

Investment Intelligence

年金基金はリターンを犠牲にすることなく損出を回避できるか

2018年8月

- 年金制度は、通常、年金債務に見合った運用資産の成長と、市場のボラティリティによる悪影響を最小限に抑えることの両方を目指しています
- 短期的な運用資産の損出をある程度抑えながら魅力的なリターンを得ることは可能ですが、そのためには非常に高い柔軟性をもったアプローチが必要です
- ここ数年で上記のような成果をもたらした分散成長ファンド(DGF)といえども、現在の環境において成功を収めるためには革新が必要がとらわれると思われ



投資対象資産の時価は変動し上昇・下落することから、お客様の投資元本は保証されません。過去のパフォーマンスは将来のパフォーマンスを約束するものではありません。

リスク・リターンのトレードオフ

端的に言えば、投資リスクは、投資家の投資対象期間で、目標を達成するに当たっての不確実性の程度のことです。この意味においては、投資家ごとに異なるリスクが存在し、またリスクは過程ではなく最終目標に対して存在します。リスク量に関しては、長年にもわたって金融界を挙げて定量化を試みているが、未だに完全なものは作り上げられておりません。

年金運用者などの機関投資家にとって運用期間が長いことは有利に働いています。短期的な収益にとって不確実性要素となるボラティリティにそのたびに対処する必要がないため、ボラティリティの発生に伴ってしばしば生じる追加的なリターンを得ることができます。運用の期間を長くすることは、短期間のノイズや周期的な影響を平滑化することができるため、ほぼ間違いなく運用リターンの確実性を高めることができると言えます。

しかし、ポートフォリオの、ボラティリティに伴う下振れリスクの影響を最小限にすることは英国年金制度にとって中核となる目標であり、これは上述の運用手法と合致しません。長期的な視野をもつことがもたらすメリットがなければ、多くの年金基金は、ボラティリティに起因する損出を抑えるためにアクティブ運用に依存する傾向を強めるでしょう。ボラティリティとリターンがどのようなトレードオフの関係にあるかを評価することが最重要事項です。

短期的な視野に基づいた投資の代償

確実性を高めるために、どの程度のリターンを犠牲にしなければならないかの法則性はありません。対象資産のいつの時点の評価を基準にするかと、運用期間中の経済環境のいろいろな側面の影響を受けるからです。状況によっては、全くリターンを犠牲にする必要がないこともあり得ます。

金融危機以前には、10年物英国債のインフレ調整後利回りがFTSEオールシェア指数の配当利回りと同水準という時期もありました。株式

がもつ成長性は享受できないものの、値下がりにリスクを許容できない投資家にとっては、魅力的な投資対象でした。

この関係を、1980年代以降の先進国における実質金利の低下とインフレが収束していたいことを併せ、今振り返って見ると、なぜ過去30年の間に、リターンを犠牲にせずに安全資産で運用が可能であった期間が少なからず存在していたかが理解できます。

図1: 最近まで安全な運用のためのコストは決して高くなかった



出所: データストリーム、2018年7月31日

しかしながら、過去に起きたことが必ず将来繰り返されると考える人は少ないでしょう。伝統的な安全資産の現在の利回り水準は極端に低く、また、これ以上金利水準が低下する余地は残されていないように見えます。

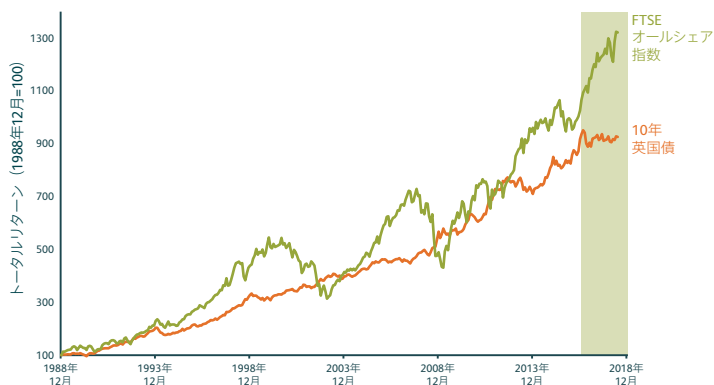
図1は、2016年の半ば以降の英国債のリターンがほとんどゼロであることを示しており、一方、図2は安全資産である国債とリスクのトレードオフの関係が未だ存在していることを表しています。

これらから、昔から存在する短期的なボラティリティとリターンの間にあるトレードオフの関係は、主要な資産クラスにも依然として当てはまることがわかります。それだけでなく、現在「安全」と言われる

資産も、ボラティリティによって大幅な下落を見せる危険性をはらんでおり、また、時間の経過とともに上昇に転じる可能性が明らかに低くなっているように思われます。

さらに重要なことは、世界各国の金利が継続的に上昇する局面では、あらゆる資産クラスの評価が大きく変わります。この変化がどのようなインパクトを与えるかは、直近の米国の金利上昇で将来的なリターンと資産間の相関関係がどのように変化したかが参考になると思われます。

図2: 安全とリターンの間のトレードオフ関係の変化



出所: データストリーム、2018年7月31日

2013年の量的緩和縮小時と同様に、2018年の初めは、金利上昇圧力の出現に伴いボラティリティが上昇しました。このような環境下では、金利関連資産は、過去20年間に投資家にとって当たり前だった安全性と資産価格の下落を防ぐ役割を果たすことができないばかりか、主要な資産クラスの多くにおいて下落の原因となってしまいました。

このことは、年金基金が必要とする運用成績を上げるためには、今までとは異なった運用手法を採用する必要があるという、運用環境の大きな変化を意味します。

新しい環境への対応

現在の環境では、短期ボラティリティに対処しながら魅力的なリターンを上げる運用戦略は、より多くのツールとより柔軟な投資姿勢が必要となります。

金利やインフレの影響がほとんどの資産価格の下落に相関する時期に、伝統的な資産クラスの中では、短期的な分散効果が得られる資産クラスが存在しないこともあり得ます。このような環境下、マルチアセット戦略においては元本の確保、そしてリターンを得るために空売りポジションやレラティブ・バリュー戦略を採用する必要性が生じることもあるでしょう。

状況によっては、短期的なボラティリティを許容する代償として得られるリターンが非常に魅力的になることもあります。

機関投資家は、短期的な確実性を得る代わりに、どれくらいの期待収益を放棄するかを明確にする必要があります。外部に運用を委託する場合、運用者との緊密な関係の構築と運用戦略についての高い理解度が必要となります。

最後に、非伝統的資産又は真にグローバルな投資ユニバースで運用することにより資産の分散化を図ることができる可能性があります。しかし、これには、どの資産がリターンの核となるかについての深い理解が必要であり、どのような環境においても分散を図るためには、単に「設定したら忘れる」というアロケーション手法を採用してはいけません。

結論

年金の運用において、短期的なボラティリティに対処しながら必要とするリターンを得るといった目標を設定することは引き続き可能です。しかし、そうすることには、最近、成功を収めてきた投資家とは異なるアプローチが必要であるという兆候が実際に現れ始めていることに注意を払う必要があると思われる。

伝統的な資産クラスと投資戦略の中では、投資家の多くが予期するボラティリティとリターンのトレードオフの関係は、従来言われてきたとおり、安全資産を利用してボラティリティを回避するためのコストは高く、また資産間の相関関係が変化する可能性もあります。

したがって、年金の運用は、よりダイナミックなアロケーションの採用、空売りポジションやレラティブ・バリュー戦略の活用、広い投資ユニバースの中で新たな投資分野の継続的な発掘など、より柔軟なアプローチを採り入れる心構えが必要を思われます。最近になり、これらの特性を機関投資家に提供するためのいろいろな戦略・商品が開発されており、今後はこれらの価値が証明される段階になります。

お問い合わせ

機関投資家営業部

+81 3 4550 6843

mgsalesjapan@mandg.com

www.mandg.jp

M&G Investments Japan株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第2942号

加入協会: 一般社団法人 日本投資顧問業協会

当社は、当社の海外関連会社であるM&G Investment Management Limited(MAGIM)、M&G Alternatives Investment Management Limited(MAGAIM)のために投資一任・投資顧問契約の代理・媒介を行います。MAGIM・MAGAIMは日本で金融商品取引業者として登録をしていないため、当該契約をご締結いただけるのは、日本の登録投資運用業者の方に限られます。

機関投資家向け資料

当記事は、現在の市場動向におけるM&Gの見解を述べたものです。今後、事前に通知することなく変更する可能性があり、実証しかねる推測を含む場合があります。過去の実績は将来のパフォーマンスを保証するものではありません。当記事の配布は売買の推奨や勧誘を行うものではありません。当記事は情報提供と教育のみを目的としており、投資に関する助言や特定の証券、投資戦略、投資商品の推奨を行うものではありません。本資料における個別企業に関する記述は例示のみを目的としており、売買の推奨を行うものではありません。当記事が提供する情報ならびに参照した情報は、M&Gが信頼性が高いと判断する情報源から得た情報で作成していますが、情報の正確性について保証するものではありません。内容の正確性についてM&Gはその責任を負いません。

M&Gインベストメント・マネジメント・リミテッドが提供するサービス及び商品は、英国金融行為規制機構のハンドブックにおけるプロフェッショナル・クライアントの定義に含まれる投資家のみを対象としています。

M&GインベストメントはM&Gインベストメント・マネジメント・リミテッドの商号であり、プルデンシャル・グループ傘下の他の企業により使用されます。M&Gインベストメント・マネジメント・リミテッドはイングランド及びウェールズにおいて番号936683、本社所在地ロンドン市ローレンス・バウントニー・ヒルEC4R 0HHにて登録されています。M&Gインベストメント・マネジメント・リミテッドは金融行動監視機構により認可され規制を受けます。プルデンシャルPlc(Prudential plc)は、アメリカ合衆国を主たる事業領域とするプルデンシャル・ファイナンシャルInc (Prudential Financial, Inc)の関係会社ではありません。AUG 2018 / IM-2063_HK

M&G
INVESTMENTS