

野村証券
フィデューシャリー・マネジメント部
春日 俊介

海外公的年金で広がるトータルポートフォリオアプローチ

カナダの公的年金であるCPPIBは、2006年に流動性の高いシンプルな資産クラスで構成される参照ポートフォリオを策定するとともに、アクティブ運用のフレームワークとしてトータルポートフォリオアプローチを導入しました。CPPIBのトータルポートフォリオアプローチは非流動性資産を含む様々な投資対象の組み入れに対して柔軟かつ統合的に管理できることから、他の公的年金でも導入する動きがみられます。

CPPIBのアプローチ

ポートフォリオ全体を統合的に管理する「トータルポートフォリオ管理」にはいくつかの手法が考えられますが、本稿ではカナダの公的年金であるCPPIB(Canada Pension Plan Investment Board)のトータルポートフォリオアプローチ(Total Portfolio Approach、以下TPA)について紹介します。

CPPIBは2005年に運用プロセスの見直しを実施し、2006年に長期的な資産配分である参照ポートフォリオを策定し、同時にTPAを導入しました。この参照ポートフォリオとTPAの2つを組み合わせたアクティブ運用のフレームワークは機会費用モデル(Opportunity Cost Model、以下OCM)とも呼ばれ、CPPIBが導入した後にシンガポール政府投資公社(GIC)やニュージーランド公的年金でも取り入れられ、海外公的年金を中心に広まりつつあります。

参照ポートフォリオ

CPPIBの運用目標は年金財政検証で用いら

れた実質4%の想定運用利回りを上回ることです。この目標利回りを達成するポートフォリオとして策定されたのが参照ポートフォリオ(reference portfolio)です。現在の参照ポートフォリオは株式65%(カナダ株式10%、グローバル株式55%)、債券35%(カナダ名目債30%、外国国債5%)です。株式、債券という市場規模が大きく流動性の高い資産で構成されていることから、パッシブ運用の場合、ほぼゼロコストで運用することが可能といえます。

CPPIBは最小限の人員とコストで参照ポートフォリオをパッシブに運用するという選択肢もありましたが、アクティブ運用を行うことで付加価値を追求することを選択しました。このアクティブ運用の仕組みがTPAになります。

トータルポートフォリオアプローチ(TPA)

アクティブ運用は参照ポートフォリオからの乖離リスクで管理されます。CPPIBの場合は乖離リスクの指標にバリュアットリスク(VaR)を用い、許容できるVaRの上限は理事会で設定されます。

野村年金マネジメント研究会

このレポートは、年金基金運営及び企業財務業務の参考となる情報の提供を目的としたもので、これらに関する特定の戦略や手法をご提言するために作成したものではありません。年金基金運営及び企業財務業務はご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、野村証券及び野村グループ各社から直接提供するという方法でのみ配布致しております。提供されましたお客様限りでご使用下さい。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村証券、野村資本市場研究所及び野村総合研究所に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、またいかなる目的であれ、無断で複製し又は転送等を行わないようお願い致します。

運用チームはこの許容VaRの範囲内で銘柄選択、スマートベータ、非流動性資産投資などのアクティブ運用を行います。

CPPIBのTPAでは、非流動性資産に投資する際に参照ポートフォリオ上のどこかに位置づけることはせず、株式と債券の実質的なエクスポージャーを参照ポートフォリオの比率である65:35に調整する点が特徴といえます。調整方法はシンプルで、不動産やインフラは株式と債券の性質を併せ持つため、その特性から株式と債券の複合ベンチマークを設定します。この複合ベンチマークに合わせてリバランスを行うことで参照ポートフォリオの実質的な株式、債券エクスポージャーを一定に保つことができます。

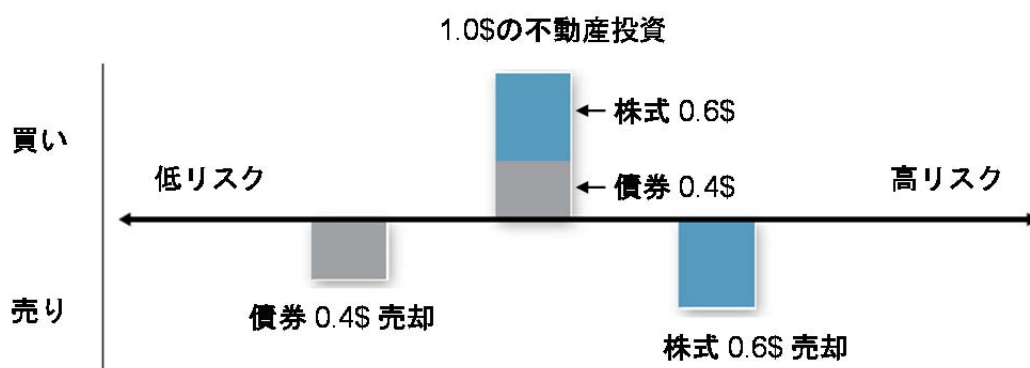
例として、不動産に1\$投資する場合を考えます(図表参照)。不動産のリターン特性を過去データから分析した結果、株式と債券の性質を6:4で持っていたとします。その場合、不動産を1\$組み入れるかわりに、株式パッシブファンドを0.6\$、債券パッシブファンドを0.4\$売却することになります。実際には不動産の投資地域やセクターも考慮してリバランスを行います。

この仕組みは機会費用の考え方に基づきます。1\$の不動産投資を行うと、売却した株式0.6\$、債券0.4\$の投資によって得られたであろう株式、債券プレミアムや流動性が犠牲になります。複合ベンチマークはこの機会費用に相当し、不動産投資を正当化するためには機会費用を上回るリターンの獲得が求められます。TPAはこのように機会費用をベンチマークとして、株式、債券以外の多様なリスクプレミアムをとることにより、アクティブリターンを高める手法といえます。

トータルポートフォリオアプローチの長所・短所

従来の投資プロセスでは新しい資産に投資する場合、政策アセットミックスに資産クラスを追加するか、既存の資産クラスのどれかに位置づける必要がありました。最近では既存の資産クラスでは対応できない投資対象が増えてきており、政策アセットミックスは複雑化する傾向にあります。また、非流動性資産を独立した資産クラスとした場合、リバランスによって構成比率をコントロールすることは困難といえます。一方、TPAでは参照ポートフォリオに対して、新しい資産の機会費

図表 トータルポートフォリオアプローチの例:不動産に1ドル投資する場合



(出所)CPPIB 2014 Annual Report より野村證券作成

野村年金マネジメント研究会

このレポートは、年金基金運営及び企業財務業務の参考となる情報の提供を目的としたもので、これらに関する特定の戦略や手法をご提言するために作成したものではありません。年金基金運営及び企業財務業務はご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、野村証券及び野村グループ各社から直接提供するという方法でのみ配布致しております。提供されましたお客様限りでご使用下さい。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村証券、野村資本市場研究所及び野村総合研究所に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、またいかなる目的であれ、無断で複製し又は転送等を行わないようお願い致します。

用(株式、債券比率)を設定して、流動性の高い株式、債券でリバランスをすればよいことから、資産クラスの多様化に柔軟に対応できる点が長所といえます。

一方で、機会費用を表す複合ベンチマークは株式と債券で構成されることから、非流動性資産のような時価評価が難しい資産については短期的には大きなリターンの乖離が発生します。例えば不動産投資を株式60%、債券40%の複合ベンチマークで評価する場合、短期的に株価が50%上昇すると債券のリターンが0%でも複合ベンチマークは30%となり、不動産投資でこのリターンを達成するのはかなり難しいといえます。そのため、TPAを導入するには長期の運用評価を前提とするとともに、別途不動産ベンチマークによる評価などを組み合わせる工夫が必要と考えられます。

また、不動産投資といってもファンドや物件ごとにレバレッジなど特性が異なることから、厳密には機会費用も異なります。個別に機会費用を設定する方がエクスポージャー管理の精度は高まりますが、膨大な作業が発生するため、両者はトレードオフの関係にあるといえます。

オポチュニティコストモデル(OCM)

ノルウェー政府年金基金グローバル(GPFG)も今後TPAを導入する可能性があります。GPFGのポートフォリオ構築は、ノルウェー財務省が設定した株式60%、債券40%の戦略的ベンチマークが基準になります。運用はノルウェー中央銀行のNBIM(Norges Bank Investment Management)に委託されています。NBIMは戦略的ベンチマークに沿った運用を行うとともに、アクティブ運用を通じてリターン向上を目指すことが求められています。

2014年1月にAndrew Ang教授らによってGPFGのアクティブ運用の評価結果が論文にま

とめられました¹。その中で、GPFGの運用に関してOCMの導入を含む3項目の提言を行っています。

1. 投資プロセスの各段階でのリターン要因やリスク量の情報開示を行い、運用の透明性を高めるべき。今後、非流動性資産の組み入れが大きくなるにつれて運用の透明性の確保は大きな課題になる。
2. アクティブ運用のフレームワークとして、オポチュニティコストモデル(OCM)を採用するべき。
3. アクティブ運用の許容リスク量を引き上げるべき。リスクファクターのエクスポージャーをとること、幅広い分散投資を行うことは、長期的にはリターン向上に寄与すると考えられる。

このうち2番目のOCMは、前述のとおりCPPIBが採用している参照ポートフォリオとTPAからなるモデルです。GPFGは不動産投資を開始していることから、まず不動産から段階的にOCMを導入することを提言しています。

トータルポートフォリオアプローチの今後

シンガポールのGICとニュージーランド公的年金(NZSuper)は既にTPAを投資プロセスに組み込んでいます。GICは株式65%、債券35%の参照ポートフォリオの下に6資産クラスで構成される政策ポートフォリオがあります。GICは政策ポートフォリオを基準にTPAのコンセプトを用いてアクティブポートフォリオを構築しています。一方、NZSuperはアクティブ運用のカテゴリーごとにリスクバジェットを設定しており、カテゴリーの1つに

¹ Andrew Ang, Michael W. Brandt and David F. Denison, "Review of the Active Management of the Norwegian Government Pension Fund Global", 2014年1月

野村年金マネジメント研究会

このレポートは、年金基金運営及び企業財務業務の参考となる情報の提供を目的としたもので、これらに関する特定の戦略や手法をご提言するために作成したものではありません。年金基金運営及び企業財務業務はご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、野村証券及び野村グループ各社から直接提供するという方法でのみ配布致しております。提供されました御客様限りでご使用下さい。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村証券、野村資本市場研究所及び野村総合研究所に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、またいかなる目的であれ、無断で複製し又は転送を行わないようお願い致します。

株式や債券比率を機動的に変更するストラテジックティルティングがあります。そのため、TPAを使っていますが、株式、債券エクスポージャーは参照ポートフォリオから乖離することになります。このように基金の状況に合わせた形でTPAが導入されています。

ノルウェーのGPFPGについては既に触れましたが、スウェーデンの公的年金も今後TPAを導入する可能性があります。2014年3月にスウェーデンの5大政党が構成するペンション・グループが公的年金であるAP基金の見直しを発表しまし

た。その中には複数あるAPファンドのオーナーとなる責任主体の設置と共に、参照ポートフォリオの導入が盛り込まれています。

参照ポートフォリオとTPAによる管理手法は、最近の非流動性資産を含む投資対象の多様化に適した手法といえます。特に公的系ファンドは運用内容を一般向けにわかりやすく説明する必要があるため、シンプルな資産で構成される参照ポートフォリオが好まれ、参照ポートフォリオの導入に合わせてTPAが広がっていくことも考えられます。

弊誌の記事はバックナンバーも含めてホームページでご覧頂けます。当ホームページは、年金スポンサー限定のサービスとなっております。ご利用を希望される方は、次のURLにてご登録をお願い致します。

<http://nenkin.nomura.co.jp>

編集: 野村証券フィデューシャリー・サービス研究センター、
野村資本市場研究所、野村総合研究所

発行: 野村証券フィデューシャリー・サービス研究センター
(年金マネジメント研究会事務局)

〒100-8130 東京都千代田区大手町2-2-2
アーバンネット大手町ビル

TEL: 03 (6703) 3991

FAX: 03 (6703) 3981

Email: nenkin@jp.nomura.com

— 次号のお知らせ —

次号は

3月23日(月)

発行予定です。

野村年金マネジメント研究会

このレポートは、年金基金運営及び企業財務業務の参考となる情報の提供を目的としたもので、これらに関する特定の戦略や手法をご提言するために作成したものではありません。年金基金運営及び企業財務業務はご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、野村証券及び野村グループ各社から直接提供するという方法でのみ配布致しております。提供されました御客様限りでご使用下さい。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村証券、野村資本市場研究所及び野村総合研究所に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、またいかなる目的であれ、無断で複製し又は転送を行わないようお願い致します。

野村証券からのお知らせ

当社で取り扱う商品等へのご投資には、各商品等に所定の手数料等(国内株式取引の場合は約定代金に対して最大1.404%(税込み)(20万円以下の場合は、2,808円(税込み))の売買手数料、投資信託の場合は銘柄ごとに設定された購入時手数料(換金時手数料)および運用管理費用(信託報酬)等の諸経費、等)をご負担いただく場合があります。また、各商品等には価格の変動等による損失が生じるおそれがあります。商品ごとに手数料等およびリスクは異なりますので、当該商品等の契約締結前交付書面、上場有価証券等書面、目論見書、等をよくお読みください。

野村証券株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商) 第142号

加入協会／日本証券業協会、一般社団法人 日本投資顧問業協会、一般社団法人 金融先物取引業協会、一般社団法人 第二種金融商品取引業協会