

平成14年11月

年金資産運用の新潮流

複合ベンチマークから短期金利プラスへ

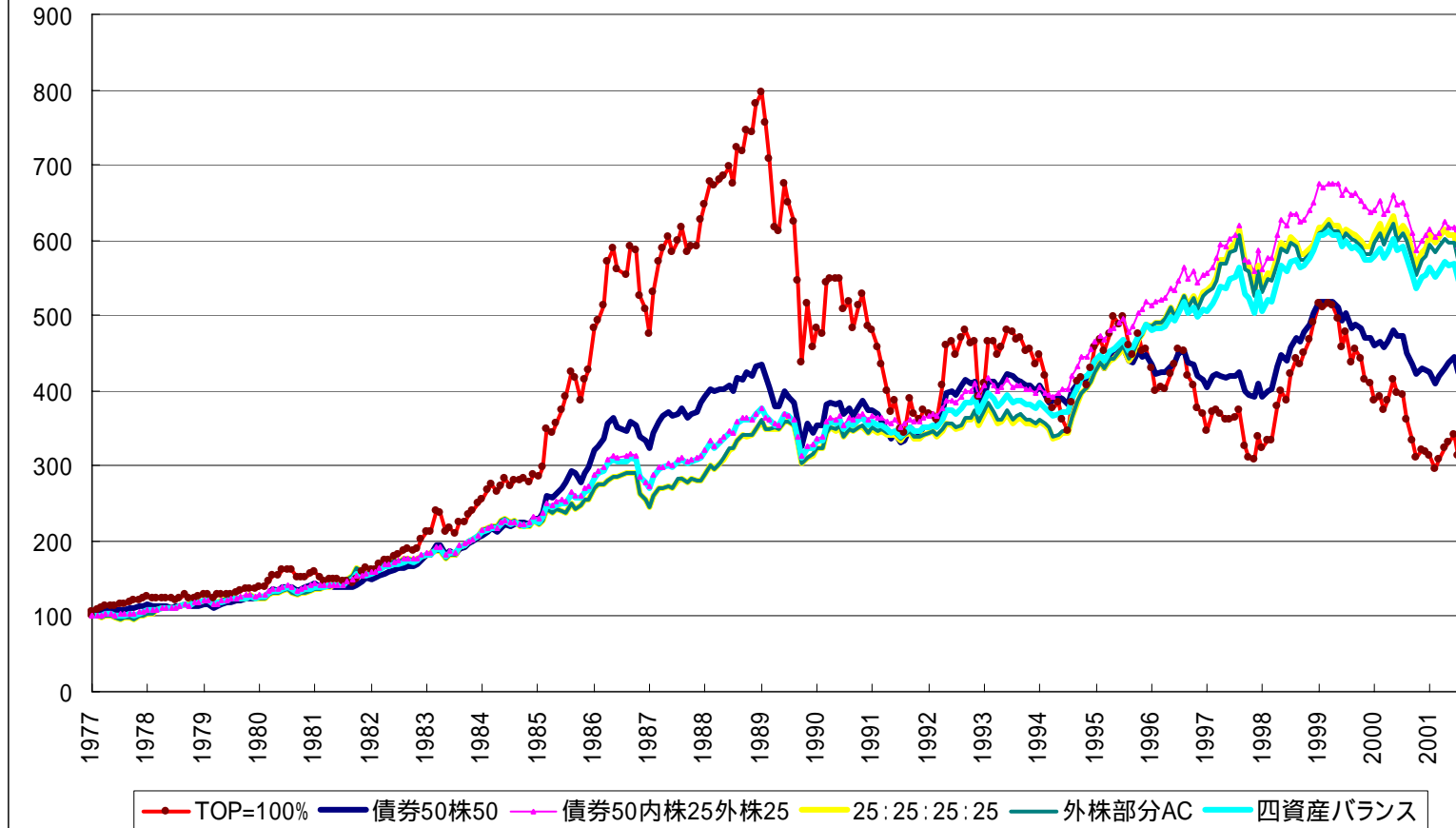
株式会社エー・エム・シー
寺本名保美
03-3568-2855



1.年金資産の運用目標



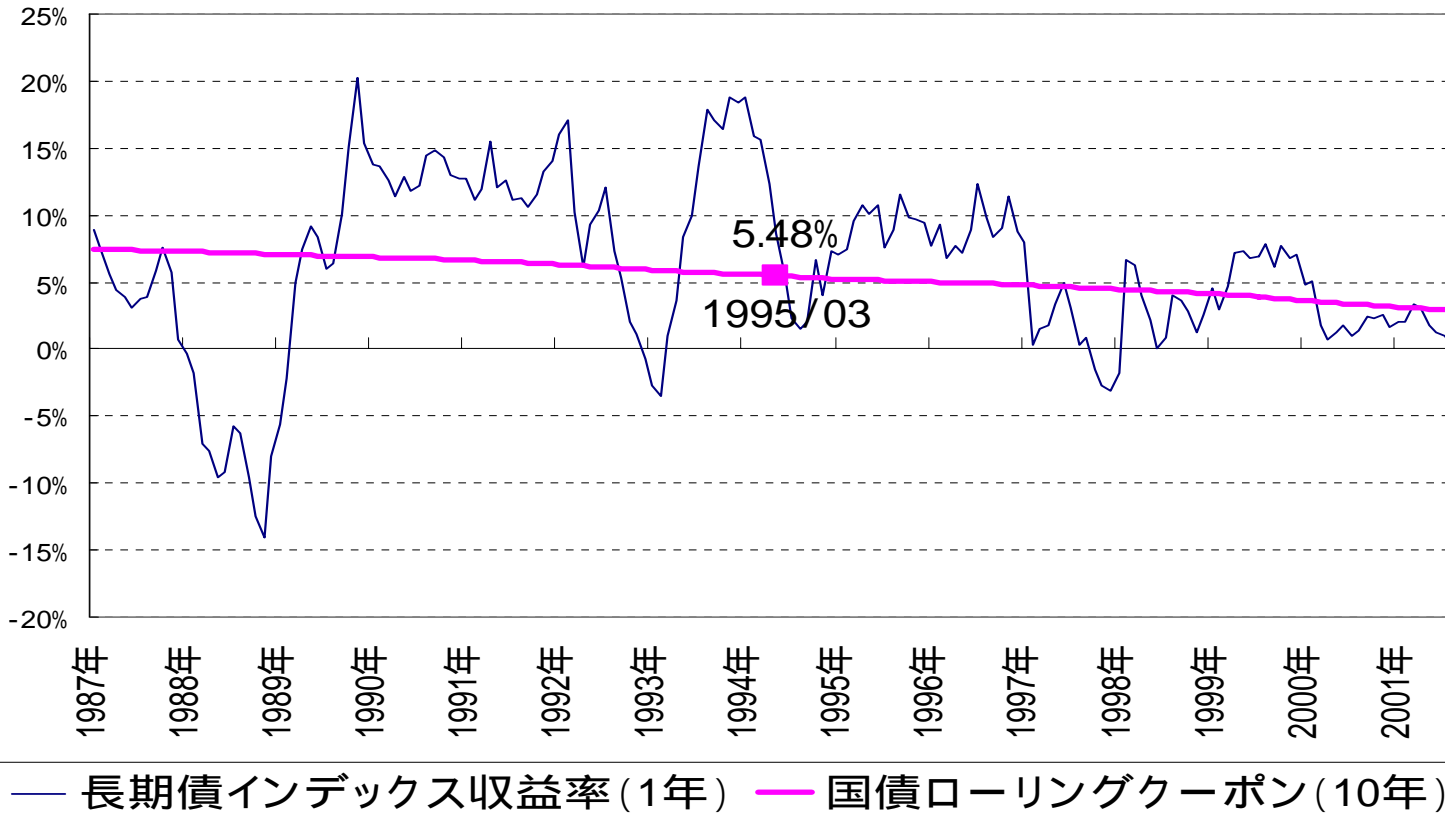
国際分散投資



分散効果はあったものの……



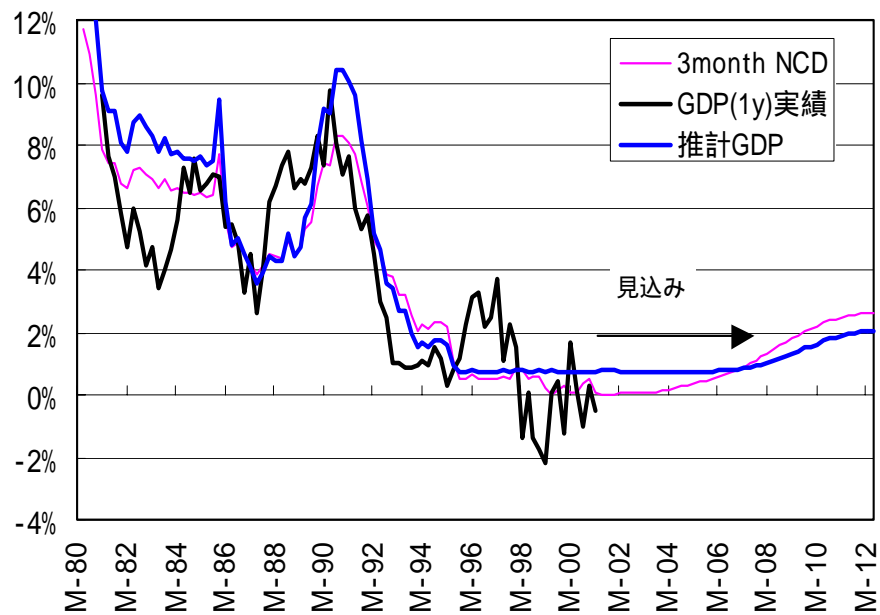
長期債単年収益率と10年国債利率10年平均



国内債券までも時価評価にしてALMは成立つのか？



日本・フォワード金利によるGDP推計
(サンプル期間は80.4-02.06)



GDPから見た日本株価水準



平均利回り見込み	下方	上方
公社債	0.65%	
株式	4.06%	7.89%
外国株	3.49%	6.97%
外国債	-0.25%	
為替	-3.08%	

現在の日米市場金利から、市場が見込んでいる将来の金利水準を計算。
算出された将来金利から、日米債券ポートフォリオの収益率を推計。
算出された将来金利から、日米の経済成長率を推計。
日米の経済成長率から、日米の株価水準を推計、内外の株式ポートフォリオの収益率を推計。
為替は、将来金利に基づく日米金利差から計算した先渡し為替。

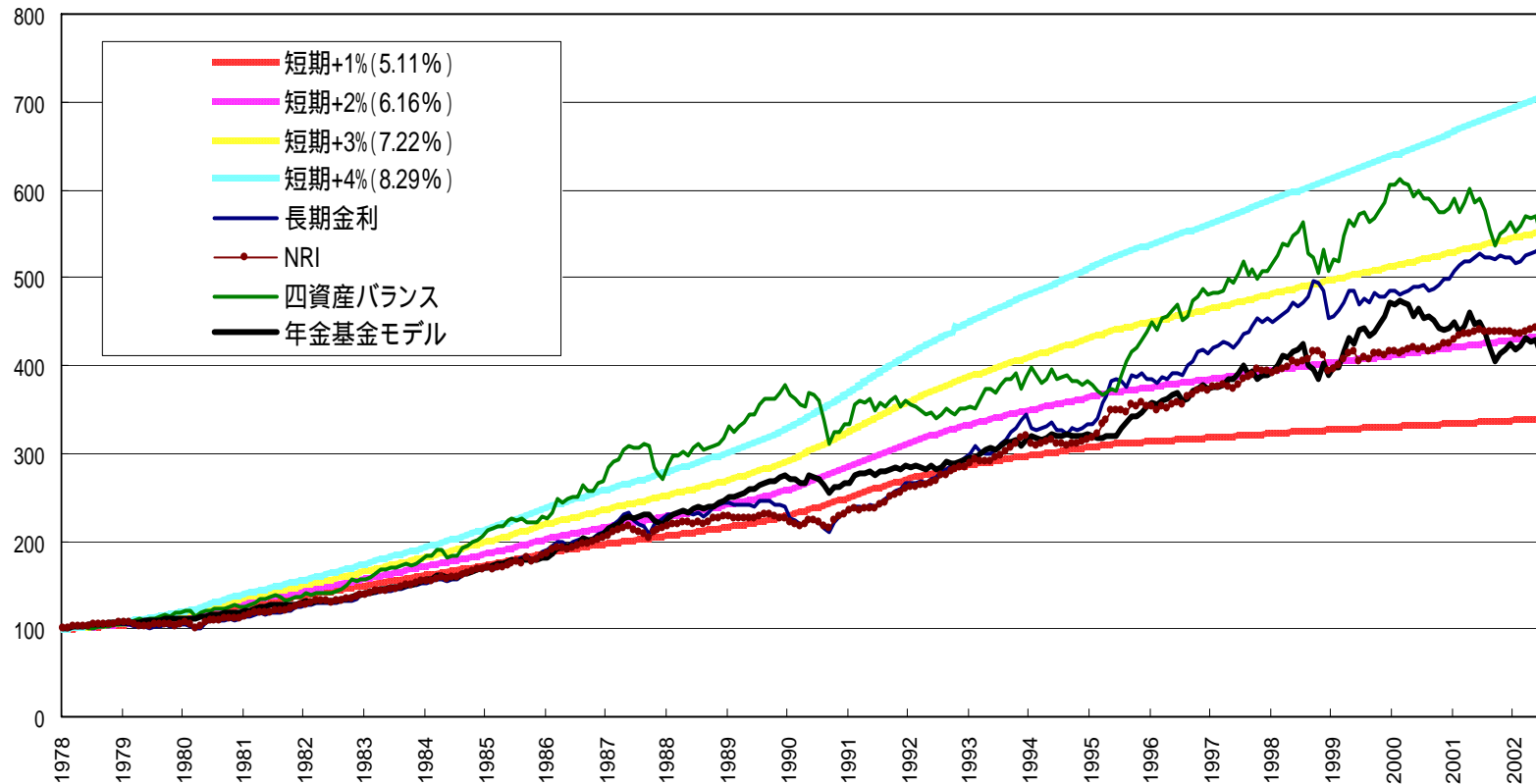
債券市場が予想するこれからの10年……



2.短期金利をベンチマークとした中長期運用



短期金利に連動した運用とバランス型の比較



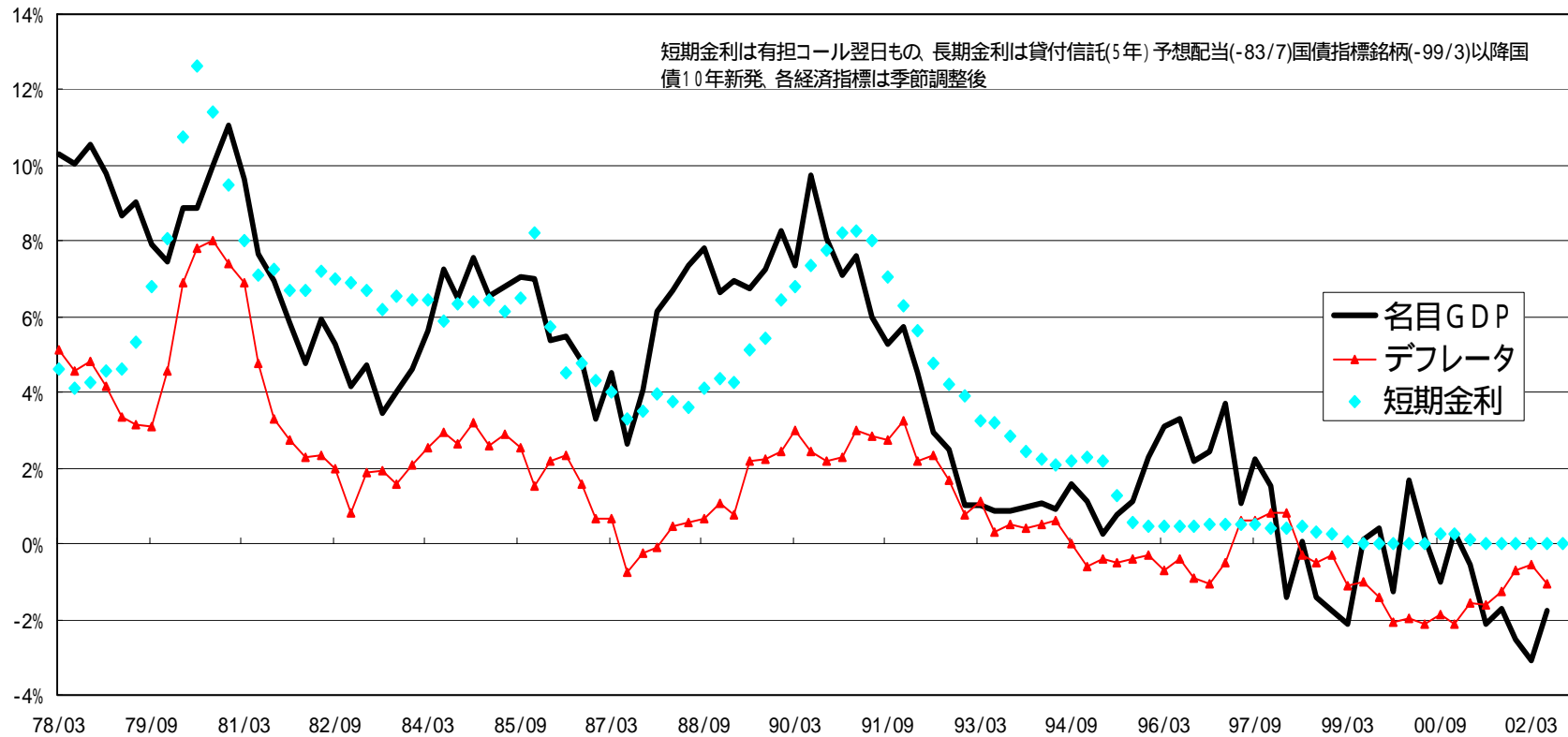
長期金利は85年8月までNRI総合、以降はNRI長期(96年1月までは超長期を含む)短期金利は有担コール翌日物月中平均
 四資産バランスは、公社債:株:外債 = 40:30:18:12として年1回リバランス
 年金基金モデルは厚生年金基金平均資産構成比による合成(1989年度からは厚生年金基金連合会資料による、1988年度以前は推計値)

一般的なバランス型モデルで短期プラス3%ライン

年金基金過去実績モデルで短期プラス2%ライン



金利と景気(日本)



デフレの収束は短期金利の上昇要因

デフレが終わらなければGDPも好転しない。GDPが好転しなければ株価は今のまま。つまり、短期金利が何時までもゼロであれば株価もこのまま・・・



ご提案

運用のベンチマークを短期金利に連動させる

運用目標は複数年での短期金利プラス

リスクコントロールは単年度実額で行う

目標とする の設定は基金のリスク許容度
(単年度損失額の許容度)から導く

方法論は運用会社の運用手法によるもの
と、基金のアロケーションによるものとの組
み合わせ。



運用目標は複数年での短期金利プラス

- 基金資産の予定利回りは短期金利からの収益と の収益とでカバーする。
- 短期金利の利息収入と運用による で、予定利回りを長期的にカバーすることが基金の運用目標。
- 短期金利は変動するものである。いつまでも0%ではない。
- 運用機関の役割は一定の期間において約束した を確実に獲得すること。(運用機関のベンチマークは短期金利とは限らない。後述)



リスクコントロールは単年度実額で行う

基金がコントロールすべきリスクは
収益の変動 ではなく
政策アセットミックスの収益率からの乖離 ではなく
元本価値の下落

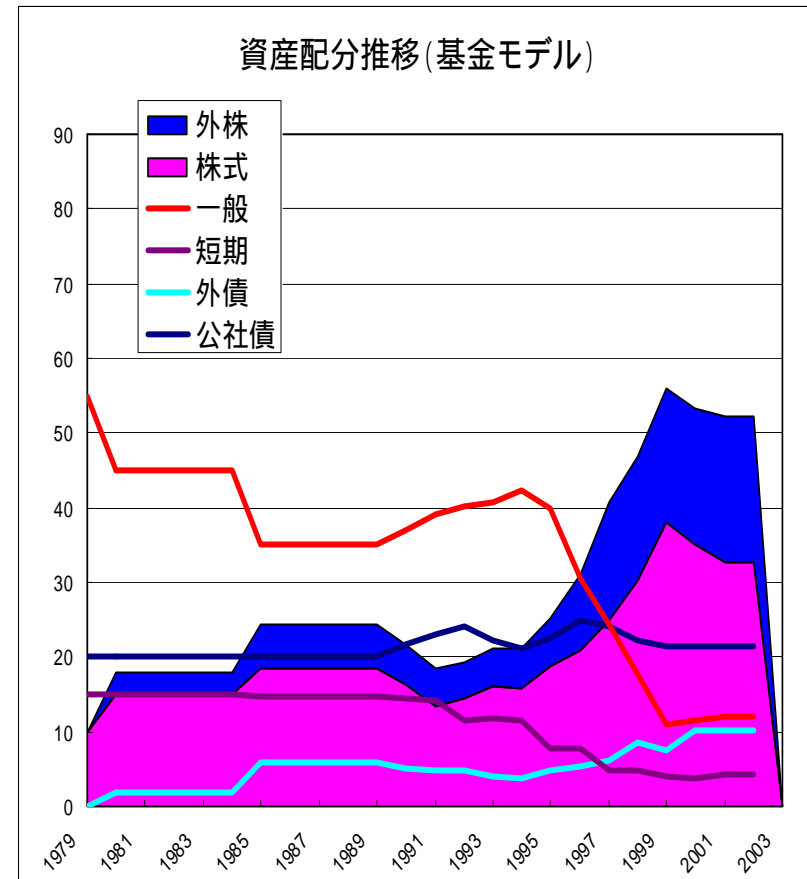
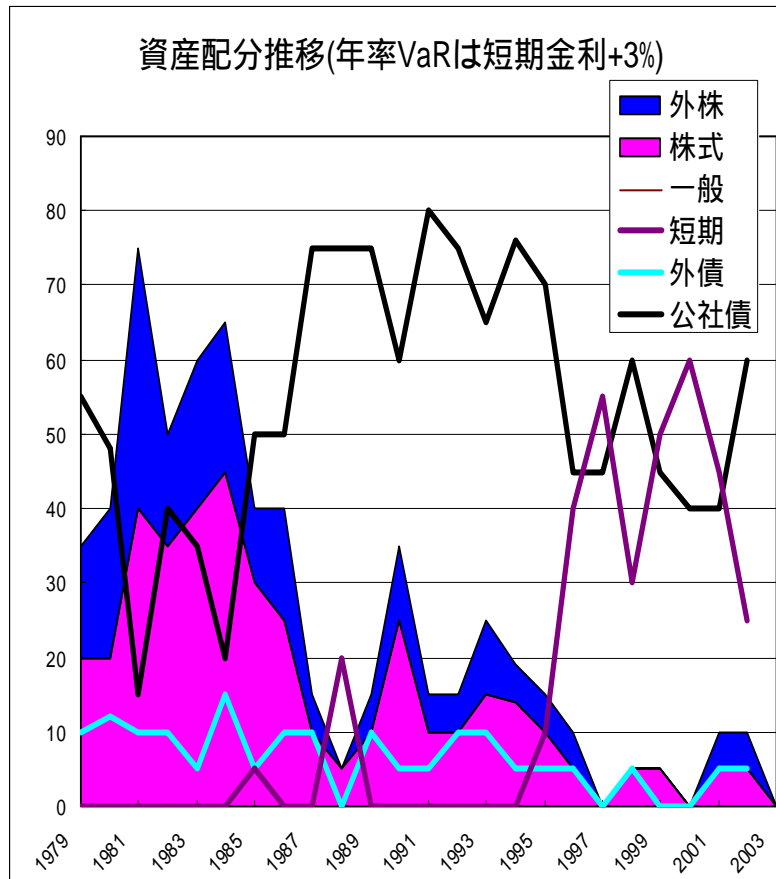
VARとリスクバジェットिंगの本格的利用

短期金利を基準に年間のVAR基準を設定する

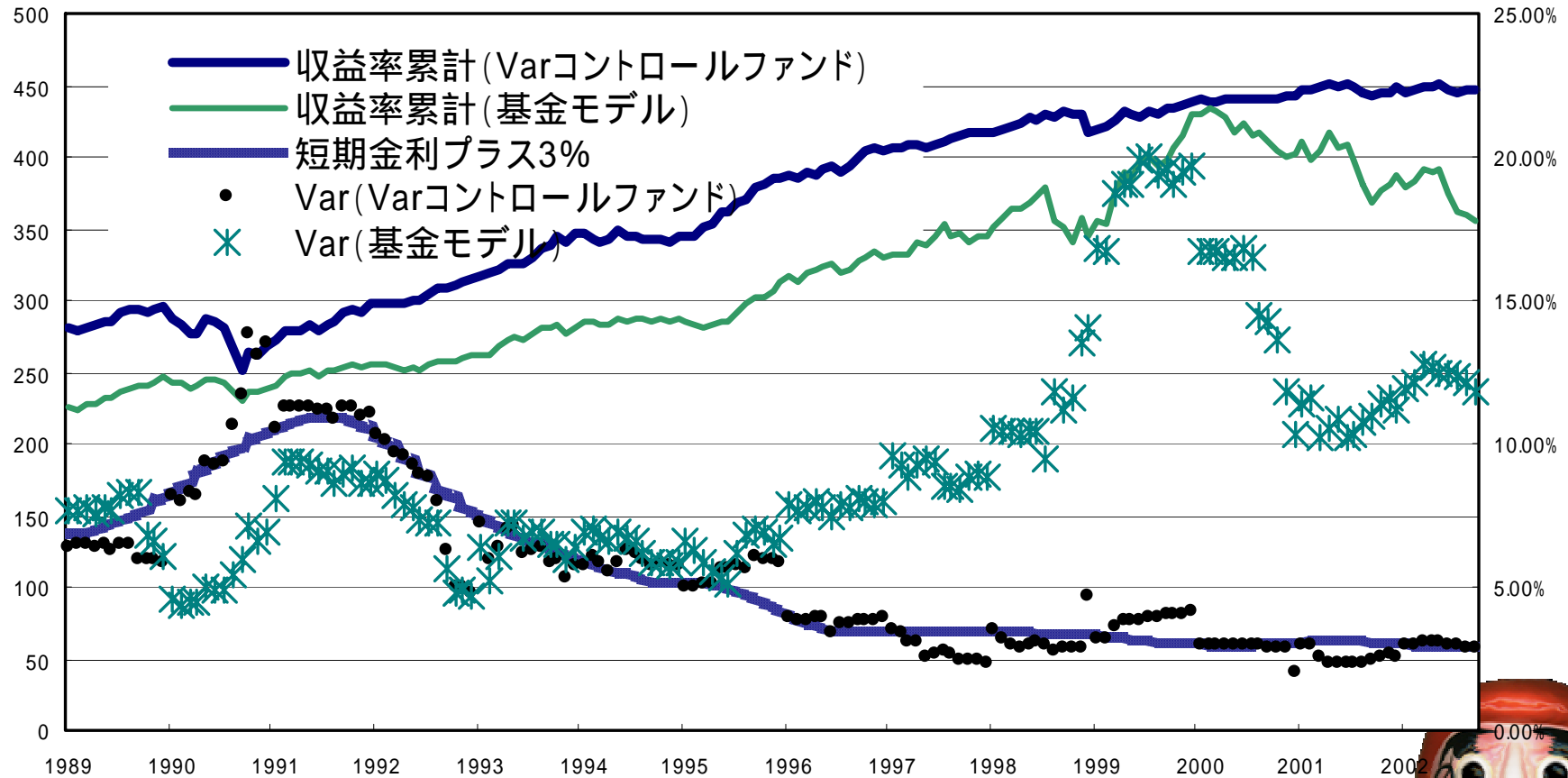
ようやく...



短期金利を基準に年間のVAR基準を設定した場合の資産配分



年間損失率(Var)を短期金利 + 3%に抑えた ポートフォリオと従来の基金ポートフォリオ (累積収益率と年間Var)



リスクを短期金利に連動させると

短期金利が高いほどリスク資産が増える

-----リスク許容度が上がる

短期金利が下がるとリスク資産が減る

固定の目標収益率から資産配分を最適化させると

短期金利が高いほど、リスク資産が減る

短期金利が下がるとリスク資産が増える



基金ポートフォリオに内在する価格変動リスク

* 市場変動リスク(ベータ)

* アクティブリスク(アルファ)

アルファリスクコントロール

ベータリスクコントロール

を個別に管理する必要がある



アルファリスクを下げる方法

- パッシブファンドの採用
- スタイルコントロール

ベータリスクを下げる方法

- 分散投資
- リスク資産の抑制
- ヘッジによるベータ - コントロール



3.短期金利 + 運用

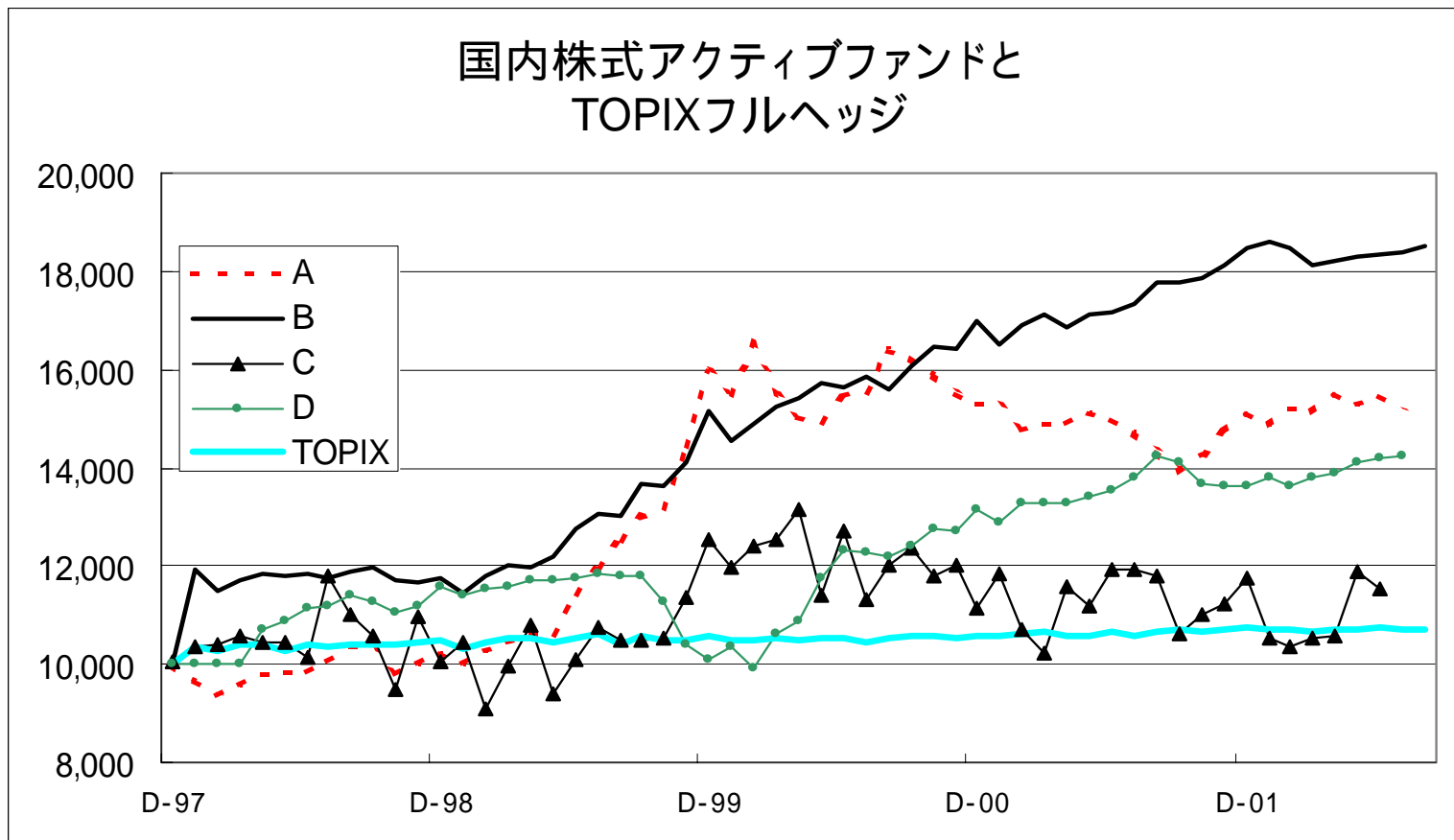


1. 伝統的資産運用から派生させる

- 運用機関としてのVar管理
- ストップロスの導入
- 資産としての現金
- 先物でのベータ - コントロール



先物でのベータ - コントロール



運用機関自らが自社のアクティブファンドに先物ヘッジをかける
単品としてのニュートラル商品
四資産のバランス型 + 先物ショート 商品

スポンサーが、資産全体のベータ - コントロール専用の株式先物のオーバーレイ機関を設定する

原資産は特化型のアクティブマネージャー

運用機関の役割は純粹な の追求

より厳密なスタイル管理とトラッキングエラー管理



先物ヘッジについての検討事項

ポートフォリオインシュアランス的な発想を入れるか？

リバランスの頻度をどうするか？

ボラティリティの変化をいかに組み入れていくか？

外株の市場割合をどう調整していくか？

ヘッジ専門マネージャーのコストをどう考えるか？



2. オルタナティブ運用

そもそも、運用目標を短期金利プラス や絶対金利に置いている運用機関・運用手法を採用する

リスクコントロールが明確なファンドを選ぶこと

運用手法が明確なファンドを選ぶこと

意思の疎通がスムーズなファンドを選ぶこと



ファンド ストラクチャー

- * 源泉の分散
- * 運用手法の分散
- * 運用機関の分散
- * 推定リスクの分散
- * 投資期間の分散



元本確保型の功罪

コスト

流動性

信用リスク

運用者を信用できないなら投資しない……



現状日本で販売されている主なオルタナティブ

目標収益率	短期 + 1-2		短期 + 3-5		短期 + 6-10		短期 + 10 以上
運用手法	債券アー ビトラ ジ	FoF	株式ニュート ラル	CTA	株式ロング ショート(ダ ブル)	債券アービ トラジ「レバ レッジ付」	FoF 単品のヘッジ ファンド
原資産	債券・ 為替	中立系 ヘッジファン ド	株式	商品	株式	債券・為 替	レバレッジ系 ヘッジファンド
通貨	円 円ヘッジ	ドル 円 円ヘッジ	ドル・ユーロ 円 円ヘッジ	ドル 円ヘッジ	ドル・ユーロ 円 円ヘッジ	ドル 円 円ヘッジ	ドル・ユーロ 円ヘッジ
流動性	非常 に高 い	低い	高い	高い	やや低い	やや低い	大変低い



4.運用手法の組み合わせとリスク管理



1. 目標とする の設定

2. リスク(年間最大損失見込額)の確認

3. リスクを振り分ける

振替コストを抑えるため、現状の特化型運用機関の資産移動は最小限にする。

特化型ポートフォリオに対し、調整すべきベータ - を定める。(調整できないベータ - もある)

ベータ調整後のポートフォリオに対し、オルタナティブ資産を組み合わせていく。

この際ポートフォリオに残存してるベータ - を増大させない組み合わせを作ることが肝心



リスク管理

* 特化部分についての管理はこれまで同様

* リスクの源泉であるトラッキングエラー管理は従来以上に厳密に管理する

* スタイルバイアスもまたリスクの源泉であるためスタイル管理も厳重に行う

* オルタナティブのリスク管理は、購入前は定量評価にウェイトをおき、購入後は定性評価にウェイトを置く

ファンド収益率が、事前の想定とおり出ているか？ 約束どおりのリスク管理が行われているか？ 組織・担当者に移動はないか？

* 最低四半期ごとに、ポートフォリオ全体のリスクを計測し、必要であれば先物のヘッジ比率を調節する。



おわりに

全ての年金スポンサーと運用会社の皆様へ…



デフレにもインフレにもBETしない資産運用を考える

長期の資産運用と短期のリスク管理を混同しない

現実の会計制度に適合した資産運用を考える

スポンサーと運用会社との利害が共有する資産運用
を考える



予想される変化……

ベンチマークインデックスの見直し

投資スタイルより投資スキルを重視した選択

期待収益率から目標収益率への変更

推定リスクから設定リスクへの変更

スポンサーごとのファンドマネージング

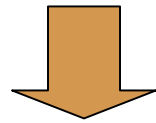


運用会社に求められること

よりスキルの高い運用

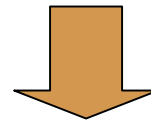
より手間隙のかかる運用

リスクマネジメントの専任者の導入



コストのかかる運用

【成功報酬性の導入】



人事評価体系もまた変化する

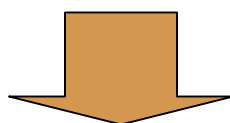


コンサルタントの役割の変化

データ分析会社ではなく、投資戦略のスペシャリストであり

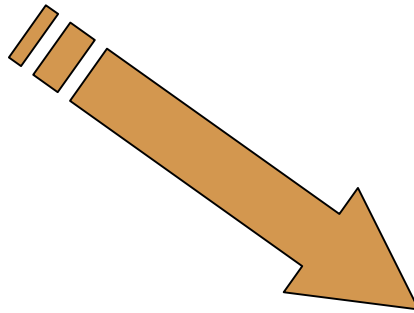
リスクの測定者ではなくリスクの管理者であり

既存の商品を選ぶのではなく、スポンサーや運用者とともによいファンドを作り上げる意思を持つ



会社のみが、年金コンサルティング業務を続けていくことができる、と考えています……





より主体性の持てる運用をめざして……

