

資産配分： 「万能の時代」の終わり

新しい投資テーマ

本ペーパーは世界の投資ユニバースのうちで資産のほぼ80%を占める4つの投資家タイプによって追求されている最新の投資テーマに焦点を当てています。

- ・ 確定給付年金 (DB) プラン
- ・ 確定拠出年金 (DC) プラン
- ・ 個人投資家
- ・ 富裕層

投資テーマは過去20年間におよぶ中央銀行の行動とともに進化してきました。1997～1998年に新興国が見舞われた経済危機により、政策金利を低下させた結果、過剰流動性が発生し、市場バリュエーションとファンダメンタルズとの乖離が次第に拡大しました。

過去10年の間に、投資家は3つの厳しい現実への対処を強いられました。第1に、株式のパフォーマンスが債券を下回り、バイアンドホールド戦略が機能しませんでした。第2に、大半の資産クラスで実際のリターンが期待リターンから大幅に乖離してしまい、コアサテライト・アプローチ（インデックス運用をコアに据えながら、サテライトとして保有するアクティブ運用でプラスリターンを狙う）も機能しませんでした。そして第3に、分散投資も機能しませんでした。レバレッジが極端に積み上がった結果、過去には相関性が低かった資産クラス間でも相関性が高まったからです。2010年になるまでの間に、アルファを追求しようにもアルファは曖昧で、一時的で、コストもかかることが明らかとなりました。

この10年間、市場は投資ロジックに抗し続けてきました。たとえば、現在ドイツ、英国、米国では、景気回復が順調に進んでいるにもかかわらず、債券利回りは低下を続けています。クレジット・スプレッドも拡大してきました。

「規制がいくらかけられても、リスクはかつてないほど広がり、それを探知することは難しくなっています。

市場は回復こそしているものの投資家は、無作為に起きる極端なイベントを恐れています。」

ー インタビューより

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2012年と2014年の調査によると、投資家は賢くなっています*。

投資家は非常に着実な精度の高いリターンを追い求めるといよりは、次第にプロダクト・アルファとソリューションズ・アルファを区別するようになってきました。プロダクト・アルファとは市場を上回ることを意味しますが、ソリューションズ・アルファは事前に設定された顧客ニーズに応えることを意味します。

アルファの基準は人によって異なります。投資家は2種類の資産を求めています。認識されたニーズを満たすための低コスト資産と、元本の成長、定期的な収入、インフレ防衛、元本保全といった特定の目標を実現できる資産です。現在は目標を設定して投資する時代です。

冒頭に掲げた4つの投資家タイプには、1つの共通テーマがあります。他の特徴はグループごとに固有のものです。そこで、本ペーパーではまず、共通テーマに焦点を当て、次に投資家固有のテーマを取り上げていきます。本テーマを展開させるために使われたデータは、CREATEリサーチ社の2012年と2014年の調査によるものです。

著者：アミン・ラジャン教授

2014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

電話：+44 1892 526 757

電子メール：
amin.rajan@create-research.co.uk

© CREATE Limited, 2014

無断複写・転載を禁じます。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、またはその他いかなる取引手段を通じても譲渡することはできません。

* 市場ボラティリティ：敵か、味方か？ (2012) と新興諸国は全て同じ成り立ちではない (2014)

共通テーマ

高度なカスタマイズと、目標達成を重視した投資の時代

人口の高齢化はそれぞれの投資家タイプの投資アプローチに深い影響を及ぼしています。金融危機は、様々な投資家セグメントに様々な教訓を与えましたが、「慎重さ」が誰にとっても圧倒的な教訓となったようです。この2つのテーマ（商品／サービスのカスタマイズと目標の重視）によって、4つの投資家タイプすべてが極力顧客ごとのニーズに合わせ、目標達成を重視し、場合によっては、時間も重視する戦略を採用するようになりました。アクティブ運用とパッシブ運用ではどちらが価値にあるかという論争も復活しています。投資家は次第にリスクに敏感になり、以前よりも素早く元本価値の下落から自らを守れるようになってきました。

金融危機は、様々な投資家セグメントに様々な教訓を与えましたが、「慎重さ」が誰にとっても圧倒的な教訓となったようです。

確定給付年金（DB）プラン

- 確定給付年金（DB）プランは、流出局面に入っており、資産に立脚した分散投資から負債とのマッチングにシフトしています。
- もはや資産の最大化を追求せずに、段階的な分散に特化しています。
- その目的は、インフレ防衛と定期的なインカム収入であり、ハイリスクを伴うハイリターン追求ではありません。

確定拠出年金（DC）プラン

- 確定給付年金（DB）プランと同様、確定拠出年金（DC）プランも、流出局面に進むに従い、資産配分に時間ベースのアプローチを用いています。
- 次第に人気を高めているターゲット・デート型、ターゲット・リスク型、ターゲット・インカム型ファンドは、市場サイクルやファンドのライフサイクルの様々なタイミングに応じて変化する市場状況や投資家のリスク選好度に合わせて変化する市場状況や投資家のリスク選好度に合わせて変化する市場状況や投資家のリスク選好度に合わせたアプローチを提供しています。
- その目標は、投資家の退職が近づくにつれて、よりダウンサイドから投資家を守ることです。
- 原則的には、これらのプロダクトは目標の達成が近づくにつれてリスクを軽減していきます。

個人投資家

- 債券をベースとするインカム型ファンドが米国で人気を博しているのは、個人投資家は貯蓄を自分でコントロールすることをあきらめたくない傾向があるのと、残った貯蓄を子孫に残したいと考えているからです。
- 元本保全是、様々なマクロリスクに直面している個人投資家セグメントにとって最も重要な目標の一つです。
- 利回りの低下を容認しつつ、カスタマイズを求める傾向が強くなっています。

富裕層

- 富裕層は、2008年の経済危機まではリスク資産をオーバーウェイトしていたため、暴落した期間はこの層が最も大きな痛手を負いました。
- 経済危機以降は地域ごとに明白なバイアスがあり、先進国市場には極めて慎重になって厳しい選別力を持つようになりました。同時に、富裕層投資家は、新興国では取っているリスクからの見返りを求め、したがってこれらの市場へのアプローチには著しく積極的です。
- これまでのアルファ本槍から、リスクの低減を念頭に、より選別的で独自の判断をするようになってきているのです。
- 富裕層は「見返りのないリスク（unrewarded risks）」の監視と管理にも力をいれています。

確定給付年金（DB）プラン

債券のような商品特性と株式のようなリターンを持った資産を追求する

加入者の高齢化は、短期での確定給付年金（DB）プランの資産配分の選択に大きな影響を与えています。確定給付年金（DB）の投資家は近づく退職を視野に入れた流出局面に入っており、ポートフォリオの一部はリターンの向上に振り向けながらも、残りは負債のヘッジに回しています。金融危機以降、確定給付年金（DB）の投資家は、債券のような商品特性と株式のようなリターンを備え、伝統的な資産クラスとの相関性の低い資産を追求してきました。現在の主な目標は、インフレ防衛、低ボラティリティ、そして定期的なキャッシュフローを通じた高いインカム収入です。

短期的には、確定給付年金（DB）プランの仕組みは、オポチュニスティックなポートフォリオのリバランスを行うために新興国市場を嗜好しています。具体的には、

- 新興国株式 (53%)
- 新興国社債 (51%)
- 新興国ソブリン債 (50%)

その他に人気のある選択肢としては：

- ディストレスト債券 (55%)
- 上場投資信託 (ETF) (52%)
- オルタナティブ・クレジット (48%)

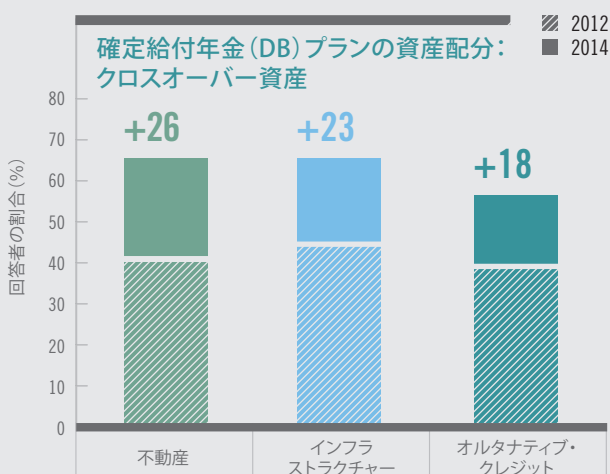
実物資産（不動産）は長期の投資商品として人気が上がっていますが、グローバル株式への需要を上回るほどではありません。確定給付年金（DB）の投資家が長期的に嗜好する資産クラスには、実物資産（不動産）、グローバル株式、および新顔のオルタナティブ・クレジットなどが挙げられます。

- 不動産 (66%)
- グローバル株式 (66%)
- インフラストラクチャー (66%)
- 従来型のパッシブ・ファンド (66%)
- オルタナティブ・クレジット (56%)
- 先進国ソブリン債 (56%)

2014年以降を見据えて、この2年間で、3つの資産クラスが投資家の投資意欲を高めてきました（図1参照）。

- **不動産**：40% から 66% へ
- **インフラストラクチャー**：43% から 66% へ
- **オルタナティブ・クレジット**：38% から 56% へ

図1：確定給付年金（DB）投資家の長期的な選好資産



加入者の高齢化は、目先の確定給付年金（DB）プランの資産配分の選択に大きな影響を与えています。

実物資産への投資家の投資意欲は過去5年間で高まっており、この傾向は当面変わらないでしょう。2008年の金融危機では株式市場は大きく変動しましたが、不動産とインフラストラクチャーに対する認識は著しく変化しました。その結果、投資家はヘッジされたポートフォリオの中でインフレ防衛や定期的なインカム収入といった商品性を併せ持つ代替商品を求めてきました。したがって、昨年は年金プランや政府系ファンドによって、ロンドン、ニューヨーク、東京、シドニーで不動産取引が過去最高を記録したのも不思議ではありません。

過去に目を向けると、不動産は、1974年をピークとして、英国年金プランの総資産の20%を占めていました。しかし、1983年に始まった長期にわたる株式の上昇相場により、不動産の割合は低下を続け、1999年には4%まで落ち込んだのです。現在は8%まで回復し、2017年までには11%まで上昇すると予想されています。日本のような慎重な市場でさえ、2013年の不動産のリターンは4.5%と10年国債利回り0.67%を大幅に上回り、不動産への配分は上昇しています。

もう一つ価格の上昇している資産クラスはオルタナティブ・クレジットです。銀行が、バーゼルⅢの適用に先立って資産を処分しており、ローン担保証券、シニア債務、メザニン債務、商業用不動産ローン、プライベート・エクイティの「セカンダリー市場」などの商品の処分量が上がってきました。伝統的資産クラスとの相関性が低いことに加え、これらの商品には他に2つのメリットがあります。1桁後半の利回りと、低金利環境を背景にデフォルト率も（およそ3.5%と）低水準を維持しているという点です。変動金利債券を保有している投資家もインフレ防衛手段を持っていることになります。

すべての年金プランが現在は流出局面にあるので、負債管理が中心的な業務となってきました。加入者のおよそ20%は既に退職しています。その割合は、戦後ベビー・ブーム世代の最初の（そして最大の）人口帯が引退する2020年まで加速度的に上昇すると思われます。実物資産とオルタナティブ・クレジットは、いずれもランオフ状態にある年金プランの負債特性にマッチする特徴があります。その結果、今後数年間のうちに、確定拠出年金（DB）の投資家にとってこの2つの商品は次第に人気が出る選択肢になると思われます。インカム創出とインフレ防衛が引き続き重要な商品特性として信頼を勝ち得ているからです。現在のような投資局面では、段階的な分散投資の方が資産の最大化よりも重要になっています。

確定拠出年金（DC）プラン

次世代のターゲット・デート型ファンドは結果を見越して資産配分をカスタマイズ

確定拠出年金（DC）プランのイノベーションを促す要因は2つあります。1つは、確定給付年金（DB）プランの新規加入者への門戸が加速度的に閉じられているため、信用危機の勃発とともに、確定拠出年金（DC）プランへの切り替えが起きている、という点です。もう1つは人口の高齢化です。今後10年間で、退職者の人数は米国で7,500万人、欧州で8,000万人、日本では約2,000万人、オーストラリアでは約300万人に膨れ上がり、年金資産金額は15兆米ドルを超えると見込まれています。

確定拠出年金（DC）プランのイノベーションは米国から始まり、これまでは投資家の事前に申請したリスク選好度と引退後の生活選択に照らして、資産配分のアドバイスを組み入れようとしてきました。年金イノベーションが始まるまで、企業の確定拠出年金（DC）プラン分野の2大市場（米国と英国）は2つの気が遠くなるような問題に苦しめられていました。

第1に、従業員が確定給付年金（DB）プランから確定拠出年金（DC）プランに乗り換える時には、新規加入者用の自動登録はありませんでした。したがって参加率は50～70%の間を変動していたのです。米国では、これは2006年企業年金保護法によって是正されました。同法はまた、ライフサイクル型ファンドをあらかじめ定めた選択肢として導入しました。英国も、2012年に国が資金提供を行う「全国雇用貯蓄信託」を通じてこれに続きました。

第2の問題は、確定拠出年金（DC）基金のほとんどの加入者は、米英ともにかつてはモーニングスターで最も高格付のファンドを選択していました。いずれも初期投資をし

た後定期的にリバランスをするというファンドで、その結果、間違った資産配分の選択をしていました。英国では明らかに同じ投資行動が大半を占め、一方でごく少数の人々はそれとは極端に反対の方針で、債券、保険契約、および現金プラスなどの超安全資産に向かい、低リターンと高い手数料に甘んじていたのです。両国で起きた年金制度改革は、顧客の行動バイアスの是正に大きな役割を果たしました。

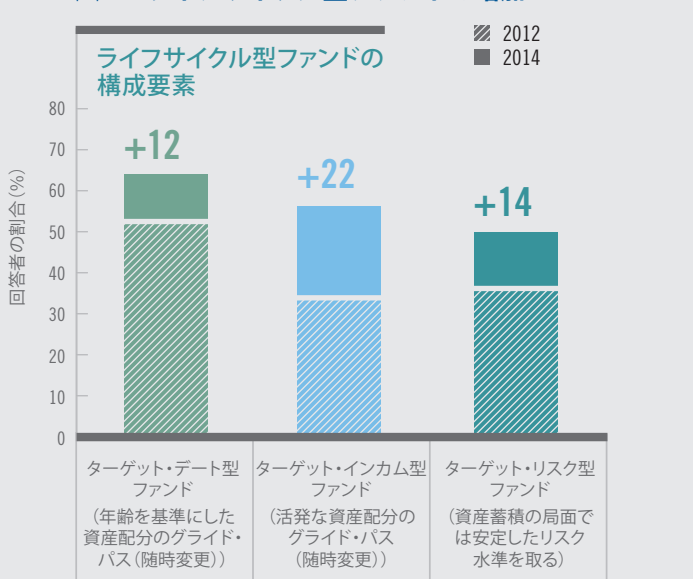
その結果、ライフサイクル型の3種類のファンドはいずれも2012年から2014年にかけて資産額が著しく増加したのです（図2参照）。

- ・ **ターゲット・デート型ファンド**（年齢を基準にした資産配分のグライド・パス（随時変更））：52%から64%へ
- ・ **ターゲット・インカム型ファンド**（ダイナミックな資産配分の随時変更）：34%から56%へ
- ・ **ターゲット・リスク型ファンド**（資産累増の局面では一定のリスク水準を維持する）：36% to 50%。

この3種類のファンドの資産額はおよそ8,500億米ドルですが、ここから2010年代末までの間に年複利で15～20%の割合で成長していくものと思われます。

ライフサイクル型ファンド：
8,500億米ドル
(現在の世界中での残高) **15-20%**
(年率換算)

図2：ライフサイクル型ファンドの増加



さらに、「退職まで」と「退職後」の期間の区別が弱くなっています。確定給付年金（DB）プランと同様、確定拠出年金（DC）プランも、流出局面に進むに従い、資産配分に時間ベースのアプローチを用いています。さらに、個人年金の魅力が低下しているため、年金市場2大国である英国と米国では、自分たちの投資の選択を持続し、退職後に減額型のポートフォリオに組み替え直す退職者も増えています。

英国における預金者の年金をめぐる環境が大幅に変化しているということは、世界最大の年金市場の1つが今や米国やさらに成熟した年金市場から学ぶ必要があることを意味しています。英国の業者は、変化した年金環境を預金者が切り抜けるように支援するという大きな課題と責任に直面しています。米国の業者には、このプロセスの案内役となれる機会があります。

現在、確定拠出年金（DC）資産は世界の年金資産の45%を占め、金額はおよそ30兆米ドルと試算されています。力強い追い風がこの比率を押し上げ、2020年には60%になっていることでしょう。ライフサイクル型のファンドは、この成長のけん引役になるはずで

個人投資家

インカム型ファンドで退職に向けた計画設定

2008年の経済危機以来「ソリューション・アルファ」が、投資の選択と投資家のニーズをまっすぐに結び、個人投資家分野での新たな合い言葉になりました。株式に対する崇拜は死んではないものの、もはや高いリスクを取らずに高いリターンは取れそうにありません。投資家は次第に低利回りを受け入れるようになってきました。

個人投資家の分野では、このトレンドは様々な形で表れており、それぞれが個別の投資テーマとなっています。最も顕著なテーマの一つはインカム収入で、もう1つが利回りと下方リスクのヘッジの重視です。特に、こうしたファンドのリスクは、リターンの変動率ではなく、目標リターンの達成失敗確率で測定されています。

様々なインカム型ファンドが新たに生まれる中で、このような一般商品への切り替えが顕著になってきました。その成長は主に2種類のファンドに明白に表れています(図3)。

- **インカム重視型ファンド：**
48% (2012年) から 62% (2014年) へ
- **ハイブリッド債券型投資信託**
48% (2012年) から 61% (2014年) へ

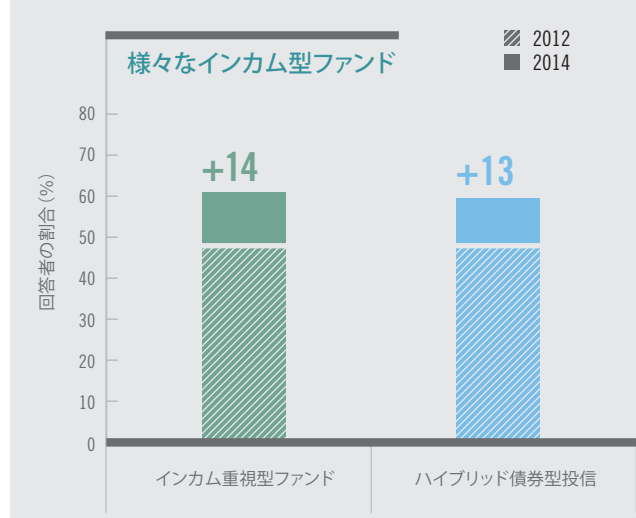
アーリー・アダプター (早期購買顧客層) には、既に退職局面に入っている、あるいは退職が近づいているベビー・ブーム世代が含まれています。こうしたファンドは、ハイ・イールド債、世界の割安証券、世界の不動産関連の証券化商品、優先証券、商業用不動産担保証券、新興国債券、インフラストラクチャーなど、幅広い資産に投資しています。原証券である株式投資のボラティリティを低下させるコール・オプションを採用しているファンドもあります。いずれも、定期的なインカム収入の獲得と低ボラティリティの達成を目標としています。

インカム型ファンド：



西欧諸国では、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個人資産の最大

図3：インカム重視型ファンドの成長



80%を占めるようになると見られています。退職が近づくと、個人投資家は従来型の投資商品からインカム重視の投資商品へと切り替えるようになります。この本格的な資金移動は既に始まっています。これはまた、長く忘れ去られていたある現象の復活によっても強く促されています。それは、「フィナンシャル・リプレッション (金融抑制)」です。

西欧諸国では、5年後には、ベビーブーマーたちの保有する資産が個人資産の最大80%を占めるようになる・・・

金融抑制とは、政府による資金調達を容易にするため中央銀行が政策金利を長期にわたって人為的に抑え込む行為のことです。低金利が続いている状況下でインフレ率が上昇すると、公的債務の価値は着実に低下し、それを支えている資産の購買力が削がれてしまう恐れがあります。過去が何らかの指針になるとすれば、このような恣意的な所得の再分配は少なくとも10年は続く可能性があって、それがもたらすマイナス面を投資家は恐れているのです。

したがって、個人投資家は過去10年間での投資経験で身につけた慎重な投資オプションを採用するものと思われる。彼らは自分たちが市場から大幅に遅れていることに気がついています。個人投資家が力強い上昇相場の半分または3分の2に乗り損なうことは珍しくありません。かつては、急騰する銘柄への投資に熱中するあまり、高い手数料を支払い、高値つかみをしては安値で売った経験を何度もしてきました。このアプローチで相当痛い目にあってきたのです。ベビー・ブーム世代は、今や以前のような「高いリスクを取ろう」という姿勢を控えるようになりました。その代わりに、確率の低い高リターンよりも、確率の高い確実性を選好しています。

富裕層

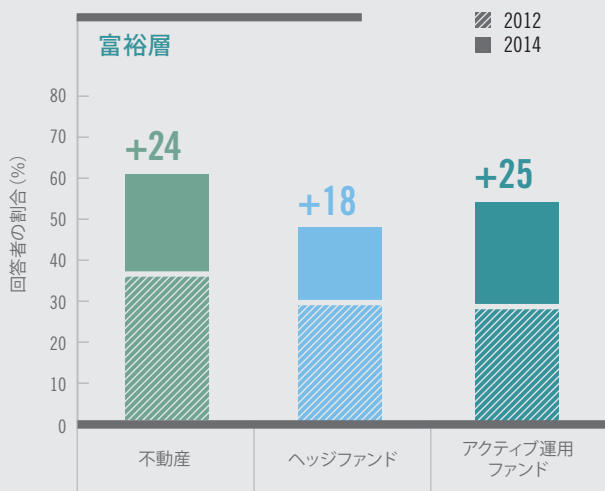
西側の超慎重派と東側の超積極派

富裕層は、株式とヘッジファンドをオーバーウェイトにしていたため、2008年の経済危機で最も大きな損失を被りました。高いアルファを追求する姿勢が高くつきました。その結果、富裕層の期待リターンは以前よりも現実的になり、投資アプローチも慎重になっています。とりわけ、このグループは①定期的なインカム収入と元本の成長、②低ボラティリティ、③アルファ（超過リターン）の達成を目指しています。

これは、富裕層が過去2年間に関心を示した3つの資産クラスに表れています（図4を参照）。

- **不動産**：37% から 61% へ
- **ヘッジファンド**：30% から 48% へ
- **アクティブ運用ファンド**：29% から 54% へ

図4：選好されている資産クラス



これらの事実から顕著なポイントがいくつも現れてきました。

まず、富裕層の多様な目標は、以前の調査結果から変わってきています。かつては高リターンが唯一最重要目標でした。これは、高リターン自体が他の目標を包含するとの考えに基づき、2000～2002年に株式市場が下落する前までは年金プランも全く同じ考えを採っていました。2009年以降の年間グローバル・トレンド調査で、初めて不動産が最上位にランクされました。確定給付年金（DB）の投資家と同様、富裕層は不動産をハイブリッドな資産クラスと捉えています。つまり、元本の成長、インカム収入の増加、インフレ防衛、定期的なキャッシュフローという複数の目標を達成できる可能性があると考えているのです。

「不動産」が当社の年間グローバル・トレンド調査の

リストのトップ



第3に、投資選択には地域ごとのバイアスが明白にあります。先進国が超慎重なのに対し、新興国は超積極的なのです。

西欧の投資家は、人口の高齢化により期待リターンが低下しています。彼らの資産選択は毎日の生活、ライフスタイルの必要性、慈善活動、相続を基準として行われます。したがって関心の中心は、定期的なインカム収入、低ボラティリティ、インフレ防衛となります。リスク軽減が主なテーマです。

東側の投資家は、高いリターンを期待しています。資産の多くは、新興国の多国籍企業を経営する新世代の企業家によって生み出され、西側の相続資産とは好対照です。こうした企業家の要求はますます強くなり、自分の資産を管理することへの関心は高く、忍耐力がありません。彼らの期待は元本の保全と成長に集中しています。資産の売買回転率は高く、銘柄が本来持っているはずの実力を十分に享受することができなくなってきています。主なテーマはリスクの再構築です。

最後に、東西いずれの側でも主に重視されているのは、相対リターンではなく絶対リターンです。ベンチマークの追跡はかなりの負担を投資家に強いてきました。その結果、現在のヘッジファンドは低ボラティリティでの絶対リターンの達成を目標にしています。

結論

期待リターンの低下を受けて、投資家はセグメント化しています。これが2008年経済危機の残存する影響の1つです。しかも、人口の高齢化がこの傾向に拍車をかけています。

投資家は、もはや高リターンを追い求める一般的なグループとはみなせなくなりました。このアプローチは物事をあらわにするのではなく、隠してしまいます。つまり、現在着々と固まりつつある資産分散の新たな動向を見逃してしまうのです。

この動きの下では、ニーズ（必要性）がウォンツ（欲求）の先に立ち、負債のマッチングが資産の蓄積に優先し、リスクの最小化がリターンの最大化よりも重要なのです。

ポートフォリオ内で株式対債券の投資割合を6対4とするかつての投資スタイルは歴史の彼方に消えようとしています。人生の多くの事柄と同様、資産配分もよりカスタマイズする（お客様の要望に基づいて細かく微調整する）時代になってきました。

本レポートは、2014年9月に刊行した英語版レポート【Asset Allocation: No Longer One Size Fits All】の日本語訳になります。本レポートと英語版レポートの内容に相違がある場合には、英語版レポートが優先されます。英語版レポートは【<http://www.principalglobal.com/public/download.aspx?id=106168>】をご参照ください。

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・投資チームのネットワークで組織されており、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っておりますので、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をそれぞれ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単一窓口にて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、欧米諸国で定評ある様々な組織の上級幹部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発表されています。詳しい情報は、次の URL をお訪ねください。 www.create-research.co.uk

