



## 過去の考えを忘れる

**伝統的な債券投資で年金負債を埋め合わせるのが難しくなっている今、投資家は様々なリスク資産を目にしなが、株式ポートフォリオを補完してくれる代替資産を探っています。**

年金基金はかつて、特定のリスク資産に投資を集中させていました。通常は安全性を重視し、国債または投資適格社債のみに投資をしてきました。大きな株式ポートフォリオと併せて、これらの債券は負債に見合うだけのリターンがあり、十分に年金債務と釣り合うものでした。

しかし、そこに金融危機が訪れます。株式市場は暴落し、規制当局は市場に流動性を供給する前に、金利の引き下げを行いました。

投資家は、ボラティリティの高まりを回避することに躍起となり、ポートフォリオの多くを占めていた株式への投資から脱却したいと考えましたが、通常的安全資産は年金負債を埋め合わせるための十分なリターンをもたらしていないことに気がきました。

運用報酬の高いアクティブ運用の株式投資から、パッシブのインデックス型投資への反射的な切り替えの増加は、短期的には魅力的だったのですが、長期的に年金負債を埋める必要があるという問題が解決されてきませんでした。

### パッシブ運用は思考のための時間稼ぎ

低コストと流動性が過剰に強調されたことで、高い流動性で、ボラティリティも高いパッシブ戦略への移行が見られましたが、リスクに見合った適正なリターンが常に得られるわけではありませんでした。

例えば、ボラティリティは、多くの投資家が同じ資産を保有することで高まることもあり、これは代表的なベンチマークをトラックする戦略について言えると思います。この結果、ストレス時、あるいは特定の銘柄やセクターを売却しようという動きが広範になった場合に、これら資産の値動きが極端になってしまう可能性があります。こうしたボラティリティの管理は、投資家がアクティブ運用から切り替えた際に、犠牲となるものであると言えるでしょう。

## オルタナティブに目を向ける

投資家はそうした限界を乗り越えるために、単にコストが安いだけの株式ポートフォリオ以外のものを今求めています。

投資家は債券のなかでも、よりリスクが高い資産への投資を許容してきているように思います。年金の投資家はリスクのカーブを上っていき、こうした状況に満足するようになってきていると考えています。

この新しいリスクに慣れてきた投資家が取る次のステップは、ポートフォリオの中で、そして異なる市場環境で、このリスクがどのような働きを持つのかを適切に理解し、学ぶことだと考えています。

しかし前に進むためには、過去の一般的な考えを忘れないなければならないケースもあります。例えば、ハイ・イールド債に投資をする際に、慣れ親しんだ（従って「安心」と考えられる）米国企業の社債に投資をする安心感を振り払っている投資家もいるでしょう。その代わりに、新たな考えで、通常では視界の外にあるような資産に目が向けられるのです。

エマージング社債は、魅力的な選択肢になってきていると考えています。投資家は、質の高いリターンを生み出す実績を見て、伝統的な投資適格社債と合わせた投資を検討するようになってきていると思います。

## 資産積み上げへの道を歩む

すべての年金投資家が、年金負債を完全に埋め合わせると同じ目的に向かって進む中、最終目的地にたどり着くために、リスクの分散が求められるようになっていきます。これらは株式ポートフォリオを補完し得るもの、つまり負債主導型の投資であり、年金バイアウト\*の際に保険会社が取り込みたいと考える資産であると考えています。

さらにオルタナティブ投資によって、ポートフォリオにおける基本的なリスクの軽減ができると考えています。債券投資は、金利の動きに合致させるためには良い手段ですが、インフレ率を考慮することも重要です。年金契約においては、加入者が受ける給付金の購買力を維持する責務があるからです。

英国では、物価連動国債の発行額は、年金基金が必要とする金額よりもかなり小さく、投資家は、この変動金利に適合する他資産を見付けなければなりません。

## 新たなマッチング

インフレ率に追従するための投資手法としては、インフレへの感応度が高い資産のなかで互いに相関のない資産に投資をすることであると考えています。例えば、価格決定力を持つインフラ投資、幅広い資産やデリバティブをタクティカルに用いるマクロ戦略、デイトレスト投資、資産価格上昇に対する政策金利を反映する変動利付債への投資などが挙げられます。

こうしたタイプのマッチングは、満期が近づき、負債を埋めるための新たな資産積み上げの必要がほとんどない年金基金で、リスク解消の手始めとして人気が高まっています。しかし、こうした年金はそれほど多くなく、多くの年金は、最も効率的なリスクの中で、年金負債を埋め合わせようとしていると思われます。

\*英国の制度で、企業は確定給付年金の資産積み立てが十分な場合、財務戦略上、保険会社に年金を売却する

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5月24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。