



# 変貌する投資環境 と 年金資産運用

第1部 投資環境の大幅な変動の要因とその影響に関する研究会

第2部 年金資産運用とリスク管理

財団法人 年金シニアプラン総合研究機構

The Research Institute for Policies on Pension and Aging (RIPPA)

## 「変貌する投資環境と年金資産運用」刊行に当たって

近年、年金資産運用の状況は極めて厳しくなってきた。2000年代になってからの平均的な企業年金の収益率を振り返ると、2000年度からの3年連続のマイナスに続き、07、08年度もマイナスで、とりわけリーマンショックのあった08年度のマイナス幅は大きかった。結局過去10年のうち半分の5年で収益率がマイナスという大変な結果になっている。

1900年代にはわが国の年金資金運用で平均的な収益率がマイナスという年度は無かった。運用方法については、これまでの間、運用規制の撤廃などを受けて一部でより積極的な姿勢に転じたり、オルタナティブ投資など新たな運用手法を採用する動きなどが見られたが、基本的には伝統4資産を中心とするポートフォリオ運用という点で大きな変化は無い。従って、運用状況のこのような変化は、投資環境の影響によるところが極めて大きかったというべきである。

当機構では、最近におけるこのような投資環境の激変及び今後もありうべき大幅な変動の要因について、マクロ経済、金融制度、証券化、格付けなど様々な角度から分析を行い、今後の投資政策策定やリスク管理に与える影響について示唆を得ることを目的に、わが国を代表する各分野の専門家からなる『投資環境の大幅な変動の要因とその影響に関する研究会』を設け、検討を重ねてきた。本書は、第1部はその研究会メンバーによる報告によって構成されている。それぞれこれまでの議論を踏まえ、最新の動向をもとに執筆いただいたものであり、投資環境の構造変化を把握するうえで参考になる貴重な見解が随所にちりばめられている。

第2部は、前年度に刊行した「年金資産運用の手引き」の内容を、最近の研究結果などをもとに大幅に加筆・修正したものである。当機構のこれまでの研究を基礎に、年金資金運用の軸となる投資環境プロセスの各段階について解説したものであり、第1部の投資環境の理解と合わせて、年金資金運用の実際の場合で活用されることを企図している。

資金運用をめぐる環境は厳しいが、その中でも運用業務は継続していく。本書の内容が、年金資金運用の現状の確認、あるいは、課題・問題点の把握、より質の高いステップに行くための改善計画の立案などの参考になれば幸いである。

(財)年金シニアプラン総合研究機構

本書は、当機構にて平成 21 年度に実施した『投資環境の大幅な変動の要因とその影響に関する研究会』のメンバーの方々の執筆報告書を第 1 部として掲載し、当機構発刊の「年金資産運用の手引き」(平成 21 年 7 月)の年金資産運用に関する解説書である「第 1 部 年金資産運用とリスク管理」に、川北英隆 京都大学教授・(財)年金シニアプラン総合研究機構理事の監修の上、大幅に加筆修正を加えたものを第 2 部として掲載した。

「変貌する投資環境と年金資産運用」編集担当者

年金シニアプラン総合研究機構

専務理事	福山 圭一
主任研究員	齋藤 博史
主任研究員	長野 誠治
主任研究員	菅谷 和宏
主任研究員	川名 剛
主任研究員	田中 英治
研究員	谷本 奈丘
アシスタント	粟生田 弓
アシスタント	中平 友佳子

※ 本書は、資産運用やリスク管理の成果を保証するものではない。また、本書で紹介する具体例は、これまでの研究の中で知りえたものであるが、刊行時点では事情が変わっているものが含まれている可能性がある。

## 《執筆者紹介》

### 第1部 投資環境の大幅な変動の要因とその影響に関する研究会

#### 総括 投資環境の大幅な変動の要因とその影響に関する研究会・総括

##### リーマンショック後の年金資産運用

【執筆】川北 英隆（かわきた ひでたか） 京都大学 経営管理大学院 教授

【略歴】1950年奈良県大和郡山市生まれ。1974年京都大学経済学部卒業。同年日本生命保険に入社。ニッセイ基礎研究所金融研究部上席主任研究員、資金証券部部长、取締役財務企画部部长等を経て、2003年3月日本生命保険を依願退職。

2002年7月中央大学国際会計研究科特任教授。

2004年4月同志社大学政策学部教授。2006年4月から現職。

2006年9月財団法人年金シニアプラン総合研究機構 理事

<主な著書>『テキスト 株式・債券投資』（中央経済社）、『日本企業のコーポレートファイナンス』（共著 日本経済新聞社）、『総合分析 株式の長期投資』（共著 中央経済社）

#### 第1章 世界的金融危機と今後の投資環境

【執筆】樋 浩一（はじ こういち） ニッセイ基礎研究所 経済調査部長

【略歴】1955年長野県大町市生まれ。東京大学理学部卒業。同大学大学院理学系研究科修士課程修了。1990年ハワイ大学大学院経済学修士。1981年経済企画庁（現内閣府）入庁。国土庁（現国土交通省）、内閣官房等を経て、1992年ニッセイ基礎研究所入社。

2007年より現職。

<主な著書>『貯蓄率ゼロの経済』（日本経済新聞社）

#### 第2章 国際的な金融規則変革とその影響

【執筆】小立 敬（こだち けい） 野村資本市場研究所 研究部 主任研究員

【略歴】1997年慶応義塾大学経済学部卒業。同年日本銀行入行、考査局・信用機構室に配属。

2003年金融庁に出向、監督局に配属。2005年日本銀行調査統計局に配属。

2006年野村資本市場研究所入社、研究部に配属。

2010年より現職。

<主な著書>『金融サービス業のガバナンス』（共著 日本証券経済研究所）

### 第3章 証券化商品と格付けの問題再考

【執筆】江川 由紀雄（えがわ ゆきお） 新生証券株式会社 金融戦略部長

【略歴】1962年、福岡県小倉市（現在の北九州市）生まれ。

1986年、筑波大学第二学群比較文化学類卒業。同年、日本リース入社。長銀証券および日本長期信用銀行（現新生銀行）等を経て、1998年ムーディーズ入社。2001年まで同社で証券化商品の格付け分析を担当。2001年クレディスイスファーストポストン証券クレジット調査部。2002年7月ドイツ証券 証券化商品調査部長。2009年3月より2010年2月まで日本銀行金融市場局シニア・リサーチャー。2010年3月、流動化・証券化協議会顧問（現職）。2010年7月、新生証券金融戦略部長（現職）。

<主な著書>『実践 証券化入門（金融職人技シリーズ）』（シグマベイスキャピタル）、『サブプライム問題の教訓－証券化と格付けの精神』（商事法務）

### 第4章 ポストサブプライムの資産運用

————— 「New Normal」における年金運用は

【執筆】高田 創（たかた はじめ）

みずほ証券 金融市場グループ金融市場調査部長/チーフストラテジスト

【略歴】1982年東京大学経済学部卒業。1986年英オックスフォード大学開発経済学修士課程修了。1982年日本興業銀行に入行。人事部、市場営業部、審査部、興銀証券投資戦略部を経て、2008年より現職。

<主な著書>『国債暴落』（共著 中央公論新社）、『銀行の戦略転換』（共著 東洋経済新報社）、『金融社会主義－クラッシュに続く混沌と清算の30年』（共著 東洋経済新報社）

## 第2部 年金資産運用とリスク管理

【編集】財団法人 年金シニアプラン総合研究機構 研究部

# 目 次

## 第 1 部 投資環境の大幅な変動の要因とその影響に関する研究会

総括 リーマンショック後の年金資産運用 .....	1
1 リーマンショックを観察する視点 .....	1
2 研究会委員の報告書に関して .....	3
3 金融証券市場の混乱をもたらした要因 .....	3
4 今後の年金資産運用への示唆 .....	5
第 1 章 世界的金融危機と今後の投資環境 .....	9
1 今後の投資環境 .....	9
1.1 金融危機が投資環境に与える影響	
1.2 金融危機の背景	
1.3 財政赤字問題の発生	
1.4 ドル安と円安の修正	
1.5 金融緩和とその副作用	
2 世界経済の長期的変化 .....	16
2.1 新興国の発展	
2.2 ドルの地位低下	
2.3 グローバルな高齢化	
2.4 日本の少子高齢化	
第 2 章 国際的な金融規則改革とその影響 .....	23
1 G20 体制下で進む包括的な金融制度改革 .....	23
1.1 金融制度改革の 3 つの柱	
1.2 G20 体制下の金融制度改革の特徴	
2 銀行規制・市場規制の強化 .....	25
2.1 G20 体制下の銀行規制の強化	
2.2 G20 体制下の市場規制の強化	
3 システム上重要な金融機関への対処 .....	32
3.1 Too Big To Fail への対応	
3.2 監督カレッジの設置	
3.3 システミック・サーチャージ	
3.4 リビング・ウィルの策定	
3.5 業務範囲の制限	
4 金融セクターの社会的責任 .....	35

5	金融セクターに与える影響 .....	36
5.1	日本の金融セクターに与える規制強化の影響	
5.2	運用先としてみた場合の影響	
5.3	グローバルな金融制度改革の問題点	
第3章	証券化商品と格付けの問題再考 .....	41
序	金融危機を契機に注目を浴びた証券化と格付け .....	41
1	証券化商品とは何か .....	41
1.1	証券化取引とは	
1.2	証券化商品の特徴	
1.3	サブプライム関連証券化商品の問題点	
1.4	米国における証券化の起源	
1.5	日本における証券化の起源	
1.6	日本の証券化市場の概況	
2	格付けとその役割 .....	50
2.1	信用リスクに関する見解の実際	
2.2	証券化商品に対する格付け	
2.3	格付けの利用方法	
3	むすびにかえて .....	53
第4章	ポストサブプライムの資産運用——「New Normal」における年金運用は .....	55
1	70年代以降の潮流と金融規制 .....	55
1.1	人類の生活の知恵としての金融規制	
1.2	70年代以降は多くの市場参加者の人生そのものだった	
1.3	70年代に開いたパンドラの箱	
1.4	ボルカー規制は転換をもたらすか	
1.5	金融資本主義から金融社会主義	
2	70年代以降の潮流と資産運用 .....	59
2.1	投資理論も70年代以降の潮流	
2.2	年金における分散と長期投資	
2.3	年金運用の前提にあった高い成長期待	
2.4	期待成長率の低下は資産配分の転換に	
3	ポストサブプライムの運用の課題 .....	62
3.1	「New Normal」の世界	
3.2	市場参加者の慣性が引き起こす楽観と悲観	
3.3	ポストサブプライムの世界とは	
3.4	「New Normal」における運用は	
3.5	ギリシャ危機がもたらす新たな局面	

## 第2部 年金資産運用とリスク管理

第1章 はじめに .....	65
1 年金資産運用のプロセスとは .....	65
1.1 年金資産運用の目的	
1.2 年金資産運用のプロセスの概要	
第2章 投資計画の枠組み .....	67
1 負債分析 .....	67
1.1 年金債務の特定	
1.2 キャッシュフローの将来推計	
1.3 負債のリスク特性	
1.4 負債ヘッジポートフォリオ	
2 戦略目標 .....	72
2.1 戦略目標の設定	
2.2 年金運用の戦略目標の例	
2.3 管理目標の設定	
3 リスク選択 .....	74
3.1 リスクの特定	
3.2 リスク選択の方法	
3.3 下方リスクについての確認	
4 リスク負担能力 .....	75
4.1 リスク負担能力の明確化	
4.2 リスク負担能力と管理指標の連携	
4.3 事業主や代議員会とのコミュニケーション	
4.4 リスク管理方針の明確化	
4.5 許容下限に達した場合の対応	
5 投資計画の検討 .....	77
5.1 運用の基本方針の策定	
5.2 投資計画の定期的な検証	
第3章 投資計画 .....	79
1 投資計画策定の4要素 .....	79
1.1 投資計画の前提	
1.2 投資計画策定のための4要素	
1.3 年金ALMの概要	
2 投資期間 (Time Horizon) .....	81
2.1 投資期間の設定	
2.2 オルタナティブ投資がある場合の投資期間設定の留意点	

3	資産クラス (Asset Class)	82
3.1	資産クラスの決定	
3.2	オルタナティブ投資	
3.3	ベンチマーク	
4	投資目標の水準	87
4.1	要求リターン	
4.2	期待リターン・リスク	
5	年金 ALM と政策アセットミックスの策定	91
5.1	年金 ALM	
5.2	政策アセットミックス策定時のチェックポイント	
6	リスク量調整ルールと政策アセットミックス	95
6.1	リスク量調整ルール	
6.2	実践的な政策アセットミックスとリバランス戦略	
7	リスク管理計画の策定	99
7.1	リスク管理計画とは	
8	投資計画書の策定	105
8.1	投資計画書	
第4章	マネージャー・ストラクチャー	107
1	マネージャー区分とベンチマーク	107
1.1	マネージャー区分とベンチマーク	
1.2	オルタナティブ投資	
2	運用スタイル	118
2.1	運用スタイルとは	
2.2	運用スタイルによる管理方法	
2.3	ミスフィットリスクの対応	
3	マネージャー・ストラクチャーの実践	122
3.1	マネージャー・ポートフォリオ	
3.2	マネージャー選定・評価	
3.3	リスク・バジェットティング	
第5章	リスク管理と評価	137
1	リスクモニタリングポリシー	137
1.1	リスク管理の目的	
1.2	リスク量の評価基準、評価方法及びモニタリング方法	
1.3	リスク配分比率及びアクティブリスク	
1.4	モニタリング基準	
2	ポートフォリオ全体のリスク管理	138
2.1	内部統制とリスク管理	

2.2 政策アセットミックスのリスク管理	
3 マネージャーの管理 .....	147
3.1 マネージャーの管理	
3.2 オルタナティブ投資におけるマネージャーの管理	
4 資産管理機関の管理 .....	163
4.1 資産管理機関の評価基準	
4.2 資産管理機関の選択	
4.3 資産管理機関の見直し	
5 その他のリスク管理 .....	167
5.1 今後のキャッシュアウトフローへの対応	
5.2 問い合わせへの対応	
5.3 情報提供	
5.4 セキュリティーポリシー	
5.5 システム監査	
5.6 事務リスクの把握	
5.7 資産管理プロセス	
5.8 情報の整理及び蓄積	
第6章 点検とフィードバック .....	173
1 点検とフィードバック .....	173
1.1 チェック体制	
1.2 戦略目標の維持の妥当性の点検	
1.3 投資計画の維持の有効性	
1.4 投資市場や商品に関する情報収集体制	
1.5 政策アセットミックスの点検	
1.6 マネージャー・ストラクチャーの点検	
1.7 意思決定プロセスの点検	

こちらは書籍として2010年度（平成22年度）に発行した「変貌する投資環境と年金資産運用」のサンプル版です。本文をご覧になりたい方は「研究成果・出版物」の「調査研究報告書」のページから[ご購入をお申込みください](#)。

【書籍名】「変貌する投資環境と年金資産運用」（報告書番号22-1）  
【定価】2,310円（税込）【賛助会員価格】1,700円（税込）※送料別

公益財団法人年金シニアプラン総合研究機構