



2015年春号

Russell Communiqué

様々な運用課題や投資テーマに関する展望

「付加価値」の源泉と活用方法 ～マルチアセットと株式運用機関構成の事例～

- 4 マルチアセット解剖学
 ～付加価値の源泉を解き明かす～
- 10 株式運用機関構成 常識の転換
 ～コンフィデントコアと
 スマートベータ・サテライト
- 17 年金数理人の視点：
 予定利率が低ければ万事解決!?
- 23 11年目の転勤と「英語力」



目次

3 はじめに

代表取締役社長
ジョン・R・ムーア

INVESTMENT FOCUS

4 マルチアセット解剖学
～付加価値の源泉を解き明かす～

オルタナティブ・アドバイザリー部
アソシエイト ディレクター オルタナティブ インベストメント コンサルティング
小野寺 勝
コンサルティング部 シニア テクニカル アナリスト
大浦 裕一郎

INVESTMENT FOCUS

10 株式運用機関構成 常識の転換
～コンフィデントコアとスマートベータ・サテライト

運用担当 執行役員 兼 シニア ポートフォリオ マネージャー
中川 裕之
コンサルティング部 エグゼクティブ コンサルタント
喜多 幸之助

CLIENT FOCUS

17 年金数理人の視点：予定利率が低ければ万事解決！？

コンサルティング部 エグゼクティブ コンサルタント
本部 崇仁

COLUMN

23 11年目の転勤と「英語力」

オルタナティブ・アドバイザリー部 ヘッド・オブ・プランニング
大崎 毅

はじめに

平素よりラッセル・コミュニケをご愛読いただき御礼申し上げます。今年も外部環境が目まぐるしく変化する中、早一年の半ばを迎えようとしています。読者の皆様におかれましても、ご多忙の毎日をお過ごしのことと拝察いたします。

年初から、グローバル・マーケットを大きく動かすイベントが続いています。ギリシャ情勢への懸念やスイスフランの対ユーロ上限撤廃、欧州中央銀行（ECB）の量的緩和導入、また米国の早期利上げ観測の後退など、様々なニュースフローを受けて資本市場がボラティルになる環境下で、日々のポートフォリオの運営にお悩みのことと思います。

私は、今年3月の代表取締役社長就任以来、経営者としての使命と責任の重さを実感するなかで、持続的な成長を実現するために経営者に求められる資質には、変化に対する柔軟性と進化を遂げる力量が含まれるのではないかと考えています。過去の成功体験に固執し柔軟な発想ができなくなったり、改善努力を怠り成長のチャンスを逃した結果、市場からの退場を余儀なくされた例は枚挙に暇がありません。過去数度の金融危機の教訓からも、長期に亘って成長を持続することの難しさを痛感するものです。資産運用業務に携わる皆様におかれましても、日々の柔軟かつ迅速な対応が重要な課題であると思います。これらの課題を解決するために、私どもは今後ともお客様に付加価値の大きい資産運用サービスをご提供するために絶え間なく進化し続け、努力してまいる所存でございます。その一環として本誌では、様々な分野で私どもが考えるアイデアをご紹介します。

今号では、小野寺と大浦より「マルチアセット解剖学」と題し、オルタナティブ投資の立場からマルチアセット戦略の付加価値の構成要素について解説を行っています。また、中川と喜多より、アクティブコアを中心とする伝統的な株式運用機関構成の常識を覆す戦略として、確信度の高い高リスクの運用機関をコアに据えるコンフィデントコアの採用とスマート・ベータ活用方法をご紹介します。そして、本部より、「年金数理人の視点：予定利率が低ければ万事解決！？」と題し、予定利率と総合的なリスク政策の検討による年金制度の安定運営についてご案内させていただきます。最後のコラムでは、社内異動で新たな出発を迎えた大崎が、新しい部署での意気込みを過去の経験に照らし合わせ、ベータ（組織）とアルファ（個人）の切口で執筆しておりますので、是非最後までおつきあいくださいようお願いいたします。

本誌が、皆様の今後の資産運用に少しでもお役に立つことを心より願っております。今後とも変わらぬお引き立てのほど、何卒宜しくお願い申し上げます。

代表取締役社長
ジョン・R・ムーア



ジョン・R・ムーア

INVESTMENT FOCUS



小野寺 勝



大浦 裕一郎

マルチアセット解剖学 ～付加価値の源泉を解き明かす～

オルタナティブ・アドバイザー一部
アソシエイト ディレクター オルタナティブ インベストメント コンサルティング
小野寺 勝
コンサルティング部 シニア テクニカル アナリスト
大浦 裕一郎

「マルチアセット」という戦略が年金基金に紹介されるようになってしばらく経つ。バランス型運用の延長なのか、GTAA（グローバルタクティカルアセットアロケーション）に似た戦略なのか、オルタナティブ投資の一種なのか。解釈が幅広いだけにマルチアセット戦略をどのように利用すればよいのか上手い答えが出ていないのが現状だろう。

今回は日本で紹介されている商品ユニバースを基に、資産の組合せとは異なる切り口で分類を行い、マルチアセット戦略が投資家に提供しうる付加価値をいくつかの要素に分解する。

ここで紹介する考え方が投資家のマルチアセット戦略検討の一助になればと考えている。

マルチアセット戦略の共通点

一口にマルチアセット戦略と言っても運用手法や投資対象は各社各様であり、戦略の定義は難しい。まずはマルチアセット戦略のユニバースを俯瞰して得られた共通点と分類について整理する。

日本で紹介されているマルチアセット戦略の商品数は、円建てファンドが未設定の戦略、同じ運用機関のリスク水準の異なる戦略などを含めると延べ50戦略近く存在する（2014年12月末時点）。

トラックレコードを見ると、設定から4年未満の戦略が半数以上（弊社で詳細な情報を収集した34戦略のうち19戦略。2014年12月末時点。）を占めている。10年以上のトラックレコードを持つ戦略も存在するものの、全体としてはまだ日の浅い戦略群と言えよう。

ユニバース全体を俯瞰すると、マルチアセット戦略の主な共通点として以下3点が浮かび上がる。①株式、債券などの伝統的資産以外に、コモディティ等非伝統的資産にも投資対象を分散、拡張していること。②独自の手法に基づき機動的な資産配分調整を行うこと。③厳格な目標リスク水準/範囲を設定し、その水準内で配分調整を行うこと。購入や解約が高い頻度で可能な流動性を備えていること、報酬は固定報酬のみを設定している戦略が多いことも特徴として挙げられる。

INVESTMENT FOCUS

マルチアセット戦略の分類

次にマルチアセット戦略を収益源泉と運用手法という観点から分類してみる。

収益源泉

マルチアセット戦略の収益源泉を整理したものが表1である。一般的にマルチアセット戦略というと、バランス型ポートフォリオに対して月次や日次といった比較的高い頻度で資産配分を変更する戦略、つまりベータの配分調整を機動的に行う戦略とイメージされがちだが、一部の戦略では、個別銘柄投資やロングショート、レラティブバリュウーといった市場の非効率性に着目したポジション構築を行ういわゆるアルファを活用する戦略も少なくない。

エクスポージャーの取り方では、時価総

額加重の市場ベータだけではなく中小型やバリュウーといった各種ファクターへの投資やエキゾチックベータ、ヘッジファンドベータなどと呼ばれる収益源泉を利用している戦略も存在する。そのため、ここではベータより広い概念であるリスクプレミアムという言葉も使用する。

収益源泉の活用方法としては、ベータ（リスクプレミアム）のみが用いられる戦略や、アルファのみを用いて構築される戦略、ベータ（リスクプレミアム）とアルファの両方を組み合わせることで分散を図る戦略などがある。

運用手法

続いて運用手法の観点からマルチアセット戦略を分類したものが表2である。

表 1 マルチアセット戦略の収益源泉

収益源泉		概要
アルファ	アルファのみ	個別の投資アイデア
	ベータ(リスクプレミアム)およびアルファ	ベータ(リスクプレミアム)とアルファに分散
ベータ(リスクプレミアム)	ベータ(リスクプレミアム)のみ	収益の源泉をベータ(リスクプレミアム)に依存

表 2 マルチアセット戦略の運用手法による分類

トップダウン/ ボトムアップ	手法
トップダウン	リスクパリティ
	リスクパリティ + TAA
	TAA
ボトムアップ	アルファの集積

50戦略近いユニバースを俯瞰すると主な共通点として3点が浮かび上がる

INVESTMENT FOCUS

ポートフォリオをどのように構築するかでマルチアセット戦略の運用手法はトップダウン型とボトムアップ型に分けられる。

トップダウン型では特定のプロセスに基づいて、資産配分を決定する。これに分類される運用手法としてはリスクパリティ、TAA（タクティカルアセットアロケーション）およびその2つを組み合わせたものがある。それぞれの運用手法は以下の通りである。

リスクパリティ

この手法は主要資産クラスのシャープレシオは長期的にはあまり変わらないという観察結果を前提としている。この前提であれば、具体的には各資産のリスク寄与量（リスク×配分比率）が等しくなるように調整すれば、長期ではリスク調整後リターンが最も高いポートフォリオを構築できるという考え方だ。リスクパリティでは長期の景気サイクルを通じて安定的なリターンを産み出すために、リターンの出方が異なる資産を組み合わせて、各資産のリスク配分が均等になるようなポートフォリオを構築する。結果的にリスク水準の低い債券が金額配分としては大きくなる傾向がある。また各資産のリスク量の変動に応じて資産配分も機動的に修正される。均等とするリスクとしては、各資産の価格の標準偏差を用いるほか、各種リスクファクターを対象とするものなど多様な広がりを見せている。運用者に要求されるスキルとしては、各資産のリスクの正確な推定はもちろんのこと、資産配分の調整が頻繁に発生することから安価にポートフォリオを運営する執行能力も鍵となる。

TAA（タクティカルアセットアロケーション）

この手法ではマクロ経済情報（景気動向）、バリュエーション（資産価格の割高/

割安度）、モメンタム（資産価格の方向性やその勢い）といった情報を利用する。

クオンツモデルによる定量分析や運用チームによる定性判断にこれらの情報を用い、分析結果に基づいて資産配分を決定する。インプットされる情報や投資判断により資産配分の調整が機動的に行われる。運用者には、投資判断の材料を通じていかに各資産のリターン/リスクを高い確度で予測できるかが求められる。

両手法を取り入れたリスクパリティ+TAA型もある。これはリスクパリティの手法で構築したポートフォリオに対し、商品のリスクリターン目標に応じてさらに配分調整（TAA）を施し、価値を付加するという手法である。

ボトムアップ型は、その名の通り個別の投資アイデアを重視してポートフォリオの構築を行う手法を指す。ここでは手法の名称をアルファの集積としている。アルファの集積では、運用チームやアナリストが発掘した個別の投資アイデアを集めてボトムアップでポートフォリオを構築する。実際には各アイデアの確信度、リスク、他のポジションとの相関などが考慮され、ポートフォリオ全体のリスクがあらかじめ設定されている水準に収まるようにする。この手法では、運用チームがいかに優れた、かつ互いに相関性の低い投資アイデアを創出できるかが鍵となる。

運用実績

ここで、今回対象としたマルチアセット戦略の過去のパフォーマンスをしてみる。

図1は月次リターンデータの入手できた28戦略の2014年12月から過去2年間のリターン/リスクの実績である。トラッキングレコードの関係で短い期間での分析となっている。

INVESTMENT FOCUS

当該期間においては株式を中心に市場環境が概ね好調であったが、戦略毎および商品毎でリターン/リスクの結果に大きなバラツキがあることが分かる。これは元々戦略毎に目標としているリスクリターン水準が様々であること、また商品毎でも様々な運用手法がとられていることが主要因と考えられる。

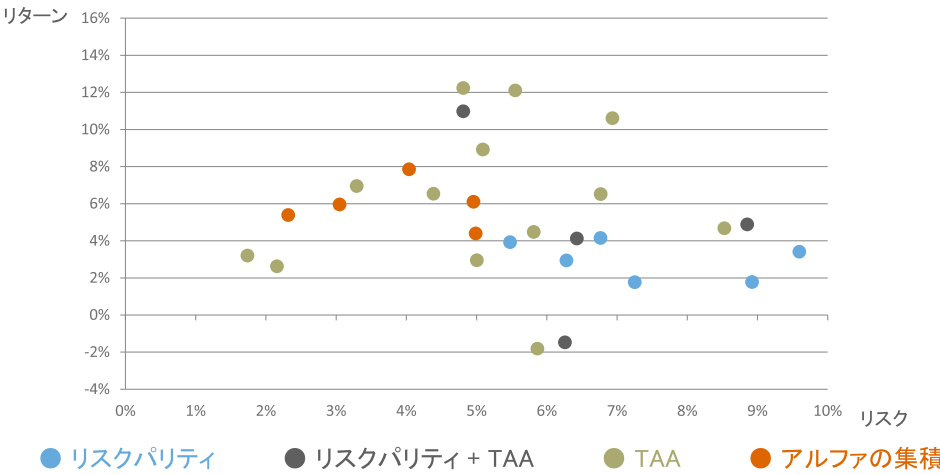
分類別の傾向が観察されるとすれば、リスクパリティのパフォーマンスが商品ユニ

バースの中では劣後し、高水準のリスクとなったことが挙げられる。前述の通りリスクパリティでは債券のリスク寄与を増大するためレバレッジをかけてエクスポージャーをとる場合が多い。当該期間では、2013年春の金融緩和縮小発言を巡るいわゆるバーナンキショックで米国金利が急騰した際にリスクパリティ戦略は比較的大きなマイナスを被った。

図2および図3はマルチアセット戦略と伝

過去2年間ではバーナンキショックの影響でリスクパリティのパフォーマンスが劣後

図1 過去2年間の分類別リスクリターン特性（2014年12月時点）



上記は過去の実績であり、本資料のいかなる記述も将来の投資収益等の示唆あるいは保証をするものではなく、またその結果の確実性を表明するものではありません。

図2 マルチアセット戦略の債券（Citi WGBI ヘッジあり）に対する相関

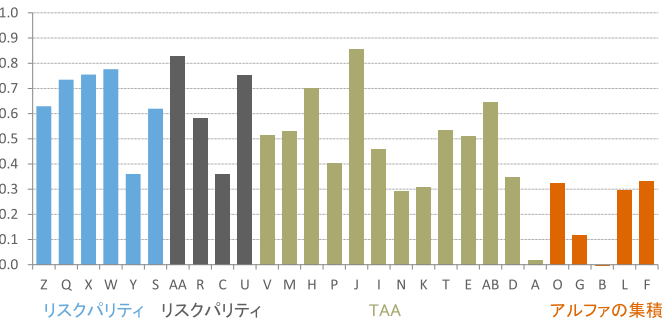
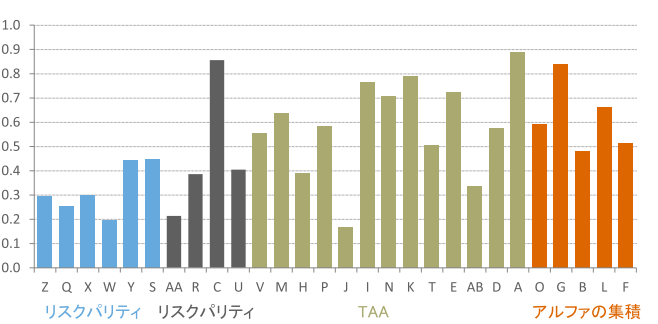


図3 マルチアセット戦略の株式（MSCI World）に対する相関



各運用機関のデータをもとにラッセルが作成 2014年12月より過去24ヶ月の月次リターン（ネット、円ヘッジベース）を利用
上記で表示したシミュレーションは、一定の（明示または黙示の）仮定・前提条件に基づいて過去の実績等を加工・分析したものであり、運用実績ではありません。

INVESTMENT FOCUS

統的資産との相関係数である。

前述の理由からリスクパリティを含む戦略は債券との相関が高い。TAAは商品毎の運用内容により異なる特性を示しているが、株式や債券のロングエクスポージャーがポートフォリオの中心となるため、両資産に対して相応の相関が認められる。アルファの集積は全般に株式との相関が認められることから、リスク資産系の投資アイデアがリターンの主要な源泉になっていると考えられる。

付加価値の分解

最後に、先述したマルチアセット戦略の分類を参考にマルチアセット戦略の付加価値とは何かについて考察する。

収益源泉としては、アルファとベータ（リスクプレミアム）という構成要素に分解できることを確認した。運用手法では、リスクパリティ、TAAといったトップダウンの資産配分決定手法とボトムアップ手法であるアルファの集積に分類した。

これを元に、マルチアセットの付加価値

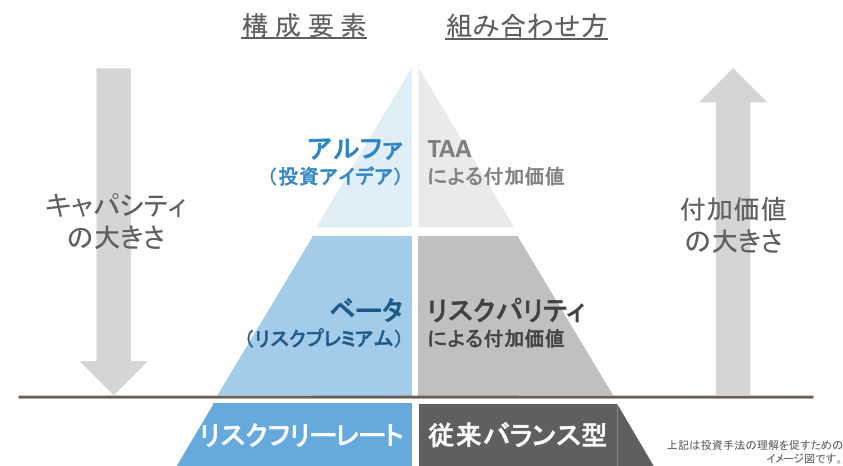
を整理すると図4のようになる。

どのような付加価値があるかを考える上で、一つ目の軸としてその付加価値がポートフォリオ構成要素そのものなのか、または構成要素を組み合わせる方法から生み出される付加価値なのかという点に着目した。

もう一つの軸として付加価値の大きさという点にも着目した。「付加価値の大きさ」というと抽象的な言葉だが、これは従来のポートフォリオの効率性を高める効果がどれほど大きいかを指す。つまり従来のポートフォリオに対し期待リターンを高められるか、リスクを小さくできるか、分散効果を付与できるかといったようなことを指している。付加価値の大きさに比例してそれを得るための運用報酬も大きくなると考えられる。

一方で付加価値の大きさと反比例するのがキャパシティの希少性である。ここでキャパシティは、市場から得られる各付加価値の供給量、付加価値へのアクセスのしやすさという意味で使用している。三角形の面積はキャパシティの大きさを示している。

図4 マルチアセットの付加価値の源泉（イメージ図）



INVESTMENT FOCUS

要約すると、確度の高い投資機会の継続的な発見やスキルのある（付加価値の大きな）マネージャーへのアクセスは難しく（獲得できる付加価値の総量は少ない）相応の運用報酬がかかる、ということである。

まず構成要素そのものに分類される付加価値としてアルファとベータ（リスクプレミアム）がある。

図4ではリスクフリーレートに対し、アルファとベータの付加価値が上乗せされる形となっている。

アルファはベータよりもキャパシティが小さく、付加価値が大きい。

一方で、構成要素の組み合わせ方にも付加価値があると考えられる。伝統資産のバランス型運用による付加価値を分散効果のみと考えると、リスクパリティはリスク調整後リターンを引上げることによる付加価値が、TAAにはアクティブな資産配分変更によりもたらされる付加価値があると考えられる。TAAの方がリスク推定だけでなくリターンの予測やポートフォリオ運営能力も必要とされるため、適切な運用者や商品を選択できればより大きな付加価値が得られるといえるだろう。

最後に

このようにマルチアセット戦略の付加価値は、その構成要素であるアルファ、ベータ

（リスクプレミアム）、およびその組み合わせ方（TAAおよびリスクパリティ）に分解でき、マルチアセット戦略とはこれらの要素を選択的に組み合わせた戦略と考えることができる。ベータ×リスクパリティ、ベータ×TAA、アルファ+ベータ・・・運用機関の考え方/組織体制や商品の運用目標により組み合わせは多種多様であり、結果的に様々なリスクリターン特性を持つ商品が存在している。運用実績にも比較的大きなバラツキが出ていることは見てきた通りであり、この多様性が投資家の評価や比較を難しくしていたと言えるだろう。

上述のようにマルチアセット商品の付加価値を分解して整理することで評価や比較、または投資目的に合致しているかどうかということも検討しやすくなるはずだ。商品の選定に際しては、どの構成要素がどのような組み合わせで入っているのか、その値段（運用報酬）は投資家が期待する付加価値の大きさに見合っているのか、という見極めが必要となる。マルチアセット戦略を検討する際にはこのように考えることが一つ助けになるのではないかな。

マルチアセット戦略はどうしても投資対象の広さや目標リスク水準といった戦略の属性に目が向きがちだが、「何が」収益を生み出す源泉であるかをよく理解することが、ポートフォリオ全体の改善には役立つのではないかな。

「何が」収益を生み出す源泉であるかをよく理解することが、ポートフォリオ全体の改善に役立つ

<参考文献>

Brian Hurst, Bryan W. Johnson, CFA and Yao Hua Ooi, AQR Capital Asset Management (2010) "Understanding Risk Parity," Research Paper, AQR: <https://www.aqr.com/>, October 2011.
Ray Dalio, "Engineering Targeted Returns & Risks," Research Paper, BridgeWater: <https://www.bwater.com/>, August 2011.
Qian, Edward. "Risk Parity Portfolios: Efficient Portfolios through True Diversification," Research Paper, Panagora, September 2005.

INVESTMENT FOCUS



中川 裕之



喜多 幸之助

株式運用機関構成 常識の転換 ～コンフィデントコアとスマートベータ・サテライト

運用担当 執行役員 兼 シニア ポートフォリオ マネージャー
中川 裕之
コンサルティング部 エグゼクティブ コンサルタント
喜多 幸之助

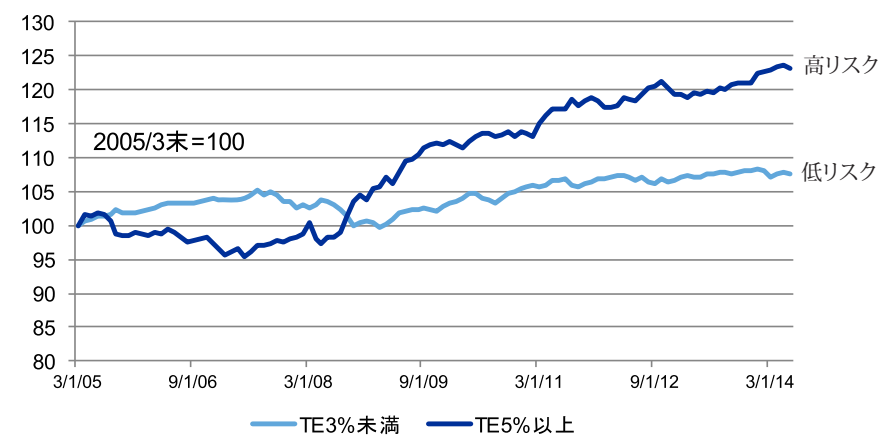
アクティブ運用は冴えない？

2014年度は内外株式ともアクティブ運用機関が平均的にみて不調に終わった年度でした。こうした不調を経験すると、アクティブ運用を諦めパッシブ化しようという意見がどうしても大きくなります。実際、アクティブ運用に対する不満として、同じようなタイミングで勝ったり負けたりする、リターンが全般的に冴えない、などが言われてきました。

図1¹は日本株式の運用機関ユニバースのデータを元にした分析です。高リスク（トラッキング・エラーを指す）のグループは、一時マイナスの超過リターンになるなどリスクは高いものの、長期では高い累積超過リターンを獲得していることが確認できます。一方、低リスクグループは、長期的にみて運用報酬並みの付加価値しか生んでいないことが分かります。

低リスクグループのデータからはもう一つの問題点が観察されます。グループ全体の超過

（図 1）リスク（トラッキング・エラー）別累積超過リターン



1. データ出所および分析：ラッセルユニバース。日本株式運用機関のパフォーマンス（2014 年 6 月末時点でのデータ数 100）を過去 3 年間のトラッキング・エラーにて分類。超過収益の累積平均、超過収益間の相関係数の分布を計測。

INVESTMENT FOCUS

リターンが緩やかな正の相関を帯びている、すなわち勝ち負けのタイミングが一致しやすいという点です。一方で高リスクグループの相関はバラバラ、すなわち、勝ち負けのタイミングがばらついているため、組合せによる分散効果が期待できるということです。（図2）

運用機関構成の再考 コアの転換

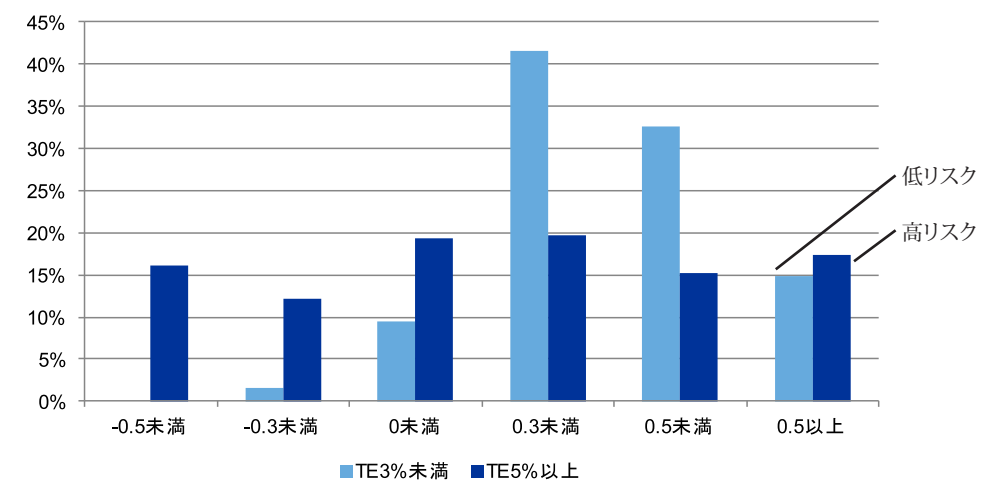
伝統的な株式運用機関構成としてよく挙げられるのが、パッシブ、ないし、アクティブコアを中心に据えたコア・サテライト型というものです。ここで中心に据えられているアクティブコアは、リスクの低い市場型の運用機関中心です。すなわち、前章で述べたような冴えないアクティブ運用のグループと特徴が重なります。サテライトとして採用されている高リスクの運用機関が個別に見て大きく勝ったとしても、コアに位置づけられ規模も大きい低リスク運用機関が冴えないと、アクティブ全体の運用実績が冴えないという帰結になっているのかと想像できます。

低リスクのアクティブ運用機関がコアとして採用されてきた背景として、リスク管理主体での運用機関構成の考え方が浸透していることが挙げられます。市場インデックスが資産ベンチマークとして採用され、それから外れる動きは、トラッキング・エラーというリスク指標に基づき抑制的に管理されます。本来、運用機関選定の部分は付加価値獲得の要とも言えるプロセスなのですが、リターン期待よりもリスクを主眼とした管理がなされてきました。

しかし、アクティブ運用機関が行うリスク抑制という行動は、リターン向上に資することではなく、市場への追従度を高めるためだけに行われるものです。実際、図1・2の統計にも高リスク運用と低リスク運用の実績の差が表れています。リターン獲得を狙うのであれば、伝統的な低リスクのアクティブ運用を中心に据える考え方よりも、リスクは高いが運用能力に対する確信度の高い運用を中心とする方が理にかなっているということになります。いわば、従来のアクティブコア

リターン獲得のためには運用能力に対する確信度が高い運用を中心とする方が理にかなっている

（図 2）超過収益相関係数の分布



INVESTMENT FOCUS

でなくコンフィデント（高確信度）コアの採用です。（図3）

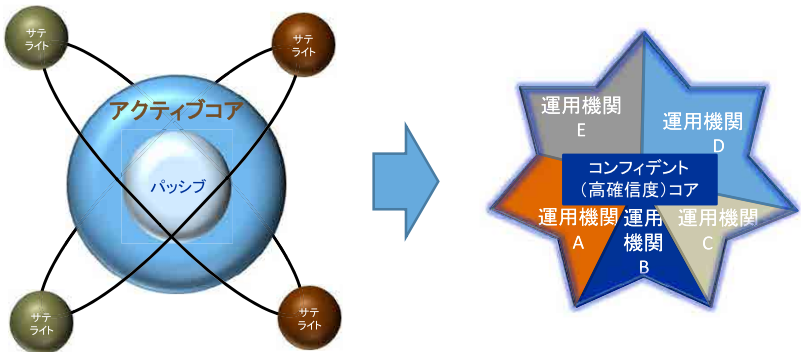
高リスク運用機関の組合せ

しかし、高い超過収益が期待できる運用機関は、ポートフォリオの個性も強い場合が多い、すなわち、アクティブリスクが高く、かつ、そのうちファクターリスクも高いと考えられます。図4²は当社の評価ランク（4ランクが最も超過収益獲得の確信度が高い）ごとのアクティブリスクとその内訳を示しています。リスクは、ファクター・セクター要因と銘柄選択による個別銘柄要因に分けられます。4ランクの運用機関は高リスクであり

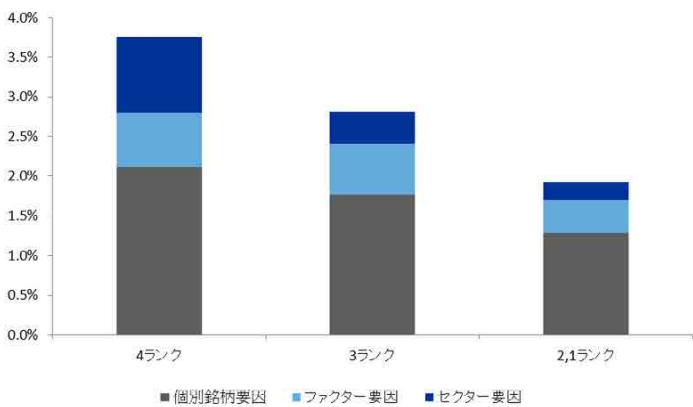
（この逆は必ずしも成り立つとは限らないが、高リスクでかつ生き残っている運用機関は実力が伴っていることも多いと推定できる。また、図1で示したように高リスク群は平均でも高リターンを示している）、特に個別銘柄要因が高いことが観察されます。超過収益獲得に有効なリスクの取り方として個別銘柄リスクが最も有効で、ファクター・セクターリスクは特定の見通しを持たない限り抑制するというのが一般的な運用機関管理のセオリーになっています。

ファクター・セクターリスクの抑制には、運用プロセスの分散が有効です。従来、運用機関構成はスタイル分散を主な基準とし

（図 3）運用機関構成 伝統的姿とこれからの姿



（図 4）ラッセルの評価ランクごとのアクティブリスクとその内訳（平均）



2. データ出所および分析：Axioma、ラッセルユニバース。日本株式運用機関のラッセルのランクごとのアクティブリスクおよびそのリスク内訳（2014年12月末時点）

INVESTMENT FOCUS

て行うのが一般的でした。しかし、相場環境によって特徴を変化させる運用機関もいます。実際、低成長環境下においては、適度なポジション変更によって超過収益の糧とすることも選択肢の一つと言えます。ポートフォリオ性格に柔軟性を持つ運用機関の採用も有効です。しかし、そういった運用機関を採用すると、一時点で見た静態的なスタイル管理だけだと十分な分散は図れません。

図5はアクティブ運用を分類するための5つの尺度で、柔軟性、対象期間、リサーチの重点、意思決定の枠組み、そして、スタイルを挙げています。最後のスタイルを除いた4つは運用プロセスに関する尺度です。通常運用機関を数多く集めて選ぶとすると、ジャッジメンタル・長期運用・ファンダメンタル重視・ボトムアップというプロセスがどうしても多くなります。ここまでプロセスが同じでスタイルのみグロースとバリューに分けたとしてもさほど分散効果は期待できません。システムティック、短期運用、テクニカル重視、トップダウン判断重視、分散という視点からはこのような特徴の運用機関を探す方が有効と考えることもできます。

ただ、資産規模によって異なりますが、採用できる運用機関数には限りがあります。運用機関の数に限りがある場合、個々が高リスクであれば、分散によって相殺することができないファクターリスクがどうしても残

りがちになります。市場環境によっては運用機関同士で補完作用が効かない場合もあり、アンダーパフォームすることがあり得ます。ただ、それを避けるために、スマートベータを使うという選択肢があります。

スマートベータとしては、一般的には、低ボラティリティ・最小分散・ファンダメンタル・高配当戦略など、アノマリー等により通常の時価総額インデックスより効率よくリターンを獲得できるよう特定の戦略を体現するために銘柄選定入替え基準をルール化したものが良く知られています。いわば、戦略型スマートベータです。一方、バリュー・規模・モメンタム・クオリティなど、特定の性格を代表する銘柄群の特徴、すなわち、ファクターを体現したスマートベータもあります。後者のファクター型スマートベータをポートフォリオのリスク管理のために用いるわけです。通常、株式ポートフォリオのリスクはファクターで分析されます。例えば、運用機関構成全体でみてバリューファクター、クオリティファクターが弱めだとすると、バリュー型スマートベータおよびクオリティ型スマートベータを追加採用することでファクターリスクの偏りの調整が可能になります。

高リスクの運用機関であっても、まず分散を考慮することでファクターリスクを抑制することができ、その上スマートベータを用いて偏りを修正すれば、さらなるファクターリスクの抑制が可能になります。（図6）このよ

運用機関分散は5つの尺度で行い、残存するファクターリスクはスマートベータで相殺するという選択

（図 5）運用機関分類の尺度



INVESTMENT FOCUS

うに、個別銘柄リスクの割合を高めることで、リスクテイクの効率性を追求することができるのです。

サテライトとしてのスマートベータの活用

このように、高リスクのアクティブ運用機関構成において、リスク管理の観点からスマートベータの活用余地があります。ただ、スマートベータの活用法という視点から見ればあくまで受身的な使い方に過ぎません。スマートベータをより積極的に活用する余地について考えてみましょう。以下では2段階の使い方についてご紹介いたします。

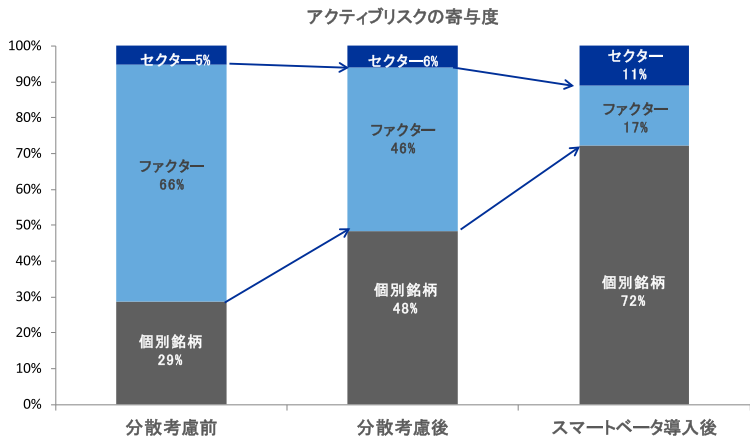
①ストラテジック：アクティブ運用の再現

前述のようなファクター型スマートベータの使い方は、戦略としてではなくあくまでリ

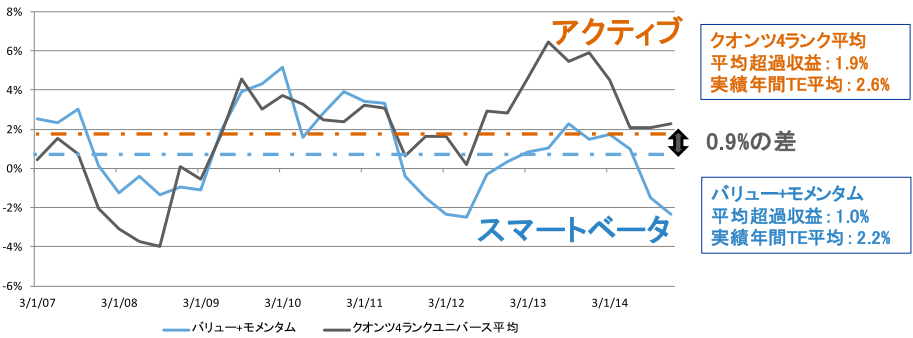
スク管理のためのパーツとしての使用に留まっています。ただ、これらのパーツを組み合わせると、一定のアクティブ運用戦略を模倣することが可能になります。例えば、「バリュー+モメンタム」のファクターは、典型的なクオンツ運用が採るポジションですし、「クオリティ+低ボラティリティ」は、俗にパフェット型運用と呼ばれる企業の本源的価値に着目した運用が帯びる主要ファクターです。ファクター型スマートベータを組み合わせることで、こういった戦略の典型的なアクティブ運用ポジションが低価格で再現できるといえます。

図7はバリューとモメンタムの2つのスマートベータ指数を組み合わせたと高ランクのクオンツアクティブ運用の超過収益（グローバル株式）の比較です。スマート

（図6）分散・スマートベータ導入によるリスクの変化



（図7）スマートベータの組み合わせとクオンツ4ランクユニバース平均の超過収益（1年ローリング）



INVESTMENT FOCUS

ベータの組合せは、優秀な運用機関ほどの超過リターンは出ませんが、似たようなリターンパターンを作ることができることを確認できます。ファクター型スマートベータを組み合わせることで、典型的なアクティブ運用と似たポジションを取ることが可能です。この場合は、特定のファクターにかかるスマートベータにつき継続的に一定量を保有し続けることになります。

②ダイナミック：動的ファクターアロケーション

スマートベータは一定のルールに基づく投資で、通常のアクティブ運用の様に運用実績が低迷したからといって投資プロセスを修正することはありません。すなわち、「投資開始前までの運用実績は良かったのに投資開始後はさっぱり」というのは、そのスマートベータのせいではなく、投資家が単にそれを「高く買って安く売った」だけなのです。前項では、アクティブ運用の代わりとしてスマートベータを継続的に一定量保有する考え方を述べましたが、本項では

経済環境に応じて取るファクター型スマートベータの種類、もしくは、量を変えていく考え方について述べます。

図8は景気サイクルと各局面でのファクターの有効性をまとめたものです。図上青○で表示しているように、各局面で有効なファクターが異なります。

景気後退局面では、クオリティファクターの有効性が高いと一般的に考えられます。これは、企業の利益見通しが全般的に不透明になるために、利益の増減が高い銘柄や倒産の可能性のある銘柄は避けられ、逆に、バランスシートが強固で利益見通しにブレが少ないクオリティの高い銘柄が一般的に買われるためです。また、景気回復局面においてはバリューファクターが効くことが想定されます。景気回復期待を受けて、それまで割安に放置されていた銘柄が適正な株式価値に戻るとの期待が集まるためです。また、好景気局面では、上がった銘柄が更に上がると思う人間心理が働くために、モメンタムファクターが効くようになります。こ

（図8）景気サイクルと各局面でのファクターの有効性

経済	停滞局面	景気後退	景気回復	好景気
市場サイクル				
ベータ	-	-	+	+
バリュー	0	-	++	+
グロース	+	--	+	+
クオリティ	+	++	--	-
モメンタム	0	-	0	+

描写のみを重視して示した一例です。

スマートベータを積極的に活用するための方法その2
一局面に応じて動的アロケーションを行う

INVESTMENT FOCUS

れは行動経済学的にも指摘されていることです。

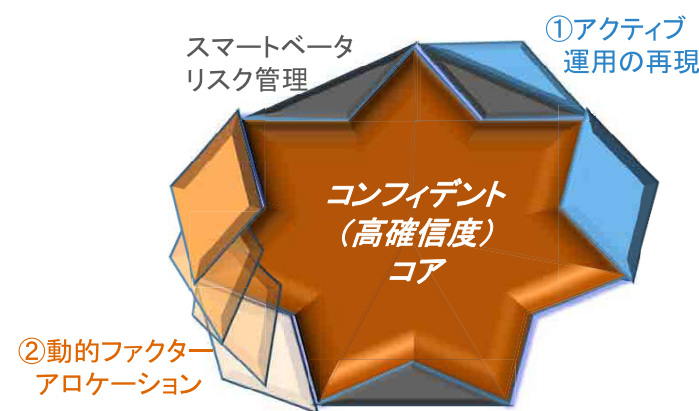
これらの局面で各々のファクターのエクスポージャーを動的に変化させることができれば、更なるリターンが期待できます。しかし、株価（ベータの動きそのもの）は景気の先行指標と言われ、事前にその動きを予測することは至難の業です。一方、景気サイクルの位置（好景気・不景気）、および、ファクター間の有利不利の関係については、その先行度は株価ほどではないと考えられます。それでも、景気サイクルの変わり目のタイミング判断は非常に難しいため、景気動向にある程度見極めがついてから動かすというのが現実的かと思います。ただ、ここまでくると運用機関が行う投資判断のレベルに近づいてきます。実践するには、各ファクターの割安割高や方向性を判断するようなツールの導入や投資判断の外部委託が現実的かと思います。

まとめ

本稿では、運用機関構成において確信度の高い高リスクの運用機関をコアに据えるコンフィデントコアを最初にご紹介いたしました。そして、そのリスク管理という位置づけからサテライトとしてスマートベータを活用する考え方を述べました。それに加え、スマートベータのさらなる活用法について2段階付加しました。これらを概念図にまとめたものが図9です。

最後に運用機関に支払うフィーの問題について申し添えます。高リスク運用機関の比率が多くなるのでフィーは全体に上がるかもしれません。しかし、上がったとしても数十ペーシスのレベルです。確信度の高い運用機関であれば超過収益は数百ペーシスレベルが期待できます。運用能力の高い先が選ばればフィー控除後で十分お釣りがくる計算になります。能力の高い運用機関を選定できるプロセスさえ確立されていれば、十分に勝算のある運用機関構成だと考えます。是非検討されてみてはいかがでしょうか。

（図 9）運用機関構成の再定義概念図



CLIENT FOCUS

年金数理人の視点： 予定利率が低ければ万事解決！？

コンサルティング部 エグゼクティブ コンサルタント
本部 崇仁



本部 崇仁

1 はじめに

年金制度の安定運営のための必須条件は何かと問われれば、誰しも第一に“低い予定利率”と答えるだろう。年金制度の最大のリスクは資産運用であり、低い予定利率は、年金制度の安定運営の代名詞なのだ。

しかし、“低い予定利率ならば、常に年金は安定運営”なのかと問われれば、その答えは残念ながら否である。高校の数学「命題の証明」の授業を思い出してほしい。「命題が真であっても、逆は、必ずしも真ならず」なのだ。一般的に、命題の逆が常に成り立つわけではないのは、条件が必要だからだ。この条件の重要性が高いほど、命題の逆が成り立ちにくくなる。低い予定利率のケースで言えば、予定利率の他に安定運営のための“必要な条件”があることを意味する。

これはすなわち、年金制度の安定運営を意図して予定利率を引き下げたにも関わらず、“必要な条件”を満たしていないと、目的が実現できないだけでなく想定外のリスクまでも抱えてしまう可能性もあることを意味している。“必要な条件”の重要度や影響度は、全ての年金制度にとって同等ではないが、“必要な条件”は、年金の運営やリスク管理の本質を理解する上で欠かせない。

2 低い予定利率と引き換えに生ずるリスク

一般的に制度変更を行わない限り予定利率の引き下げは、掛金の引き上げを伴う。実務経験から言えば、予定利率引き下げは過去分への影響が大きいため、ある程度制度変更を行ってもトータルでは掛金の引き上げになる場合が多い。従って、予定利率を引き下げたいが、年間掛金額は引き上げたくない（または、引き上げられない）場合、償却年数の長期化が必要になる。

実は、この償却年数の長期化などの掛金政策の変更が、低い予定利率と引き換えに生ずるリスクなのだ。償却年数の長期化自体は、財政運営ルールでも認められ、将来的な掛金拠出の約束であることから、一概に問題があるとは言えない。しかし、超長期の償却年数となると話は別で、運悪く約束が守られない可能性等も考慮しなければならない。償却年数を長期化すると特別掛金収入現価が増加し、責任準備金は小さくなるため、一見すると貸借対照表上や積立比率は健全化する。しかし、根源的には超長期の未収債権をバランス

“低い予定利率ならば、常に年金は安定運営”なのかと問われれば、その答えは残念ながら否である

CLIENT FOCUS

シートに計上しているだけで、年金制度の真の安定運営という観点からは、見かけほどはよくはなっていない。

特に総合型のように中小の事業所で構成される制度の場合は要注意である。仮に予定利率引き下げても市場環境が悪ければ不足金は発生する。償却年数を長期化して掛金額への影響を極小化しても、償却が完了する前に新たな不足金が発生すれば、最終的には掛金額へ影響を与えてしまう。運悪く掛金引き上げが連続してしまうと、運営に対する不信感を招き、事業所脱退を招く可能性もある。超長期の償却は、結果として掛金未収リスクや財政の不安定性を高める要素になりうるのだ。また、一般的に総合型は、地域や業界で構成されるため、産業の新陳代謝に伴う加入者の大幅減少など不可逆的な変化を受けやすい。これらのリスクは予測や推計が困難だが、超長期の償却年数はこの影響を大きく受ける。

この他にも、償却年数が長いと現在と将来の負担者（設立事業所）が異なり、負担の公平性上の問題も生じうる。これは設立事業所が、個人経営に近い小さな事業所で構成されている程、影響が大きくなる。制度運営の公平性や納得性が低下すれば、組織の不安定化につながる。便益を受ける層が相応の負担を負わずに、未来の加入員に過度に負担を寄せるような運営は、将来的な存続リスクにも発展しかねないことに留意が必要である。

なお、ここでは総合型を例に説明したが、資本関係が強くない連合型、親会社が加入しない連合型等も同種の問題が発生し得るだろう。単独型は、この問題と関係が薄いように見えるかもしれないが、最近は、事業再編やM&Aなど予測困難な事象によって制度運営の基盤が大きく変わることがあ

る。償却年数が長く特別掛金の将来負担が大きいと判断されれば、将来的な給付引き下げに繋がる可能性も否定できない。現時点でリスクが小さく見えても、環境等の変化で大きなリスクに変化することもある。単独型においても掛金政策は長期的な制度の安定運営と無縁とは言えない。

予定利率を引き下げて償却年数を長期化する行為は、いわば運用リスクと掛金政策リスクの交換である。償却年数を長期化して仮に計画通り掛金収入ができたとしても、リスクが顕在化しなかったにすぎない。真の安定運営のためには、包括的なリスク認識が必要不可欠だ。そして、リスク管理は、足元だけではなく時間軸を伸ばし広がりを持って思考することが大事なのだ。

3 リスク特性を理解して評価する

運用リスクや償却年数長期化リスクなどの評価は、その特性を理解して行うのが肝心である。まず、運用リスクについて考える。運用リターン分布の概ね正規分布に近いことから、一般的にリスク指標としては、標準偏差が使われる。これは、期待リターンからの乖離、いわばリターンのブレをリスクとして捉えていることになる。投資対象の期待リターンを適正に予測することは難しいが、リスク面は比較的推計が行いやすく、累積平均したリスクは、一般的に時間とともに小さくなる（リスクの時間分散効果）ことが知られている。なお、運用リスクは上記の通りとおりがだが、財政運営面の資産運用に関する一番のリスクは、リターンのバラつきではなく、リターンが長期的に予定利率を下回ることだということを忘れてはならない。

次に、償却年数長期化リスクについて考える。これは、運用リターンのリスクとは特

CLIENT FOCUS

性が大きく異なる。一般的にリスクが顕在化する場合は多くないが、いざ発生すると不可逆的で大きな影響に発展する可能性が高いリスクと言える。

繰り返しにはなるが、償却年数が長期化すると、償却が完了する前に後発的な損失を解消する特別掛金が生ずる可能性が高まる。すなわち、掛金の安定運営上のリスクが高まる。総合型のような中小企業で構成されている場合、事業所別の掛金未収リスクも無視し得ない。掛金未収リスクが顕在化すれば、残された事業所に負担がよるため、給付減額リスクや存続リスクにも発展しかねない。このように償却年数長期化リスクは、可能性は低いが、顕在化した場合には影響が大きい特性を持つと言える。このため、運用リスクのように期待に対するバラつき（標準偏差）でリスクを捉えることは適当ではない。対策もリスクが顕在化しないように予め原因を抱え込まない事前の工夫が求められる。

4 バランスのよいリスク配分とは

予定利率を引き下げると掛金が増えることから、運用リスクと償却年数長期化リスクはトレードオフの関係にある。このため、制度にあったリスクバランスを検討する必要があるが、時間軸の差異、リスクの不確実性の高さ等から、客観的に均衡点を探ることは容易ではない。実務的には、いくつか試算を重ねて納得性の高いバランスを主観的な判断で選択する方法が妥当になる。

仮に予定利率を0.5%引き下げて運用リスク（標準偏差）を1.0%程度引き下げ（実際の影響は、各資産の期待リターンやリスク、資産配分等で異なる）、反対に償却年数が1.5倍に伸びたとしよう。その1.5倍が、2年から3年であれば大きな差異はないが、

10年から15年であれば、償却年数長期化リスクは大きく高まることになる。適正な償却年数を定義することは難しいが、成熟化の進展、経済環境等の変化のスピード、今後も新たな不足金が発生する可能性等を勘案すれば、年金制度を取り囲む固有の環境にもよるが10年を大きく超える償却年数は感覚的には長いと言える。低い予定利率が年金制度の安定運営に資するためには、このような予定利率引き下げに伴って生ずる別のリスクの影響が許容範囲にならなければならない。そして、このことが、予定利率以外の“必要な条件”となる。

5 リスクバッファを意識する

ここまでは、運用リスクと償却年数長期化リスクを対比して整理したが、ここからは適正な運用リスクのとり方について考えてみたい。すなわち、予定利率検討時に持ちあがる、許容できる運用リスクに関する問題である。

例えば予定利率を2.0%にまで引き下げても、株式などのリスク資産を保有していれば、運用リスクは消えない。予定利率をかなり引き下げても債務に対して完全に無リスクな資産で全て構成しない限り、再計算のタイミングで利差損が発生する、またはある年度に許容繰越不足金を超えた不足金が発生するリスクは消しえないのだ。

したがって、年金制度の安定運営のためには、単に予定利率を引き下げるだけではなく、予定利率を引き下げても引続き残存するリスクのために“必要な条件”も整えなければならない。この“必要な条件”にあたるものが、リスクバッファである。

実は、教科書的な年金財政運営では、リスク資産を保有することに対してリスクバッファが“必要な条件”にはなっていない。リ

年金制度の安定運営の“必要条件”にあたるものがリスクバッファである

CLIENT FOCUS

スクバッファは、別途積立金（以下、必要リスクバッファーとの混乱を避けるため、実際に保有するリスクバッファーを「別途積立金」とする）のことだが、通常の財政運営上、別途積立金発生の有無は、単純に平均的な運用実績が予定利率を上回っていたかだけではなく、タイミングに大きく依存する。すなわち、過去毎年のように利差損等を計上していても再計算等で特別掛金を見直した後に運用環境が好調になれば、別途積立金は計上される。すなわち、制度も運用も全く同じだとしても、再計算時期が異なれば、別途積立金の発生状況は異なるのだ（特別掛金水準も異なるが）。

このように、別途積立金は結果として生じるという側面もあり、通常の財政運営では、別途積立金を主体的な目標管理項目とはしていない。しかし、年金制度の安定運営のためには、リスク性資産を保有している以上、本来主体的、計画的な目標管理項目として別途積立金を位置付けることが望ましい。

6 予定利率の“必要な条件”

資産運用リスクが低い場合、リスク顕在化に備えるための必要リスクバッファー水準は必然的に低くなる。またこの場合、予定利率も一般的に低くなり、別途積立金を確保しにくくなる。逆に、予定利率が高いと別途積立金が確保しやすくなる。必要リスクバッファー水準と別途積立金は、同方向に変化するが、必ずしも平行に変化するわけではない。従って、この二者のバランスをとることが予定利率検討の要諦となる。なお、言うまでもないが、別途積立金の水準には、償却年数も影響するため、掛金政策面の過度なリスクを抱え込まない償却年数も併せて考慮する必要がある。

実務上、適正な予定利率は、以下のプロセスを経て検討することになる。

- ①概ね予定利率が期待リターンになる資産配分候補を検討する。
- ②許容リスク（例えば、確率〇〇%で不足を許容する等）を定め、その許容リスクをカバーするための資産配分毎の必要リスクバッファーを推計する。
- ③必要リスクバッファーを別途積立金として確保できるかどうかについて、財政計算をして検証する。

なお、資産配分の期待リターンと予定利率を一致させない場合は、単に期待リターンと異なる予定利率で算出した別途積立金と資産配分毎の必要リスクバッファーを対比すればよい。

そして、この許容リスクに見合う別途積立金を確保できていることが、年金制度の安定運営に資するための“必要な条件”を満たしていることになる。

7 必要リスクバッファーを設定する

次に許容リスクと必要リスクバッファーを実際に検討する際のイメージを紹介する。ここでの前提は、シンプルに資産配分の期待リターンと予定利率が一致する場合を考える。仮に許容リスク16%程度（確率16%程度は、不足金に陥ることを許容する）とするならば、必要リスクバッファー率（必要リスクバッファー／資産額）は標準偏差程度になる。これは、リターンの分布として正規分布を仮定し、正規分布の特徴を利用して導いたものである。

究極の必要リスクバッファー水準は、いかなるリスクにも耐えうる水準となるが、途方もないストーリーまでも想定することになり現実的でない。例えば、許容リスク10%

CLIENT FOCUS

～5%（10年～20年に1度程度のリスクでは不足金に陥ることを許容）を出発点に検討するのが現実的だろう。なお、これらの許容リスクで必要リスクバッファー率は、資産配分の標準偏差の概ね1.3～1.6倍になる。

また、必要リスクバッファーを考える上で大事な点は、リスク計算のホライズンを実際に目標とする指標に合わせることである。例えば、年金財政という観点で見れば、大事なのは再計算サイクルであり、3年や5年のホライズンで分析することになる。もっとも、年金制度の永続的な安定運営という観点では、単に再計算サイクルだけではなく、本来もっと長い時間軸で考えるべきだろう。

一方、継続基準の許容繰越不足金や退職給付会計の数理計算上の差異という観点では、単年度がホライズンとなる。最終的には、考慮すべき指標に合わせて複数のホライズンを組み合わせ、実践的な必要リスクバッファーを検証することになる。

なお、必要リスクバッファーの検証は、上記のような各資産の期待リターンリスクの前提値に基づく方法とヒストリカルのリターン実績を直接利用する方法（以下、「ヒストリカル法」）が考えられるが、できれば両者の併用をお勧めする。ヒストリカル法は、具体的な経済現象と比較して許容リスクを設定するため理解しやすいという特長がある。具体的に見ると、許容リスク10%～5%は、単年度ベースでみるとITバブル崩壊に耐えうる水準と概ね近い（許容リスクとして、リーマンショックまで含める場合、1%以下の水準になる）。

なお、ヒストリカル法の留意点は次の六点である。一つ目は、使用するデータ期間によって必要リスクバッファーの水準が大きく変わる可能性があることだ。二つ目は、長

期ホライズンの分析の場合、データサンプル数が少ないため、データの重複利用（例えばローリングリターン等）に伴う問題点だ。データを重複利用すると、ある特定の経済現象（例えばリーマンショック）が含まれるサンプルばかりが選ばれてしまう可能性がある。三つ目は、実際の投資対象と異なるリターン実績を使うことによる影響である。ヒストリカル法は、ある程度長期のデータが必要になるため、インデックスデータを利用することになる。オルタナティブ資産に代表されるように実際の投資対象と異なるインデックスを使用すれば相対的にリターンの乖離は大きくなる。四つ目は、実際に起きたこと以上のリスクが想定しにくいことである。ヒストリカルデータを利用する以上、過去に起きていない規模のリスクは想定しにくい。五つ目は、オルタナティブ資産など歴史の浅い資産を含めると、データ期間の制約を受ける可能性があることだ。六つ目は、必ずしも正規分布を想定していない点だ。ただし、それゆえに所謂ファットテールなど想定外の現象が想定より多く含まれる現象も確認できる。なお、サンプルデータが少ないと必然的に（未知なる）真のリターン分布から乖離している可能性が高くなることも忘れてはならない。このように、ヒストリカル法は、許容リスクと実際の経済現象をつなげて理解しやすくなるというメリットもあるが、いくつかの留意点もある。特徴をよく理解した上で利用する必要がある。

8 最後に

このようなプロセスを経ることで、年金運営全体のリスクに気を配りながら予定利率や資産運用リスクを包括的に検討することができる。ここでは掛金リスクとして償却年数を取り上げたが、この他にも年金制度固

必要リスクバッファーを考える上で大事な点は、リスク計算のホライズンを実際に目標とする指標に合わせることである

CLIENT FOCUS

有のリスクがある場合それを含めてもよいだろう。

実務では、最終的に様々な制約条件を考慮した結果、希望する許容リスクに見合う必要リスクバッファー、予定利率、償却年数の組合せが見いだせない場合もあるだろう。このような場合は、いずれかのリスクをより多く許容せざるを得ない。そして、予定利率、償却年数、許容リスク、そして資産配分などを変更して影響を勘案しながら納得感の高い組合せを模索することになる。

また、昨今アップサイドの期待もあるが同時に運用リスクが徐々に高まってきているようにも見えるが、このアプローチを使えば、保有する別途積立金で資産運用リスクを現在のまま維持しても年金制度の安定運営に大きな支障がないことの合理性を確認することも可能になろう。そして、さらにリスクの範囲を広げ、インフレ等が進み長期的に給付の実質価値が低下し、将来的な給付改善リスクまでも含めれば、許容リスクの範囲内で今以上に資産運用リスクをとることの方が結果的に合理的で、かつ年金制度の安定運営に資することを発見することもできるかもしれない。

このように、財政運営上の様々なリスクを同じ土俵に乗せて条件を変えながら分析し、意思決定に反映することで、従来以上に洗練された年金制度の安定運営の可能性が確認できる。幸いアベノミクス等の恩恵で、財政状況が大幅に好転している年金制度も少なくない。この好機にまず各種リスクのバランスを包括的に検証するなど、包括的なリスク管理の導入に向けて第一歩を踏み出してはいかがだろうか。

COLUMN

11年目の転勤と「英語力」

オルタナティブ・アドバイザリー部 ヘッド・オブ・プランニング

大崎 毅



大崎 毅

4月1日付をもって社内の配置転換によりオルタナティブ・アドバイザリー部に異動となった。ラッセルに入社して11年目での新たな出発であり、月並みながら期待と不安が入り混じった気持ちでいる。そしてこれまでの10年についても改めて振り返ると、異動前の職務では、海外も含めさまざまな部門と横断的にプロジェクトを進める役回りが多く、10年の経験を経て少しは「英語を使ったコミュニケーション力」、つまり、相手の伝えようとしていることの概要だけは掴むことに集中し、掴めなければ「もう一回言って」と頼み、正確な理解に不安があれば自分の認識を説明して正否を確認する、といったことを臆せずに行える度胸のようなものはついたと感じている。今思えば、そういう度胸もついていた10年前の自分の「英語力」でよくも外資系企業に入れてもらおうと考えたものであるが、当時自分の英語力でも多少なりともなんとかできるのではないかとの考えを持ったのは、前職においてトレーニーとしてロンドンで1年ほど過ごさせてもらった経験があったからである。

前職の会社では、提携関係があったとある英国の資産運用会社にトレーニーが1年に一人の割合で派遣されていた。トレーニーに対しては、会社側から見れば一従業員に給料という資金を「投資」することになるので、当然のことながらその「投資」に対する「インベストメント・オブジェクティブ」として「企業調査手法・運用手法の修得」が設定され、「ターゲット・リターン」として「研修期間中3つ以上のレポート提出」を求められた。トレーニーと言っても、資産運用会社側では特に手の込んだカリキュラムを用意していたわけではなく、自分なりの調査方法で調べてレポートを書いたものを読んでもらい、ミーティングを設定してアドバイスをもらったりしなければ、求められた「ターゲット・リターン」の達成はおぼつかない。

そう言ったものとは別に、私はトレーニーの世話係であった現地法人のスタッフから、英国トレーニーに対し当然期待されていることとして、英語の上達が現地での「インベストメント・オブジェクティブ」として設定された。いわば、当時いくつかあった提携先資産運用会社それぞれで得られる投資に関する知識・経験をそれぞれのトレーニングに固有の「アルファ」として目標設定される他に、英国に赴くこと一般にもたらされる英語の上達という「ベータ」についても当然高めることを求められることになったということになる。

「ベータ」を上げるための努力の中で、私を悩ませたのはブリティッシュ・イングリッシュの英国式アクセントであった。流れるようなアメリカ英語を英語だと思ってきた私の耳には、当初、現地でイギリス人同士が会話する英語を「英語」としてすら認識できなかった。もちろん、だからといってアメリカ英語が聞き取れたかと言うとそうでもなかったのではあるが。

COLUMN

聞く方もさることながら、もう一方で聞いてもらう方でも苦労した。話すこと自体も勿論すらすらとはいかなかったのだが、簡単な一文をすらすら話したつもりでも、伝わらずに聞き返されることが少なからずあったからである。たとえば、レストランで飲み物の注文を聞かれた際、ラガー（ビール）をくださいと頼んだら、聞き直されたことなどもあり、そのような簡単な一言すら伝わらないために私は戸惑う経験を結構した。他にもトレーニーとして別の提携資産運用会社に派遣されている同僚もいたが、同様の経験をやはりしていると聞いた。この点について英国人にアドバイスを受けたところによると、日本人の英語は自分としてはきれいな発音をしていると思っている人でも、アクセントの強弱の差が小さいことが多くて英国人には聞きとりにくいことが多いのだということであった。「ラガー」なら「ラ」の部分強く言うか、アクセントがあることが分かるようにその音節を伸ばし、アクセントの無い部分は短く言うか、いずれかをすれば分かりやすいそうである。極端に言えば「ラーガ」のように発音した方が英国人の思っている「ラガー」に近いという感じという説明であった。同僚との間で共通した感覚としては、理屈上はそのような話を聞いて納得できるものの、「なんでたったそんな違いでわからなくなってしまうんだ？他に何と聞こえようがあるのだ？」という、半ば怒りに近いような気持ちが正直なところあった。

しばらくして、トレーニー受け入れ先資産運用会社の日本株式チームの若いリサーチアナリストが、企業訪問で日本に行くという話を聞いた。初めて実際に日本を訪問したという話だったので、戻ってきた時に日本の印象を聞いてみた。当時はまだ「失われた10年」になる前のことで、日本は長期的な不況に入っているという世界的な認識の中

にあったが、彼の印象は「日本は不況だ、不況だ、と言われているけど、全然そんな感じはしなかった」ということであった。そして、続けて「げんぞうは忙しかった」とも付け加えた。「げんぞう？」と聞き返しても、「うん、げんぞう」とだけ答える。それで「げんぞうって何？」と聞いてみると、「え、有名だから知っているでしょ？東京駅に近くてブティックがいっぱいあって・・・」ここまできたらおわかりだと思うが銀座のことを彼は言っていた。「忙しかった」と言ったと思ったのは彼が話す英語の中でbusyと言う単語を使ったためで、この場合は文脈上「銀座は人であふれていた」という意味であったのに、アナリストの彼はその「銀座」という簡単な一言を聞きとってもらえなかった点で私と同じ経験をしていたのである。私はようやく、ネイティブの頭に入っているような発音でなければ伝わりにくいものだとということが感覚的にも理解することができた。このような体感が得られたのは英会話の一部としてみればトレーニー生活での「ベータ」の一部に当たるとも言えるが、固有の経験により得られた「アルファ」とも考えられる。

ロンドンでの一年にわたるトレーニー生活は矢のように過ぎ去った。私は現地法人のスタッフから設定されたTOEICの目標スコアをなんとか獲得して「ベンチマークのリターンまでは達成」し、上述のアクセントについての経験など生きた英語に触れて得られた「アルファ」を得たと思えたことなどが、ラッセル入社をしようとしていた当時自分の英語力でも多少なりともなんとかできるのではないかとのちょっとした「自信」を持った次第である。現実的には、当時は海外への電話をする度に緊張してしまうくらい頼りないものでしかなかったが、入社後10年の内に臆せず聞き直したり再確認したりする図太さを身につけられた点は英語力

COLUMN

と言う点では「ベータ」を獲得できたというところであろうか。これから新しい所属で行っていく業務についても、当然所属員として期待される「ベータ」をもたらす働きと、自分自身で固有の付加価値をもたらして「アルファ」を求めていかなければならないのは同様であり、身が引き締まる思いがしている。

主な投資リスク

投資一任契約において、当社の投資判断者がその運用指図により投資を行なう、もしくはその可能性のある外国籍投資信託受益証券・投資証券(「ファンド」)には、以下に挙げるリスクがあります。

①株式の価格変動

株価変動リスク:一般的に、株式の価格は、発行企業の業績、国内外の景気・経済・政治情勢などの影響を受け変動します。したがって、株価が下落した場合には、投資元本を割り込むことがあります。特に小型株式は、株式市場全体の動きと比較して株価が大きく変動します。また、相対的に市場規模や取引量が少ないために、市場実勢から期待される価格で売買できない場合、不測の損失を被るリスクが大きくなる場合があります。市況によっては大幅な安値で売却を余儀なくされる可能性があり、投資元本を大幅に割り込むことがあります。

信用リスク:株式の発行企業の経営・財務状況の悪化や取引先等の経営・財務状況が悪化した場合又はそれが予想された場合及びそれらに関する外部評価の変化があった場合には、当該企業の株価は下落し、投資元本を割り込むことがあります。

②債券の価格変動

価格変動リスク:債券は、金利の変動により価格が変動します。一般的に金利が低下した場合には上昇し、金利が上昇した場合には下落しますので、金利の変動等により投資元本を割り込むことがあります。

信用リスク:債券の価格は、市場環境の変化・発行体の経営不振、財務状況の変化により、債券の利息や償還金をあらかじめ決められた条件で支払うことができなくなる場合(債務不履行)又はできなくなると予想される場合には、大きく下落します。また、外部評価の変化等により売買に支障を来とし、換金できないリスクがあります。この結果、投資元本を割り込むことがあります。

③為替変動リスク

外貨建資産を円換算した資産価値は、外国為替相場により変動します。外国為替相場は、各国の政治・経済情勢・金利変動等を要因として変動します。外貨建組入れ有価証券等について、その外貨の為替相場が円高方向に進んだ場合には、当該有価証券等の価格は為替による影響を受け、投資元本を割り込むことがあります。特に、新興国の為替相場は短期的に大きく変動することがあり、先進国と比較して相対的に高い為替変動リスクがあります。

為替ヘッジを行う場合には、円金利がヘッジ対象通貨建ての金利より低い場合には、当該通貨と円の金利差相当分のヘッジコストが発生します。また、為替変動リスクの低減を図る目的で為替ヘッジを行うことがあります。が、為替変動リスクを完全に排除できるものではありません。

④カントリーリスク

投資対象国・地域において、政治・経済・社会情勢の変動等により市場に混乱が生じた場合、又は取引に対して新たな規制が設けられた場合には、有価証券等の価格(表示通貨建て)が大きく変動したり、売買が制限されたり、売買や受渡し等が不能になる場合があり、運用方針に沿った運用ができない可能性があります。また、通貨不安が発生して、大幅な為替変動が起こる、円への変換が制限される、あるいはできなくなる場合があります。

各資産の取り扱い、それぞれの外国の売買制限や課税制度等に準じますが、これら制度等の変更が行われる場合があります。これらの事由により投資元本を割り込むことがあります。また、新興国における当該影響は、先進国と比較して相対的に大きなリスクが伴います。例えば、政府当局による海外からの投資規制等が導入されることや、政策の変更等により市場が著しい悪影響を被る可能性があります。さらに、税制が一方的に変更されることや、新たな税制が適用されることにより、投資元本が影響を受ける可能性があります。

⑤クローズド期間並びに申込み及び換金に関する制限

クローズド期間がある金融商品を投資対象とする場合、同期間中は換

金することができません。したがって、お客様が受託資産の一部解約又は投資一任契約の解除をご希望された際に、必要な措置を講じるまで一部解約又は契約の解除を行うことができない場合があります。また、金融商品によっては、申込み及び換金について、頻度・事前通知期間・換金等に制限を受けることがあります。

⑥派生商品への投資/利用に伴うリスク

有価証券先物・指数先物取引、スワップ取引または有価証券オプション等のデリバティブ取引の投資手法を用いることがあります。これらの投資手法に係る投資価格は、市場動向等の変動の影響を受け、短期的又は長期的に大きな損失が発生する可能性を有しており、投資元本に影響を与える可能性があります。こうした投資手法は必ず用いられるわけではなく、また用いられたとしても本来の目的を達成できる保証はありません。また、取引相手の倒産などにより、当初の契約どおりの取引を実行できず損失を被るリスク、取引を決済する場合に反対売買ができなくなるリスク、理論価格よりも大幅に不利な条件でしか反対売買ができなくなるリスクなどがあります。

⑦金融商品の流動性リスク

市場規模や取引量が少ない金融商品又は流動性に制限がある若しくは非公開の金融商品を投資対象とした場合、市場実勢から期待される価格で売却できない可能性又は取引が不可能となるリスクがあります。特に、新興国における当該影響は、先進国と比較して相対的に大きなリスクが伴います。この場合、受託資産の一部解約又は投資一任契約の解除をご希望されたお客様に、適時に解約代金をお渡しできないことがあります。

⑧その他のリスク

レバレッジを利用した場合、投資リスクを大きく増加させる場合があります。また、レバレッジ効果による期待収益を上回るコスト増となる可能性があります。

ショート取引を利用した場合、売建てた株式等が値上がりした場合、投資リスクを大きく増加させ、投資元本を割込むことあります。

裁定取引を行う場合、短期的かつ急激な市場環境の変化等により、当初想定した収益を実現できない可能性があります。

金融商品によっては、時価の取得に相当の期間を要するため、お客様の投資元本が同時点での資産状況を正確に反映しない場合があります。

法律、税制、その他規制の変更により、投資対象が影響を受け、投資元本を割込むことがあります。

※上記は主な投資リスクであり、リスクはこれらに限定されるものではありません。

費用について

①投資一任契約に基づきお客様にご負担いただく費用

・投資一任契約に基づき投資顧問料がかかります。投資顧問料は、個々のお客様との間の交渉によって取り決められた報酬率によって調整されるため、事前に料率、上限額等を示すことができません。

※税法が改正された場合は、投資顧問料に係る消費税等相当額が変更になることがあります。

②投資一任契約において、当社の投資判断者がその運用指図により投資を行なう、もしくはその可能性のある外国籍投資信託受益証券・投資証券(「ファンド」)に関連する費用

(当費用はファンド財産から差し引かれるものでお客様に別途お支払いいただくものではありません。)

・ファンドにはManagement fees、Performance fees、Custodian and trustee fees、Sub-custodian fees、Administration fees、Anti Dilution

levy、Audit fees、Professional fees、Registration fees、Marketing fees、Miscellaneous fees、Security broker fee、Swap fee、Bank interest等がかかる場合があります。また、ファンド・オブ・ファンズ形式を採るファンドについては組入れファンドに関して上記の費用がかかる場合があります。

これらの費用については、投資対象及び運用状況により変動するものであり、事前に料率、上限額等を示すことができません。

各費用の詳細につきましては、当社までお問い合わせください。

③インプリメンテーション・サービスにかかる報酬・手数料について:当執行サービスに対して投資顧問料とは別に費用がかかる場合があります。当執行サービスの費用は、個々のお客様との間の執行条件等により異なるため、事前に料率・上限額等を示すことができません。

ご注意

Copyright© 2015. Russell Investments.All rights reserved.

当資料中「ラッセル・インベストメント グループ」、「ラッセル・インベストメント」、及び「ラッセル」は、フランク・ラッセル・カンパニー及びその子会社等の総称です。

当資料は、当社が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、その情報の正確性や完全性についてこれを保証するものではありません。

ラッセルによる事前の書面による許可がない限り、資料の全部または一部の複製、転用、配布はいかなる形式においてもご遠慮下さい。

当資料は、一般的な情報の提供を目的としたものであり、特定の商品の推奨等の投資勧誘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資料ではありません。

当資料で表示した分析は、一定の仮定に基づくものであり、その結果の確実性を表明するものではありません。

当資料に示された意見などは、特に断りのない限り、当資料作成日現在の当社の見解を示すものです。

当資料において記載されている数値、データ等は過去の実績であり、当資料のいかなる記述も将来の投資収益等の示唆あるいは保証をするものではありません。

当資料で表示したシミュレーションは過去の実績等を加工・分析したものであり、本資料のいかなる記述も将来の投資収益等の示唆あるいは保証をするものではありません。

当資料の内容は作成時点のものであり、将来予告なく変更されることがあります。

インデックスについて

インデックス自体は直接的に投資の対象となるものではありません。インデックスには運用報酬がかかりません。

MSCIインデックスに関する著作権及びその他知的財産権はすべてMSCI Inc.に帰属しており、その許諾なしにコピーを含め電子的、機械的な一切の手段その他、あらゆる形態を用い、インデックスの全部または一部を複製、配付、使用することは禁じられています。またこれらの情報は信頼のおける情報源から得たものでありますが、その確実性および完結性をMSCI Inc.は何ら保証するものではありません。

シティ世界国債インデックスは、Citigroup Index LLCにより開発、算出および公表されている、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。

《お問い合わせ先》

ラッセル・コミュニケ（日本版）へのご意見、ご要望は、クライアント・サービス本部までお寄せください。



三木 威



川幡 哲也



浅岡 恵美



三宅 著



小倉 真



合田 幸恵



大橋 理瑛

ラッセル・インベストメント株式会社

コンサルティング部

E-mail : Russell_Tokyo_Consulting@russell.com

TEL : 03-5411-3510

FAX : 03-5411-3511

〒107-0052 東京都港区赤坂7丁目3番37号 プラス・カナダ

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第196号

加入協会：一般社団法人投資信託協会、一般社団法人日本投資顧問業協会