



Dは分散（Diversification）も意味する： 代替投資で年金ポートフォリオの最適化を目指す

確定給付型年金（DB）と確定拠出型年金（DC）のスキームは構造上、大きな違いがあるかもしれませんが、どちらもいくつかの困難に直面しています。その解決のためには、業界全体の合言葉でもありますが、さらなる分散が必要という結論になるでしょう。

両スキームの年金ポートフォリオにおいて、債券のオルタナティブ投資は重要な役割を担うとブルーベイでは考えています。

確定給付型年金（DB）

確定拠出型年金（DC）

世界の現状

DBの投資対象を見ると、ポートフォリオの構成に大きな変化が見られます。2003年は、68%が株式、31%が債券となっており、年金コンサルタントであるマーサー社が分類する「その他」資産は1%でした。

2018年までに、ボラティリティの高い株式市場を回避する動きがあり、平均的なDBのポートフォリオでは、50%が債券で、残りを株式とその他資産で均等に配分するという構成になりました。

DCスキームは足元で急速に成長しており、今では新たな退職給付制度の加入者にとって標準的な選択肢となっています。

セラーリ・アソシエイツのデータによれば、2003年1月から2018年6月の間に、年金に加入した980万人の雇用者のうち98%がDCに加入し、DC利用者は全体で1,310万になりました。一方で、2017年時点のDB加入者数は700万人前後で推移しています。

確定給付型年金（DB）

確定拠出型年金（DC）

投資の問題点

この構成の変化によって、資産配分面で問題が起きています。「ブレン・バニョ」な国債といった伝統的な債券への資産配分が増え、ポートフォリオ内の相関及び集中度が高まる一方、低金利が続くグローバル経済の下では、負債に見合うリターンを得ることが難しくなってきました。

DBの運用者は、債券への高い資産配分を最大限活用するためには、これまでとは違う投資が必要となっています。

最適なポートフォリオでは、既存の保有資産との相関が低く、厳しい市場環境下でも安定したインカムが期待できる債券資産が必要となります。

英国のDC加入者の運用額は、2021年までにおよそ約1.14兆ドルに達すると予想されており、この資金を運用するために、現在投資可能な資産の他に新たな投資の選択肢を求める可能性が高いと考えています。

現在、DCのほとんどは既定の運用方法として、パッシブ型の投資ライナップを中心に提供しています。しかし、DCの加入者は資産配分を自分で決められることができる場合が多く、DBの運用者よりも高いリスクを取る可能性があります。

代替となるソリューション

ここでは、非常に幅広いレンジの代替的な債券が候補に挙げられます。より馴染みのある商業不動産から、インフラ債、それほど一般的になっていないストラクチャード・クレジット、エマージング市場の現地通貨建て・外貨建て資産まで、様々な資産配分のオプションがあります。

ポートフォリオでは依然として、投資適格社債と国債が大部分を占めていますが、運用会社は伝統的な国債や上場企業の債券以外の投資オプションをDBの運用者に紹介することが可能となってきています。

加えて、金融危機やその後の規制強化によって、グローバルな銀行が、新しい資本規制を満たすために債券やローン市場で発行を進めていることで、様々なタイプのクレジット商品に投資ができるようになってきました。

その結果、今や投資可能な代替的な資産は大きく広がっており、あらゆる投資ニーズや許容リスクに対応できるようになっています。

その範囲はプライベート・デットにまで拡大しており、これ自体が独自の分散機能を持っています。

プライベート・デットは主要な債券市場では発行されません。その代わりに、個別に運用会社が企業の債務を直接引受けます。

プライベート・デットでは、異なる運用会社が同一の銘柄を保有している可能性は低くなります。このことは、リターンの源泉がポートフォリオの他とは異なるため、年金のポートフォリオにとって相関上、プラスに働きます。

投資対象が拡大を続け、投資家ニーズが景気循環型ではなく、インカムを重視していくなかで、運用会社はDBの運用者に寄り添って、この代替資産の道を行んでいく必要があると考えます。

債券の投資対象のなかで、DCの加入者は伝統的な国債に投資をする商品が想定するリターンよりも高いものを求めており、そこでオルタナティブ戦略に目が向けられています。

セクターや投資手法、デューレーションといったリスクを分散できるマルチアセット・クレジットのような選択肢は、ボラティリティが高い株式よりもDCの加入者に適していると考えています。株式に期待できるアップサイドを一部あきらめることで、DCの投資家のポートフォリオのダウンサイドリスクを軽減し、退職後の生活のどの時点でも安定的なインカムを得られることを目指します。

DC向けの運用商品を見直す上で、今起きているもう一つの変化は、何歳で受給を受けるのか、何年分の資金を必要としているのか、という老後についての考えの変化です。落ち着いた老後を好む人がいる一方で、パートタイムで働き、資金を拠出して投資を続ける人もいます。

政府の年金自由化のおかげで、DCの加入者は終身年金（アニュイティ）を購入する必要がなくなりました。DC向けの運用商品の市場がこの変化に順応していけば、元本を確保しながら、退職後も定期的な収入を得られるような債券に投資をするという選択肢が可能になるでしょう。

DC向けの運用商品市場におけるオルタナティブ戦略の試練は、当局が設定した報酬上限で、加入者が既定の運用ライナップにおいて、過度な報酬を支払わないようにするためのものです。

英国ではこうした報酬上限がありますが、流動性の高いオルタナティブ戦略を中心に、多くの選択肢があります。これらは運用報酬の高い戦略に類似できるように、様々な運用手法とクレジット債を用いて投資を行っています。

DCのスキームにおいては、オルタナティブ資産を求める巨大な市場があるとみられています。

運用会社にとっての課題は、革新的で魅力的な投資の選択肢を創造し、DC加入者が投資の選択肢について知識を得られるように、スキームやプラットフォームなどを整えることでしょう。

注）上記は英国の制度に基づいたコメントとなります。

ブルーベイ・アセット・マネジメント・インターナショナル・リミテッド
金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第1029号

一般社団法人 日本投資顧問業協会会員、一般社団法人 投資信託協会会員、一般社団法人 第二種金融商品取引業協会会員

■手数料等

当社の提供する投資一任業に関してご負担いただく手数料や費用等は、お客様に委託された運用金額や運用戦略ごとに、あるいは運用状況等により変動いたします。最終的な料率・計算方法等はお客様との個別協議により別途定めることとなりますが、主な運用戦略ごとの手数料の上限は以下のようになります。

エマージングソブリン債戦略：年率 0.80%（税抜き）、エマージング社債戦略：年率 1.05%（税抜き）/ハイ・イールド債/ローン戦略：年率 0.85%（税抜き）/投資適格債戦略：年率 0.45%（税抜き）、投資適格債絶対リターン戦略：年率 0.90%（税抜き）、グローバル・ソブリン・オポチュニティ戦略：年率 1.10%（税抜き）成功報酬 15%（税抜き）/金融ハイブリッド債戦略：年率 0.80%（税抜き）/転換社債戦略：年率 0.75%（税抜き）/オルタナティブ戦略：年率 2.20%（税抜き）成功報酬 20%（税抜き）/マルチクレジット戦略：年率 0.80%（税抜き）/ダイレクト・レンディング戦略：年率 1.7%（税抜き）成功報酬 20%（税抜き）

なお、当社との投資一任契約は、原則、運用戦略に応じた外国籍投資信託を投資対象とします。上記手数料には、お客様から直接当社にお支払いいただく投資顧問報酬、外国籍投資信託に対して投資した資産から控除される運用報酬が含まれます。

この他、管理報酬その他信託事務に関する費用等が投資先外国籍投資信託において発生しますが、お客様に委託された運用金額や運用戦略ごとに、あるいは運用状況等により変動いたしますので、その料率ならびに上限を表示することができません。手数料や費用等については、弊社担当者にお問い合わせをいただくか、契約締結前交付書面をご覧ください。

■投資一任契約に関するリスク

投資一任契約に基づく契約資産の運用は、原則、戦略に応じた外国籍投資信託を通じて、実質的に海外の公社債、株式等の有価証券や通貨などの価格変動性のある資産に投資を行います。これら有価証券等には主に以下のリスクがあり、株式相場、金利、為替等の変動による価格変動、及び有価証券の発行会社の財務状況の悪化等による価格の下落により、外国籍投資信託等の基準価額が下落し、損失を被ることがあります。従って契約資産は保証されるものではなく、お客様の投資された元本を割り込むことがあります。また、デリバティブ取引等が用いられる場合においては、上記の価格変動等により、元本超過損が生じる可能性があります。運用による損益は全てお客様に帰属いたします。

- ・ 価格変動リスク：有価証券の価格変動に伴って損失が発生するリスク
- ・ 為替変動リスク：外国為替相場の変動に伴って損失が発生するリスク
- ・ 信用リスク：発行者の経営・財務状況の変化及びそれらに対する外部評価の変化等により損失が発生するリスク
- ・ 流動性リスク：市場の混乱等により取引ができず、通常よりも不利な価格での取引を余儀なくされることにより損失が発生するリスク
- ・ カントリーリスク：投資対象国/地域の政治・経済、投資規制、通貨規制等の変化により損失が発生するリスク

なお、契約資産が持つリスクは上記に限定されるものではありませんのでご注意ください。リスクに関する詳細につきましては契約締結前交付書面等の書面の内容を十分にお読み下さい。

本資料は受領者への情報提供のみを目的としており、特定の運用商品やサービスの提供、勧誘、推奨を目的としたものではありません。また、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、信頼できると判断した情報に基づき作成しておりますが、当社がその正確性、完全性、妥当性を保証するものではありません。記載された内容は、資料作成時点（2019年4月10日）のものであり、今後予告なく変更される可能性があります。

過去の実績及びシミュレーション結果は、将来の運用成果等を示唆・保証するものではありません。なお、当社による書面による事前の許可なく、本資料およびその一部を複製・転用・ならびに配布することはご遠慮下さい。当社と金融商品取引契約の締結に至る場合には、別途契約締結前交付書面等をお渡しますので、当該書面等の内容を十分にお読みいただき、必要に応じて専門家にご相談の上、お客様ご自身のご判断でなされるようお願いいたします。