

## (年金運用)：内枠か外枠か、オルタナティブ投資への資産配分

オルタナティブ投資への資産配分を考える際に、伝統的資産の内枠としてオルタナティブを扱うか、あるいは、独立した資産クラスとして外枠で扱うか、という問題がある。しかし、この問題には決め手となる解決法がないようである。それよりは、配分後のリスク管理を内枠・外枠の2つの側面から行い、リスクに備えるのが得策であろう。

超過リターンが期待できる上、株式などの伝統的資産に対して相関が低く、分散投資効果が期待できるオルタナティブに対して、わが国の基金でも関心が高い。最近では、オルタナティブへの資産配分をどのようなプロセスで行えばよいかという点が議論の焦点となっているようである。一つの資産配分方法は、まず、基本ポートフォリオは伝統的資産(例えば、国内株式、国内債券、外国株式、外国債券)で決定し、伝統的資産への配分のうち、何%かをオルタナティブに配分する(例えば、株式への配分30%のうち、プライベート・エクイティに5%など)内枠方式がある。もう一つの方法は、新しい資産クラスとして内外株式・債券と同列にオルタナティブを扱い、基本ポートフォリオでオルタナティブへの配分を決めてしまう外枠方式がある。伝統的資産の中でのオルタナティブ(選択肢)として内枠で扱うか、伝統的資産に対するオルタナティブ(代替)として外枠で扱うかという、オルタナティブの意味を巡る議論である。

図表1：主要なオルタナティブ投資の分類と資産配分基準の例

オルタナティブ投資の分類			資産配分基準	
			インカム キャピタル 基準	リスク 要因 基準
オルタナティブ 資産	不動産	オフィスビル投資 REIT	内枠 内枠	外枠 外枠
	コモディティ	石油・ガス・金等 インデックス	外枠 外枠	外枠 外枠
	プライベート エクイティ	ベンチャー バイアウト	外枠 外枠	内枠 内枠
オルタナティブ 戦略 (ヘッジファンド)	アービトラージ 戦略	マーケットニュートラル 債券アービトラージ CBアービトラージ	内枠 内枠 内枠	外枠 内枠 内枠
	方向性戦略	ロングショート ディストレスト	外枠 外枠	内枠 内枠

まず、オルタナティブの分類から、内枠外枠を決めることを考えてみる。オルタナティブは、不動産などのオルタナティブ資産(伝統的資産とは異なる投資対象)と、ヘッジファンドなどのオルタナティブ戦略(伝統的アクティブ・マネージャーとは異なる投資戦略)の2つに大きく分類できる(図表1)。しかし、オルタナティブ資産といっても、プライベート・エクイティ(PE)のように、公開株か未公開株の差しかないと考えれば、伝統的資産の延長と捉えることもできるが、新しい市場を開拓するベンチャー・キャピタルの中には、従来と全く異なるリスクを有するものもある。同様に、ヘッジファンドの中には、株式や債券など伝統的資産を投資対象としながら、ファンドの値動きが特異なものもある。このように、通常利用されるオ

ルタナティブの分類法によっては、資産配分の内枠外枠を決められないようである。

そこで、いずれも決め手となる考え方ではないが、内枠外枠の判断基準として、一定の合理性がある2つの考え方を紹介する。一つの目の基準は、オルタナティブからの収入がインカム・ゲイン（絶対リターン：市場全体の変動に関わりなく安定した収益を享受）中心なのか、キャピタル・ゲイン（相対リターン：市場全体の値動きを積極的にとりにいく）が中心なのか、によって判断する基準（インカム・キャピタル基準）である。アービトラージ（割高割安の判断に基づく投資戦略）等により安定的な収益を獲得するヘッジファンドや、配当収益を狙うREITなどは内枠として考える。為替リスクの有無によって、外国債券か国内債券のオルタナティブ（選択肢）として扱う。これに対して、キャピタル・ゲインを追求するベンチャー・キャピタル、方向性戦略のヘッジファンド等は、新しい資産クラスとして外枠に分類する。

もう一つの基準は、オルタナティブのリスクが伝統的資産のリスクと類似しているか否かを判断の基準とする（リスク要因基準）。この方法では、まずオルタナティブのリスク要因を確認する（図表2）。リスク要因が伝統的資産に近いものは内枠とする。新たなリスク要因が多い場合には外枠とする。例えば、コモディティーや不動産は、既存の株式や債券とは異なるリスク要因を多く持つため外枠とする。プライベート・エクイティー（PE）は、基本的に株式と類似のリスクを持つため内枠にする、などのように分類する。

図表2：主要なオルタナティブのリスク要因

オルタナティブ	リスク要因
コモディティー (石油、ガス等のエネルギー)	世界的な経済環境、為替、金利、政治的要因(OPEC等)、紛争、季節的消費要因(冬の暖房需要)、産出量、埋蔵量、技術、生活スタイル、代替エネルギー価格、規制等
不動産	国内経済環境、地域的な需要供給、金利、為替、不動産のタイプ、設備、耐用年数、メンテナンス状況、規制等
ヘッジファンド	運用手法、株価、金利、為替の動向、市場を動かすファンダメンタルズ、政府・中央銀行の動向、相場サイクル、テクニカル要因、市場参加者の歪み、規制等
プライベート エクイティー	国内市場環境、業種固有の市場環境、海外市場の動向、為替、金利、競合他社との関係、企業固有のリスク等

しかし、この内枠、外枠の基準は厳密なものではない。例えば不動産は、リスク要因基準では外枠となっているが、不動産関連株のオルタナティブ（選択肢）としてREITだと考えれば内枠でもかまわない。このように資産配分プロセスについては、基金が納得できる考え方を選べばよいが、リスク管理は別である。内枠外枠どちらで選んだとしても、資産全体に対する影響（外枠）と、伝統的資産内での影響（内枠）の両側面からリスク管理を行うことが、予期せぬリスクに対処する保守的な方法と言えよう。例えば、PEのリスク要因は株式に近いと考え、国内株式の内枠として管理する場合でも、流動性リスクや固有のリスクも大きいことから、同時に、PEを独立の資産クラスとして、個別リスクやポートフォリオ全体のリスクに対する影響を把握することも重要ではないだろうか。

（北村 智紀）