

解 説

年金運用において多様化する 株価指数先物取引の利用

ラッセル・インベストメント・グループ
シニア・コンサルタント
小原沢 則之

1. はじめに

わが国の企業年金経営は、80年代バブルの崩壊以降、企業業績の悪化、株式市場の低迷、超低水準への金利低下、デフレへの突入といった未曾有の環境に苦しめられ、2000年度からの3年連続のマイナス運用で決定的なダメージを被った。その後株式市場にある程度の回復は見られたものの、年金財政は未だに厳しい状況を脱していない。

企業年金財政の悪化は母体企業からの特別掛金の拠出によって修復されるものであるが、長引いた業績の低迷で、多くの母体企業が年金への補填余力を乏しくしている。加えて、2000年の退職給付会計の導入により、母体企業の財務諸表に毎年の年金運用実績が影響を及ぼすこととなり、母体企業は年金資産運用のリスクにこれまで以上の懸念を抱くこととなった。

資産運用のリスクと母体による掛金の拠出はトレードオフの関係にある。資産運用のリスクを抑制すれば当然にその期待リターンは低下する。資産運用からの年金給付原資の積み上げが低下することとなり、将来の一定給付を維持するためには、母体からの掛金の拠出増を避け得ない。

「リスクを抑制したい。掛金増も避けたい。」という要請に応えるには、単にリスク選好を変更するだけでは足りない。リスクを下げつつもリターンの水準を維持すべく、これまでよりもリスク・リターンの効率性を一段高める運用をしなければならない。それには運用の高度化が不可欠であり、派生商品の効果的な利用が重要な役割を果たすこととなる。以下本稿では、特に国内株式の先物商品を中心に、年金資産運用における派生商品の利用の動向を考察してみたい。

2. 進化させたいパッシブ運用

本年4月25日に新たな株価指数先物の取引が始まる。Russell/Nomura Primeインデックス (RNプライム指数)

先物取引がそれである。東証1部銘柄に限らず、広くすべての市場から浮動株時価総額上位1000銘柄を集めたRNプライム指数先物取引の登場で、年金のパッシブ運用にTOPIX以外のベンチマークを選択する現実性が高まってきた。

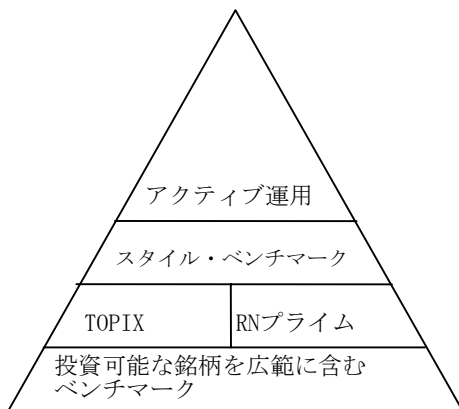
TOPIXが国内株式運用のベンチマークとして問題を持つことは、既に多くの者から指摘されている。特に、①東証1部銘柄しか含まないこと、②浮動株調整がされていないこと（この点は本年から来年にかけて移行が行われ、改善される予定）、③流動性に難がある小型銘柄を多く含むこと、の3点が主要な問題点としてしばしば挙げられる。RNプライム指数はTOPIXのこうした問題点を解消した指数であり、特にパッシブ運用のベンチマークとして優れた適性を備えている。

総額で10兆円とも20兆円とも言われるTOPIX連動型パッシブ運用の浮動株指数ベンチマークへの移行が、本年および来年に3段階で実施されることが予定されている。上記に挙げた問題点に加え、浮動株指数への移行時に避け得ない売買コストと市場インパクトへの懸念から、パッシブ運用のベンチマークをTOPIXからRNプライムに変更する動きも既に顕在化している。4月25日のRNプライム指数先物取引の開始で、こうした動きが更に加速して行く可能性がある。

パッシブ運用では、買いヘッジ、売りヘッジ、EFPなどの派生商品取引がしばしば用いられる。企業年金は一般に株式資産の20%から40%をパッシブ運用に投じており、運用機関を介してそうした派生商品取引を行っている。企業年金の多くは、過去の運用成績の不振からパッシブ運用の比率を高めつつある。ただし先進年金の多くはむしろアクティブ運用を強化しようとしており、パッシブ化、アクティブ化の動きは全体としては斑模様である。

公的年金でも、大手企業年金を上回る多額のパッシブ運用が行われている。特に世界最大規模の年金運用を行う年金資産運用基金では、財政投融资に向けられた厚生年金・国民年金資金の大量償還に伴う運用資金増から、今後大幅なパッシブ運用資産の増加が予定されている。資金規模の大きいパッシブ運用では株価指数先物取引の利用が不可欠であるが、RNプライム指数の登場で、先物取引を利用するパッシブ運用の構造自体を見直す好機が訪れている。従来は単純にTOPIXだけの単層であったパッシブ運用を図1のように複層構造にすることで、パッシブ運用に本来求められる機能を強化することができる。

図1 大型年金で可能なパッシブ運用の複層構造



簡単に図1を説明しておこう。図の最下層は、資金の出入りに影響されず、長く安定したポジションを持てる部分である。ここでは、投資可能な銘柄、すなわち東証1部上場銘柄に限らず、他の取引所や店頭市場などで取引可能な銘柄をなるべく幅広く保有し、パッシブ運用本来の目的である市場全体のパフォーマンスを享受する。図の下から2番目の階層は、資金の出入りなどで影響を受けることが想定される部分である。この階層では、指数先物を持ち、流動性に優れた指数をベンチマークとしたパッシブ運用が出番となる。TOPIXとRNプライムのいずれか、という考え方も良いが、TOPIXとRNプライムのインデックス・ファンドを共に保有し、TOPIXに対してRNプライムが東証1部以外の主要銘柄を補完するという構成の仕方もある。

図の第3階層は、ポートフォリオ全体が成長株、割安株といった運用スタイルに強いバイアスを持っている場合に、それを調整する目的で保有するパッシブ運用の部分である。わが国の企業年金の過去の平均パフォーマンスが成長株バイアスを示しているのは良く指摘されることであるが、当然に個別の企業年金にも運用スタイルのバイアスは存在する。アクティブ運用機関を採用する際に本当に納得できる優秀な運用機関の採用にこだわると、成長株運用機関、割安株運用機関、小型株運用機関などをどうしてもバランス良く採用できないということも実際には起こり得る。そうした場合には、アクティブ運用機関の構成ではバイアスを容認し、その調整のために別途スタイル・インデックス・ファンドを採用するという年金も昨今では珍しくはなくなりつつある。残念なことに、わが国では米国のようなスタイル指数の先物取引がまだ存在していない。RNプライム指数先物に続いて、運用スタイル・コントロールの利便性を高めるような指数先物取引の登場が期待される。

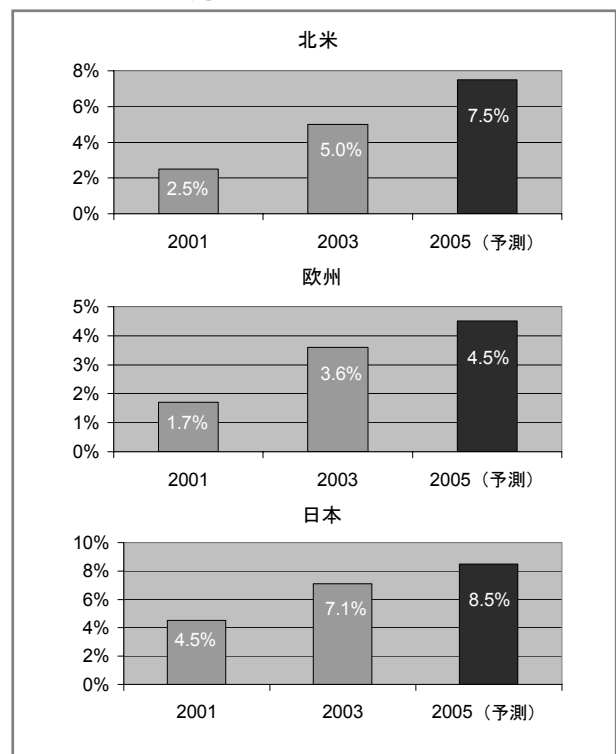
3. 拡大が続くヘッジファンド

年金のアクティブ運用においても株価指数先物は用いられる。中でもヘッジファンドは「派生商品取引を抜きにしては考えられない」運用商品である。今回のRNプライム指数先物の上場は、それが既存のTOPIXと非常に高い相関係数を示すことから、単純な指数間裁定取引、異なる限月間のクロス裁定取引などの新たな取引機会を提供するものとなっており、ヘッジファンドでの利用も予想される。

年金におけるヘッジファンドの利用は世界的に拡大している。ラッセル・インベストメント・グループとゴールドマン・サックスが大手年金などを対象に2003年に行った調査でも、その傾向が顕著に表れている。北米、欧州、わが国のいずれにおいても、大手年金を中心とする機関投資家はヘッジファンドへのコミットメントを大幅に増加しており、当該ファンドを採用している場合の組入比率も増大傾向にある。この組入比率に関しては、わが国の比率が3地域のうちでも最も高く、2005年には平均して全資産の8.5%という予測になっている(図2を参照)。

図2 ヘッジファンドへの戦略アロケーション

(出所:ラッセル・インベストメント・グループ及びゴールドマン・サックス・インターナショナル発行「オルタナティブ投資サーベイ2003年版」)



ただし昨年頃からヘッジファンドへの急激かつ多額な資金流入に警鐘を鳴らす論調が目立ってきており、高水

準であったパフォーマンスも驚くほどではなくなってきた。このように陰が見えてきているヘッジファンドではあるが、絶対リターンへのニーズの高まりを背景に、年金運用の分野での拡大はまだしばらくは続くものと思われる。

4. 普及途上のトランジション・マネジメント

トランジション・マネジメントは、年金が運用機関の入れ替えを行う際に発生するコストやリスクを効率的に管理しようとする手法である。

既採用の運用機関を解約して他の運用機関を新規採用する場合に、解約する運用機関がポートフォリオを一旦キャッシュ化して、新規採用の運用機関がゼロからポートフォリオ構築を行うといった単純な移管手法を採ると、両運用機関の重複銘柄を一旦売って再度買い直す非効率な取引が発生し、またその移行の間に株式市場へのエクスポージャーが一旦低下するということが起こり得る。こうした状況を回避するために、米国等の年金はトランジション・マネジャーを採用し、指数先物等を使って株式市場へのエクスポージャーを維持させつつ、効率的な銘柄入れ替えを実施させることが多い。

しかし、わが国では合同運用口の現物移管が難しいなどの制約があり、その本来の効果を完全には享受し難いため、年金によるトランジション・マネジメントの利用はまだ欧米と比べて少ないのが実情である。こうした事情から運用機関の変更はわが国ではかなりコスト高となっている。関係者の努力によって障害が取り除かれ、今後トランジション・マネジメントが大幅に普及して行くことが期待される。

5. 資産配分のコントロールに

TOPIXやRNプライムの先物は、年金ポートフォリオの資産配分コントロールにも用いることができる。

年金は「基本資産配分」または「政策アセット・ミックス」と呼ばれる資産配分の目標値を定め、その目標値を一定期間（例えば5年間）は変更せずに運用して行くのが一般的である。ところが実際の運用では、株式が債券より大きく値上がりすれば株式の比率が目標値をオーバーし、大きく値下がりすればその逆になるというように、各資産の実績リターンの格差によって基本資産配分からの乖離が発生する。その乖離が一定範囲を超えた時に元の資産配分に戻すのが「リバランス」である。

年金資産運用の一部を自家運用している年金では、指数先物の利用基準を定め、リバランスを効率的に行うことができる。例えば、基本資産配分からの乖離が小さい

(例：プラス・マイナス3%以内) 場合には何もしない。ある範囲（例：プラス・マイナス3%～5%）の乖離となった場合には、可能な限り先物を利用してリバランスを行う。大幅な乖離（例：プラス・マイナス5%以上）となった場合には、パッシブ運用の追加・部分解約によりリバランスを行う、といったやり方が考えられる。取引手数料の低い先物取引を利用して乖離のあまり大きくないうちにリバランスすることで、長期的なリバランス・コストを低下させる訳である。

すべての運用を外部委託している年金ではリバランスは通常パッシブ運用機関を利用して行いが、トランジション・マネジメントと同様に、既存運用機関以外の金融機関に先物取引を駆使したリバランスを外から行わせるという方法もあり得る。

リバランスは基本的には「逆張り」の運用となる。値上がりの大きな資産を売り、小さな資産を買うという売買になるからである。年金資産運用では、これとはまったく逆の売買を行う手法も存在する。「ダイナミック・ヘッジング」と呼ばれる手法である。

ダイナミック・ヘッジングは、剰余金のある年金に有効な方法である。一定期間後、例えば1年後の積立金の必要額を目標として、それに対して現在の積立金の額が目標額を上回っていれば、その超過額に応じてリスク資産を持つ。運用が低迷し、その超過額が小さくなる場合にはリスク資産の額を低下させ、超過額がゼロになったら安全資産だけのポートフォリオとする。この方法であれば、理論上は1年後の積立金の必要額が確保されることとなる。小刻みにリスク資産の額を変更させて行く手法であり、その適用には取引手数料の低い先物の利用が不可欠である。

一見理想的なダイナミック・ヘッジングであるが、以下のような点から、年金における実用化には二の足を踏む向きが多い。

- ・ ほとんどの年金が十分な剰余金を持っておらず、むしろ大幅な積み立て不足にある
- ・ 1年後の積立金必要額をぎりぎり守ったとしても、その次の年の必要額は予定利率などの分だけ嵩上げされるため、マイナスからのスタートになり、その後は剰余金を守れなくなる
- ・ 一般にダイナミック・ヘッジングは相応するオプションのプレミアム分だけ期待リターンの低下をもたらす
- ・ 小刻みな変動を繰り返すボックス相場が続くような環境では、先物取引のコストなどが嵩む可能性がある

- ・ 資産配分の変更は年金にとってはリスク許容度の変更を意味し、理事会や代議員会で慎重に協議する必要がある

1987年のブラック・マンデーではダイナミック・ヘッジング(当時は「ポートフォリオ・インシュランス」と呼ぶことが多かった)が急激な市場変動下で想定通りには機能せず、更には「下げ相場を加速した」と糾弾されるという事態に至った。当時1000億ドルにも迫ったとされるダイナミック・ヘッジングはその後下火となったが、株式市場の下振れリスク対策として、最近でも時々話題に上ることがある。

6. アクティブ運用の強化を図って

前記で「わが国年金のパッシブ化、アクティブ化の動きは斑模様」と述べたが、アクティブ運用で大きな失敗を繰り返す懸念が大きい場合を除き、年金ポートフォリオ全体のリスク・リターン効率性を高める基本的な手段は「アクティブ運用の強化」である。一般に年金が取っているアクティブ・リスクは市場リスクと比較して大幅に小さく、また市場リスクとの間に分散効果も働くので、アクティブ・リスクについてはまだまだリスクを許容する余地がある。ここでは、年金が今後検討して行くであろうアクティブ運用の強化策の中から、株価指数先物取引を用いる手法を二つ紹介しておこう。

まず初めは「レバレッジド・アルファ」である。例えば、非常に優秀と判断するアクティブ運用機関に30億円の委託枠がある場合に、実際の運用では当該の運用機関に40億円分のアクティブ・ポートフォリオを用意させ、10億円分は先物を売らせて委託金額を調整するという方法が考えられる。30億円の委託金額に対してアルファ(超過リターン)もトラッキング・エラー(超過リターンのリスク)も40億円分が乗ることとなり、そのアクティブ度は格段に高まることとなる。

この例のように、先物を利用すれば、運用ポートフォリオのアルファを実質的に拡大したり、縮小したりすることができる。こうした操作を更に進めると、ある資産のアルファを別の資産に移すことも視野にはいつてくる。以下のようなケースを例に考えてみよう。

- ① 株式ニュートラル戦略のファンドを採用したいが、ベンチマークは「短期金利」だという。基本資産配分上短期資産はゼロとなっているので、短期資産の運用機関は採用しない方針だが・・・
- ② 国内債券をすべてパッシブ運用している。ポートフォリオ全体としてのアルファを向上させるためにアクティブ比率を高めることを検討しているが、債券

のアクティブ運用機関をいくら採用しても全体のアルファはほとんど高まらないようだ。

- ③ 基本資産配分の変更を決定。株式の比率を10%低下させ、その分債券の比率を上げることとした。折角アルファの期待できる株式アクティブ運用機関を採用してきたのに、債券の運用機関に資金を移すこととなってしまった。

これらの悩みはいずれも基本資産配分と各資産のアクティブ運用枠とを不可分の関係においた枠組みでは解決できない問題である。これに対して、アクティブ運用の枠を基本資産配分から切り離し、資産配分を実質的に維持しつつも、アクティブ運用は別個に追求して行くという運用手法が考え得る。上記のケースでも、先物取引等が効率的に利用できれば以下のような対応が可能である。

- ① 当該の株式ニュートラル戦略の委託額と同額の株価指数先物を購入するポジションをオーバーレイし、株式の資産配分枠で運用する。
- ② 例えば高いアルファが期待できる株式の運用機関がいるなら、当該の運用機関への委託金額と同額の株価指数先物を売却し、債券先物を購入するポジションをオーバーレイし、「資産配分上は債券、アルファは株式から」という運用を行う。
- ③ 当該の株式アクティブ運用機関への委託額を減額する代わりに、「株式先物を10%売却し、債券先物を同額購入する」ポジションをポートフォリオ全体にオーバーレイすることにより、株式アクティブ運用機関への委託総額は変更せずに、株式と債券との資産配分上の比率を変更する。

こうした方法を用いれば運用機関のアルファは資産配分上の債券枠、株式枠のいずれにも自由に位置させることができることになる。このような状況のアルファを「ポータブル・アルファ」と呼んでいる。

ここで紹介した「レバレッジド・アルファ」も「ポータブル・アルファ」もまだ本格的な実用化には至っておらず、魅力的な商品の登場を待っている状況にある。

7. おわりに

以上、本稿では、わが国の年金資産運用における株価指数先物取引の利用動向を考察してきた。年金運用における先物取引の利用は今後更に増加して行くであろうし、また先物取引を効果的に用いることで年金運用の幅が一段と広がって行くであろう。先物取引は、当該取引を直接行うことのない年金にとっては少し理解し辛い取引ではあるが、運用機関と連携し、資産運用の効率化に大いに活用されることを期待したい。