

平成24年8月20日

各位

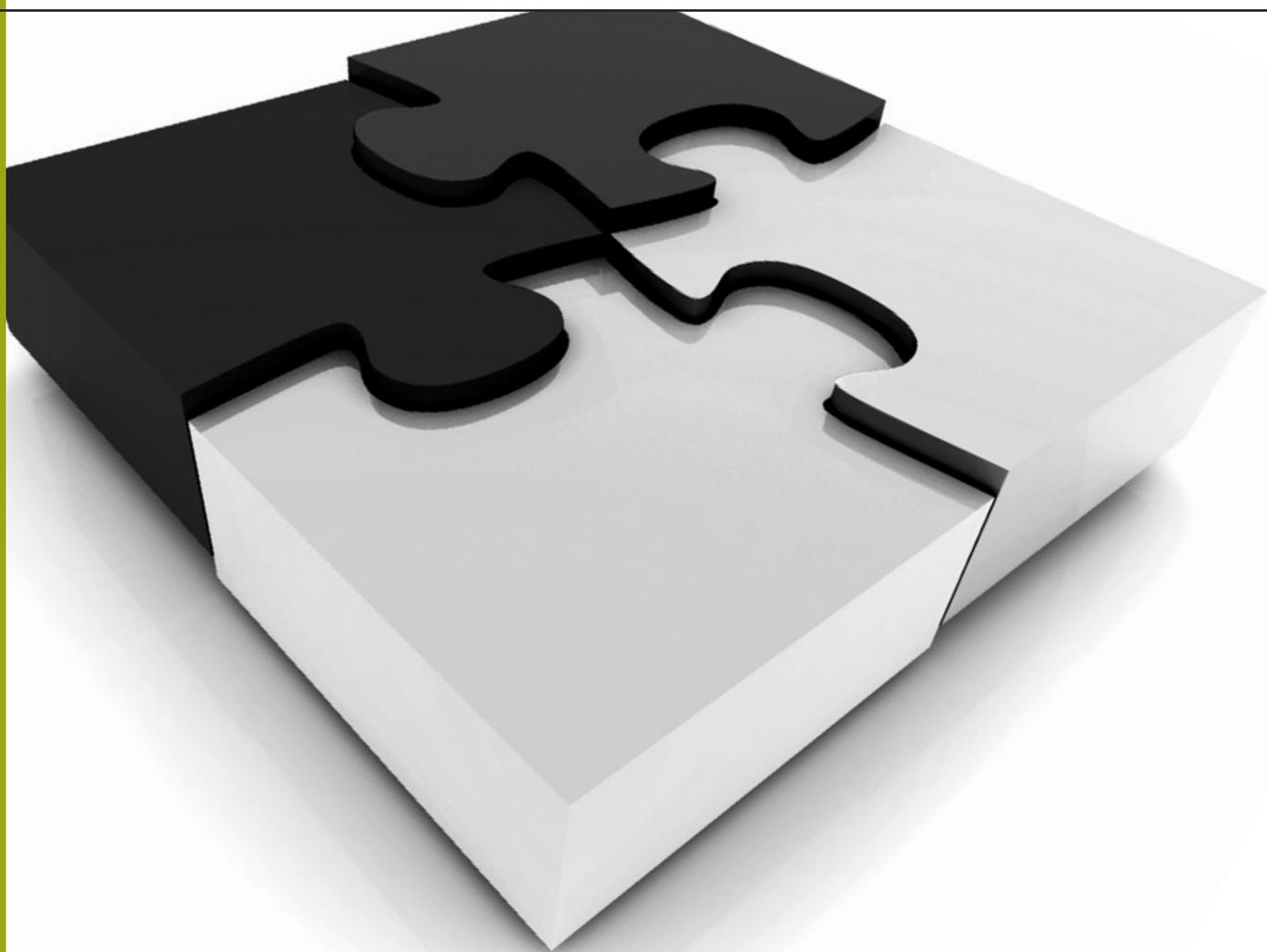
一般社団法人 日本投資顧問業協会

CREATE－Research 社の報告書（日本語版）

このたび、平成23年7月12日にホームページに掲載しましたCREATE-Research社の”Market Volatility: Friend or Foe?”と題する調査報告書の日本語版（「市場のボラティリティ：敵か、味方か？」）をホームページに掲載しました。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

市場のボラティリティ: 敵か、味方か?



序文

4回目となる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リサーチ社のアミン・ラジャン教授は資産運用分野の代表的な解説者であり、当社はすべての投資家にとって最大の関心事である市場のボラティリティに関する本調査結果をみなさんと共有できることを楽しみにしています。

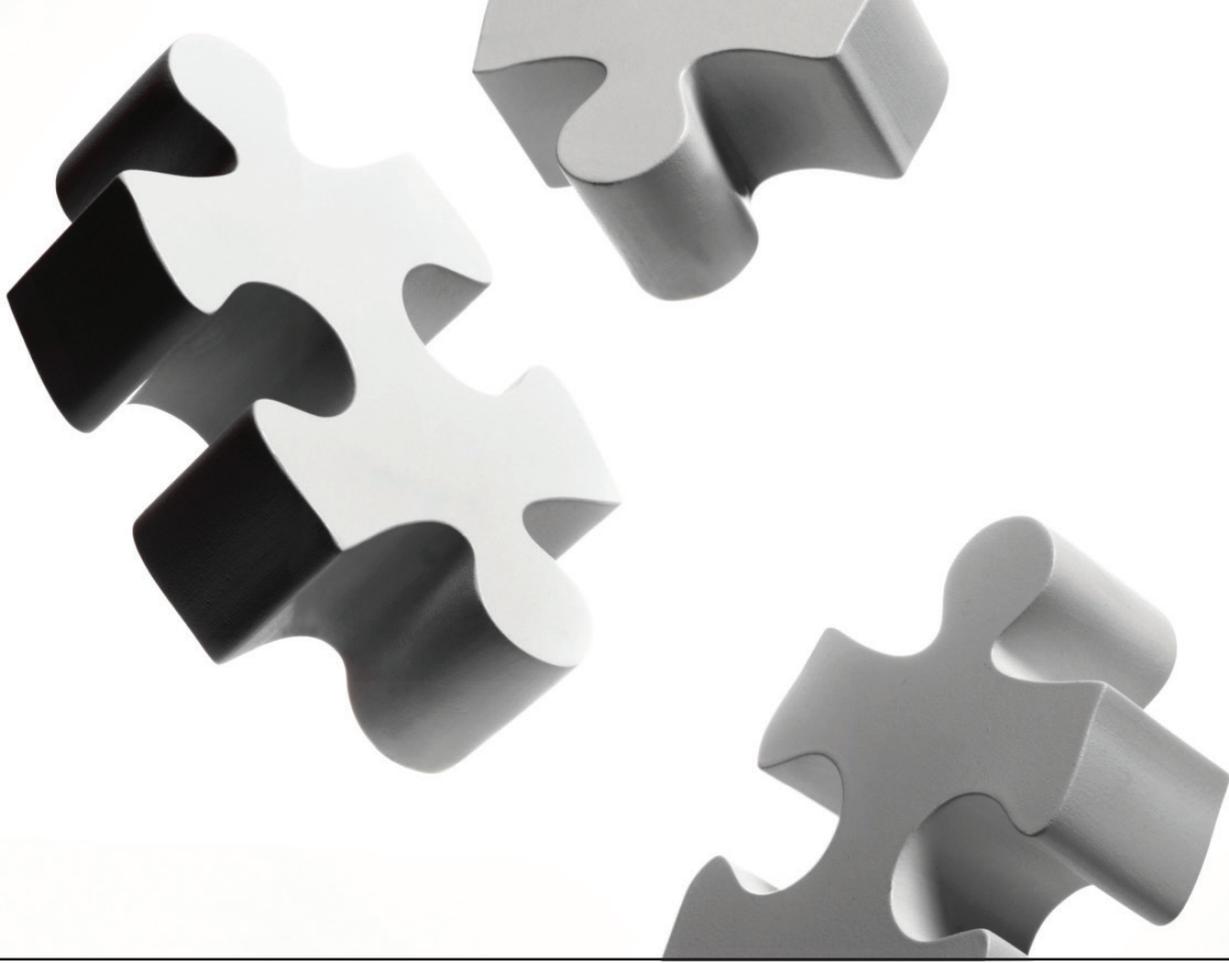
今年の報告書では、市場のボラティリティがもたらす困難とチャンスに関する見方を扱っています。この4年間は世界市場のボラティリティが過去にないほど大きかったことを踏まえれば、ボラティリティは特に重要性の高いテーマだといえます。

現在の欧州を覆っているソブリン債務危機と2008年のクレジットクラッシュ（信用収縮）によって投資家心理が弱気に転じ、これによって市場の動きが増幅される結果となっています。しかし、高リスクの中にチャンスも存在し、高リスクではアクティブ運用が成果を上げ得ることは歴史が示すとおりです。

分散投資の有効性はこの数年間、議論的でした。今回の調査から得られた最も注目すべき洞察は、リスクとリターンに対する投資家の見方が急速に変化しており、ボラティリティを管理するためのより動的なアプローチが求められている、ということです。プリンシパル・グローバル・インベスターズ社では、ボラティリティの高い時代に利益を獲得するために、信頼できるパートナー、長期的な投資戦略、規律ある執行の重要性がこれまでになく高まっていると考えています。



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2012年グローバル調査は、プリンシパル・グローバル・インベスターズ社とCREATEリサーチ社が行った年次調査プログラムの一部です。

この年次調査は世界の資産運用における今後の方向性の明確化を目的としています。このプログラムでは、これまで高い評価を受けた多数のレポートや報告書、論文等を作成しており、これらは www.create-research.co.uk で見ることができます。なお、本報告書の最終ページに概略を記載しています。

この場を借りて、本報告書の実現に貢献した3つのグループと企業と個人に心からの謝意を表します。

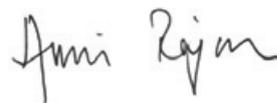
最初のグループは、このグローバル調査に参加して頂いた合計289の資産運用会社、年金基金、年金運用コンサルタントおよび販売会社の皆さまです。このうち100の企業や個人は調査後のインタビューにも応じて頂き、それによって調査結果に奥行きや厳密さ、生彩やニュアンスが加わりました。

これらの企業や個人の長年にわたる惜しみない協力のおかげで、この混乱の4年間を経験し揺れ動いている投資業界にとって、きわめて重要な問題に関する中立的な調査基盤を構築することができました。

次に、本報告書の調査結果にいかなる影響力も加え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。この4年間、プリンシパル社から中立的な支援を頂いたおかげで、様々な国の投資のバリューチェーンを構成する全参加者の貴重なものの見方を共有することができました。

最後に、私の身近な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)、エリザベス・グッデュー博士 (Dr. Elizabeth Goodhew) には特に感謝します。

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
ボラティリティのダイナミクス 顧客はそれをどう見ているか?	14
事態を受け入れる リスク軽減とリスク拡大の結果どうなるか?	24
ビジネスモデルの再構築 資産運用会社のなすべきこと	34
付属資料	40

1 | エグゼクティブ・サマリー

“ 高い成長率と低いインフレ率の黄金時代は終わりました。すでにより景気循環的な市場に移行しており、そこでは価格の混乱が著しくなりますが、それは買いのチャンスでもあります。

インタビューからの引用

”

序論

この4年間の株式市場のボラティリティは史上最大でした。

日中の価格変動率が4%以上となった日数は、過去40年間の平均の6倍に上りました。市場ボラティリティや資産クラス間の相関が激しく変化することはしばしばでした。2011年は神経が休まらない年でした。

市場の景気循環が恐怖心や強欲、緊張感によって増幅され、今やPER(株価収益率)は常識的な基準点を失っています。

その大きな原因は欧米の債務危機です。この問題の解決は、政策上の誤りや政治的便宜を伴った長い道程となるでしょう。2010年代は経済よりも政治が市場を動かす可能性が高いといえます。

しかし、高リスクの時期は大きなチャンスの時期でもあることを歴史は物語っています。予想どおり、あらゆる顧客セグメントの投資家が、資産運用会社は市場のボラティリティを最終顧客にとっての投資機会に変えることができるのかと尋ねて来ます。煎じ詰めれば、それがアクティブ運用のレゾンドートル(存在理由)です。



そのため、今回の調査では次の4つの質問を取り上げました。

- 資本市場はボラティリティの増大と価格の混乱の時代に突入したのか？
- もしそうであれば、リスクに対する顧客の主なアプローチはどのようになるか？
- 顧客は投資先としてどの資産クラスを重視するか？
- 顧客がボラティリティから利益を獲得するためには、資産運用会社はどのような能力を開発する必要があるのか？

プリンシパル・グローバル・インベスターズ社とCREATEリサーチによるこの年次調査シリーズでは、過去の調査報告書から一貫してグローバルな調査とその後のインタビューから成る2段階のアプローチを採用しています。

今回の調査では、29カ国の合計289の資産運用会社、年金運用コンサルタント、ファンド販売会社を対象としており、その運用資産規模は合計で約25.2兆ドルに及びます。調査後に行ったインタビューは、年金基金を含む100社を対象としています。

これらの調査から、4つの重要な調査結果と7つの中核的なテーマが浮かび上がりました。

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
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	

運用資産規模 (兆米ドル)

25.2

出典:プリンシパル・グローバル・インベスターズ/CREATE調査報告書2012
(Principal Global Investors/CREATE Survey 2012)

エグゼクティブ・サマリー 続き

重要な調査結果

今回の調査とインタビューで得た結論は、次の4項目です。

1. 政治と市場と投資家のずれは続く

2008年のクレジット・クラッシュで引き起こされた市場ボラティリティと資産相関の乱高下は、債務危機が欧米の経済成長に悪影響を及ぼし続ける限り、解消することはないでしょう。事態は早期解決からは程遠く、主要な改革が後退する兆しも見えています。

また、欧米の新金融規制がもたらす予想外の副作用が懸念されます。銀行や保険会社は新金融規制によって非合理的な投資行動を強制されるでしょう。また、市場の流動性や価格発見も影響を受けるはずです。

規制以外にもグローバリゼーションや高頻度取引、レバレッジ型ETF(上場投資信託)などの影響から、市場がより短時間で一方向に動くようになります。

回答者の78%は混乱の長期化を予想しており、60%超は2010年代末までにシステミックな危機が複数回発生すると予想しています。市場はファンダメンタルズよりも恐怖感に左右され、価格異常 (Price anomaly) が頻発するでしょう。

投資家は2000年の弱気相場以来、ジェットコースターのような乱高下を幾度も経験し、新たなリスクに辟易しています。しかし、割安なチャンスを目すれば、それを追うことをあきらめてはいません。

2. あまりに多くの激しい変化に直面し、投資家は慎重さとオポチュニズムを組み合わせる

企業のファンダメンタルズは世界的に良好です。中国のハード・ランディングの懸念は後退し、米国の抱える巨額の債務は縮小し始めています。最終顧客はボラティリティのプラス面を見えています。そのため、予想外のタイミングで市場が崩壊し身動きが取れなくなる懸念と同程度に、次の市場回復に乗り遅れることを懸念しています。

“**当社の顧客はボラティリティを受け入れる前に、資産運用会社の高い実績と業績に応じたインセンティブを求めています。**”

インタビューからの引用

逃走と闘争だけが選択肢ではありません。多くの顧客はより大きな順列の中で、この両方を組み合わせるでしょう。新たなスローガンが慎重さであるとするれば、新たな関心事はオポチュニズム(チャンスをつかえた投資)です。リスクを高める投資家もいれば、既存のリスク許容量からより高いリターンを捻出する投資家もいるでしょう。また、コスト削減に向かう投資家もいるはずですが。

退職者向けの多くの商品では、段階的変化の仕組みによって自動的にリスクを拡大すると同時に、任意のリスク軽減も行われるでしょう。

リスクの軽減は新しい形態の分散を通じて行われます。この分散とは、リスク・プレミアムと相関を前提とした、資産ベースの伝統的方法とは大きく異なります。負債管理型投資の優勢が続くでしょう。

ストップ・ロス、オプション、仕組み商品等のヘッジ手段は、コストとカウンターパーティー・リスクの高さから魅力が薄れるでしょう。スタイル・ボックス(投資スタイル)型の投資も、市場の乱高下が続く間は人気を失うでしょう。

3. 株式とクレジットに注目が集まる

確定給付年金(DB)では、中期的資産配分における株式比率が上昇する可能性が高いでしょう。債券と比較した株式の魅力は、50年ぶりに高まっていると見られています。2008年以降、ボラティリティの増大でパニック売りした投資家は一掃されており、長期の強気相場を作る地合いが整っています。

新興国市場の株式も今後の株式重視の恩恵に浴する公算が高いといえます。多くの顧客は新興国株式を低コストETFを通じたオポチュニスティックな投資対象とも捉えています。

ただし、オポチュニズムの多くはディストレス債券、ハイ・イールド債、不動産の「セカンダリー市場」、プライベート・エクイティ、商業用モーゲージ、ローン担保証券、シニア債務などクレジット分野を対象としています。欧米の銀行がバーゼルIIIを受けて3.5兆ドルの資本増強を図る中でこれらの分野から撤退すれば、新たなオポチュニティ投資の魅力が増すでしょう。

確定拠出年金(DC)では、受託者が管理する年金プランは、ポートフォリオのリスク軽減を目指す一方で、必要に応じてリスクを拡大できるような対象に投資するでしょう。

加入者個人が管理する年金プランは、市場のランダムな動きに合わせて自動的にリスクを取ったり軽減したりする段階的変化の仕組みに依存するでしょう。

個人顧客は短期的にはオポチュニズムに走るものの、全体としては慎重サイドに偏るものと予想されます。欧米とアジアでは投資姿勢に明確な違いがあり、欧米の顧客は過去の損失の後遺症と目前に迫った退職を意識して過度に慎重な姿勢を取り続けますが、アジアの顧客は引き続きモメンタム投資を続けるでしょう。

4. ボラティリティをチャンスに変えるには、資産運用会社はビジネスモデルを一新する必要がある

混乱期の投資は恐ろしいものです。回答者の71%はボラティリティをチャンスと捉えています。ボラティリティをチャンスに変える自信のある回答者は13%にとどまります。ここには2つのハードルが立ちはだかっています。

投資のハードル

一つは、過去20年間に起きた資産運用の急激な「工業化」です。職人技の伝統が薄れ、市場の混乱を投資機会に変える技術はほとんど失われました。全体のバランスを踏まえた運用指示からスペシャリスト(専門担当者)からの運用指示に変わった今、投資の全体像を理解することはほぼなくなっています。リスク・プレミアムの全体論的な原因や資産の相関、混乱期の戦術的偏向に関して必要な見識を備えた人材は、業界全体で不足しています。2009年の調査報告書では少数の資産運用会社が講じている対策を取り上げましたが、他の資産運用会社も今後これにならう必要があります。

さらに、業界内の多くの分野で、信認レベルが顧客の動機づけに必要な水準に達していません。これは、顧客が適切な時期に資金を出すためのアドバイスをほとんど受けられなかったためです。

二つ目のハードルとは、安値で買って高値で売るという投資の基本原則をしばしば無視する、顧客自身の**群集心理**です。顧客が強欲と恐怖のサイクルのなかで、最も良い方法と正反対の選択肢を選ぶことはよくあります。

これらの障害を克服するために、資産運用会社は4つの分野で対策を講じています。

資産運用会社が講じる対策

一つめは、価格混乱に対する投資能力の向上を促進し、ボラティリティ対応実績を改善し、リターンに関する非現実的な要求を回避する試みです。複数の資産クラスの投資能力を持つことが成功につながります。

二つめは、顧客との利益の整合性を高める試みです。パフォーマンスと釣り合いのとれないインセンティブを廃止し、ボラティリティの高い時期には投資プロフェッショナルが顧客と損得を分かち合うようなインセンティブを導入することが成功につながります。

三つめは、豊富な人材による自由な発想と高い確信に基づく投資を通じて企業の敏捷性を高める試みです。大企業の環境の中で小企業の思考様式、すなわち、チャンスを見極め、その追求に社内の全資源を投入する思考様式を持つことが成功につながります。

四つめは、「誤ったタイミング」での運用リスクや「後悔」リスクを最小限に抑えるために、顧客との関係を深める試みです。顧客は時間に依存する商品のアルファと、ニーズに依存するソリューションのアルファを求めています。このどちらについても顧客との関係を今まで以上に深める必要があります。正しいタイミングと正しい戦略を選ぶことが成功につながります。

つまり、高いボラティリティが続くとすれば、資産運用業界は「失われた10年」を繰り返さないための大改革が必要だということです。

“ピアリスク、代理店リスク、市場リスクによって私たちの業務は大衆化してしまいました。皆が同じ平均分散アプローチによる最適化を使っているのです。” インタビューからの引用

テーマ1:

市場はボラティリティ増大の時代に入った

恐怖感が恐怖感を生むのと同様に、ボラティリティがボラティリティを生み出します。回答者の78%は市場が長期の混乱期に入ったと考えており、19%はその可能性があると考えています(図1.1a)。

このため、2010年代末までにシステミックな危機が複数回発生すると予想する回答者は60%を超えています(図1.1b)。危機の定義は常に主観的ですが、過去4年の最悪期が終わったと考える人はごく少数に過ぎません。

その理由は明白です。欧米のすべての債務バブルの本源が非常に混乱した政治的背景を受けてしばみつつあるためです。政治的試みは債務を入れ替えただけで、削減してはいません。しかし、理由はこれだけではありません。

金融の新規制によって予想外の結果をもたらされることも理由です。米国のドッド・フランク法(金融規制改革法)と欧州のソルベンシーIIが原因で、銀行や保険会社は困難な時期に有価証券を売却せざるを得なくなるでしょう。ボルカー・ルールが導入されれば、市場の流動性が縮小し、価格発見が歪曲するという、両業界にとって最悪の事態に陥る危険があります。

技術の進歩と24時間流れ続けるニュースを背景としたグローバル化の進展によって、投資家心理の振幅は増幅され、投資判断のタイミングは日々ベースから即時ベースに短縮されるでしょう。

また、高頻度取引も理由の一つです。2010年5月のフラッシュ・クラッシュ(瞬間的な暴落)がもう少し遅い時間に起きていたとしたら、米国市場の取引終了までに相場が回復が回復することができず、翌日のアジア市場と欧州市場の取引開始時に大暴落が起きていた可能性もあるといいます。高頻度取引が先導することによって、より短時間で相場が一方方向に動くようになるでしょう。

このように、恐怖感がファンダメンタルズを見えにくくする状態が続きます。混乱が続く間は、過去のパラメーターや投資の前提条件は通用しません。つまり、投資展望が変化したということです。

インタビューからの引用:

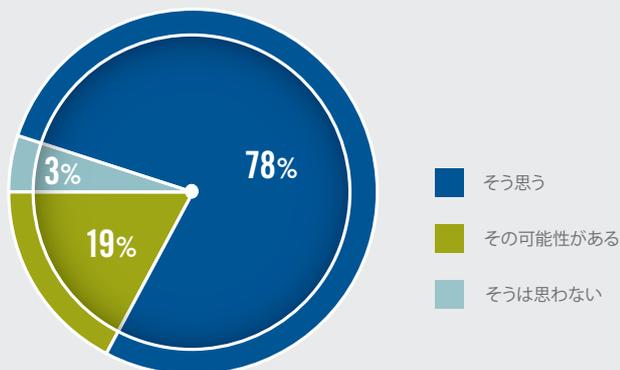
「欧州の破綻した銀行と破産した政府は死の抱擁状態にあります。」

「最大のリスクは政治リスクです。政治リスクを表計算でモデル化することは不可能ですから。」

「ニューヨーク証券取引所では株式の平均保有期間が4か月に短縮しました。」

図1.1a

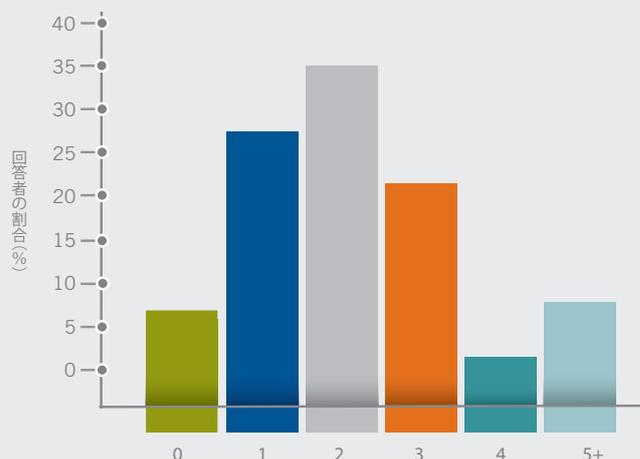
市場はボラティリティ増大と価格混乱の時代に突入したのでしょうか?



出典:プリンシパル・グローバル・インベスターズ/CREATE調査報告書2012 (Principal Global Investors/CREATE Survey 2012)

図1.1b

2010年代末までに現在のようなシステミックな危機があつて何回発生すると思いますか?



テーマ2: ボラティリティにもプラス面がある

市場が乱高下する一方で、企業のバランスシートは世界的に極めて良好です。企業の多くは現金を蓄え、債務を返済し、自社株買いや負債の低利固定化を実施しています。

米国の失業率は低下傾向にあり、過去最高益を記録する企業も出現しています。太平洋の向こう側のソブリン債務危機が引き金となったこの「バランスシート」不況の開始以来、米国企業は欧州企業に比べて速いペースで債務の返済に取り組んできました。また、中国は人民元相場の引き上げに伴って消費主導型経済にシフトし、「ハード・ランディング」の懸念が後退しつつあります。

ダウ平均株価が2012年初の景気後退前の水準に戻っても驚くには当たりません。2009年初頭のように、大量の資金が脇道に待機して、信号が青に変わるのを待っています。2008年とは異なり、今回は信頼の危機であり、流動性の危機ではありません。

このため、回答者の71%は、アクティブ運用の資産運用会社にとってボラティリティの高まりの長期化は顧客に高いリターンを提供するまたとないチャンスであると考えており、その可能性があるとする回答者も22%に上ります(図1.2左側の円グラフ)。

ところが、ボラティリティから利益を得られると考える回答者は13%に過ぎません。また、54%はその可能性があるとして回答しています(図1.2右側の円グラフ)。

このギャップは克服すべきハードルがあることを示唆しています(テーマ7)。しかし、調査後に行ったインタビューで明らかになったように、このことは世界経済の見通しに関して市場のコンセンサスがなかったことのも表れでもあります。

将来の展望について、資産運用会社の意見は分かれています。

- 資産運用会社の35%は「インフレ論者」で、インフレーションという副次的作用にもかかわらず、量的緩和を前向きに捉えています。
- 40%は「どちらともつかない立場」で、経済よりも政治が重視された1985年以前の状態に市場が逆戻りするのを恐れています。
- 25%は「デフレ論者」で、巨額の債務が目に見える形で縮小するまでは、市場の方向性が明確に変わることはないと考えています。

インタビューからの引用:

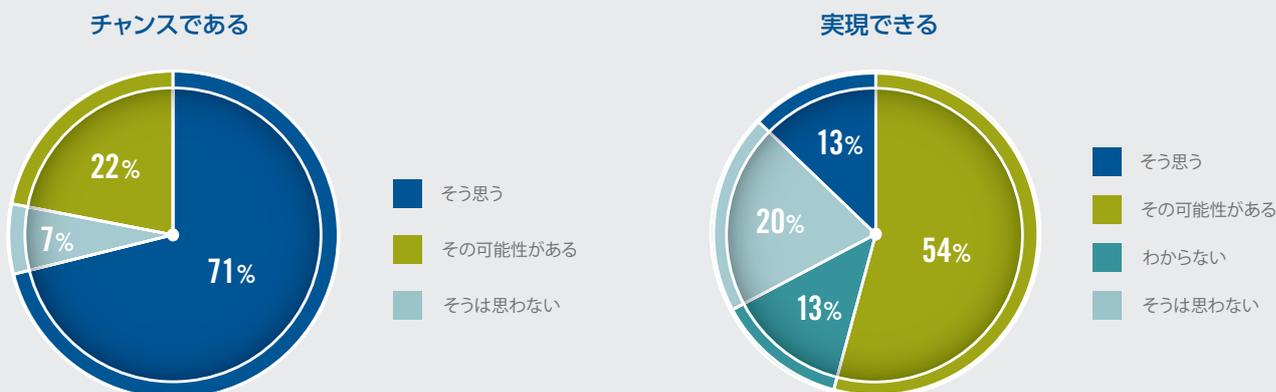
「当社の顧客のポートフォリオの株式比率は60%から18%に落ち込みました。これはパニック売りなのでしょうか、それとも永続的な変化なのでしょうか。」

「資産運用会社と顧客は、選択の問題ではなく必然的なこととして、ボラティリティの受容を学んでいる最中です。」

「チャンスがボラティリティの中にあるのであれば、どこにあるというのでしょうか。」

図1.2

アクティブ運用の資産運用会社にとってボラティリティの上昇は大きなチャンスでしょうか。また、向こう3年間に、手数料を差し引いても高いリターンを実現できるでしょうか?



出典:プリンシパル・グローバル・インベスターズ/CREATE調査報告書2012 (Principal Global Investors/CREATE Survey 2012)

テーマ3:

投資のリスクオン/リスクオフの実態はオン/オフというネーミングからの想像よりはるかにデリケートである

一般的に言われる取引のリスクオン/リスクオフという表現は、市場の変動時に投資家が二つの選択肢しか持たないかのような印象を与えます。しかし、実際はそれほど単純ではありません。

危機的状況下での最終投資家の対応は、さまざまです(図1.3a)。

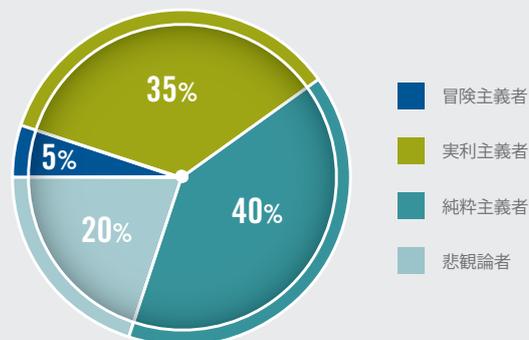
- 5%は「**冒険主義者**」であり、逆張り投資と混乱時の市場のタイミングが第一だと考えています。
- 35%は「**実利主義者**」であり、市場のモメンタムが有効である場合、ポートフォリオのリバランスを行うことが第一だと考えています。
- 40%は「**純粹主義者**」であり、長期投資を信条とし、ボラティリティを危険なゲームと捉えています。
- 20%は「**悲観論者**」であり、過去10年間で大金を失っているため、ポジションを手仕舞うのに適切なタイミングまで待てません。

このような投資行動の違いは、逃走と闘争だけが選択肢ではないことを示しています。この両方をとることもあり得し、どちらでもないこともあり得ます。オポチュニズムが行われる一方で、慎重さも広まるでしょう。すべての顧客セグメントがこの2つを組み合わせる可能性が高いといえます(図1.3b)。

世界的に、確定給付年金(DB)基金はリスク軽減を図る可能性が高く、確定拠出年金(DC)基金と個人顧客はリスク軽減とリスク拡大を併用するものと思われま。バリュートラップには引き続き抗しがたい魅力があるものの、断続的な価格混乱からバリュートラップ(割安に見えるものの、その株価が適正である株)に陥り、高いリターンが得られないでしょう。

図1.3a

最終顧客は2008年以降のボラティリティにどう対応しましたか？



出典:プリンシパル・グローバル・インベスターズ/CREATE調査報告書2012 (Principal Global Investors/CREATE Survey 2012)

注目すべきは、確定給付年金(DB)基金が深刻な積立不足に直面し、次の3つの選択肢の一つまたは複数を選ぶと予想されることです。

第1に、少数派ながら、高利回り資産に投資することで、リスク領域をさらに広げ、リスクを引き上げる基金が出てくるでしょう。

第2に、大多数の基金は、ベータ・リスクを積み増すことなくアルファを高めるという投資家の理想像を追うでしょう。定期的なポートフォリオのリバランスを通じて、追加リスクなしで割安なアルファを実現する「スマート・ベータ」を創出するファンダメンタル指数を活用しようとする基金も見込まれます。

第3に、一部の基金はコスト削減によって、より低い手数料で現在のリターンをあげるでしょう。

このように、世界の投資家は新たなリスクに辟易しているものの、強欲と恐怖のサイクルは表面に出ていないだけでまだ健在だといえます。

インタビューからの引用:

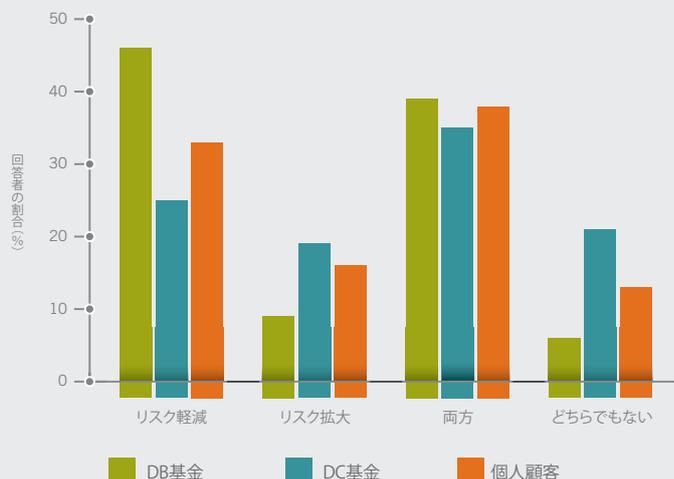
「ひとたび青信号になれば、一般大衆が気づく前に市場は20%も跳ね上がるでしょう。」

「過去20年を参考にするよりも、遠い昔を見る方が現在の混乱に役立ちます。」

「打撃を受けた投資家は適切なタイミングまで手仕舞いするのを待てません。」

図1.3b

今後3年間、リスクに対する貴社の顧客の主なアプローチはどのようになるでしょう？



テーマ4:

株式は混乱状態を抜けて再浮上する

ボラティリティの増大が長期化する中で最も選ばれる可能性の高い資産クラスは何かとの問いに、回答者は短期的なオポチュニズムを目的としたものと、中期的な資産配分を目的としたものを明確に分けました(図1.4)。「**冒険主義者**」と「**実利主義者**」は前者を選ぶ可能性が高く、「**純粋主義者**」は後者を選ぶ可能性が高いといえます。

図1.4の4分割図で示すように、まず機関投資家のオポチュニスティック投資については、回答者の27%から43%が、下図左上の「高いトータル・リターン」枠の中に示された一つまたは複数の資産クラスを通じたオポチュニスティック投資で高いトータル・リターンを追求するだろうと予想しています。中でもディストレス債券とETFが上位に上がっています。

また、機関投資家のアセットアロケーションについては、回答者の43%から58%が資産配分(「リターンと流動性」枠)を通じて中程度のリターンと高い流動性を追求する、と予想しています。リストの上位はグローバル株式と新興国株式・債券です。

同様に、個人顧客のオポチュニスティック投資については、回答者の14%から23%がオポチュニスティック投資を通じて絶対リターンを追求する(「絶対リターン」の枠)と予想しています。また、個人顧客の投資元本の保全については、回答者の28%から46%が資産配分を通じた投資元本の保全(「投資元本の保全」の枠)を予想しています。

地域や投資行動による相違は第3章で述べるとして、ここでは注目すべき4つのポイントを取り上げます。

ひとつは、債務危機にひと度解消の兆しが見えれば、株式相場は反発するという事です。これは今回の調査結果と2009年の調査結果の重要な相違点です。2番目に、リスク拡大はクレジット商品分野で最も強く見られると予想されることです。3番目は、新興国市場への投資の50%までと金投資はETFを通じて行われるという点です。投資先の細分化というETFの特徴が今後もプラスに働くでしょう。ただし、その過程で市場を後追いするのではなく、市場を先導し深刻な懸念を引き起こす危険性があります。4番目に、機関投資家については、リスクに基づく分散を求めることから、すべての資産クラスから一つを選択するのは非現実的となります(テーマ5)。

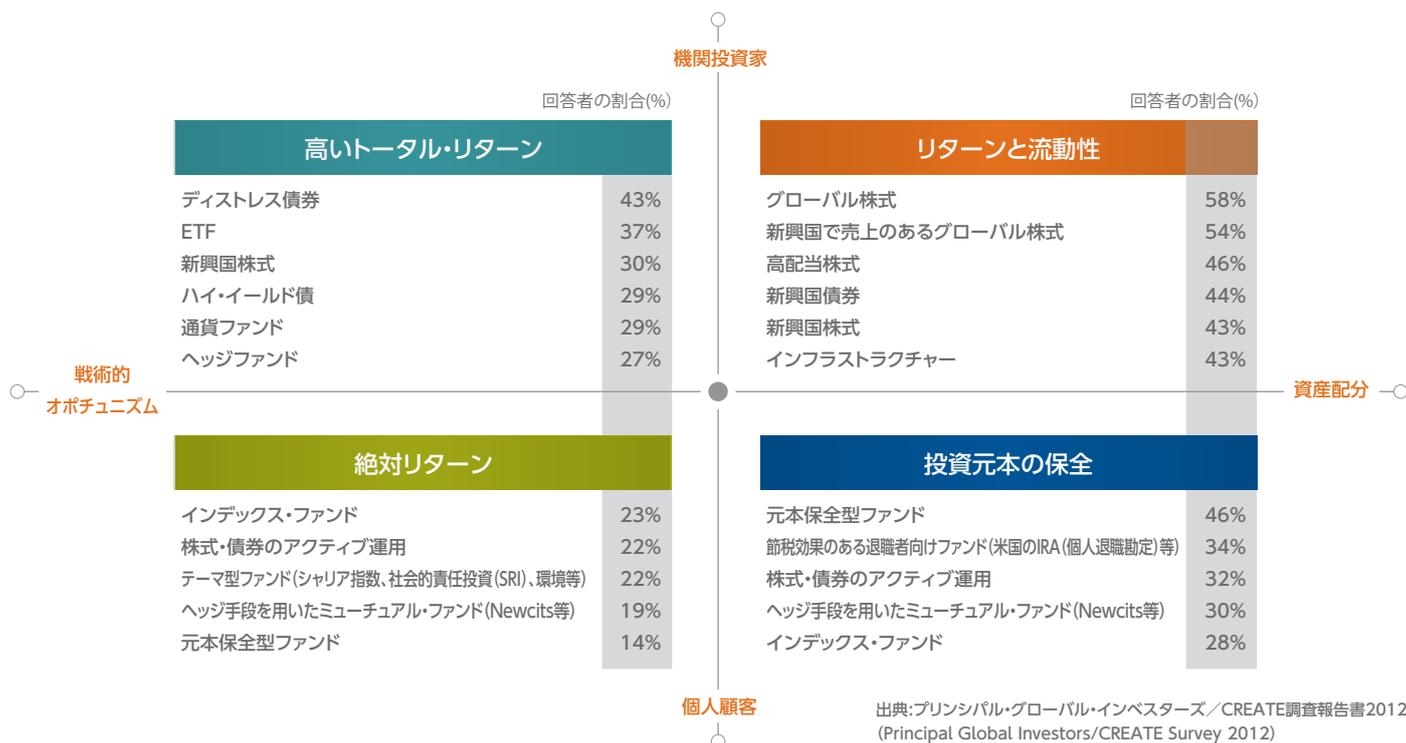
インタビューからの引用:

「**当社の顧客の30%はベンチマークにただ従うことを止め、周期的な相場の下落をチャンスと見ています。**」

「**米国の証券取引所ではETFが売買高の40%近くを占めています。**」

「**アジアの個人顧客は欧米の個人顧客に比べてはるかにオポチュニスティックです。**」

図1.4 戦術的オポチュニズムと資産配分で重要になる資産クラスを選んでください。



テーマ5:

確定給付年金(DB)では新たな形の分散投資が出現する

下の伝統的な3つの投資の前提条件はいまでは機能していません。

- リスクはリターンを生む
- ヘッジしたポートフォリオのリターンは、ヘッジしないポートフォリオを上回る
- 分散投資はただ待っているだけでよい

何事もそのリスクや蓋然性、影響を知らない限りチャンスとならないことは、新たな教訓です。またボラティリティと資産の相関には過去の基準と異なる場合があることも分かりました。

新たに出現しつつある資産配分方法は、リターンよりもリスク管理に主眼を置き、投資元本の成長よりも保全を目指しています。この方法は資産クラスをそれぞれ孤立的に扱うのではなく、資産クラス同士をつなぎ合わせ、相反すると見られていたトップダウン型とボトムアップ型のスタイルを組み合わせます。この方法はリターン向上よりもリスク軽減の思考様式を反映したものです。リスク軽減は全体論で、リターン向上は個別縦割りのです。

この方法は1990年代と2000年代に一般的だった資産配分方法とは著しく異なります(図1.5左から1番目と2番目のボックス)。今や、手段の明確化と目標の明確化が課題となっています。

ここで言う「手段」は、アルファとベータを区別することです。すなわちオポチュニズムと長期投資を区別し、言い換えるとリスクの拡大とリバランスを区別します(3番目のボックス)。

「目標」とは成長資産、高配当、規則的なキャッシュフロー、高い流動性、インフレ対応という5項目の明確なゴールを目指す明確な集合体になります。市場は急展開し得るため、この新しい方法では現金や国債のような短期資産、高配当株式のような中期資産、非常に割安な長期資産を用いることによって時間的要素にも対応します。

この新たな資産配分方法では、トラッキング・エラーやインフォメーション・レシオ等のベンチマーク関連指標の代わりに、絶対リスクに着目した指標を使用します。これは今回の調査結果と2010年の調査結果の重要な相違点です。

図1.5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。これはリスクオン/リスクオフの単純な2種類の取引とは全く異なるボラティリティへの新しい対処方法を確定給付年金(DB)基金がどのように進化させているかを示したものです。

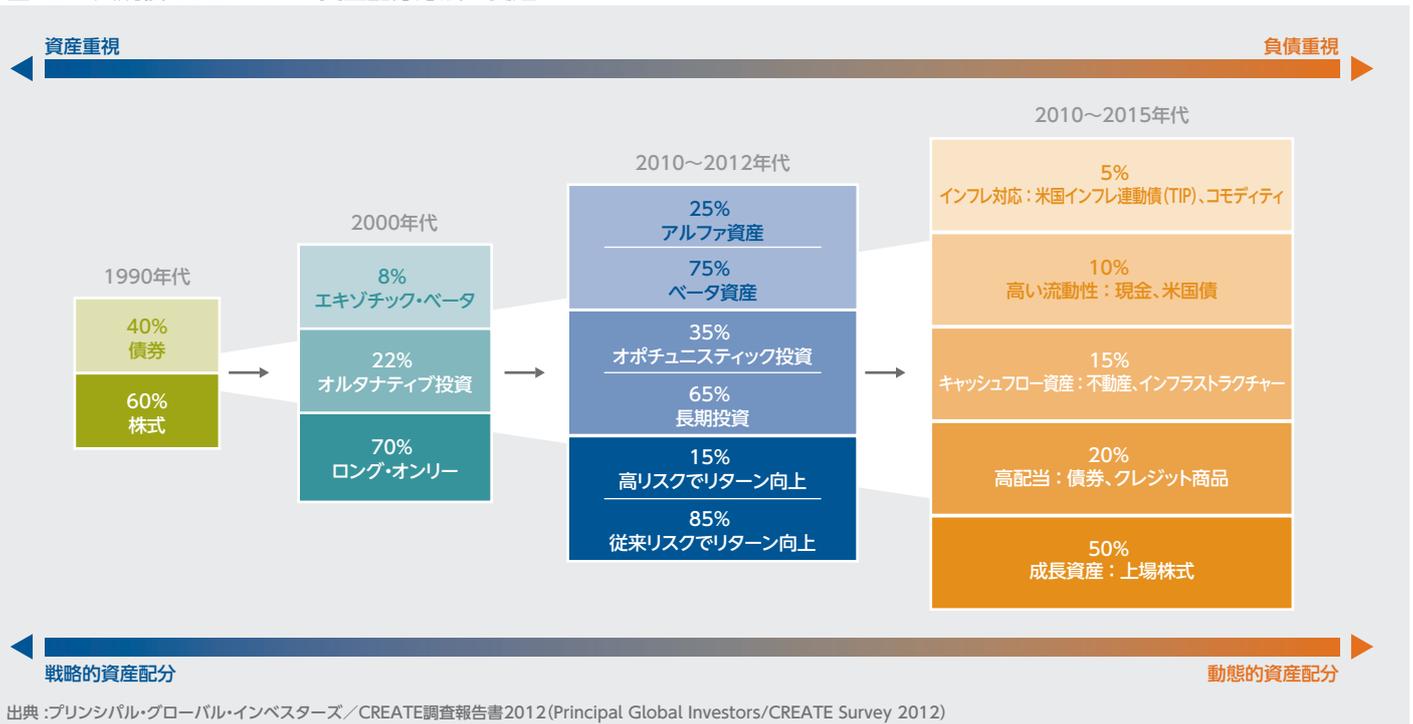
インタビューからの引用:

「複数の資産クラスからなるポートフォリオはコア・サテライト型モデルのコアとして優勢になるでしょう。」

「すべてのベータが平等に作られるのではなく、コストも異なります。我々はその粒度を知る必要があります。」

「私たちは市場に勢いがある時にはバンドワゴン効果(多数派に付いて)で稼ぎたいのです。」

図1.5 大規模なDBプランの資産配分方法の変遷



テーマ6:

確定拠出年金(DC)は新たなリスク動態のもとで二極化する

現在、世界の確定拠出年金(DC)は主に3種類に分類されます(図1.6)。図の左端は**事業主主導**の制度で、事業主が拠出金と目標利回りを保証します。

中間が**信託銀行主導**の制度で、投資の選択は信託銀行に委ねられるか、またはあらかじめ定めた選択肢としますが、加入者がすべてのリスクを負います。

図の右端が**加入者主導**の制度で、加入者が投資を選択し、すべてのリスクを負います。

事業主主導の制度は本来の性質上、リスク軽減型が一般的で、今後も変わりはないでしょう。一方、信託銀行主導の制度はかつて株式が大きな比重を占めていました。しかし、過去5年間のリターンの悪さから、分散投資ファンド(テーマ5)か、またはライフサイクル型投資を指向しています。

この後者は投資助言が組み込まれた商品で、ターゲット・デート型ファンド、ターゲット・リスク型ファンド、ターゲット・インカム型ファンドなどがこれに相当します。一部の商品は資産配分に関してあらかじめ決められた段階的変化の仕組みを採用し、市場の混乱時には自動的にポートフォリオのリバランスが行われます。また、適宜リバランスを行う動的な仕組みを持つものもあります。加入者の借入を基準にした簡易的な負債管理型投資を行うものもあります。退職時期が近づいた時に成長資産を犠牲にして債券を購入する代わりに、成長資産を現金化したり、金利スワップを買う担保にしたりもします。

これらの多様な商品に組み込まれた投資助言は、ボラティリティの高い時期には顧客の行動バイアスとは明確に逆を行く傾向があることから、これらの商品はすべて成長する可能性が高いといえます。これらの商品の自動的なリバランス、すなわち安値で購入し、高値で売却する仕組みは、大きなプラスとみなされます。したがって、確定拠出年金(DC)分野では2つの変化が起きる可能性が高いといえます。

第1に、信託銀行主導の制度は分散投資ファンドやライフサイクル型投資を通じて多様化が進み、加入者主導の制度に近づきます。第2に、ライフサイクル型投資が米国・英国からそれ以外の国の確定拠出年金(DC)市場にも広がるでしょう。これによって任意のリスクツールに任意でない要素が加わることになります。

インタビューからの引用:

「**確定給付年金(DB)を受託する信託銀行と同様に、確定拠出年金(DC)を受託する信託銀行も何らかの方法でリスクの重荷を下ろしたいのです。**」

「**信託銀行主導の制度は単一戦略のポートフォリオから、市場の大きな変化に耐え得るマルチ戦略のポートフォリオに変わるでしょう。**」

「**オーストラリア、香港、欧州ではライフサイクル型投資が成長するでしょう。**」

図1.6 確定拠出年金(DC)市場の今後の動向



出典: プリンシパル・グローバル・インベスターズ/CREATE調査報告書2012(Principal Global Investors/CREATE Survey 2012)

テーマ7:

資産運用業界はボラティリティ対応実績を改善するために 心理的障害を取り除く必要がある

2000年代は「失われた10年」でした。これを繰り返さないために、顧客は投資手法を再検討していますが、資産運用会社が規模と範囲を拡大する中で、ボラティリティ対応に欠かせない職人技の伝統と敏捷性が失われたのではないかと危惧しています。長期的に取り組まなければならないことが短期的な事情で損なわれています。ピアリスクや代理店リスク、釣り合いのとれないインセンティブ体系が原因で、顧客ニーズの戦略的理解は進んでいません。ファンドは売るものであって買うものでなくなっています。さらに悪いことに、顧客自身の群集心理は最良の方法と正反対の選択肢を選ぶ傾向があるので、助けにはなりません。

今日の市場での投資には思考の大転換が必要だと明確に認識されている4分野では、すでに対処方法が見つかっています。

1番目の分野はスキルに関するものです。資産運用会社は価格混乱への対応力を高め、ボラティリティ対応実績を改善し、リターンに対する現実的でない要求は避けることです。

2番目の分野は文化に関するものです。資産運用会社は顧客と苦労も儲けも共有するような実績主義的なインセンティブ体系を採用し、タイム・ホライズンと投資理念を顧客と共有する必要があります。

3番目の分野は組織に関するものです。資産運用会社は優れた人材を集め、敏捷性や自由な思考、確信度重視の運用を推進する必要があります。

4番目の分野は顧客との関係に関するものです。資産運用会社は定期的な運用報告を行うだけでなく、相互にプラスとなるような問題(図1.7)に取り組む必要があります。

過去4年間のパニック売りやパニック買いを生き延びた投資商品は、本源的メリットが何であるかにかかわらず、極めて稀です。多くの商品は「誤ったタイミング」リスクの餌食となりました。また、顧客が割安な投資対象を特定することを支援できるほど深く関与している資産運用会社は少数です。ボラティリティの高い現在の市場で実現可能なことと、実現不可能なことに関する期待をうまく管理するための新たな関与方法が必要なのは明らかです。

もはや商品説明書の細かい条件では顧客を教育できないことは、資産運用会社自身が認識しています。変化の風が吹いていることは明白です。

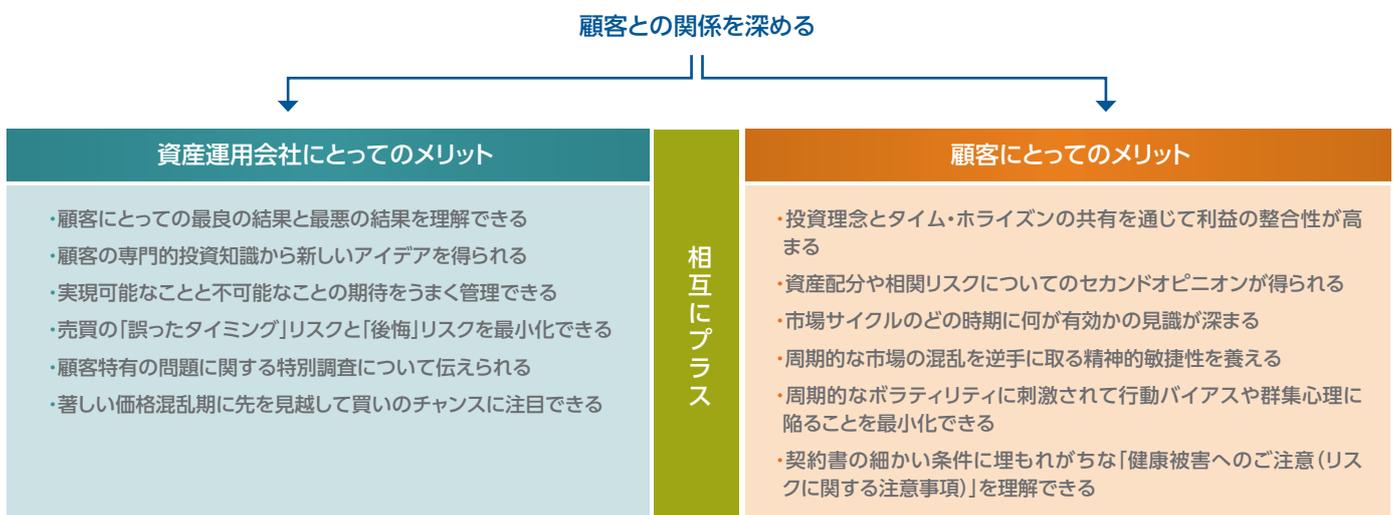
インタビューからの引用:

「現在の新しい取り組みも結局は、この業界では新たに出費のかさむ時期に過ぎないのでしょうか。」

「顧客にとって我々は自分で作った料理を食べる共同投資家ですから、顧客は食卓に戻ることにあまり悩んでいません。」

「しばしば顧客の行動はレースの途中で馬券を売り買いしているように見えます。」

図1.7 現在の市場環境で顧客との関係を深めることの意味は何ですか?



出典: プリンシパル・グローバル・インベスターズ/CREATE調査報告書2012(Principal Global Investors/CREATE Survey 2012)

“高リスクの時期は大きなチャンス
の時期でもあることを歴史は語っています。
我々にとって最大の課題は、最終的に
は本源的価値だけが勝利を得ますが、
その間にやって来たチャンスを見逃す
べきでないことを顧客に納得させるこ
とです。”

インタビューからの引用



2 | ボラティリティのダイナミクス

“1980年以降、S&P500の上昇率上位20位のうち10回は過去5年間に起きています。同様に、下落率上位20位のうち13回は過去5年間に起きています。株式市場がこれほど乱高下した時期は珍しく、これほど多くの資産クラスがこれほど大幅に、かつ一様に変動した時期も稀です。

インタビューからの引用

”

顧客はそれをどう見ているか？

要旨

2008年のリーマン・ショック以降、市場ではボラティリティと相関が異常化しています。複数の資産クラスが足並みを揃えて動き、PER(株価収益率)は常識的な基準点を失っています。市場のサイクルが恐怖心や強欲さ、緊張感によって増幅されているためです。

このような背景の中、本章では次の4項目に対する資産運用会社、年金基金、年金運用コンサルタント、ファンド販売会社の考えを探ります。

- 今後3年間、資本市場のボラティリティの原因となる要素は何か？
- その結果として、リスクに対する顧客の主なアプローチはどのようになるか？
- ポートフォリオの**リスク軽減**を選択する顧客はどのようなツールを用いるか？
- ポートフォリオの**リスク拡大**を選択する顧客はどのようなツールを用いるか？

重要な調査結果

ボラティリティの原因

2012年第1四半期に見られた相場の力強い回復は、このところのスペインの銀行危機が原因で、すでに陰りが出ています。欧米の債務は余りに巨額で、債務の圧縮は長い道程になるとみられます。2010年代末までは政策上の誤りや政治的便宜、社会の混乱が続くでしょう。

最近の試みは債務を入れ替えたに過ぎず、削減してはいないため、債務が2010年代のボラティリティの主因となる状況は変わりません。また、新しい金融規制による予想外の影響や市場のグローバル化のほか、中国の「ハード・ランディング」の懸念、高頻度取引、複雑なETFなどもボラティリティの原因です。

しかし、2012年初頭の相場上昇を踏まえると、これらの将来的な影響について明確なコンセンサスはありません。

- 回答者の35%はインフレという結果を認識しながらも、一縷の望みを持っています。
- 40%はどちらともつかない立場です。1985年に長期の強気相場が始まる以前の、経済よりも政治が市場を動かした長い時代に逆戻りする可能性を否定しきれない一方で、米国の景気回復が持続し、欧州をけん引する可能性も捨て切れません。
- 25%は悲観的で、量的緩和を続けても欧州と米国で「現金の山」を積み上げるだけで、市場の方向性が明確に変わることはないと考えています。

ただし、ひとつだけ明白なことがあります。世界の投資家は新たなリスクに辟易しているものの、割安なチャンスを見つけたら、それを逃したくないと考えています。

2008年のクレジット・クラッシュ以降続いているボラティリティの高止まりによって、市場のバリュエーションは著しく歪められているという一般的な考えがこれを裏打ちしています。結果的に生じたアノマリーが慎重さとオポチュニズムの組み合わせにつながっています。

リスクに対する主なアプローチ

一部の投資家はポートフォリオのリスク軽減を図りますが、リスク拡大を図る投資家もあり、この両方を行う投資家や、このいずれでもない投資家もいるでしょう。特に、すべての顧客セグメントが程度の差こそあれ、リスク拡大を図る可能性が高いことは注目に値します。

ただし、確定給付年金(DB)基金はリスクを軽減する可能性が高く、確定拠出年金(DC)基金と個人顧客はリスクの拡大も軽減も行う可能性が高いといえます。このように対応が多様化する背景には、調査後に行ったインタビューで各資産運用会社が指摘したように、2008年以降に4種類の投資家群が出現したことが挙げられます。

- 混乱時の逆張り投資と市場のタイミングを第1とする「**冒険主義者**」
- 追加リスクなしで高リターンを実現する場合もあり、しない場合もあるモメンタム投資を信条とする「**実利主義者**」

- 短期的な手数料の圧縮に裏付けられた長期投資を信条とする「**純粋主義者**」
- 適切なタイミングで手仕舞うのを待てない「**悲観論者**」

このように、顧客も資産運用会社と同様に、ボラティリティをチャンスと見えています。ただし、顧客は自分の資産運用会社がそれを実現できると確信する必要があります。

ポートフォリオのリスク軽減

一方、リスク軽減を図る投資家は様々な手段を採るとみられます。

- 確定給付年金(DB)基金は負債管理型投資、分散投資、フィデューシャリー・マネジメントを活用するでしょう。
- 確定拠出年金(DC)基金は投資助言組込型商品、分散投資、元本保全戦略を活用するでしょう。
- 個人顧客も分散投資、投資上限組込型商品、元本保全手段を活用するでしょう。

特に、ストップ・ロス、オプション、上値と下値を制限する仕組商品などのヘッジ手段は、コストやカウンターパーティー・リスクが高いので利用は限定的だと見込まれます。

ポートフォリオのリスク拡大

同様に、ポートフォリオのリスク拡大を図る投資家も様々な手段を採るとみられます。

- 確定給付年金(DB)基金は絶対リターン戦略、制約のない運用委託、確信度重視の運用を活用する一方で、手数料に対する圧力を高めるでしょう。ただし、評判リスクやキャリアリスクが原因でリスク拡大策の規模や範囲が狭まるでしょう。
- 確定拠出年金(DC)基金は段階的変化戦略、絶対リターン戦略、確信度重視の運用を利用するでしょう。
- 個人顧客はアクティブ運用戦略、絶対リターン戦略、制約のない運用委託を利用するでしょう。

スタイル・ボックス(投資スタイル)型投資は、市場サイクルが混乱している間は人気が出ないでしょう。

このように、リスクを高める顧客、既存のリスク・バジェット(リスク許容量)でより高いリターンを捻出する顧客、コスト削減を図る顧客がいるということです。

“**当社の顧客の20%は逆張り派です。**”

インタビューからの引用

過去に類を見ない力が原因で 政治と市場と投資家の溝は埋まらない

エグゼクティブ・サマリーに示したように、最悪期が過ぎたわけでは全くありません。10社の回答者のうち9社は、現在の過剰債務を原因とする市場の混乱が2010年代末までに再び起こると予想しています。

2009年の米連邦準備制度理事会 (FRB) の試みは、単に銀行の損失を社会に転嫁したに過ぎません。また、欧州中央銀行 (ECB) の最近の試みは、単にソブリン債のデフォルトを事前に防いだに過ぎません。債務問題は米国では改善の兆しが見えますが、解消する気配はありません。経済のファンダメンタルズと無関係に、金融市場で突然リスクオンとリスクオフがランダムに入れ替わるのも当然でしょう。

回答者は、政治的、経済的、構造的な6つの要因が絡み合って向こう3年間はボラティリティの高い状態が続くと予想しています (図2.1)。

回答者の72%は、欧州と米国のソブリン債務危機が今後も市場の足枷となるものとみています。主要国政府の多くが迅速な対応に必要な過半数の議席を持たないか (米国と英国)、もしくは必要とされる統治の仕組みをもたない (欧州) ことが理由です。

また、回答者の68%は、米国のドッド・フランク法とEUのソルベンシーII指令が予想外の影響をもたらし、市場の流動性に悪影響を及ぼしたり、銀行や保険会社、年金基金に非合理的な投資行動を強いることになると予想しています。

64%は、グローバル化による伝播力の増大を懸念しています。技術の進歩と24時間流れ続けるニュースによって投資家心理の振れ幅が増し、投資判断のタイミングは日々ベースから即時ベースに短縮されるためです。

55%は、高頻度取引を市場が不安定化する大きな要因だと見ていま

す。2010年5月のフラッシュ・クラッシュ (瞬間的な暴落) がもう少し遅い時間に起きていたとしたら、米国市場の取引終了までに相場が回復することができず、翌日のアジア市場と欧州市場の取引開始時に大暴落が起きていた可能性もあるといえます。

43%は、中国が国内の資産バブルと、その最大の海外市場である欧州経済の混乱を原因にハード・ランディングすることを懸念しています。ただし、だからと言って、人民元相場の引き上げに伴って中国が消費主導型の回復力に富む経済にシフトするというシナリオは否定されていません。

33%は、ETFが引き続き市場の不安定化の大きな要因になると考えています。特に、シンセティック型や高レバレッジ型、インバース型のETFはその傾向が強いとみられます。

将来に関しては、資産運用会社を対象に調査後に行ったインタビューから次の3つの意見が明らかになりました。

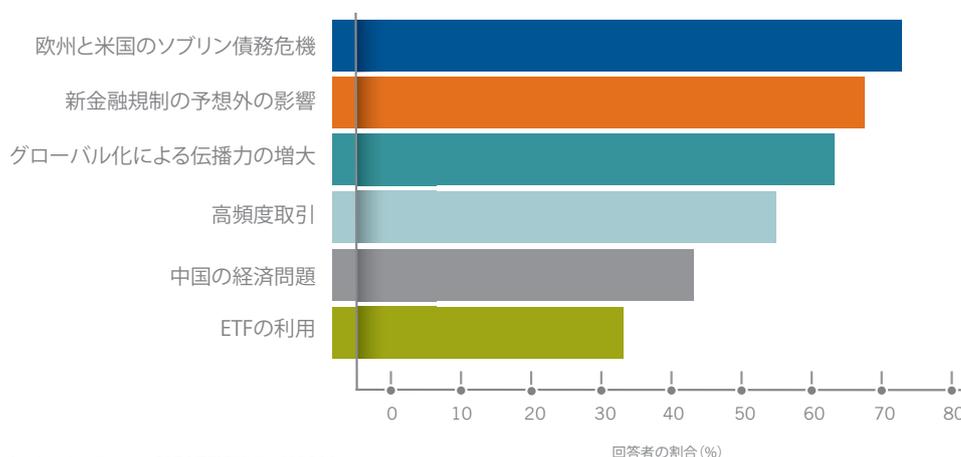
インタビューからの引用:

「ドッド・フランク法は「大きすぎて潰せない」問題を扱っていますが、法律そのものは「大量過ぎて読み切れない」状態になっています。」

「バーゼルIIIとソルベンシーIIのリスク・ベースのルールによって、投資家は同じ手段で同じ結果を追求することになるでしょう。」

「高頻度取引は資本市場の真の機能とかけ離れています。」

図2.1 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 調査報告書 2012 (Principal Global Investors / CREATE Survey 2012)

72%はソブリン債務危機が ボラティリティの増大要因と予想

「**インフレ論者**」(資産運用会社の35%)は、米国の景気回復とギリシャ債務問題の解決、人民元相場の切り上げに一縷の望みを託しています。このグループは米国が成長エンジンとなり、間もなく欧州を現在の窮地から救いだすものと期待しています。ただ、欧米で積み上がった現金の山が崩れれば、インフレが加速すると考えています。

「**どちらともつかない立場**」(資産運用会社の40%)は、1985年～2007年は無責任な金融、無能な政治、緩い規制、非合理的なインセンティブを土台にして栄えた、歴史的に見ても異常な時期だったのではないかと考えています。これらの要因がレバレッジを高め、極めて強気な相場を作り出しました。今後は経済よりも政治が公正価値の概念を左右するかもしれませんが、強欲と恐怖のサイクルも相場変動の平均回帰性も失われてはいません。このグループは、霧が晴れるまでは慎重さとオポチュニズムを組み合わせるのも悪くはないと考えています(「俯瞰すると…」参照)。

「**デフレ論者**」(資産運用会社の25%)は現在の欧米の政治情勢について、好意的に見ても無気力、最悪の場合は問題の先送りであると評しています。このグループは、レバレッジの縮小は困難な道程で、政策の誤りや投資家の過剰反応が頻繁に生じるうえ、市場の方向性はほとんど変わらないと考えおり、米国が間もなく長期的な成長軌道に乗るかどうかは不透明だと考えています。悲惨な状態を引き起こした元凶である過剰なレバレッジを、今度は救済手段として利用するなど、あり得ないことです。

量的緩和によって欧米の経済が金融から距離をおき、バランスを取り戻さない限り、2008年のメルトダウンが繰り返されるでしょう。過去のパラメー

俯瞰すると…

金融市場は極端なボラティリティが続いており、1日の値動きが3%～5%にも達しています。2010年5月の「フラッシュ・クラッシュ」(瞬間的な暴落)が最も印象的な例で、ダウ平均株価は5分間に990ポイントも下落した後、ある程度まで急回復しました。

その他にも、米国と欧州の債務危機への反応から市場のボラティリティは急上昇し、資産クラス間の相関は急接近しました。このような例は過去にも見られましたが、今回は大きな違いがあります。それは政府が打てる政策が既がないということです。人々が記憶する限り最低水準の金利と最大規模の財政赤字にも効果はなく、量的緩和を連発せざるをえませんでした。しかし、日本のように、家計と企業はただ現金を蓄え続けています。デフレを恐れているためです。

この問題に輪をかけるように、他にも構造的な力が働いています。規制の拡大もその一つです。ドッド・フランク法はあまりに複雑で、この規則集は最終的にどれだけの量になるのかと思います。とりわけ、ボルカー・ルールは市場の流動性と価格発見に悪影響を及ぼすでしょう。ソルベンシーIIIによってリスク

68%は新規制が ボラティリティの増大要因と予想

ターや前提条件は、現状では役に立ちません。このグループは利益を稼ぐよりも失うやり方の方が多いと考えています。

このように、今後の市場展望についてはコンセンサスが得られていません。2012年第1四半期に相場上昇の兆しが見えていますが、過去2年間と同じように勢いを失う可能性があります。しかし、米国経済に弾みがつけば上昇が続く可能性もあります。それは時が経ってみなければ分かりません。

ただ、一つだけ明白なことがあります。世界の投資家は2000年の弱気相場以来、ジェットコースターのような乱高下を幾度も経験し、新たなリスクに辟易していますが、割安なチャンスを目にすれば、それを追うことをあきらめてはいません。大半の投資家は脇道に待機して事態の推移を見守りながらチャンスを探しています。

インタビューからの引用:

「**中国が今もカギを握っています。プラス面もマイナス面も多いからです。**」

「**量的緩和第2弾は最悪です。インフレが起きて通貨の価値が下がるでしょう。でも他の選択肢よりはましです。**」

「**米国の景気が回復して、欧州経済を窮地から救い出してくれるでしょう。**」

資産は極端な影響を受け、保険会社と年金基金は意思に反して困難な時期に資産を売却せざるを得なくなるでしょう。また、高頻度取引やETFによって相場が一方方向に短時間で動くようになっているうえ、市場のボラティリティを増大させており、これが問題をさらに深刻にしています。

ただ、明るい材料も見え始めています。米国の景気回復は弾みがついてきました。欧州中央銀行の長期流動性供給オペによって、欧州の債務と競争力に関する根深い不安感に取り組む余裕ができました。中国は適切な施策をいろいろと講じており、ハード・ランディングを回避できる公算が出ています。

しかし、高リスクの時期は大きなチャンスの時期でもあることを歴史は語っています。我々にとって最大の課題は、最終的には本源的価値だけが勝利を得るが、その間にやって来たチャンスを無視すべきでないことを顧客に納得させることです。

- グローバル規模の資産運用会社

投資家はスプレッドシートではモデル化できない あまりに多くの変数の前で実利的になっている

エグゼクティブ・サマリーで示したように、回答者の大多数は現在のボラティリティが顧客に高いリターンを提供するチャンスであると考えていますが、顧客の見方はそれと異なることも認識しています。

最終投資家は混乱の10年を経験し、参入と退場のタイミングがリターンに大きく影響することを学びました。周囲が怖気づいている時に大胆になれば報われるということを学んだ投資家もいます。すべての危機は隠れたチャンスだと認める投資家もいます。しかし、2度と痛い目を見たくないとする投資家もいます。投資家の期待値には適応性があり、あらゆるリスク領域で異なります。このことは、回答者に向こう3年間に3大顧客セグメントが採用するとみられる主なアプローチについて質問して明らかになりました(図2.2)。

各顧客セグメントを順に見てみると、確定給付年金(DB)基金については、回答者の46%がボラティリティの高い時期にポートフォリオのリスク軽減を図ると予想し、リスク拡大を図ると予想する回答者は9%にとどまりました。残りの39%がリスク軽減とリスク拡大の両方を予想していることは注目に値します。いずれでもないと予想したのはわずか6%でした。

国による違いや、一国の中での違いもあります。リスク軽減傾向が強いのは欧州とアジアです。これらの地域の年金規則では、赤字の場合に認められる回復期間が短いという特徴があります。アジア(日本を除く)のDBプランは国内中心、債券中心で、他の年金基金に倣う傾向が続いています。リスク拡大傾向が強いのは米国で、積立不足が大きく、政治的圧力を受けている公的部門の年金基金は特にその傾向が顕著です。どの地域でも実利的なリスク拡大とリスク軽減が標準となるでしょう。

DCプランでは状況が異なります。回答者の25%がポートフォリオのリスク軽減を予想し、19%はリスク拡大を予想しています。軽減と拡大の両方を予測する回答者は35%と多く、21%はどちらでもないと予測しています。

信託銀行が確定拠出年金(DC)を運用している欧州大陸では、リスク軽減

傾向が強いとみられます。信託銀行は安全性の高い保険型の投資と拠出金の引き上げを好む傾向があるためです。米国と英国では、予め決められた段階的変化の仕組みを持つターゲット・デート型ファンドが株価の下落時には株式への配分を自動的に高めるため、リスク拡大傾向が強くなります。

オーストラリアでは、株式70:債券30の資産配分から旧式のバランス型ファンドのより動的なバージョンに徐々に変化しており、実利的なリスク拡大とリスク軽減が図られる可能性が高いとみられます。

最後に、個人顧客についてリスク軽減を予想する回答者は33%で、経験と拡大の両方を予想する回答者は38%にも達しています。地域別にみると、欧州ではリスク軽減傾向が強く、アジアではリスク拡大傾向が強く、欧州と米国では両方の組み合わせが多いとみられます。

私達が出会った顧客の中には、2008年以降、市場のタイミングを使って一時的なボラティリティを利益に結び付け、ポートフォリオのリバランスを通じて業種間のボラティリティを利益に結びつけた例もあります。

エグゼクティブ・サマリーで示したように、各資産運用会社に対して行った **インタビューからの引用:**

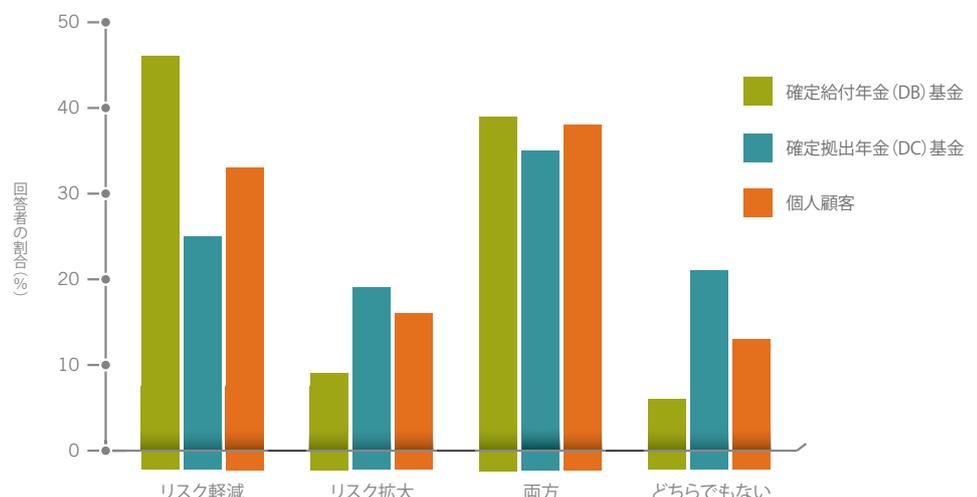
「誰もが市場を怖がっていますが、次の値上がりを見逃したいという人はほとんどいません。」

「現在の世界的な不安感の原因を見落とす者にはブラック・スワン(事前にほとんど予想できない衝撃が大きい事象)が待っています。」

「現在我々が知っているリスクは、これまでリターンを計算する際に考慮されてきませんでした。リスクの動的側面がリスクの測定基準から抜け落ちていたのです。」

図2.2

今後3年間、リスクに対する顧客の
主なアプローチはどのように
なるでしょうか?



出典: プリンシパル・グローバル・インベスターズ/CREATE調査報告書2012 (Principal Global Investors/CREATE Survey 2012)

46%はDBが
リスクを軽減すると予想

35%はDCが
リスク拡大と軽減を行うと予想

38%は個人顧客がリスク拡大と
軽減を行うと予想

調査の結果、次の4種類の投資行動を取るグループが多いことが明らかになりました。

- **冒険主義者 (5%)** : リスクの振り子が間違った方向に行き過ぎたために資産価格が歪んでおり、市場のタイミングに乗った逆張り投資が有効だと考えています。このような投資家はアジアの個人顧客と欧州の富裕層に見られます。
- **実利主義者 (30%)** : バリュートラップを恐れています。そのため、市場に勢いがある間はバンドワゴン効果に乗りたくと考えています。このような投資家はあらゆる国のどの顧客セグメントにも見られます。
- **純粋主義者 (45%)** : 長期投資を堅持し、ボラティリティに一喜一憂するのは愚か者のすることと捉えています。リバランスを通じてリスクを増やさずにバリュートラップと負債とのマッチングを行っています。このような投資家はカナダ、日本、欧州、米国の確定給付年金 (DB)、米国の確定拠出年金 (DC) に見られます。
- **悲観論者 (20%)** : このグループにとって、過去10年間、リスクはリターンを生みませんでした。これまでリターン向上手段であったリスク・プレミアムや分散投資、バーベル戦略の抗しがたい魅力は失われました。このグループが、リスクについて厳しく市場から学んだ、相場の上昇は長続きしないという教訓は身に染みており、手仕舞いを適切なタイミングまで待てません。このような投資家は年金パイアウトを計画している民間のDBプランや、年金積立局面の最終期にある個人投資家に見られます。米国

のミューチュアル・ファンド (投資信託) で資金の流出が2011年まで5年連続していることがこれを実証しています。

各グループの比率は絶対的な数字ではなく、例示ですが、これは資産運用会社と同様に顧客も不確実性に囚われて、ボラティリティに対してより識別力のあるアプローチをとっていることを示しています。オポチュニズム、群集心理、慎重さといった顧客の投資行動に見られる昔からの特徴は今後、度重なるボラティリティの増大によって弱まるでしょう。しかし、顧客は資産運用会社が顧客ニーズを理解し、ボラティリティの高い環境下でそのニーズを満たすノウハウを持っていると納得する必要があります。これについては第4章で取り上げます。

インタビューからの引用:

「あらゆるところで現金の山がどんどん積み上がっています。この資金がすべて有効に使われることができるかどうかが問題です。」

「高リスクの時期は大きなチャンスでもあります。顧客はそれを知っていますが、2度と痛い目には合いたくないのです。」

「制約のない運用委託が普及しつつあります。」

俯瞰すると…

当年金の積立比率 (カバレッジレシオ) は欧州の債務危機によって未知の領域に入りました。2010年代は投資を一段と予測不能なものにする新たな力が働いていることは間違いありません。同時に、オランダの厳しい規制制度によって我々の戦略の余地は制限されています。我々は規制によって最低105%の積立比率と将来債務の計算にリスクフリー割引率を義務づけられているだけではありません。高リスク資産や非流動資産に投資する場合の資本バッファも要求されています。これはソルベンシーIIIによって欧州のすべての年金基金に現在提案されているものです。

したがって、我々に残された選択肢は3つのみです。ひとつはリスク拡大です。これはイェール財団が過去20年間行ってきた運用に象徴されるように、ハイ・イールド資産を通じて新たなリスク領域に乗り出すことを意味します。しかし、この選択肢は取らないでしょう。その結果、我々の信託銀行ではこのようなものは何一つ保有しないでしょう。以前オルタナティブ投資に手を出した時に、2008年に流動性が枯渇して大量償還で大打撃を受けたためです。

もうひとつの選択肢は、保有している既存資産からより多くの利益を捻出する

ことです。ベータ・リスクを高めずにより多くのアルファを手に入れることは、投資家の理想像でもあります。我々はこれをファンダメンタル指数の活用や長期テーマの追求のほか、割安なアルファを実現する「スマート・ベータ」を創出する資産の分散化によって行っています。この方法は市場で割安な投資対象を見つけた際に戦術的リバランスを行う目的でも活用しています。

3つめの選択肢はコスト削減、すなわち、低い手数料で現在のリターンを得ることです。我々はアウトソースしていたアクティブ戦略の多くを内製化し、これをスマート・ベータ戦略に変更しています。スマート・ベータ戦略は今では圧倒的な規模に拡大しました。また、ボラティリティの低い新たな絶対リターン戦略の開発を担当する優秀な運用担当者を探しています。我々にとって最大の問題は、この10年間PER (株価収益率) が常識的な基準点を失っている中で、何が割安なのかを見抜くことです。

- オランダの年金基金

リスク軽減には従来のツールの改良版を使う

具体的なツールを見る前に、今後3年間に使われる可能性の高いリスク軽減ツールについて、2つの全般的なポイントが挙げられます。

ひとつは、どの顧客セグメントでも主要な手段は分散投資であることです(図2.3)。新しいバージョンの分散投資はリーマン・ショックで大打撃を受けた古いバージョンよりも優れているとみなされています。新バージョンはリターンを目指すよりもリスク管理を重視し、投資元本の成長よりも保全に重点を置き、個々の資産クラスを排他的な存在と捉えるのではなく、それらに関連付け、トップダウン型とボトムアップ型のスタイルを相反するものと見なすのではなく、この2つのスタイルを組み合わせます(反対側ページの「俯瞰すると・・・」を参照)。また、株式銘柄の選択にマクロのオーバーレイを用います。

2つ目のポイントは、明確な限界値を示してのストップ・ロスや、オプション、上値と下値を制限した仕組商品など明白なヘッジ手段に関してです。これらが本来備えている優位性とは別に、コストとカウンターパーティー・リスクはボラティリティに直結して変化します。このため、利用はある程度制限されるものと見込まれます。

その他のツールについては、複数の顧客セグメントで従来のツールの改良版が用いられるでしょう(図2.3)。

まず、確定給付年金(DB)基金が最も用いられる可能性の高いツールとしては、回答者の5人に2人が負債管理型投資、フィデューシャリー・マネジメント、厳しいストレス・テストを挙げています。これらを順に見ると、負債管理型投資はバランスシート全体のツールに変化する一方で、調達比率の変化に応じて動的なヘッジ戦略を提供するでしょう。現状では、このような変化は欧州に限定されていますが、時価評価ルールに移行する年金基金がこれまで以上に増えてくると、日本や韓国、米国にも拡大するとみられます。負債管理型投資はアジアで拡大するでしょう。

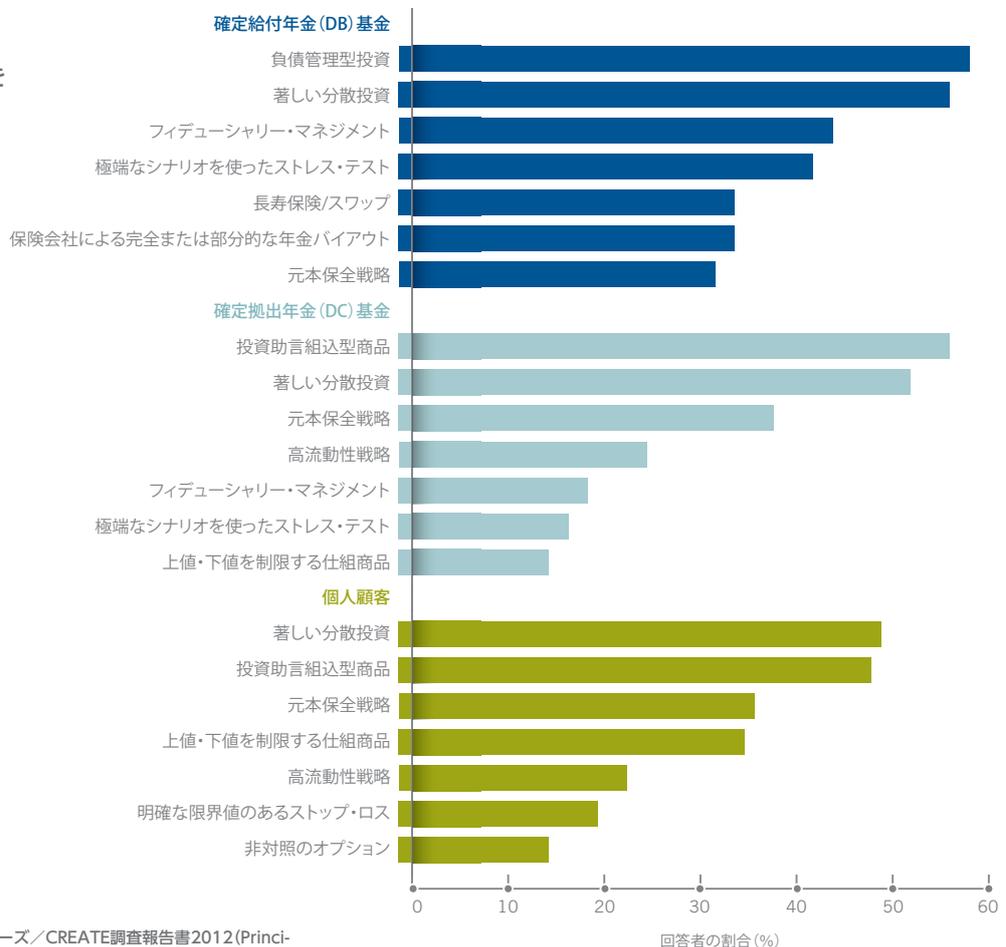
インタビューからの引用:

「現在の相互につながった世界では、考え得るすべてのリスクを関連付けることは困難です。」

「オプションやストップ・ロスはコストが高くなります。取引相手は馬鹿ではないのです。」

「当社の負債管理型投資の販売は2年間で60億ドルから260億ドルに成長しました。」

図2.3
ポートフォリオのリスク軽減を
選択する顧客が用いる
可能性の高い手段や方法



出典: プリンシパル・グローバル・インベスターズ/CREATE調査報告書2012(Principal Global Investors/CREATE Survey 2012)

57%はDBによる負債管理型投資の利用を予想

2番目に、フィデューシャリー・マネジメントがオランダ以外で広まるでしょう。新しい運用委託では資産運用会社のインセンティブと顧客のソルベンシー比率がリンクするためです。最後に、ストレス・テストはマクロ経済だけでなく地政学的要因も重視するようになるでしょう。

確定拠出年金(DC)が最も用いる可能性の高いリスク軽減手段としては、回答者の3人に1人以上が投資助言組込型商品と元本保全戦略を挙げています。この背景にはターゲット・デート型ファンドの人気の高まりがあります。ターゲット・デート型ファンドは顧客の年齢に応じて資産配分を変化させ、それによって群集心理や1990年代に非常によく見られた弱点を最小化しています。これらの商品の一部は退職後の収入と、段階的変化の様々な局面での投資元本の保全とを目標とすることで、簡易的な負債管理型投資となるでしょう。これらの利用は米国からオーストラリア、香港、オランダ、韓国、台湾、英国にも広まるでしょう。

欧州大陸では今後3年間に、ベルギー、フランス、ドイツ、イタリア、スカンジナビア諸国を中心として確定拠出年金(DC)市場が急拡大する見込みです。現状は投資元本の保全が重要な目標であり、その手段として保険契約が選好されています。しかし、市場の拡大によって多様化が進み、オーストラリア、英国、米国のような加入者個人が全リスクを負う加入者主導のDC向け商品が欧州大陸でも増えてくるものと見込まれます。

俯瞰すると…

史上最大の借金(債務)の山が非常にゆっくりとしたペースで崩れつつあります。政策担当者は現在、グローバル経済の活性化手段を持ちあわせていません。国のバランスシートを改善するためには成長が必要です。債務を蒸発させるためにはインフレが必要です。不確実性を軽減するためにはデフォルトが必要です。弱小国が自国の経済力を超えて存続することがないようにするためには構造改革が必要です。しかし、実際には、改革は後退しています。

当社の顧客は、「市場リスク」という言葉は上手いかわからない可能性のあるあらゆることを意味するのだと身を持って学びました。つまり、通常のマクロリスク要因から考え得るよりもはるか遠くを見るということなのです。何事もリスクの源や蓋然性、影響、緩和手段を知らない限りチャンスとはなりません。当社の顧客である確定給付年金(DB)基金は全般的にはリスク軽減を行っています。発生の有無がわからない偶発的要素があまりに多いためです。もしこの偶発的要素が発生すれば、ポートフォリオが壊滅する可能性もあります。リスクを軽減し、負債領域を広げることが賢明です。

このため、顧客は資産配分手法を変更しつつあります。すなわち、配分の基準を資産クラスからリスク・バジェット(リスク許容量)に変更しています。アルファの創出要因と減失要因を識別するために、あらゆるものにストレス・テストを徹底的に実施し、リターンの最大化よりもリスクの最小化に重点が置かれています。この新しい手法は、確定給付年金(DB)においてはマルチ・アセット・クラス・ファンド、確定拠出年金(DC)においては分散成長ファンドを選好

55%はDCによる投資助言組込型商品の利用を予想

個人顧客が最も用いる可能性の高いリスク軽減手段としては、回答者の3割以上が投資助言組込型商品、元本保全戦略、仕組商品を挙げています。この理由は確定拠出年金(DC)の場合と同様です。

米国以外に、香港、オランダ、英国で新規制によって投資助言のインフラの改善が見込まれる点は注目に値します。従来、顧客が売却や換金の助言を受けることは稀でした。助言を受けたとしても、アドバイザーの選択肢は利益相反の影響を受けていました。このように、新しい手段は従来の手段と共に進化していくでしょう。

インタビューからの引用:

「過去10年間、リスクはリターンを生みませんでした。そのため資産運用会社にとっては証拠を示すという重荷が増えています。」

「リスクとチャンスを同一視したら失敗します。今やリスクは未知の結果も意味します。」

「現在のリスク軽減手段の大半は「中年の危機」を経験していません。最終的に何をもたらすかは不明です。」

しています。従来のバランス型運用委託に類似した広範囲の分散投資が出現していますが、資産がより広範囲である、戦術的偏向を多用する、ベンチマークが絶対リターンである、絶対リスクを重視するという4点が異なります。

また、リターン向上を目標とするポートフォリオにリスク・バジェット(リスク許容量)のアプローチを組み込んだ負債重視の投資手法を用いる顧客が増えています。負債管理型投資は当初、金利水準が高く、金利低下の蓋然性が高いという状況下で、欧州のDBプランの間で人気が出ました。しかし、低金利の現在も、積立比率の変化要因の最大80%が金利変動である時代に、顧客は依然として資産を負債に固定して相対リターンや関連ベンチマークのくびきから逃れようとしています。

また、フィデューシャリー・マネジメントにも興味を示す顧客も存在します。それは中小規模の年金プランで、彼らには現在のボラティリティの高い環境下で目標を達成するためのスキルも、ガバナンスも、敏捷性もありません。これらの年金プランは適切な専門知識を利用してその過程で規模の経済を生かす健全な方法として、フィデューシャリー・マネジメントを捉えています。

グローバル規模の年金運用コンサルタント

慎重さが新たなスローガンだとしても、次の相場上昇をみすみす見逃す顧客セグメントはない

どの顧客セグメントも、平均回帰性の威力を無視することは賢明ではないことを学びました。最後に現れるのは常に本源的価値であるためです。しかし、過去3年間にリスクオンとリスクオフがランダムに入れ替わったことを鑑みると、これを頼ることも同様に賢明ではありません。

オポチュニズムが広く一般化するとみられますが、現時点では顧客のポートフォリオを著しく変えるほど極端ではありません。株式のボラティリティがシカゴ商品取引所のVIX指数(恐怖指数)で30%近く低下し、2012年1月20日につけた心理的境界を下回ったことは歓迎すべき状況です。これを形勢の大転換と捉える資産運用会社もありますが、嵐の前の静けさと捉える資産運用会社もあります。

2011年8月に起きたような市場のメルトダウンが再発しなければ、3種の顧客セグメントのすべてが今後3年間にポートフォリオのリスク拡大を図るだろうと回答者は予測しています(図2.4)。

確定給付年金(DB)については、回答者の3人に1人以上が絶対リターン(45%)、制約のない運用委託(37%)、ヘッジファンドのようなアクティブ戦略(34%)、確信度重視の運用(32%)の4種類の戦略のうちひとつ以上を行

うと予想しています。資産サイドの価値の下落と負債サイドの割引率の低下のダブルパンチに見舞われた最大の犠牲者である年金プランがこれらを選ぶでしょう。

確定拠出年金(DC)については、回答者のほぼ半分がターゲット・デート型ファンドへの段階的変化戦略の導入によってリスク軽減を図るものと予想しています。

インタビューからの引用:

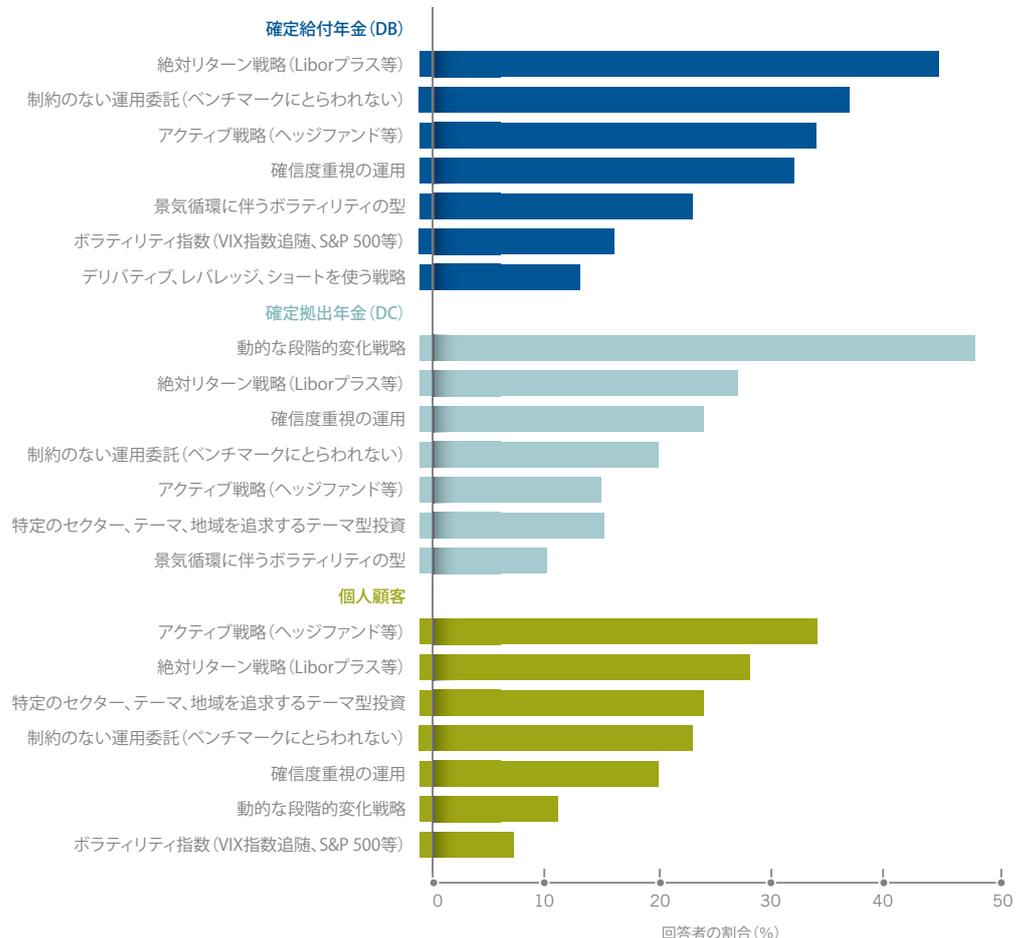
「リスクの振り子が間違った方向に行き過ぎたために過剰反応が起きています。」

「最も安全なソブリン債ファンドが6カ月間で70%も下落しています。」

「リターンを左右するのは参入と手仕舞いのタイミングがすべてです。」

図2.4

ポートフォリオのリスク拡大を選択する顧客が用いる可能性の高いツールや方法



出典: プリンシパル・グローバル・インベスターズ/CREATE調査報告書2012 (Principal Global Investors/CREATE Survey 2012)

45%はDBが絶対リターン戦略を使うと予想

48%はDCが動的な段階的変化戦略を使うと予想

34%は個人顧客がアクティブ戦略を使うと予想

これらの基金は、あらかじめ設定した退職後の収入を目標とすることによって加入者の潜在的負債をベンチマークとすることを目指す簡易的な負債管理型投資を採用することが見込まれます。また、重大なマーケット・イベントが発生した場合には、損失を回避するためにあらかじめ設定した資産配分方法を変更する裁量認められるでしょう。このような変化は英国と米国で進んでいます。しかし、オーストラリア、オランダ、スカンジナビア諸国の信託銀行主導の年金プランでは、確信度重視の運用の方がより一般的になるものと見込まれます。オーストラリアでは過去4年間に、相対リターンを追求する従来の株式70：債券30の資産配分方法の弱点が露呈されました。退職年金基金は現在、消費者物価指数プラス3%を目指す、より動的なアプローチを検討しています(29ページ参照)。

最後に、個人顧客については、リスクを拡大する確率は低いとみられます。回答者のほぼ3人に1人は、個人顧客がアクティブ戦略(34%)、絶対リターン戦略(28%)、またはセクター別や地域別のテーマ型投資を行うと予想しています。このようなリスク拡大は欧州と米国で見られる可能性が高いでしょう。ただし、顧客は高い確信度を求めており、これについては第4章で取り上げます。

調査後のインタビューから2つのポイントが明らかになりました。ひとつは、過去の実績が将来の参考にならない現在の投資環境においては、外見の

立派なスタイル・ボックス(投資スタイル)型投資は妥当性を失っているということです。米国以外では、スタイル・ボックス型投資は、少なくとも現時点では魅力を失っています。

もうひとつは、カナダ、日本、韓国、英国、米国のDBプランでは、従業員のキャリアリスクや評判リスクのために冒険主義的になることは困難だということです。中には委員会の構造上、または母体企業のコバナンツ上、定期的なリバランス以上のことが認められず、しかも大掛かりな見直し後でなければ行えない年金プランも存在します。リスク拡大に必要な敏捷性が全く欠けています。

インタビューからの引用:

「大量の資金が信号が青に変わるのを待っています。誰も相場の上昇に乗り遅れたくないのです。」

「遅かれ早かれ、年金基金はリスクを拡大するか、母体企業に追加資金を求める必要があります。」

「後から考えると、市場の混乱期は格好の参入時期でした。」

俯瞰すると...

DCプランは誰が投資リスクを負うかという点で、DBプランとは大きく異なります。しかし、だからと言って、イノベーションを借用できないということではありません。

あらかじめ設定した段階的変化の仕組みを持つターゲット・デート型の確定拠出年金(DC)基金は、加入者個人が資産配分を決める従来のアプローチよりも優れていることが明らかになりました。この「設定するだけ」の仕組みによって、投資家のリスク特性は年齢に応じて適切に変化し、当初の積極的な株式運用から退職時期に向って慎重な債券運用に徐々に移行します。これによって1990年代にまん延した群集心理に流された誤った資産配分を回避しています。

ボラティリティの観点から見ても、年金基金のこのようなやり方は他の利点も生んでいます。すなわち、あらかじめ設定した資産配分方法に従って、相場が下落すれば株式を買い、上昇すれば売却するやり方です。このように自動的に行われるリスク軽減は、2008年の市場の暴落の余波の中でも有益であったことが証明されています。

これらは今や、さらなる改善を見せる見込みです。段階的変化の仕組みは目標退職収入よりも目標退職時期を重視し過ぎているとみなされています。退職収入は明示的ではありません。また、この段階的仕組みは相場の激変時に累積した利益を保護する自動的な仕組みを具備していません。

したがって、今後3年間は次の2つのイノベーションが見込まれ、このどちらも段階的変化戦略に内在するリスク・アプローチを改善するでしょう。

ひとつは、DBプランの負債に似た退職収入の明確なベンチマークがターゲット・デート型ファンドにも導入されるものと思われます。資産配分は結果重視となり、退職前の収入と比較して受諾可能な最低レベルの退職後収入の実現を目指すでしょう。この潜在的収入代替率は事実上、負債のベンチマークとなり、それに照らし合わせて資産配分を任意で調整するようになるでしょう。

もうひとつのイノベーションは、この結果生まれる動的な段階的変化の仕組みによって、確定拠出年金(DC)に簡易的な負債管理型投資が登場することです。これによって、成長資産を資金化し、それを担保に金利スワップを取り組むようになるでしょう。成長資産を売却して債券を購入する現在の方法では、退職時期に近づくとも資産を増やすことができないのです。

現在の段階的変化戦略の持つ自動的なリスク拡大の仕組みによって、リターンを向上してあらかじめ設定した所得代替率を目指すための任意的要素が具体化するでしょう。

英国の資産運用会社



3 | 事態を受け入れる

“逆張り投資は儲かります。当ファンドは、2009年に株式をオーバーウエイトした後、23%も上昇しました。”

インタビューからの引用

リスク軽減とリスク拡大の結果 どうなるか？

要旨

顧客はボラティリティのプラス面を見ていますが、同時に不確実性に苦しめられています。

経済見通しに関して市場のコンセンサスがいないことは、市場は当面どちらの方向にも動き得ることを示唆しています。2009年以来、リスクオンとリスクオフの入れ替わりが常態化し、行動を起こす勇気のある者にとっては割安な投資対象を生み出しています。とりわけ、このようなサイクルは投資展望の重要な特徴となるでしょう。

このような背景から、本章では顧客が次の目的で用いる可能性の高い戦略を明らかにします。

●**短期的なオポチュニズム：** これには市場のタイミング、ポートフォリオのリバランス、またはこの両方が含まれるでしょう。これらはリスク拡大や既存リスクからの追加リターンの捻出を伴うと思われます。

●**中期的な資産配分：** これには個別資産クラス戦略やマルチ・アセット・クラス戦略が含まれると思われます。

ここでは、次の4種類の投資家セグメントに着目します。

- 確定給付年金 (DB)
- 確定拠出年金 (DC)
- 個人顧客
- 富裕層

重要な調査結果

確定給付年金 (DB)

銀行はバーゼルIIIの新自己資本比率を達成するために資産担保証券や貸付金から撤退するとみられます。これに対応して確定給付年金 (DB) は、ディストレス債券、ハイ・イールド債のほか、不動産、プライベート・エクイティ、商業用不動産ローン、ローン担保証券 (CLO)、シニア債務の「セカンダリー市場」などクレジット分野を対象にリスクを拡大し、オポチュニスティックな投資を行う可能性が高いとみられます。

このようなオポチュニズムと共に、楽観的思考の確定給付年金 (DB) は中期的な資産配分における株式の比重を著しく高めるものとみられます。株式はこのところの氷河期から抜け出すかもしれません。

将来に関して悲観的な確定給付年金 (DB) は株式の最小分散ポートフォリオ、マクロ・ヘッジファンド、グローバル戦術的資産配分 (GTAA) 戦略、ディストレス債券を嗜好するとみられます。

新興国株式は新たな市場の勢いから利益を獲得するコスト効率的な手段であるETFを通して買われるでしょう。ただし、ETFはボラティリティの原因として懸念されています。レバレッジ型ETFは市場追従的ではなく市場先導的とみなされています。

確定拠出年金 (DC)

確定拠出年金 (DC) は多様であることから、採用されるアプローチも様々となるでしょう。

保険契約を通じて名目リターンを保証する確定拠出年金 (DC) はすでにリスク軽減を図れており、今後も変化はないとみられます。

信託銀行が運営する確定拠出年金 (DC) はポートフォリオのリスク軽減を目指す一方で、必要に応じて必要な時にリスク拡大が可能な形で投資するでしょう。

加入者個人が運営する確定拠出年金 (DC) は次の二つの方向に進むでしょう。

●ターゲット・デット型ファンドを用いるDCは段階的変化の仕組みを通じてリスク拡大とリスク軽減を自動的に行うでしょう。

●加入者個人が資産配分を決めるDCも、任意でリバランスを行うでしょう。

ただし、ターゲット・デット型ファンドが次第に既定の選択肢となるにつれ、いずれは任意部分が縮小する可能性が高いといえます。

個人顧客

個人顧客は短期的にはオポチュニズムに走るものの、全体としては慎重な方向へ偏るものと予想されます。ただ、欧米とアジアでは明確な違いがみられるでしょう。

欧米の顧客は過去の損失の後遺症と目前に迫った退職を意識して過度に慎重な姿勢をとっています。大きな集団が間もなく年金積立局面から年金受取局面に移行する見込みですが、彼らも好機があればリスクオンの姿勢で投資するでしょう。

これとは対照的に、アジアではリスク軽減、リスク拡大といった概念は現地の現実からかけ離れています。顧客の性癖がすべての投資行為を決定しており、オポチュニスティックな投資一色です。金融教育が進まない限り、この状態は変わらないでしょう。

富裕層

富裕層もボラティリティが原因で極めて慎重な姿勢を続ける見通しですが、短期的なオポチュニズム投資は行うでしょう。先進国市場の富裕層は資産アドバイザーがボラティリティをチャンスに変えてくれると信じています。

一方、新興国市場の富裕層は、顧客の利益に逆らって働く構造的な力が最近のリターンの悪さの原因だと考えています。リターンの向上には、貯蓄文化から長期投資文化への素早い移行が必要です。

“**株式はこの50年間で最も投資妙味が高くなっています。**”

インタビューからの引用

株式は反騰し、クレジット商品の投資妙味も高い

確定給付年金(DB)が選択する可能性の高い資産クラスは何かと質問したところ、回答者は短期的なオポチュニズムを目的としたものと、中期的な資産配分を目的としたものに分かれました(図3.1)。

「**冒険主義者**」と「**実利主義者**」(19ページ)は前者を選ぶ可能性が高く、「**純粹主義者**」は後者を選ぶ可能性が高いとみられます。

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、次の6種類です。

- ディストレス債券(43%)
- ETF(37%)
- 新興国株式(30%)
- ハイ・イールド債(29%)
- 通貨ファンド(29%)
- ヘッジファンド(27%)

一方、資産配分目的で選ばれる可能性の高い資産は、次の4種類です。

- グローバル株式(58%)
- 新興国市場の売上のあるグローバル株式(54%)
- 高配当株式(46%)
- 新興国株式(43%)

これらの数字の裏側には、5つの重要なポイントが隠れています。

第1に、株式は強気相場の時代が来るはずだと広く考えられています。2008年以降、ボラティリティの増大でパニック売りした投資家は一掃されています。株式相場は2009年3月に付けた安値から2倍近くに上昇しているにもかかわらず、米国だけを見ても株式投資信託は2008年以来、資金の流出が続いています。恐怖感からファンダメンタルズが見えにくくなっていますが、「**実利主義者**」によると、3~5年のスパンで見ると株式は割安に見えると言います。「**実利主義者**」は1926年以降ボラティリティの高い銘柄を上回るパフォーマンスを上げている株式の最小分散ポートフォリオを愛好し、すでにリバランスに取り掛かっています。「**純粹主義者**」は株式の最小分散ポートフォリオ、マクロ・ヘッジファンド、グローバル戦術的資産配分(GTAA)戦略、ディストレス債券を愛好するでしょう。

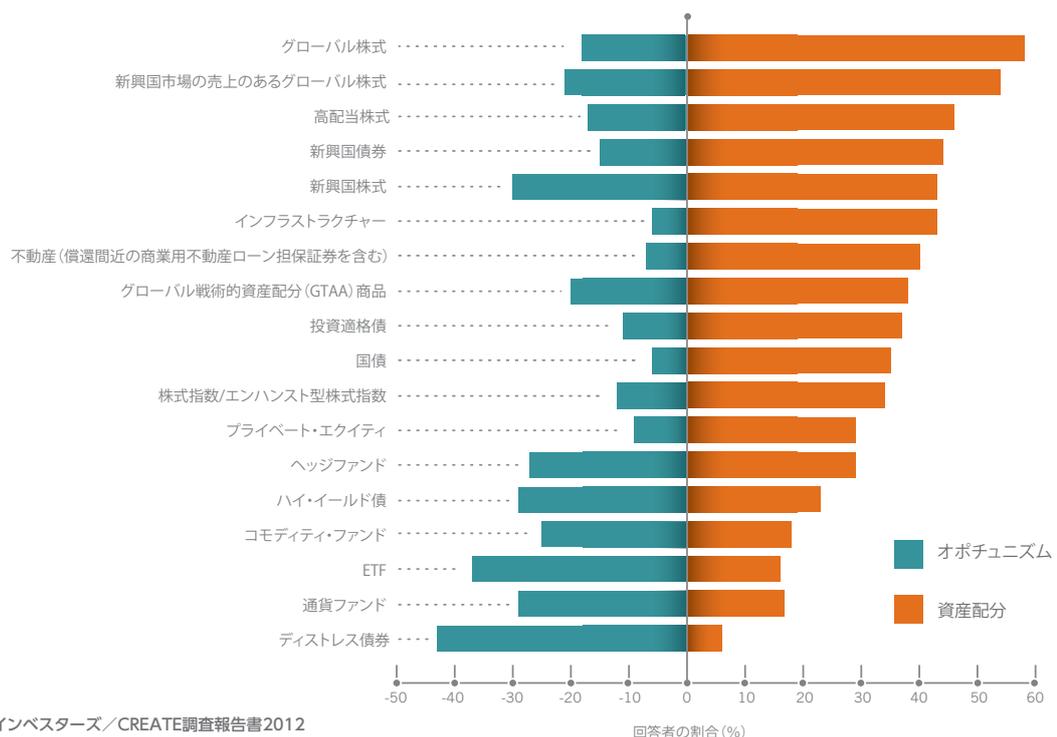
インタビューからの引用:

「株式相場が反転する素地は十二分に整っています。債券価格は理論を無視しています。」

「2000年以降、我々のポートフォリオでは現金が株式のパフォーマンスを上回っています。」

「リスクを取らずに高いリターンは得られません。しかし、そのリスクの正体と、その結末を知る必要があります。」

図 3.1 確定給付年金(DB)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ぶ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調査報告書2012
(Principal Global Investors/CREATE Survey 2012)

58%はDBが資産配分に
グローバル株式を用いると予想

43%はDBがオポチュニスティック
投資にディストレス債券を用いると予想

37%はDBがオポチュニスティック
投資にETFを用いると予想

第2に、確定給付年金 (DB) はクレジット分野でも利回りを追求してリスク量を高めつつあります。銀行がバーゼルIIIの新自己資本比率を達成するために資産担保証券や貸付金から撤退し、「カバードボンド」に入れ替えれば、プライベート・エクイティ、商業用不動産ローン、ローン担保証券 (CLO)、シニア債務の「セカンダリー市場」のリターンは高まるものと見込まれます。今後5年間に欧州だけでも1.5兆ドル余りのクレジット商品が市場に出るとも思われます。投資家はすでに1,250億ドル規模のジャンク債に目をつけています。また、借り手は融資に比べて債券の方が利率が高く、取引プロセスが迅速で、債券市場での流動性が高いことから、債券を嗜好しています。これらは株式市場よりもはるかにリスク拡大的となるでしょう。

第3に、新興国市場の投資の50%程度はETFを通じて行われるでしょう。ETFは割安な選択肢と高い流動性によって市場の流れの突然の変化から利益を得ることを目指しています。さらに、S&P500指数のパフォーマンスは2008年以降、BRICs市場の株式を大幅に上回っており、新興国市場はもはや甘いものではありません。先進国市場との相関は0.9近くまで一貫して上昇しています。

第4に、ETFは功罪半ばすると捉えられつつあります。投資を細分化し、指数を上回るパフォーマンスを出すと言うよりも指数を追跡し、複数の市場に低コストで投資できるという利点は広く認識されています。しかしその半面、

ボラティリティの原因として懸念されています。レバレッジ型とインバース型ファンドはETF資産の3%を占めるに過ぎませんが、売買高の約15%を占めています。投資家の平均保有期間は3日で、プレーンバニラ型ETFの16日と比較して短期です。

最後に、確定給付年金 (DB) については、幅広い分散投資を用いるようになるにつれ、他の資産クラスがあるなかで、一つの資産クラスに集中することはますます誤ったものとなっています (下の「俯瞰すると…」を参照)。旧来型のバランス型運用委託は多様な資産クラスや戦術的偏向、絶対リスク重視を組み入れて生まれ変わる段階にあると思われれます。

インタビューからの引用:

「クレジットのファンダメンタルズは良好です。しかし、欧米に関する不合理な恐怖感に足を引っ張られています。」

「我々は資産運用会社でなくファンドを選びます。こうすることで、かなり安いコストで、分散したポートフォリオから多くのオポチュニズムを生みだせます。」

「指数はETFによって過剰に煽られています。ETFは市場を追跡するのではなく、市場を先導してしまっています。」

俯瞰すると…

当年金基金の積立比率はダブルパンチを受けました。年金の目標利回りが12%であるのに対して、S&P 500指数はこの10年間、配当の再投資を含めても年2.7%のリターンにとどまりました。年金債務の計算には8%の割引率を使用していましたが、これも楽観的すぎることが判明しました。これは2011年に大きな損失を出す前のことです。現在の積立比率は極めて低く、大きな変化がない限り、積立不足の解消には30年を要します。このため、資産配分方法を変更しました。まず、ボラティリティと資産クラスの相関は過去の基準に従うという考え方を改めました。我々は5つのリスクグループを採用することで、これまでの資産の分散からリスクの分散へと変更しました。

1番目のグループはボラティリティが極端な時期に即座に流動性を提供する資産です。これには現金と米国債が含まれます。2番目のグループはコモディティやインフラストラクチャーといったインフレ対応資産が含まれます。3番目のグループは安定的なキャッシュフローを創出する固定利付債券です。4番目のグループには高い非流動性プレミアムが得られる土地建物や森林等の不動産が含まれます。5番目のグループは株式等の成長資産が含まれます。現在は米国経済が回復間際であるとみて、資産の大きな部分をこの成長資産グループに配分しています。このグループは過去3年間にわずかな回復を見せましたが、今後3年間に普通では考えられない2度目の回復を見せる可能性があります。また、バーゼルIIIに基づき銀行がバランスシート強化の目的でクレ

ジット分野から撤退すれば、クレジット分野はチャンスであるとみています。

市場は急展開し得るため、この分散方法には時間的要素も組み込まれています。このため、グループ内に現金や米国債のような短期資産、安全・高配当の株式といった中期資産、非常に割安な長期資産が混在しています。

また、我々はグループ内でもグループ間でも著しい分散投資を行っています。つまり、単一資産クラス戦略とマルチ・アセット・クラス戦略のいずれも含まれています。金を含み、低リスク資産にレバレッジをかけるリスクパリティ・ポートフォリオも含まれます。また、グループ内やグループ間でオポチュニスティックなリバランスも行います。リーマン・ショックの直後には極めて慎重になりましたが、現実が見えてくるにつれ、ボラティリティが消え去らない以上、事態を受け入れてやっていくしかないと感じました。現在はトラッキング・エラーやインフォメーション・レシオ等のベンチマークに関する指標に替えて、絶対リスクに着目した指標を導入しているところです。

米国の公的年金基金

確定拠出年金 (DC) では任意のリスク拡大より 自動的なリスク拡大が優勢に

現在、世界の確定拠出年金 (DC) は大きく3種類に分類されます。ひとつは**事業主主導**の制度で、事業主が名目的な投資利回りを保証します。このような年金制度はベルギー、チリ、デンマーク、ドイツ、スロベニア、スイスで一般的です。

中間に位置づけられるのが合同運用を行う**信託銀行主導**の制度で、投資判断は信託銀行に委ねられるか、またはデフォルト (初期設定) の選択肢としますが、加入者がすべてのリスクを負います。この制度はオーストリア、オーストラリア、南アフリカで見られます。

もう一方の極端な制度が**加入者主導**の制度で、加入者が個人勘定を通じて投資を選択し、すべてのリスクを負います。このような制度は香港、アイルランド、日本、スウェーデン、英国、米国で一般的です。

確定拠出年金 (DC) はこのように多様であることから、今後3年間のリスクに対するアプローチも多様となるでしょう。

これらを順に見ると、**事業主主導**の制度は本来の性質上、すでに初めからリスクが軽減されています。これらの年金の大半は法律に従って長期保険契約に投資し、固定金利付債券を重視しています。

一方、**信託銀行主導**の制度では分散化が進むでしょう。オーストラリアの年金基金は株式70：債券30の資産配分を止める見通しです。この資産配分は2008年のリーマン・ショック後にリスクが過大であることが判明しました (次ページ「俯瞰すると・・・」を参照)。今後は英国の分散成長ファンドや米国のマルチ・アセット・クラス・ファンドに類似した形態に移行するでしょう。

これらの運用戦略は様々なリスクグループにわたってきわめて幅広い分散投資を行いつつ、定期的に戦術的偏向を加えることが可能です。このグループの他の国々もポートフォリオ全体のリスク軽減に伴ってこれに続くと思われませんが、チャンスが到来すればリスクを拡大する柔軟性を維持しています。

一方、**加入者主導**の制度では部分的なオポチュニズムが見られるでしょう (図3.2)。ここでは自動的手段と任意的手段の両方が用いられるとみられます。自動的手段はターゲット・デット型ファンド、ターゲット・リスク型ファンド、ターゲット・インカム型ファンドに組み込まれた、あらかじめ決められた段階的変化の仕組みが中心となります。この仕組みは相場の下落時に株式を購入し、相場の上昇時に売却することによって、ポートフォリオのリバランスを行います。これらのファンドは英語圏の国々で普及が進むとみられ、これらの国々では投資助言組込型商品と捉えられています。一方、これらに最も近い競合商品である分散成長ファンドはきわめて幅広い分散投資を行い、欧州大陸諸国で人気が出るものと思われる。

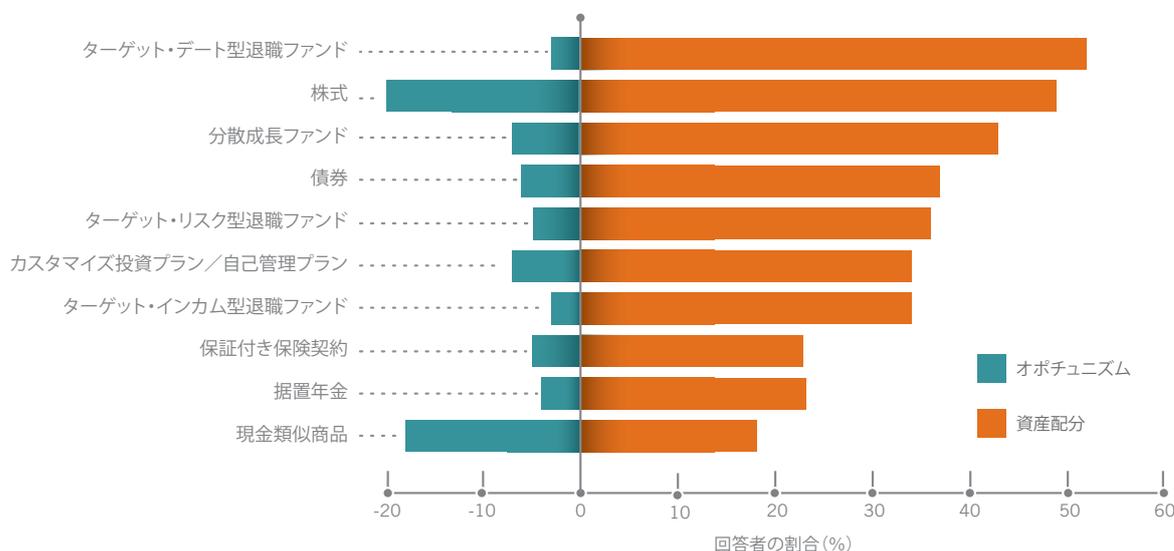
インタビューからの引用:

「信託銀行はリスクを個人に押しつけないのです。確定拠出年金 (DC) の中間部分はいずれ縮小すると思います。」

「個人が自分で年金プランを管理する場合、資産配分とタイミングの選択に失敗し、結局は積立残高が増えません。」

「確定拠出年金 (DC) では的確なリバランスを行わない限り、オポチュニズムは高くなります。」

図3.2 確定拠出年金 (DC) 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ぶ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調査報告書2012 (Principal Global Investors/CREATE Survey 2012)

52%はDCが資産配分にターゲット・
デット型ファンドを使うと予想

49%はDCが資産配分に株式ファンド
を使うと予想

20%はDCがオポチュニスティック
投資に株式ファンドを使うと予想

また、任意的なリバランスは、香港、英国、米国のように加入者自身が自己の資金を管理する年金制度で行われるでしょう。個人顧客と同様に（30ページ参照）、高値で買って安値で売るという群集心理に駆られた投資行動を取りがちのため、常に不注意からポートフォリオを消耗してしまいます。この対応策として、米国の2006年年金保護法では公然とターゲット・デット型ファンドを推奨しており、英国の「全国雇用貯蓄信託」(National Employment Savings Trust, NEST)でも同様です。

このため、ターゲット・デット型ファンドはいずれデフォルト（初期設定）の選択肢として普及するものと見込まれます。信託銀行主導の制度もいずれは同じ方向に向かう可能性が高いでしょう。現状の積立残高が低すぎて退職時にまともに加入できないとみなされているためです。

確定拠出年金（DC）はいずれ事業主主導の制度と加入者主導の制度に二極化していくでしょう。

インタビューからの引用:

「事業主主導の制度とは立派に聞えますが、投資内容が貧弱で利回りの低い預金口座のようなものです。」

「信託銀行主導の制度は慎重すぎるか（欧州）、リスクが高すぎるか（オーストラリア）のどちらかです。2つとも変わりつつあります。」

「確定拠出年金（DC）のある大半の諸国ではいずれ、ターゲット・デット型ファンドがデフォルト（初期設定）の選択肢になるでしょう。」

俯瞰すると…

オーストラリアの多くの退職年金基金の投資戦略は、標榜していることと実際の行動が異なっているように思われます。

ほぼすべての年金基金がインフレ率プラス3%を目標利回りとしているものの、一般的には毎年、他の年金基金と比較され運用・評価されています。加入者は別の年金基金に乗り換えることもできますが、実際にそうする人はほとんどいません。このため、少なくとも最近までは横並び意識を減らそうとする圧力はほとんどありませんでした。その結果、多くの年金基金が短期志向に陥り、加入者が期待するリターンへの創出よりも、基金の財務リスクや役員のキャリアリスクを心配するようになってきました。

年金基金は通常、株式70：債券30の機械的な資産配分をデフォルト（初期設定）の選択肢としています。加入者の80%超がこの選択肢を選ぶため、この資産配分は年金基金全体の資産の70%を占めています。このように年金基金が横並び状態を取って来たので、株式の分散化されていないリスクの大きさは長い間無視されてきました。それでも、ほぼ毎年2桁のリターンを実現できる著しい強気相場が続いた1990～2007年のような時期には、問題が表面化しませんでした。しかし、それ以降の運用実績は平均を下回る状態が続いています。このデフォルト型のファンドの大半は目標実質利回りを達成できないだけでなく、低コストのキャッシュ・ファンドのパフォーマンスすら下回る時期が5年、7年、10年と続いています。

多くの方がスウェーデンや英国、米国の民間退職年金プランに似た「自己管理型退職年金基金」(Self-Managed Super Fund)での資金運用を選ぶのも無理はありません。この選択肢は開始時期が遅かったにもかかわらず、すでに1.4兆豪ドルに達するオーストラリアの退職年金資産全体の3分の1超を占めています。

もうひとつの要因は、画一的なアプローチにあります。各加入者の資金は年齢や経済状況、退職ニーズにかかわらず同じように運用されています。市場

が活況のうちはこの画一的方法でもうまくいきましたが、2008年の大暴落以降は大なる反省をもたらしました。ある州政府の年金基金は、米国で一般的なライフサイクル型投資に着目するという大胆な行動をとり、業界の横並び競争から離脱しました。他の年金基金もすぐに追随するでしょう。

したがって、確定拠出年金（DC）は徐々にではありますが、多様化が進むとみられます。信託銀行が管理する年金プランと並行して、自己管理型の年金プランが出現し、合同運用資産と並行して、ライフサイクル型商品が出現し、機械的なデフォルト型のファンドと並行して、投資助言組込型が出現するでしょう。現状の業界構造は強気相場でしか機能しないため、年金基金同士の統合が加速すると思われる。

年金基金が現在抱える重要な課題は2つあります。株式リスクにより長年パフォーマンスが落ちているポートフォリオはリスク軽減が必要だということ、シンプルなキャッシュ商品が5%近くの利回りを稼ぐ時代に、絶対リターンを生む洗練された投資方法を見つける必要があるということです。

年金基金は資産配分手法を再検討することでこれに対応しています。分散成長ファンドの形で旧来型のバランス型運用委託が再導入されつつあります。この目的は、定期的な戦術的転換が可能な幅広い種類の資産を含む個々のリスクグループを通じて、幅広い分散投資を達成することにあります。リスクパリティ・ポートフォリオは安全資産にレバレッジをかけています。欧州や米国のように、幅広い商品構造の中でリスク拡大とリスク軽減が可能な新しい形態の分散投資がオーストラリアでも出現しつつあります。

オーストラリアの資産運用会社

リスクによって分かれるアジアと欧米のリテール市場

個人顧客が選ぶ投資は慎重サイドに偏るとみられます。回答者の46%は、個人顧客が中期的な資産配分で元本保全商品を選ぶと回答しています。また、34%は節税効果のある商品を選ぶと予想しています(図3.3)。

ただし、オポチュニズムが失われる可能性は低く、次の4つの戦略がとられる可能性が高いとみられます。

- 23%はインデックス・ファンドと回答
- 22%は株式と債券のアクティブ運用と回答
- 22%はテーマ型ファンドと回答
- 19%はヘッジファンド型の手段を用いる投資信託と回答(レバレッジ、空売り、デリバティブ等)

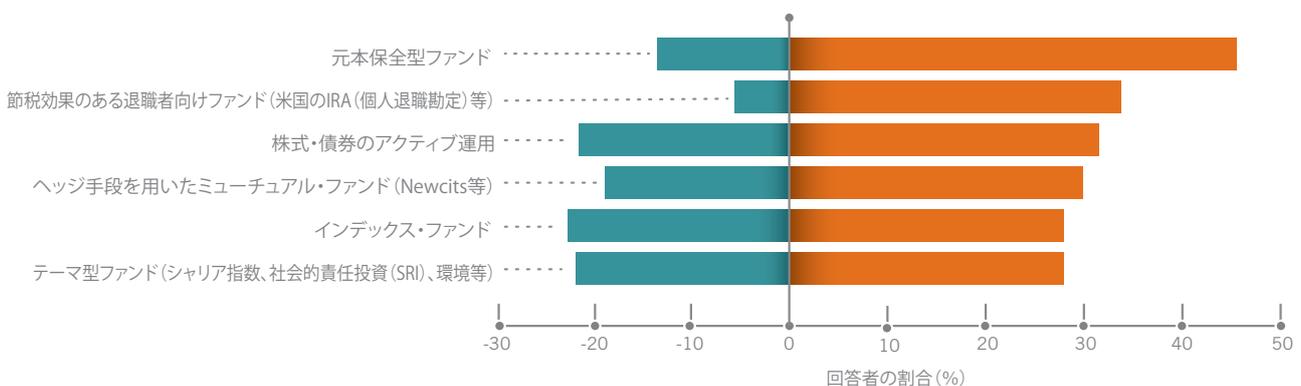
調査後に行ったインタビューでは、アジアと欧米で明らかに異なる2つの顕著なポイントが明らかになりました。

ひとつは、欧米の個人投資家に関するポイントです。全体として、欧米の個人投資家のこれまでの投資行動はジグザクに揺れていました。

一方では、欧米の個人投資家は過去10年間の2回の弱気相場で被った損失の後遺症から、極めて慎重になっています。特に、2008年に米国の複数のマネー・マーケット・ファンドの単位当たり純資産価値が1ドルを下回る「元本割れ」を起こした時に、彼らの持っていた信頼感は打ち砕かれました。

ボラティリティの高い時期が長引かなかで、個人資産の大半を握る高齢者のリスク許容度は特に低下しています。市場が回復すれば多くの人ポートフォリオのリスク軽減を図るでしょう。完全に投資を打ち切り、平易な貯蓄を選択する人も出て来るはずですが、2008年以降、欧米のミューチュアル・ファンドで大量の資金流出が続いていることは、新たな長期下降トレンドの出現を示唆している可能性があります。

図3.3 個人顧客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ぶ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調査報告書2012 (Principal Global Investors/CREATE Survey 2012)

しかし他方では、このところの回復が本格的な強気相場への変化の兆しであるとすれば、リスクオンの時期が断続的に生じる可能性が高いでしょう。

過去の状況から判断すると、このような一時的なリスクテイクの拡大には、市場のタイミングとポートフォリオのリバランスを行う株式のアクティブ運用ファンドやパッシブ運用ファンドが用いられるでしょう。その過程で、リテール分野のロングセラーであるスタイル・ボックス(投資スタイル)型投資は人気を失うと思われます。個人マネーはこれまで以上に反応の鈍さが薄れ、大きなリスクを取る場合は素早く稼ぐことを期待するでしょう。

2つ目の顕著なポイントは、アジアの個人投資家に関してですが、中国、インド、日本、マレーシア、シンガポール、台湾といった様々な国で2つの共通した特徴が見られることです。

ひとつは、家計の金融資産の最大55%が預金口座に預けられていることです。リターンが相応で、元本が保証されていることがひとつの要因です。日本でさえ0%に近い金利ですが物価下落のおかげで実質的にプラスのリターンとなります。

インタビューからの引用:

「米国の個人マネーの大半は年金積立局面から年金受取局面に移りつつあります。リスク回避はきわめてリアルな問題です。」

「過去に大きな損を出し、一部の個人顧客は失望して市場を去るでしょうが、多くは次の反騰で最後の宴を楽しみたいのです。」

「X世代(1960年~1974年生まれ)とY世代(1975年~1989年生まれ)は目立ちません。まだ彼らの投資額は小さいのです。」

46%は個人顧客が資産配分に
元本保全型ファンドを使うと予想

23%は個人顧客が
オポチュニスティック投資に
インデックス・ファンドを使うと予想

22%は個人顧客が
オポチュニスティック投資に
アクティブ運用ファンドを使うと予想

もうひとつの共通の特徴は、長期投資文化の欠如です。ミューチュアル・ファンドの平均保有期間は4~12カ月、ミューチュアル・ファンドの平均販売期間は2年半程度です。大半の投資家は銘柄選択と集中投資だけに頼っています(下の「俯瞰すると…」を参照)。すべての投資行動がオポチュニスティックに見えるうえ、リスクテイクや行動バイアスが蔓延しています。このため、顧客のポートフォリオは2007年以降ひどく傷んでいます。機関投資家を除けば、リスク拡大やリスク軽減の概念は限られた有効性しか持ちません。

国内市場のボラティリティが高いために、この特徴は見えにくくなっています。2008年以降のBRIC市場のボラティリティはS&P500の4倍に達していますが、投資助言のインフラは限定的です。銀行が販売を牛耳り、販売手数料で儲けており、依然としてプロダクト・プッシュが強力に働いています。

しかし、風向きが変化する兆しも見えています。インドでは販売手数料やトレイル・コミッション(継続的に支払う運用報酬)、解約手数料が廃止され、これによって最終顧客に忠実な新世代のゲートキーパーの成長が促されるでしょう。その他のアジア諸国でも力強い国内ファンド産業を育成するための一連の対策のひとつとして、同様の動きが計画されています。

さらに、アジアの機関投資家は最近幅広い分散投資に乗り出したことから、もはや債券重視、横並び志向、国内重視が中心ではなくなっています。大手ファンド販売会社は集中投資とモメンタム投資から投資家の関心を変えるマルチ・アセットクラス・ファンドを導入しつつありますが、機関投資家はこれと肩を並べる存在となっています。

インタビューからの引用:

「ウォーレン・バフェットのようにアジアの投資家は集中投資を選びますが、スキルがなければ宝くじを買うようなものです。」

「アジアの個人投資家は群集心理のために大変な損失をこうむります。カジノのような心理状態に陥るためです。」

「金融教育を押し進めない限り、中国はファンド界の超大国にはならないでしょう。」

俯瞰すると…

中国では、リスク拡大やリスク軽減といった概念は、現世代の個人投資家の投資行動からかけ離れています。

彼らは長年にわたり、銀行の預金口座が提供するプラスの利回りと元本保証に慣らされてきました。投資の世界に足を踏み入れたものの、バリュー投資もタイミング投資も受け入れない投資手法が災いしています。人々は最大利益とは正反対の選択肢を選んでいきます。

例えば、ミューチュアル・ファンドが販売されているにもかかわらず、個人投資家は詳細なファンダメンタルズ分析よりも、有力情報、ラッキーナンバーや新規株式公開を根拠に少数の銘柄に大金をつぎ込むことを選びます。最近のデータによると、香港のすべての投資家が保有する銘柄数の中央値は4銘柄で、投資額の中央値は15万香港ドルです。

多くの投資家がリターンの主な源泉は銘柄選択だと信じて、企業固有のリスクに過大なエクスポージャーを持っています。資産配分の概念はまだ定着しておらず、あらゆる新興市場を定期的に襲うマクロリスクの概念も定着していません。

さらに悪いことに、投資家は市場が好調な時でも自分の銘柄選択の手腕を高く評価する傾向があります。例えば、上海総合指数は2009年に80%反騰しましたが、投資家の82%は最大50%しか利益を上げていません。4分の1近くは年間のリターンがマイナスでした。

欧米の個人投資家と異なり、中国の投資家はボラティリティに魅力を感じがち

で、市場のタイミングによる一獲千金を狙ってボラティリティの低い銘柄よりも高い銘柄を好みます。また、値下がりがしている銘柄はすぐに反騰すると考えて、手放さない傾向にあります。

特に強く見られるのは、市場環境や本源的価値とは無関係に、ミューチュアル・ファンドの純資産価値が1.0を下回るときには手放さずに、1.0を超えたら売却する傾向です。

最悪なのは、低位株シンドロームともいうべき無意識の嗜好があることです。つまり、低位株がいつかは値上がりして高位株に匹敵するはずだと考えて、低位株への投資を好むのです。往々にして高位株がベンチマークとして使われます。

もちろん、価格混乱を逆手に取るのは良いことで、価格混乱は過去10年間、中国の株式市場の特徴でした。しかし、彼らの投資手法を導く行動原理は、利益よりも損失を招く蓋然性が高いといえます。

他のBRIC諸国のように、中国でもミューチュアル・ファンド産業が離陸する時機が来ています。しかし、金融リテラシーが向上し、投資助言のチャンネルが改善しなければ実現しないでしょう。

中国のファンドアドバイザー

過去10年の大損失を受け、富裕層は注文の多すぎる投資家に豹変する

2008年には、あらゆる地域で、富裕層はとりわけ多額の損を抱えました。株式や、ヘッジファンド、通貨ファンド、プライベート・エクイティなどのオルタナティブ投資に偏っていたためです。富裕層も個人投資家と同様に、当面は慎重サイドに偏るでしょう(図3.4)。

- 回答者の55%は富裕層が元本保全型ファンドに投資すると予想
- 42%は富裕層がキャッシュプラス商品に基づく消費者物価プラス3%のベンチマークを目指す絶対リターン・ファンドを選ぶと予想
- 35%は富裕層が「ディストレス」不動産に投資すると予想

その一方で、富裕層は割安な投資が現れればオポチュニスティックに投資する可能性も高いといえます。コモディティ・ファンド(特に金)、インデックス・ファンド(特にETF)、通貨ファンド、ヘッジファンドが上位に来るでしょう。

表面的には、これらの結果から地域間の明確な相違は窺えませんが、インタビューでは先進国市場と新興国市場で明らかな違いを感じ取りました。

欧米の先進国市場では、過去の損失による心理的打撃がきわめて大きく、資産アドバイザーに対する信頼感の喪失はより深刻でした。

このため、2008年以降は流動性の高いシンプルな元本保全商品が好まれています。また、欧州を中心に、「リスクオン」の時期には短期的にETFに投資する傾向もみられます。

ただ、市場が最近回復の兆しを見せるのに伴い、オポチュニズムが戻っています。しかし、自分たちの資産アドバイザーがボラティリティを投資機会に変える能力を身に付けたと納得しない限り、富裕層が投資を本格化することはないとみられます。これについては次の章で取り上げます。

一方、新興国市場では、富裕層やその資産アドバイザーは過去の損失から大いに反省を強いられました。両者は賢くなり、リスク拡大やリスク軽減に注目するのではなく、染み付いた過剰と過少の思考を避ける投資文化の育成について話し合っています。

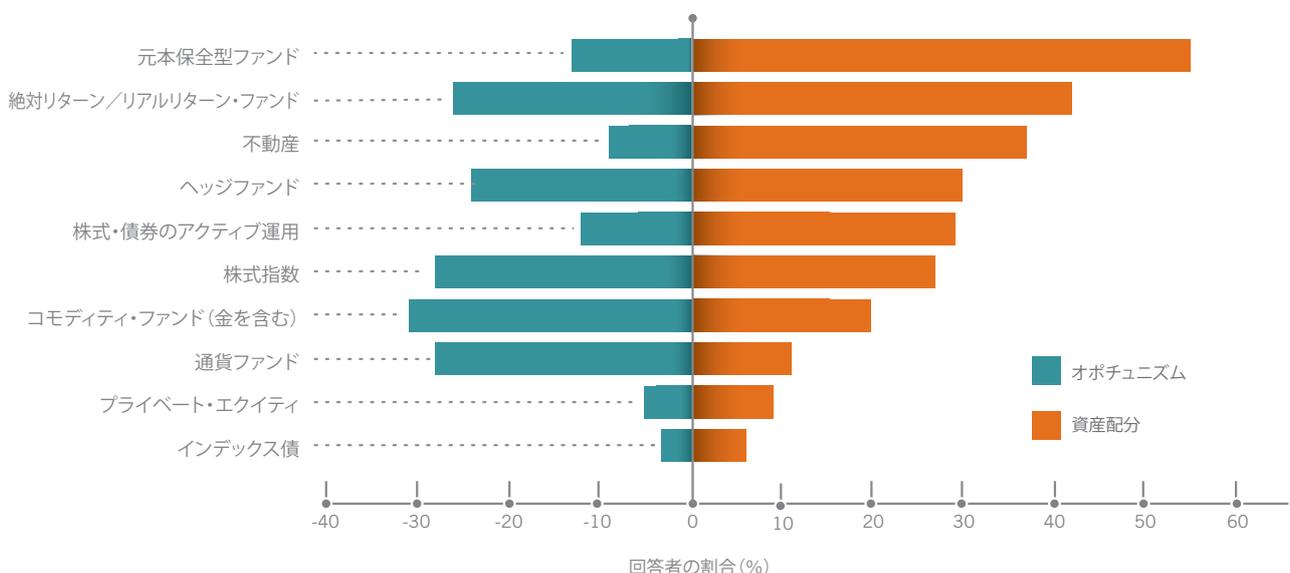
インタビューからの引用:

「富裕層は資本からの利益よりもむしろ資本の払い戻しを望んでいます。」

「欧米の市場サイクルはアジアで増幅されます。デカップリングの兆しは見えません。」

「インドの新興富裕層はボラティリティで二重に損しました。」

図3.4 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ぶ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調査報告書2012 (Principal Global Investors/CREATE Survey 2012)

55%は富裕層が
元本保全商品を選ぶと予想

42%は富裕層が
絶対リターン・ファンドを選ぶと予想

31%は富裕層が
オポチュニスティック投資に
コモディティ・ファンドを使うと予想

これらの諸国が貯蓄文化から離れ、投資家の弱点を最小化し長期投資が報われる投資文化への移行を加速するのであれば、注目すべき対象は資産アドバイザーではなく、むしろ構造的要因にあります(下記参照)。

ブラジル、チリ、中国、インド、インドネシア、韓国、台湾といった様々な国では急速に高齢化が進むなか、国内の高水準の貯蓄が生産性の低い資産へ投資され、低いリターンしか得られない状況を断ち切るために、継続的改革を実施しようとしています。各国とも特に米国とオーストラリアを中心に、欧米全般の投資文化の要因を研究しています。

徐々にではありますが、改革は現実化しようとしています。市場の高いボラティリティと低い金融リテラシーという致命的な組み合わせによって、顧客

の利益は損なわれています。しかし、投資のインフラ全体を変える必要性は十分に認識されています。

インタビューからの引用:

「投資家は常にバックミラーを眺めています。」

「要するに、今の短期貯蓄者を長期投資家に変える必要があります。」

「資産運用会社が活況時に超過リターンを実現できないならば、不況時にどうやって実現するのかと顧客によく聞かれます。」

俯瞰すると…

インドの株式市場はジェットコースター並みに変動しました。センセックス30種株価指数は2007年に約22,000のピークを付けた後に急落し、1年後には8,000の底に達しました。2010年末にはピーク水準まで回復したものの、2011年には欧州債務危機で再び20%下落しました。

それ以降、相場は反発しましたが、強気相場に変わる兆しはありません。簡単に言えば、この回復は流動性のなせるわざで、最近の流入資金の大半は米国の低金利とインド国内のルピー安を活かしてキャリートレードを行う外国の専門業者によるものです。

当社の顧客は様子見を決め込んでいます。その理由のひとつは、少し前の大きな損失の記憶にあります。もうひとつは、ミューチュアル・ファンドの手数料が廃止され、投資助言ベースの手数料が導入されたことによる予想外の結果です。手数料として資産の2.5%も徴収されることを知った富裕層が、定期預金に最大10% (高齢者はさらに0.5%を上乗せ) を支払う銀行に押し寄せているためです。

現在のところ、刺激的な宣伝や強欲や恐怖感から来る「市場を上回れ」的な従来の思考はあまり目立ちません。投資家も資産アドバイザーも賢くなっています。資産アドバイザーは手数料の廃止を全般的には歓迎しており、投資家教育を開始して長期投資の思考を根付かせるためには必要なステップだと考えています。

また、規制当局は、顧客ニーズや資産運用会社の実績と無関係に、手数料の最も安い資産運用会社に顧客資金を預けるような暗黙のオークションが販売会社によってこれ以上行われぬようにしたい意向です。

富裕層が定期預金に引き寄せられている一方で、超富裕層は警戒心を抱きながらも、株式と債券を組み入れた資産配分ファンドと、確信度重視の運用戦略という2種類の商品を通じて市場に戻りつつあります。ただし、彼らはこのいずれに対しても月並みな運用成績では絶対に満足しないため、典型的商

品の販売期間はこれまでの平均の2年半を超えることはなさそうです。

専門家はよく新興国市場を資産アドバイザーにとつての宝の山のように言いますが、彼らは伝統的貯蓄文化の威力という障害を無視しています。これまで長年にわたり貯蓄が元本保証と利息を提供してきたため、投資文化のリスク・リターンの計算はまだそれに対抗できません。

貯蓄から投資への移行には6つの追い風が必要です。すなわち、信認を抱かせるような長期の強気相場、個人に責任を負わせる強制的な退職プラン、税制上の優遇措置による必要なインセンティブの提供、群集心理による投資行動を最小化する高レベルの投資リテラシー、賢い資産選択を可能にする投資助言のオーバーレイ、正確な決算書を作る適切なコーポレート・ガバナンス(企業統治)が必要とされています。

インドでは、この1番目は当面見込めず、2番目は現在計画されていませんが、残る4項目については僅かながらも明らかに前進しています。ただ、国内株式市場のボラティリティが極端なために、その効果が薄められることもあるでしょう。

この2つの文化を結ぶ道程はまっすぐではないでしょう。インドは資産アドバイザーにとつて次のゴールドラッシュとなるかもしれませんが、それには時間がかかると考えられます。

インドの資産アドバイザー



4 | ビジネスモデルの再構築

“資産運用業界がボラティリティにうまく対応できるようになるには、多くの心理的障害を取り除く必要があります。”

インタビューからの引用

資産運用会社のなすべきこと

要旨

第2章では顧客の様々な見方を明らかにしました。多くの顧客は米国の景気改善を信じており、おそらくポートフォリオのリスク拡大を図るでしょう。

「**冒険主義者**」と「**実利主義者**」はその可能性が高く、「**純粹主義者**」はその可能性が低いとみられます。

しかし、顧客は決して無条件にボラティリティを投資機会として捉えているわけではありません。

2000年代は顧客にとって「失われた10年」でした。彼らは2010年代に同じ轍を踏むつもりはありません。もし現在が長期的なボラティリティ増大の時代であるならば、顧客は資産運用会社が資産を増やせると納得すれば、断続的な価格混乱を逆手に取ろうと考えるでしょう。

したがって、本章では**資産運用会社**が顧客の信認水準を引き上げるために必要だと考える変化に焦点を当てます。

ここでは、2つの具体的問題を取り上げます。

- ボラティリティから利益を得るときに資産運用会社が直面する主な外的および内的障害
- この障害を克服するために資産運用会社が講じるべき対策

重要な調査結果 外的・内的障害

この10年間、資産運用会社はグローバルに事業を展開し幅広い顧客基盤をもつマスマーケット向けの産業に姿を変えるにつれて、ボラティリティの荒波を乗り越えるために必要な職人技の伝統の多くを失ってしまいました。

その予想外の結果として、外的要因と内的要因が重なり合って顧客との直接的な接点が失われ、釣り合いのとれないインセンティブが生まれる悪循環に陥りました。「失われた10年」の後には不信感という苦い負の遺産が残されました。

主な外的要因としては、顧客の行動バイアス、顧客のリスク回避、機関投資家の制約的なガイドラインが挙げられます。アクティブ運用の実績が劣っていることも重なりました。

各資産運用会社の主な内的要因としては、ボラティリティ投資の確かな実績の欠如、戦術的資産配分能力の欠如、染み付いた長期保有の思考、スタイル・ボックス（投資スタイル）型投資への固執が挙げられます。

必要な対策

この悪循環を断ち切るには、相乗効果を上げるような複数の変化が必要不可欠です。この変化は次の4グループに分類されます。

1番目のグループは、価格混乱や確信度重視の運用といった特定分野の**投資能力**の向上を目的とするものです。

2番目のグループは、共同投資やより釣り合いのとれたインセンティブ体系を通じて**利益の整合性**を高めることを目的とするものです。

3番目のグループは、**敏捷性を高め**、自由な思考と確信度重視の運用を促すことを目的とするものです。

4番目のグループは、顧客ニーズをよく理解し、リターンに関する非現実的な要求を回避することを通じて**顧客との関係**を深めることを目的とするものです。

各グループとも明らかに避けて通れない

第1に、アルファの基準は見る人によって異なります。顧客は**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ってきています。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リターンの一貫性やカスタマイズしたベンチマークなど、特定の顧客ニーズに応えることを意味します。このどちらの種類のアルファについても、期待値の設定・管理には顧客との距離を縮めることが不可欠です。

第2に、資産運用ビジネスには強い回復力が必要です。投資能力の向上はスキルだけにとどまらず、現在のような波乱の時代に不可欠な緩衝装置を提供する様々な分野も含まれます。

第3に、投資専門家は口で言うだけでなく実際に証明しなければなりません。釣り合いのとれない報酬は信頼感もモチベーションも生みません。

“顧客が必要とするものと我々が顧客に与えるものの間には、大きなギャップがあります。”
インタビューからの引用

ボラティリティをチャンスに変える際に立ちはだかる主な障害

調査後のインタビューの中で繰り返されたテーマは、投資ビジネスの工業化によってボラティリティによって稼ぐことを難しくさせる悪循環が生まれているということです。この悪循環は、ボラティリティ運用をする際に資産運用会社が直面する外的障害と内的障害が組み合わせると、さらに加速します(図4.1)。

外的制約

まず、主要な外的制約として、資産運用会社の59%は、安値で買って高値で売るというあたりまえのことをしばしば無視する顧客の行動バイアスを挙げています。顧客は強欲と恐怖感のサイクルに駆られて、最大の利益となる選択肢と正反対の選択肢を選びがちです。

53%はリーマン・ショック(2008年)とソブリン債務危機(2011年)の後遺症としてのリスク回避を挙げています。

47%は市場を上回るはずのアクティブ運用の運用実績が一般的に劣っていることを挙げています。(業界平均を基準とする)ピアベンチマークや市場ベンチマークのようなあやふやな価値に長年慣らされてきた顧客は、その本来の限界を認識していません。

39%はリスク・パラメーターを制限する投資家のルールやガイドラインを挙げています。

内的制約

内的制約として、資産運用会社の51%はボラティリティ投資に関して優良な実績が無いことを挙げています。

49%は戦術的資産配分能力の不足を挙げています。

47%は価格混乱期に投資機会を逃すような長期投資の思考が染み付いていることを挙げています。

43%は資産クラス間の相関が高く、リスク・プレミアムが不明瞭な中でのスタイル・ボックス(投資スタイル)型投資への固執を挙げています。

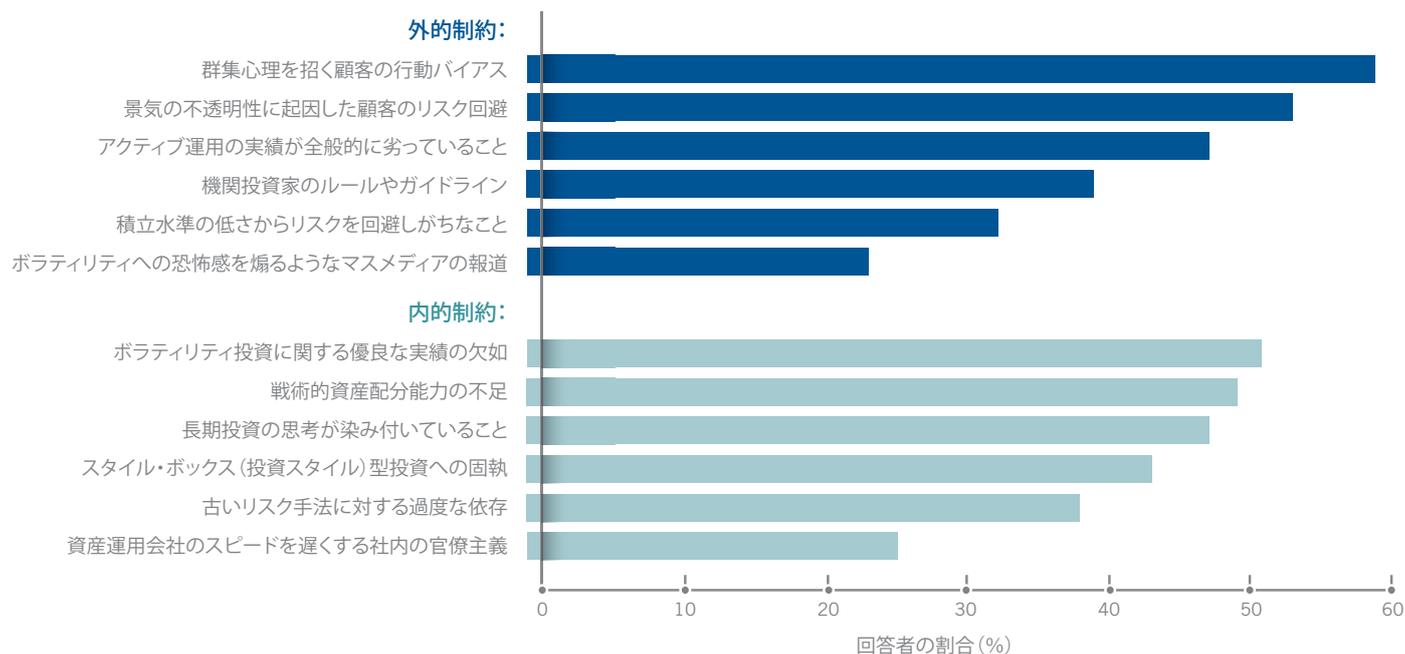
インタビューからの引用:

「我々が必要としているのは顧客の忍耐です。ニュースが24時間流され続けるので、顧客は常に一喜一憂し、投資に対する顧客の時間感覚が歪められています。」

「当社には逆張り投資の発想がないため、ボラティリティに対応できません。」

「この短期決済の世界では、顧客と当社の長期的関係は短い素っ気ないものになってしまいました。」

図4.1 ボラティリティから利益を得る際に資産運用会社が直面する主な外的・内的制約



出典:プリンシパル・グローバル・インベスターズ/CREATE調査報告書2012(Principal Global Investors/CREATE Survey 2012)

59%は制約を与えるものとして 顧客の行動バイアスを回答

この数字が出てくる背景にはいくつか要因がありますが、重要なのは年金運用コンサルタントおよびファンド販売会社と顧客との直接的な接点が失われたことです。これが原因で期待リターンが過度に上昇し、不信感という負の遺産が造られました。過去10年のボラティリティの高い環境では、特にこのことが顕著に見られました。資産運用会社としては、顧客の総体的ニーズに関する知識が十分でないために、プロダクト・プッシュ（作ったものを売る）に大いに依存しました。特に、欧州とアジアではこれが顕著でした。

これは、混乱期に成功するために不可欠な前提条件、すなわち、顧客が選択する際には本質的価値が重要であるのと同じく顧客の忍耐も重要であることを無視していました。市場の低迷期には、顧客は本能的に出口に向かいます。これは市場の好調時に換金の助言を受けることがほとんどなかったためです。

直接の接点が失われたことによって、よく知られたプリンシパル=エージェント問題（本人=代理人問題：依頼人の利益のために雇われているにもかかわらず、依頼人の利益に反して代理人自身の利益に走ってしまうこと）

俯瞰すると・・・

資産運用がグローバル規模のマスマーケット向け産業に変化するにつれ、資産運用の工業化が進み、家内工業的な伝統が失われてしまいました。現在行われている方法の大半はボラティリティから利益を得るのとは逆の方向に動いています。率直に言えば、我々はもはや必要な信頼感やモチベーションが生まれるほど顧客との距離が近いとは言えません。

資産運用業界は技巧・技能から科学に変わり、職人技から規模に変わり、人間の判断から現実離れた複雑なモデルに変わりました。空売り、レバレッジ、ポータブル・アルファ、高頻度取引といった主要なイノベーションの一部は優れた新手法とみなされました。しかし、価値の無いところからは価値を生み出せないのはよくあることです。この結果がシステミック・リスクや複雑な商品、手数料の引き上げなどにつながります。

1986年にダウ平均株価が導入された時、それは単なる市場を代用するものに過ぎず、投資アイデアに使われるものではありませんでした。資産運用会社のパフォーマンス評価や、市場を上回るという思考に力を与える目的で作られたものではなかったのです。しかし、そのうちに市場を上回るのは困難なことが明らかになると、進取的な資産運用会社は本源的価値にかかわらず、市場の代表的リターンを最低コストで実現することはチャンスになると考えました。全体のバランスを踏まえた運用指示がスペシャリスト（専門担当者）からの運用指示に変わると、投資の全体像の理解は失われました。相関の本当の原因や戦術的資産配分を理解する資産運用会社は、わずかしかなかった。

顧客は不確実性に満ちた世界の中で確実性を求めています。顧客の欲しいものと我々が顧客に与えられるものの間には、大きなギャップがあります。そのため我々は、リスク・プレミアム、パーベリ戦略、相対ベンチマークといった新しい概念を作り出しました。また、年金運用コンサルタントやファンド販売会社を通じて、投資助言の新しいインフラも作りしました。こうするうちに、我々は

53%は制約を与えるものとして 顧客のリスク回避を回答

のほかに、投資顧問会社や資産運用会社の横並び化が一層深刻化しています（「俯瞰すると・・・」を参照）。また、「後悔」リスクや「誤ったタイミング」リスクも増幅しています。ボラティリティは理論上も実際もチャンスであることを顧客に納得させるためには、現在の契約の改善を進める必要があります。このような改革を行っても、顧客はリスク拡大をすぐには納得しないでしょうが、その可能性は高まります。

インタビューからの引用:

「工業化によって市場の混乱を投資機会に変えるスキルが失われました。」

「顧客と同じように、多くの資産運用会社もピアリスクを考慮し横並び化しています。」

「ピアベンチマークは捕えがたい力を持っていて、そこから距離を置くには勇気が要ります。横並びにしておけばキャリア・リスクをうまくコントロールできるのです。」

スキルに基づく確信度重視の運用を通じた絶対リターンの実現という本来の使命を見失ってしまいました。

顧客との直接の接点が失われたことで、我々はソリューションではなく商品を提供することを余儀なくされました。顧客の総体的目標を知らないために、自社商品の長所を誇張せざるを得ません。年金運用コンサルタントやファンド販売会社は自分たちが顧客や資産運用会社よりも物がよく分かっていると思っていますが、そうではありません。結果として、投資リスクよりもキャリア・リスクや評価リスクが優先する非難の文化が定着してしまいました。「プリンシパル=エージェント問題」がかつてないほど深刻化しています。釣り合いのとれないインセンティブが横並びを助長してきた結果です。

顧客と同様に、投資顧問会社や資産運用会社も横並びの中にとどまり、群れから離れようとする者はいません。誰もが敢えて危険を冒すことを恐れています。大抵の場合、顧客の情性に任せて何もしないという特性や市場の回復に依存し、危険を回避しようとしています。結局、顧客は相場のピーク時に換金を助言されることはほとんどありませんでした。市場のボラティリティがこれほど高い時に投資することを顧客に求めても、我々を信頼するはずがありません。

2010年代を通じて高いボラティリティが続くとすれば、この業界には大改革が必要になるでしょう。工業化を後戻りさせることはできないものの、投資結果に大きく影響する分野に現実主義を持ち込むことは可能です。過去10年間の市場混乱が原因で、我々は定説や流行や常套手段にとらわれない新しい契約形態で、本来の使命に立ち返ることを余儀なくされています。我々は横並びに逆らって行動し、ファンダメンタルズに焦点を当てることを学ばねばなりません。

ドイツの資産運用会社

顧客との距離の短縮、新しい投資能力、共同投資の推進で障害は克服できる

この障害を克服するために、本調査では投資関連とビジネス関連の様々な改革を見い出しました(図4.2)。さらに分析を進め、これを4種類のグループに分類しました。

1番目のグループは顧客に関する改革です。回答者の66%は、顧客の目標と課題に対する理解を深める必要があると回答しました。また、66%は顧客との関係を深めることの重要性を挙げました。59%はリターンに関する顧客からの非現実的な要求に注意することが挙げられました。

2番目のグループは投資能力に関する改革です。54%はアクティブ運用の実績を高める必要性を挙げました。53%は価格混乱を予想する専門能力を高める必要性を挙げました。

3番目のグループはビジネスの敏捷性に関する改革です。49%は確信度重視の運用を促すような業務環境の重要性を挙げました。

4番目のグループは利益の整合性に関する改革です。50%は、投資担当者は自分の運用するファンドに自分も投資しなければならないとするという共同投資の必要性を挙げました。

44%は低い手数料とハイ・ウォーターマーク方式の報酬を組み合わせる必要性を挙げました。また、42%は低い手数料とプロフィット・シェアリングの組み合わせを挙げました。

これらの数字は避けて通れない3つの事実を示しています。ひとつは、顧客との関係を深めない限り、長引くボラティリティ・リスクを受けて「**悲観主義者**」(19ページ)に変わる投資家が増えるということです。顧客は時間に依存する**商品のアルファ**とニーズに依存する**ソリューションのアルファ**を徐々に分別しつつあります。

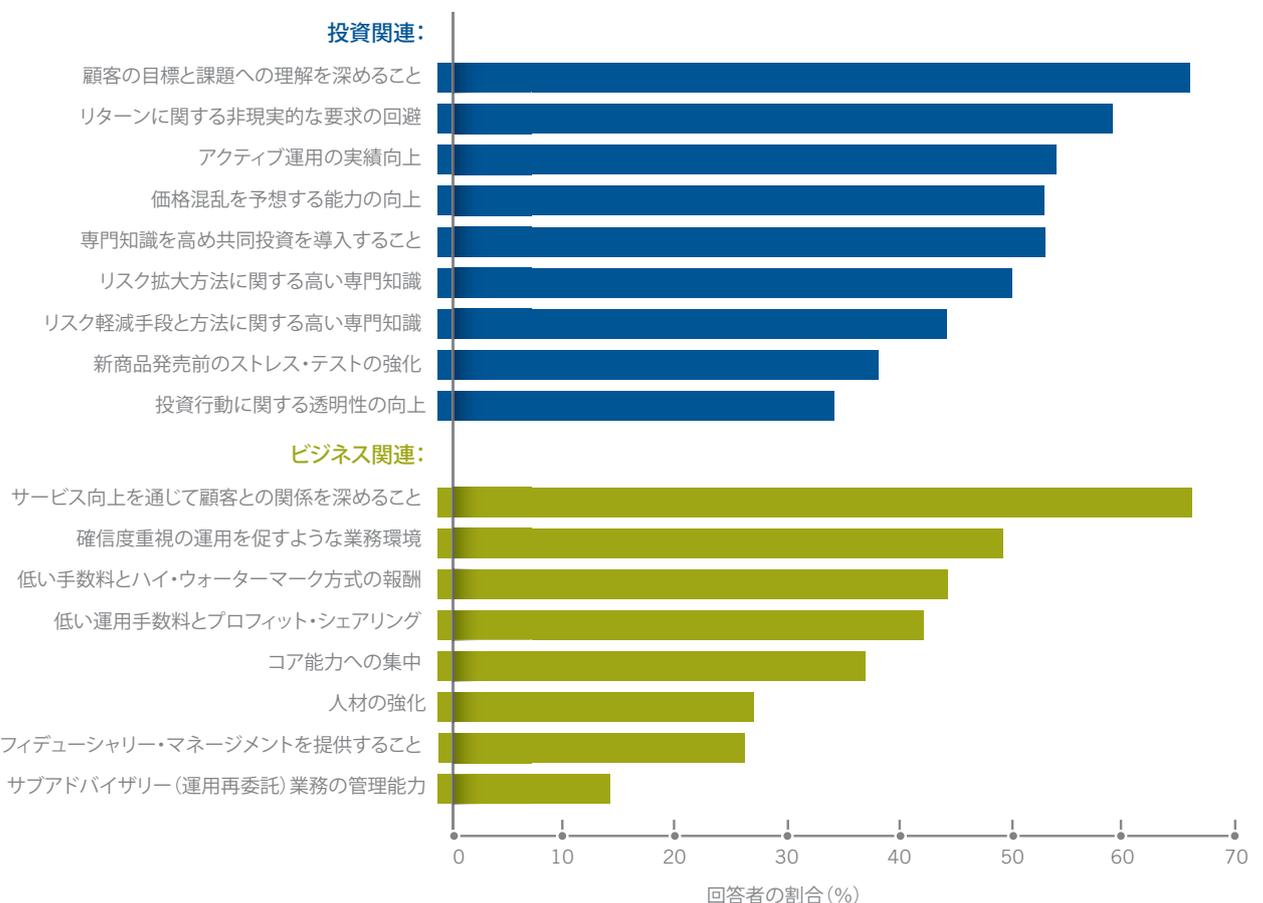
インタビューからの引用:

「当社の主力商品では2008年以降のパニック売りを生き延びることはできませんでした。」

「ボラティリティはチャンスなのか、災難なのか、それに答えるにはスキルが必要です。」

「ボラティリティ・トレードが失敗すれば、その運用担当者が損をする必要があります。」

図4.2 顧客がボラティリティから利益を得るために資産運用会社が獲得すべき能力



出典:プリンシパル・グローバル・インベスターズ/CREATE調査報告書2012(Principal Global Investors/CREATE Survey 2012)

66%は顧客の目標と課題の深い理解が解決策と回答

66%は顧客との関係を深めることが解決策と回答

54%はアクティブ運用の実績向上が解決策と回答

商品のアルファ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ニーズに応えることを意味します。このいずれについても、顧客との関係を深めることが必要です。定期的な運用報告だけにとどまらない新たな関係構築方法を用いることで、顧客との直接的な接点が失われた現状を改善する必要があります。

2番目に、高いボラティリティが続く時代が到来しているのだとすれば、2008年の金融危機以降シビアに試されている既存のビジネスモデルの中に、さらに優れた緩衝装置を作り上げることが必要不可欠です。業界は見事に前進しています。2010年の調査報告書で示したように、マルチブティック・モデルの採用は、敏捷性を獲得し大企業の中で小企業の思考様式を持つための重要な一歩です。また、従業員に対し実力主義的なインセンティブ体系を導入することも正しい方向への一歩です（CREATE調査報告書2009年を参照）。

しかし、資産運用業界が依然として既得権益の聖域と認識されていることは、最近の政治的反感や規制強化が示す通りです。優れた実践例を示すことによって、この認識に反駁する必要があります。

3番目に、本格的にリスクを拡大するつもりなら、顧客は資産運用会社が口で言うだけでなく実証するところを確認したいと考えています。顧客は資産運用会社が自分で作った料理を自ら食べることを望んでいます。現状の釣り合いのとれない手数料体系は、多数の顧客が莫大な損を出した後は意味がなくなるという点で、コール・オプションと似ています。

工業化を後戻りさせることはできないものの、工業化は職人技の最良の特長を取り戻すための動きを妨げるものではありません。

インタビューからの引用:

「顧客は新たなリスクを取る前に、これまでの実績と共同投資であるかどうかを確認したいと思っています。」

「このビジネスのコストはひとつ減らせば別のものが出てきて、なかなか減らせません。コスト自体が生き物なのです。」

「ボラティリティの威力を理由に、企業には新しい緩衝装置が必要とされています。」

俯瞰すると…

ボラティリティの高い時期の投資は恐ろしいものです。当社の顧客は様々なグループに分かれ、リスク選好度の高いグループもあれば、皆無のグループもあります。その中間を占める大多数の顧客は気まぐれな傾向があります。2008年の大暴落後は割安な投資がいくらでもありました。しかし、それを顧客に割安だと説得できるほど、顧客との関係が深くありませんでした。顧客の意識調査やフォーカス・グループによる調査を何度も行った結果、顧客は特定のニーズに対するソリューションを求めており、それにはマルチ・アセット・クラスの商品が必要な場合もあれば、単独型商品が必要な場合もあるということが明らかになりました。顧客はこのソリューションの一部として高いリターンを求めています。我々が顧客のニーズをどのように戦略的に理解しているか、そのニーズにどのように応えるかという点も我々が判断する材料としています。

当社の商品がどれほど優れていても、顧客がその本源的価値とタイム・ホライズンにある程度理解しない限りうまくいかない、ということ気がついたのは突然のことです。当社の商品は過去4年間のパニック売りとパニック買いを生き延びることができませんでした。当社としては、新商品を導入する前に顧客ニーズの全体像を把握することも必要です。

そこで、当社は定期的なパルスサーベイ（意識調査）や、主要顧客とじかに接触することを開始しました。新しいアイデアを求め、期待を管理し、「誤った」タイミングのリスクを最小化し、特別なりサーチを提供し、目的に合った商品を届け、先を見越して購入のチャンスを示すためです。このアプローチは顧客に好評でした。というのは、これによって投資理念や投資領域を共有し、市場サ

イクルの様々な局面でうまくいくことと、いかないことを学び、契約書の細目に埋もれがちなる「健康被害へのご注意（リスクに関する注意事項）」を理解するためです。

市場は不安定な時期が長く続くと思います。絶対リターンや制約のない運用委託が人気を呼ぶでしょう。当社の顧客の35%は自己の負債をベンチマークとして使っています。当社のなすべきことは2つあります。それは、顧客との関係を深めることで混乱局面における顧客の安心感を高めることと、当社自身の投資能力をアップグレードすることによって適正なリターンを実現することです。

当社のポートフォリオ・マネージャーとリサーチ・アナリストは資産の相関、リスク・プレミアム、地政学的問題、システミック・リスク、バランスシートの力学、行動バイアスおよびその他多数の内容に焦点を置いた新しいスキルの開発を指示されています。当社の投資プロセスには、リスク管理や顧客ニーズを含めた様々な視点が盛り込まれています。また、新商品には極端なマクロ経済環境と地政学的環境のシナリオを使ったストレス・テストを実施しています。

投資担当者は全員、ボーナスを自分の運用するファンドに投資することを義務づけられており、中には自分の資産の80%を自分のファンドで運用する者もいます。

スイスの資産運用会社

付属資料

プリンシパル・グローバル・インベスターズとCREATEリサーチによる年次調査は2009年に開始されました。調査項目のうち複数時点で比較可能なものを付属資料として掲載し、時系列比較ができるようにしました。内容は顧客が選択する資産クラスに関するデータです。顧客セグメント別に、表A.1、A.2、A.3、A.4がそれぞれ確定給付年金 (DB) 基金、確定拠出年金 (DC) 基金、個人顧客、富裕層を対象としています。

なお、調査で用いた資産クラスの分類は時間の経過に伴って変化しているため、一部の項目は比較データがなく、「該当なし」(n/a)と表示されています。

表A.1 確定給付年金 (DB) 基金が中期的な資産配分目的と短期的なオポチュニズム目的に選ぶ可能性が最も高い資産クラス

資産配分	回答者の割合 (%)		オポチュニズム	回答者の割合 (%)	
	2012	2009		2012	2009
グローバル株式	58	61	ディストレス債券	43	59
新興国市場の売上のあるグローバル株式	54	n/a	ETF	37	18
高配当株式	46	n/a	新興国株式	30	34
新興国債券	44	n/a	ハイ・イールド債	29	51
新興国株式	43	40	通貨ファンド	29	25
インフラストラクチャー	43	n/a	ヘッジファンド	27	21
不動産 (償還間近の商業用不動産ローン担保証券を含む)	40	48	コモディティ・ファンド	25	31
グローバル戦術的資産配分 (GTAA) 商品	38	42	新興国市場の売上のあるグローバル株式	21	n/a
投資適格債	37	53	グローバル戦術的資産配分 (GTAA) 商品	20	21
国債	35	40	グローバル株式	18	23
株式指数/エンハンスト型株式指数	34	32	高配当株式	17	n/a
プライベート・エクイティ	29	34	新興国債券	15	n/a
ヘッジファンド	29	30	株式指数/エンハンスト型株式指数	12	17
ハイ・イールド債	23	19	投資適格債	11	27
コモディティ・ファンド	18	32	プライベート・エクイティ	9	18
ETF	16	32	不動産 (償還間近の商業用不動産ローン担保証券を含む)	7	20
通貨ファンド	10	21	インフラストラクチャー	6	n/a
ディストレス債券	6	10	国債	6	13

出典：プリンシパル・グローバル・インベスターズ／CREATE調査報告書2012および2009 (Principal Global Investors/CREATE Survey 2012 and 2009)

n/a = 該当無し

表A.2 確定拠出年金 (DC) 基金が中期的な資産配分目的と短期的なオポチュニズム目的に選ぶ可能性が最も高い資産クラス

資産配分	回答者の割合 (%)		オポチュニズム	回答者の割合 (%)	
	2012	2009		2012	2009
ターゲット・デート型退職ファンド	52	62	株式	20	30
株式	49	62	現金類似商品	18	25
分散成長ファンド	43	n/a	分散成長ファンド	7	n/a
債券	37	56	カスタマイズ投資プラン／自己管理プラン	7	10
ターゲット・リスク型退職ファンド	36	52	債券	6	13
カスタマイズ投資プラン／自己管理プラン	34	44	ターゲット・リスク型退職ファンド	5	15
ターゲット・インカム型退職ファンド	34	31	保証付き保険契約	5	16
保証付き保険契約	23	34	据置年金	4	13
据置年金	23	25	ターゲット・デート型退職ファンド	3	7
現金類似商品	18	38	ターゲット・インカム型退職ファンド	3	19

出典：プリンシパル・グローバル・インベスターズ／CREATE調査報告書2012および2009 (Principal Global Investors/CREATE Survey 2012 and 2009)

n/a = 該当無し

表A.3 個人顧客が中期的な資産配分目的と短期的なオポチュニズム目的に選ぶ可能性が最も高い資産クラス

資産配分	回答者の割合 (%)		オポチュニズム	回答者の割合 (%)	
	2012	2009		2012	2009
元本保全型ファンド	46	55	インデックス・ファンド	23	23
節税効果のある退職者向けファンド(米国のIRA(個人退職勘定)等)	34	53	株式・債券のアクティブ運用	22	39
株式・債券のアクティブ運用	32	49	テーマ型ファンド(シャリア指数、社会的責任投資(SRI)、環境等)	22	n/a
ヘッジ手段を用いたミューチュアル・ファンド(Newcits等)	30	n/a	ヘッジ手段を用いたミューチュアル・ファンド(Newcits等)	19	n/a
インデックス・ファンド	28	46	元本保全型ファンド	14	29
テーマ型ファンド(シャリア指数、社会的責任投資(SRI)、環境等)	28	n/a	節税効果のある退職者向けファンド(米国のIRA(個人退職勘定)等)	6	13

出典：プリンシパル・グローバル・インベスターズ／CREATE調査報告書2012および2009(Principal Global Investors/CREATE Survey 2012 and 2009)

n/a = 該当無し

表A.4 富裕層が中期的な資産配分目的と短期的なオポチュニズム目的に選ぶ可能性が最も高い資産クラス

資産配分	回答者の割合 (%)		オポチュニズム	回答者の割合 (%)	
	2012	2009		2012	2009
元本保全型ファンド	55	40	コモディティ・ファンド(金を含む)	31	39
絶対リターン／リアルリターン・ファンド	42	50	株式指数	28	23
不動産	37	46	通貨ファンド	28	39
ヘッジファンド	30	31	絶対リターン／リアルリターン・ファンド	26	28
株式・債券のアクティブ運用	29	51	ヘッジファンド	24	30
株式指数	27	47	元本保全型ファンド	13	25
コモディティ・ファンド(金を含む)	20	32	株式・債券のアクティブ運用	12	28
通貨ファンド	11	32	不動産	9	26
プライベート・エクイティ	9	32	プライベート・エクイティ	5	27
インデックス債	6	32	インデックス債	3	18

出典：プリンシパル・グローバル・インベスターズ／CREATE調査報告書2012および2009(Principal Global Investors/CREATE Survey 2012 and 2009)

n/a = 該当無し

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。

- 投資イノベーション: 引き上げられる要求水準 (Raising the Bar) (2011年)
- 不確実性時代の資産運用 (Exploiting Uncertainty in Investment Markets) (2010年)
- 投資の未来: 次の動きは? (Future of Investments: The Next Move?) (2009年)
- 確定給付年金 (DB)・確定拠出年金 (DC) プラン: 実行力を強化する (DB & DC plans: Strengthening Their Delivery) (2008年)
- グローバルな資産分配: 新たなフロンティアを結ぶ懸け橋 (Global Fund Distribution: Bridging New Frontiers) (2008年)
- 資金のグローバル化: その課題とチャンス (Globalisation of Funds: Challenges and Opportunities) (2007年)
- オルタナティブ・ファンドとロング・オンリー型ファンドの収斂と乖離 (Convergence and Divergence Between Alternatives and Long Only Funds) (2007年)
- ビジネス・ガバナンスの強化に向けて (Towards Enhanced Business Governance) (2006年)
- 明日の顧客のための、明日の金融商品 (Tomorrow's Products for Tomorrow's Clients) (2006年)
- コンプライアンスで発展を: 規制に対するリスクベースのアプローチ (Comply and Prosper: A Risk-based Approach to Regulation) (2006年)
- ヘッジファンド: グローバル投資を一変させる触媒 (Hedge Funds: A Catalyst Reshaping Global Investment) (2005年)
- パフォーマンス水準を引き上げる (Raising the Performance Bar) (2004年)
- 革新的変化、進化的対応 (Revolutionary Shifts, Evolutionary Responses) (2003年)
- 収益改善に向けて創造力を利用する (Harnessing Creativity to Improve the Bottom Line) (2001年)
- 明日の組織: 新たな発想、新たなスキル (Tomorrow's Organisation: New Mindsets, New Skills) (2001年)
- ファンド・マネージメント: 新時代のための新技術 (Fund Management: New Skills for New Age) (2000年)
- 知識の創造と交流における優れた実践事例 (Good Practice in Knowledge Creation and Exchange) (1999年)
- スキル競争 (Competing Through Skills) (1999年)
- 統率力 (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・インベスターズは多角的な資産運用会社で、プリンシパル・ファイナンシャル・グループ (Principal Financial Group®) のメンバーです。運用資産は2,582億米ドルに上り、主に退職年金基金やその他の機関投資家から受託しています。プリンシパル・グローバル・インベスターズは株式、債券、不動産投資のほか、専門オーバーレイおよびアドバイザリーサービスも提供し、幅広い分野の運用能力を誇っています。

当社はお客様のために、優れた運用実績と顧客サービスの提供を重視しています。運用プロフェッショナル475名余りを含めた1,200名を超える有能な人材が世界各地のオフィスの協力的環境のもとで業務にあたっています。グローバル規模の展開から得られる高い情報収集力は、当社の投資ポートフォリオに関するリサーチや管理における強みとなっています。同時に、お客様に対しては地域に根差したサービスを提供し、お客様の特定の目的や投資目標に合わせた運用を行います。

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。

