

Q & A

いまの時代、金融資産をどうやって守る

かつてないほど「運用リスク」への関心が高まっている

Q 寺本さんは企業年金に年金資産運用のアドバイスをしているが、ここ半年、1年で「どうしたら資産を増やせるか」よりも「資産をどうリスクから守るか」という質問が増えているそうだが、なぜ、変化してきたか。

A 実際に年金を運用する年金基金事務局、またその母体となる企業財務や経営、双方とも、年金資産の運用リスクというものに、かつてないほど注目し始めている。もちろん最大の要因は2008年の金融危機における巨額損失のトラウマであることは言うまでもないが、そ

れ以外にも幾つかの要因がある。

要因の1つは、企業会計上の問題だ。さまざまところで話題になっているが、現在検討されている国際会計基準の改定案では、年金資産の損失リスクがバランスシートに直接反映することになる可能性が高いため、各企業とも年金の資産運用損失に非常に過敏になっている。既に年金の時価会計化の進んでいる米国の例を見てみるとS&P500に選定されている企業の年金積立率(数理計算上あるべき債務に対する資産の額—PBO〈予測給付債務〉に対する積立率)は、08年の10月末から12月までのわずか2カ月で95%から65%に急降下した(エーオンヒューイット調べ)。米国では、この数理的

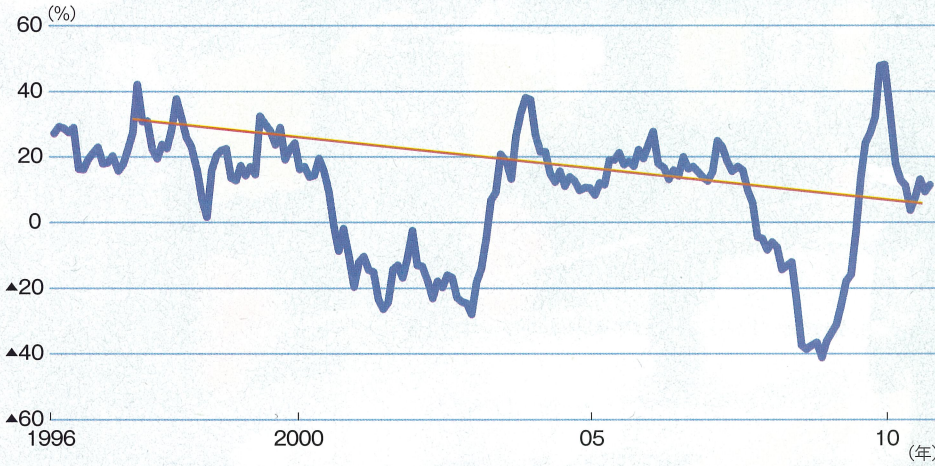
差異をそのまま放置することは許されず、30%の積み立て不足は単年度のバランスシートで認識することになる。いずれ近いうちに、わが国の会計基準でも即時認識となりそう。そうなれば、年金の積立率が企業の資本政策に重大な影響を与える可能性がある。年金制度を持つ企業にとっては、年金資産という巨大ポートフォリオから発生する損失管理が、企業の損失管理にもなるわけで、大きな経営課題の1つになりつつある。

一方で、年金の資産運用の置かれている金融経済環境そのものの変化も、年金運用担当者の意識をリスクに集中させている一因でもある。運用のベースとなる短期金利はリーマ

ン・ショックから2年以上経過した現在でも米欧日ともに1%以下という史上最低金利に据え置かれ、先進国の株式収益率も年率計算で10%こそこと、サブプライムローン・ショック以前の半分程度の水準にとどまっている(図1)。金融資産全般に対する収益率の期待値が低下する中で、儲けるよりも損をしない運用というものに視点が切り替わりつつあるのが現状と言えるだろう。また外部環境に目を移せばギリシャに始まったソブリン危機から足元の中東・北アフリカ問題まで、企業収益を飛び越えた国家レベルでのイベントが頻出し、突発的な価格変動の影響を受けやすくなっていることも、年金投資家のリスク許容度を低

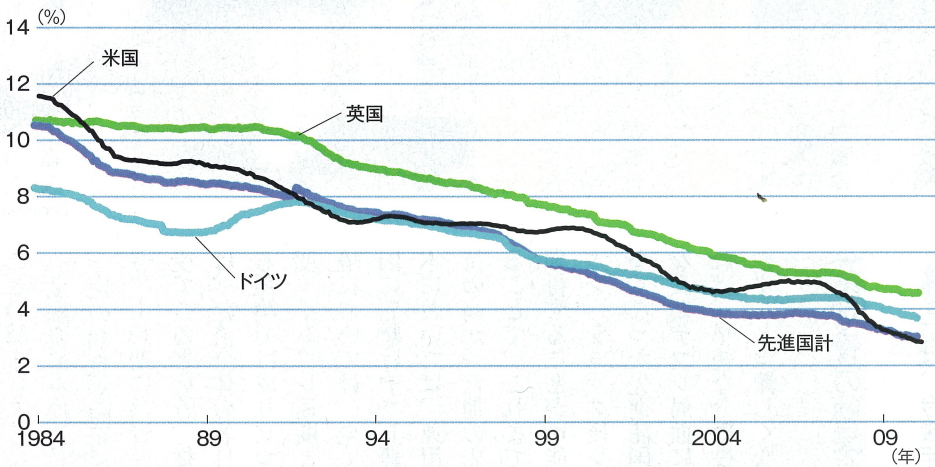
マネーはどこへ

図1 先進国株式市場収益率(年率換算、12カ月ローリング)



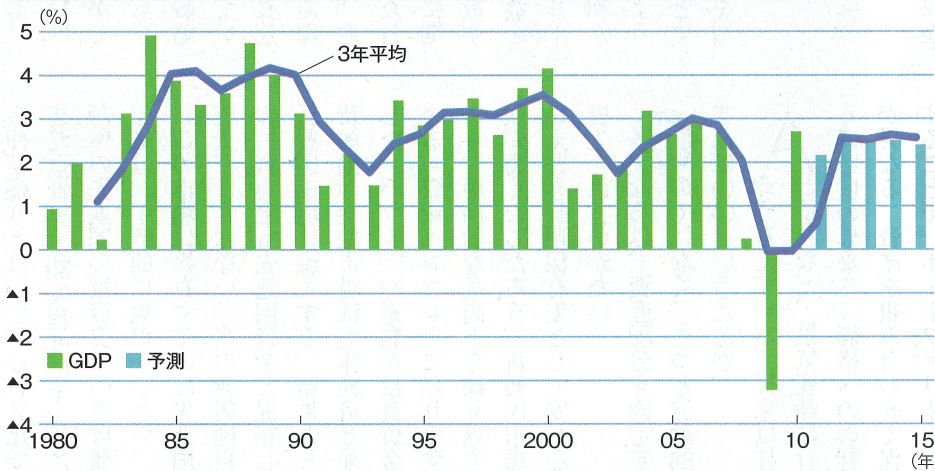
(注)各年3月時点の比較 (出所)MSCI,Bloomberg

図2 発行済み国債の平均利率



(注)各年12月1日時点の比較 (出所)シティグループ,Bloomberg

図3 IMFによる先進国の実質GDP成長率



(注)2011年以降はIMFによる予測値 (出所)IMF

下させる一因となっている。
成り立たなくなつた
従来型の投資戦略

Q こうした資産運用リスクの高まりは、一時的なものなのだろうか。

A 本質的には中長期的なものだと思つていたほうがよさそう

だ。例えば足元では原油価格や資源価格が上昇し短期的にはインフレ懸念が注目されているが、先進国経済は既に中長期的な低成長のデフレ経済に突入しているという見方もある。1980年代初頭から現在までの先進各国が発行してきた国債の平均金利の推移を見てみると図2のよう

に明らかになつてきた。MF(国際通貨基金)の計測している先進国の実質GDPの推移を見ても、緩やかな右肩下がりになつていくことがわかる(図3)。基本的には先進国の経済成長はピークアウトし、経済も人口も成熟期に入り、先進国の経済活動から得られる投資収益は確実に減少している。残念ながら、人々はそれを認めようとせず経

済活動にレバレッジをかけることで、右肩上がりの経済成長を維持しようとしてきた。21世紀に入つてからの、ITバブル、エンロンなどの米国不正会計問題、サブプライムローン・ショック、リーマン・ショックと先進国経済を周期的に襲つていくイベントは、全てレバレッジを使って無理に金融経済を水膨れさせた



先進国の中でも、特に遅れている日本の株

Bloomberg

この結末にすぎないともいえる。金融資産を保有してさえいれば、一定の利息や配当を得ることができ、中長期には資産価格の上昇も享受できるという、従来型の投資戦略は、経済全体の名目値が拡大している環境では成り立つものの、成長速度・インフレ速度ともに低迷する環境においては、全く機能しない。他国に先駆けデフレ経済入りをした日本においては、運用先を相対的に期待の高かった他の先進諸国へ分散することで、これまでは何とか収益を獲得することが可能だったが、リーマン・ショック後レバレッジの利かなくなった先進諸国が皆日本のような長期デフレ局面に入っていくとすれば、単純な分散投資では資産を増やすことは難しくなるだろう。

分散投資の効果が薄れてきた

Qでは、今後年金資産は従来型の長期保有の投資戦略からの転換が必要ということになるのか。

A答えはイエスで、転換が必要だと思う。例えば先進国の期待値が低下しているのであれば、新興国株式に投資すればよいと考える人もいるだろう。確かに潜在成長余力の高い新興国に投資すれば一時的には収益はかさ上げされるかもしれない。しかしながら、新興国経済は幾

ら伸び盛りとはいえ、GDP比でいまだ全世界の30%程度にすぎない。70%の先進国の投資資金の受け皿としては、圧倒的に規模が小さい。更にこの市場に投資するのは先進国の資金だけではない。当の新興国自身の投資資金も先進国資金と混在して新興国市場に流入する。結果として新興国の金融市場は实体经济と乖離した「バブル」や過剰な投資資金による「資産インフレ」に陥りやすくなり、周期的な乱高下を繰り返す危険が高くなるだろう。新興国市場といえども長期保有先として安心な投資先とは言いがたい。

Qならば、資産配分を固定するのではなく、もっと流動的にすればいいということか。

Aそう考えている。従来は株式と債券など、景気変動に対する感応度の異なる（価格への影響度が異なる）資産を組み合わせて保有することで、ポートフォリオの大きな毀損は回避できると考えていたが、この「相関効果」も最近はやや怪しくなってきた。金融資産の価値は中長期的には経済ファンダメンタルズによって決定するが、短期的には経済ではなく、投資家の選好度やリスク回避など、投資行動に伴う資金フローの影響を強く受ける。特に、08年のリーマン・ショックや10年のギリシャ・ショックなど、非常に大

きなストレスが市場にかかった際は、換金性のあるものは全て同時に価格が下落するという傾向がある。現在のように、投資家のリスク許容度が小さく、損失というものに過度に反応する環境においては、投資家のリスク回避的投資行動のスピードは極めて速く、市場分散・地域分散の効果が発揮されないケースが多い。

また、資産間の関連性にも一定のルールが定まりにくくなっており、先進国と新興国が同じ方向に動くカップリングと逆方向に動くデカップリングが交互にやってくる。数年前までは「株安で円安」だったはずの日本の株式市場と通貨の関連性が今では真逆の「株安で円高」が常識となったりと、平時における相関関係にも周期的な変化が生じやすくなっている。

新興国市場だけでなく、少しでも高い収益を求めて流動化している投資資金は、魅力的な市場を見つけると濁流のようにその市場に流入していく。結果として、その市場の魅力はごく短期間で「刈り取られ」、残るは落ち穂のみ、ということになりかねない。資産の投資魅力度もまた、周期的に変化すると思っておいたほうがよいだろう。

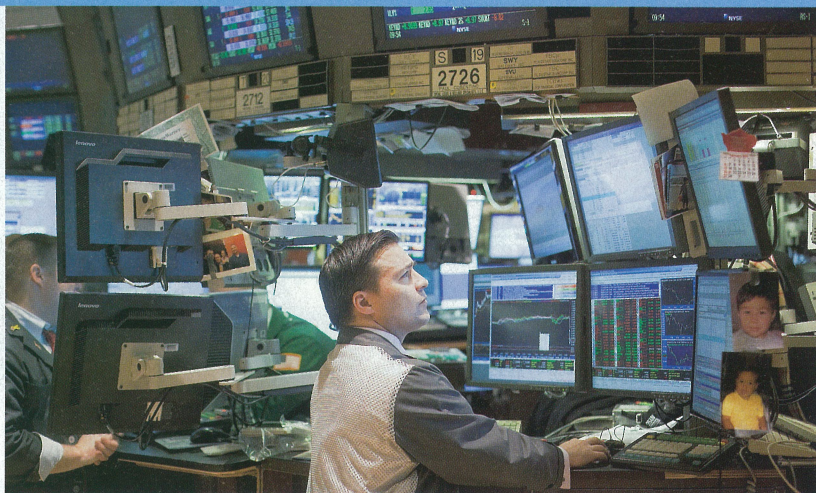
すべての資産や戦略において、投資の前提となる条件や環境を常に確

認し、前提が変われば投資スタンスを変更するぐらいの覚悟が、今後の年金運用には必要になるのかもしれない。

「売りたい時に売れる」 資産を持つ

Q 最近、原油など商品市場に投機マネーが流入して、価格を高騰させている。そうしたコモディティ（商品）マーケットでの運用を増やせばいいのだろうか。

A 年金資産などの巨額な投資資金が、1次産品市場に流入することは控えるべきだと思ってい、これは、収益の良しあし、リスクの大小という観点ではなく、私の投資哲学にかかわっている。妙なたとえに聞こえるかもしれないが、年金資産とコモディティ投資の関係は、環境問題に似ている。単純に収益を追求するだけであれば、企業は環境問題などにコストを払う必要はないだろう。年金資産も自分の口座の収益だけを追求するのであれば、1次産品投資をすることも可能だろう。しかし自らの収益だけを考えればよい時代は、企業も年金も終わっている。企業は自らの生産活動により地球環境を破壊してしまえば、企業そのものが成り立たなくなる。第1次石油ショックが石油需要を減らし、結局、価格を上げ上げたOPE



臨機応変な運用が必要(ニューヨーク証券取引所)

Bloomberg

生活の糧を奪う権利はあるのだろうか——と自省するぐらいの知性、品性は備えていた。

より現実的な投資の話に戻すなら、一次産品のような規模の小さい市場では、金融市場に比べ小規模なショックでも価格形成に大きな影響が生じることがある。市場に異変が起きてから逃げようとしても、手遅れとなるリスクも十分に認識しておくべきだろう。

Q 先進国での株式や債券などメインのマーケットで、どう運用するかが重要だということだろうか。

A そう考えざるをえない。これからの資産運用においては「流動性」という言葉がキーとなっていくだろう。「流動性」とは「売りたい時に売れて」「買いたい時に買える」ことだ。時間をかければ売れるとか、相手がいれば売れるというのは、流動性があるとは言えない。経済環境は足元ではやや回復傾向に見える。しかし各国の失業率の高止まりは続いており、設備投資は緩慢なままにある。欧州だけでなく米国も日本も巨額な財政赤字を抱えており、いつギリシヤのような格下げの洗礼を受けるとも限らない。新興国はインフレ防止の利上げと通貨高の板挟みで困惑し、チュニジア発のジャスミン革命の行きつく先は花の香

C (石油輸出国機構)自身が苦しんだように、目の前の収益を求めることで自らの首を絞めることになるのは、経済活動では間々あることだ。年金資産は自らの投資行動によって食料価格をつり上げ、経済環境を破壊してしまえば、年金そのものが成り立たなくなる。将来起こりうる食料危機のために食料を買ひ占めて、いまの生活が立ち行かなくなるといふのはある種の喜劇であるし、資産運用のために、力の弱い国の人々の

りに血の匂いが混じり始めている。金融市場の抱える不確定要素はかつてないほど多く、ひとつひとつのイベントの持っている破壊力は極めて大きい。

こうした不安定な市場環境においては、いつでも逃げられる態勢を確保しながら、リスクをとっていくしか方法はないだろう。多少魅力的に見えても逃げ道の狭い路地には極力入り込まないほうがいい。多少面白いくないとしても、今は舗装されたメインストリートでアクセルとハンドルとブレーキとをしっかり使って走るべき時だろう。

個人の資産運用は

Q 企業年金の資産運用の考え方は個人の資産運用にもあてはまるのだろうか。

A 個人の運用においても、今まで儲かった商品が今後もとをしっかりと認識しておいたほうがいいだろう。運用のプロであるヘッジファンドの世界には「混んでいる戦略からは逃げる」というセオリーがある。どこの銀行や証券会社の窓口でも同じようなタイプの投信が毎週のように設定されるようになったらば、そのタイプの投資からはいったん撤退したほうがよいかもしれない

い。投資する前に期待した利益水準まで到達したら利益を確定し、逆に一定範囲以上の損失となったら思い切って損切りをする、というルールを事前に定めておくのも効果的だ。また世界的に金利が低位にあり、資産全体の期待値が下がっている中、投資信託などに支払う手数料にもっと目を向けたほうがいい。現状の低金利を基準に考えると、資産運用で獲得できる期待利回りはせいぜい年間3〜4%。年間3%の収益しか期待できないのに、年間3%以上の報酬を支払っているのは手元には何も残らない。

右肩上がりの資産価格を前提としない世界での資産運用は、乏しい収益機会の中でいかに損失を最小化できるかが勝負となる。コツコツ稼いでドンと吐き出す、ということ回避できる人だけが、資産を増やすことができる。これはプロの運用者であっても年金のような大きな資金であっても、個人の運用であっても同じと考えていい。短期売買を繰り返すのはコストもかかり、市場の後追いになるだけだから、無駄であるのは言うまでもないが、中長期の投資戦略であってもその投資の前提条件を常に確認し、必要であれば機動的に見直しをしていくという、柔軟な発想が必要な時代になっているのだと思う。