

資産運用における諸課題について
(意見書)

平成17年3月16日

国家公務員共済組合連合会

資産運用委員会

当委員会では、基本ポートフォリオの策定へのアプローチとして資産サイドに加え負債サイドも考え合わせるALMアプローチが望ましいとしている(平成14年2月7日「資産運用委員会報告書」参照)が、連合会では、今般の基本ポートフォリオの見直しにあたり、基本的にALMアプローチを採用しようとしている。

それに対し、当委員会では、基本ポートフォリオの見直しについて検討するとともに、資産運用における諸課題について、主にALMアプローチの観点から検討を加えたところである。

本意見書は、その際、資産運用における諸課題について委員から提起された意見をとりまとめたものである。

1. 長期金利の上昇に対する考え方

現在、わが国の金利水準は、超低金利水準にあることから、景気はいずれ回復すると考えれば、資産運用上、金利特に長期金利の上昇が運用上のリスクになり得ることは確実である。

昨今、変動金利債や物価連動債が選好され、また絶対リターン重視のオルタナティブ投資が増加していると伝えられる中、それら投資対象資産の検討を行う前に、運用哲学の相異によって長期金利上昇に対する考え方がどう変わるかを検証する。

(1) 資産サイドアプローチによる考え方

一般的な資産サイドアプローチによれば、長期金利が上昇することは、債券の価値が低下することであり、急激に金利が上昇した場合、運用上大きなロスに被る懸念がある。これに対しては、デュレーションを短期化することが望ましく、場合によっては、キャッシュ化（デュレーション＝0）することが有効な方策となる。この場合、短期的に戦略的アセットアロケーション（TAA）を駆使すれば、超過リターン（ ）の上乗せが可能となる。さらに、キャッシュをベンチマークと考えれば、絶対リターン狙いのヘッジファンドは有効な投資対象となり得る。

現在、企業年金を中心にヘッジファンド投資が浸透していると伝えられている背景には、このような考え方があるのではないかと思われる。

この資産サイドアプローチによる考え方に対しては、次のような批判がある。

金利上昇が緩やかな場合、債券のデュレーションが経年により短期化することに伴う価値上昇効果、いわゆるローリング効果があり、また、高利債への再投資が行われることから債券運用上プラスになることがあり得る。（金利水準によるが、金利1%について2年以上かかる緩やかな上昇スピードであればプラス効果となる。）

長期にわたる債券投資を仮定し、金利変化が循環的であるとの前提を置けば、金利上昇により被る運用上のロスはいずれ回復することになる。

デュレーションの短期化は、クーポン収入の減少を伴うことであり、予定利率を確保できなくなる恐れがある。

ポートフォリオの入替えが必要となるが、短時日において大量の債券の売買を想定することは、実務上現実的ではない。

また、基本ポートフォリオの根本の考え方は、分散投資によるリスク分散であり、金利変動による債券価値の変動を当然読み込んだ上で策定されている。いわば逆張りの思想であるが、資産サイドアプローチによる考え方は、債券だけ順張りに対応するものであり、基本ポートフォリオの本旨に馴染まないとする批判もあり得る。

なお、TAAについては、金利や株価の変動に対して神業的な見通し力が要求されることから、長期的なパフォーマンス確保は困難であるとして、当委員会としては、採用を推奨していない。(平成14年7月15日「マネージャーストラクチャーの再構築について(意見書)」参照)

(2) ALMアプローチによる考え方

年金資産の運用について資産のデュレーションのみではなく負債サイドも併せて考えるALMアプローチによれば、一般的に資産のデュレーション(全債券を平均すれば5~6年程度)は負債のデュレーションより短いので、金利が上昇した場合、資産の減価よりも負債の(現在価値の)減価の方が大きくなる。結果的に資産・負債を一体で見た場合、金利上昇を特に問題視する必要がなくなることになる。

ALMアプローチによれば、金利変動リスクを完全にヘッジする場合には、資産のデュレーションを負債のデュレーションに一致させることが最適と考えることから、債券運用にあたってはデュレーションの短期化ではなく、逆に負債のデュレーションまで長期化することが相応しいことになる。実務的には、年金給付等の資金繰り上許容される範囲内とはなるが、最長期間の債券によるラダー型ポートフォリオが望ましいことになろう。

このALMアプローチによる考え方に対しては、「負債の価値は、年金数理上の認識である一方、資産の価値は決算上の認識であり、制度的に連動していない。そのため、金利上昇時には、資産の減価分のみが現れてしまい、場合によってはその補填が必要になる。」といった実務上の批判があり得る。

現状、年金スポンサーにおいて、ALMアプローチは、「総論賛成・各論反対」の状況であり、その採用が進んでいないことは、このような批判に答えきれていないところに起因していると考えられる。

当委員会としては、ALMアプローチを強く推奨するところであり、併せて資産・負債の一体的評価方法の早急な開発と定着が望まれるところである。

(3) 連合会の対応の方向

連合会では、今般の基本ポートフォリオの見直しにあたり、基本的にALMアプローチを採用することとしている。

それを前提とすれば、長期金利の上昇に対しては、たとえ一時的に債券利回りが悪化してもいずれ回復するとの見通しの下、デュレーションの短期化対応は行わず、年金負債のデュレーションを意識した対応をすることが望ましい。

また、今後、ALMアプローチの考え方が継続されるためには、上記(2)の批判

にんていしていく必要、即ちALMの観点で資産運用を評価する必要があり、資産・負債の一体的な評価方法を工夫していくことが望まれる。

2. 運用対象資産の投資適格性

ここで、ALMアプローチの考え方をもとにいくつかの運用対象資産の投資適格性を検討する。

(1) 預託金

連合会は、財政融資資金に対する預託金について、法令上、長期給付積立金の34%について預託義務がある。これに対し、当委員会では、預託義務は、連合会の運用に対する大きな運用規制となっていることから、預託義務の廃止を求めていくべきであろうと考えているところである。(平成14年2月7日「資産運用委員会報告書」参照)

しかし、ここでは、預託金の商品性を再評価し、ALMアプローチにしたがったポートフォリオ構築のために預託金を活用することを検討する。

預託金については、国債の流通利回りに連動して、期間30年までの預託が可能であり、その満期日は任意に設定できる。国債の現物債は、発行量や流通量の制約があり、実務上20年以上の超長期債によるポートフォリオ構築には困難を伴うことに対し、預託金によれば、預入制約がなく、また、マーケットインパクトが生じないことから超長期のデュレーションを持つポートフォリオの構築が容易である。その意味でALMアプローチにしたがって負債のデュレーションに近似したポートフォリオを構築する場合、預託金は適性の高い金融資産であると考えられる。

一方、預託金は、流動性がないものの、それに対するプレミアムがない、解約時に手数料を徴収されるといった負の特性もあることから、慎重なポートフォリオ構築が必要である。

当委員会では、資産区分上、預託金は国内債券(国債)とみなすことが適切と考えているが、総体としては、基本ポートフォリオにおける国内債券内の預託金のウエイトを引き上げ、超長期国債の代替資産として預託金を活用することは、ALMアプローチの観点から有効かつ妥当な方策であると考ええる。

(2) 15年変動利付国債

15年変動利付国債は、一般的に金利上昇が見込まれる中、金利変動リスクが低減できる運用資産として人気が高まっているようである。

半年ごとの利払い時の利率は直近の10年国債の利回りに連動(基準金利)し、基準金利から各回号ごとに当初決定されているスプレッド(過去平均0.86%、直近

1.01%)を差し引いた金利が支払われる(利率はゼロが下限)といった国債であり、金利が上昇した場合、特に急騰したときは有利となるが、金利下降局面では、抵抗力がないといった商品特性がある。

資産サイドアプローチで考えれば、金利上昇局面におけるヘッジ力が評価できる債券であるが、ALMアプローチで考えれば、固定利付債よりデュレーションが短期化する(理論的にはゼロ)ことから積極的に保有する意義の乏しい資産であるといえる。

また、スプレッドが大きいこと、15年債ではあるが、期待利回りは5年債並みに低下することから予定利率の観点からも、その保有について消極的に考えざるを得ないといえる。

15年変動利付国債については、連合会が積極的に保有することには疑問があるが、マーケットは拡大しており、スプレッドの動向次第では、保有の適性もでてくることから、今後とも市場動向には留意すべきであろう。

(3) 10年物価連動国債

連動係数を通じ想定元本がCPIに3ヵ月遅延で連動する国債であり、利率は固定であるが、利息・償還元本がCPIに連動する商品である。期待インフレ率がプレミアムとなるが、それよりインフレが進めば、ヘッジ機能が働くといった商品特性がある。

特に急激なインフレが起こった場合には、実質価値を維持する観点から有効な債券である。

特性上、10年固定利付国債との代替性が高いことから、ALMアプローチの観点からも、投資対象として好ましい面がある。ただし、発行開始から間もなく、まだ流動性に疑問が残ることから、保有については市場の拡大を待つさらに検討を進めることが妥当であろう。

(4) オルタナティブ投資

当委員会では、「(オルタナティブ投資は、)リスク・リターン特性、流動性等見極めがつかないものが多く、一般的に投資対象とするには、時機尚早であると考え。今後、オルタナティブ投資を対象とする場合は、時価検証できることを条件に残高制限(現行の委託運用残高の1%程度)を設けて制限的に投資することとすべきであろう。」(平成14年2月7日「資産運用委員会報告書」参照)としているが、ヘッジファンドを中心にわが国の年金スポンサーがオルタナティブ投資を急増させているようであり、改めて投資適格性を検討する。

オルタナティブ投資については、米国の年金基金がプライベートエクイティを中心

に投資しているといわれている一方、わが国の年金スポンサーは、マーケットニュートラルやロング・ショートエクイティといった運用方式をとるヘッジファンド（ファンドオブファンズを含む。）への投資が大半となっているようである。

これは、米国の年金基金は、10年タームの長期間の投資を指向しているのに対し、わが国の年金スポンサーは、キャッシュをベンチマークとした絶対リターン狙いの投資を指向していることが背景となっているものと考えられる。

オルタナティブ投資における問題点としては、一般的に、次のようなことが指摘されている。

リスク・リターン特性が把握しづらい。

ヘッジファンドの運用額が増加していることから、限界効用が逡減し、運用利回りが低下する、いわゆるキャパシティ問題が発生している恐れが大きい。

多くは、運用内容がブラックボックスとなっており、運用や資産の適確な評価ができにくい。

運用コストは、固定報酬と成功報酬の組み合わせが一般的であるが、合理的に説明できないほど高い。

多額の資産を運用する年金スポンサーの場合、収益の寄与度が低いこともあり、費用対効果が低い。

さらに、ALMアプローチから考えた場合、ヘッジファンドは、一般的に債券投資の代替資産としてはデュレーションが短すぎるといえる。また、プライベートエクイティファンドは、懐胎期間が長く、年金成熟度が高い連合会の資産運用にとって適性に疑問があるといわざるを得ない。

総体的に、連合会の資産運用にとってオルタナティブ投資の適格性が高いとは認められないので、当委員会としては、平成14年2月7日「資産運用委員会報告書」における考え方を踏襲したい。

なお、最近注目されている「ポータブル」は、パッシブ運用とマーケットニュートラルを組み合わせることにより低コストで現物のアクティブ運用に代替させる運用方法であり、有用な議論であると思われる。オルタナティブ投資については、問題点は多いものの、今後ともその動向に注目してしかるべきであろう。

3. その他の課題

当委員会でこれまで指摘した連合会の資産運用上の課題について上記以外のものについて検討する。

(1) 貸付債権の流動化・証券化

当委員会では、連合会の貸付金について、主に金利変動リスクや非流動性に起因するリスクがあり、種々問題が多いとして、現行貸付制度の漸次縮小・廃止の方向で早急に検討すべきであるとの考え方を示しているところである。(平成14年2月7日「資産運用委員会報告書」参照)

これに対して、連合会では、福祉事業貸付制度については、平成15年2月から新しい貸付制度を発足させ、変動金利制を導入するとともに各種貸付制限を新設し、制度の維持を図りつつ貸付残高の圧縮を行っていくこととしている。(平成15年1月28日「貸付制度の改正について(意見書)」参照)

一方、住宅ローンを中心とする組合員貸付制度については、連合会が原資の貸付けを組合に対して行っているが、連合会では、当該組合貸付金の債権流動化・証券化を実施し、制度の維持を図りつつオフバランス化を進めることとし、過去1年半にわたる検討・準備の結果、この1月にマスタートラスト方式による流動化が実施され、平成17年2月18日に第1回目として約1,000億円の証券化が完了したところである。

当委員会としては、連合会が共済組合組織として初めて債権流動化・証券化に取り組んだことを高く評価する一方、連合会に対し、さらなる証券化の実施により組合貸付金残高の圧縮を進めるとともに、組合貸付金についても市中金利に準じた変動金利制の導入を図る等、非流動性資産の運用におけるリスクの低減や回避に努めることを期待したい。

(2) TOPIX FLOATへの対応

東京証券取引所では、東証株価指数(TOPIX)について海外でも一般的になっている浮動株調整を実施する方針を決定している。予定では、平成17年4月にデータを公表するとともに同年10月以降8ヵ月、3回にわたり順次浮動株調整を行っていくとしている。

これに対する連合会の対応方法としては、

ベンチマークを3回の浮動株調整に機械的に併せることとし、ポートフォリオを順次変更する。

ベンチマークを4月に公表される参考指数(浮動株調整完了後)や旧TOPIXに変更する。

ベンチマークをRUSSELL/NOMURA Prime等他の浮動株指数に変更する。

当面積極的な対応は行わず、TOPIX FLOATが浸透した段階で対応を考える。

といった方策が考えられる。

本件、TOPIXの浮動株調整のようにベンチマークが大きく変化するケースでは、想定外のリバランスコストの負担を強いられることが多く、一般的なパッシブファンド管理で行われるベンチマークとの乖離度（トラッキングエラー）を極小化する方法は、必ずしも得策でないことが多い。

したがって、連合会としては、ベンチマークの変更に対応するにあたっては、リバランスコストの圧縮を第一義的に考えるべきである。

また、一般的にいえば、多数の投資家が採用するベンチマークは、割高になり得ること等を勘案すれば、TOPIX FLOATが最善のベンチマークとはいいい切れない面もある。

連合会としては、TOPIX FLOATを当然のものとはしないで、その採用の可否自体も含めて時間をかけて検討することが望ましい。

（３） 貸株（セキュリティーズレンディング）

連合会では、平成16年12月から一部の内外株式パッシブファンドにおいて貸株（セキュリティーズレンディング）を開始している。貸株を実施するにあたり、当委員会で指摘している議決権行使との整合性及び金融庁の空売り規制との整合性については契約上確保されているようであり、支障ないものとする。（平成16年3月15日「株主議決権行使について（意見書）」参照）

今後については、貸株リスクと貸株マーケットに留意しつつ、対象ファンドを拡大していくことが望ましい。

（４） マスタートラスト

連合会が運用を委託している信託銀行は、おおむね、昨年中に投資一任業務の免許を取得しており、連合会のマスタートラストの導入に向けての環境作りが進んでいるが、日系の信託銀行は、自社グループ外に管理機能を持たせることに対してシステムや事務コストを理由に強く抵抗しているようである。

連合会がマスタートラストを導入するとした場合、日系信託銀行が障壁となる公算が高いが、今しばらく様子を見た上で運用機関の変更も含め、連合会としての方針を定めることが望ましい。

以上