

平成25年8月6日

各位

一般社団法人 日本投資顧問業協会

CREATE－Research 社の報告書

このたび CREATE-Research 社の “Investing in a Debt-Fuelled World (邦題：債務に煽られた世界における投資)” と題する調査報告書を、ホームページに掲載しました。同社は、英国の独立系のグローバルなコンサルティング会社であり、金融、航空宇宙、IT、石油、製薬、テレコム等の幅広い産業をカバーしています。

同報告書には、資産運用業の将来に対する多くの示唆が含まれており、また、同報告書の作成に際しては、当協会の一部の会員へのアンケートやインタビューの内容が反映されております。資産運用業に携わる方々にとって役立つものとなれば幸甚です。

以上

債務に煽られた世界に おける投資



今回のリサーチも、プリンシパル・グローバル・インベスターズ社と CREATE リサーチ社による過去の年次調査報告書と同様、体系的なインタビューを裏付けとしたグローバル調査に立脚しています。

今回の調査には、29 カ国の 700 を超える資産運用会社、年金プラン、年金運用コンサルタント、ファンド販売会社およびファンド管理会社に参加していただき、これらの会社の運用資産規模を合計すると 27.4 兆米ドルになります。このうち複数の業種の 100 社の上級経営者には調査後のインタビューにも応じていただきました。本報告書に示したデータはすべて、調査またはインタビューに基づいています。

調査対象企業の国と運用資産規模

オーストラリア	インド	シンガポール	運用資産規模(兆米ドル)
オーストリア	アイルランド	南アフリカ	
ベルギー	イタリア	韓国	
カナダ	日本	スペイン	
中国	クウェート	スウェーデン	
デンマーク	ルクセンブルク	スイス	
フィンランド	マレーシア	台湾	
フランス	オランダ	英国	
ドイツ	ノルウェー	米国	
香港	サウジアラビア		

27.4

出典:プリンシパル・グローバル・インベスターズ/CREATE-Research調査報告書2013
(Principal Global Investors/CREATE-Research Survey 2013)

著者：アミン・ラジャン教授

2013 年初版
発行元：CREATE リサーチ (CREATE-Research)
英国
TN4 0XD
タンブリッジ・ウエルズ
ボックスホール・レイン
(Vauxhall Lane
Tunbridge Wells TN4 0XD
United Kingdom)

電話：+44 1892 526 757
Email: amin.rajan@create-research.co.uk

©CREATE Limited, 2013
無断複写・転載を禁ず。本報告書は、著者の事前の同意なく、発行時以外の製本または表紙を用いて、いかなる形でも、貸与、賃貸、またはその他何らかの取引を目的として譲渡してはならない。

序 文

資産運用に関する5回目の年次調査報告書の発行にあたり、CREATE リサーチ社の協力を得られたことは、プリンシパル・グローバル・インベスターズ社にとって喜ばしいことです。CREATE リサーチ社のチーフ・エグゼクティブであるアミン・ラジアン教授は資産運用分野を代表する論客の一人であり、本書は現在の債務に煽られた世界における投資に関するラジアン教授の最新の研究成果を著したものです。

世界経済は息切れしつつあるという意見がありますが、ギリシャもドイツも経済通貨同盟(EMU)を脱退せず、通貨ユーロの崩壊は起きていません。ユーロ圏はまだまとまっています。また、米国の景気後退予測は大きく外れ、米議会は財政の崖を回避しました。中国経済はクラッシュしておらず、地方政府は引き続き資金調達が可能です。また、米国のインフレ率は急上昇していません。

しかし、これは苦勞の末ようやく得られた景気回復であり、せい弱な部分も残っています。米連邦準備制度理事会(FRB)の量的緩和策は金融危機の発生から間もない時期には絶大な効果を発揮しましたが、現在では低金利が退職高齢者の貯蓄に打撃を与え、購買力を下げるという不都合な側面が見えています。低金利が確定給付年金プランや確定拠出年金プランに及ぼす影響も明らかです。さらに、高齢化に伴う人口動態の世界的な変化もあり、景気の見通しは急速に変化しつつあります。このような難しい時期だからこそ、現在最高の年金プランと新たなイノベーションを組み合わせる世界的に普及しうる新しい年金商品を創るチャンスが到来しています。

しかし、結果として、世界の金融市場は依然として不透明感に満ち、多くの投資家は方向性を見失っています。このことは、今回の調査結果は昨年と大きく異なり、実物資産への関心が高まっていることからわかります。

このような背景の中、今回の調査とその報告書は次の五つの重要な問題について議論しており、エグゼクティブ・サマリーには重要な調査結果をまとめています。

- 欧州と米国の政府は2008年の世界的な金融危機後に膨れ上がった債務を削減するために、どのような施策を講じるか。
- 新たな投資展望を形成する長期的な変化とはどのようなものか。
- それは世界の投資家の期待にどのように影響するか。
- さまざまなグループの投資家は変化に対しどのようなアプローチをとるのか。
- 資産運用会社は、変化に対応しようとする。

投資を積み立てる段階からスタートし、退職に伴って投資していたものを取り崩す段階にスムーズに移行するような、顧客に合った最高水準の商品が必要であることをプリンシパル・グローバル・インベスターズ社は認識しています。現在の債務ダイナミクスを踏まえ、この難題多き時代を乗り切るためには、信頼のおける投資パートナーと長期的な投資戦略、取引の執行がこれまで以上に重要になっています。



プリンシパル・グローバル・インベスターズ
最高経営責任者
ジム・マコーガン



謝 辞

この2013年グローバル調査の報告書は、プリンシパル・グローバル・インベスターズ社とCREATEリサーチ社が2009年から行っている年次調査シリーズの一環です。これまでの調査報告書については巻末をご覧ください。

この調査シリーズでは、世界の投資のバリューチェーンを構成するソート・リーダー（実践的先駆者）たちの意見を参考にして、毎年の調査テーマを決めています。今年は、**現在の債務に煽られた世界で投資が意味するものは何か**を知りたいと考えました。

今回の調査には世界各地から713名のトップ・エグゼクティブに参加して頂き、そのうち100名には調査後のインタビューにも応じて頂きました。これにより調査内容に必要な奥行きや広がり、もの見方や将来の展望をつけ加えることができました。この場を借りて深く感謝いたします。

中立的な調査報告書を作り上げるために多くの皆様が何年にもわたって惜しみなく協力して下さった結果、この調査は世界中のあらゆるファンド市場で広く活用されるようになりました。

次に、本報告書の調査結果にいかなる影響力も行使することなく本報告書発行の共同協賛社になって頂いたプリンシパル・グローバル・インベスターズ社にも謝意を表します。対等な立場から支援を頂いたおかげで、グローバルな投資における新たな課題とそれに必要な対応に関して、さまざまなニュアンスの意見を明らかにすることができました。

最後に、私の同僚にも感謝の意を表したいと思います。リサ・ラジャン (Lisa Rajan) は調査の管理、データ分析、報告書作成の監督を担当してくれました。エリザベス・グッデュー博士 (Dr. Elizabeth Goodhew) には編集面のサポートをお願いしました。

あらゆる人々からご助力をいただきました。それでも、本報告書に誤りや脱落がありましたら、その責任はすべて私が負うものです。

CREATEリサーチ (CREATE-Research)
プロジェクト・リーダー
アミン・ラジャン

目次

序文	i
謝辞	ii
エグゼクティブ・サマリー	2
本報告書の概要	6
リスクのパーソナル化	16
DBからDCへの移行を推進するために 資産運用会社がすべきこと	
年金市場の投資家	28
どの目標、戦略、資産クラスを追求するか	
マスマーケットの投資家	38
どの目標、戦略、資産クラスを追求するか	

1 | エグゼクティブ・サマリー

過去の損失と人口の高齢化を背景に、投資家は従来型の投資から離れつつあります。2008年の市場暴落における最大の遺物はソリューションのアルファでしょう。

インタビューからの引用

序論

ユーロ圏は崩壊していませんし、米国は財政の崖から転落していません。中国経済はクラッシュしていませんし、世界は石油価格の高騰に苦しんでいません。このところ言われてきた悲観的な予測は外れていません。

不安感の後退や、米連邦準備理事会（FRB）と欧州中央銀行の果敢な対応を受け、市場は回復しています。

FRBの量的緩和策（QE）が景気回復を促しています。2009年以降に創出された500万人分の雇用のうち約200万人分はFRBの功績です。

欧州中央銀行は大胆な策で通貨としてのユーロの崩壊を阻止し、持続不可能なほど巨額に膨れ上がった債務の削減に取り組む時間的余裕を各国政府に与えました。

危機は去ったのかもしれない、という意識が働いたことで、実際に危機が鎮まっています。しかし、レバレッジの解消が進むにつれて市場のボラティリティが異常な動きを示しており、潜在的な恐怖心は拭いきれません。



この底流に流れるものと、それが今後 10 年間の投資に及ぼす影響力についての研究は、ほとんどなされていません。本報告書の主な目的はこの点を明らかにすることです。

本報告書では、以下の五つの重要な問題を取り上げています。

- 欧州と米国の政府は 2008 年の世界的な金融危機後に膨れ上がった債務を削減するために、どのような施策を講じるのでしょうか。
- 新たな投資展望を形成する長期的な変化とはどのようなものなのでしょうか。
- それは世界の投資家の期待にどのような影響を及ぼすのでしょうか。
- さまざまなグループの投資家は変化に対しどのようなアプローチをとるのでしょうか。
- 資産運用会社は、変化に対応しようとする顧客のために何ができるのでしょうか。

資産運用業界は業界全体で、新しい投資期間のあり方を考え、リターンと利回りの変化の荒海を進まなければならないでしょう。そのためには新たなアプローチが必要であり、資産運用会社は顧客がこれに順応し、前向きに進めるよう手助けをする必要があります。

投資家は金利抑制策を恐れているが、レバレッジの解消ペースは緩慢

2013 年は幸先の良いスタートを切りました。相場は上昇し、2008 年のようなメルトダウンの恐れは後退しました。ただし、2009 年のような回復は期待できません。米国と欧州でさまざまな施策が講じられているにもかかわらず、債務削減のスピードは遅く、不完全なものとなるでしょう。

欧州のレバレッジ解消は低金利、インフレ率の上昇、緊縮財政にけん引される見通しです。しかし、緊縮財政はすでに事実上棚上げとなっており、欧州の大半の諸国は不況から抜け出せずにいます。

一方、米国のレバレッジ解消は経済成長、低金利、インフレ率の上昇がけん引する見通しです。景気が回復したことで好循環が生まれ、国内総生産 (GDP) に対する債務比率はすでに低下し始めています。

しかし、調査の回答者は今後 3 年間の進展について依然として慎重な見方を崩しておらず、欧州で大きな進展を見込む回答者はわずか 10%、米国で大きな進展を見込む回答者も 29% に過ぎません。

エグゼクティブ・サマリー 続き

そこで、問題点がいくつか浮かびます。米国では赤字削減で合意に至るのでしょうか。米連邦準備理事会（FRB）の出口戦略は現在の安定化装置を不安定化装置に変えてしまうのでしょうか。

同様に、欧州中央銀行の対応はユーロ圏の弱い銀行を支えるだけなのでしょうか。ユーロ加盟国の政府には、ポピュリストの台頭に抗して不人気な政策を継続する覚悟があるのでしょうか。

中国の新しい指導者は改革を実行するのでしょうか。そして、それによって成長見通しが改善し、資産バブルが回避されるのでしょうか。

このように、市場を左右するのは経済というよりもむしろ政治です。投資家は大きな利益や大きな損失に結び付くような、市場を動かすイベントを警戒しています。

また、「金利抑制策」という長く忘れ去られていた現象の復活も、投資家の懸念するところです。金利抑制策とは、中央銀行が長期間にわたって人為的に低金利を維持し、政府の債務調達を助けようとする場合に生じる現象です。低金利とインフレ率の上昇が組み合わさって公的債務は徐々に目減りするのですが、基礎となるべき資産の購買力低下が危惧されます。

投資家は、過去を参考にすれば少なくとも10年は続くと思われる恣意的な富の再分配で、負け組になることを恐れています。

年金での約束事は書き換えられる

年金での約束事は、取り決めるのは容易ですが、守るのは至難のわざです。年金はいずれ減額されるでしょう。

特に、負債サイドの割引率の低下と資産サイドの収益性低下のダブルパンチを受け、確定給付年金（DB）プランの解散がすべての年金市場で加速します。確定給付年金（DB）プランは長年にわたり赤字が続いており、年平均リターンが6.5%を超えなければ赤字解消のめどが立ちません。これは過去10年間の実績と比較しても非現実的な水準です。

- DBプランは新規加入者の受け入れを停止するだけでなく、既存加入者についても終了するでしょう。
- DBプランのソルベンシーを維持するためには、資本の注入が避けられません。同時に、加入者への年金給付は縮小に向かいます。
- 長寿化に伴って退職年齢の上昇が続きます。母体企業と従業員がリスクを分かち合うデファインド・アンビション・プラン（確定給付年金と確定拠出年金を折衷した年金制度）が間もなく世の中をにぎわせるでしょう。

- 民間部門では、負債管理型投資（LDI）を通じたリスクの漸進的なイミュニゼーションが主要な目標となります。

- 公的部門では、最終的には納税者負担による資本の成長が主要目標となります。

これらの変化に伴って、これまで見られなかった確定拠出年金（DC）プランへの切り替えが行われ、2010年代末までには確定拠出年金（DC）が世界の年金資産の大半を占めるようになるはずだ。

リスクのパーソナル化が進むでしょう。

投資家はリターンに対して高望みをせず、別のゴールを目指す

量的緩和策は簡単には利益に結びつきません。そこには並外れた洞察力と強運が必要です。

量的緩和策によってリスク資産の相対評価が高まり、その「資産効果」によって実体経済が改善し、雇用が創出され、株価収益率（PER）を高めました。この乗数効果は欧州よりも米国で顕著です。しかし、本調査の回答者の考えは分かれています。

- 回答者の40%は量的緩和策を成長回復のカンフル剤と捉えています
- 35%は量的緩和策がインフレを招くと考えています
- 25%は量的緩和策がデフレを招くと考えています

これらの数字は2012年の調査時と比較して改善していますが、その意味するところは明白です。投資家は、急激な改善がない限り、成長やインフレ、またリターンに対する期待を再検討することが必要な新しい時代に入ったと考えています。

投資家は少なくとも2015年までは債券利回りが低いままでであると予想しています。低金利は株式相場の上昇につながる半面、デフレの前兆でもあります。いずれにせよ、継続的な量的緩和の効果が薄れるのに伴い、株式相場はファンダメンタルズに立ち返るものとみられます。

高いリターンこそがすべてという時代は終焉を迎えます。投資家はさまざまな方法を織り交ぜたアプローチを選択するでしょう。慎重さとオポチュニズムが共存します。リターンの追求と同時に、投資元本の保全、インフレ対策、定期的なインカム収入といった別の目標を目指すようになります。

アルファの基準は人によって異なる

今後は、母体企業が負っていた年金リスクを従業員に移す動きが目立ってくるほか、欧米ではリテール市場と退職市場の収束による一本化がみられるでしょう。5年後には、1945年から1965年の間に生まれたベビーブーマーたちの保有する資産がリテール資産の最大75%を占めるようになると思われませんが、彼らの多くは確定給付年金(DB)に加入していません。

ソリューションの基準は人によって異なるでしょう。

確定拠出年金(DC)プランの加入者とリテール市場の参加者は「商品のアルファ」と「ソリューションのアルファ」を徐々に区別するようになります。商品のアルファとは市場を上回ることを意味しますが、ソリューションのアルファは顧客が事前に定義したニーズに応えることを意味します。ソリューションのアルファは今後もイノベーションの核心であり続けるでしょう。

最新の例として、確定給付年金(DB)における負債管理型投資(LDI)、確定拠出年金(DC)におけるライフサイクル型投資、マスマーケットにおける投資助言組込型投資が挙げられます。早期導入者はすでに効果が表れるところまで来ており、導入の遅れた者もそれほど遠くない将来に効果が表れるでしょう。

本調査の回答者の約60%は、今後3年間でこれらがさらに成長すると予測しています。

レガシー資産はソリューション重視の投資に移行します。この新しいトレンドは、巨大タンカーの勢いのように止めることができないでしょう。

今日マイナーだったものが、明日には主流になります。

従来型の投資は、2010年代末には見分けがつかないほど形を変えているはずです。

“我々は組み立てキットの形で車を売っていたようなものです。ベビーブーマーたちは複雑な部分はボンネットに押し込めて、行きたいところに連れて行ってくれる完成車が欲しいのです。”

インタビューからの引用

顧客が勝ち組となるか負け組となるかは、変化に対する資産運用会社の支援次第である

リスクのパーソナル化は大きなマイナス要素をはらんでいます。リスクを管理できない企業から、リスクを理解していない個人へとリスクが移行するためです。

金融リテラシーを高める目的でさまざまな試みを実施されていますが、今日の投資に必要な知識レベルは普通の投資家が会得できるレベルをはるかに超えています。資産運用会社は投資家のおかれた状況をわかりやすく説明する必要があります。投資家は「何もしない」という判断にも金融知識が必要なので、投資助言の仕組みを組み込んだ商品を販売する必要があります。

また、新しい金融展望のなかで活動する資産運用会社にとっては、レバレッジの解消によって生じる課題に取り組むための三つの補完的な対策が極めて重要になります。

- 投資家が債務ダイナミクスから生じるチャンスをつかえるよう支援するための新たな投資能力を開発する必要があります(回答者の67%が同意)
- 顧客のニーズや負債状況、リスク許容度をよく理解するために顧客との関係を深める必要があります(60%が同意)
- 利益との整合性を高めて、目的に合致した商品を価値に見合った手数料体系で販売する必要があります(45%が同意)

概して、レバレッジ解消の影響は長く続くでしょう。これについては、次の8つのテーマで深く掘り下げていきます。



2 | 本報告書の概要

“信用危機がターニングポイントとなりました。信用危機が引き起こした変化は、長期的には投資家にプラスとなります。”

インタビューからの引用

要旨

前章では、五つの主要なメッセージを通じて調査結果を述べました。

本章では、8つの中核的なテーマを通して本報告書の概要を説明します。

調査結果の背景を説明し、裏付けとなるデータを提供します。

テーマ1:

レバレッジ解消のダイナミクスの特徴は「ジレンマ」

2008年の金融危機以降、世界の金融市場は欧州と米国の債務危機に大きく影響を受けています。マクロ的考察がミクロ要因よりはるかに重要です。

欧州と米国で進むレバレッジの解消は、公的債務の削減にとどまらない大きな流れの一部です。リーマンショック以降、銀行の損失が国有化されたことによって、金融問題が構造問題に変化しました。巨額の財政赤字を抱えた政府は信頼を失い、成長を損ねています。その結果として行われた歳出削減によって事態は悪化しています。

経済成長率が1990年から2007年の平均水準を維持できていたとすれば、GDPは2013年までに15%程度増えたはずであり、したがって税収も15%程度増えたはずですが、緊縮財政や財政改革は短期的には逆効果でした。しかし、そうでなくとも投資家は金利抑制策を恐れています。

したがって、政府は債務削減策として五つの要素を組み合わせるでしょう(図2.1)。欧州では、公共支出の削減、低金利、財政改革に主眼が置かれます。米国では経済成長、低金利、インフレ率の上昇が推進力となります。

米国では住宅市場や労働市場が回復し、エネルギー生産量も回復しており、経済のファンダメンタルズは良好に見えます。財政赤字はすでに縮小に向かっており、米国経済は間もなく「脱出速度」に達するかのようになります。プラス方向のサプライズが期待できます。

2008年の金融危機後に世界経済をけん引したのは新興国市場でした。2011年の相場下落以降は米国がけん引役を担っています。しかし、米国の経済成長率は2%程度であり、自国の財政赤字を大幅に縮小するほどの強さはありません。

債務上限や「財政の崖」を巡る政治的空白にもかかわらず、米国が景気の二番底をどうにか回避できたことは、米国経済に回復力が備わったことを証明しています。長期的な財政改革計画がいまだにまとまらない事実は、政治の停滞が続いていることを示しています。FRBが動いた後も現在の相場の上昇が続くのか、投資家は判断できずにいます。

一方、欧州は緊縮財政と財政改革という、なかなか進展しない課題によって引き起こされた悪循環から抜け出せません。この二つの課題はいずれも成長、雇用、税収に関係します。ただ、ドイツ、オランダ、スウェーデンだけは悪循環を回避しています。欧州の景気回復は一様でなく、政治の失策やマイナス方向のサプライズをはらんだものとなるでしょう。

調査の結果、世界経済の回復は回復速度の遅い欧州と速い米国・新興国市場の二つに分かれることが見えてきました。ただし、速い回復速度であっても、経済成長は過去の平均を下回ります。中国、台湾、韓国などの諸国はニケタ成長が長く続いた後、先進国に仲間入りしつつあります。インド、ブラジルなどは構造的な問題に直面しており、ガバナンス改革が必要です。このため、オーストラリアやカナダなど主要なコモディティ輸出国の成長は平均を下回るでしょう。主要市場(欧州と米国)がレバレッジの解消と格闘していますが、難を来すでしょう。

インタビューからの引用:

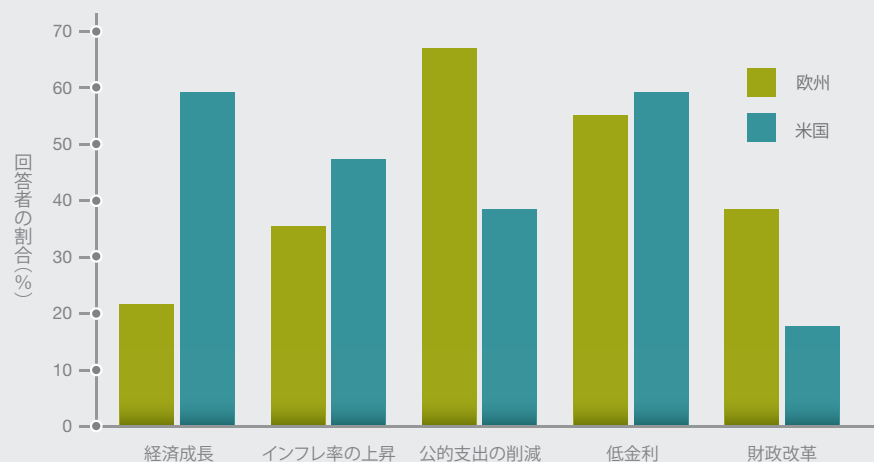
「欧州の人口は世界の7%にすぎませんが、生産高は25%、社会福祉支出は48%を占めています。」

「米国の医療関連予算はGDPの18%に達しており、OECD諸国の平均より8ポイントも高くなっています。」

「インフレは、紳士的なやり方で政府の約束を反故にするようなものです。」

図 2.1

米国と欧州の政府による債務削減策として、今後3年間で最も可能性の高い政策手段



出典: プリンシパル・グローバル・インベスターズ / CREATE-Research 調査報告書 2013
(Principal Global Investors / CREATE-Research Survey 2013)

テーマ1 続き

今後3年間に政府による債務削減が大きく進むかどうかを質問したところ、ここでも回答者の評価は米国と欧州で分かれました。

欧州に関しては悲観的な回答が多数を占めました。

- 「そう思う」12%
- 「おそろくそう思う」19%
- 「そうは思わない」39%
- 「わからない」30%

米国に関しては慎重ながらも楽観的な回答が多数を占めました。

- 「そう思う」30%
- 「おそろくそう思う」23%
- 「そうは思わない」18%
- 「わからない」29%

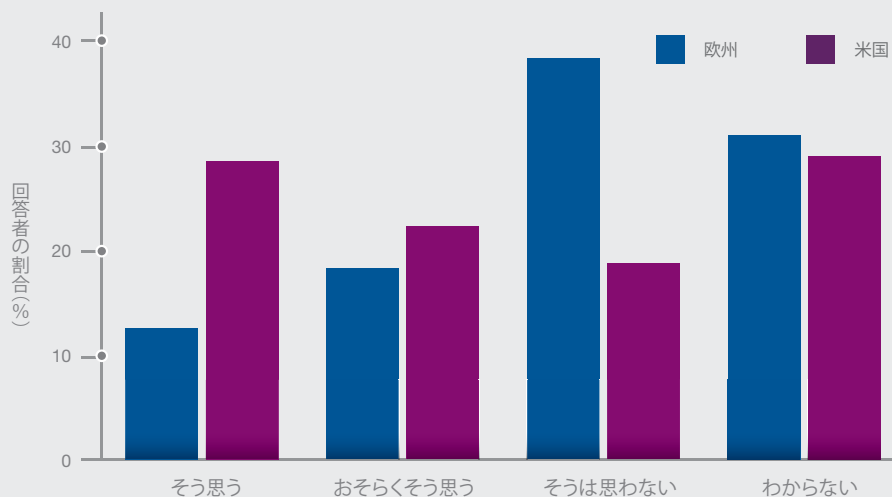
この数字の裏側にはいくつかの重要なポイントが隠れています。

まず、2008年の金融危機の原因となった過剰なレバレッジは20年かけて積み上げられたということです。わずか5年で元通りになるはずがありません。ポピュリストの銀行に対する感情的な怒りを買うので、一般国民に影響が及ぶような改革の実行は難しくなっています。選挙でも高齢化に伴う社会福祉費用の増大が真剣に議論されるようになりました。それでも、ギリシャ、アイルランド、イタリア、ポルトガルといった欧州連合(EU)周辺国では一定の進展が見られました。

二つ目は、世界的惨事を中央銀行が食い止めているということです。しかし、これは財政改革の代わりにはなりません。すべてのOECD諸国では金融危機の前から、医療、福祉予算、労働市場、国の競争力などが人口動態の変化によって大きく影響を受けていました。しかし、金融危機への対応を迫られたため、政治の関心は重要な課題から緊急の課題に移りました。

図 2.2

今後3年間に米国と欧州の政府による債務削減は大きく進むと思えますか？



出典:プリンシパル・グローバル・インベスターズ/CREATE-Research調査報告書2013
(Principal Global Investors/CREATE-Research Survey 2013)

三つ目は、中央銀行は自ら評価を落とすリスクを負っているということです。FRB、イングランド銀行、日本銀行、スイス中央銀行の量的金融緩和政策は史上最大の政策実験であり、本質的には未知の領域に足を踏み入れるものです。この結果、景気は大幅に回復するかもしれませんが、10年間停滞するかもしれません。

中央銀行はリスク資産の需要を刺激するという初期の目的を達成しました。成長と雇用の増加につながる持続的な「資産効果」を生み出せるかどうかはまだわかりません。旧来の貨幣乗数の効果は低いと思われます。

好材料が出てきたものの、欧米でサプライサイド改革が金融刺激策を補完しない限り、背後の不安は消えないでしょう。

インタビューからの引用:

「投資家は実体経済の回復を確認するまでは万一の用意を怠らないでしょう。」

「中央銀行の持ち札は多くはありません。政府のために時間を稼いではいますが、ゲームに勝ったわけではありません。」

「政治家は先延ばしをやめて現実的な赤字削減計画を実行するでしょうか?」

テーマ2:

2008年の金融危機と超低金利は年金プランにとって最後の 一撃となった

相場下落、超低金利、時価評価ルール、高齢化が致命的な組み合わせとなり、確定給付年金 (DB) プランは母体企業にとって非常にコストのかかる制度となりました。

確定給付年金 (DB) プランは新規加入者の受け入れを停止するだけでなく、母体企業が確定拠出年金 (DC) プランに切り替えるのに伴って既存加入者についても終了しています。今回の調査では、資産運用会社の63%、年金プランの56%が今後確定給付年金 (DB) プランの解散ペースが加速すると予想しています。

2010年代末には確定給付年金 (DB) プランは公的部門に残るのみとなるでしょう。カナダや日本、オランダ、韓国など確定給付年金 (DB) が大半を占める国でも、年金給付に応じることは難しくなっています。

年金プラン全体のうち積立水準が100%を超えるものは24%にすぎません (図2.3左グラフ)。ちなみに2011年の本調査での割合は40%でした。比率の低下は負債サイドの割引率の低下と資産サイドのリターン低下が原因です。

年金プランの継続に必要な年間リターンは、2010年代の低金利環境においては簡単には達成できないように思われます (右グラフ)。年金プランの81%は5%超、残りの19%は8%超のリターンが必要だと回答しており、この目標は過去10年間の実績と比較すると過大に思われます。一般的に年金プランの赤字幅が大きいほど高いリターンが必要になるため、プランの解散以外にも単発の調整が多数行われています。

民間部門では、任意の物価スライド制、退職年齢の引き上げ、加入者拠出金の引き上げが見込まれます。

また、母体企業が現金を注入して積立水準を引き上げ、負債管理型投資 (LDI) を通じたリスクの最小化を目指す動きがみられるでしょう。民間部門では今後も年金パイアウトが最終的に注目されています。

公的年金プランは引き続き年金債務ではなく年金資産をベンチマークとするでしょう。納税者頼みでリスクを拡大するか、赤字回復期間を延長するでしょう。ただし、公的年金プランもいずれ窮地に陥り、市場ベースの割引率で将来の年金債務を計算せざるを得なくなります。日本、韓国、米国ではすでにそれが現実化しています。

全体として、年金プラン全体の約25%は2020年までに負債管理型投資 (LDI) に向かうとみられます。リスクを拡大する年金プランとリスクを軽減する年金プランが半々程度となるでしょう。

確定給付年金 (DB) の展望は変化し、元には戻らないでしょう。

インタビューからの引用:

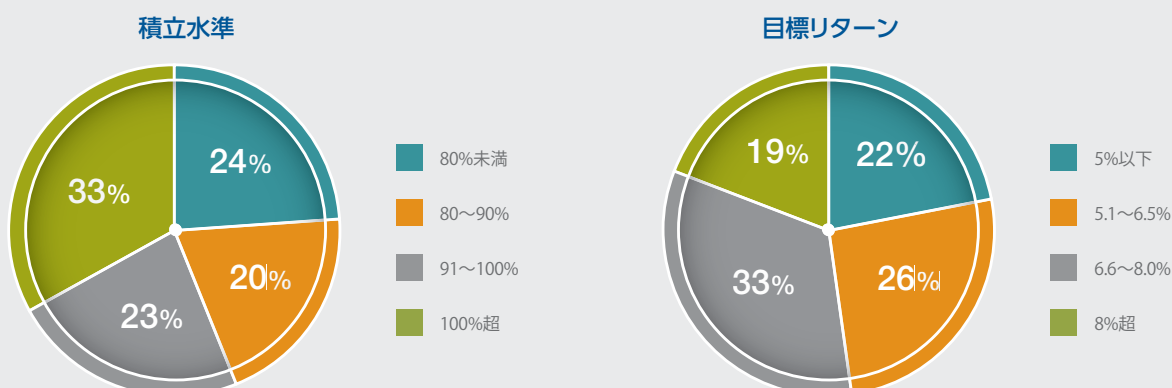
「米国の州年金プランの一部は赤字の回復期間を60年としています。それほど積立水準が低いのです。」

「確定給付年金 (DB) プランの資金流入率は一桁台で、流出率は二桁台です。」

「レバレッジの利用や積極的なリスクテイクを行わない限り、5%を超えるリターンはまず得られません。」

図 2.3

貴 DB プランの現在の積立水準はどの程度ですか？ また、長期的な資金ニーズに応えるために必要な年間トータル・リターンはどの程度ですか？



出典:プリンシパル・グローバル・インベスターズ/CREATE-Research調査報告書2013
(Principal Global Investors/CREATE-Research Survey 2013)

テーマ3:

新たな分散投資で確定給付年金は複数のゴールを目指す

2008年以降、過去に例を見ないボラティリティの増大と超低金利に直面した確定給付年金(DB)プランは、リターンを目標とする旧来型の分散投資から最終ゴールを目指す分散投資へと舵を切っています。この新たに出現しつつあるアプローチは、動的な投資を通じて市場のさまざまな局面で相関を最小化することを目指しています。

この新たなアプローチは過去の手法から発展しました(図2.4)。1990年代の確定給付年金(DB)プランは株式のウェイトを高めた教科書的な資産配分を行っていました(一番左のボックス)。

しかし、2000年から2002年にかけての株式相場の低迷で損失を被り、オルタナティブ投資やエキゾチック・ベータへの切り替えが進みました。エキゾチック・ベータはコモディティ、森林、通貨、上場投資信託(ETF)といった新規分野を対象としました(左から2番目のボックス)。しかし、2008年の損失を受け、またもや再考を迫られました。

その結果、2010年代初めには、アルファとベータ、オポチュニティ投資と長期投資、リスク拡大とスマート・リスクという三つの区分でポートフォリオを分ける手法が出現しました(左から3番目のボックス)。はじめの二つは2000年代に出現したのですが、三つめは2010年代になって急速に台頭しました。これによって、年金プランは積立不足の解消手段として三つの選択肢を手に入れました。

積立不足を解消するための選択肢

一つ目の選択肢は高利回り資産に投資することでリスク領域を広げ、リスクを引き上げるといった方法です。二番目は、市場の指標を使って時価総額加重から逸脱したスマート・ベータを創出し、割安なアルファを実現することにより既存のリスク・バジェット(リスク許容量)からより多くのリターン

を得るといった方法です。三番目は、特定目的のポートフォリオのリターンを高めるためにリターンの見込めないリスクをヘッジし、さまざまな資産を活用して負債管理型投資(LDI)を行う方法です。

そこから発展し、手段(左から3番目のボックス)と目的(1番右のボックス)が明確に区別されるようになりました。目的とは、投資元本の成長、高配当、定期的なキャッシュフロー、高い流動性、インフレ対応の5項目です。図2.4に示した比率は例示であり、絶対的な数値ではありません。米国と欧州の大規模な年金がこれらに該当します。

また、一部の年金プランは負債管理型投資(LDI)に段階的変化の仕組みを提供するヘッジ・ポートフォリオを持ち、スマート・ベータを広く活用したり、資産配分にリスク要素を活用する年金プランも見受けられます。

この結果重視の投資は、民間部門と公的部門のすべての年金市場です。導入されつつあります。このコンセプトは欧州で生まれましたが、欧米ではすでにカナダや米国に普及しつつあるほか、アジア太平洋地域でもオーストラリアや日本で広がっています。

インタビューからの引用:

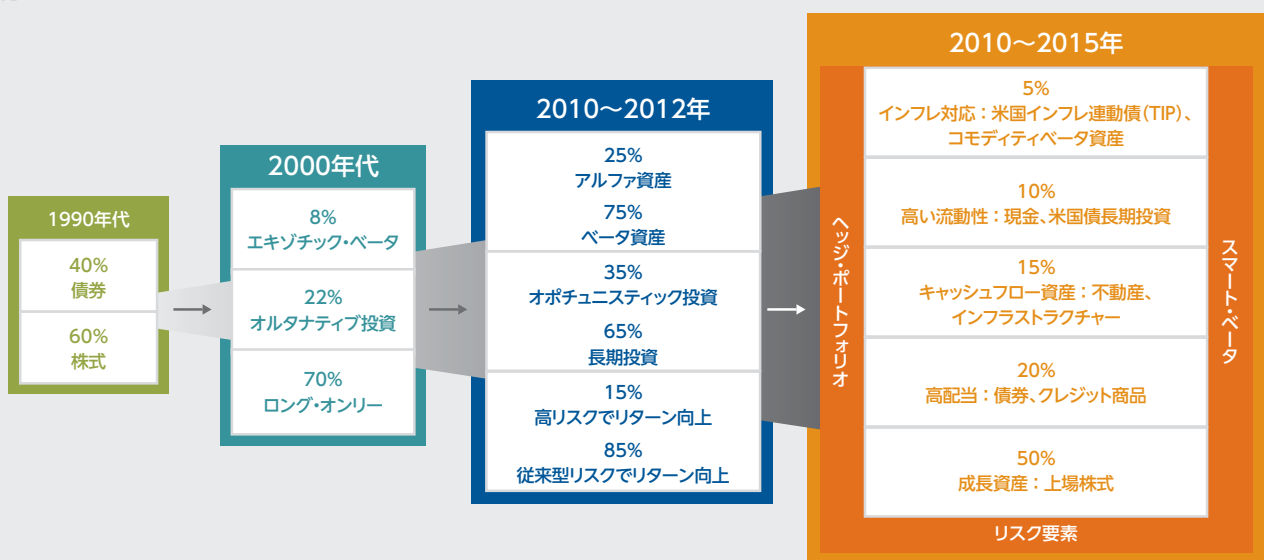
「当年金の株式投資の約80%は従来型のインデックス・ファンドとスマート・データで占められています。」

「投資家は世界の金融システムの安定性に対する懸念を高めており、リターンを犠牲にして安全を選んでいきます。」

「年金の支払時期が来れば、日常的なニーズを満たすために定期的なインカム収入とインフレ対策が必要になります。」

図 2.4

DBプランは今後3年間に静態的な資産配分から動的な資産配分へ、また、資産重視から負債とのマッチングへとどのように移行していくでしょうか？(総資産の比率)



テーマ4:

リスクのパーソナル化はソリューションのアルファの新時代到来を告げている

どの年金市場でも政府は退職給付の引き下げに目を向けています。企業も膨れ上がる年金債務を取り去ってバランスシートリスク軽減を図っています。保険会社は低金利と長寿化を受けて年金市場から撤退しつつあります。つまり、リスクのパーソナル化が進行しています。個人が退職プランのあらゆるリスクの矢面に立たざるを得なくなり、より長く働き、一段と貯蓄に励み、一層節約しなければならないようになってきました。

このトレンドの裏にはソリューションのアルファの出現があります。ソリューションのアルファとは市場を上回るリターンを目指すものではありません。これは曖昧なもので、コストもかかります。ソリューションのアルファは投資家のニーズに合った具体的な結果を目指すほか、退職後のポートフォリオに大きな打撃となる「リターンの順序」リスクの回避を目指します。退職後の早い時期にポートフォリオに大きな損失が出ると、後で損失を取り戻すことは非常に難しくなるためです。

以前の投資家は、高いリターンを上げれば最終的な（しかし数値化されていないことが多い）退職後のニーズ等を満たせるだろうとの考えから、高いリターンを追求しました。しかし、この考えは1990年代の強気相場でしか通用しませんでした。その後の2度にわたる手痛い相場の下落により、リスク回避とソリューションのアルファが同等に重視されるようになりました（図2.5）。

まず、確定給付年金（DB）の負債管理型投資（LDI）は他領域の投資家にも普及しました。確定拠出年金（DC）のターゲット・デット型ファンドや、マスマーケット向けの分散配当ファンドがその例です（図2.5）。これらに

代表される商品のソリューションのアルファは、主にマルチ・アセット・クラスと動的な投資に基づくベータを通じて、事前に定めた結果を目指します。さまざまなスタイル・ボックス（投資スタイル）や資産クラスにまたがり、あらかじめ組み込まれたリスクツールや明確な目標アルファを用いる場合もあります。それらを構成する要素は複雑です。

これを早々と導入する人は市場の各セグメントで増えています。人口動態の変化や超低金利といった要因のほか、投資家の弱点を突いた「ナッジ（誘導）」によって、図2.5下段の三つのボックスに挙げたファンドに移行するDB資産は今後ますます増えるとみられます。

BRIC諸国においても今後は長期投資を通じた退職プランの推進が金融教育の主目的となります。個人投資家はモメンタム投資で短期的に利益を追求したばかりに手痛い損失を被りました。インドとインドネシアを除き、投資手法は今後も人口の高齢化によって変化していきます。

ソリューションのアルファの時代がやってくるでしょう。

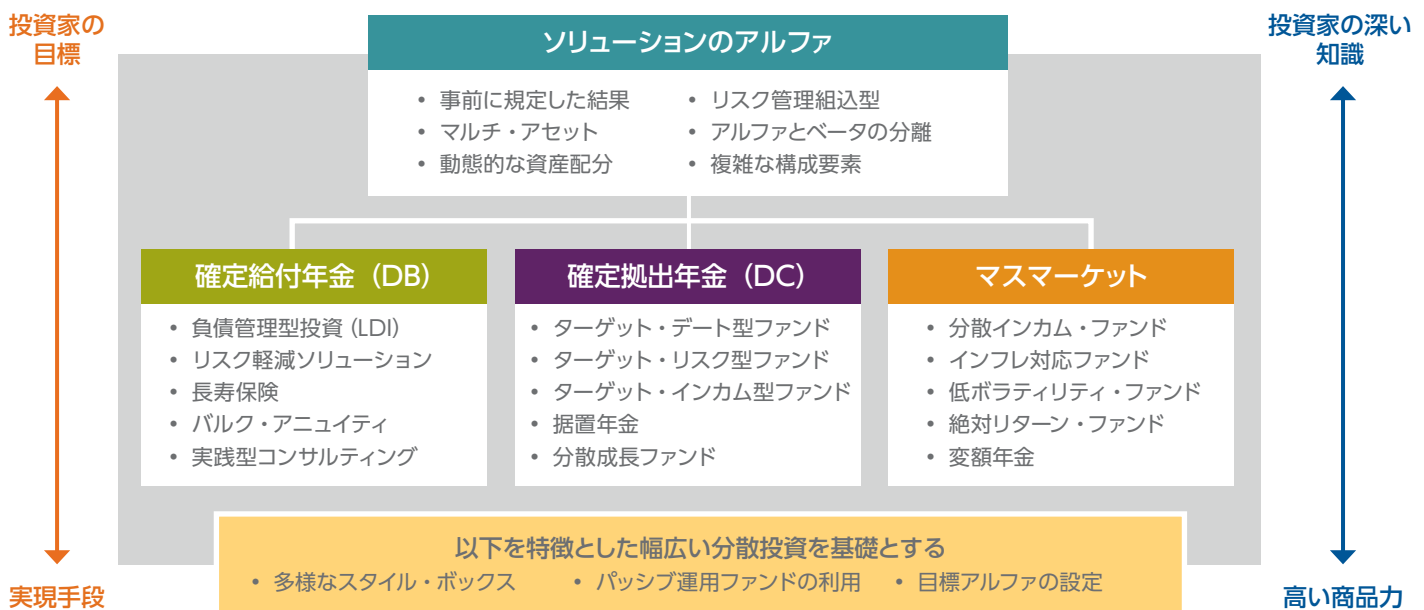
インタビューからの引用:

「退職者の蓄えが債券の場合、インフレは見えない税金です。」

「米国では毎日1万人、欧州では1万4,000人が退職しています。」

「アルファを管理するよう見せかけてベータを操る者の居場所はありません。投資家は気づいています。」

図 2.5 ソリューションのアルファとは何でしょうか？ また、3種の主要投資家グループにとってどのような形をとるのでしょうか？



テーマ5:

確定拠出年金 (DC) 市場には、新たな非常に大がかりな革新の波

現在、世界の年金資産は約 30 兆米ドル規模に達し、この 43% を確定拠出年金 (DC) が占めています。確定給付年金 (DB) プランの解散が加速するのに伴って、2010 年代末にはこの比率が 60% を超えるとみられます。

確定給付年金 (DB) にも優れた特長が多数あり、これらを捨ててしまうのではなく、次世代の確定拠出年金 (DC) 向け商品に生かすべきだ、という考え方は一般的です。

では実際にどの程度行われているかを質問したところ (図 2.6)、資産運用会社と年金プランは次のように回答しました。

- 資産運用会社の 71%、年金プランの 58% が「ある程度」と回答。
- 年金プランの 40% が「全くない」と回答。

優れた特長とは次のようなものです。

- 退職後の資金ニーズが明確
- 拠出率が高く、かつ現実的
- 年金積立局面から年金受取局面に資産がスムーズに移行する
- 最初から退職後の収入基準を目指す簡易的な負債管理型投資 (LDI)
- 複数ソースのリスクプレミアムから利益を得る幅広い分散投資
- 周期的な価格の非効率性から利益を得る動的な資産配分

最近のイノベーションの中心はライフサイクル型投資です。ライフサイクル型投資はすべての DC 市場で隆盛で、上記のいくつかの特徴を備えているほか、退職前と退職後のギャップをなくしています。

また、いわゆる「90-10-90」戦略を採用する年金プランも見られます。これは自動加入による年金プラン加入率が最低 90%、自動的な掛金引き上げによる据置利率が最低 10%、資産配分の段階的変化があらかじめ決められた、ターゲット・デート型ファンドのような投資助言組込型商品に

加入者の最低 90% が投資する、というものです。

また、一部の年金プランは従来型の固定利付資産を資産指定のない据置年金プールに入れ替えることでターゲット・デート型を変化させ、退職後の毎月の収入を保証する形にしています。

ターゲット・インカム・ファンドという一段と野心的なコンセプトを採用している年金プランもあります。これは重点を資産の最大化から次の 5 項目のニーズに基づく負債とのマッチングに変化させたものです。

- 収入
- インフレ対応
- 投資元本の保全
- 医療
- 遺産相続

短期的なリターンよりも人生設計を重視し、退職後の目標が達成できないことを最重要のリスク尺度としています。

確定給付年金 (DB) 市場と同様に、確定拠出年金 (DC) 市場でも、すでにソリューション重視の投資を早々と採用している人がいます。オーストラリアやオランダのように信託銀行が年金市場を主導する国でも、遅れて導入する人たちが現れる頃には DC 年金資産の移行が進むでしょう。ブラジル、香港、シンガポール、南アフリカではすでに関心の兆しが現れています。

インタビューからの引用:

「ライフサイクル型ファンドは退職前と退職後の両局面を合わせた全体的商品に変化するでしょう。」

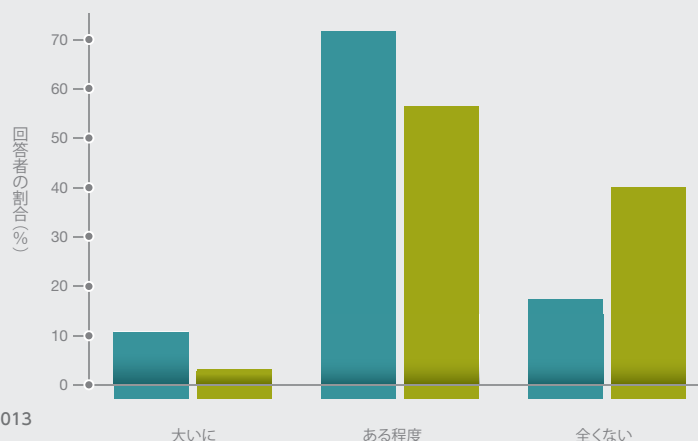
「ターゲット・インカム型ファンドはオーストラリアの投資家にとって非常に有望です。」

「投資助言組込型商品がなければ確定拠出年金 (DC) も確定給付年金 (DB) と同じ道をたどるでしょう。」

図 2.6

全体として、あなたの国で販売されている確定拠出年金向け商品は現在、確定給付年金 (DB) の優れた特長をどの程度備えていますか？

- 資産運用会社
- 年金プラン



出典:プリンシパル・グローバル・インベスターズ / CREATE-Research 調査報告書 2013 (Principal Global Investors / CREATE-Research Survey 2013)

テーマ6:

株式、クレジット商品、不動産は魅力的であり続ける

世界的に市場の持続的回復が実現するためには、米国の政治・経済両面の進展が欠かせないと考えられます。

ソリューションのアルファは確定給付年金 (DB) と確定拠出年金 (DC) の投資の基調を左右します。その一連のプロセスの中で、投資家は短期的なオポチュニズムと中期的な資産配分とで線引きを行います (図 2.7)。

確定給付年金 (DB) プランがディストレス債券、上場投資信託 (ETF)、ハイ・イールド債、コモディティ・ファンド、小型株の 5 種類の資産クラスを使ってオポチュニティ投資を行うと予想する回答者はそれぞれ 33 ~ 49% です (左上の表)。

また、確定給付年金 (DB) プランがグローバル株式、不動産、従来型のインデックス・ファンド、新興国株式、新興国債券、オルタナティブ・クレジットの 6 種類の資産クラスに配分すると予想する回答者はそれぞれ 44 ~ 56% です (右上の表)。

政策面での課題が片付けば株価収益率は上昇します。短期的には、利回りの追求傾向が強まるにつれ、不動産とオルタナティブ・クレジット (シニアローン、商業用不動産ローン、プライベート・エクイティの「セカンダリー」等) に大量の資金が流入すると見込まれます。この二つは債券の特徴と株式に似たリターンを併せ持つ「クロスオーバー」資産と考えられています。

一方、確定拠出年金 (DC) プランが ETF、アクティブ運用ファンド、分散成長ファンド、インデックス・ファンド、カスタマイズ投資プランを用いた

オポチュニティ投資を行うと予想する回答者はそれぞれ 15 ~ 42% です (左下の表)。

中期的な資産配分に関しては、確定拠出年金 (DC) プランがバランス型ファンド、従来型のインデックス・ファンド、ターゲット・デット型退職ファンド、アクティブ運用ファンド、ターゲット・インカム型ファンドに資産配分すると予想する回答者はそれぞれ 47~63% です (右下の表)。ニューマネーの多くはターゲット・デット型ファンド、ターゲット・インカム型ファンド、ターゲット・リスク型ファンドの 3 種のライフサイクル投資に流入するでしょう。

確定給付年金 (DB) プランと確定拠出年金 (DC) プランのいずれも、リターンは主としてベータとコストで決まると考えています。ETF は低コストで流動性の高い選択肢であるうえ、スマート・ベータによる超過リターンの実現も可能だと捉えられています。

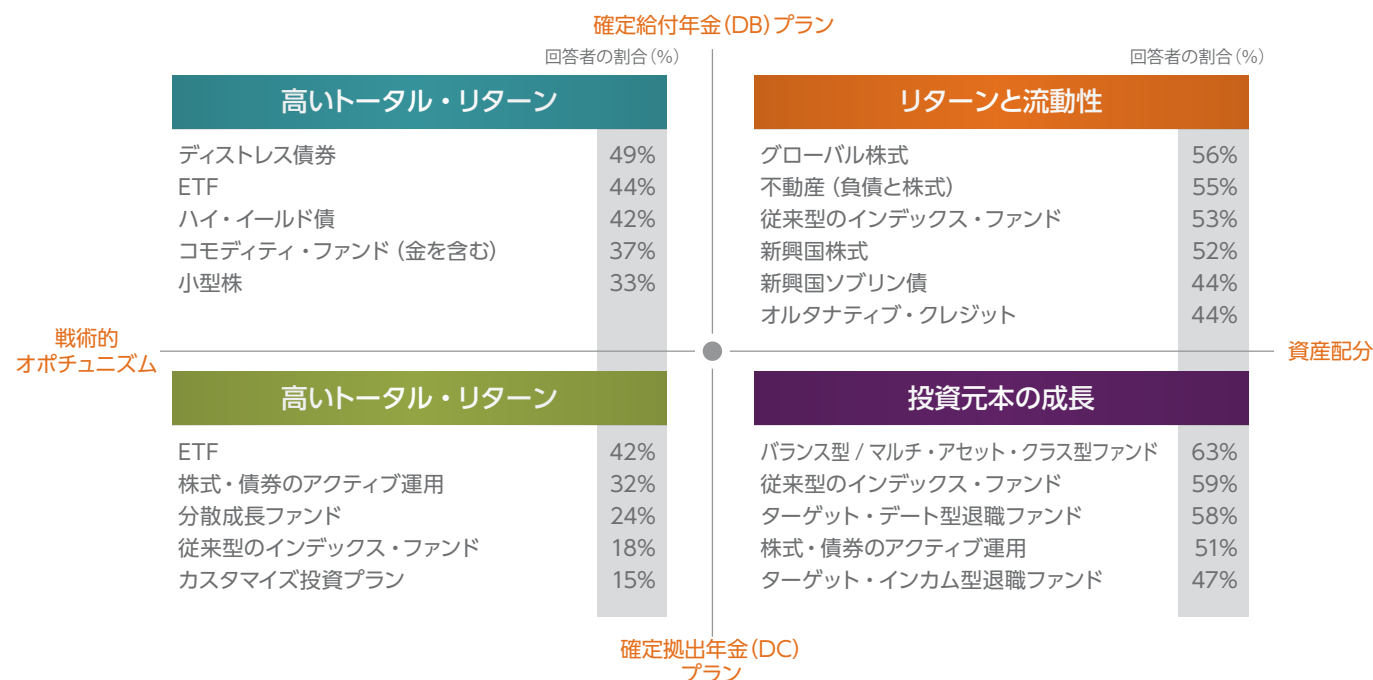
インタビューからの引用:

「中央銀行の行う、歴史的に見ても極めて異例の政策実験で、最も恩恵を受けるのは株式です。」

「株式は企業利益の支払いを要求するものですから、実体経済の動きから大きくかけ離れるはずはありません。」

「不動産とクレジット商品への関心が高まるにつれ、債券への関心は低下するでしょう。」

図 2.7 年金プランが短期的なオポチュニズム目的と中期的な資産配分目的に選択する可能性が最も高い資産クラス



出典: プリンシパル・グローバル・インベスターズ / CREATE-Research 調査報告書 2013 (Principal Global Investors / CREATE-Research Survey 2013)

テーマ7:

マスマーケットにおける投資の特徴は欧米の損失回避とアジアの高利回り追求

欧米では、5年後には1945～1965年の間に生まれたベビーブーマー世代がリテール資産の最大75%を占めるようになり、マスマーケットと退職市場の一本化が加速します。退職者と退職間際の世代はいまだに2000年代の多額の損失を抱えています。債券を見ても、現在の低金利環境と長寿化は厄介な組み合わせです。金利が低下してデフレ環境は静かに長期化しており、ソリューションのアルファへの動きが加速しています。

個人投資家がETF、テーマ型ファンド、アクティブ運用ファンドを通じてオポチュニティ投資を行うと予想する回答者はそれぞれ36～48%です(図2.8左上の表)。

新興国市場ではオポチュニズムが隆盛となるでしょう。その代表例が中国の理財商品です。投資家は高利回りを追求するあまり、このような影の銀行システムの正体のよくわからない商品に手を出します。この商品は2007年以前に米国で見られたサブプライム・ローンを切り刻んだような証券に似ています。

資産配分に関しては、個人投資家が配当重視型ファンド、アクティブ運用ファンド、インデックス・ファンド、元本保全型ファンドに配分すると予想する回答者はそれぞれ50～65%です(右上の表)。今後も「慎重」が欧米の個人投資家の合言葉となるでしょう。

富裕層に目を転じると、アジアの富裕層はオポチュニティ投資を通じて絶対リターンを追求します(左下の表)。一方、欧米の富裕層は多様な資産クラスを通じて複数の目標を目指します(右下の表)。複数の目標とは、投資元本の保全、投資元本の成長、定期的なインカム収入、インフレ対応、大きな損失の回避などを指します。

個人投資家と富裕層がソリューション重視の投資に移行する場合、従来型のインデックス・ファンドやETFといったパッシブ運用の活用が増えるでしょう。

ただし、特にETFの利用が増えると、価格発見メカニズムが歪曲する、資産クラスの相関性が高まる、時間加重収益率と金額加重収益率の乖離が見えにくくなる、といった点が懸念されます。

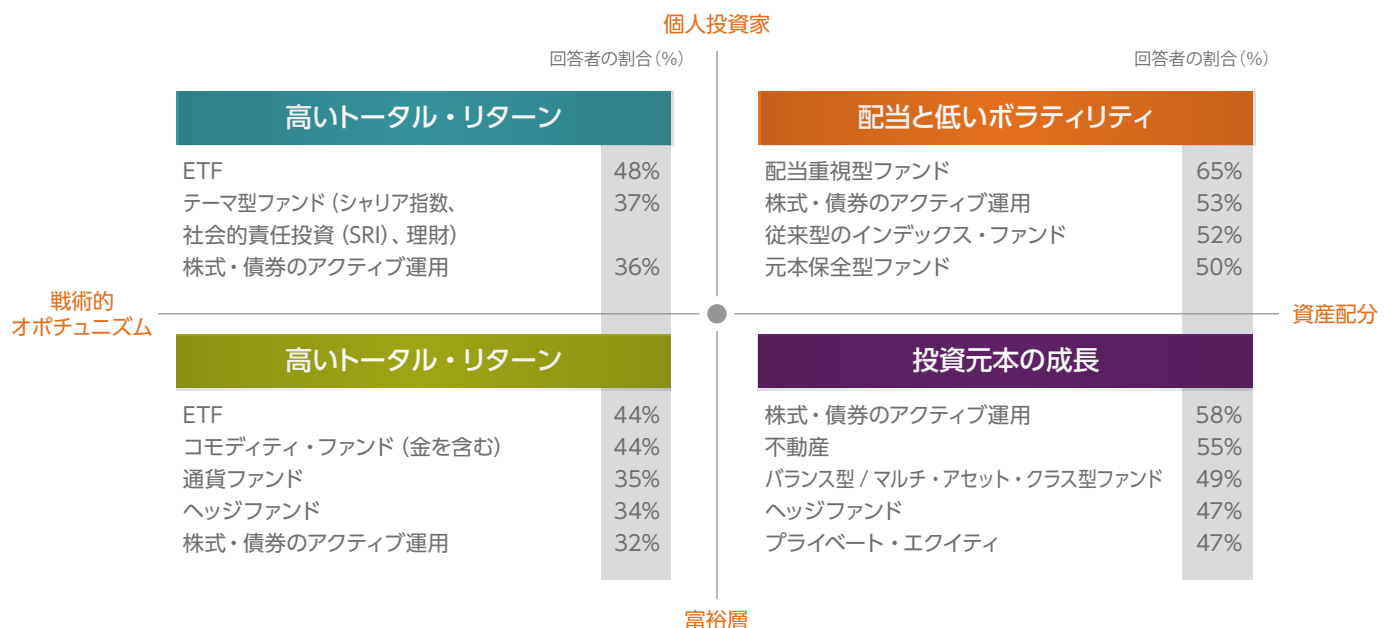
インタビューからの引用:

「30%の価格変動に耐えられないならば中国株に投資すべきではありません。」

「アジアでは高利回りを過度に追求しており、2008年の金融危機前のサブプライム・ローン証券のときに似ています。」

「個人投資家の大半は『失われた10年』を繰り返す余裕がありません。DBプランに加入しておらず、蓄え以上にリスクを抱えているためです。」

図 2.8 マスマーケットの投資家が短期的なオポチュニズム目的と中期的な資産配分目的に選択する可能性が最も高い資産クラス



出典:プリンシパル・グローバル・インベスターズ / CREATE-Research調査報告書2013 (Principal Global Investors/CREATE-Research Survey 2013)

テーマ8:

資産運用会社が関係の薄い販売会社から信頼される助言者になるためには、営業とソート・リーダー（実践的先駆者）的立場を区別する必要がある

市場は、ファンダメンタルズに基づく価値決定要素から切り離された状態が続いています。そして、多くの人が投資を「敗者のゲーム」と見ています。すなわち、最良の戦略を持つ者が勝つのではなく、最も失敗の少ない者が勝つという意味です。

失敗の範囲は広く、特に量的緩和策の影響について明確なコンセンサスがないうち35%は、量的緩和策がインフレを招くと予想しています。一方、低金利によって財政が緩み、金融セクターの存続能力が低下するため、デフレを招くと予想する人も30%に上ります。残りの35%は量的緩和策を成長回復と改革推進のためのエンジンだと考えています。

投資家は資産運用会社に対し、ソリューションのアルファを取り入れ、三つの領域で付加価値を提供することを望んでいます（図2.9）。

三つの領域の一つは、投資能力です。資産運用会社は債務ダイナミクスと、そこに隠れた落とし穴やチャンスについての理解を深める必要があります。また、バーゼルIIIに伴って銀行がクレジット分野から撤退するため、クレジット分野に投資機会を作り出す必要があります。さらに、統合的なソリューションを提供することが必要です。

二つ目の領域とは、顧客との関係を深めることです。資産運用会社は顧客のニーズとリスク許容度を理解する必要があります。また、リターンに

関する非現実的な主張を避け、現在の異常な環境下で実現可能なことと、実現不可能なことに対する顧客の期待を管理することが必要です。また、顧客に定期的にフィードバックを求め、それに対応すべきです。

三つ目の領域は、利益の整合性です。資産運用会社は共同投資を推進し、実績主義的なインセンティブ体系を採用し、他社に倣った商品をやめ、先を見越した投資のアイデアを提供する必要があります。リスクモデルの改良は特に強く求められます。

現代のリスクモデルの多くは、極端なイベントに対応していない、ある期間のリターンが翌期間のリターンに影響するような経路依存性に対応していない、投資家自身の行動の結果に対応していない、市場の混乱期に保護策となるリスク要因に対応していない、といった問題点があります。

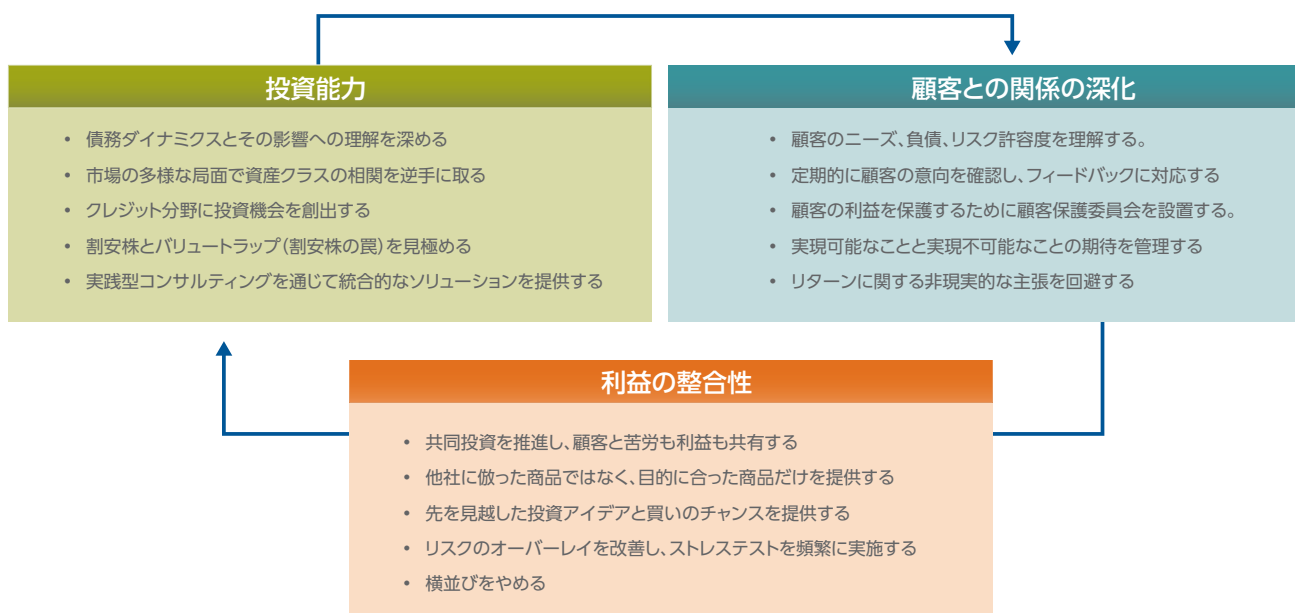
インタビューからの引用:

「市場がファンダメンタルズに従って動くようになるまでは、基本的な相関性は回復しないでしょう。」

「投資家がリスクベースの分散に移行すれば、資産運用会社のリスクモデルは大幅な変更が必要です。」

「技術の進歩でリスクの測定は改善しましたが、リスクの理解は進んでいません。」

図 2.9 顧客にソリューションを提供するために資産運用会社が行うべきこと





3 | リスクのパーソナル化

“人々はより長く働き、一段と貯蓄に励み、一層節約しなければなりません。年金をめぐる状況は元には戻らないでしょう。”

インタビューからの引用

DB から DC への移行を推進するために資産運用会社がすべきこと

要旨

欧州と米国では膨れ上がった政府債務を縮小するために、量的緩和をはじめとするさまざまな政策手段が実施されています。これらは成長を刺激しつつ、レバレッジを解消することを目的としています。いずれにしても世界の確定給付年金 (DB) と確定拠出年金 (DC) に予想外の副次的効果を及ぼしています。

このことを背景として、本章では次の質問の答えを明らかにしていきます。

- 今後 3 年間に資本市場を左右する要因とは何でしょうか。
- 見えてきた市場のダイナミクスは DB プランにどのような影響を及ぼすでしょうか。
- DB プランへの圧力を和らげるために資産運用会社は何をしていますか。または何を予定ですか。
- DB プランの優れた特長をどのように DC プランに取り入れていますか。
- リスクのパーソナル化に伴って資産運用業界はどのように形を変えていきますか。

これらの質問に対する調査結果を次の「重要な調査結果」で説明していきます。

重要な調査結果

市場を左右する要因

市場を左右する要因は大きく二つに分類できます。

一つは、欧州と米国の成長回復を目的とする政策です。この政策でリスク資産の価格は上昇すると期待されています。しかし、株式市場の緊張が緩むことはないでしょう。なぜなら、量的緩和によって必要な改革を実行するチャンスが生まれても、欧州と米国の政治家がそのチャンスを再度見逃す恐れがあるためです。

もう一つは、高齢化と主要な年金市場における確定給付年金 (DB) プランから確定拠出年金 (DC) プランへのパラレルシフトです。これは一般的に債券と不動産にプラスに働くでしょう。

総じて、投資家には明るい兆しが見えています。しかし、彼らは政治が動かないことにより再びボラティリティが高まる可能性や、中央銀行の過剰な通貨供給を原因としたインフレを懸念しており、その中でも最も恐れているのは金利抑制策です。量的緩和策には並外れた洞察力と強運が必要です。投資家自身は収益見通しの引き下げと、商品からソリューションへの転換、欲しいものから必要なものへの転換を迫られています。

確定給付年金 (DB) プランへの影響

ほぼすべての年金市場で確定給付年金 (DB) プランの解散が加速するでしょう。

DB プランは積立不足が続いており、これを解消するには年平均 6.5% 超のリターンが必要ですが、これが達成困難な水準であることは過去 10 年の結果から明らかになっています。過剰なレバレッジや過大なリスクを負わない限り、当面この達成が見込める DB はほとんどありません。DB プランは今後も加入者への年金給付を縮小し、退職年齢の引き上げを図るでしょう。

また、民間部門の DB プランは年金バイアウト (年金債務を保険市場に売却すること) に先立って異例の方法で積立水準の引き上げを図る動きが続くでしょう。公的部門ではリスクの拡大や納税者負担の増加を図る年金プランが現れます。

資産運用会社の行動

資産運用会社としては、債務ダイナミクスとそこに隠れたリスクやチャンスに対する理解を深めることで、DB プランの受ける圧力を緩和することが

可能です。これはすなわち、リスクモデルをいくつかの重要な方法で作り替えることを意味します。

また、多くの DB プランは現在の不確実性に対応できる専門家もガバナンスも欠いているため、運用会社の選択や資産配分を行うための統合的なソリューションを資産運用会社が提供することも考えられます。

また、資産運用会社が顧客関係モデルを改善することで、ソート・リーダーとしてのアイデアを提供すると同時に、レバレッジの解消が進む先の見えない世界の中で実現可能なことと実現不可能なことの期待を管理できるようになります。

確定拠出年金 (DC) 向け商品の改良

米国の 2006 年年金保護法でターゲット・デート型ファンドが適切なデフォルト (初期設定) オプションとされて以来、DC 向け商品は大いに進歩しています。それ以降、DB プランの解散が加速したことも DC 向け商品に弾みをつけました。

現在、DB プランの優れた特長の一部がターゲット・デート型ファンドに導入されつつあり、年金積立局面から年金受取局面への移行をスムーズにしています。これらの特長には、退職後のニーズや年金プランの全期間にわたって必要な拠出率を明確化することにより、年金プラン加入者が退職プランの見直しを行えるようにする目的もあります。その結果、投資家行動の偏りを防ぎ、かつ金融リテラシーをほとんど必要としない終身年金商品が出現しています。

2010 年代末には確定拠出年金 (DC) の展望は原形をとどめないほど変化しているでしょう。

リスクのパーソナル化

高齢化が進む中、確定給付年金 (DB) プランが確定拠出年金 (DC) プランに移行することで、個人の退職プランは決定的な重荷を背負いました。同時に、二つのイノベーションの波を引き起こし、それが巨大タンカーのように走りだしたら止まらない長期的なトレンドを生んでいます。

一つは負債管理型投資 (LDI) に関するもので、もう一つはライフサイクル商品に関するものです。この二つには今後 3 年間、強力な追い風が吹くでしょう。

“ 実質金利は長期にわたって低位が続くでしょう。成長、インフレ、リターンに関する期待を根本的に見直す新時代に入ったのです。 ”

さまざまな要因に左右される市場で投資家の対応は分かれる

世界経済は再び軌道に乗り、株式相場は上昇しました。しかし、危機が去ったわけではありません。今後はさまざまな要因が市場を左右し、逆風にも追い風にもなるでしょう。それらの要素は三つのグループに分かれます。(図 3.1)

ソブリン債務

一つ目のグループは欧州と米国のソブリン債務です。まず、債務が大幅に縮小されるまで市場の緊張が緩むことはない予想する回答者は 65% に上ります。また、欧州と米国の量的緩和による金融刺激策でリスク資産相場の値上がりが続くと予想する回答者も 65% に上ります。量的緩和がもたらす超低金利によって住宅投資や雇用が増加する一方で、家計や政府の資金調達と債務の返済が容易になる好循環が生まれると考えられるためです。例えば、米国では 2008 年の金融危機以来、FRB が 10 年物国債の 60% 近くを買い入れることで緊縮財政政策を補っています。また、高いリターンを求めて大量の資金が欧米からアジアに流入し、新興国市場で資産バブルが起きると予想する回答者は 57% でした。一般的にこの一つ目のグループはリスク資産にプラスの影響を及ぼします。ただし、2013 年 3 月のキプロスのケースのように政治の機能停止が周期的に生じて混乱が起きるでしょう。

人口動態

二つ目のグループは人口動態です。まず、確定給付年金 (DB) プランから確定拠出年金(DC) プランへの移行が続くと予想する回答者は 54% でした。

この移行が進むと、リターンの得られないリスクだけでなくリターンの得られるリスクも一切排除することを目指す負債管理型投資 (LDI) の採用が加速します。また、回答者の 53% は世界の確定給付年金 (DB) プランの大半で積立不足が今後も続くと考えています。母体企業の年金についてのコベナンツが強力な場合はリスクを拡大しますが、弱い場合はリスクを縮小するでしょう。また、戦後生まれのベビーブーマー世代が高齢者の大半を占めるようになると市場が影響を受けると予想する回答者は 43% でした。具体的な例を挙げると、米国では毎日 1 万人、欧州では 1 万 4,000 人が退職しており、それに伴って定期的なインカム収入が得られてボラティリティの低いインフレ対応資産が選ばれるようになり、逆に高リスクの投資に対する需要は減少していきます。このグループは債券と不動産にプラスの影響を及ぼすでしょう。

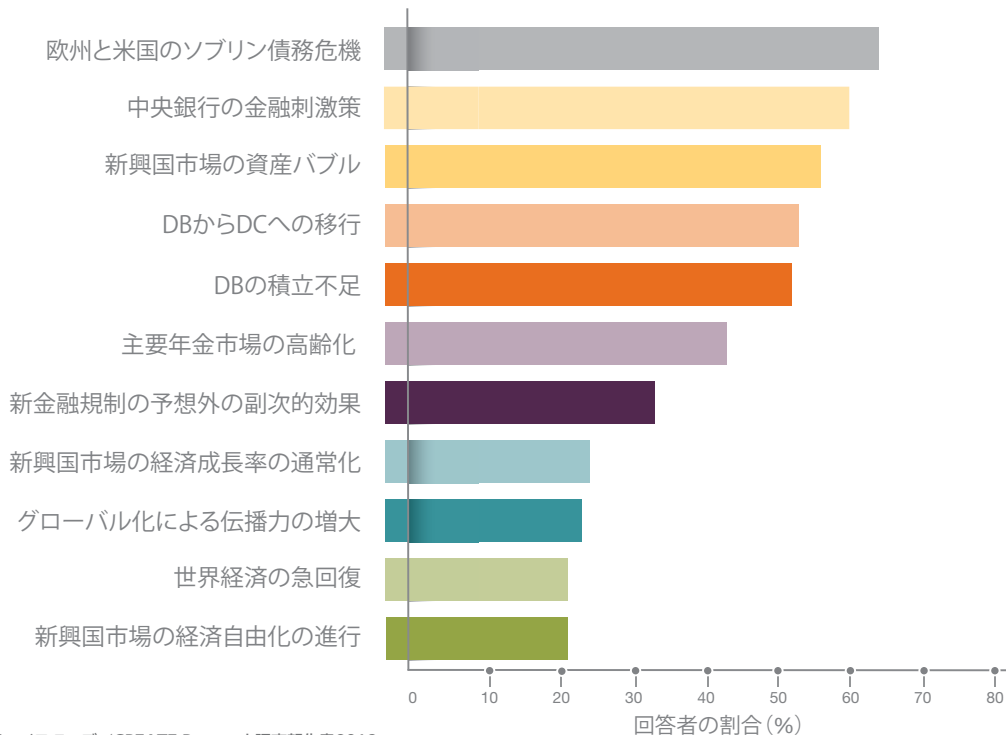
インタビューからの引用:

「米国の財政赤字から通貨ユーロの将来、中国の経済成長まで、心配の種はたくさんあります。」

「米国の民間企業は巨大な支出力と富の創出力を秘めています。」

「金利抑制策の時代には投資元本保全への安易な解決策はなく、難しい選択肢しかありません。」

図 3.1 今後 3 年間に資本市場のボラティリティを増大させる要因



出典: プリンシパル・グローバル・インベスターズ / CREATE-Research 調査報告書 2013 (Principal Global Investors / CREATE-Research Survey 2013)

65%は欧州と米国の債務危機で
市場の緊張が続くと予想

62%は中央銀行の政策が
市場を左右すると予想

54%はDBからDCへの移行が
市場を左右すると予想

規制と成長

三つ目のグループには三つの要因が含まれ、それぞれに関連性はないものの、その時々で市場を不安定にする力を持っています。まず最初は、34%の回答者が予想する「金融の新規制から予想外の副次的効果が生じること」です。パーゼル III によって欧米の銀行はコア資本にこれまでより多くのソブリン債を保有せざるを得なくなります。また、ソルベンシー II が一段階前進し、保険会社がリスク資産に投資するには資本バッファが必要になります。さらに、「ボルカー・ルール」によって流動性が阻害され、取引量の少ない債券のコストが上昇します。次に、回答者の予想はわずか25%ですが、「新興国経済は2011年の株価下落の後、再び成長軌道に戻る」とです。三番目に、予想する回答者は22%にとどまりますが、「世界経済の好調（通常はリスク資産にとって重要な追い風となる）」です。

調査後のインタビューで繰り返し出てきた二つのテーマがあります。

一つは、量的緩和によって投資家が金利抑制策に長期的にさらされるリスクです。金利抑制策とは、さまざまな実質利回りの低下が投資家の資本の購買力を徐々に、かつ確実に低下させる一方で、公的債務と民間債務を減らす助けとなることを意味します。過去に経験した金利抑制策は10～35年続きました。

俯瞰すると・・・

これまでのところリーマンショック後に言われてきた悲観的な予測はことごとく外れています。ユーロ圏は崩壊していませんし、米国は財政の崖から転落していません。中国経済はクラッシュしていませんし、世界は石油価格の高騰に苦しんでいません。懸念が和らぎ、明るいニュースも出て、相場は上昇しました。

米国では連邦準備制度理事会(FRB)、欧州では欧州中央銀行(ECB)の果敢な対応により、事態のさらなる悪化が回避されました。実際のところ、現在状況が好転しているのは当然の成り行きです。

米国で好調なものは、住宅市場と労働市場とシェールガスの生産です。経済成長率は長期平均の3%を下回りますが、景気が二番底を打つ懸念は和らいでいます。ダウ平均株価とS&P 500種指数が金融危機前の最高値をつけているのも少しも不思議ではありませんが、これは成長が加速するか、米議会が債務問題で合意に達しない限り持続不可能な水準ではあります。例えば、医療保険制度はGDPの18%を占めており、OECD諸国の平均を8ポイントも上回っています。米国経済はプラス方向のサプライズが期待できます。

2011年の市場の鈍化後は新興国経済も回復軌道に乗っています。新興国における現在の5.5%の成長率は過去の平均を下回っていますが、中国、インドネシア、シンガポール、台湾といった国々では7%台をつけています。新興国市場は依然としてボラティリティの高い状況が続いていますが、外貨準備高の増加や安い人件費が示すようにファンダメンタルズは構造的に安定しています。

もう一つのテーマとは、投資家に投資を手控えさせるようないくつかの要因が出現しつつあることです。いくつか例を挙げると、欧州のせい弱な銀行システム、米国のいわゆる強制的な財政一律削減、中国における影の銀行システムの爆発的拡大などがあります。市場はこれからテールリスクに振り回されるでしょう。2008年のような市場の崩壊が再び起こる恐れは後退していますが、2009年のような回復も今のところ全く見込めません。

好材料が再び出てきたものの、投資家は慎重さを完全に捨てたわけではありません。欧米の財政改革がはっきりとするまで、背後への不安は消えません。したがって、上で述べた市場変動要因に対する反応は、投資家セグメントによって異なったものになるでしょう。

インタビューからの引用：

「米国の2013年の赤字額はGDPの5.3%と2009年の水準から半減するでしょう。住宅市場では約半数で価格の上昇がみられます。」

「インフレが予想外なものでない限り、投資家が惑わされることはありません。インフレは常に金利に織り込まれています。」

「実体経済が具体的に改善し、財政改革が実際に進めばPERが上昇するでしょう。」

一方、欧州はまだ数多くのエア・ポケット（飛行機がそこへ行くと急激に落下する場所）がある状態です。ドイツ、オランダ、スウェーデンは緊縮財政を回避していますが、それ以外の国では緊縮財政が自らの首を絞めることになっています。支出の削減が成長、雇用、税収に大きな打撃を与えており、欧州の回復はすんなりとは進まないと思います。政策が失敗する可能性は高く、キプロスの銀行危機のような問題が次々と生じるでしょう。

したがって、世界経済の回復は高速車線を進む米国・新興国市場と低速車線を進む欧州の2本立てになると思います。ただし、三つの疑問がいつまでも市場につきまとうでしょう。つまり、欧州と米国の中央銀行はどれくらい長く低金利を続けて政府の債務調達を助けることができるのか、中央銀行は物価上昇率と金利を急上昇させることなく膨れ上がったバランスシートを元に戻すことができるのか、政治家は先延ばしをやめて現実的な赤字削減計画を実行するのか、という疑問です。

FRBの量的緩和は世界経済と金融市場を回復させるための最悪の手段の中では一番ましなものとして、渋々受け入れられていますが、それがどのように終わるかは全く予測がつきません。投資家を利するかもしれませんが、打撃を与える可能性もあります。

- グローバル規模の資産運用会社

持続不可能な積立不足に直面し、確定給付年金 (DB) プランの解散が世界的に加速する

2000年代における2度の相場下落と時価評価を行わなければならないことが原因で、確定給付年金 (DB) プランは企業にとって非常にコストのかかる制度となりました。

エグゼクティブ・サマリーの図 2.3 に示したように、確定給付年金 (DB) プランで積立水準が 100% を超えるものは 33% にすぎません。主要年金市場 11 カ国 (カナダ、アイルランド、日本、オランダ、北欧諸国、英国、米国を含む) の 2012 年の積立不足は 25% で、10 年前の 4% から拡大しています。

具体例を見てみると、S&P 500 種指数の構成企業の 2012 年末時点の積立不足は約 6,100 億米ドルに達し、2011 年末の 4,840 億米ドルから大幅に増えています。市場は 2008 年の金融危機で底値をつけて以来、上昇基調にあるにもかかわらず、多くの年金プランは欧州と米国の量的緩和がもたらした割引率の低下が原因で足踏み状態にあります。そのため、現在の年金プランは非現実的な高い目標リターンを掲げざるを得なくなっています。

エグゼクティブ・サマリーで述べたように、50% 強の年金プランは運用手数料差し引き後で 6.5% を超えるリターンを目標としています。これは 2000 年代の実績を大幅に上回るだけでなく、平均的ポートフォリオの中期的な予想リターンである 4 ~ 6% と比較しても楽観的すぎる水準です。

したがって、2010 年代は年金プランの解散が加速するでしょう (図 3.2)。調査に参加した資産運用会社のうち、解散ペースが「加速する」と回答したのは 63%、「鈍化する」と回答したのは 23% でした。同じ質問を年金プランにしたところ、「加速する」が 56%、「鈍化する」が 30% でした。

英国はこれまで OECD 諸国の中で最も早いペースで年金プランの解散が進行しています。新規加入者を受け入れている年金プランは 13% にとどまり、20% の年金プランは既存加入者についても「凍結」しています。終身雇用の文化がある日本でさえ年金プランの解散は加速しています。特に、解散した年金プランが低リスク資産に移行する動きがあらこちらで見られます。ただし、年金プランの解散はほぼ民間の年金に限られています。

これとは対照的に、欧米諸国の公的年金は積立不足に直面しても大きなリスクを取り続けるでしょう。これに関しては第 4 章で詳しく取り上げます。また、年金プランの解散以外にも、今後 3 年間にわたり引き続き投資とそれ以外の両面で単発の調整が多数行われるでしょう。

順番に見ていくと、退職年齢と加入者負担率をそれぞれ引き上げる年金プランがこれまで以上に増えるでしょう。また、最終給与を基準とした年金給付から勤続期間の平均給与を基準とした給付に切り替わります。物価スライド制も選択肢となるでしょう。ただし、これまで認められていた権利は雇用契約に明記されているため、変えることは困難だと思われる。

インタビューからの引用:

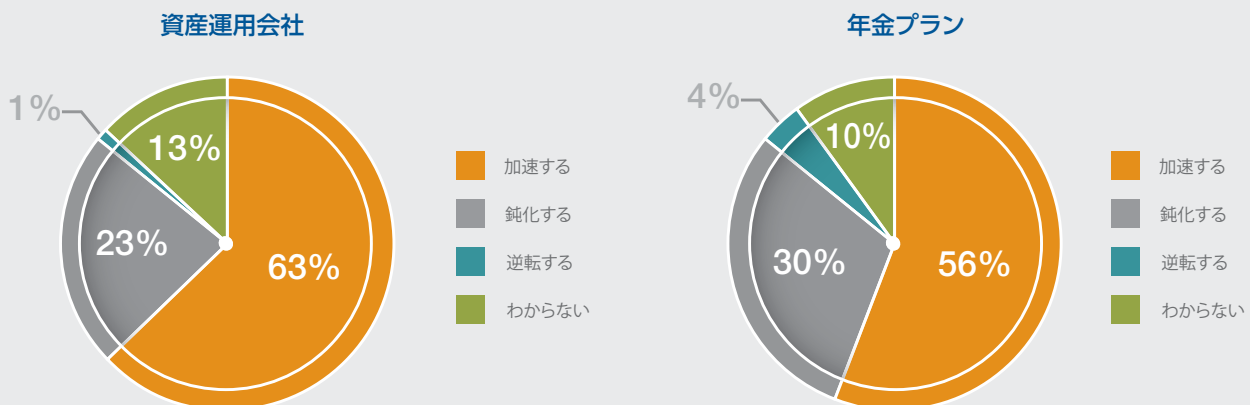
「相場は 2008 年の金融危機の底値から回復しましたが、割引率が低下したため年金の積立不足は縮小していません。」

「EU のソルベンシー II によって欧州の確定給付年金 (DB) プランの積立不足が 5,500 億米ドル近く増加してもおかしくはありません。」

「投資機会が出現し、消滅するスピードは速くなっています。」

図 3.2

あなたの国では 2010 年代に確定給付年金 (DB) から確定拠出年金 (DC) への移行ペースはどう変化するでしょうか？



出典: プリンシパル・グローバル・インベスターズ / CREATE-Research 調査報告書 2013 (Principal Global Investors / CREATE-Research Survey 2013)

資産運用会社の63%はDBプランの解散ペースが加速すると回答

年金プランの56%はDBプランの解散ペースが加速すると回答

年金プランの30%はDBプランの解散ペースが鈍化すると回答

投資面では、新基準の導入により企業の年金債務の算出に使用する利率が変更されつつあります。例えば、米国では母体企業が最近の利率を使用する代わりに25年間の平均利率を使用できるようになります。これは連邦法に基づき当面の資金調達のために積立不足を縮小するもので、長期的な年金債務は減少しません。

また、米国と欧州の企業は当座の積立不足を補うために現在の超低金利で債券を発行し続け、その結果、加入者のために保険会社からバルク・アニュイティ（企業年金の一種）を購入する前に積立不足が解消されてしまうケースも出るでしょう。企業の確定給付年金（DB）プランの幕引きは間近に迫っています。年金プランは負債管理型投資（LDI）と並んで長寿保険やバルク・アニュイティ、実践型コンサルティング商品などのリスク軽減手段にも頼り始めています。

公的年金への圧力も徐々に高まっており、特に米国では顕著です。2012年の米国政府会計基準審議会（GASB）新ルールによって、年金プランは将来の年金債務の算出方法に関する開示を増やし、過去10年間の平均

である7.5%を大幅に下回る割引率を使用することが義務づけられました。このため、母体企業が資金を注入しない限り、リスク領域は拡大されるでしょう。

このように、金利抑制策に対する確定給付年金（DB）プランの対応は民間と公的部門で異なるでしょう。

インタビューからの引用：

「加入者への給付水準と退職年齢を見直す年金プランが増えていきます。」

「米国における州年金プランの積立水準の中央値は72%で、2007年の83%から低下しています。」

「当年金プランは当面の積立不足を補うために債券を発行し、円のヘッジとしてウォンを買いました。」

俯瞰すると・・・

日本では高齢化と時価評価ルールが相まって民間の確定給付年金（DB）プランの廃止に拍車を掛けています。大企業は確定給付年金（DB）プランへの新規加入を停止して確定拠出年金（DC）プランへの移行を進めており、他のOECD諸国における過去10年間の状況と同様になっています。積立水準は70%前後が続き、中には2000年代初期に認められた代行返上ルールに従って、厚生年金のいわゆる代行部分の資産と負債を年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）に返上する企業も現れています。

日本の年金資産は全体で約3.5兆米ドル規模ですが、この97%が確定給付年金（DB）であり、残りが確定拠出年金（DC）です。確定給付年金（DB）の大半を占めるのが公的年金で、多くの民間年金プランの負債を控除した総資産ベースで70%近くを占めています。日本の年金資産は減少局面に入っています。

日本は世界で最も速いスピードで高齢化が進んでおり、60歳以上の国民が約25%を占めているにもかかわらず、退職後の収入を確保するための年金商品は不足しています。販売されている商品はコストが高く、通常は2%の前払い手数料のほか1.25%の手数料を継続的に支払い、リターンは低水準です。これは通常、年金商品が日本の国債を中心としたソブリン債で運用されるためです。海外への投資は為替の変動で打撃を受け、日本円は最近まで円高が続いていたことがこの背景にあります。特に、これらのインカム・ファンドはリタ

ー、低利回りが続く間は「神聖な元本にはさわらない」とは言えないのが現実です。経営判断の誤りと高齢化がもたらした半永久的なデフレのために、日本ではこれがやむをえない状況です。

国内には裕福な退職者が大勢いるにもかかわらず、日本企業は彼らの潜在的な需要を掘り起こすような商品をいまだに販売しておらず、数が少なく比較的余裕のない若年層に高い給与を支払えるような商品をいまだに販売していません。国の歳入の3倍近い18兆米ドルもの個人預金が0.02%しか利息の付かない預金口座に眠っており、これが医療、介護、旅行、レジャーなどに流れることはありません。人口の減少と柔軟性を失った経済の悪循環によって、イノベーションと生産性が阻害されています。

年金の給付条件を設定するのは簡単ですが、経済が成長しなければその実行は難しくなります。給付条件は書き換える必要があります。社会の期待を引き下げなければなりません。同時に、資産運用業界は退職者に対する価値の提案を新たな基準で見直す必要があります。確定給付年金（DB）が解散すれば、退職者は最大の投資家グループとして浮上してきます。彼らは、日銀が資金供給量を今後2年間で2倍にすれば必死でためた貯蓄の価値が目減りすると不安を募らせているのです。

- 日本の資産運用会社

2010年代はレバレッジ解消のダイナミクスの中にチャンスを見いだせる資産運用会社が最大の勝者となる

欧州と米国で進むレバレッジの解消には、債務の削減にとどまらない大きな意味があります。リーマンショック以降、銀行の損失が公的に負担されたことによって、金融問題が構造問題に変化しました。欧州と米国の経済成長率が1990年から2007年の平均水準を維持できていたとすれば、GDPは2013年までに15%程度増えたはずであり、税収もさらに増えたはずですが。

このため、エグゼクティブ・サマリー(図2.1)で述べたように、政府は五つの方法を組み合わせてレバレッジの解消を進めようとしています。

- 経済成長によって歳入を増やす
- インフレ率を高めて債務の実質的価値を高める
- 低金利によって債務の金利費用を低減する
- 緊縮財政により政府の借入れを圧縮する
- 財政改革により歳入の範囲でやりくりする

欧州と米国の量的緩和の目的は、この最初の3項目(経済成長、インフレ率の上昇、低金利)を加速することで最後の2項目(緊縮財政と財政改革)を実施する時間を稼ぐことにあります。しかし、それを開始して以来「財政の崖」やユーロの崩壊に絡む政治の混乱が巻き起こり、リスクプレミアムや分散、リスクとリターンのトレードオフに対する従来の投資の知恵は出番を失いました。投資家は未知の領域の不安定な地面の上で方向性を見失っています。量的緩和に対する投資家の意見は分かれています。

調査後のインタビューによると、回答者の35%近くは「量的緩和はインフレをもたらすだけだ」と考えています。25%は「量的緩和に伴う低金利に

よって政府サイドの慎重さが失われ、金融セクターの存続能力が低下するため、デフレを招く」と考えています。残りの40%は「量的緩和策を欧米諸国の景気回復と緊急の課題である改革推進のためのエンジンだ」と考えています。

そこで、この極めて不安定な時代に資産運用会社は顧客のために何ができるかについて質問したところ、回答者の意見は2種類に分かれました(図3.3)。

投資能力を向上する

その一つは、「投資能力を向上すること」です。まず、回答者の67%は資産運用会社に対して「債務ダイナミクスとそこに隠れた落とし穴やチャンスに対する理解を深めること」を望んでいます。また、資産運用会社に「運用会社の選択や資産配分に関する統合的な(実践型コンサルティングの)ソリューションの提供」を望む回答者は49%に達しました。これは大半の年金プランが長引くボラティリティの増大に対応できるスキルやガバナンスを欠いているためです。

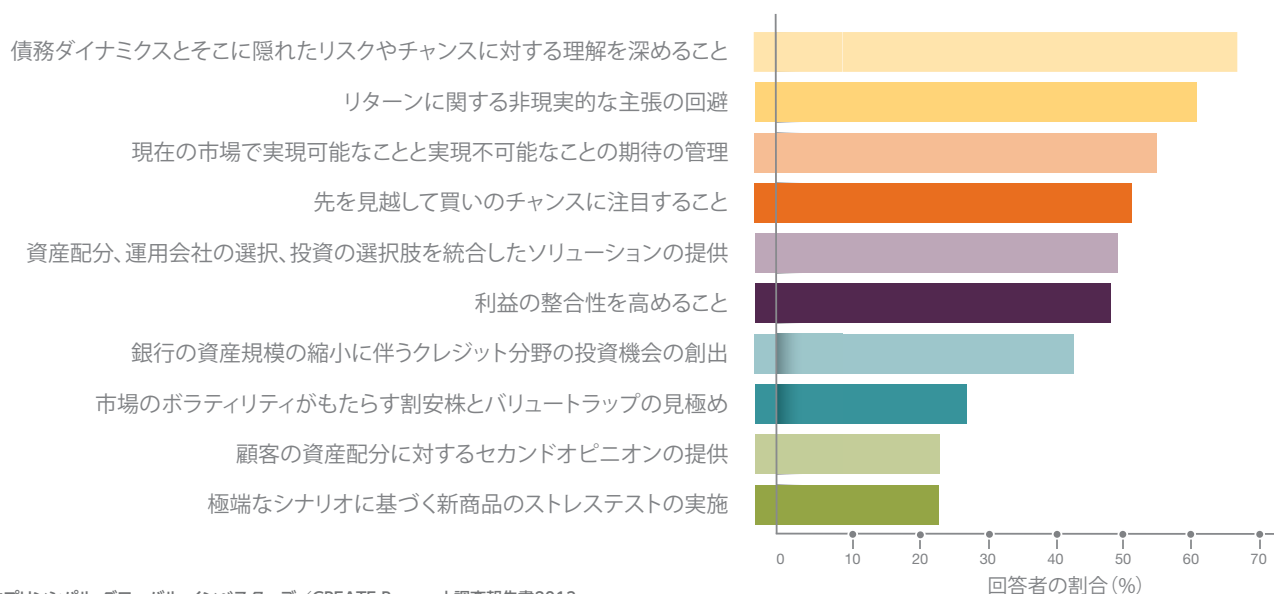
インタビューからの引用:

「他とは違うことをやらない限り、優れたパフォーマンスを上げることは不可能です。」

「前四半期の実績ランキングでベンチマークを最も上回ったリターンやトップ順位は目標にはなりません。」

「リスク・バジェットは時宜にかなった考えです。今までとは違ったもの見方が必要です。」

図 3.3 確定給付年金 (DB) プランが複雑なレバレッジ解消と低金利の結果に対処するために資産運用会社がすべきこと



出典: プリンシパル・グローバル・インベスターズ / CREATE-Research 調査報告書 2013 (Principal Global Investors / CREATE-Research Survey 2013)

67%は債務ダイナミクスの理解が重要と回答

61%はリターンに関する非現実的な主張の回避が重要と回答

55%は顧客の期待の管理が重要と回答

このような形態のコンサルティングはフィデューシャリー・マネジメントとも呼ばれ、欧州で本格化しつつあります。最後に、バーゼルⅢが施行されると銀行はバランスシートを縮小することから、回答者の43%はクレジット分野での投資機会の創出を資産運用会社に求めています。

顧客の期待を管理する

もう一つは、顧客との関係を深めることです。回答者の61%は、リターンに関する非現実的な主張を回避することを資産運用会社に求めています。

また、投資における従来の前提が予測不能のマクロイベントによって役に立たなくなっていることから、回答者の55%は資産運用会社が実現可能なことと実現不可能なことに顧客の期待を管理することを求めています。さらに、51%は資産運用会社が先を見越した買いのチャンスに注目することを期待しています。また、48%は資産運用会社が横並び意識を捨て、実績主義的な手数料体系を通じて利益の整合性を高めることを求めています。

この2種類の意見は二つの極めて重要な点を示唆しています。一つは、資産運用会社が資産クラス間のダイナミックな相関を重視することの必要性で、この相関は市場の流動性の状況とそれに対する資産運用会社自身

俯瞰すると・・・

現在の市場は債務危機が原因で「シグナル」よりも「ノイズ」に大きく左右されています。2007年以降、AAA格付のソブリン債は65%も少なくなりました。現在、3,300を超えるETFが1.5兆ドル規模にまで拡大し、毎日巨額の流動性を提供しているだけでなく、ETFに内包される銘柄の連動的な値動きによって資産クラス間の相関が高まっています。このため、無リスク資産をベースとした固定的な相関関係に基づくリスクモデルは大幅に作り変える必要があります。

2008年の世界的な金融危機は、このリスクモデルが単純過ぎることと、世間から信用され過ぎていることを明らかにしました。このモデルはテクノロジーを頼りにし過ぎており、リスクの測定は改善しましたが、リスクに対する私たちの理解は深まりませんでした。また、このモデルはリスクよりもリターン、長期よりも短期、リターンのファットテールよりも正規分布、ファンダメンタルなバリュエーションよりも時価評価を重視しました。その結果、最近のリターンに多大な影響をおよぼした二つの重要な要素を捉えることができませんでした。

その一つは、経路依存性です。リスクを複数期間で捉えることがなかったために、相場の勢いがある場合はある期間のリターンが前の期間のリターンに大きく左右されることを見逃していました。

二つ目は、ハイゼンベルクの不確定性原理です。投資の世界では、新たな状況を理解する際に他の投資家の反応が新たなリスクをもたらすように、投資家自身の行動と反応自体が新たなリスクをもたらすことを意味します。投資家

の認識に大きく左右されます。市場がほぼファンダメンタルズに従って動くようにならない限り、基本的な相関性は回復しないでしょう。

もう一つは、「失われた10年」が繰り返される懸念を払拭するためには、資産運用会社は関係の薄い販売会社から顧客に信頼される助言者になる必要があるということです。2008年以降、市場のボラティリティが増大し、多くの優良な投資商品が完全にパニック売りやパニック買いの餌食となりました。「誤ったタイミング」リスクが降って湧いたように現れ、市場の回復とともに「後悔」リスクに替わりました。投資家は自身の群集心理がもたらした大きな痛手を負いました

インタビューからの引用：

「資産運用会社は営業とソート・リーダー的立場を区別する必要があります。顧客は偏りのない評価と助言を評価します。」

「資産クラス間の相関がマクロ要因で決まるとき、リスクとリターンの関係は目には見えますが、役には立ちません。」

「年金プランは総合的な専門知識を求めているため、フィデューシャリー・マネジメント市場は今後、年平均20%のペースで伸びるでしょう。」

は何でも予測可能だと考えずに、より変則的で極端なイベントの多い状況への対処法を学ぶ必要があります。つまり、事前の計画は控えめに、備えは十分ということです。

機関投資家たちはこれらのメッセージを理解しつつあります。2008年の暴落後は利得が非対照的なテールリスク・ヘッジを買う動きが多く見られました。オプション、スワップ、クレジット・デフォルト・スワップなどがその例です。こうした動きは、段階的なリスク縮小方法を探るために長期間にわたって市場リスクにさらされる年金プランに見られました。しかし現在、年金プランはその利得を疑問視しています。ヘッジがパフォーマンスの大きな重荷となっているためです。

これに代わって、現在はリスクベースの分散によって同じようなプロテクションを確保することが重要な関心事になっています。リスクベースの分散とは、さまざまなリスク要素（信用、流動性、デレーション、インフレ、株式等）を基礎として資産配分を行うもので、これは、固有のリスクを考慮せずほぼ過去のパフォーマンスのみに基づいて資産配分を行う現在の手法とは対照的です。どの年金市場でも年金プランの40%程度がこの新たなアプローチの導入を進めています。これらの年金プランは資産運用会社に対し、リスクモデルを改良してさまざまな要因のリスクを織り込んだリスク調整後リターンに移行するよう圧力をかけています。

- グローバル規模の年金運用コンサルタント

イノベーションによって確定給付年金 (DB) プランの優れた特長を確定拠出年金 (DC) プランに取り入れる

世界の年金資産は現在、約 30 兆米ドル規模に達しています。このうちの 43% が確定拠出年金 (DC) プランが保有する資産で、2000 年の 35% から上昇しています。確定給付年金(DB) プランの解散が加速するのに伴って、この比率は 2010 年代末までに 60% を超えるものと見込まれます。すでにオーストラリア (82%)、香港 (78%)、南アフリカ (73%)、ブラジル (66%)、スイス (61%)、米国 (61%) では 60% を超えています。

相場下落、超低金利、会計ルールの変更、長寿化が致命的な組み合わせとなり、確定給付年金 (DB) プランの廃止に拍車を掛けています。ただ、確定給付年金 (DB) プランの優れた特長を取り出して、確定拠出年金 (DC) プランに取り込む試みが進んでいます (図 3.4)。

これについて調査の回答者は 6 つの特長を選びました。具体的には、退職後の資金ニーズが明確 (56% が選択)、拠出率が高く、かつ現実的 (同 51%)、年金積立局面から年金受取局面に資産がスムーズに移行する (同 48%)、退職後の収入基準を目指す負債管理型の投資手法 (同 47%)、リスクプレミアムから利益を得る幅広い分散投資 (同 44%)、価格の非効率性から利益を得る動的な資産配分 (同 37%) の 6 項目です。

CREATE リサーチ社の 2012 年調査報告書「市場のボラティリティ：敵か、味方か?」では関連性のある二つのトレンドに注目しました。

- 一つは、受託者が確定拠出年金 (DC) を管理する市場 (オーストラリア、ブラジル、ドイツ、香港、オランダ等) では、リターンの低下が原因

で投資手法の多様化が進みつつあることです。これがライフサイクル型投資の普及を促進しています。

- 二つ目は、この主たる推進力となっているのがターゲット・デット型ファンドだということです。ターゲット・デット型ファンドは米国で誕生しましたが、普及速度や形態の差こそあれ、どの年金市場でも拡大しています。最近の年金分野のイノベーションは、確定給付年金 (DB) プランの優れた特長を用いて退職前と退職後のギャップをなくしていることです。

確定拠出年金 (DC) プランの母体企業の中にはいわゆる「90-10-90」戦略を採用する年金プランも見られます。これは自動加入による年金プラン加入率が最低 90%、自動的な掛金引き上げによる拠出率が最低 10%、資

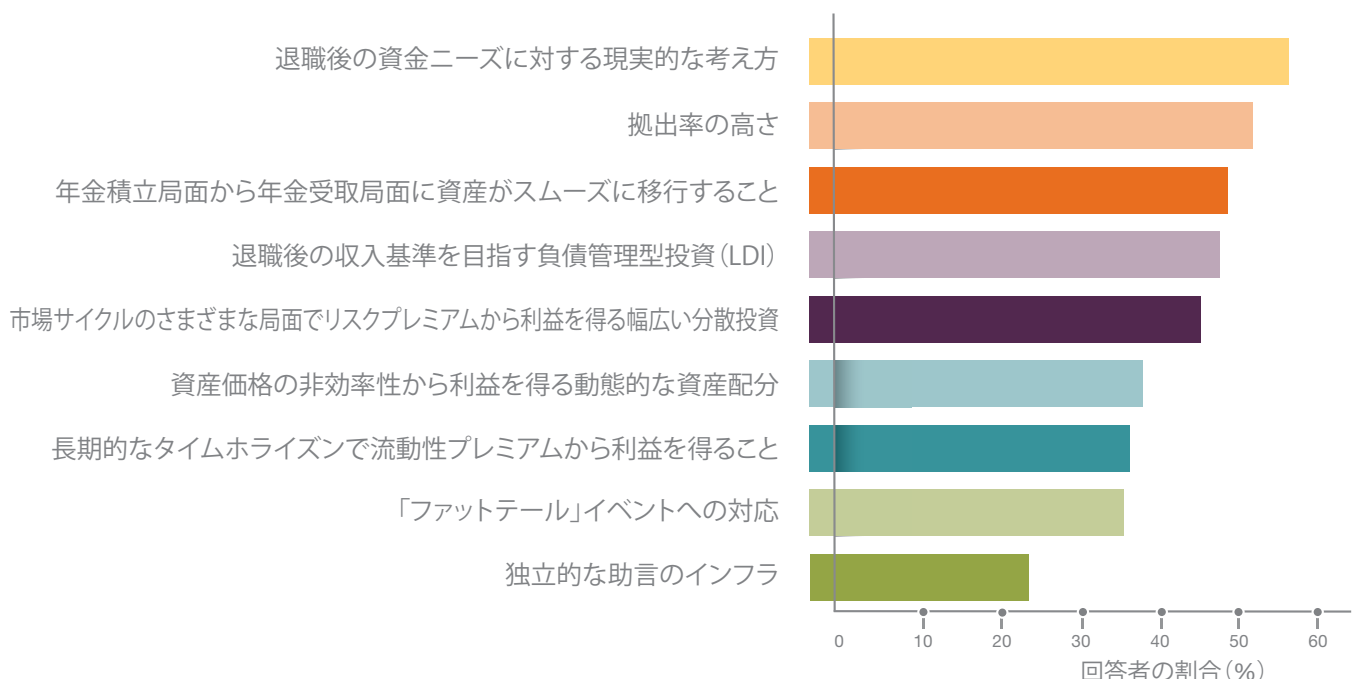
インタビューからの引用:

「大事なもので捨ててしまうのではなく、確定給付年金 (DB) プランの長所は残すべきです。」

「ターゲット・デット型ファンドは 2000 年代に米国で本格化し、現在の保有資産は 4,000 億米ドルに達しています。」

「2010 年代の年金市場を特徴づけるのは、資産の積立から収入の創出へのシフトでしょう。」

図 3.4 2010 年代に世界の年金資産に占める確定拠出年金 (DC) プランの比率が上昇するのに伴い、確定拠出年金 (DC) プランに取り入れることが可能な確定給付年金 (DB) プランの優れた特長とは何か



出典: プリンシパル・グローバル・インベスターズ / CREATE-Research 調査報告書 2013 (Principal Global Investors / CREATE-Research Survey 2013)

56%は退職後のニーズに対する現実的な考え方と回答

産配分の段階的変化があらかじめ決められた、ターゲット・デート型ファンドのような投資助言組込型商品に加入者の最低 90% が投資する、というものです。この手法は資産総額を増やして退職時に多様な選択肢を提供することを目指しています。

一部の資産運用会社は、ターゲット・デート型の従来の固定利付資産を資産指定のない据置年金プールに入れ替えるシンプルな変更によって、退職後の毎月の収入を保証する形を作り出しています。年金収入に対応する資産への配分は開始時には 3% ですが、ターゲット・デート（目標時点）が近づくにつれて 55% 前後まで増える仕組みです。

また、資産運用会社の中にはこの手法を発展させ、ターゲット・インカム・ファンドという一段と野心的なコンセプトを採用しているところもあります。これには独特の特徴があります。まず、重点を資産の最大化から負債とのマッチングに切り替えて、明確な収入基準を持つことが挙げられます（下の「俯瞰すると・・・」を参照）。二つ目の特徴は、横並び意識を捨てて、収入、インフレ対応、医療、遺産相続の各面から見た退職後の結果を重視することです。三つ目の特徴は、助言をマス・パーソナル化し、短期的なリターンよりも人生設計全般を重視することです。具体例を挙げると、オーストラリアの退職年金プランは他の年金プランと比較したパフォーマンスが、または年間リターンの短期的な変動としてリスクを評価

俯瞰すると・・・

確定拠出年金 (DC) の加入者にとってターゲット・デート型ファンドという名前はどこか違和感があります。このファンドは退職前と退職後の両方に備える商品だと理解されています。ところが、実際には大半の加入者が退職後3年以内に現金化しており、その理由はターゲット・デート型ファンドが退職後の収入ではなく資産バスケットを目指しているためです。例えて言えば、離陸した飛行機が海を越えて目的地に近づいてから、着陸装置がないことに気づくようなものです。だからといって積立商品としての価値が損なわれるわけではありませんが、当社はターゲット・デート型ファンドが確定給付年金 (DB) プランのいくつかの優れた特徴を取り入れるようなイノベーションに向いていることを見い出しました。

これをもとに作り上げたのが当社のターゲット・インカム型ファンドです。このファンドは負債を基準としており、顧客の生活水準を維持するのに十分な収入とインフレ対策という二つの成果が退職後の全期間を通して続きます。通常、最終年度の給与をベースとした所得代替率と結びつけた基準となっており、医療ニーズや遺産相続にも対応しています。

この商品は、国の年金や確定給付年金 (DB) プランの受給権といった現時点で分かっている、このファンド以外の退職後収入と、現在の積立残高、将来の拠出金などを総合的に考慮し、投資プランをカスタマイズすることによって一人一人に特化したアプローチを取ります。

51%は拠出率の高さと回答

しており、ボラティリティの増大した市場におけるダウンサイド・リスクに対する備えはほとんどありません。

しかし、一部の退職年金プランはこの新たな手法を用いて確実性の高い年金タイプのソリューションへの道筋を開きつつあります。退職後の目標収入が達成できないことを重要なリスク尺度としており、退職後の生活をよく考えている加入者だけでなく、全く考えていない加入者にとっても有効的な手法となることを目指しています。

インタビューからの引用：

「プレーンバナナ型の確定拠出年金 (DC) プランは顧客をごまかしています。画一的な手法の受託者管理型年金と同じです。」

「退職者向け市場のあらゆる課題からそれに等しいだけのチャンスが生まれます。イノベーションこそが鍵となります。そこから新たなアルファが生まれます。」

「負債とのマッチングよりも資産の成長を重視する現在の確定拠出年金 (DC) プランは、10 年前の確定給付年金 (DB) プランの姿です。」

この商品の基本的な投資戦略は、希望の収入額の達成とそれができないリスクを最小化するという2点を目標としています。後者は、顧客の資産（および将来の拠出金）の相当部分を可能な限りデレージョンのマッチしたインフレ連動債のポートフォリオで運用することによって実現します。残りの資産は目標収入額を達成する確率を高めるために運用します。つまり、専らアルファを目指すわけです。運用結果が予定のレベルに達したら、株式から債券に資産を徐々にシフトします。

この簡易的な負債管理型アプローチは、ターゲット・インカム型アプローチによって確定給付年金 (DB) プランの優れた特徴を模倣する一つの方法だと言えます。また、それ以外にインフレ対策という目的もあります。目標を達成できないというリスクを管理し、予防措置を講じることも可能です。加入者は投資を選択する必要がなく、高いレベルの金融リテラシーも必要ありません。何よりも、車に例えて言うならば、複雑な部分はボンネットの下に押し込めてあります。

当社のターゲット・インカム型ファンドには決定的な長所が一つあります。それは限定された期間ではなく、生涯にわたる貯蓄の管理を明確に目指していることです。資産運用業界は今日の資産をどうやって明日の消費に充てるのかを十分考えていません。短期的な、あるいは横並び的なパフォーマンス基準に固執し過ぎています。

ソリューション重視型投資を行わなければリスクのパーソナル化はエベレスト級の課題に直面する

OECD 諸国の政府は長期的な退職給付費用の低減に目を向けています。企業も最終給与をベースとする年金に関連する変動的債務を切り離すことによって、バランスシート上のリスク軽減を進めています。保険会社は低金利によってバランスシートが打撃を受けたため、年金市場から撤退しつつあります。つまり、リスクのパーソナル化が進んでおり、個人が投資、インフレ、金利、長寿化という退職プランニングにおける 4 大リスクの矢面に立たざるを得なくなっています。カナダ、日本、オランダ等では依然として確定給付年金 (DB) が大部分を占めていますが、これらの諸国でさえも変化の兆しが現れています。日本はすでに給付の縮小に向かっており、オランダでも年金改革が行われています (第 4 章を参照)。

至る所でリスクを管理できない企業からリスクの管理手段を持たない個人へとリスクが移されていることを考えれば、確定拠出年金 (DC) 向け商品の改良は正しい方向に向かう望ましいステップだと言えます。

確定給付年金 (DB) プランの優れた特徴を確定拠出年金 (DC) プランに取り入れることを阻む要因について質問したところ、二つの回答が目立ちました (図 3.5)。確定拠出年金 (DC) プランの加入者に対する金融教育が不十分であること (71%) と、確定拠出年金 (DC) プランの現行のガバナンス構造と投資手法が制約的であること (48%) です。

主要なリスクを就労期間を通じて管理する場合、答えの見えない数多くの判断が必要です。そこで金融教育が役立ちます。ただし、金融教育と投

資教育には大きな違いがあります。金融教育とは家計管理における金融の基礎を身につけるためのものですが、投資教育とはトレーニングと何年もの実践経験によって深い専門知識を獲得するものです。

次に、これらの阻害要因を最小化するための方策を質問したところ、投資家にとって重要な結果を実現する (57%)、ソリューション重視の投資を実行する (54%)、金融教育を推進する (52%) という 3 項目が目立ったのは予想どおりでした (図 3.5)。3 項目は相互に関連があります。車のドライバーはボンネットの下に何があるかを理解していなくても、基本的な運転技術は必要です。それと同様に、退職プランニングには投資に関する基本的な理解と当を得た質問をして適切な助言を求める能力が必要です。

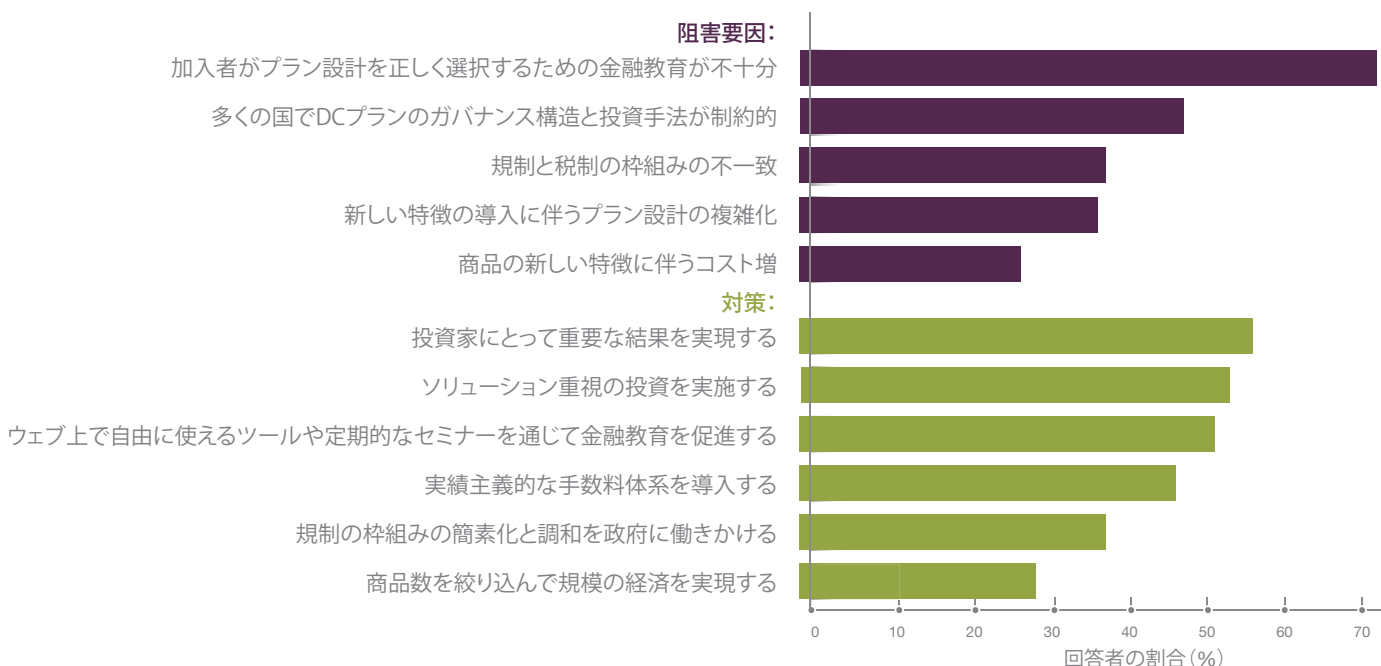
インタビューからの引用:

「長生きして貯蓄が足りなくなることが年金生活者の一番の心配事です。」

「年金生活者の 41% は何らかの遺産を残したいと考えています。」

「退職後のこととなると投資家の 80% 近くは関心を持たずにいます。」

図 3.5 世界的に確定給付年金 (DB) プランの優れた特徴を確定拠出年金 (DC) プランに取り入れることを阻害する要因と、それを最小化するために資産運用会社が取るべき対策



出典:プリンシパル・グローバル・インベスターズ/CREATE-Research調査報告書2013 (Principal Global Investors/CREATE-Research Survey 2013)

71%は金融教育の不足が阻害要因と回答

57%は適切な結果の実現が解決策と回答

54%はソリューション重視の投資が答えと回答

事実、新たに出現しつつある人口動態のパラダイムは、組込型のソリューションと「ナッジ」（強制せずに特定の選択肢にうまく誘導する）経済という二つの要素のパワフルな組み合わせにすでに依存しています。前者は長期的な目標をカスタマイズして商品の特徴の一つとして組み込みます。後者ではプラスの結果をもたらす行動ツールを活用します。代表的なものには、投資家が何もしなくても加入や掛金引上げが可能となる自動加入機能や自動掛金引上げ機能があります。

商品面では、新たなパラダイムのもとでは退職時点の新品（ターゲット・デート型ファンドのように）または退職プランに最初から組み込まれている投資の選択肢（ターゲット・インカム型ファンドのように）という退職後の二つの収入源を明確にする必要があります。前者の場合、保証年金等の単独商品か、または保証のないマネージド・ペイアウトによって退職後の収入を確保します。同様に、後者の場合は、据置保証年金等の総合的な商品か、または保証のない定期払戻プランによって退職後の収入を目指します。

いずれにせよ、退職市場は変化しています。現時点では、保証年金は低金利環境下で高コストであることが災いして一部でしか使われていません。

また、最近の市場のボラティリティ増大で、保証年金を支えることができるバランスシートを持つ保険会社はほとんどありません。しかし、オーストラリアを中心に古い年金商品の変形版に関心が集まっています。商品の魅力をさらに高めるために一定期間後に投資元本の払い戻しを保証し、インフレ対策機能を提供するものもあります。

インタビューからの引用：

「ソリューション重視の投資を抜きにして、確定拠出年金（DC）プランに解決策はありません。」

「2015年までにはライフサイクル型ファンドはすべての確定拠出年金（DC）市場でマイナーな存在から主流に変わっているでしょう。」

「投資家の行動バイアスを逆手にとって、確定拠出年金（DC）プランに実用的な仕組みを組み込むことが秘訣です。」

俯瞰すると・・・

ベビーブーマー世代の大量退職が始まっています。しかし、彼らの大半は退職日に近づいてもまだ退職プランを立て始めたばかりの状態です。彼らはこれを後回しにしていますが、平均寿命が延びているにもかかわらず大半の人は60歳か65歳になると退職したいと考えています。調査によると、退職の「経済的に準備ができていない」オーストラリア人はわずか14%、「多少準備ができていない」人は51%です。残りの35%は「準備ができていない」人です。金融のアドバイスを受ける人の割合は30%にとどまります。確定拠出年金の輝ける希望の地、オーストラリアへようこそ！ 確定拠出年金の他の主要市場も状況は同じで、期待は高いけれど、準備は不足しています。

もちろん、充実した金融教育は役に立つでしょう。しかし、金融教育と投資教育には大きな違いがあります。金融教育は生活費、複利、貯蓄、投資、リスクといった基本を教えますが、投資教育とは市場のダイナミクス、負債とのマッチング、資産配分、ポートフォリオの構築、運用会社の選択を扱います。

どの欧米諸国でも金融教育を改善するためにさまざまな試みが行われています。しかし、それは投資家にとって必要ですが、情報に基づいて選択し、確実な結果を実現するためには十分ではありません。投資は複雑で、投資に必要な知識レベルは確定拠出年金（DC）プランの加入者が会得できるレベルをはるかに超えています。また、加入者の群集心理も大きな障害となります。歴史が示すように、彼らは「安値で買って高値で売る」という伝統的な投資の常識とは全く反対のを行ってしまうのです。

より現実的な方法としては、投資の世界をもっとわかりやすくすることに重点を置くことです。デフォルト（初期設定）オプションをプラン設計に組み込めば、「何もしない」という選択肢自体が金融知識に基づくようになります。リスクのパーソナル化によって、一世代前の退職者が感じたことのない漠然とした不安感が広がっています。私どもの加入者の85%近くがデフォルト・オプションのまま変更しないのもうなずけます。

もちろん、加入者自身の能力開発を軽視しているわけではありません。例えば、オーストラリアでは退職年金制度（スーパーアニュエーション）が運営する正規の基金を脱退し、個人の貯蓄ビークルを設立する選択肢も始まっています。この自己管理型の年金基金はこの6年間で94%増加しており、退職貯蓄セクター全体の増加率45%を上回ります。自己管理型の基金は退職年金制度の資産全体の30%を超えており、制度加入者の20%がこれを選択しています。残りの方々は何んとかやっていると期待しています。

金融教育自体のレベルを上げても、ソリューションを具体化した商品がなければ退職プランニングは改善しないでしょう。進むべき方向は、投資助言組込型商品です。高齢者人口が今後10年間でピークに達し、大量の資産が年金受取局面に移行するなかで、変革は始まったばかりです。

- オーストラリアの退職年金基金



4 | 年金市場の投資家

“量的金融緩和は危険な芸当です。もし急に縮小すれば、債券だけでなくすべての資産クラスが打撃を受けるでしょう。しかし、長く続けばインフレ懸念が高まるでしょう。”

インタビューからの引用

どの目標、戦略、資産クラスを追求するか

要旨

第2章では2010年代に確定給付年金(DB)プランから確定拠出年金(DC)プランへの移行を促す推進力について述べました。本章では、その移行過程で世界の確定給付年金(DB)プランと確定拠出年金(DC)プランがとる投資手法に焦点を当てます。そのために次の二つの具体的な質問を取り上げます。

- 今後3年間で確定給付年金(DB)プランはどのような目標、戦略、資産クラスを選択するでしょうか？
- 今後3年間で確定拠出年金(DC)プランはどのような目標、戦略、資産クラスを選択するでしょうか？

重要な調査結果

確定給付年金 (DB) プラン

3分の1を超える確定給付年金 (DB) プランは次の四つのうち、一つまたは複数の目標を目指すでしょう。重要性の高い順にあげると、インフレ対策、変動の小さいリターン、投資元本の保全、相関性のない絶対リターンです。

そのプロセスにおいて、確定給付年金 (DB) プランは以下の四つの戦略の内一つまたは複数を実施するでしょう。四つの戦略とは、資産と負債の最適化、負債管理型投資 (LDI)、非時価総額加重指数を利用したスマート・ベータ、動的な資産配分のことです。

これらの目標と戦略がとられる要因としては、過去最低の金利水準、量的金融緩和策の副作用に対する懸念、市場のボラティリティ、一部の市場に忍び寄るインフレ、母体企業のコバナンツの弱さが挙げられます。

民間セクターの年金プランと公的セクターの年金プランでは、これらの要因に対して異なる投資の選択肢を選ぶでしょう。

民間セクターでは、年金プランの積立水準と母体企業のコバナンツ (必要に応じて追加資金を提供し、年金プランをサポートする能力) の強さという二つの要素の兼ね合いで選択肢が左右されます。具体的には次のようになります。

- 積立水準が高い年金プランは段階的変化の仕組みを持つ負債管理型投資 (LDI) を導入し、徐々にリスクを縮小するでしょう。
- 母体企業のコバナンツが強い年金プランはリスクを拡大し、段階的変化の仕組みの負債管理型投資 (LDI) に移行するために資金提供を受けるでしょう。
- 母体企業のコバナンツが弱い年金プランは慎重な選択肢を選び、赤字の回復期間を延長するでしょう。

これとは対照的に、公的セクターの年金プランはリスクを拡大するか (英語圏諸国)、または慎重姿勢を強める (欧州大陸と日本) と予想されます。

民間セクターの最終目標は負債管理型投資 (LDI) で、公的セクターの最終目標は資産の最大化です。民間セクターのレガシー資産は負債管理型投資 (LDI) の傘の下で切り換わり、公的セクターのレガシー資産は高リスク資産の傘の下で切り換わっていきます。その結果、短期的なオポチュニズムで周期的な市場の混乱から収益を得る方法や、長期投資から本源的価値を得る方法によって資産クラスが多様化が進みます。

高リスク資産の需要と低リスク資産の需要が共存するでしょう。

高リスク資産は現在、割高と認識されています。高リスク資産は根本的な利益のファンダメンタルズ以上に株式と債券のバリュエーションの違いか

ら恩恵を受けています。量的緩和によって米国を中心とした欧米諸国の経済が上向けば、利益のファンダメンタルズはおそらく改善するでしょう。

また、幅広い分散投資の一環として実物資産とクレジット商品への資産配分が増えるとみられます。従来型のインデックス・ファンド、ETF、スマート・ベータも同様でしょう。

確定拠出年金 (DC) プラン

少なくとも4分の1の確定拠出年金 (DC) プランは四つの目標のうちの一つまたは複数の目標を目指すでしょう。重要性の高い順にあげると、資本の成長、インフレ対策、投資元本の保全、一貫して変動の小さいリターンです。

これらの目標を達成する戦略として、動的な資産配分、従来型のベータ、スマート・ベータの三つのうちの一つまたはそれ以上が用いられるでしょう。

また、この戦略の組み合わせは、別の二つのトレンドの出現を示唆しています。一つは、一部の諸国で確定拠出年金 (DC) プランがデファインド・アンビション年金に進化することにより、その法的性質が変化することです。もう一つは、ライフサイクル型投資が着実に増えることです。

“強欲は消えませんが、パフォーマンスが低いという現実によって多少合理的になります。”

インタビューからの引用

その結果、ここでも短期的なオポチュニズムと長期投資の組み合わせによって資産クラスが多様化が進みます。投資家は従来型の株式・債券のアクティブ運用と並んで、新たに台頭しつつあるバランス型ファンドやライフサイクル型ファンドを導入するでしょう。

しかし、大半のアクティブ運用ファンドは市場をアウトパフォームしようと奮闘しており、この説明では持続的な変化が見えてきません。実は、奮闘の裏側でこれらのレガシー・ファンドは分散成長ファンドとライフサイクル型投資の二方向に変化しつつあります。このどちらのケースも、従来型のインデックス・ファンドやETF、スマート・ベータへの依存を高める形で変化しています。確定給付年金 (DB) と同様に確定拠出年金 (DC) でも、レガシー・ファンドは最終目標を明確化したソリューション重視の投資に引き続き変化していくでしょう。そこでは幅広い種類のファンドが用いられ、定期的なリバランスと組込型のリスク管理方法が用いられます。これを導入した年金がすでに出現しており、後続グループも間もなく現れるでしょう。

ソリューション重視の投資は十分に成長しつつあります。

確定給付年金 (DB) プランの投資目標は母体企業の支援と積立水準で決まる

今後3年間に確定給付年金 (DB) プランが目指す目標は何かと質問したところ、インフレ対策 (52%)、変動の小さいリターン (42%) 投資元本の保全 (41%)、相関性のない絶対リターン (34%) の4項目が目立ちました。(図 4.1)。

また、確定給付年金 (DB) プランが導入する戦略は何かと質問したところ、資産と負債の最適化 (66%)、負債管理型投資 (LDI) (64%)、非時価総額加重指数を用いた「スマート・ベータ」 (32%)、動的な資産配分 (31%) の4項目が目立ちました。

調査後に年金プランに行ったインタビューでは、これらの比率の背景を深く掘り下げました。その結果、年金プランの多くは2008年以降に受けた四つの痛手からまだ回復できずにいることがわかりました。四つの痛手とは、歴史的な低金利による年金債務の将来価値の膨張、異常なボラティリティをもたらした母体企業のバランスシートと株価の過度な変動、一部の市場に飛び乗るインフレがもたらした資産の実質的価値の減少、母体企業のコバナンツ・リスクの上昇による年金プランのソルベンシーの悪化です。

多くの年金プランは、量的緩和策の副作用が見えないために今後5年間もこれまでの状況と何ら変わらないかもしれないとの懸念を抱いていま

す。特に、政府による債務の支払いを助けるために、実質金利を長期にわたって低位に据え置く必要があるかもしれないことを懸念しています。この懸念は民間セクターの年金プランと公的セクターの年金プランで共通しますが、当面の戦略は両者で異なるでしょう。

民間セクターでは、積立水準 (将来の年金債務の現在価値に対する現在の積立資産の比率) と母体企業のコバナンツの強さという二つの要素の兼ね合いが大きく影響します。分析を容易にするために、ここでは積立水準にしたがって年金プランを四つのグループに分けます。

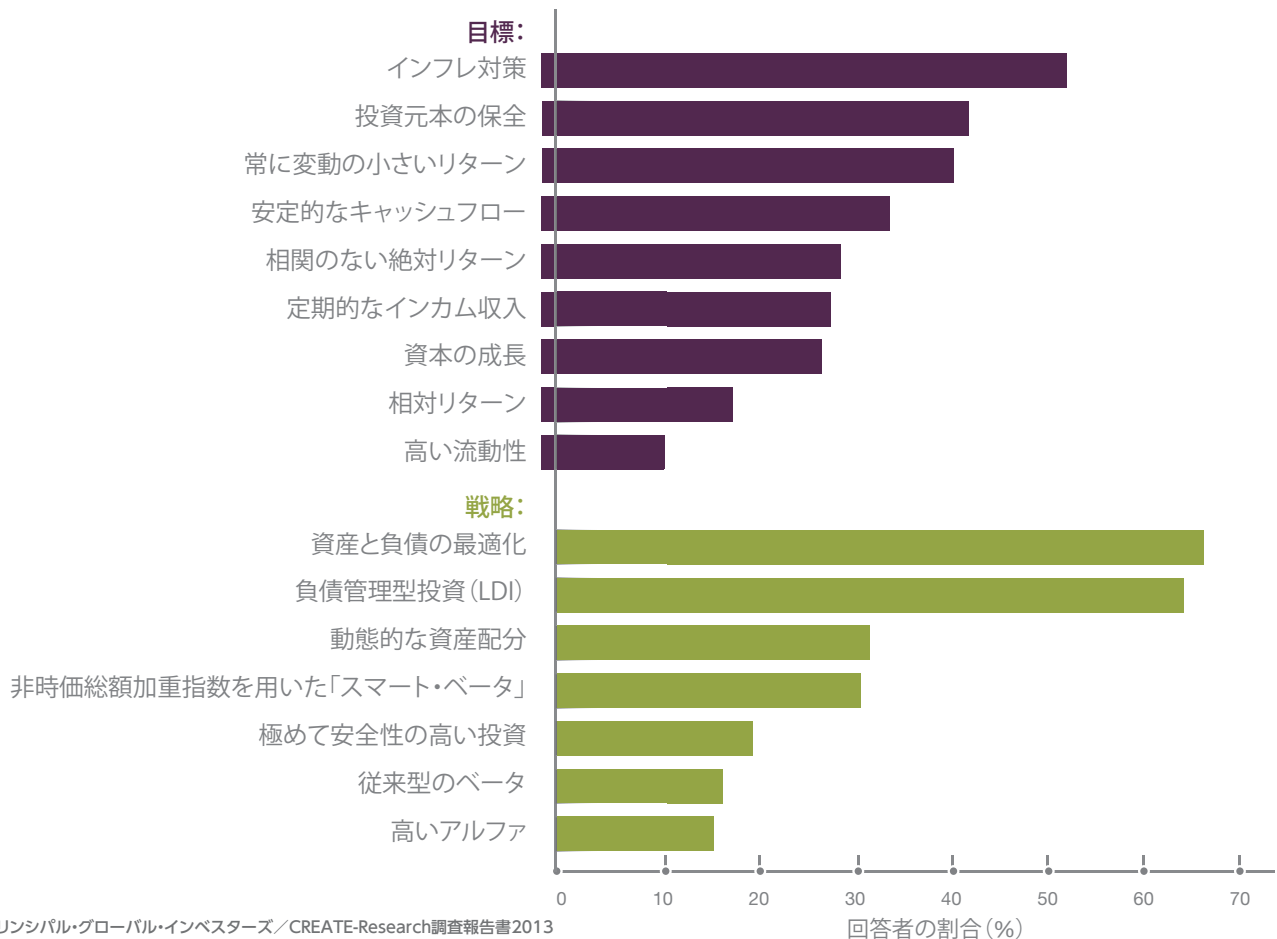
インタビューからの引用:

「13の市場で年金債務は1998年以降113%増加していますが、資産は61%の増加にとどまります。」

「段階的リスク縮小プロセスの現状に基づくと、民間の確定給付年金 (DB) プランの約45%は2020年までにイミュニゼーションを行っているでしょう。」

「2012年はインフレと金利ヘッジから75億米ドルの利益を上げました。クレジット商品と株式による利益は22億米ドルに過ぎません。」

図 4.1 今後3年間に確定給付年金 (DB) プランが目指す目標と導入する戦略



出典: プリンシパル・グローバル・インベスターズ / CREATE-Research 調査報告書 2013 (Principal Global Investors / CREATE-Research Survey 2013)

52%はインフレ対策を目指す

66%は資産と負債の最適化を導入する

64%は負債管理型投資(LDI)を実施する

積立水準が「良好」(100%超)な年金プランは、負債管理型投資(LDI)をすでに導入しているか、または今後導入することによりポートフォリオの完全なイミュニゼーションを図ります。これらの年金プランは慎重な投資を選択するでしょう。

積立水準が「比較的良好」(91~100%)な年金プランは二つのグループに分かれます。母体企業のコベナンツが強い年金プランは母体企業から臨時の資本注入を受けた後、イミュニゼーションを徐々にかつ部分的に進めるでしょう。また、リターンの向上めざすポートフォリオでリスクを拡大します。一方、母体企業のコベナンツが弱い年金プランは慎重な投資を選びます。

同様に、積立水準が「許容範囲」(81~90%)の年金プランも「比較的良好」なグループと同じように、コベナンツの強さを基準に二分されます。

4番目のグループは積立水準が「低い」(80%以下)年金プランで、これらは慎重な投資を選び、負債のデュレーションを長期化するでしょう。

公的セクターの年金プランを見ると、オランダと北欧諸国を除き、負債管理型投資(LDI)の導入を目指す年金プランはわずかです。カナダ、アイル

ランド、英国、米国の年金プランはリスクを拡大するか、または赤字の回復期間を延長するでしょう。日本の公的年金は上記の4番目のグループと同様です。納税者が負担する公的年金は引き続き年金債務よりも年金資産をベンチマークとするでしょう。

これらの結果から明らかになったのは、年金プラン全体の約25%は2020年までに負債管理型投資(LDI)に向かうことと、リスクを拡大する年金プランとリスクを軽減する年金プランに分かれるでしょう。

インタビューからの引用:

「フォーチュン500社の4分の1は年金プランを凍結していません。2008年以降、負債管理型投資(LDI)を導入する企業は3倍の60%まで増えました。」

「100%負債管理型投資(LDI)にするつもりはありません。お金でお金を稼げますから。」

「債券収益が低下すれば株式相場は上昇するでしょう。ただ、欧米諸国経済に対するデフレ効果を織り込んでいるように思えます。」

俯瞰すると・・・

現在の危機は多くの民間の年金プランにとって最後の一撃となりました。積立不足は2000年代の初めから増加し続けています。少数派とはいえ無視できない数の年金プランが、約束した給付水準を守れないでしょう。それ以外の年金プランは、最終目標は完全なイミュニゼーション、第一の手段は負債管理型投資(LDI)と考えています。

積立水準の上昇を目指す段階的変化の仕組みを備え、時間の経過とともにグロース・ポートフォリオからヘッジ・ポートフォリオに資産を徐々にシフトさせるトリガー・ポイントを明確にした、動的なアプローチを採用する年金プランが増えています。

ヘッジ・ポートフォリオは負債と相関性のある資産で構成され、デュレーションと信用スプレッドと流動性を提供します。一方、グロース・ポートフォリオは負債「プラス」リターン、低い相関性、幅広い分散を提供する資産で構成されます。後者は最小分散、バリュウ、モメンタム、クオリティ等のファクターのリスクに傾くスマート・ベータ戦略を次第に用いるようになってきました。

グロース・ポートフォリオの高いリターンによって積立水準が改善すると、ヘッジ・ポートフォリオに資産をシフトするトリガーが作動し、次第にヘッジ・ポートフォリオのデュレーション・カーブが短期化されインフレ・リスクが縮小される一方で、時間の経過とともに流動性ニーズが満たされてきます。一部の年金プランはヘッジ・ポートフォリオにレバレッジを効かせてリターンの上乘せを図り、二つのポートフォリオのリスク量を均等にしています。ただし、負債管理型投資(LDI)の手法には三つの問題があります。

一つは、負債の予測が正確でないことです。多くの年金プランはこれまでヘッジ・ポートフォリオにおけるソブリン債のデフォルト・リスクやその他のカウンターパーティー・リスクに備えるために、段階的変化の各トリガー・ポイントで積立目標の引き上げを余儀なくされてきました。現在、債務国のソブリン債の公正価格がいくらなのか、誰も知りません。

二つ目の問題は金利です。現在の歴史的な低金利から考えて、次に来るのは利上げだと多くの人が予想しています。そのため、負債管理型投資(LDI)の導入を予定している年金プランは状況を見守るしかありません。しかし、多くの基金が懸念するように、金利が低下して細かく作り込んだ段階的変化の仕組みが台無しになる可能性もあります。

三つ目の問題はヘッジ・ポートフォリオの中身です。英国の負債管理型投資(LDI)の第一世代はギルト債がインフレ連動ギルト債が大半でした。その後、コストと精密性を理由にデリバティブとスワップが追加され、次にスワップが追加されました。しかし、利回りの低下に加えて、イングランド銀行が量的緩和策として市場に流通するインフレ連動ギルト債の約75%を買入れたために、年金プランはインフラストラクチャーや不動産、公営住宅といったその他の資産にシフトせざるをえませんでした。これらがインフレ対策や規則的なキャッシュフローを実現するかどうかは分かりません。短満期で信用度の高い債券はなかなか見つかりません。年金プランの負債とマッチングする、ギルト債のような商品が必要です。

- 英国の資産運用会社

債務分野に青信号がともれば PER は上昇する

確定給付年金 (DB) プランの将来の目標を明らかにしたところで、それを達成するために選ばれる可能性の高い資産クラスについて質問しました。回答者はその答えの中で、短期的なオポチュニズムを目的とするものと、中期的な資産配分を目的とするものを明確に分けました (図 4.2)。

オポチュニズムを目的に選ばれる可能性の高い資産クラスは、ディストレス債券 (49%)、ETF (44%)、ハイ・イールド債 (42%)、金を含むコモディティ (37%)、小型株 (33%)、通貨ファンド (32%) の 6 種類でした。

一方、資産配分目的で選ばれる可能性の高い資産は、グローバル株式 (56%)、不動産 (55%)、従来型のインデックス・ファンド (53%)、新興国株式 (52%)、新興国債券 (44%)、オルタナティブ・クレジット (44%) の 6 種類でした。

調査後に行ったインタビューでは、これらの結果の背景にある思考が明らかになりました。

まず、量的緩和策の乗数効果で景気が回復するとの考えから、最近、高リスクの資産クラスがことごとく値上がりしています。欧州と米国で債務に関する合意がなされれば、株価収益率 (PER) は上昇するでしょう。い

ずれにせよ、米国の経済面での重要性を考慮すれば、世界的に市場の持続的回復が実現するためには、米国の政治・経済両面の進展が欠かせないと考えられています。株式ブームが猛スピードで戻ってくる可能性があります。リスク拡大を目指す年金プランは、高リスク資産は現在の価格ですでに取引が非常に活発になっていると考えています。これしか選択の余地がないからとか、あるいは相場が 2007 年につけた最高値を超えたからという理由だけで高リスク資産が選ばれているとは考えにくいと言えます。

二つ目に、ディストレス債券、ハイ・イールド債、新興国債券に着目している確定給付年金 (DB) プランは、低金利が続き、スプレッドがこれ以上

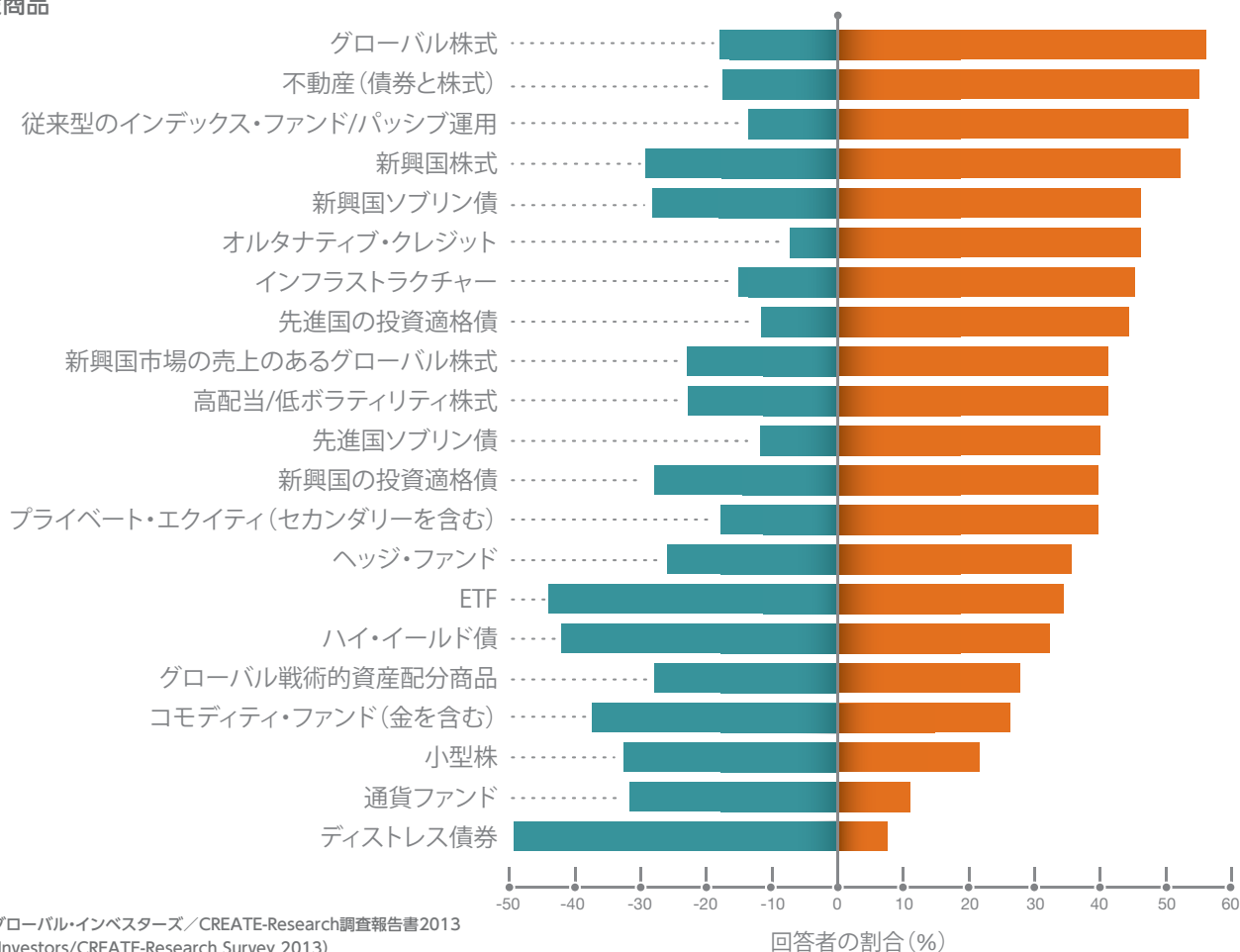
インタビューからの引用:

「2013年の先進国の成長率は1%と、2012年を若干上回るでしょう。アメリカは確実に上向きますが、欧州は横ばいでしょう。」

「政府よりもキャッシュ・リッチな企業の方が返済の確率は高いでしょう。」

「量的緩和が混乱を招かずに終了するまでは、金の投資妙味は高いでしょう。不愉快なサプライズの可能性は常に存在します。」

図 4.2 確定給付年金 (DB) プランが短期的なオポチュニズム目的と中期的な資産配分目的に選択する可能性が最も高い資産クラス・一般商品



出典: プリンシパル・グローバル・インベスターズ / CREATE-Research 調査報告書 2013 (Principal Global Investors / CREATE-Research Survey 2013)

56%がグローバル株式に投資すると回答

55%が不動産に投資すると回答

49%がディストレス債券に投資すると回答

縮小しない限り、これらの資産への投資妙味は高いと考えています。ただし、新興国債券はこのところ発行され過ぎており、またコバナンツのクオリティが低いと認識されていることから、新興国債券への資金流入は比較的少ないとみられます。これは大量の資金流入を予想した2012年の調査結果とは対照的です。

3番目に、これまで以上に多くの年金プランが分散の目的としてインフレ対策をはっきりと掲げているため、不動産、インフラストラクチャー、農地を中心とした実物資産の需要は今後も増加が見込まれるということです。例えば、カナダや北欧諸国の一部の年金プランは資産の25%まで配分を高めています。実物資産に関心が集まるのは、昨年の調査結果と最も異なる点です。インフレ連動債の価格が急騰していることから、年金プランはヘッジ・ポートフォリオ向けにインフレ連動債に代わるような利回りが4~6%の資産を探しています。

4番目に、銀行がバーゼルIIIの施行に向けてカバード・ボンドやソブリン債でTier 1中核的自己資本の増強を目指すことから、オルタナティブ・クレジットへの関心も高まることです。シニア・ローン、ローン担保証券(CLO)、劣後債、商業用不動産ローン、プライベート・エクイティの「セカンダリー」といった金融商品の需要が増えます。オルタナティブ・クレジットも実物資産と同様に、「伝統的な株式や債券との相関性が低く、利回りが1桁後半と高い」という非常に有利なメリットがあります。実際、実物資産とオルタ

俯瞰すると・・・

FRBは株価の上昇を妨げるでしょうか？ 出口戦略は急激なものか、段階的か、どちらになるのでしょうか？ 買入れた資産は途中で売却するのか、それとも満期まで保有するのでしょうか？ 私どもが最も懸念しているのは、FRBの方針次第で現在の安定化装置が容易に不安定化装置に変わってしまうことです。このため、幅広く分散をかけ、定期的にリバランスするとともに、さまざまにかけたレバレッジで、資本の増加と投資元本の保全という相反する二つの目標を追求しています。

私どもはアルファとベータのバランスを取ることを指針としていますが、ベータを内製化することで徐々にベータ投資に傾いています。株式運用の約80%は従来型のインデックス・ファンドとスマート・ベータです。時価総額加重指数は本質的に集中とモメンタムに偏っており、非効率的です。このため、これにバリュー、クオリティ、低ボラティリティ、モメンタムといったファクターのプレミアムを加えています。また、リスク・パリティのアプローチも活用し、かなりの低コストでシャープ・レシオの上昇を実現しています。

私どもは実践型コンサルティングによってスマート・ベータ・アプローチを間接的に改善しようとしており、コンサルティングにしたがって、優れた専門知識を持つ著名な専門資産運用会社と提携しました。この資産運用会社にフレキシビリティの高い運用のマンデートを与え、月次のレビュー会議でスマート・ベータ商品に取り入れられている最先端のマーケット・インテリジェンスを学んでいます。

ナティブ・クレジットは現在、債券に似た特徴と株式のようなリターンを併せ持つ「クロスオーバー資産」と認識されています。

5番目に、従来型のインデックス・ファンドとETFへの資産配分は2012年の調査結果よりも大幅に増える見通しです。この二つは低コストで市場へのエクスポージャーを取り入れる手段とみなされています。いずれもスマート・ベータの枠組み中で特定のリスク・ファクターに傾きやすい性質を持ちます(下の「俯瞰すると・・・」を参照)。

最後に、分散上の利点や、慎重な投資を愛好する母体企業の意向を受け、先進国の投資適格債とソブリン債に対して底堅い需要が続くでしょう。

インタビューからの引用:

「更新時期を迎えるアクティブな運用委任5件のうち3件はパッシブ運用またはETFになります。」

「実物資産はあらゆる環境下で保険となります。実物資産に投資する年金プランは10年前の5%から現在は43%に増えています。」

「年金を受け取る局面に入ると、高いリターンを達成することよりも良い結果を多く出すことが必要です。」

その過程で長期投資とオポチュニティ投資のバランスを取ることで、一方で非流動性プレミアムから利益を得ながら、他方で短期取引から利益を得ることを目指しています。この区分けの中で複雑な戦略(プライベート・エクイティ、ヘッジ・ファンド、不動産など)の管理は外部に任せ、それ以外はスマート・ベータやシンプルなパッシブ運用を使って内部管理しています。

全体として、私どもは分散を通じて資本の成長、高収入、インフレ対策、規則的なキャッシュフロー、高い流動性という五つの異なる結果の達成を目指しています。定期的にリバランスを行うことで、リターンは2008年以降際立って改善しています。過去10年間と20年間の平均利回りはいずれも年8%程度です。

ただし、積立不足が完全に解消したわけではありません。米国では公的セクターの年金債務の計算に関する会計ルールが変更され、それが原因で積立不足はおそらく今後悪化すると思われる。

量的緩和の終わり方が私どもの年金債務に重要な影響を及ぼし得るのはこのためです。もう一つの理由は、私どもは株式をオーバーウエイトしており、市場がFRBは量的緩和をセーフ・ランディングできないと判断すれば、株式相場はあつという間に反落するためです。投資家は大きな損失や大きな利益に結びつくような、市場を動かすイベントに身構えています。したがって、幅広い分散投資が不可欠です。

- 米国の公的年金プラン

確定拠出年金 (DC) は今後もイノベーションの焦点

第3章では確定給付年金 (DB) プランの優れた特徴をいくつか確定拠出年金 (DC) プランに取り入れる動きに焦点を当て、また、オーストラリアや米国といった主要市場で投資助言組込型商品への関心が高まっていることも強調しました。これらを背景に、今後3年間に確定拠出年金 (DC) プランが目指す目標と導入する戦略として、回答者は以下を選びました (図4.3)。

まず、目標としては、資本の成長 (50%)、インフレ対策 (33%)、投資元本の保全 (31%)、一貫して変動の小さいリターン (26%) という結果になりました。

オーストラリア、香港、シンガポール、南アフリカのほか、米国の広範囲の確定拠出年金 (DC) プランは常に資本の成長を重視してきました。その他の市場ではキャッシュや国債などボラティリティの低い慎重な投資が選ばれていましたが、現在の超低利回りの環境では明らかに価格下落リスクがあります。デンマークやドイツなど保険契約への依存度が高い国では低リターン、高コストが続いていますが、これらの国々やそれ以外の国々でもライフサイクル型投資に向かう兆しが見えています。年金の受託者は、年金プラン加入者のリスク許容度と退職後の希望を考慮に入れたライフサイクル型投資の全領域で、パフォーマンスはコントロールできないものの、

リスクとコストは投資助言組込型商品を通じてコントロールできるとしています。英国では、国の運営する新しい確定拠出年金 (DC) プランが米国の2006年年金保護法と同じ流れでターゲット・デット型ファンドをデフォルト (初期設定) オプションとして採用しました。

その他の市場ではインフレ対策と投資元本保全の手段として幅広い分散投資に向かう可能性が高いとみられます。このことは、確定拠出年金 (DC) プランがとる可能性の高い戦略が動的な資産配分 (45%)、従来型のベータ (38%)、スマート・ベータ (26%) であるのを見れば明らかです。動的な資産配分はマルチ・アセット・クラス型ファンド、ライフサイクル型ファ

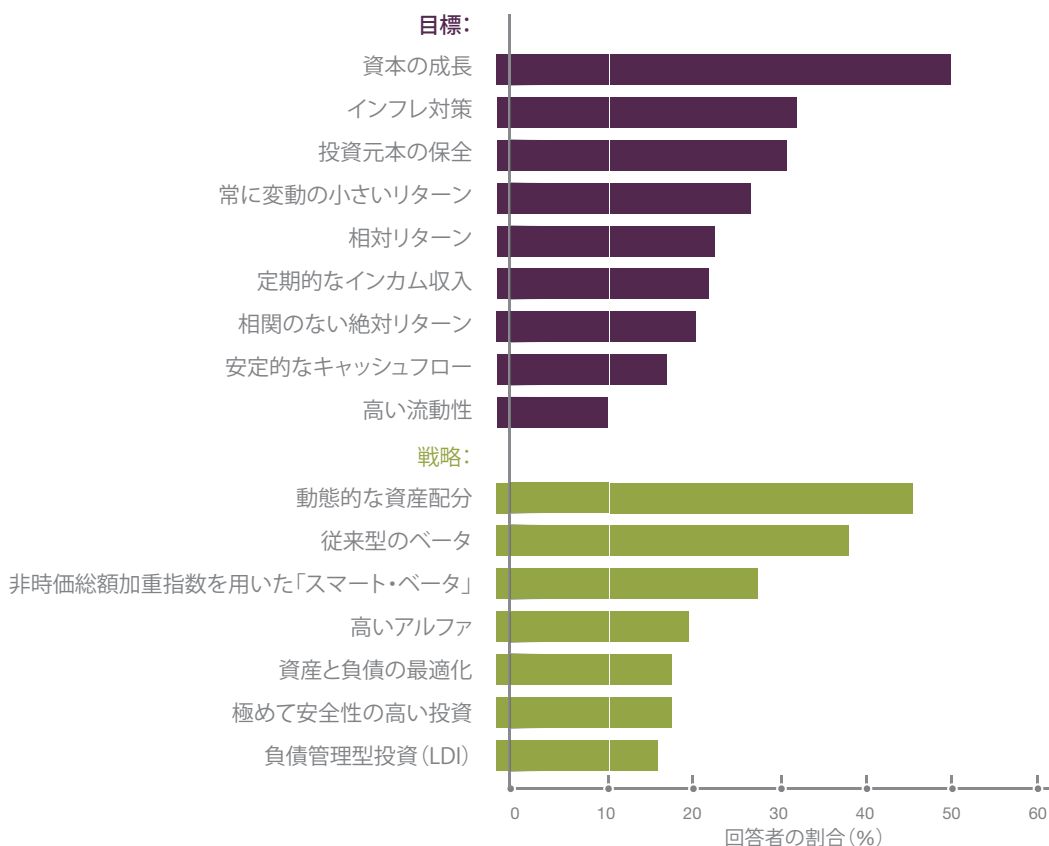
インタビューからの引用:

「確定拠出年金 (DC) プランは株式、債券、キャッシュの三種の神器から分散化して、オルタナティブを始める必要があります。」

「当社の分散配当ファンドは徐々に保証クーポン・レートを重視しつつあります。」

「受託者が運営する欧州の確定拠出年金 (DC) プランは慎重すぎます。拠出金の価値を守るだけで、増やそうとしません。」

図 4.3 今後3年間に確定拠出年金 (DC) プランが目指す目標と導入する戦略



出典: プリンシパル・グローバル・インベスターズ / CREATE-Research 調査報告書 2013 (Principal Global Investors / CREATE-Research Survey 2013)

50%は資本の成長を目標として
選択

30%はインフレ対策を目標として
選択

45%は動的な資産配分を戦略と
して選択

ンド、スマート・ベータ型ファンド等の金融商品ごとに任意的または義務的なリバランスを行うことによって達成されます。

このほか、調査後のインタビューでは法制度と投資手法という2項目が明らかになりました。

まず、多くの国の現代の確定拠出年金 (DC) プランは目的に合致していないと広く認められていますが、その反面、確定拠出年金 (DC) プランはすっかり定着しています。おそらく確定拠出年金 (DC) はいずれ、いわゆるデファンド・アンビション年金に進化すると思われます。デファンド・アンビション年金とは確定給付年金 (DB) と確定拠出年金 (DC) を合わせたようなもので、企業と被用者がより公平にリスクを分け合う形の年金です (下の「俯瞰すると・・・」を参照)。オランダが先行しており、カナダと英国も採用する可能性があります。また、約束した給付水準を下げる効果があるため、確定給付年金 (DB) プランの廃止を遅らせる手段とも見なされています。

俯瞰すると・・・

オランダの年金制度は世界一と評価されています。しかし、年金プランは今年、何百万人という退職者への給付額を0.5%~7%引き下げたという前例のない措置を講じざるを得なくなりました。その大きな理由はユーロ危機がもたらした割引率の低下と年金受給者の長寿化です。

私どもの積立比率は2007年には140%でしたが、現在は100%を下回っています。2007年年金法で年金債務の算出に使用する割引率を市場金利を反映した利率とすることが義務づけられ、市場金利は現在、過去最低の水準です。欧州と米国の経済情勢を踏まえれば、今後3年間に利上げは期待できません。その結果、オランダの年金制度は二つの側面で大きく変化しつつあります。

一つは、「デファンド・アンビション」年金の導入です。これは純然たる確定給付年金 (DB) と純然たる確定拠出年金 (DC) の間に位置する折衷案と説明すればいいでしょう。3種類のバージョンが議論されています。一つは、キャッシュ・バランス・スキームと呼ばれ、企業は決められた年金原資を退職時に保証しますが、その原資でどれだけの年金収入を賄えるかは個人の責任となります。二つ目は、平均寿命がさらに延びれば退職時期が変わる可能性があることを条件に、企業が年金収入を保証する仕組みです。三つ目は、若年層の被用者にさまざまな選択肢を示し、それぞれから得られる退職後の収入の概算を示しますが、その選択肢は退職時期が近づくにつれて絞り込まれる、という仕組みです。三つのバージョンのいずれも企業と被用者でリスクを平等に分け合い、確定給付年金 (DB) と確定拠出年金 (DC) の中間的な形を目指しています。

最も採用される可能性が高いのは、保証が緩やかな最初のバージョンです。企業は目標達成のために企業拠出金を引き上げないことを条件に、雇用期間の平均給与をベースとした具体的な年金収入を目指すことを「約束」しま

二番目に、確定拠出年金 (DC) プランは、優れた結果を実現し、かつ投資家の弱点を最小化するようなリスクに対してインテリジェントなアプローチをとる必要があるという認識が広がっています。投資助言組込商品全般や、特にライフサイクル型ファンドが勢いを得つつあります。

インタビューからの引用:

「約束した年金給付を維持することは不可能です。だから、約束を書き換える必要があります。」

「年金支給開始を65歳からとすることは承認されるべきですが、政治家は世論を変えるために地雷原を進まなくてはなりません。」

「市場の進化に伴って、確定拠出年金 (DC) は現在とは全く違うものに進化するでしょう。」

余談ですが、カナダもこれと同じ選択肢を「ターゲット・ベネフィット」プランと呼んで検討しています。全般的には、オランダの国の年金制度は2014年に退職年齢を引き上げ、それ以降は平均寿命にリンクするようになります。この方法は間もなく他の国でも導入されるでしょう。

オランダの年金制度のもう一つの変化とは、プレミアム・ペンション・インステイテーション (PPI) の登場です。PPIとはEUの企業年金指令に基づく確定拠出年金 (DC) 運営機関で、透明性が高く低コストで、国境を越えた利用が可能で、PPIは英国や米国と同様に保証は提供しませんが、母体企業はライフサイクル型ファンドをデフォルト・オプションとして提供することにより、年金プラン加入者に対する保護義務を果たす必要があります。

私どものような老舗の確定給付年金 (DB) プランにとって、これらの案は非常に重要です。ただし、移行に伴ってさまざまな問題が生じるでしょう。もし、現在の低金利が習慣化してしまうと(その可能性が高いように思われますが)、私どものデファンド・アンビション年金への移行は加速するでしょう。ソルベンシーIIの施行により資本バッファがなければ高リスク資産に投資できなくなったため、なおさらです。私どもは資産の75%以上を債券に投資しておりますが、他のプランも同じようなものです。

隣国のデンマークとドイツでも約束した年金給付を変更しています。新たに重要になっているのは、ライフサイクル型投資への動きです。両国ではこれまで従来型の保険契約に依存していましたが、それがうまくいくのは利回りが現在よりもはるかに高い時期だけです。10年前は平均年齢30歳の人が毎年12%を拠出すれば最終給与の67%の年金収入が得られるといわれていましたが、現在は最終給与の39%まで落ち込んでいます。

- オランダの年金プラン

確定拠出年金 (DC) プランはレガシー資産を徐々に 解消しながら新しい手法を取り入れる

表面上、確定拠出年金 (DC) プランは短期的なオポチュニズムと中期的な資産配分をはっきりと区別してさまざまな資産クラスに投資するとみられます。

オポチュニズム目的で選ばれる可能性の最も高い資産クラスは、ETF (回答者の 41% が選択)、アクティブ運用ファンド (31%)、分散成長ファンド (23%) でした (図 4.4)。分散成長ファンドとは、幅広い資産を組み込んで、さまざまなボラティリティの状況で頻繁にリバランスを行うものです。

資産配分目的で最も選ばれる可能性の高い資産クラスは、長期投資志向のバランス型ファンド (62%)、従来型のインデックス・ファンド (59%)、ターゲット・デット型ファンド (58%)、株式・債券のアクティブ運用 (51%)、ターゲット・インカム型退職ファンド (47%)、分散成長ファンド (46%) でした。

回答が多岐にわたる理由は、リスク許容度が国によって元来異なることで、ある程度は説明できます。例えば、オーストラリアと香港では株式のアクティブ運用が極端に重視されますが、ドイツとスイスでは逆に保険契約が非常に重視されます。

しかし、調査後のインタビューによると、新しい動きも始まっています。

それは投資家の期待するリターンに達しなかったレガシー資産を徐々に切り換える動きです。この切り換えによって向かう方向は二つあり、どちらにも共通のオーバーレイがあります。

一つは、バランス型ファンドや分散成長ファンドに向かう方向、もう一つは、ライフサイクル型投資に向かう方向です。ライフサイクル型投資にはターゲット・デット型ファンドやターゲット・インカム型ファンド、ターゲット・リスク型ファンドが含まれます。

このいずれも、従来型のインデックス・ファンドが長期投資戦略を、ETF がオポチュニティ投資を行うことでオーバーレイが提供されています。また、従来型の時価総額加重指数ファンドの活用も伸びており、確定給付年金 (DB) プランのケースと同様に重要な分散手段になりつつあります。一方、ETF とスマート・ベータの活用は始まったばかりです。具体例を挙げると、米国の確定拠出年金 (DC) プランでこれらに投資しているのは 2.5% にすぎません。今後、投資先としてこれらを勧めるファイナンシャル・アドバイザーが世界的に増える見通しで、各種予測によると、ETF で運用される資産は現在の 1.7 兆米ドルから 2020 年までに 9.5 兆米ドルを超えると

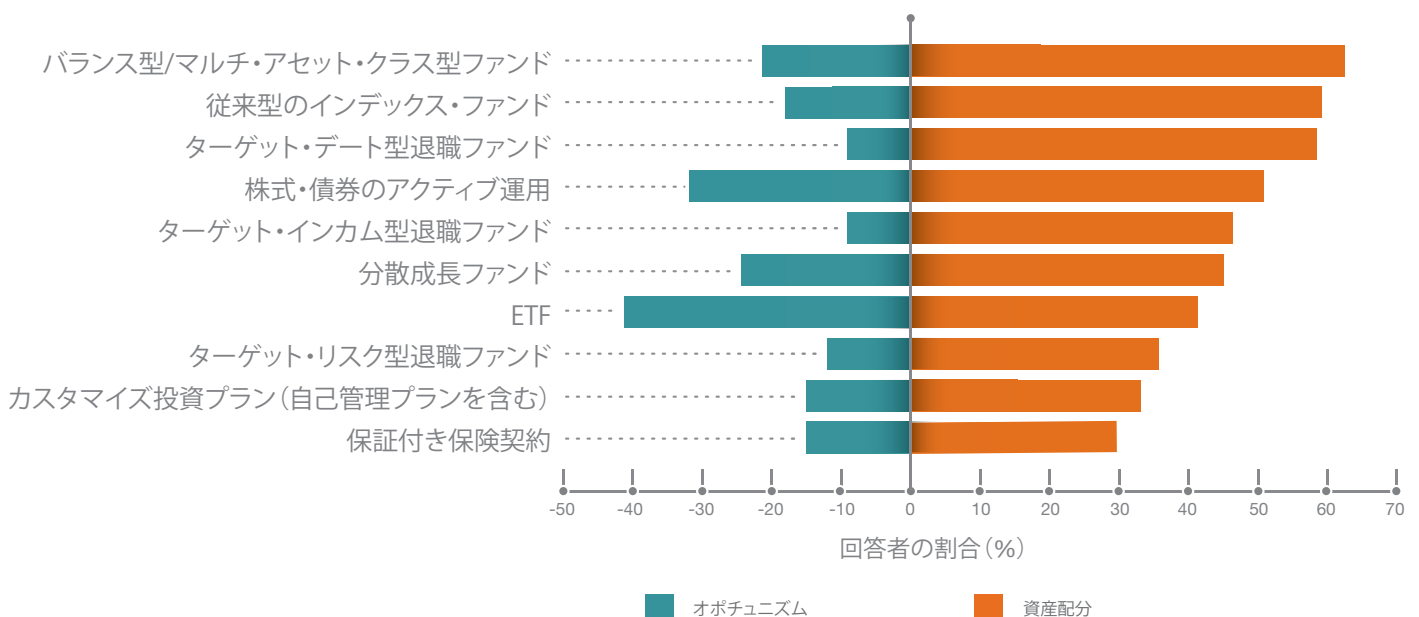
インタビューからの引用:

「大量のレガシー資産が消えつつあり、その恩恵を最も受けるのはライフサイクル型投資です。」

「マルチ・アセット・クラス型ファンドと分散成長ファンドは 2010 ~ 2012 年の市場の混乱をうまく切り抜けました。」

「人口高齢化を考えると、株式・債券のアクティブ運用には制約があります。」

図 4.4 今後 3 年間に確定拠出年金 (DC) プランが短期的なオポチュニズム目的と中期的な資産配分目的に選択する可能性が最も高い資産クラス・一般商品



出典: プリンシパル・グローバル・インベスターズ / CREATE-Research 調査報告書 2013 (Principal Global Investors / CREATE-Research Survey 2013)

62%は資産配分にバランス型
ファンドを使うと予想

59%は資産配分に従来型の
インデックス・ファンドを使うと予想

41%はオポチュニティ投資にETF
を使うと予想

予想されています。そして、この増加のかなりの部分が、上述したレガシー資産からの切り換えで占められるとみられます。

今や、確定給付年金 (DB) プランと同様に確定拠出年金 (DC) プランでもベータと手数料の低さがリターンの主な源泉と考えられており、ETF は割安なベータを供給する低コストの選択肢とみなされています。なお、ETF の限界については第5章で取り上げます。

現時点では、この動きによって従来型の株式・債券のアクティブ運用商品が相当変化する見通しであることを指摘しておきます。これらは退職プランニングを許容する仕組みを組み込んだマルチ・アセット・クラス型商品の中で徐々に用いられるようになるでしょう。この変化は、商品からソリューションへの転換を反映したものです。

結局、この切り換えは第3章で述べた「リスクのパーソナル化」という重要な動きを示唆しています。リスクのパーソナル化によって投資助言組込型商品の需要が高まり、逆に独立型のファンドは不利となるでしょう。こ

のトレンドはすでに確実であり、古いものの優れた部分を活かして新しいものを作り上げるという機関投資家レベルでの資産配分ツールの導入によって、確定拠出年金 (DC) の展望は変貌するでしょう。これは最終投資家だけでなく、そのアドバイザーの投資知識も補完することが目的です。

インタビューからの引用:

「ベビーブーマー世代が退職年齢に近づくにつれ、従来型のファンドはソリューションに進化するでしょう。」

「イノベーションを行わなければ、確定拠出年金 (DC) プランは巨額の積立不足という「影の負債」に直面し、確定給付年金 (DB) プランと同じ運命をたどります。」

「ターゲット・デート型ファンドは 4,000 億米ドル規模に達し、米国の確定拠出年金 (DC) 資産の 10% 超を占めています。」

俯瞰すると・・・

オーストラリアの退職年金基金 (スーパーアニュエーション) は大改革のただ中にあります。新たな法律によって、基金が提示するデフォルト (基本商品) は当局の承認を得ることが義務づけられました。流動性やストレス・テストなどで基金を銀行や保険会社並みとするための健全性基準の採用も義務づけられました。また、付加価値を考慮されないコストを基準としたランキングを公表しなければなりません。このため、基金の統合が加速するでしょう。

しかし、スーパーアニュエーションの当初の資産配分モデルは、これらの改革のかなり前から問題が生じていました。最も一般的な株式70、債券30の組み合わせは、オーストラリアの株式市場で長く続いた強気相場ではうまく機能しましたが、2008年の世界的な金融危機で行き詰まりました。年間のリターンが2桁だった頃には、この画一的な手法が年金プラン加入者のリスク許容度や退職後の希望収入を考慮していないことは問題になりませんでした。

しかし、2008年の金融危機以降2011年まで、リターンはキャッシュのベンチマークを下回っています。そのため資産配分に新たなアプローチがとられるようになり、マルチ・アセット・クラス型ファンドが隆盛になっています。

また、ライフサイクル型ファンド全般と、特にその初期の2種類のバリエーションが脚光を浴びるようになったことは重要です。

この二つのバリエーションの一つは、加入者がプラン加入時に慎重型、中間型、積極型の3種類のリスク特性から一つを選択し、プランの全期間を通じてほぼそれに従うものです。もう一つのバリエーションは、加入者がターゲット・デート型ファンドに投資し、若いうちは株式を積極的に運用し、加入者の選択

した退職日が近づくにつれて慎重な債券投資に徐々にシフトする段階的変化の仕組みがあらかじめ決められています。

したがって、資産配分は年齢とともに変化していきます。ライフサイクル型ファンドは米国で人気が高く、確定拠出年金 (DC) 資産の約30%を占めており、確定拠出年金 (DC) プランの77%が採用しています。オーストラリアではライフサイクル型ファンドはまだ新しく、5%に届かない状態です。しかし、2010年代末までには米国を超えないまでも、追いつくことは間違いのないでしょう。

その過程で、ライフサイクル型ファンドは、現在別々に分かれている退職前と退職後の二つの局面を合わせた全体的な商品に変化していくでしょう。その結果、英国や米国で登場しつつあるターゲット・インカム型ファンドと同じような形になります。これまでの相対リターンのベンチマークは、おそらく加入者ごとに異なる潜在的負債のベンチマークに切り替わるでしょう。間もなく確定拠出年金 (DC) 分野に簡易型の負債管理型投資 (LDI) が登場するでしょう。これは状況が悪化した場合には随時投資を手控えるということです。

結論はシンプルです。オーストラリアの年金は株式と債券の機械的な配分から進歩します。高齢化のリスク特性は変化しており、多額の損失から回復する時間的余裕は少なくなっています。すでに重点は投資の利回りから退職後の払出しに移りつつあります。株式70、債券30に凝り固まった考えは過去のものとなるでしょう。

- オーストラリアの年金運用コンサルタント



5 | マスマーケットの投資家

“投資家が従来型の投資スタイルや資産クラスを超える結果を求める大変革が始まりつつあります。”

インタビューからの引用

どの目標、戦略、資産クラスを追求するか

要旨

第4章では年金プランの投資手法に焦点を当て、今後3年間の資本市場を左右する6つの要因、すなわちソブリン債務危機、量的緩和策、新興国市場での資産バブル、確定給付年金(DB)プランの解散、主要な年金市場における高齢化、ソリューション重視の投資の台頭について論じました。

本章では、マスマーケットの2グループの投資家が選択する投資手法に焦点を当てます。そのために次の2つの具体的な質問を取り上げます。

- 今後3年間に個人投資家はどのような目標、戦略、資産クラスを選択するのでしょうか？
- 今後3年間に富裕層はどのような目標、戦略、資産クラスを選択するのでしょうか？

重要な調査結果

個人投資家

5年後のリテール市場は、すでに退職しているか退職間近のベビーブーマー世代の保有資産が75%近くを占めるようになります。リテール市場と退職市場の一本化が急激に進行するでしょう。定期的なインカム収入、投資元本の保全、低ボラティリティの投資が個人投資家の重要な目標となり、この目標を達成するために従来型のベータ、極めて安全性の高い投資、一つの分散型ファンドの中で特定の目標を目指す動的な資産配分が用いられます。高齢化と「リターンの順序」リスクを理由に、基本的に慎重な姿勢がとられます。

また、個人投資家は過去に個別のアクティブ運用ファンドを探しまわって運用を任せた経験で、自分の運用実績が常に市場を下回り、しばしば高値で買って安値で売っていたことに気づいています。第4章で述べた確定拠出年金(DC)や確定給付年金(DB)の場合と同様に、退職ニーズの本格化によってソリューション重視の投資の新時代が急速に到来しています。

このため、重点はすでにリターンの高さから投資結果の確実性にシフトしています。すなわち投資期間末時点のリスクから投資期間内のリスクにシフトしているということです。

個人投資家は現在の低利回りが長期間にわたって続くと予想しています。また、異常なバランスシート・リセッション下にある欧米経済が貨幣乗数の景気刺激効果によって回復するには長い時間がかかると考えています。

リスクで別れる欧米とアジアの個人投資家

欧米では配当重視型ファンドの需要が高まるでしょう。一つのファンドで定期的なインカム収入、インフレ対策、低ボラティリティを実現する仕組みは重要なイノベーションです。ただし、オポチュニズムが完全に失われることはなく、市場のモメンタムが有効なときには活用されるでしょう。主要な投資手段は引き続きETFだと思われます。

これに対し、アジアでは利回りの追求が激しくなり、中国の「影の銀行」(シャドー・バンキング)による「理財」商品や「信託」商品に代表されるような、高リスクでよくわからない商品に投資資金が流入するでしょう。ただし、日本は別で、1989年のバブルの崩壊で多額の損失を被った記憶が個人投資家の頭にしっかりと刻みこまれているため、今後も定期預金(一般的な金利は0.02%)への投資が続くでしょう。

富裕層

富裕層は再びリスクを取り始め、優れたリスク管理手段に対する需要も回復するでしょう。

富裕層の主要目標は、相関のない絶対リターン、投資元本の保全、資本の成長、インフレ対策、規則的なキャピタルゲインとなります。目標に絶

対リターン以外の項目が含まれるのは、他の目標を除外しても十分な埋め合わせが得られるほど将来のリターン水準は高くないという見通しを反映しています。

このように、投資戦略は慎重さとオポチュニズムを組み合わせたものとなり、高いアルファ、動的な資産配分、スマート・ベータ、極めて安定性の高い投資が選ばれるでしょう。

富裕層向けのビジネスは世界全体で年平均9%の成長が見込まれています。この大半が新興国市場で多国籍企業を経営する新世代の起業家向けです。彼らはコモディティ(特に金)、通貨、ヘッジ・ファンド、アクティブ運用ファンドのオポチュニティ投資に強く傾いた高アルファ戦略に投資するでしょう。その過程でETFが重要な手段として用いられます。

“**かつて老後の生活は気楽なものでした。65歳まで働いて、退職後に10年間楽しんだらお迎えが来ました。しかし現在は、55%の確率で夫婦のどちらか一方が90歳まで生きるため、貯蓄が足りなくなります。**”

インタビューからの引用

一方、欧州と米国の富裕層は簡易型の負債管理型投資(LDI)に手法を変えていくでしょう。この手法では日常のニーズ、ライフスタイルに伴うニーズ、慈善活動、遺産相続計画などのベンチマークが用いられます。

その結果、資産配分や分散、リスク管理、スマート・ベータに用いるツールの導入が徐々に進むでしょう。株式への関心はさまざまでしょう。しかし、ETFを中心としたパッシブ運用ファンド全般、実物資産、オルタナティブ・クレジットという3分野に対する関心は高まるでしょう。

総じて、個人投資家と富裕層のソリューション重視の投資には、主にパッシブ運用が用いられるとみられます。

今後3年間にETFとスマート・ベータの成長が加速すると見込まれ、資産運用会社はすでにシステムック・リスクの可能性について警鐘を鳴らし始めています。

高齢化によってリテール市場と退職市場が一本化する

今後3年間に個人投資家がどのような目標を追求するかを質問したところ、回答者の3分の1は定期的なインカム収入(53%)、投資元本の保全(46%)、インフレ対策(42%)、常に変動の小さいリターン(39%)、資本の成長(34%)の5項目を選択しました(図5.1)。

また、この目標を達成するための戦略を質問したところ、回答者の3分の1は従来型のベータ(48%)、極めて安全性の高い投資(48%)、動的な資産配分(39%)の3項目を選択しました。

このように、個人投資家は慎重な運用を行う選択肢を選ぶとみられます。その理由は、すでに退職、または2010年代末までに退職を予定するベビーブーマー世代の資産がリテール市場の大半を占めるためです。その過程では第4章で確定拠出年金(DC)プランに関して論じたのと同様に、複雑な原動力が働いています。

それは個人投資家が2000年代に行っていた「人気銘柄探し」が素地となっています。個人投資家は自分の運用成績が市場を大きく下回ることに次第に気づきました。株式相場が力強く上昇しても、その前半または3分の2を見逃すことは珍しくありませんでした。人気銘柄を探すことに時間をかけるあまり、高値で買って安値で売ることになり、手数料ばかりが増えました。この投資手法は個人投資家にとって高いコストを伴うものでした。

また、債券投資も高齢化によって反省を強いられています。金利が7%で

65歳の人の平均余命が10年だった時代には、ソブリン債投資は良い投資でした。しかし、利回りが2%を下回り、平均寿命が80歳を超える現在では、全く事情が変わりました。低利の長期債は信用リスク以外にもデフレーション(金利リスク)が重大な問題になっています。とにかく金利の低下でデフレーションの長期化が静かに進行しており、利回りの追求自体がもはや魅力を失っています。個人投資家はむしろソリューション重視の投資にシフトしつつあります(次ページの「俯瞰すると・・・」参照)。

この投資手法は、一つの商品の中で複数の資産クラスを組み合わせることにより、退職時期の前でも、さらに退職した後も、定期的なインカム収入、低ボラティリティ、インフレ対策を目指すことができます。このパッケージ手法は、一つの投資戦略というよりは特定の目標を目指し、また、高リターンよりも確実性を目指します。

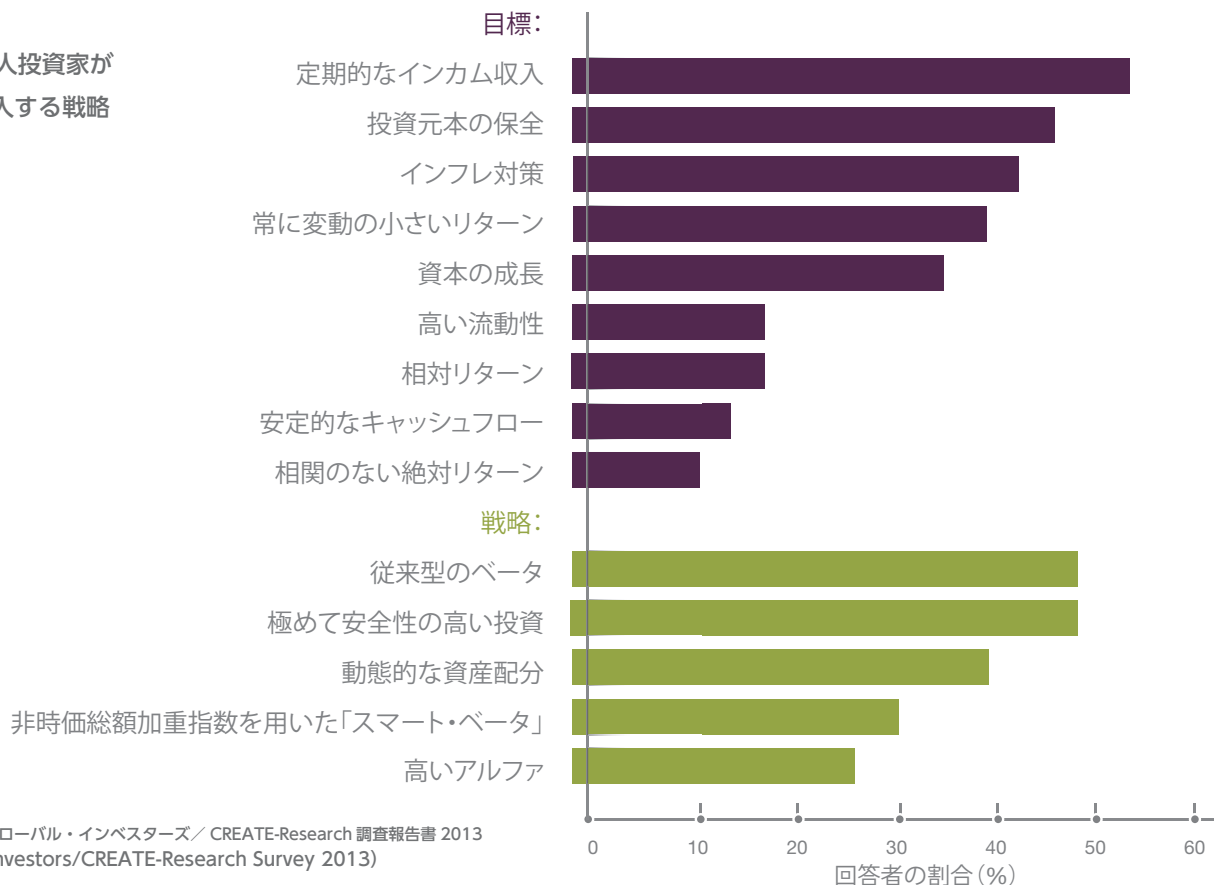
インタビューからの引用:

「個人も政府もレバレッジを縮小しています。デフレの恐怖が現実化しているためです。金利は長い間上がらないでしょう。」

「欧州株は割安です。PBRやPERではなく恐怖感に基づいて取引されています。」

「1950年以降、ミューチュアル・ファンドの平均保有期間は6年から1年に短縮しました。」

図 5.1
今後3年間に個人投資家が
目指す目標と導入する戦略



出典: プリンシパル・グローバル・インベスターズ/CREATE-Research 調査報告書 2013
(Principal Global Investors/CREATE-Research Survey 2013)

53%は定期的なインカム収入を目指す

46%は投資元本の保全を目指す

48%は目標達成に従来型のベータを用いる

実際に、医療、ライフサイエンス、燃料、老人介護施設に明確に偏ったライフスタイル・リスクに基づき、シンプルなヘッジを付けたETFを作る計画が進んでいます。ベビーブーマー世代はすでにリスクテイクから撤退しています。

アルファの基準は人によって異なります。

2012年調査報告書「市場のボラティリティ：敵か、味方か？」では、投資家が市場を上回る「商品のアルファ」と、投資家が抱える固有のニーズに応える「ソリューションのアルファ」を次第に区別するようになってきていることを論じました。そのバランスは、ベビーブーマー世代がリスクテイクから撤退していることから「ソリューションのアルファ」にシフトしており、この傾向は今後も続くでしょう。

2010年代末までには、現在の日本のようにリテール資産の相当部分が取崩局面に入ります。これまでのところ、欧州と米国では株式離れが目立ち

ます。2008年の株価暴落の後、投資資金は主に債券に流入しましたが、現在は超低利回りへの懸念から個別のソリューションを目指す新しいタイプの分散ファンドに資金が向かっています。

インタビューからの引用：

「社会が20年前より高齢化しているため、投資家の関心はキャピタルゲインよりも定期的なインカム収入に向かっています。」

「当社の商品は複利で資産を増やすタイプですから、投資家は突然リッチになれるわけではありません。それでも彼らは満足しています。」

「投資家はリスクを取った見返りが欲しいのであって、アルファやベータに関心はありません。」

俯瞰すると・・・

2000年から2010年にかけてはリスクがリターンを生まず、従来型の株式・債券投資が厳しい目で見直された「失われた10年」として長く記憶に残るでしょう。この経験がきっかけとなって生まれた大変革が2008年の株価暴落後に支持を得ています。それはソリューション重視の投資を主眼とし、投資のイノベーションと投資家のニーズの間にはっきりと照準を定めています。

これを早くも導入しているケースはあらゆるセグメントで見られます。確定給付年金(DB)は負債とのマッチングへ、確定拠出年金(DC)はライフサイクル型投資へ、マスマーケットではソリューション重視の投資への切り換えが進みつつあります。金利抑制策が長引くことへの不安がこれらのイノベーションを主流に変える転機になるかもしれません。

リテール分野では、いろいろなテーマを掲げたソリューション重視の投資がさまざまな形態で登場しつつあります。最も一般的なものは、株式に類似したリターンを追求しつつ利回りと下方リスクのプロテクションを強く重視する新しいタイプのバランス型ファンドです。注目に値するのは、リスクの測定にはリターンの標準偏差ではなく、目標として定めた成果が達成できない確率を用いています。

新たに台頭しつつある一連の分散配当ファンドでは一般商品からニッチな戦略への転換が鮮明に見てとれます。これを早くも取り入れているのは、すでに退職している、あるいは退職間近のベビーブーマー世代です。これらのファンドは、ハイ・イールド債、グローバル・バリューストック、グローバル不動産証券、優先証券、商業用不動産ローン担保証券(CMBS)、新興国債券やインフラストラクチャーなど幅広い資産バスケットに分散投資します。また、内在する株式投資のボラティリティを下げるためにコールオプションを活用しており、これらを合わせて定期的なインカム収入と低ボラティリティを追求します。

さらに、60歳以上は分散投資ポートフォリオのインフレ対策として新たに実物資産を取り入れ始めています。これにはインフレ連動債(TIPS)、コモディティ、不動産投資信託(REIT)、インフラストラクチャー、クーポンが物価に連動する変動利付債などが含まれます。米国経済は現在、財政赤字、債務、人口動態という3つの課題に直面しており、その副作用としてインフレ率が上昇する可能性があります。インフレ率が年間3%という低い水準でも、計算上23年ごとに物価は倍になってしまいます。長期的に見ればこれらのヘッジの効果は極めて高いことが証明されています。

また、ますます多くの個人投資家が分散ポートフォリオにオルタナティブ投資を組み込み、ボラティリティから生じるいわゆる「リターンの順序」リスクに対処しようとしています。ポートフォリオの年平均トータル・リターンは長期的なパフォーマンスの優れた指標ですが、リターンの順序もポートフォリオの実質価値の決定に同じくらい重要な意味を持ちます。また、テール・リスクをヘッジする意向で早くもさまざまな戦略のヘッジ・ファンドを取り入れる投資家もいます。

欧米では5年後に、1945年から1965年の間に生まれたベビーブーマー層の保有資産がリテール資産の75%近くを占めるようになります。彼らは退職時期が近づくと従来型の投資からソリューション重視の投資に切り換えます。この変化は実際、先進国だけでなく多くの新興国の人口動態までも広く組み込んだビジネス・モデルを持つ資産運用会社には大きなチャンスとなっています。我々はダーウィンの進化論にあるとおり、変化に対応できない種は消滅するというのを目の当たりにしているのです。

米国の資産運用会社

個人投資の特徴は欧米ではリスク回避、アジアでは利回り追求

目標がはっきり見えると、個人投資家は短期的なオポチュニズムと中期的な資産配分を区別した上で多様な資産を選択するでしょう。オポチュニズム目的で選ばれる可能性の高いのは、ETF (49%)、株式・債券のアクティブ運用 (38%)、テーマ型ファンド (38%) です (図 5.2)。

一方、資産配分目的で選ばれる可能性の高いのは、配当重視型ファンド (66%)、株式・債券のアクティブ運用 (54%)、従来型のインデックス・ファンド (52%)、元本保全型ファンド (50%)、ETF (45%) です。

このように、オポチュニズム投資が行われる一方で、慎重さも広がるでしょう。ただし、調査後のインタビューによると、欧米とアジアでは顕著な地域性の違いが見られます。

欧米ではこれまで通り、慎重さを優先するでしょう。その大きな理由は高齢化で、配当重視型ファンドの需要が伸びると見込まれます。資産運用会社は現在の低利回り環境下で保証配当ファンドの意義付けに苦慮していますが、このファンドには注目すべきイノベーションが見られません。

すなわち、多様な資産クラスを組み合わせることにより、定期的なインカム収入、低ボラティリティ、インフレ対策という個人投資家が目指す三つの目標の一つまたはそれ以上を目指す動きです。さらに、このようにして出来上がった資産にヘッジ手段を用いることにより、結果を達成する確率を引き上げています (43 ページ参照)。

欧米の個人投資家にはこのような堅実な動きがはっきりと見られますが、市場のモメンタムが有効である場合には、今後も周期的にオポチュニスティック投資を行うものとみられます。

その主な手段は ETF でしょう。米国と一部の欧州のファイナンシャル・アドバイザーはすでに、複数の資産クラスを組み込みつつ、オポチュニズムも可能にする資産配分商品として、ETF のマーケティングを行っています。投資家の株式熱は冷めてはいないものの、大きなリスクを取らない限り高リターンは期待できないと考えているため、ETF 人気は今後も続くと思われます。投資家は、市場のモメンタムが明白なときは、ETF で流れに乗りながら、日々の流動性と低コストを確保することを選択するでしょう。

一方、アジアでは利回りの追求が激化するでしょう。ブラジル、ロシア、インド、中国の BRIC 諸国では最近、株式ファンドから大量のマネーが流出しています。MSCI BRIC インデックスが 2007 年のピークから 37% 低下した同時期に、S&P 500 種指数は直近のピークまで回復しています。

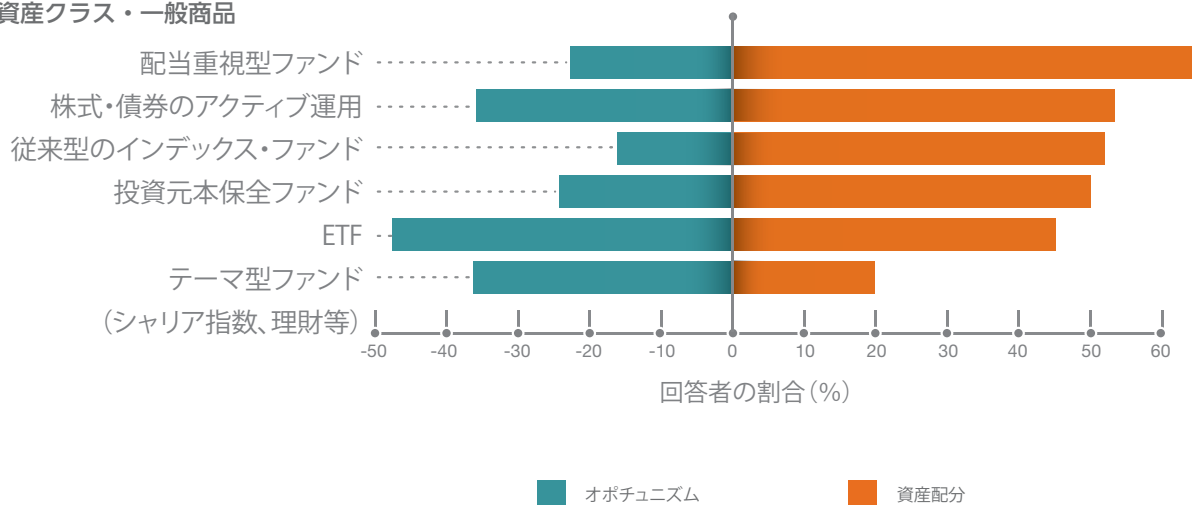
インタビューからの引用：

「2001 年には米国の家計の 53% が株式を保有していましたが、今は 46% です。」

「欧米の政治の停滞がアジアの投資家の欧米離れを引き起こしています。彼らは新興国市場にマネーを移しています。」

「BRICS 諸国の株式はこの 4 年間、グローバル株式の来た道をたどっています。」

図 5.2 今後 3 年間に個人投資家が短期的なオポチュニズム目的と中期的な資産配分目的に選択する可能性が最も高い資産クラス・一般商品



出典：プリンシパル・グローバル・インベスターズ / CREATE-Research 調査報告書 2013 (Principal Global Investors/CREATE-Research Survey 2013)

66%は長期投資に配当重視型 ファンドを選択すると予想

54%は長期投資にアクティブ運用 ファンドを選択すると予想

49%はオポチュニズム投資にETF を選択すると予想

利回りの追求が高じた結果、ファンドは不透明でリスクの高いものに変化しています。中国のいわゆる理財商品や信託商品が代表例です（下の「俯瞰すると・・・」を参照）。この地域の株式市場のボラティリティが低下するまでは、このようなファンドに対する需要が続くでしょう。現在中国で進んでいる金融改革は中国の株式市場を一変させる可能性を秘めています（下の「俯瞰すると・・・」を参照）。

ただし、当面は地域ごとの違いは続くでしょう。アジアの個人投資家は総じて自国経済の見通しは明るいと考えており、利回りを追求する上で、あやしげな資産であっても飽くなき需要が続くとみられます。欧米の個人投資家は自国経済の見通しをあまり楽観視していません。したがって、安全性を追求する上でリターンを犠牲にする心づもりを固めるでしょう。

ここまで欧米とアジアにざっくりと分けて説明しましたが、日本だけは別です。日経平均株価は2012年11月以降、力強く上昇しているにもかかわらず、個人投資家の中には株価は常に下がるものだと信じて育った人た

ちがいます。日経平均が1989年以来下がり続け、18兆ドル相当の損失が生じた記憶から、株式投資はギャンブルだという雰囲気があるためです。

日銀が最近マネタリーベースを2倍に増やすことを発表した後も、持続的で力強い株価の上昇は見られないことから、日本の個人投資家は極めて慎重なままでしょう。

インタビューからの引用：

「中国の理財商品はサブプライム・ローン証券と同じくらい危険な可能性があります。ラベルと中身が違うのです。」

「日経平均はこのところ35%も値上がりしていますが、日本の個人投資家はまだ動きません。」

「インドの投資家の株式疲れは続いており、その代わりに利回りと実物資産を追いかけています。」

俯瞰すると・・・

2008年の金融危機の後、アジアの投資家のマネーは新興国市場に向かいました。そして、マレーシアのシャリア・ファンドや中国の理財商品といったローカル色の強い商品に投資マネーが流れ込みました。

中国では理財商品が爆発的に伸びており、2012年末の資産残高は2兆米ドルと銀行預金総額の15%相当に達しています。その背景として、中国は貯蓄超過（GDPのおよそ半分）であるにもかかわらず、貯蓄金融機関にそれに見合った商品がないことが挙げられます。また、銀行預金利率は低く、株式市場はボラティリティが高いうえにモメンタムに左右されています。

理財商品は中国の影の銀行（シャドーバンキング）システムの商品の一つで、低利の定期預金に代わる高利回り商品として銀行が短期投資として販売しています。この商品のレバレッジは徐々に高まっていますが、十分な資本の裏付けがありません。当局は規制を強化して商品の人気を抑制しようとしています。

同様に、ミューチュアル・ファンドの数も3倍に増えていますが、運用資産残高は2008年以降ほとんど変化がありません。また、株式ははやらなくなっています。しかし、2008年以降、従来型の投資信託のような信託商品と呼ばれる商品は、資産残高が7倍に伸びています。

信託商品は株式、債券、不動産、地方政府やインフラプロジェクトへの直接貸付で運用しています。残念ながら投資家は信託商品の実際的なリスクの性質を理解しておらず、信頼性の薄い第三者による暗黙の保証をうのみにしています。そのため、信託商品も現在、規制当局の検査対象となっています。

この当局の監視の厳格化は、資本市場を開放して通貨管理と金利制度を緩

和するための重要な政策の一つです。その目的は人民元を徐々に準備通貨とすることにあります。中国経済が貿易主導から国内消費主導に転換するのに伴って、中国は10年後には債権国から債務国に変わるためです。

また、3年後には中国本土の株式（A株）がグローバル指数に加わります。A株がFTSEエマージング・マーケット・インデックスの構成銘柄になれば、中国は同指数の40%を占めることになり、世界中でポートフォリオのリバランスが行われます。適格国外機関投資家の人民元建ての投資枠は7倍に引き上げられます。

さらに、上海証券取引所は上場企業に対し、利益の30%を配当の形で株主に還元するように率先して指導し始めました。これは長年にわたり株主の利益をないがしろにしてきたコーポレート・ガバナンス（企業統治）慣行を変えることにより、長期保有の投資文化を醸成することが目的です。

中国でも他のアジア諸国と同様に、ファンドは売りに来るものであって、買いに行くものではありません。投資家はセールスマンがアイデアを持ってくるのをただ待っています。しかし、現在は金融教育のレベルを高めて一般市民に長期投資を促すための取り組みが始まっています。他の先進国と同様に、中国も長年にわたる一人っ子政策の結果、2020年代には急速に高齢化が進むためです。

- 中国の資産運用会社

富裕層はリスクテイクを再開する

2012年の調査報告書で示したように、この10年大きな損失で苦しんだ富裕層は、非常に要求の多い投資家に豹変しつつあります。富裕層はリスクテイクを再開しつつあり、それに伴って新たなリスク管理手法の需要も戻りつつあります。今後3年間に富裕層がどのような目標を追求するかを質問したところ、回答者の4分の1以上は相関のない絶対リターン(49%)、投資元本の保全(46%)、資本の成長(42%)、インフレ対策(39%)、定期的なインカム収入(26%)の5項目を選択しました(図5.3)。

注目すべきは目標が多岐にわたることで、高リターンが最優先目標とされた前回調査とは大きく異なる結果となりました。この背景には、高リターンと他の目標は両立できるという信念があります。これは2000年～2002年の弱気相場以前の年金プランの考え方と似ています。年金プランが上記の株価下落の後に負債とのマッチングを行ったように、富裕層も近年のボラティリティの増大を受けて負債マッチングに動き始めました。これについては後述します。

この目標を達成するための戦略を質問したところ、高いアルファ(54%)、動的な資産配分(46%) スマート・ベータ(32%)、極めて安全性の高い投資(20%)となりました。

世界の富裕層の保有資産は今後3年間に年平均9%のペースで増加することが見込まれます。富裕層ビジネスの中心は欧州と米国ですが、成長エンジンは中東、アジア、アフリカ、中南米の順となるでしょう。この増加分の大半は新興国市場で多国籍企業を運営する新世代の起業家たちで、欧州と米国で相続資産の運用が多いのと対照的です。この起業家たちは要求が多く、簡単には信用せず、自分のことは自分で管理したが、富を増やすことへの関心が強いという特徴があります。彼らの主要目標は相関のない絶対リターンと資本の成長です。

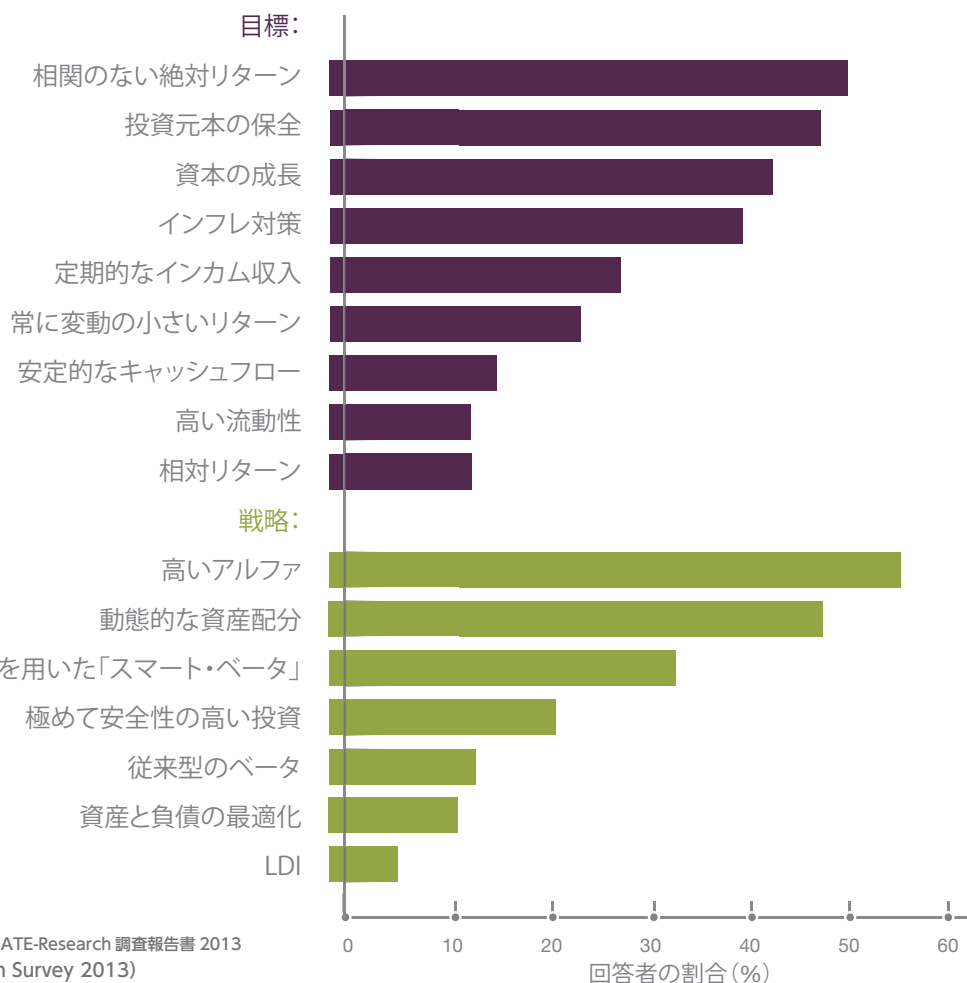
インタビューからの引用:

「相対リターンは廃れ、絶対リターンは多くの源泉があります。」

「アジアの超富裕層には自分のビジネスに投資するという選択肢があるため、要求がとても多いのです。」

「トレンドの見えない市場ではブラックボックス投資は流行らないでしょう。」

図 5.3
今後3年間に富裕層が目指す
目標と導入する戦略



出典：プリンシパル・グローバル・インベスターズ/CREATE-Research 調査報告書 2013 (Principal Global Investors/CREATE-Research Survey 2013)

49%は相関のない絶対リターンを目指す

一方、欧州と米国の富裕層は2010年～2011年の相場の混乱を受けて、多様な目標を選んでいきます。それらの目標は日常のニーズ、ライフスタイルに伴うニーズ、慈善活動、遺産相続計画を重視したものです。その過程で複数の資産を組み合わせますが、特に不動産や金といった実物資産に厚く配分します。彼らが目指すのは、資本の成長、定期的なインカム収入、高い流動性、インフレ対策、低ボラティリティ、大損失の回避です。

この手法の例として、長期投資をコアとし、オポチュニズムをサテライトとしたコア・サテライト型モデルが挙げられます。この実利主義的方法はリスク、流動性、透明性を強く重視しながら、その補完として市場の混乱時には周期的な相場下落で創出された割安な投資機会を逃しません。

富裕層はこの他にも二つの面で機関投資家にならうでしょう。一つは、分散を進化させて、リターンの最大化でなくリスクの最小化に焦点を置く絶対リターンを目指すことです。もう一つは、リスクの拡大とスマート・リスクを区別することです。前者はリスク量そのものを増やすことですが、後

46%は投資元本の保全を目指す

者はベータ・リスクを増やさずにアルファを高めるという投資家の究極の目標を指します。スマート・リスクについては、欧米の富裕層は割安にアルファを実現するスマート・ベータに次第に依存するようになると思われる。スマート・リスクが新たな題目となるでしょう。

インタビューからの引用：

「投資家がオルタナティブ投資の利回りを追求するようになったため、実物資産のリスクとリターンのバランスは大いに改善しました。」

「当社の富裕層顧客の多くは雑音の中から有用な情報を取り出すことに熱心です。」

「旧来の投資スタイルは強気相場でしか通用しません。高リターンが得られないなら、別の目標を立てるしかありません。」

俯瞰すると・・・

商業用不動産市場は中心部と周辺部の二極化が進んでいます。中心部は物件が不足し、価格が高騰していますが、周辺部は景気に左右され、投機的で

周辺部の市場はニッチ・プレーヤーが大部分を占め、最近改装したものの入居率が低かったり、賃料が安かったり、リース期間の短い物件などが含まれます。また、周辺部では信用危機以降、差し押さえ物件の売却が多いこともあって、オポチュニスティック投資は周辺部の物件を主に投資対象としています。

中心部と周辺部の物件の利回り格差は拡大基調にあり、中心部は利回りが5～9%、価格上昇率が1～5%ですが、周辺部は利回りが4～7%、価格上昇率が1～3%です。どちらも2008年の金融危機以降に利回りが急落しました。

2012年になって年金プランや政府系ファンドが資産配分をこれまでの最大レベルに増やしたことから、中心部の物件は急速に値上がりしています。これらの機関投資家は立地に応じて、手数料控除後ベースで5～7%の利回りを目指しています。特に人気があるのは、米国、欧州、オーストラリア、日本、香港、シンガポールの主要な商業中心地です。手数料は中心部と周辺部で大きく異なります。

周辺部は銀行が貸出を大幅に縮小したのに伴ってメザニン・ファイナンスの需要が生まれており、富裕層の投資マネーは主に周辺部に流れています。商業用不動産はインフレ・ヘッジとしても優れていると認識されています。中心部の物件の利回りは債券利回りの代替とされるものですが、金利の変動要因によってはこの両者は連動しません。景気の回復に伴って金利が上がる場合、

物件価格の値上がりを含めたリターン全体はより大きくなります。しかし、例えば、通貨危機が原因で金利が上がるような場合は、物件価格の値上がりは実質的に消えてしまいます。

当社の英国部門は学生用住宅と公営住宅という新しいニッチ市場を開拓し、不動産を負債管理型投資(LDI)のヘッジ資産として販売しています。これらの資産は取得後に長期のリース契約を締結し、中には契約期間が35年に及ぶものもあります。定期的な賃料収入が得られるためキャッシュフローが規則的で、均等返済される物件はリース期間終了時に元の所有者に戻るため、所有者は家宝を売り払うとは感じません。

この商品はオープンエンド型ファンドなので、流通市場で売買することができます。現在の利回りは英国債プラス200～600ベース・ポイントで、賃料は5%を上限として物価に連動して自動的に上がる仕組みになっています。

大手の年金プランは特定の不動産ポートフォリオを指定して投資しますが、富裕層はフィーダー・ファンドを通じて資産配分しています。商業用不動産はかつての輝きを取り戻しつつあり、当社の場合、2010年以降正味の流入資金が20%近く増えています。

- スイスの資産運用会社

オポチュニズムで分かれる欧米とアジアの富裕層

富裕層のリスク選好度が地域によって異なることは、オポチュニズムと中期的な資産配分で区別される投資手法にも表れています。

世界全体では、オポチュニズム目的で選択する可能性の高い資産クラスは、ETF（回答者の44%）、金を含むコモディティ・ファンド（44%）、通貨ファンド（35%）、アクティブ運用ファンド（32%）の4項目が上位を占めました（図5.4）。

これに対し、資産配分目的ではロング・オンリーとオルタナティブ・ファンドから幅広い商品が選ばれるとみられ、株式・債券のアクティブ運用（59%）、債券と株式を含む不動産（55%）、バランス型ファンド（49%）、ヘッジ・ファンド（47%）、プライベート・エクイティ（47%）、配当重視型ファンド（46%）となりました。

これらのファンドはアジア、欧州、米国の各市場で販売されるでしょう。ただし、大きく異なるのは、アジア市場（日本を除く）はオポチュニズム寄り、欧米市場は長期投資寄りとなるという点です。

地域順に見ていくと、既述のように、アジアの投資家は資産クラスではなくリターンを追求します。また、大きな金額を少ない回数で投資することを好みます。分散投資の概念が根付いておらず、すべての新興国市場が周期的にマクロ・リスクにさらされるという概念も定着していません。アジアの投資家の特徴として、一方はキャッシュ、もう一方は不動産や個別

株や金と、投資を両極端に二極分化する傾向があります。

この傾向から長期投資文化の欠如という大きな課題が見えてきます。投資信託の平均保有期間は中国、インド、韓国、台湾など多くの国で1年未満です。長期投資がオポチュニズムに代わることは十分ありえますが、すぐというわけではありません。その原因は、国内の株式市場のボラティリティが極めて高いためです。また、欧米市場に対する信頼感が失われていることも原因の一つです。アジアの富裕層はマードフ事件、MFグローバルの破綻、フラッシュ・クラッシュ（瞬間的な暴落）、ナイト・キャピタルの売買システムの誤発注、フェイスブックのIPO（新規株式公開）の奇妙な成り行きなどを見て不安を隠せません。彼らは、個人投資家が不利になるように仕組まれていると感じています。

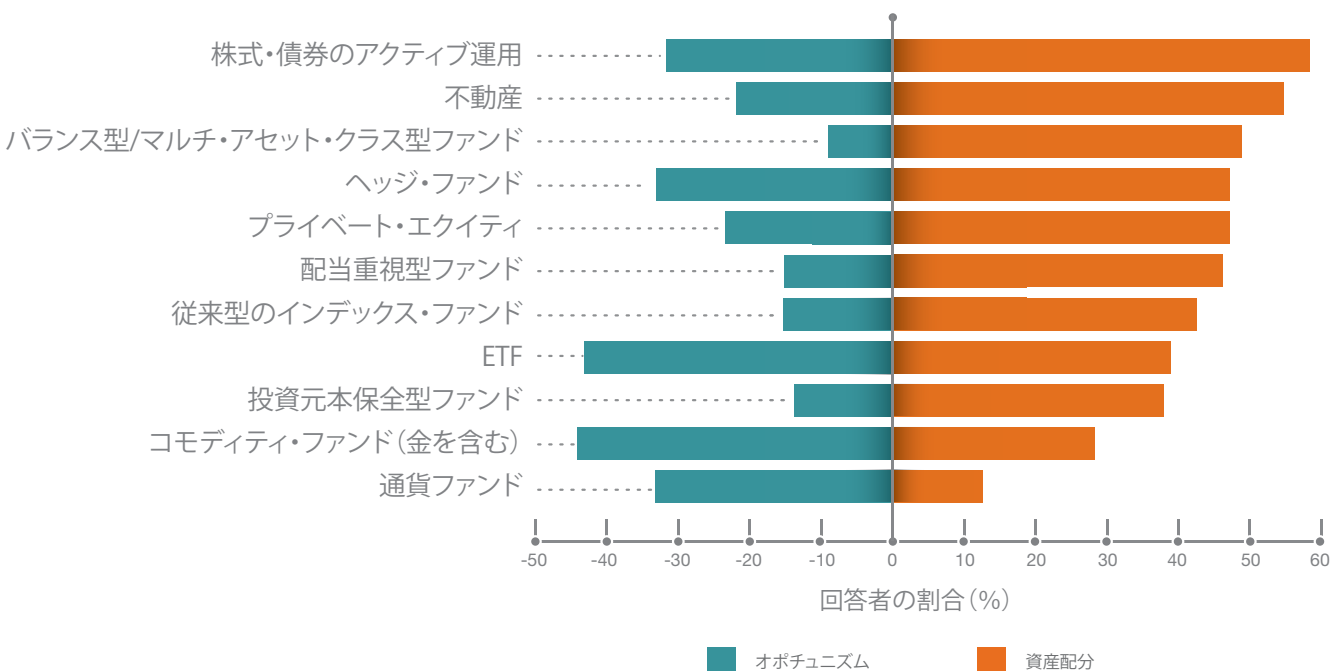
インタビューからの引用：

「債券利回りは2010年代末まで悲惨なほど低いことがほぼ確実に保証されています。」

「アジアの投資家はより短期間でより高リターンを期待しています。」

「オルタナティブ投資は富裕層にとって徐々に代替的な投資手法でなくなっています。」

図 5.4 今後3年間に富裕層が短期的なオポチュニズム目的と中期的な資産配分目的に選択する可能性が最も高い資産クラス・一般商品



出典：プリンシパル・グローバル・インベスターズ/CREATE-Research 調査報告書 2013 (Principal Global Investors/CREATE-Research Survey 2013)

59%は長期投資にアクティブ運用
ファンドを選択すると予想

55%は長期投資に不動産ファンド
を選択すると予想

44%はオポチュニズムにETFを
選択すると予想

これとは対照的に、欧米の富裕層は投資対象を広げるとみられます。従来型の株式 60：債券 40 の組み合わせよりも、さらに幅広い分散投資を目指すでしょう。株式への関心は、過去に損失を被ったことから推測して、上下すると思われませんが、他の3分野への関心は高まるとみられます。まず、実物資産（金などのコモディティ、不動産）に大きな注目が集まるでしょう。これらの資産への配分は現在平均 10% ですが、おそらく倍増します。

同様に、クレジット商品への配分も倍増するとみられます。バーゼルⅢの新しい自己資本比率規制が理由で銀行がクレジット市場の特定分野から撤退するため、それによって生まれる投資機会を活かすためです。その結果作られる債券に似た特徴と株式に似たリターンを併せ持つ「クロスオーバー」資産に、富裕層も年金プランと同じように投資すると見込まれます（35 ページを参照）。

三つ目として、ETF を中心としたパッシブ運用全般への配分も増加するでしょう。規制強化によりウェルス・マネージャーは販売手数料から投資助言ベースの手数料への変更を余儀なくされています。しかし、投資助言に

対価を支払うことを受け入れる顧客はわずかなため、変更は遅々として進んでいません。米国では資産アドバイザー経由の ETF 販売が勢いを増しており、欧州大陸でも同じ現象が起きています。いずれもスマート・ベータを明らかに狙ったもので、市場の暴落が起きない限りこの流れが続くでしょう。

インタビューからの引用：

「富裕層は次第に、機関投資家レベルのツールと手法を用いて分散と動的な投資を行うようになってきました。」

「資産アドバイザーやウェルス・マネージャーは ETF を活発に売買しています。今のおすすめはスマート・ベータです。」

「デリバティブを使った ETF はものすごく不安です。質の悪い担保が大きなリスクを生む可能性がありますから。」

俯瞰すると・・・

この5年間のETFの隆盛は際立っており、年平均成長率は30%に達します。投資領域を切り刻むことにより、カスタマイズした投資の選択肢を低コストで提供するためです。ETFを使えば、個別の運用会社や銘柄を選ばずに簡単にその資産クラスに投資できます。また、低金利環境ではどのみち大した利益を得られない余剰資金を投資するキャッシュ・エクイタイゼーション（流動資産の株式化）の手段としても受け取られています。ETFは市場インデックスを空売りしたり、不透明な手法でヘッジや売買を行う際に用いられます。ETFの市場規模はミューチュアル・ファンドの10%程度ですが、米国の株式売買全体の3分の1を占めており、存在感が高まっています。ETFの人気は米国以外でも高まっていますが、あらゆる投資ツールを使っても、下方リスクをなくすことはできません。

ETFの本数の約96%、運用資産残高の約87%は極めて集中しています。これはコモディティや新興国市場といった小さなセグメントを投資対象としているためです。販売されているETFは3,400本強と驚くほど多数ですが、どれを選択するか決めるのは容易ではありません。多くのETFは同じ証券バスケットに投資しています。これらは特有のリスクの最小化を目指していますが、システムック・リスクが発生していることには気づいていません。また、価格発見機能をゆがめる一方で、異なるインデックス間の相関を高めています。

さらに、ETFプロバイダーが報告する時間加重リターンと投資家が実際に得る金額加重リターンの差を考慮に入れると、比較的信頼性の高い商品の多くが期待値を下回っています。

投資対象を絞ったETFを例にあげます。このETFの5年間の報告ベースのリターンは21.3%でしたが、実際に得たリターンは0.8%でした。投資対象が幅広

いETFでは、報告ベースが-4.8%、実際リターンが-10.8%という例もあります。以前にもまして投資のタイミングが結果に大きく影響します。今後より多くのデータがそろってくれば、この二つの基準に実際の程度ギャップがあるのかよく理解できるようになるでしょう。

最後に、シンセティックETF（欧州で顕著）にはカウンターパーティー・リスクがあります。これらは担保として株式や債券を保有しておらず、代わりにベンチマークのリターンを提供するデリバティブを投資銀行から買っているため、投資家はその銀行が支払不能となるリスクを負っています。この問題は潜在的な限界を示唆しています。しかし、だからといってETFの長所が損なわれるわけではありませんし、実際にアクティブ運用のETFが登場すれば2桁成長が予想されます。個人投資家や確定拠出年金（DC）プランは徐々にソリューション重視の投資にシフトしており、ETFは特定のテーマの追求が可能なおから、定期的なインカム収入、低ボラティリティ、インフレ対策を目指す退職商品としては理想的です。

ただ、大量の投資マネーが従来型のインデックス・ファンドやETFに流入し、集中リスクとモメンタム・リスクを生んでいます。それによって将来、インデックスの構成銘柄から除外された割安な資産群が生まれ、アクティブ運用を行う資産運用会社がそこから利益を得るようになるでしょう。何とも皮肉なものです。

- フランスの資産運用会社

CREATE リサーチ (CREATE Research) による その他の刊行物

以下のレポート及びグローバル投資における新たなトレンドをテーマとした多数の論説、論文は、www.create-research.co.uk にて無料でご覧いただけます。

- Market Volatility: Friend or Foe? (市場のボラティリティ: 敵か、味方か?) (2012年)
- Innovation in the Age of Volatility (ボラティリティの時代のイノベーション) (2012年)
- The Death of Common Sense: How Elegant Theories Contributed to the 2008 Market Collapse? (2012年)
- Investment Innovations: Raising the Bar (投資イノベーション: 引き上げられる要求水準) (2011年)
- Exploiting Uncertainty in Investment Markets (不確実性時代の資産運用) (2010年)
- Future of Investments: The Next Move? (資産運用の将来: 今後のゆくえ) (2009年)
- DB & DC plans: Strengthening Their Delivery (2008年)
- Global Fund Distribution: Bridging New Frontiers (2008年)
- Globalisation of Funds: Challenges and Opportunities (2007年)
- Convergence and Divergence Between Alternatives and Long Only Funds (2007年)
- Towards Enhanced Business Governance (2006年)
- Tomorrow's Products for Tomorrow's Clients (2006年)
- Comply and Prosper: A Risk-based Approach to Regulation (2006年)
- Hedge Funds: A Catalyst Reshaping Global Investment (2005年)
- Raising the Performance Bar (2004年)
- Revolutionary Shifts, Evolutionary Responses (2003年)
- Harnessing Creativity to Improve the Bottom Line (2001年)
- Tomorrow's Organisation: New Mindsets, New Skills (2001年)
- Fund Management: New Skills for New Age (2000年)
- Good Practice in Knowledge Creation and Exchange (1999年)
- Competing Through Skills (1999年)
- Leading People (1996年)

問い合わせ先:

アミン・ラジャン教授

amin.rajan@create-research.co.uk

電話: +44 (0) 1892 52 67 57

携帯電話: +44 (0) 7703 44 47 70





プリンシパル・グローバル・インベスターズはプリンシパル・ファイナンシャル・グループ(Principal Financial Group®)の資産運用会社です。投資専門ブティック・投資チームで組織されており、公的年金・私的年金、基金・財団、中央銀行、保険会社、サブアドバイザー、政府系ファンドを対象に資産運用サービスを提供しています。

マルチ・ブティック型の組織形態をとることにより、お客様には債券、株式、不動産投資、通貨運用、資産配分、ステーブルバリュー運用、その他のストラクチャー投資戦略のそれぞれを専門に扱うワールド・クラスの投資ブティックやその専門的なノウハウをご利用いただけます。

詳しい情報については、1-800-533-1390にお電話いただくか、当社ウェブサイトprincipalglobal.comをご覧ください。

CREATE-Researchは、グローバルな資産運用における戦略変化や新たなビジネスモデルを専門とする独立系シンクタンクで、著名な金融機関やグローバル企業向けの調査に取り組んでいます。CREATE-Researchは、欧米諸国の信頼できる組織で決定権を持つ幹部の人々と密接な協力関係を築いており、その研究は話題性の高いレポートやメディアからの注目が集まるイベントを通じて広く認知されています。より詳しい情報については、www.create-research.co.uk をご覧ください。

