

年金資金運用と派生商品 — 3 —

年金資金の運用とデリバティブ

1 はじめに

「年金資金の運用」と「デリバティブ」とは、それぞれ時節柄人気のあるトピックスではあるが、この二つの関係について述べたものは以外に少ない。実務的には、この二つのトピックスは年金スポンサーとしての企業とその運用受託者たる機関投資家からなる「年金コミュニティ」と証券会社を中心とする「デリバティブ・コミュニティ」との間で分担されており、今後二つのコンセプトをインテグレートして行くためには、まず両コミュニティの相互理解が必要であろう。

筆者は、年金運用の専門家でもなくではなく、またデリバティブの専門家でもないで、両者をインテグレートするような見識は残念ながら持ち合わせていない。ただ、さるプランスポンサーに近いところで仕事をしていることから、その悩みの一部は幾分承知しているつもりである。以下の説明が、デリバティブ・コミュニティが年金運用について理解を深める一助となれば幸いである。

2 年金資金の目標

議論を始めるのに当たり、まず年金資金の目標について述べておきたい。

近年は、デリバティブを初めとする、いろいろな金融商品や投資アイデア・技法が溢れており、積極的なセールス活動が繰り広げられているが、利用者はそれらの商品・サービスが自らの目標達成にどのように寄与するのかを慎重に検討する必要がある。これを怠って、「面白そう(儲かりそう)である。」とか「皆がやっている。」といった情緒的な理由に流されれば、無用なコストやリスクを背負い込むことになりかねない。

年金資金の運用目標は、米国では、一般に次のようなものとされている。

- A 加入者に対する給付の確保。
- B 費用負担者(一般的には企業)の負担軽減。
- C 維持費(投資顧問料、取引手数料など)の軽減。

このような米国流の運用指針は、日本の年金について

も原則的には当てはまるのではないだろうか。そうであるとすれば、デリバティブの活用もこれらの目標に照らして検討されるべきであろう。

3 政策ポートフォリオとパフォーマンス目標

上に挙げた目標はあくまで、全般的目標(GENERAL OBJECTIVE)であり、このような目標を達成するため、より具体的には、別途政策ポートフォリオが策定され、それに沿った運用パフォーマンス目標が設定される。

政策ポートフォリオ策定にあつたて最も重要なポイントは給付の確保(前記目標A)と費用負担軽減(目標B)という、実は相矛盾する二つの目標同士にどう折り合いを付けるかということにある。給付を確実にしようとするればリスクの高い資産の組入れが低下し、リターンが低下、即ち費用の上昇を招く。いずれにせよ、プランスポンサーは、目標A、Bが過不足なく実現されるであろうと考えられるある特定の資産配分を政策ポートフォリオとして選択する。

次に、プランスポンサーは政策ポートフォリオに示された資産配分を基準として、資産相互間のスイッチにより中期的にリターンを向上させる余地を残すため、各資産に対しある程度のウェイト幅(レンジ)を設ける。ここから先は、日本とアメリカとでは、状況が異なるようだ。アメリカでは中期的なリターン向上のため、どの資産をオーバーウェイトするかは主にプランスポンサーが決定し、受託者は個別資産(例えば国内株式)について当該するベンチマーク(通常適当なインデクス)を上回ることをパフォーマンス目標として付与される。一方、日本では、所謂5:3:3:2ルールからアメリカのような特化型委託が認められないという事情もあり、受託者は各資産のベンチマークを上回るということより、むしろ政策ポートフォリオを複合ベンチマークとして、資産配分効果によりこれを上回ることをパフォーマンス目標として付与されるのが一般的なようである。

このようなプランスポンサーと受託者との責任分担とパフォーマンス目標の設定は、デリバティブの活用にあつたても重要な意味を持つと考えられる。複合ベンチマークによるバランス型運用を(少なくとも現状では)前提とする日本型の目標設定においては、スポンサーは政策的(長期的・標準的)資産配分を超えて、短期的もしくは中期的な資産配分の決定には立ち入らないので、デリバティブを用いるか否かは、資産配分から個別資産の

運用に至るまで、スポンサーは必ずしも主導的立場にはおらず、受託者の提案があって初めて何らかのリアクションを起こすに留まるといってよいだろう。

4 年金資金運用におけるデリバティブの活用

デリバティブの主な効用としては、リバレッジ、ペイオフ・パターンの変更、取引コストの軽減などがある。このうちリバレッジについては、もともと年金資金の運用とは相容れないコンセプトであると思われるので、以下ではペイオフ・パターンの変更と取引コストの軽減という観点から、活用法について考えてみたい。なお、ここではデリバティブの活用が年金資金の運用に何らかの効用をもたらすかを議論することが本旨であるから流動性などのテクニカルな問題には触れない。

①ペイオフ・パターンの変更

先に述べたように、現在一般的な年金ポートフォリオの構築手法は、リスク・リターン・トレード・オフを中心とした、所謂モダン・ポートフォリオ・セオリー(MPT)に則っている。

一方、MPTのようなシンメトリックなペイ・オフ(リスク・リターン)関係にとらわれず、資金目的に合致する特異なペイオフ・パターンを想定し、それをデリバティブ的な発想・手法で実現することが可能であるという意見もあるように聞く。これは前記年金運用の全般的目標A、Bに資するデリバティブの活用といえよう。しかしながら、このようなアイデアを採用するためには、想定するペイオフ・パターンがリーズナブルなコストで実現できるかという実務的・技術的問題以前に、必ずしも相容れないいくつかの年金資金の運用目標をより詳細かつ計量的に定義すること(求めるペイオフ・パターンの特定)が必要であり、それ以上に少なくとも現状では一般的でない方法を採用することに起因する年金事業としてのリスクとその帰結をスポンサーが引き受ける覚悟ができていなければならない(この二つの問題は、従来型のリスク管理においても重要で、更に検討が進められる必要があるが、新商品を導入しようとする場合、よりクローズ・アップされる。)

米国の年金は日本の年金に比べ、運用目標も比較的明解で(実現利回り、簿価会計、固定的な予定利率などの諸問題がない)、年金財務を企業財務と一体として捉えるという考え方(年金の事業リスクは企業が負担し、その結果は掛金負担の増減という形で同じく企業に帰属す

る。)が浸透している。そのような米国にあってすら、ペイオフ・パターンを変更するという手法を現実に実行している基金はごく希にしか見られないのではないだろうか。このような意味での年金資金におけるデリバティブの活用は日本においてはまだまだ先のこととしか思えないというのが率直なところである。

②取引コストの軽減

前記年金基金の全般的目標Cに該当するものであり、スポンサーにも効果がストレートに実感されるため、当面のデリバティブの活用法として現実味が高いと思われる(先月号で米国においてはベース・トレードによる取引コストの軽減が活発に利用されつつあると紹介されているが、その背景は、やはりニーズと効果の明解性にあるのではなかろうか。)

年金資金が現物資産の比較的大きなポジションを売買しなければならない局面としては、ニュー・マネーがある時期にまとまって入ってくるケース、給付金をある時期にまとまって支払うケース、経済・市場環境が変わり戦略的(中期的)な資産配分を相当程度変更しなければならないケースなどがあろう。

上の三つのケースで悩ましいのが三番目のケースである。一番目と二番目のケースでは、実際にファンドのインフローもしくはアウトフローが生ずるため、取引コストが生じるのはやむを得ない。一方、三番目のケースでは、必ずしも確かとはいえない将来にわたる資産配分効果のために確実に取引コストが生じるのである。次のような事例を考えてみよう。あるスポンサーが、「今後約一年にわたり、日本株は外国株を相当程度アンダーパフォームする。」という強い見通しを持ったとしよう。この場合、スポンサーは次の手順を踏むことになる(以下はアメリカ型の特化型委託を想定している。読者のみなさんには、日本型のバランス型委託の下ではどのような手順になるか、アメリカにはない別の問題はないかについて是非考えてみていただきたい。)

・日本株のファンドマネージャーに一定ポジションの売却を命ずる。

ただし、日本株マネージャーが複数いれば、どのマネージャーにいくら売却させるかも併せて考える必要がある。

・外国株のファンドマネージャーに一定ポジションの買入れを命ずる。

同様に、外国株マネージャーが複数いれば、割り振り

を考えなければならない。

この結果として日本株と外国株の売買手数料・取引諸税、カストディー・フィーが確実に発生する。また、場合によっては委託金額の増減によって単位委託金額あたりのマネージメント・フィーが微妙に変わってくることも考えられる(一言つけ加えるとすれば、資産配分を変えること自体簡単そうなことではあるが、スポンサーにとってはなかなか厄介な意志決定が含まれていることもお解りいただけるだろう)。

筆者が読んだある雑誌によれば、このような問題に対処する方法の一つとして、アメリカでは一部インデクス・スワップが使われているという。すなわち、上の例で言えば、スポンサーは、一年間の日本株のインデクス・リターンと外国株のインデクス・リターンとのスワップ契約を締結することにより、実際に売買をすることなく所期の目的を達することができるというものである(その上、日本株ファンドマネージャーが、スポンサーの期待に応じて、日本株インデクスを上回ることができれば、その付加価値は事実上削減されている日本株ポジションについても享受できることになる)。

しかし、このようなアメリカの例も、日本における現実味という点においては、規制面のみならず、本質的なスポンサーの体制という意味で、かなり浮き世離れたものである感は否めない。日本では全般的にみて、長期的な政策資産配分自体が十分に煮詰まっていない訳で、市場見通しをも反映した中期の資産配分までスポンサーが決めることを前提としたアメリカとは状況が大きく異なるのである。

日本の現状を踏まえた、デリバティブ活用の一つの提案として、厚生年金基金連合会寺田常務理事が、証券アナリスト・ジャーナル4月号の「年金資産運用における政策アセット・ミクス」と題した論文で、複数の受託者を採用している際、戦略的資産配分の変更に伴って発生する取引コストの増加の問題や、その解決策の一つとしてのオーバーレイ・マネージャーの採用とフューチャーの活用について触れられているので、御一読をお勧めす

る。

この論文の中で寺田氏は、複数の受託者に戦略的資産配分の変更を認めた場合、受託者間で相矛盾する資産配分変更が行われることが屢あり、基金全体として効果が高まるか疑問がある一方、取引コストが確実に増加することを指摘され、戦略的資産配分は受託のうち能力の高いと思われる1社(オーバーレイ・マネージャー)に専門的に行わせるのがよく、オーバーレイ・マネージャーは現物資産を売買するより、フューチャーを用いることにより低コストで資産配分を変えることができると説明されており、併せてこのようなオペレーションが可能となるよう規制の緩和を求めておられる。

4 おわりに

日本の年金コミュニティにとって喫緊の課題は、今後の社会の変革や運用環境の構造変化を踏まえて、目標設定から管理に至る日本型の年金運用の一つのスタンダードを作り上げていくことにあるというのが筆者の信念である(その過程で制度疲労を来している規制等があればその改廃を働きかけて行くことも重要である)。

個別具体的な運用手法、新商品・サービス(デリバティブなどを含む)の活用如何はこれに先行することではできず、また先行すべき性質のものではない。米国においては米国型の年金運用のスタンダードがすでに確立されており、年金コミュニティの関心は資産をどのように効率的に運用するかというディーテールの問題に移っているようだが、残念ながら日本はまだこの段階には至っていないといえるだろう。

敢えて失礼を顧みず申し上げれば、デリバティブ・コミュニティには、このあたりの事情をご理解されず、「まずデリバティブありき」とか「アメリカでは」という考え方をされる方が少なからず見受けられる。デリバティブについての啓蒙と併せて、日本型年金資金の進むべき方向性という観点からも、年金コミュニティに対していろいろなインプットを頂ければと考える次第である。

(H. U.)