

野村フィデューシャリー・リサーチ&コンサルティング
 フィデューシャリー・マネジメント部
 原 和香奈

海外の年金運用におけるレバレッジの活用 ～CaIPERSの最近の動向～

海外の年金運用ではポートフォリレベルでレバレッジを活用することによって、運用の効率化を図るケースが見られ、グローバルな低金利による期待リターンの低下を背景に、近年そのレバレッジ水準が高まる傾向にあります。本稿では、次期の戦略的ポートフォリオにレバレッジを組み入れることを決定したCaIPERSの最近の動向について紹介します。

海外年金でレバレッジの活用が拡大する背景

日本の年金運用におけるレバレッジの活用という、一般的にはレバレッジを利用したヘッジファンドや不動産ファンド等を採用することを指しますが、海外の大手年金ではポートフォリオレベルでレバレッジを活用して運用効率の改善を図るケースが見られます¹。近年、このレバレッジ水準が高まる傾向にあり、Moody'sは2017年10月のレポート²において、カナダの大手年金の高いレバレッジ水準と低流動性資産への過度な投資を警告しました。レバレッジ水準が上昇する背景には、グローバルな低金利に伴う期待リターンの低下や資金調達コストの低下が考えられますが、年金基金のリターン追求への強い姿勢がレバレッジ水準にも表れていると言えるでしょう。

最近のCaIPERSの動向

CaIPERS(カリフォルニア州職員退職年金基金)は、運用資産4,899億ドル(2021年10月末時

点)、制度の加入者・受給者は合わせて200万人以上の米国最大級の年金基金の一つです。戦略的ポートフォリオは4年に一度見直しが行われ、現行の戦略的ポートフォリオは2018年に策定されたものです。数理計算上の目標運用利回りは6.8%となっています。

2021年11月15日に、CaIPERSは次期戦略的ポートフォリオにおいて、新たな資産クラスとしてプライベートデットを加えるとともに、目標運用利回り6.8%を維持するために5%のレバレッジを組み入れることを発表しました。

具体的には運用資産の5%(約250億ドル)に相当する額を借り入れ、上場株式への投資配分を減らし債券やオルタナティブ資産への配分を増やすとともに、新たにプライベートデットへの投資も追加することによって、全体としてバランスの取れた資産構成を保ちながら、目標運用利回り6.8%を維持するというものです。これまでも米国の年金基金は、目標運用利回りの確保と投資対象の多様化によるリスク分散促進の目的から、不動産やプライベートデット等のオルタナティブ資産への投資を積極的に増やしてきましたが、CaIPERSの今回の資産クラスの追加についても

¹レバレッジの活用による効果については、後ページの「【ご参考】レバレッジの効果について」を参照のこと。

²Moody's: Higher leverage due to low interest rate environment raises risk for Canadian Pension funds

当レポートは、お客様への情報提供を目的として作成したものであり、特定の有価証券の売買または商品の推奨・勧誘等を目的としたものではありません。当レポートに記載されたいかなる内容も将来の投資収益を示唆あるいは保証するものではありません。当レポート内の記述、グラフ・表・数値データ等の内容につきましては、信頼できると考えられる情報に基づいて作成しておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。当レポートは、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しております。配布されたお客様限りでご使用ください。当レポートのいかなる部分も一切の権利は野村フィデューシャリー・リサーチ&コンサルティング、野村証券、野村資本市場研究所に帰属しており、当レポートの全部もしくは一部を複写、転送または再配布することはご遠慮ください。

同様の考えに基づいたものと考えられます。なお、5%のレバレッジを含む次期戦略的ポートフォリオは2022年7月以降に適用される予定です。

CaIPERSのレバレッジを活用した資産配分

図表1は、CaIPERSの公表資料に掲載されている現行および次期の戦略的ポートフォリオを含む3つのポートフォリオと、今後20年間を想定投資期間とした各々のポートフォリオ特性をまとめたものです。ポートフォリオ①は現行戦略的ポートフォリオ、ポートフォリオ②は現行戦略的ポートフォリオと同様にレバレッジを活用せずに目標運用利回り6.8%を確保可能なポートフォリオ、ポートフォリオ③は次期戦略的ポートフォリオを示しています。

まず、ポートフォリオ①ですが、期待リターンは6.2%と推計されており、現行戦略的ポートフォリオでは目標運用利回りを達成できない見込みであることが分かります。

次に、ポートフォリオ①(現行戦略的ポートフォリオ)とポートフォリオ②の資産配分を比較すると、ポートフォリオ②では目標運用利回りを達成するために、上場株式と債券への配分を引き下げた分を実物資産やプライベートエクイティ、新たに加わったプライベートデットといったオルタナティブ資産を中心に配分していることが分かります。これにより、ポートフォリオ全体のドローダウンや標準偏差はやや上昇しましたが、投資効率(期待リターン/標準偏差)には僅かに改善が見られ、ポートフォリオの分散が促進されたことが分

図表 1 CaIPERS の現行および次期戦略的ポートフォリオの資産配分とポートフォリオ特性

	現行 戦略的ポートフォリオ		次期 戦略的ポートフォリオ	
	ポートフォリオ①	ポートフォリオ②	ポートフォリオ③	
期待リターン	6.2%	6.8%	6.8%	
レバレッジの有無	なし	なし	あり(5%)	
ドローダウン	22.6%	23.6%	23.0%	
標準偏差	11.2%	12.1%	12.0%	
運用効率(期待リターン/標準偏差)	0.55	0.56	0.57	

資産配分

上場株式	グローバル株(時価総額加重)		44%	42%		30%
	50%	35%		10%	42%	
債券	グローバル株(非時価総額加重)	15%	23%	5%	30%	5%
	トレジャリー	10%		5%		5%
	モーゲージ	7%		5%		5%
	投資適格社債	6%		4%		10%
	ハイイールド	4%		4%		5%
	エマージング債券	1%	5%	5%		
実物資産	13%	15%	15%			
プライベートエクイティ	8%	13%	13%			
プライベートデット	0%	5%	5%			
流動性(現金など)	1%	0%	0%			
レバレッジ	0%	0%	0%		-5%	

(注) 想定投資期間は今後20年間。ドローダウンは、CaIPERSの2021年ALMモデルによって任意の3年間に発生し得る大規模な損失として推計された数値。

(出所) CaIPERSの公表資料「Asset Liability Management: Public Employees' Retirement Fund Policy Portfolio & Discount Rate Selection」, Investment Committee, November 15, 2021 を用いて NFRC 作成

当レポートは、お客様への情報提供を目的として作成したものであり、特定の有価証券の売買または商品の推奨・勧誘等を目的としたものではありません。当レポートに記載されたいかなる内容も将来の投資収益を示唆あるいは保証するものではありません。当レポート内の記述、グラフ・表・数値データ等の内容につきましては、信頼できると考えられる情報に基づいて作成しておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。当レポートは、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しております。配布されたお客様限りでご使用ください。当レポートのいかなる部分も一切の権利は野村フィデューシャリー・リサーチ&コンサルティング、野村証券、野村資本市場研究所に帰属しており、当レポートの全部もしくは一部を複製、転送または再配布することはご遠慮ください。

かります。
 続いて、目標運用利回りを達成したうえで、レバレッジの有無による資産配分への影響を確認するために、ポートフォリオ②とポートフォリオ③(次期戦略的ポートフォリオ)の資産配分を比較します。次期戦略的ポートフォリオでは、上場株式への配分をポートフォリオ②から更に引き下げた分やレバレッジの分を、実物資産やプライベート資産ではなく、投資適格社債を中心とした債券に配分していることが分かります。その結果、5%という低い水準³のレバレッジの利用によって、ポートフォリオ全体のドロウダウンや標準偏差を引き下げることに成功しています。

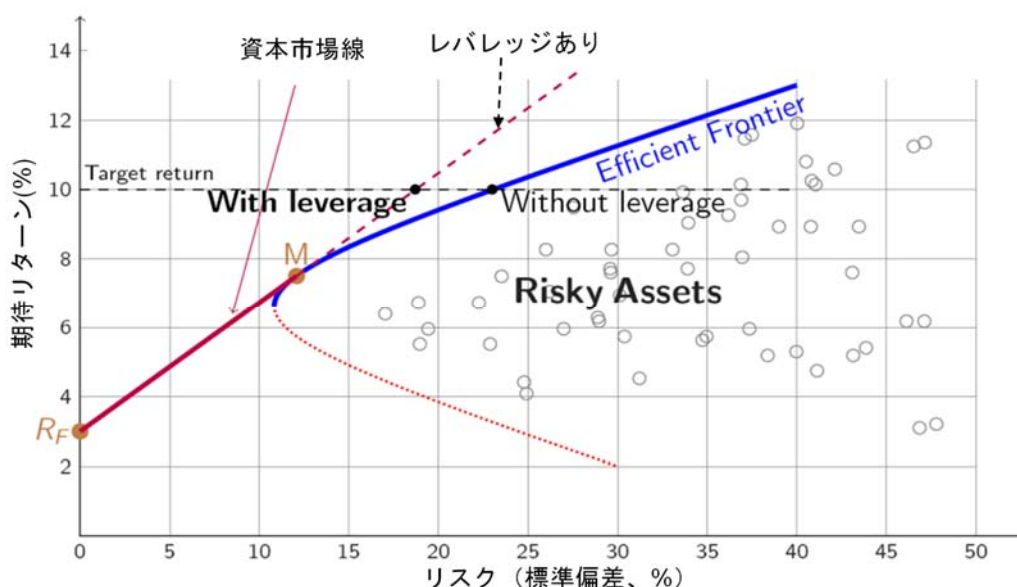
本稿では、CalPERSの最近の動向として、レバレッジの活用について紹介してきましたが、国によってレバレッジの利用状況は異なり、拡大する国もあれば規制によって利用できない国もあり

ます。日本の企業年金は海外年金と比較して目標運用利回りの水準が低いため、レバレッジの必要性や効果は限定的と考えられ、今後急速に普及することは想定しにくいでしょう。レバレッジを利用することによって、市場下落時にはレバレッジなしの場合よりもポートフォリオの損失が大きくなる可能性がある等、リスク面においても十分留意する必要がありますが、レバレッジは適切に活用すれば運用効率を高めるための有効な手段であることも事実です。資産運用の多様化の一環として今後活用の可能性について検討してみてもよいかもしれません。

【ご参考】レバレッジの効果について

レバレッジの効果は図表2の効率的フロンティアで説明できます。レバレッジなしの場合は、図中の実線の効率的フロンティア上のポートフォリオが最適ですが、レバレッジを使うと点線の資本

図表2 ポートフォリオ理論におけるレバレッジの効果



(出所) ICPM(International Center for Pension Management) ディスカッション・フォーラム資料(2018年6月)より
 NFRC 作成

³ 前述のMoody'sのレポートによると、2016年時点におけるカナダの6大年金基金の平均レバレッジ水準は24%にまで拡大していると指摘されていた。

市場線上のポートフォリオを構築することが可能となります。目標リターンが市場ポートフォリオ(図中の点M)より高い場合には、レバレッジを掛

当レポートは、お客様への情報提供を目的として作成したものであり、特定の有価証券の売買または商品の推奨・勧誘等を目的としたものではありません。当レポートに記載されたいかなる内容も将来の投資収益を示唆あるいは保証するものではありません。当レポート内の記述、グラフ・表・数値データ等の内容につきましては、信頼できると考えられる情報に基づいて作成しておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。当レポートは、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しております。配布されたお客様限りでご使用ください。当レポートのいかなる部分も一切の権利は野村フィデューシャリー・リサーチ&コンサルティング、野村証券、野村資本市場研究所に帰属しており、当レポートの全部もしくは一部を複製、転送または再配布することはご遠慮ください。

けることでポートフォリオのリスクを引き下げることが可能となります。

— 次号のお知らせ —

次号は

1月17日(月)

発行予定です。

当レポートは、お客様への情報提供を目的として作成したものであり、特定の有価証券の売買または商品の推奨・勧誘等を目的としたものではありません。当レポートに記載されたいかなる内容も将来の投資収益を示唆あるいは保証するものではありません。当レポート内の記述、グラフ・表・数値データ等の内容につきましては、信頼できると考えられる情報に基づいて作成しておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。当レポートは、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しております。配布されたお客様限りでご使用ください。当レポートのいかなる部分も一切の権利は野村フィデューシャリー・リサーチ&コンサルティング、野村證券、野村資本市場研究所に帰属しており、当レポートの全部もしくは一部を複写、転送または再配布することはご遠慮ください。

《MSCI データの利用に関する注意事項》

本資料中に含まれる MSCI から得た情報は MSCI Inc. (「MSCI」) の独占的財産です。MSCI による事前の書面での許可がない限り、当該情報および他の MSCI の知的財産の複製、再配布あるいは指数などのいかなる金融商品の作成における利用は認められません。当該情報は現状の形で提供されています。利用者は当該情報の利用に関わるすべてのリスクを負います。これにより、MSCI、その関連会社または当該情報の計算あるいは編集に関与あるいは関係する第三者は当該情報のすべての部分について、独創性、正確性、完全性、譲渡可能性、特定の目的に対する適性に関する保証を明確に放棄いたします。前述の内容に限定することなく、MSCI、その関連会社、または当該情報の計算あるいは編集に関与あるいは関係する第三者はいかなる種類の損失に対する責任をいかなる場合にも一切負いません。MSCI および MSCI 指数は MSCI およびその関連会社のサービス商標です。

《FTSE 世界国債インデックスに関する注意事項》

FTSE 世界国債インデックスは、FTSE Fixed Income LLC により運営され、世界主要国の国債の総合収益率を各市場の時価総額で加重平均した債券インデックスです。このインデックスのデータは、情報提供のみを目的としており、FTSE Fixed Income LLC は、当該データの正確性および完全性を保証せず、またデータの誤謬、脱漏または遅延につき何ら責任を負いません。このインデックスに対する著作権等の知的財産その他一切の権利は FTSE Fixed Income LLC に帰属します。

《金融商品取引法に基づく情報開示》

会社名： 野村フィデューシャリー・リサーチ&コンサルティング株式会社
金融商品取引業者： 登録番号 関東財務局長(金商) 第 451 号
加入協会： 一般社団法人 日本投資顧問業協会 会員番号(第 011-00961 号)
報酬等： 当社がサービスの対価として、お客様にご負担いただく報酬(税込)の上限は下表の通りですが、投資助言の対象、運用手法、サービス内容等に応じて、お客様との協議により個別に決定いたします。報酬額の計算方法はお客様との個別協議に基づいて決定するために、事前に表示することができません。

	助言契約	一任契約
年間基本料率 もしくは年間報酬額 ^(※)	0.55% もしくは 2,200 万円	0.825%

^(※) 上記は単一のサービスに対するものであり、複数のサービスを組み合わせた契約には当てはまりません。

投資リスク 当社の業務に関して、お客様が負担する投資リスクには主に以下のようなものがあり、投資する商品の価格が変動しますので、運用資産に損失が生じ、元本を割り込むおそれがあります。

- 株価変動リスク： 株式相場の変動により、投資する株式等の価格が変動するリスクがあります。
- 金利変動リスク： 市場金利の変動により、投資する債券等の価格が変動するリスクがあります。
- 為替変動リスク： 通貨価格の変動により、投資する外貨建て資産の価格が変動するリスクがあります。
- 信用リスク： 投資する証券の発行体の信用状況の変化により当該証券の価格が変動するリスクがあります。
- 流動性リスク： 流動性に乏しい商品(プライベート・エクイティ・ファンド等)について、不利な条件でしか換金できないリスクがあります。
- デリバティブ固有のリスク： デリバティブ(先物・オプション等)が対象資産の価格変動と連動しないリスクがあります。
- 投資対象リスク： プライベート・エクイティ・ファンドは、ベンチャー企業を含む非公開企業を投資対象とするため、一般に高いリスクを有します。
- 投資案件が確保されないリスク： プライベート・エクイティ・ファンドは、当初想定された金額を満たす投資案件が確保されないリスクがあります。

弊誌の記事はバックナンバーも含めて野村年金マネジメント研究会の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。

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

編集・発行： 野村フィデューシャリー・リサーチ&コンサルティング株式会社
(野村年金マネジメント研究会事務局)

〒103-0007 東京都中央区日本橋浜町3-21-1 日本橋浜町Fタワー16F
TEL: 03 6703 3991 Email: nenkin@jp.nomura.com