

野村フィデューシャリー・リサーチ&コンサルティング
フィデューシャリー・マネジメント部
尾谷 拓海

セミナー報告～第17回グローバル・フィデューシャリー・シンポジウム～

2023年11月13～15日、第17回グローバル・フィデューシャリー・シンポジウム(旧グローバル・ペンション・シンポジウム)が東京で開催されました。当シンポジウムでは、年金基金や大学ファンドなどのアセットオーナー、運用会社のマネージャー、資産運用コンサルタントなどが参加し、資産運用・年金制度運営を取り巻く様々な課題について議論が行われました。今回の年金ニュース解説では、第17回グローバル・フィデューシャリー・シンポジウムの2・3日目に開催されたメインプログラム(DBセッション)より、ディスカッションの内容を要約してお伝えします。

近年のマクロ経済環境について

インフレの長期化に伴う欧米の中央銀行の積極的な利上げや、ウクライナや中東情勢の緊迫化などに見られるように、「近年のマクロ経済環境はレジーム変化の最中である」との見方が、多くの登壇者から寄せられました。

インフレと欧米の利上げについては、「24年度中の景気後退と利下げを見込む」との声がある一方、「米国経済は堅調であり、今後は3～4%が新しいインフレ水準となり、金利も同程度の水準となるだろう」との意見もあり、登壇者により見方は分かれました。

図表 1 米国コア CPI(前年比)の推移



(出所) Bloomberg より NFRC 作成

本資料は、お客様への情報提供を目的として作成したものであり、特定の有価証券の売買または商品の推奨・勧誘等を目的としたものではありません。本資料に記載されたいかなる内容も将来の投資収益を示唆あるいは保証するものではありません。本資料内の記述、グラフ・表・数値データ等の内容につきましては、信頼できると考えられる情報に基づいて作成しておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。本資料は、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しております。配布されたお客様限りでご使用ください。本資料のいかなる部分も一切の権利は野村フィデューシャリー・リサーチ&コンサルティング、野村証券、野村資本市場研究所に帰属しており、本資料の全部もしくは一部を複写、転送または再配布することはご遠慮ください。

昨今の国際情勢については、ロシアによるウクライナ侵攻や中東情勢の緊迫化、米中対立の激化などに見られるように、政治・経済上の国家間の障壁が高くなっているとの認識が共有されました。日本経済への影響としては、「欧米の投資家がアジアへのエクスポージャーを取る際に、中国ではなく日本や韓国を選ぶようになる」といった意見が出た一方、「国際情勢の変化による輸出入への悪影響や、中東情勢の悪化による原油高などには注視が必要である」との意見も出ました。

為替ヘッジ付外国債券について

ヘッジコスト控除後の利回りがマイナスとなっている為替ヘッジ付外国債券について、当シンポジウムでも複数のセッションで議題として取り上げられました。

まず、為替ヘッジ付外国債券を取り巻く現状については、以下のような整理が行われました。

- 内外の短期金利差の拡大等によりヘッジコストが上昇しているうえ、欧米の金利上昇によりキャピタルリターンがマイナスとなっていることから、ヘッジコスト控除後の利回りが大きくマ

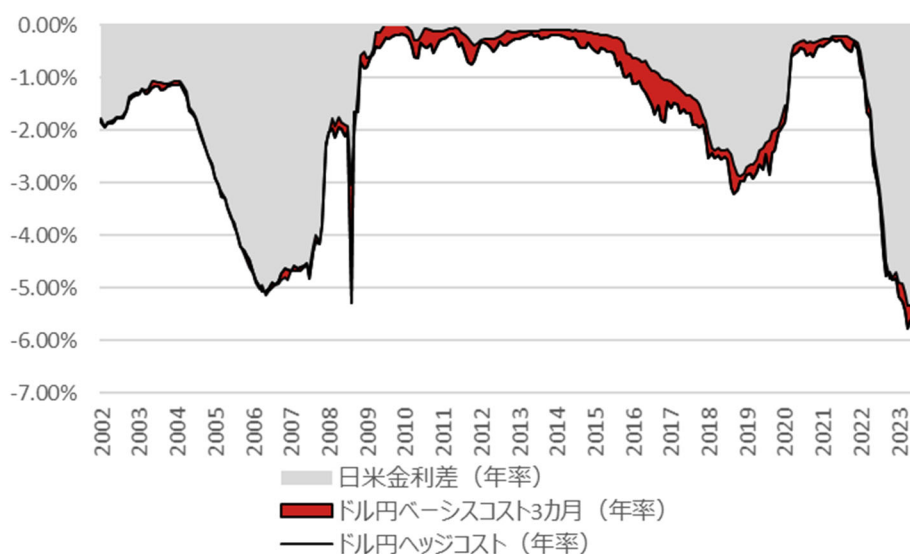
イナスとなっている。

- 為替ヘッジ付外国債券のポートフォリオへの導入理由の一つは、内外株式との逆相関であったが、近年は相関が高まったことで、本来期待していたポートフォリオ全体の分散効果の向上という役割が果たせていない。

為替ヘッジ付外国債券の低利回り改善策についても議論が行われました。具体的な対応策としては、クレジットリスクを取るほか、デュレーションの短期化（現在イールドカーブが逆イールドであるため）、バンクローンやプライベート・デットのような変動金利型の商品の活用などが挙げられました。変動金利型の商品は、利回りが「短期金利＋スプレッド」で構成されるため、海外短期金利上昇によるヘッジコストの高騰を、利回りの上昇で相殺することができます。そのため、為替ヘッジ後であってもスプレッドを享受できるという特徴があります。

様々なアセットオーナーから、基金で採用している為替ヘッジ比率についても紹介され、0%～100%までアセットオーナー毎に様々な為替ヘッジ比率が採用されていました。「基金の運用方針やリスク許容度に応じた最適ヘッジ比率の検討

図表 2 ドル円ヘッジコストの推移



(出所) Bloomberg より NFRC 作成

本資料は、お客様への情報提供を目的として作成したものであり、特定の有価証券の売買または商品の推奨・勧誘等を目的としたものではありません。本資料に記載されたいかなる内容も将来の投資収益を示唆あるいは保証するものではありません。本資料内の記述、グラフ・表・数値データ等の内容につきましては、信頼できると考えられる情報に基づいて作成しておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。本資料は、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しております。配布されたお客様限りでご使用ください。本資料のいかなる部分も一切の権利は野村フィデューシャリー・リサーチ&コンサルティング、野村証券、野村資本市場研究所に帰属しており、本資料の全部もしくは一部を複写、転送または再配布することはご遠慮ください。

が必要である」という意見が出たほか、「現在は静的なヘッジ比率の管理が主流であるが、株式との相関の変化に応じてヘッジ比率を動的に管理することも考えられる」といった意見も出ました。

スチュワードシップについて

様々な年金基金から、スチュワードシップに関する取り組みも共有されました。スチュワードシップ・コードの受け入れ状況は、基金により異なっているようでした。スチュワードシップ・コードを既に受け入れた基金からは、運用機関に対するモニタリングの手法や、最終的な情報開示の仕方が分からないといった課題に対し、資産運用コンサルティング会社等も活用しつつ改善を行っていくという事例が紹介されました。海外投資家からは、日本の年金基金はエンゲージメントに消極的であるが、パッシブ運用の割合が高いことなどを踏まえると、エンゲージメントを通じて個別銘柄のリターンを改善していくことは重要であるとの意見が出ました。

ESG投資については、米国の「反ESG」の動きの活発化や、ESG銘柄の相対的な不振等により、昨今は逆風が吹いています。しかし、ESG指標の向上が企業価値の向上に影響を与えるという研究結果などが紹介されたほか、ESGデータの活用やエンゲージメントはより多くのリターンの獲得につながりうるとの整理がなされました。ESG銘柄の不振が続く現在は、魅力的な銘柄をディスカウントで買える機会であるとの声も聞かれました。

不動産投資について

不動産投資に関する最近の潮流や今後の課題についても議論が行われました。

不動産投資のメリットとしては、ポートフォリオ全体の分散効果の向上や、インフレヘッジなどが挙げられました。また、実際にこの10年のリターンを振り返ると、他の伝統資産よりも高いリターンを記録していたように、リターンの高さも魅力的であるとの意見が出ました。

不動産の直近の市場動向については、「インフレによる金利上昇の影響からキャピタルロスが生じているほか、国内年金は外国不動産への投資の際に為替ヘッジを付けることが一般的となっているため、ヘッジコストの上昇による利回り低下などが見られ、逆風が吹いている。しかし、戦略やセクター・地域によってパフォーマンスには大きな差があるため、物件選択によりリターンを強化できる」との整理がなされました。

アセットオーナーの不動産投資の実例についても紹介が行われました。投資対象とする地域や、オープンファンド/クローズドファンドや、コア/ノンコアといった採用する戦略については、アセットオーナー毎に様々な意見が見られました。また、「現実問題として、今まで不動産を採用してこなかった基金が新たに不動産を採用することはハードルが高い場合もあるが、FoFsでの不動産投資からスタートして知見を高めたうえで、その後シングルファンドなど様々なスタイルに手を伸ばしていく」といった事例も紹介されました。

— 次号のお知らせ —

次号は

12月25日(月)

発行予定です。

《MSCI データの利用に関する注意事項》

本資料中に含まれる MSCI から得た情報は MSCI Inc. (「MSCI」) の独占的財産です。MSCI による事前の書面での許可がない限り、当該情報および他の MSCI の知的財産の複製、再配布あるいは指数などのいかなる金融商品の作成における利用は認められません。当該情報は現状の形で提供されています。利用者は当該情報の利用に関わるすべてのリスクを負います。これにより、MSCI、その関連会社または当該情報の計算あるいは編集に関与あるいは関係する第三者は当該情報のすべての部分について、独創性、正確性、完全性、譲渡可能性、特定の目的に対する適性に関する保証を明確に放棄いたします。前述の内容に限定することなく、MSCI、その関連会社、または当該情報の計算あるいは編集に関与あるいは関係する第三者はいかなる種類の損失に対する責任をいかなる場合にも一切負いません。MSCI および MSCI 指数は MSCI およびその関連会社のサービス商標です。

《FTSE 世界国債インデックスに関する注意事項》

FTSE 世界国債インデックスは、FTSE Fixed Income LLC により運営され、世界主要国の国債の総合収益率を各市場の時価総額で加重平均した債券インデックスです。このインデックスのデータは、情報提供のみを目的としており、FTSE Fixed Income LLC は、当該データの正確性および完全性を保証せず、またデータの誤謬、脱漏または遅延につき何ら責任を負いません。このインデックスに対する著作権等の知的財産その他一切の権利は FTSE Fixed Income LLC に帰属します。

《金融商品取引法に基づく情報開示》

会社名： 野村フィデューシャリー・リサーチ&コンサルティング株式会社
金融商品取引業者： 登録番号 関東財務局長(金商) 第 451 号
加入協会： 一般社団法人 日本投資顧問業協会 会員番号(第 011-00961 号)
報酬等： 当社がサービスの対価として、お客様にご負担いただく報酬(税込)の上限は下表の通りですが、投資助言の対象、運用手法、サービス内容等に応じて、お客様との協議により個別に決定いたします。報酬額の計算方法はお客様との個別協議に基づいて決定するために、事前に表示することができません。

	助言契約	一任契約
年間基本料率 もしくは年間報酬額 ^(※)	0.55% もしくは 2,200 万円	0.825%

^(※) 上記は単一のサービスに対するものであり、複数のサービスを組み合わせた契約には当てはまりません。

投資リスク 当社の業務に関して、お客様が負担する投資リスクには主に以下のようなものがあり、投資する商品の価格が変動しますので、運用資産に損失が生じ、元本を割り込むおそれがあります。

- 株価変動リスク： 株式相場の変動により、投資する株式等の価格が変動するリスクがあります。
- 金利変動リスク： 市場金利の変動により、投資する債券等の価格が変動するリスクがあります。
- 為替変動リスク： 通貨価格の変動により、投資する外貨建て資産の価格が変動するリスクがあります。
- 信用リスク： 投資する証券の発行体の信用状況の変化により当該証券の価格が変動するリスクがあります。
- 流動性リスク： 流動性に乏しい商品(プライベート・エクイティ・ファンド等)について、不利な条件でしか換金できないリスクがあります。
- デリバティブ固有のリスク： デリバティブ(先物・オプション等)が対象資産の価格変動と連動しないリスクがあります。
- 投資対象リスク： プライベート・エクイティ・ファンドは、ベンチャー企業を含む非公開企業を投資対象とするため、一般に高いリスクを有します。
- 投資案件が確保されないリスク： プライベート・エクイティ・ファンドは、当初想定された金額を満たす投資案件が確保されないリスクがあります。

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。

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

編集・発行： 野村フィデューシャリー・リサーチ&コンサルティング株式会社
(野村年金マネジメント研究会事務局)

〒103-0007 東京都中央区日本橋浜町3-21-1 日本橋浜町Fタワー16F
TEL: 03 6703 3991 Email: nenkin@jp.nomura.com