
共済資金運用における リスク資産運用のあり方

(社) 農協共済総合研究所
専務理事

おち あい のり みつ
落 合 則 光

はじめに

9年前になるが、筆者は、JA共済の資金運用企画部門の責任者として、本誌第36号(2000年10月)に「共済資金運用の基本構造」を寄稿し、共済資金運用のあり方を論じた。詳細はそれに委ねるが、共済資金はその負債特性・計理制度・市場の制約に対応した運用を行い、毎年度の収支を均衡させることを基本とした。この責任を全うするために、①長期安定収益の確保、②収益性の向上の双方が重要だとした。

このうち、長期安定収益の確保については、ポートフォリオの太宗に期末の評価損の発生しない固定のインカム資産を組み入れ、さらに、その中核となる与信リスクの小さい長期債を平準的運用(時間分散による安定的取得と原則として償還までの持ちきりによる運用)を行うことが必要であるとした。これにより、金利変動がポートフォリオの収益性に与える影響を軽減し、毎年度の収益を平均化することをめざした。その後、債券の保有目的区分、とりわけ共済・保険業特有の会計である「責任準備金対応債券」の制度導入により、負債のキャッシュ・アウト・フローに対応するキャッシュ・イン・フローを持つポー

トフォリオの構築が要求され、この要素が加味され平準的運用が強化された。また、クレジット資産など他のインカム資産においても、長期安定収益の確保の原則を堅持しつつ、インカム収益を底上げする工夫がなされた。

一方で、収益性の向上のための運用については、国内株式による含み益の造成、アセットミックス運用による期間収益の確保、運用不動産による高率運用を掲げた。このうち、不動産運用については、優れたビジネスパートナーに恵まれたこともあって、安定的な賃貸収入が得られる資産として拡充してきている。しかし、国内株式とアセットミックス運用による有価証券の市場運用については、未だ試行錯誤を続けているように見受けられる。

そこで、この項では、筆者が積み残した課題として、リスク資産運用、とりわけ、有価証券の市場運用についてのあり方を論じる。

1. リスク資産運用の目的

- (1) 一般に、金融機関の資金運用は負債に対応した資産を持つことが基本である。JA共済においても、資金運用は、受け入れた掛金への付利に対応して、同一年限を与信リスクのない債券に投資することが基本となる。
- (2) しかし、負債に合わせた運用だけでは、次のような事象について、共済者責任を果たすことや契約者や出資者のニーズに応えることは完全にはできない。
 - ① 掛金は一時払いばかりでなく年月払い(平準払い)もあり、これについては将来受け入れる掛金についても契約時に予定利率を約束している。共済契

提 言

約締結時より大幅に金利低下した局面では、負債に合わせた運用を行っても逆ザヤとなる。また、解約や共済事故の発生によって、キャッシュ・アウト・フローが変化することもある。

このことは、よほど余裕を見た予定利率を設定しないと、負債コストを完全に賄えるポートフォリオを構築することはできないことを意味する。(現状の利差損の存在は、負債コストを運用環境に適応させることができないという構造的な問題であり、資金運用の方法・巧拙のレベルを超えたものである。従って、ここでは、利差損の存在の問題は捨象する。)

- ② 内部留保やJ Aや系統団体から預託されている出資金は、一般的には、期限のない資金であり、経営のバッファとなる。これに対しては、年度毎の収益変動を許容できる特性を生かした資産運用を実施する必要がある。例えば、株式会社の資本金の場合は、株主資本をどのように活用するかをRAROC (Risk Adjusted Return on Capital: リスク修正後の資本利益率) と称し、比較的高い数値目標を掲げ、株主に対して示すことが一般的である。

ただ、J A共済事業においては、出資金は「投資」という側面はあるものの、むしろ、J Aにとって共済事業を分業して行うための経営資源でもある。出資者配当率は契約者割戻率である利差基準率を上回らないという原則があるが、利用高配当も含め、出資に対する還元のあるあり方、それを達成するため

の資金運用のあり方を経営のバッファとしての内部留保の水準と併せ、虚心坦懐に議論しJ Aとコンセンサスを形成する時期に来ている。

- ③ 上記の①、②を満たすとともに契約者の掛金負担を軽減するために、収益性向上を目指す必要がある。さらに、経営判断の部類に属するが、生保に対する価格優位性の保持、場合によっては銀行の販売する金融商品よりも魅力ある共済を提供するために高い収益をもとめることも必要と判断することがありうる。

- (3) 上記(2)の課題に対応するためにはポートフォリオの収益性を向上させることが必要であり、一定の範囲(例えば、資本勘定と契約者勘定に直接的には属さない負債との合計を上限とするなど)で、リスクを取る運用を行う必要がある。

2. リスク資産運用の本質

(1) リスク資産運用とは

リスク資産を明確に定義することは難しい。概して論ずると、長期国債運用による平準的運用を無リスク資産とおいた場合、それ以外の運用資産は何かしら負債特性に合わないリスクを抱えているといえる。さらに、近い将来、経済価値ベース(資産・負債双方とも時価評価する)会計が導入されると、長期国債であっても負債のデフレーションに対応しない資産は、リスクを有すると見なされる。

例えば、高格付の社債でも、デフォルトが皆無ではなく、その時には大きな資産価値の棄損をもたらす。しかし、同種

のクレジット資産全体で損失を吸収するポートフォリオを組むことにより、インカム資産としての特性を保つことができる。逆に、外貨債運用は、外貨債自体はインカム資産であるが、インカム収入に比べて為替変動による価格変動のほうが大きく、リスク資産運用に分類することが妥当であろう。

この稿では、リスク資産運用を金利以外の要因によって大きな価格変動をもたらす有価証券の運用、あるいはそういう有価証券でなくても短期売買により売却損益が計上される運用に特定して考える。リスク資産運用の意義は、インカム資産運用を上回る収益（以下、「超過収益」という。）を獲得することである。

（2）外部運用機関の活用

リスク資産運用によって超過収益の獲得を図る場合、その源泉は何であろうか。たとえば、特別なノウハウや独特の相場観を持ち、積極的な売買を行う投資信託等（以下、「アクティブ投信」という。）に運用を委託することで、飛躍的に収益は向上するのであろうか。

J A 共済は43兆円の資産を持つ機関投資家であり、極端に高い収益を目指しているアクティブ投信があっても、それをメインの資産としてポートフォリオに組み込むことはできない。これは、①個人の相場観で運用しているファンドは一時的には高収益を上げていても長期間それを続けることは難しい、②市場の間隙を縫う運用は例え合法であったとしても、投資額、換金性の問題など、J A 共済が組み込むには運用ロットが小さい、からで

ある。（ちなみに、市場平均を目指すパッシブ投信——例えばETF——の場合は、その手数料分だけ必ず市場平均に劣後することになる。この活用の是非は、運用スタイルというよりは、運用体制や運用コストの問題として判断すべきものである。）

従って、活用するに値する投信は、ベーシックな部分から組織的に調査を行い、分析手法が確立しているもの、長期的な視野から成長が期待できる銘柄・金融商品を組み込むものである。こういう点で高い評価を受けている投信も、必ずしも、全期間で市場平均よりも高い運用成績を残すものではない。それは、他の投資家はその手法をセオリーとして同じ投資行動をとることにより、その優位性が失われるからであり、このことは、何人といえども市場の平均を上回り続けることはできない、ということの意味している。J A 共済としては、これらに部分的に預託する意味があるとすれば、そのことを通じて、同時に投資のノウハウを涵養することであろう。

（3）国債の平準的運用を上回る収益の源泉

では、契約者や出資者からお預かりした貴重な資金について、共済者としての制約のもと、持続的に国債の平準的運用などの無リスク資産に比べて高い収益を挙げる源泉は何であろうか。43兆円に上る膨大な資金では間隙を縫うようなゲリラ的な運用はありえず、また、売買によって相場が崩れるほどの市場規模の小さな資産も適さない。また、巨大なポートフォリオは市場や入れ替え時の損益の制約により、簡単には方向転換や大幅な組

み換えができない。

結局、J A 共済にとって、国債の平準的運用を上回る収益の源泉は、原則に戻り、①流動性の低下と②ボラティリティ（変動）の取得である。このうち、①は主に社債や貸付などインカム資産に属する課題であり、②が主にこの稿で取りあげる超過収益の課題である。

① 共済事業の場合、解約の殺到でもない限り、共済金の支払いはある程度予測できる。運用資産の償還構成をコントロールしておけば、過度な流動性は必要ない。国内ではさほどスプレッドはついていないが、例えば米国市場ではアメリカ国債と同様の格付（安全度）を持つ社債が国債に比べて流動性・指標性に劣ることから数十ベーシス（ゼロ点数%）のスプレッドが上乘せされる。J A 共済でも、国債に代えて政府保証債の取得などを行っている。社債や貸付も、与信リスクと引き換えに収益の向上をめざす資産ではあるが、同時に流動性リスクと引き換えに収益の向上をめざす資産という一面もある。ただし、これは有効な手法であるものの、これだけでは限界があるのも事実である。

② 金融理論（平均と分散）では、ボラティリティ（変動）の取得によって、収益の平均値を向上させることができる。例えば、投資家は、平均リターンが同じ場合、不確定なリターンの資産よりも、確定したリターンの資産を選ぶ。逆に言えば、不確定なリターンの金融商品は、リターンの期待値を確定

リターンの商品よりも引き上げなければ市場で取引されない。もし、投資家にリターンの変動が許容できるのであれば、不確実だが期待値の高い商品に投資することに収益の源泉を求めることができる。

この「平均と分散」の考えを応用し、複数の資産を組み合わせてリスクとリターンの最適化を説明したのが、「モダンポートフォリオ理論」である。機関投資家にとっては入門的な内容であるが、要諦はリターンについて、変動を受け入れる代償にその期待値を引き上げるものである。巨額の運用資産を預かる J A 共済にとっては、リスク資産運用については、この考えを公理としたうえで対応していくことが基本であろう。

3. リスク資産運用の陥穽と原点

(1) リスクとリターンの最適化

前述のように、リターンの変動と引き換えにリターンの期待値の引き上げを図るにあたっては、①収益の低下にどの程度耐えうるか（リスク許容度）を推し量ったうえで、②リターンの期待値の上昇を検討し、経営判断として投資することになる。これを運用資産全体に応用したものが、ショート・フォール・アプローチ（リスクとリターンからなる有効フロンティアを想定し、必要収益を一定以上の確率で達成するポートフォリオを選択する）と呼ばれる手法である。1990年ころから、代表的な生保を始め多くの生保が採用したが、株価の下落により大きな

傷を負った。なかには破綻に追い込まれる生保も出現した。どこに問題があったのだろうか。

(2) 正規分布への過度の信頼

最適と思われるリスクとリターンの組み合わせを選択するとき、それぞれ、過去の統計値から考える。近年では金融工学が発達し、複雑な仕組商品も組成されているが、この場合、各々のリスクの分散を考慮してリスクが計算される。また、近年、リスク管理においては、VaR (Value at Risk: 価格変動が正規分布に従って発生するとしたうえで、一定の下方変動幅を越える水準にいたる確率を算出した数値) による計量が定法となっている。いずれも、正規分布を前提にした考えである。確かに、現状のファンダメンタルが続くことを前提にした場合、有効な分析手法であろう。

しかし、1990年半ば以降の株価の下落は、その予測変動幅をはるかに上回るものであった。平均株価(日経平均終値)は、1989年12月29日の38,915円から、2003年4月28日の7,608円まで急降下した。これは、だれしもが予測し得なかったことである。社会のトレンドの変化を軽視し、正規分布が成立していることを前提に統計処理をしたために生じた錯覚であるといえる。また近年のサブ・プライム・ローンを組み込んだ証券化商品のデフォルトは、商品に組み込まれた多数のローン返済が同時に起こる「内部相関」を小さくみたための錯覚である。遡れば、71年のニクソンショックや85年のプラザ合意による急激な円高など、過去からの統計

や現状の社会情勢の延長では予測できないことが起きることなど枚挙に暇がない。バブル崩壊後の多くの生保の失敗は、過度に「正規分布」を信用したことにある。チャートから見て、株価は早晚持ち直すとの根拠の無い期待から傷を深くした投資家が少なからず存在したことは周知の通りである。確かに短期的には正規分布に基づいたショート・フォール・アプローチやVaRを説明ツールとして用いるのは有効であるが、容易に組み替えのできない資産を適切に運用するためには、この呪縛から逃れ、原点に立ち返り歴史に裏づけされた常識を持つことも必要になる。

(3) リスク資産運用の原点

では、この陥穽に陥らないためには、どのように対応していくべきであろうか。

① ベーシックな行動であるが、資産運用において、リスク管理の基本は分散である。これは、一見、正規分布の信奉への警鐘と矛盾するように見える。しかし、ここでいう分散は、証券化商品のように全面的に分散に賭けるのではなく、運用資産を多様化し、1つの商品・投資先に上限を設けるなど、不確実な将来に向けて、偏らないポートフォリオを構成することを意味している。

この場合、組み入れる複数の資産に逆相関があることが好ましい。互いの動きを相殺することになるからである。ただ、これも過去のデータによるものであるから、過度の信頼は禁物である。

② 実務として投資に携わるにあたって

は、どうしても、足元バイアスに引きずられるケースがでてくる。これは、相場の下げ局面で、不安が高まり弱気になってしまうという心理的要因だけではない。年度収益目標の達成が難しくなる、あるいは、下回ることを回避することが最優先の課題になると、最も悪いタイミングでリスク資産を損切りすることになる。このため、将来の収益チャンスを逃すばかりか、長期的視野で築いてきたポートフォリオを毀損することになる。

悪いことに、こういう状況では、客観的なはずの統計数値も錯覚をおこさせる。足元の価格の低下のため、過去からのデータにより導き出した予想リターンは低下し、ボラティリティは拡大する。こういう時こそ、鳥瞰的な経営方針と冷静な判断が必要であるが、逆に言えば、それが難しいからこそ、多少の損益の発生には目を瞑り、リスク資産を安定的に維持することが重要となる。

- ③ J A 共済ではサブ・プライム・ローンの証券化商品に投資をしておらず、直接の損失はまったくない。これは、中身の不明確なものに手を出さなかったためであるが、高格付を理由に購入した投資家も多いと言う。しかし一定の仮定の下に分析を行っている格付機関の格付を絶対視することは危険である。格付機関や研究機関よりも高度な分析をすることは難しいが、これらの癖を知り、地に足の着いたリスク把握をするためにも、独自の分析能力の向

上を継続的に行っていく必要がある。

4. リスク資産運用の向上にむけて

これまで見てきたように、リスク資産は、J A 共済事業の基盤を安定させ、さらに発展させるためには不可欠なものである。一方で、価格変動の大きいものであり、十分なリスク把握・管理が必要なものである。

リスク把握・管理にあたっては、将来の予測が難しいことから、これまで他の金融機関には、統計的手法、とりわけ、正規分布を前提に置いたものに賭け、また、それを用いた外部の運用機関や格付機関等に委ねるものもあった。しかし、前例に挙げた、サブ・プライム・ローンの他にもエンロンの破綻や日本でもマイカルの破綻など、格付機関が結果的にミスリードした事例も少なからずある。

43兆円の資金を有する J A 共済は、独自の分析能力の向上を継続的に行っていくことにより地に足の着いたリスク把握や投資判断を行うことはもちろんのことであるが、より重要なことは、正規分布への盲信（足元のトレンドに引きずられることを含めて）を戒め、常に長期的な視野から資産価値の拡大を図ることを意識し続けることである。このことは、ALMとしてみれば、資産に対応する負債、純資産の特性を正確に認識することであり、そのことによって、それぞれの資産の運用のあり方が特定できる。

資産全体の短期的なパフォーマンスにとらわれることがあってはならないのは、価格変動の大きいリスク資産の収益性を高めるうえで、長期的な取り組みが欠かせないからである。