

野村証券
フィデューシャリー・マネジメント部
春日 俊介

グローバル・ペンション・シンポジウムより ～ 年金運用の現在と未来

2016年11月15日、16日の2日間にわたり、野村証券がメインスポンサーである「P&I 第10回グローバル・ペンション・シンポジウム」が東京で開催されました。今回ご紹介するのは、米国で運用コンサルティングを行うシーガル・ロジャースケイシー社CIOのTim Barron氏による講演「年金運用の現在と未来」の概要です。年金運用の現在の課題およびそれらの解決方法、今後のイノベーションなどについて、コンサルタントの視点から話がありました。

はじめに

P&I 第10回グローバル・ペンション・シンポジウムでは「イノベーション志向の年金マネジメント」をメインテーマに、様々な講演、パネル・ディスカッションが行われました。本稿では米国コンサルティング会社であるシーガル・ロジャースケイシー社CIOのTim Barron氏による講演「年金運用の現在と未来」の概要をご紹介します。

社会経済環境における課題

これから何十年にもわたって有効なポートフォ

リオを構築するためにやるべきことは「先入観を捨てて学び直すこと」であるといえるでしょう。最初に現在の社会経済環境に特有の課題として、図表1の8項目について話したいと思います。

まず先進国の成長率について先入観を捨てなくてはなりません。我々は皆、先進国の成長率は1桁台後半で推移し続けると考えていました。しかし、GDP成長率の鈍化が当たり前になり、今後はそれが通常の状態になることを想定する必要があります。

人口動態についても先入観を捨てなくてはなり

図表 1 現在の社会経済環境に関する課題

今日に特有の課題: 社会経済環境

- ・ 成長率
- ・ 人口動態
- ・ 退職後の生活
- ・ 長寿化
- ・ ポピュリズム
- ・ 運用主体のシフト
- ・ 中国の台頭
- ・ 気候変動

(出所) 講演資料より

野村年金マネジメント研究会

このレポートは、年金基金運営及び企業財務業務の参考となる情報の提供を目的としたもので、これらに関する特定の戦略や手法をご提言するために作成したものではありません。年金基金運営及び企業財務業務はご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、野村証券及び野村グループ各社から直接提供するという方法でのみ配布致しております。提供されましたお客様限りでご使用下さい。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村証券、野村資本市場研究所及び野村総合研究所に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、またいかなる目的であれ、無断で複製し又は転送を行わないようお願い致します。

ません。特に人口が高齢化しているヨーロッパ、日本そしてアメリカにとって大きな課題となります。かつては新しい世代の労働者は消費と生産性の向上により生活水準が上がると考えていました。ところが今後は様変わりして、はっきりと勝者、敗者があらわれると考えられます。

この他に、退職後の生活や長寿化、ポピュリズムなど、図表1にあるような社会経済環境の変化に対して、先入観を捨てて考え直していく必要があります。

投資見直しにおける課題

次に投資見直しに関する課題について話します。図表2のような項目について検討し、運用の基本的事項を再考する必要があります。

債券投資は過去30年にわたり魅力的なリターンを提供してきましたが、世界中で金利が低下する中で、今後は何年も投資家を苦しめるでしょう。貯蓄をする人は低い預金金利、そして寿命が伸びているということを考慮に入れて運用を再検討しなくてはなりません。

世界的な低リターンの時代に入中、運用業界は高いリターンを求めてさらなる複雑性を生み出しました。運用商品の選択肢が指数的に広がっただけでなく、アセット・アロケーションの考え方が変化しています。ありとあらゆるコンサル

タントが何をどのバケツ(資産クラス)に入れるべきか、ということに関して異なった見方をしています。また、多くの伝統的マネジャーが、オルタナティブをより高い手数料かつ低い流動性で提供するようになりました。

図表3は、ある債券マネジャーの資料を抜粋したものです。運用の複雑化によってリスクも恐ろしいくらい複雑になっています。

このような複雑さの中、投資の成功にとって最も重要なことは意思決定プロセスの質であることを学び直さなくてはなりません。我々はアセット・アロケーションがリターンの90%を決めるといった先入観を捨てて、アセットオーナーは少なくとも年に一度は、投資の意思決定プロセスとポリシーに焦点を当てて考えるべきです。アセットオーナーは自らのプロセスを見直し、自分が正気であるということを確認していかなくてはなりません。

最後の項目に「冴えないアクティブ運用」とありますが、米国株式市場ではアクティブ・マネジャーが超過リターンを獲得することが困難な時代に入りました。大型株ではアクティブ・マネジャーの30%しかパッシブ運用に勝っていないのです。しかも手数料控除前の結果です。ヘッジファンドは後退していますし、アクティブ・マネジャーは守りに入っている状況です。ただし、米国株以外のセグメントではまた随分様相は違っています。

図表 2 現在の投資見直しに関する課題

現在の課題: 投資見直し

- ・ 低金利・マイナス金利環境 (将来的な上昇が見込まれる)
- ・ 国ごとに異なる景気サイクル
- ・ 多額の過剰債務
- ・ 中国の台頭
- ・ 複雑化する投資リスク
- ・ ガバナンス体制の不備
- ・ 冴えないアクティブ運用

(出所) 講演資料より

野村年金マネジメント研究会

このレポートは、年金基金運営及び企業財務業務の参考となる情報の提供を目的としたもので、これらに関する特定の戦略や手法をご提言するために作成したものではありません。年金基金運営及び企業財務業務はご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、野村証券及び野村グループ各社から直接提供するという方法でのみ配布致しております。提供されましたお客様限りでご使用下さい。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村証券、野村資本市場研究所及び野村総合研究所に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、またいかなる目的であれ、無断で複製し又は転送等を行わないようお願い致します。

解決方法

それでは現在こういったソリューションがあるのでしょうか。最近「アウトカムを重視した投資」の話をよく聞きます。資産配分の分散やパフォーマンスのピア比較ではなく、運用目標の達成という「結果重視」のアプローチです。ただし、DB年金ではこれまでも、例えば40年間で積立不足を解消するというゴールに向けた最適化を行ってきました。ですから、アウトカム重視の投資も目新しいものではありません。確かにリターンの最大化やピア比較などが強調されすぎた面があります。この点は見直す必要がありますが、DB年金の間ではこれらが目的でなく尺度であることが認識されるようになりました。アウトカム重視の投資については、投資家のニーズに合わせてフルにカスタマイズされたソリューションがもっと出てくることを期待します。

次に人気が高まっているアンコンストレインドポートフォリオ(制約のないポートフォリオ)ですが、これはマネジャーへの委任の範囲を広げること

にほかなりません。債券もしくはマルチアセットでの運用を考えると、ハイイールド債といったサブセクターだけではなく、もっと広く複雑な範囲をカバーすることになり、ヘッジファンドに近くなります。投資のポイントは委任の範囲を広げることで付加価値を加えられるかです。アクティブ運用を信奉する人であれば、マネジャーに裁量を与えることで超過リターンを生み出すことができると考えます。しかしながら、実際の資産運用は必ずしも理論通りにはいきません。

次に年金スポンサー側ですが、こちらも大きな変化が起こっています。最も大きなものが、マネジャー選定も外部にアウトソースする動きが出ていることです。その結果、コンサルタントやマルチアセットのマネジャーが、この役割を担っています。かなりの資産がその方向に向かっており、今なお多くのサービスプロバイダーが名乗りを上げ、アウトソースの受け皿になろうとしています。これらのサービスプロバイダーについては、これからが正念場といえます。トラックレコードを精査する

図表 3 複雑化する投資リスク

複雑化する投資リスク: 主な投資リスク

- | | | |
|---|--|---|
| <ul style="list-style-type: none"> ・ 関連ファンド・リスク ・ アロケーション・リスク ・ バンクローン・リスク ・ CDOリスク ・ 転換証券リスク ・ コーポレートローン・リスク ・ カウンターパーティ・リスク ・ カバードコール・リスク ・ 債券リスク <ul style="list-style-type: none"> – 金利リスク – 信用リスク – 期限前償還および期間延長リスク | <ul style="list-style-type: none"> ・ デリバティブ・リスク ・ ディストレスト証券リスク ・ 新興国市場リスク ・ 株式リスク ・ 外国証券リスク ・ ポートフォリオの高回転率リスク ・ 他社への投資リスク ・ ジャンク債リスク ・ レバレッジ・リスク ・ 流動性リスク ・ 市場リスクおよび銘柄選択リスク ・ MLPリスク ・ MBSおよびABSリスク | <ul style="list-style-type: none"> ・ 「新規発行」リスク ・ 非分散投資リスク ・ 優先証券リスク ・ ダラーロール・リスク ・ レポ取引および売買契約リスク ・ リバース・レポ取引リスク ・ シニアローン・リスク ・ 仕組債リスク ・ 米国政府の発行体リスク ・ 変動利付および固定利付商品リスク |
|---|--|---|

(出所) 講演資料より

野村年金マネジメント研究会

このレポートは、年金基金運営及び企業財務業務の参考となる情報の提供を目的としたもので、これらに関する特定の戦略や手法をご提言するために作成したものではありません。年金基金運営及び企業財務業務はご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、野村証券及び野村グループ各社から直接提供するという方法でのみ配布致しております。提供されました御客様限りでご使用下さい。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村証券、野村資本市場研究所及び野村総合研究所に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、またいかなる目的であれ、無断で複製し又は転送等を行わないようお願い致します。

ときが来るからです。プロバイダーの中にも運用の巧拙がありますので、これから2、3年で勝負が決まると見えています。

さて、ESG投資は投資家にとって難しい、複雑な概念のように見えます。しかし、根底にある考え方は非常に健全で、金融以外の目標も達成しなくてはならないということです。ESGについては、まず運用会社と事業主の間で考え方や、関心事項を合わせていく必要があると考えています。

未解決事項

未解決な問題もあります。テクノロジーやシステムが進化しているにもかかわらず、ベンチマークはほとんど進化していません。昔ながらのピア比較や旧態依然としたベンチマークが今もみられます。ベンチマークについては、現在の時価総額を基準とした指数でグローバルな成長をしっかりと捉えられるのか、という問題もあります。

また制度面については、米国で進んでいるDBからDCへの移行について、十分な理解がないまま移行するリスクが言われるようになってきました。

アイデアとイノベーション

最後に今後に向けたいくつかのアイデア、いわゆるイノベーションの話をしてと思います。

1つはマネジャーに支払う手数料についてです。勝者と敗者との間で十分に手数料に差がついておらず、パフォーマンスが悪いマネジャーであっても、優秀なマネジャーに近い手数料をとっている点が問題です。この仕組みを変えていかなくてはなりません。その際に、超過リターンやリスクについても再定義する必要があるでしょう。スマートベータファクターを使ったベンチマーキングなどは、効果を上げることができると思います。リスクについては、絶対ボラティリティーは、これからも

重要な要素になります。高すぎるとともにバランスの悪い手数料体系は見直す必要があるでしょう。

そして最後に、所得代替に関する現実に関心を向ける必要があります。年金システムが破綻しつつあるという事実を認め、労働年数の延長は必須として、状況の変化に対応していく必要があります。

私たちは重要な責任を担って日々仕事をしています。米国の大統領選挙から学ぶことがひとつあります。米国の経済は改善の途上にありました。そして生活水準も世界の中で高い。そんな国でありながら、もっと違うことをしてくれ、問題を解決してくれ、という声が政党を超えたということをお忘れはいけません。慢心があってはならないということです。

皆さんのポートフォリオは、短期的なニーズあるいは現状に対応したものかもしれません。しかし、将来に向けて私たちは違うことをしなくてはならないと思います。一歩下がって全体像を見つめる。そして最終的にどうなるかを見通した上で緊迫感を持って臨んで頂きたいと思います。今日、明日といった短期的な視点ではいけません。

— 次号のお知らせ —

次号は

1月10日(火)

発行予定です。

野村年金マネジメント研究会

このレポートは、年金基金運営及び企業財務業務の参考となる情報の提供を目的としたもので、これらに関する特定の戦略や手法をご提言するために作成したものではありません。年金基金運営及び企業財務業務はご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、野村証券及び野村グループ各社から直接提供するという方法でのみ配布致しております。提供されましたお客様限りでご使用下さい。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村証券、野村資本市場研究所及び野村総合研究所に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、またいかなる目的であれ、無断で複製し又は転送等を行わないようお願い致します。

野村証券からのお知らせ

当社で取り扱う商品等へのご投資には、各商品等に所定の手数料等(国内株式取引の場合は約定代金に対して最大1.404%(税込み)(20万円以下の場合、2,808円(税込み))の売買手数料、投資信託の場合は銘柄ごとに設定された購入時手数料(換金時手数料)および運用管理費用(信託報酬)等の諸経費、等)をご負担いただく場合があります。また、各商品等には価格の変動等による損失が生じるおそれがあります。商品ごとに手数料等およびリスクは異なりますので、当該商品等の契約締結前交付書面、上場有価証券等書面、目論見書、等をよくお読みください。

野村証券株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第142号
加入協会/日本証券業協会、一般社団法人 日本投資顧問業協会、一般社団法人 金融先物取引業協会、一般社団法人 第二種金融商品取引業協会

弊誌の記事はバックナンバーも含めて野村年金マネジメント研究会のホームページでご覧頂けます。当ホームページは、年金スポンサー限定のサービスとなっております。ご利用を希望される方は、次のURLにてご登録をお願い致します。

<http://nenkin.nomura.co.jp>

編集:野村証券フィデューシャリー・サービス研究センター、野村資本市場研究所、野村総合研究所

発行:野村証券フィデューシャリー・サービス研究センター(野村年金マネジメント研究会事務局)

〒100-8130 東京都千代田区大手町2-2-2
アーバンネット大手町ビル

TEL: 03 (6703) 3991 FAX: 03 (6703) 3981

Email: nenkin@jp.nomura.com