

2016年 2Q

Russell Communiqué

様々な運用課題や投資テーマに関する展望

投資ホライズンを考える
~ガバナンスから運用評価まで~

- 4 機関投資家は
本当に長期投資家なのか?
- 11 株式アクティブ運用の振り返りと
今後の展望
- 21 彼の信条と夏の夜の夢



INVESTED. TOGETHER.™



目次

3 はじめに

コンサルティング部長
喜多 幸之助

CLIENT FOCUS

4 機関投資家は本当に長期投資家なのか？

マイケル・トーマス、CFA
CIO、米国機関投資家

ボブ・コリー、FIA

チーフ・リサーチ・ストラテジスト、米国機関投資家

ジェームス・ギャノン、FSA、CFA、EA

マネージング・ディレクター、資産配分及びリスク管理担当

INVESTMENT FOCUS

11 株式アクティブ運用の振り返りと今後の展望

コンサルティング部 コンサルティング アナリスト
木村 信治

COLUMN

21 彼の信条と夏の夜の夢

コンサルティング部 テクニカル アナリスト
涌本 博章

はじめに

6月上旬「マイナス金利」というテーマで、企業年金連絡協議会主催のセミナーにて東京・大阪・名古屋の3か所でお話する機会を頂きました。どの会場もこれまでを上回る盛況ぶり、このテーマへの関心の高さがうかがわれました。金利がゼロ以下の範囲まで可変になった、という資本市場における突然のルール変更をどのように整理し、どのように対処すればよいのか。資金運用上も、また、各組織内で説明する上でも、とても悩ましい問題です。このテーマに関しては、今後もしばらく続く可能性がありますので、別にお話する機会をいただければと考えています。

本誌では、その時その時に視線を浴びている話題というよりも、長期的視点で論じられるテーマや、別の重要なテーマをなるべく取り上げるようにしています。投資資金が人気銘柄に殺到して価格が高騰することを「ハーディング（群れる）」と呼びますが、話題のハーディングを避け、必要かつ重要なことを読者の皆様に忘れずにいてもらいたいと考えております。

そして、今回は、長期投資家としての基軸というべきタイム・ホライズンの問題、そして、多くの投資家の関心事である株式アクティブ超過収益の問題を取り上げました。

年金運用は「長期的」視点に立って取り組むのが基本です。この「長期的」という言葉は、以下のようなニュアンスを含んでいます。

- ・目先の市場動向に捉われない（予測は往々にして当たらないので）
- ・短期的な運用実績を重要視し過ぎない（循環することが往々にしてある）
- ・一時的な価格低下リスクを許容する（市場はきっと戻るだろうから）
- ・過去の資本市場の「長い」歴史から学ぶ（二度あることは三度ある）

しかし、最前線で投資実務に就いている投資家の立場からは、上記のように開き直った態度をとることは出来ません。たとえ予想が当たらずとも市場動向の把握やその背景を理解しなければならないですし、母体企業の経営状況によっては年金での一時的な価格低下リスクに耐えられないかもしれないかもしれませんし、冒頭に書いた「マイナス金利」は過去の歴史上ほとんどありません。長期的な視野はもちろん堅持すべきですが、「長期」という言葉に安住できないのが実際の投資家の姿です。今回の巻頭記事は、弊社米国においても最も経験のある3名が「機関投資家は本当に長期投資家なのか？」と題し、投資家にとってのタイム・ホライズンをどのように整理すべきかについて論じます。

次に、「株式アクティブ運用の振り返りと今後の展望」と題し、木村より現象面、および、その背景についてお話し申し上げます。おそらく、採用された運用機関のうち割安型の多くが最近満足行く実績を残せていないのではないかと推察します。ユニバース全体、また、弊社が高く評価する運用機関の実績などのデータを示しながら、株式アクティブ運用の結果をどのように理解すればよいか、また、今後の更なる管理の高度化のためのポイントについて解説します。

最後に、「彼の信条と夏の夜の夢」として、昨年入社した涌本が、当社で働くにあたっての心構えについてまとめておりますので、コラムとしてお届けさせていただきます。先人のアドバイスを受け、若い世代が真摯に誠実に仕事に打ち込む姿が描かれています。日本の将来に対する希望を紡いでいくのはこれからの世代です。冒頭に上げた「マイナス金利」は将来に影を落とす不安要素の一つではありますが、長期的視野を持ちつつ若い世代が対処していけば乗り越えられないことはありません。そして変化する市場に対処するために株式アクティブ運用は、今後も磨れない武器だと信じています。

本誌が、皆様の今後の意思決定に少しでもお役に立てることを願っております。また、より皆様の共感を得るべく努力してまいります。お引き立てのほどお願い申し上げます。

コンサルティング部長
喜多 幸之助



喜多 幸之助

CLIENT FOCUS



マイケル・トーマス

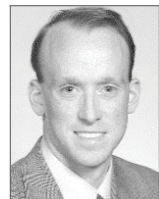
機関投資家は本当に長期投資家なのか？

マイケル・トーマス、CFA
CIO、米国機関投資家



ボブ・コリー

ボブ・コリー、FIA
チーフ・リサーチ・ストラテジスト、米国機関投資家



ジェームス・ギャノン

ジェームス・ギャノン、FSA、CFA、EA
マネージング・ディレクター、資産配分及びリスク管理担当

※当資料は、ラッセル・インベストメントが2015年12月に発行した英文のレポートを抄訳したものです。

機関投資家は長期投資家です—理論的には—。しかし、実際には、機関投資家は様々な異なるタイム・ホライズンに注意を払っています。長期という視点も重要ですが、それより短い一連のタイム・ホライズンも重要な意味を持っており、運用担当者の意思決定に影響を与えます。意思決定者のタイム・ホライズンと意思決定の成果をモニタリングする者のタイム・ホライズンの間にずれがある場合、それは失望に繋がることになるでしょう。

本稿では、検討すべきタイム・ホライズンが複数あるという見解を展開するとともに、機関投資家にとって重要な意味を持つ主なタイム・ホライズンについて論じます。投資家は、複数のタイム・ホライズンの存在を認識することで、成功とリスクを過度に狭く定義することを防ぐことになります。ひいては、意思決定の向上と運用評価の進化にも資することになるでしょう。

弊社の分析によると、統括者と運用者の有効なコミュニケーションの重要性、並びにパフォーマンス評価に対する教訓が重要であることを示しています。

最終目標の理解

機関投資家の資産運用に関する最も重要な目標は、長期の目標と関連しています。確定給付年金は退職した労働者に対し、大半の場合は数十年にわたって給付を行うためのものです。一方、確定拠出年金は（文字通り）生涯にわたって継続されることを意図しています。また長期目標の最たるものは財団であり、それぞれの使命を永久に支援する狙いがあります。

そのため、機関投資家の投資プログラムで目指すべき最終目標は長期的な目標です。しか

CLIENT FOCUS

し個々の意思決定の多くは、よりタイム・ホライズンが短くなっています。アクティブ運用のパフォーマンスは3年から5年というタイム・ホライズンで評価されるのが一般的ですが、そのパフォーマンスは四半期毎に議論されます。また、原証券の売買時では、秒という単位が重要な意味を持つかもしれません（時には100万分の1秒の場合もあります）。こうした意思決定プロセスと成果の評価プロセスは、組織の最終的なタイム・ホライズンより短い期間に基づいていることが一般的です。重要なことは、投資プログラムにおける役割が異なればタイム・ホライズンも異なるということであり、特定のタイム・ホライズンを固定させる必要はありません。

本稿では、意思決定に関して主に2つのカテゴリー（すなわち、統括レベルと運用管理レベルでの決定）について論ずるとともに、3つ目のカテゴリー（執行決定）についても簡単に触れていきます。統括レベルの決定は、一般的に理事会または運用委員会によるプログラムの監督に関するものです。この中には戦略的な方針とプログラム運営指針の策定が含まれています。運用管理レベルの決定は、運用スタッフまたは（社内外かを問わず）ポートフォリオ・マネージャー

が運用に関して日々行う意思決定です。執行決定は運用管理レベルの決定（トレーディングなど）の実行と関係しています。

図表1には、様々なタイム・ホライズンの相互関係が図示されています。

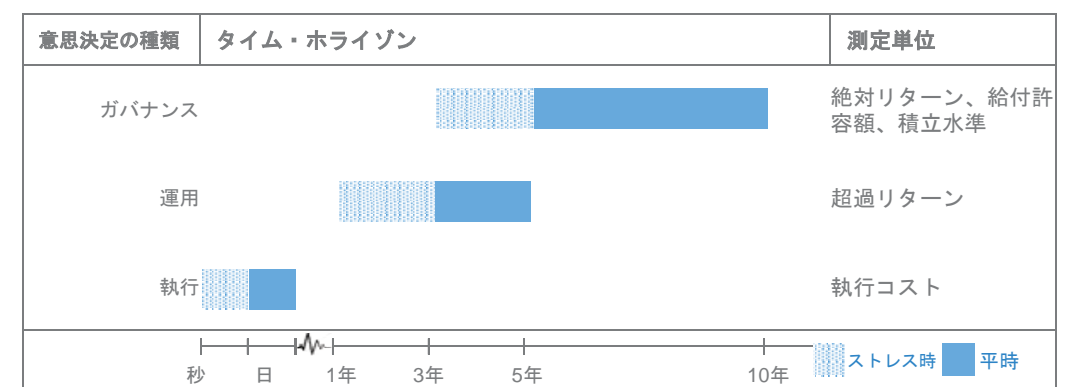
統括レベルのタイム・ホライズン

一般的に、機関投資家は様々なリターン源泉（例えば、株式リターン・プレミアム、流動性リスク・プレミアム、アクティブ運用プレミアムなど）に基づいて投資戦略を立てています。これらのプレミアムは、四半期単位や年単位ではなく、長い時間をかけて実現が期待されているものです。従って、タイム・ホライズンを長く設定するほどアクセスできるリターン源泉が拡大し、期待リターンの向上にも繋がります。

統括側の受託者のレベルでは、上述のとおり、最も重要な目標は十年単位、またはそれより長期の視点で表明されます。しかし、実際の意思決定においては、通常、タイム・ホライズンは短くなってしまいます。

例えば、基本資産配分方針（重要な利害関係者のリスク許容度を最も明確に表現し

図表 1：機関投資家の投資プログラムにおける広範なタイム・ホライズン



(イメージ図)

CLIENT FOCUS

ていることはほぼ間違いありません)は、10年というタイム・ホライズンのリスク・リターン分析に基づいています。この分析では、一般的に10年というタイム・ホライズンの最終的な成果だけでなく、10年間にポートフォリオが辿る可能性のある様々な方向性を調べます。例えば、企業年金では1年という年度での財務諸表に対する市場ボラティリティの悪影響を調べますし(次頁囲みを参照)、非営利法人では期間に関わらず、予測可能なドロウダウンの規模を考慮するでしょう。いずれの場合も、上昇相場と下落相場の期間を乗り越えるということが、10年というタイム・ホライズンで最終的に良好な成果を実現するという目標と同じくらい大切なことです。

例えば、米国株式市場が全般的に堅調に推移した過去12年前後(2003年の年初から2015年11月末までのラッセル1000の年率リターンは+9.4%)について考察してみましょう。その間、米国株式市場のリターンがマイナスになったのは2008年だけで、全額投資を続けた投資家は3年程度で2008年の損失を回復しました。しかし、長期的な平均値とは大きく異なり、2008年の経験は投資家のリスクに対する認識を一変させ、そして、今でも意思決定に影響を及ぼし続けて

いますⁱ。

リスクヘッジの目的で行われた意思決定(負債ヘッジ、通貨ポジションのヘッジ、または株式の下方リスクヘッジ)の場合、これまでの経験が意思決定における最大の焦点になることもあります。

戦略全体の成功の可否を評価するためには、より長いタイム・ホライズンが求められます。短期的には、通常、資産配分に対する超過リターン(市場との相対パフォーマンス)に注意が向けられます。長期的に見て、最終目標の実現は市場で何を利用できるかによって異なってきます。そのため、長期的にはプログラム全体の目標達成が最終的なベンチマークであったとしても、市場対比でモニタリングは継続されます。

統括レベルの意思決定に関連したタイム・ホライズンは中長期に及ぶ傾向がありますが、時には一般原則に対する例外もあります。例えば、積立水準の短期的な悪化が直ちに結果に悪影響をもたらす状況にある場合、確定給付年金は短期的な資産保全に焦点を当てたアクションを求められることがあります。同様に、保険会社に対して

ⁱ この指摘は、想定リスクと実際に起こったリスクが大きく異なるという原理を説明したものと思われます。個人的に世界的な金融危機を経験した投資家の世代は、残るキャリアの期間を通して金融危機の影響を受け続ける可能性が最も高くなります。

キャッシュフロー

キャッシュフローの存在は、現実と全体的な平均リターンとの相違を浮き彫りにします。その結果、短期的なリターンパターンの重要性がさらに増しています。例えば、マイナス・リターンの後に資金が流出した場合、損失を埋め合わせるためには、その後の収益率をさらに高める必要があります。期末の資産残高の価値と年率での時間加重収益率(必ずしも資産残高の伸びを表すものではありません)の相違を浮き彫りにします。時には、好調な年や不振だった年のタイミングが長期の平均リターンよりも重要になることがあります。

CLIENT FOCUS

年金負債の大部分がバイアウトされるといった大きな変化が計画されている場合、投資のタイム・ホライズンが一時的に短縮されることがあります。

理事会または運用委員会のメンバー交代によって上昇相場や下落相場を乗り越える能力が低下する場合も、有効なタイム・ホライズンに影響を及ぼすもう一つの要因になり得ます。

つまり、統括する側の受託者はプログラムの最終目標を見極める必要がありますが、当該受託者が意思決定とプログラムのモニタリングで考慮するタイム・ホライズンは、最終目標から与えられる十年単位の期間よりはるかに短くなるのが一般的です。

運用管理レベルのタイム・ホライズン

運用担当者は、統括側の受託者とは異なる

一連の課題を抱えており、それぞれが異なるタイム・ホライズンで業務を遂行しています。

一般的に、(投資スタッフ又は社外のマネージャーなどの)運用受託者は市場ベンチマークとの比較で表現される任務を負っています。(外部委託された最高投資責任者(OCIO)の増加もあって、正確に誰が何をできるのかという点について再調整が行われています。次頁囲みを参照)。運用受託者の役割は、ポリシー・ベンチマークから乖離させたアクティブ・ポジションからの損益とアクティブ・ポジションのリスクを管理することが大半を占めることになります。

ポートフォリオ・マネージャーが構築するポジションの特性は、当該ポジションと関連したタイム・ホライズンと同様に大きな違いがあります。例えば、ファクター別のポジショ

タイム・ホライズンに関する規制の影響：確定給付企業年金の実例

機関投資家のタイム・ホライズンは規制の影響を受けています。この点に関しては確定給付企業年金が特に複雑な経験をしています。例えば、年金スポンサーである企業に義務付けられる最低拠出額は金利平滑のような法令上の影響を大きく受けていますが、それを除くと直ちに金利変動の影響を受ける可能性は排除されています。所要の最低拠出だけが規制上の留意点だった場合、金利平滑化が投資のタイム・ホライズンを長期化させる働きをしていました。年金費用に関する企業会計の計算には様々な方法があり、かなり複雑です。(現時点の)焦点は、現金での掛金拠出に焦点を当てた場合よりもタイム・ホライズンが短縮されることです。損益計算書で年金損益を時価評価している企業(少数派)に関しては、年金の投資経験と金利変動の影響が毎年の損益計算書に波及していきます。さらに企業の貸借対照表における剰余や不足は常に時価評価されています。

負債対応戦略(LDI)のタイム・ホライズンも、財政状態に対応して基本資産配分を調整するアロケーション変更方法や脱退一時金、または年金バイアウトなどの年金リスク移転活動といった特性の影響を受けます。

ⁱⁱ 損益計算書ではなくその他包括利益計算書に反映されるのが一般的です

CLIENT FOCUS

ン、あるいは「スマート・ベータ」に関する意思決定を考察してみましょう。低流動性、小型株、バリュー株に対するエクスポージャーは長期的な見方に基づいており、長めのタイム・ホライズンを要求されます。これらは多くの投資家から付加価値の高いポジションと認められているものですが、逆に、リターン・プレミアムが短期的な性格を帯びているものとして、モメンタムやトレーディング型のヘッジファンド戦略が挙げられます。

言うまでもなく、ポートフォリオ・マネージャーのパフォーマンスは極めて厳格にモニタリングされています。主要な測定期間は3年から5年に設定されるのが一般的です（ただし、普遍的とは限りません）。この期間設定は、重要な機能である統括側の受託者が希望する厳格なモニタリングとポートフォリオに期待する損益の対象期間を反映させる必要性における妥協の一つです。パフォーマンスは運用初日から厳格にモニタリングされています。一般的には、月次で数

値を収集し、四半期毎に（運用委員会などで）議論されます。理論的に、ポートフォリオ・マネージャーは、一般的に認められている3年間より長期的な評価のほうがその恩恵を享受できますが、未公開資産クラスにおける場合を除き、より長いタイム・ホライズンが認められることはめったにありません。実際には、3年というタイム・ホライズンは12か月毎にリセットされ、主に年度での報告で評価されます。

日々、意思決定を行っている者（運用者）と彼らを監督する者（統括者）の間で共通理解を図ることは極めて重要です。ポートフォリオ・マネージャーに期待されること、ポートフォリオの目標達成のために講じられる手法、成果獲得のためのタイム・ホライズンといった全てのことが明確にされる必要があります。活発な分析、レビューのプロセス、明確なガイドラインが共通理解の促進に寄与します。ポートフォリオ・マネージャーと監督者のコミュニケーションが改

OCIO

本稿では、意思決定そのもの（「戦略」、「タイミング」、「実行」など）やタイム・ホライズンではなく、誰が意思決定を行うかという観点で意思決定を3つのカテゴリーに分類しています。各々のカテゴリーへの分類方法は投資家間で異なりますし、時の経過とともに変化することもあります。

機関投資家の間で注目される最新のトレンドの一つが、全般的に外部委託を増やす動きで、よくOCIO（アウトソースCIO）と呼ばれます。特定の意思決定（重要な資産配分方針の承認）は引き続き資産所有者に委ねる必要がありますが、委託できる職責は多数あります。経営委員会の議題などの管理機能から、マネージャーの選定、ポートフォリオのリバランスなど業務運営上の仕事まで多岐にわたることもあります。

タイム・ホライズンの長い戦略的な意思決定がOCIOに対する委託の大部分を占めている場合、全体的な委託期間は伝統的なポートフォリオ管理機能より長くなります。とは言え、委譲された意思決定に与えられるタイム・ホライズンは、より短くなるのが一般的です。

CLIENT FOCUS

善されるに従って、適切な意思決定が行われる可能性が高くなります。

つまり、ポートフォリオ管理のレベルでは、統括レベルと全く同じように、複数のタイム・ホライズンが適用されています。そして両者の期待を一致させることが重要です。

成果の測定

特に統括レベルと運用管理レベルでは、成果を測定するまでのタイム・ホライズンは実際には数値がストーリー全体を伝えるために本当に必要な期間より短くなるということに注目することが重要です。戦略の全体的な成果を判断するための評価期間は10年–20年と長期に渡るため、実際にそれが適用されることはほとんどありません。機関投資家が自身の前提が現実的であったか否かを理解するために必要な期間はより短くなります。統計的にポートフォリオのパフォーマンス評価のためには長いタイム・ホライズン（短期的な数値変動を平均するのに十分な時間）が配分されるべきであることが示されています。

パフォーマンスが予想を下回った場合（こうした可能性は常に起こります）、その発生原因を理解することも重要です。例えば、アンダーパフォーマンスが長く続くと、選択した戦略が期待リターンの実現に失敗している兆しと解釈されます。一方、急激で深刻な価値の損失は想定リスクの測定に失敗したことを意味する可能性が高まります。そのようなイベントに対する適切な反応は状況によって異なります。つまり、市場そのものが異常なのか？あるいは市場が歪んでいるのか？投資ポジションの理論的根拠は今も理に合っているかによって対応は異なります。

言い換えると、全ての機関投資家が気付

いているように、パフォーマンス評価には定性的な判断が必要になるということです。

執行レベルのタイム・ホライズン

本稿の主な焦点ではありませんが、執行レベルの決定に言及することは、タイム・ホライズンの概要を完全に説明するために必要です。運用管理レベルまたは（時に）統括レベルで行われた決定を実行するトレードはこれまで論考してきたよりも遥かに短いタイム・ホライズンの中で執行されるのが一般的です。事実、Michael Lewisが2014年に*Flash Boys*で世界の注目を集めたようにⁱⁱⁱ、トレーディング活動のタイム・ホライズンは時には百万分の1秒単位で測定されることがあります。

しかし、あらゆるトレーディングのタイム・ホライズンが短いわけではありません。（資産クラス間での大幅なリバランスなど）複雑な資産移管が発生する際には数日を要しますし、低流動性ポートフォリオでは数四半期を要することもあります。

トレーディングに関する意思決定の根拠となる重要なトレードオフは、機会費用とマーケットインパクトで決まります。つまり、取引に時間がかかりすぎると、価格が不利な方向に動くリスクを負う一方、取引を短期間で行いすぎると自ら不利な値動きを招いてしまいます。こうした理由から、インプリメンテーション・ショートフォール法（IS法）の利用がトレーディングの成果を測定する最善の方法になっています。この方法は、運用管理における意思決定の執行が、直ちに、かつコストなしに達成された場合にもたらされるポートフォリオの想定価値とポートフォリオの最終価値がどのくらい近接して

ⁱⁱⁱ Michael Lewis著（2014年）『Flash Boys: A Wall Street Revolt』W.W. Norton & Company

CLIENT FOCUS

いるかを測定します。この手法により、運用管理レベルと統括レベルという、より高いレベルの意思決定に沿ったトレーディングに対して、公平で明確な目標を与えることになります。

結論

本稿のタイトルは、機関投資家の真のタイム・ホライズンは何かという疑問を生みます。タイム・ホライズンは複数あるというのがその疑問に対するシンプルな回答です。最終的に投資プログラムの成否は極めて長期にわたって判断すべきです（永遠の疑問になる場合もあります）。しかし、実際にはその過程で多くの中間点があります。そのため、たとえリターン獲得の可能性を低下させたとしても、多くの意思決定のタイム・ホライズンは短くなります。

市場の原動力は、30秒というタイム・ホライズンと30日というタイム・ホライズンでは異なりますが、30年というタイム・ホライズンでも異なります。例えば、トレーダーにとって重要な留意点（サーキット・ブレー

カーや上値抵抗線など）は戦略立案プロセスではそれほど重要ではありません。こうした理由から、戦略立案機能、ポートフォリオ管理機能及びトレーディング機能では異なるツールとプロセスを利用する傾向が見受けられます。

実務的な観点から投資家が留意すべき事項が3つあります。

1. 意思決定及びその評価次第でタイム・ホライズンは複数になる場合があります。
2. 実務的には、一般的なタイム・ホライズンに、数値でストーリー全体を語れるほど長い時間が与えられることは決してありません。判断を求められる要因が常にあるからです。
3. 有効なコミュニケーションと利害の一致が最も重要です。例えば、3年から5年というタイム・ホライズンで四半期毎のリターンを常に重視する統括者と、一般的に5年から7年のタイム・ホライズンが必要なポジションを構築しているポートフォリオ・マネージャーの組み合わせは失望を生む原因になっています。

INVESTMENT FOCUS

株式アクティブ運用の振り返りと今後の展望

コンサルティング部 コンサルティング アナリスト
木村 信治



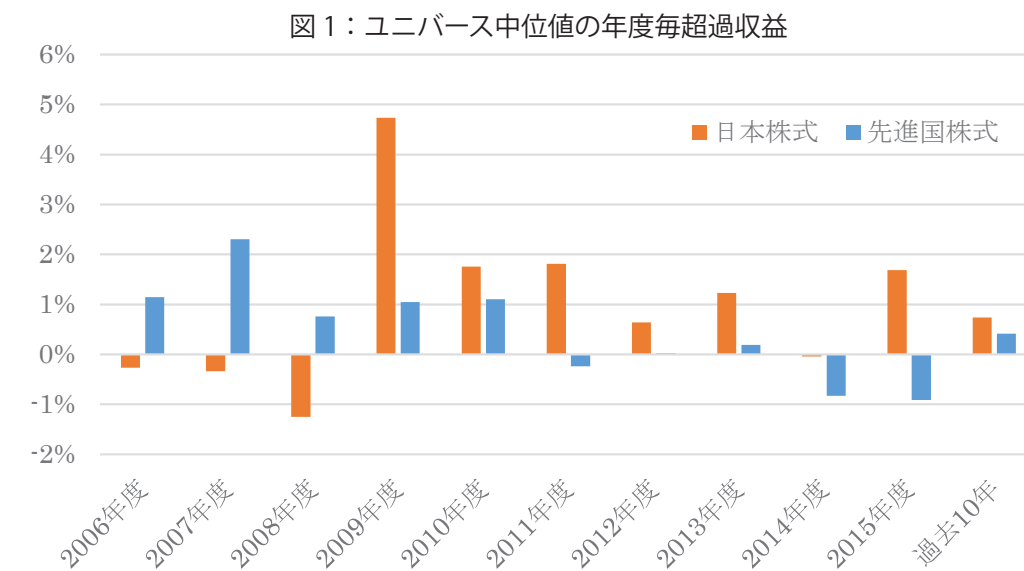
木村 信治

はじめに

2015年度は金融危機以降比較的堅調に推移してきた株式市場が乱高下し、最終的に株式への投資はマイナスのリターンとなった。そうした中で投資家が採用するアクティブ運用全体の超過収益もマイナスとなるケースが散見されている。昨年度にアクティブ運用を通じて超過収益を獲得することが難しかった背景を確認し、この結果をポートフォリオ改善にどう結びつけることができるのかについて述べたい。

アクティブ運用は超過収益をもたらす

まず平均的なアクティブ運用が超過収益を獲得できていたのかを、ユニバース中位値の実績を通じて確認した。ユニバース中位値とは当社が運用機関評価を行う際に実績を確認している戦略群を過去実績順に並べた際に、中位に位置する戦略の実績であ



(出所:ラッセル・インベストメント 2016年3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。

INVESTMENT FOCUS

る。当社ユニバース内に過去10年の過去実績が確認可能な戦略は、日本株式で98戦略、先進国株式で145戦略存在している。

平均的なアクティブ運用は過去10年間で超過収益を獲得しているものの、単年度では超過収益を獲得できていない年度も存在している。また昨年度、日本株式における超過収益はプラスであったが、先進国株式においてはマイナスの超過収益となっていた。このように超過収益の出方が異なる現象は他の年度でも見られた。

次にリスク・リターン効率の観点から平均的なアクティブ運用の実績を示したのが図2である。これは主な資産クラスのリターンと日本株式と先進国株式のユニバース中位値の超過収益とトラッキング・エラー（以下TE）を示したものである。

日本株式と先進国株式のいずれにおいても、平均的なアクティブ戦略の超過収益が

良好なリスク・リターンであったことが分かる。またリターンとリスクの比率でリターン効率をはかると、そのリスク・リターン効率の水準は同期間に金利低下の追い風を受けた内外債券と同水準であった。アクティブ運用はきわめて有力な選択肢であったわけである。

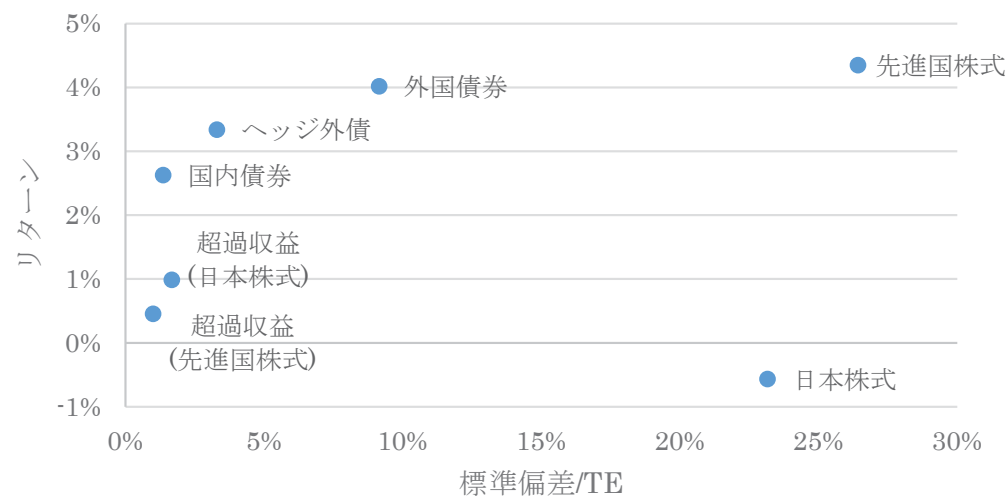
ただし上記は運用報酬を控除する前の実績である。報酬を控除した後に同様の効用を享受するには平均的なアクティブ戦略を上回る実績が求められるだろう。

運用機関評価は追加的な超過収益獲得に貢献

平均的なアクティブ戦略を上回る実績を達成するためには「適切な運用機関評価」によって優れた戦略を絞り込み、「適切に組み合わせる」という2つのプロセスを遂行することが求められる。

まずは当社の運用機関評価の実績を通

図2：超過収益と各資産の過去実績（過去10年）



(出所:ラッセル・インベストメント 2016年3月時点 *TEは月次データに基づく)

(日本株式:TOPIX、先進国株式MSCI World、国内債券:野村BPI総合、外国債券:シティ世界国債(除く日本)、ヘッジ外債:シティ世界国債(ヘッジ付き・除く日本))

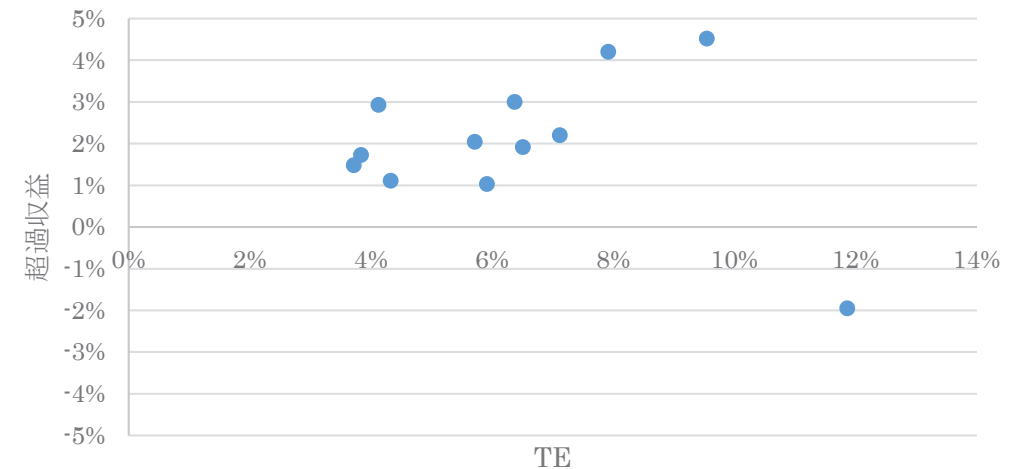
上記は過去の実績であり、本資料のいかなる記述も将来の投資収益等の示唆あるいは保証をするものではなく、またその結果の確実性を表明するものではありません。

INVESTMENT FOCUS

じて、適切な運用機関評価が更なる超過収益の獲得に結びついていたのかを確認したい。当社が最高ランクであるHireと評

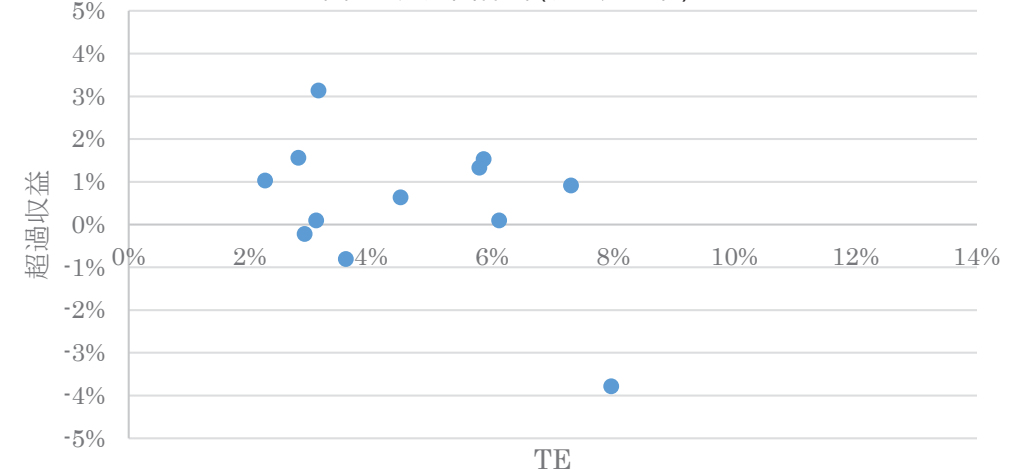
価している戦略の過去10年の超過収益獲得状況(2016年3月末時点)は図3、4の通りとなっている。

図3：日本株式（過去10年）



(出所:ラッセル・インベストメント 2016年3月時点 データ数12 *TEは月次データに基づく)

図4：先進国株式（過去10年）



(出所:ラッセル・インベストメント 2016年3月時点 データ数12 *TEは月次データに基づく)

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。

表1：当社が高く評価するHire戦略とユニバースの中位値実績(2016年3月末時点)

	日本株式			先進国株式		
	過去10年	過去5年	過去1年	過去10年	過去5年	過去1年
Hire評価中位値	2.0%	2.3%	2.1%	0.8%	1.0%	2.2%
ユニバース中位値	0.7%	0.8%	1.7%	0.4%	-0.4%	-0.9%

(出所:ラッセル・インベストメント)

平均的なアクティブ運用は過去10年間で超過収益を獲得している

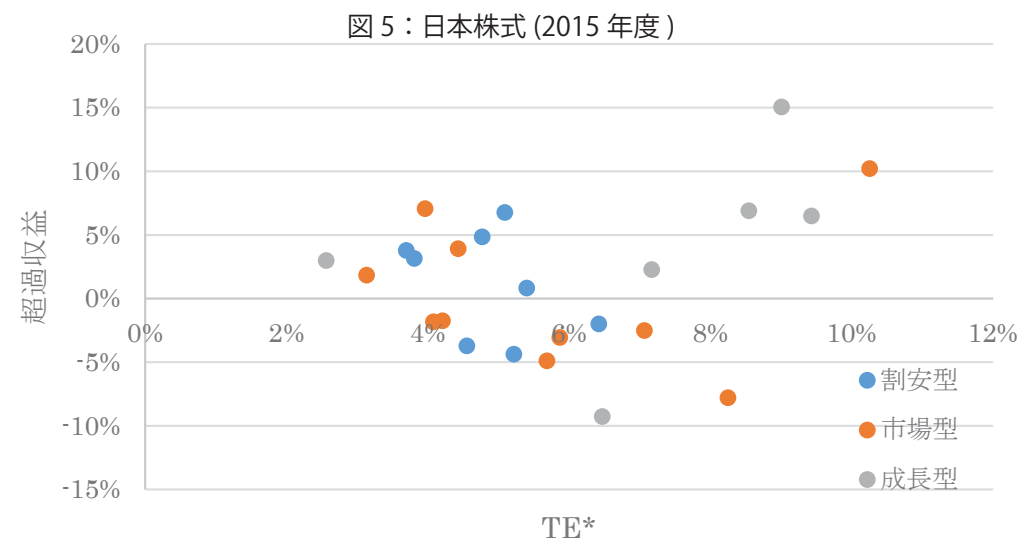
Hire評価の戦略は過去10年間で平均的なアクティブ運用を上回っている

INVESTMENT FOCUS

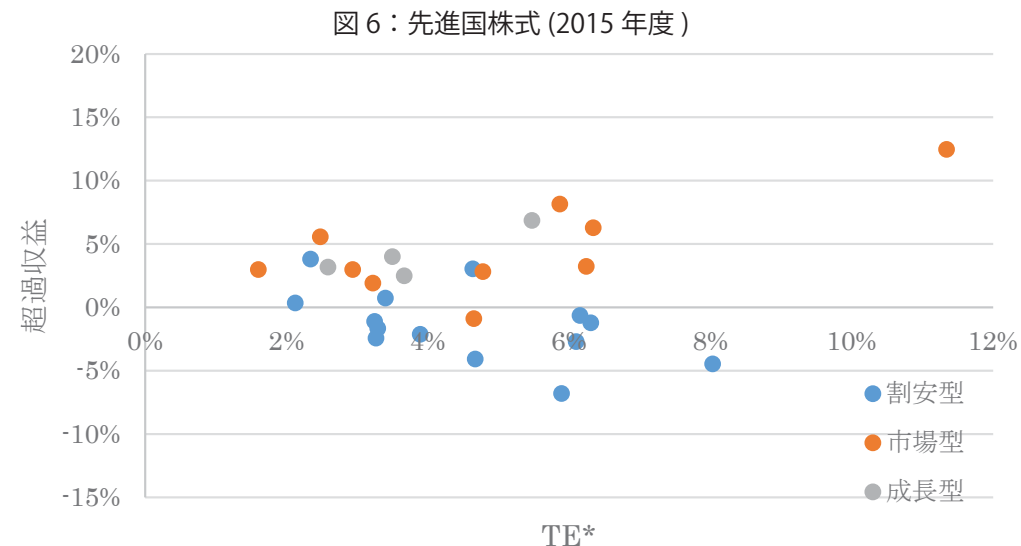
先進国株式において超過収益がマイナスとなっている戦略が存在するが、両資産とも全体的に超過収益を獲得している。

また、ユニバース中位値の超過収益が過去10年で日本株式が+0.74%、先進国株

式が+0.42%であるのに対して、Hire戦略ではそれらを上回る実績を残している。昨年度の実績も含め、Hire評価ならびにユニバース中位値の超過収益獲得状況(2016年3月末時点)を示すのが前頁の表1である。



(出所:ラッセル・インベストメント 2016年3月時点 データ数24 *TEは月次データに基づく)
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。



(出所:ラッセル・インベストメント 2016年3月時点 データ数28 *TEは月次データに基づく)
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。

INVESTMENT FOCUS

いずれの期間においても当社が高く評価した戦略は平均的なアクティブ運用を上回っている。運用機関評価による選別が追加的な超過収益獲得に役立っていたことが伺える。

2015年度は割安型戦略が不振

こうした長期的な実績に対して Hire戦略の昨年度の超過収益獲得状況は、図5、6の通りとなっている。両図では運用手法ごとの状況を確認するため、運用手法別に割安型・市場型・成長型に分けて表示している。

まず、中位値で見た昨年度の実績は、過去10年・過去5年と比べて遜色のない実績となっていたものの、戦略毎のばらつきは大きくなっている。このことから特に単年度等の短期においては戦略の組み合わせが重要といえるだろう。

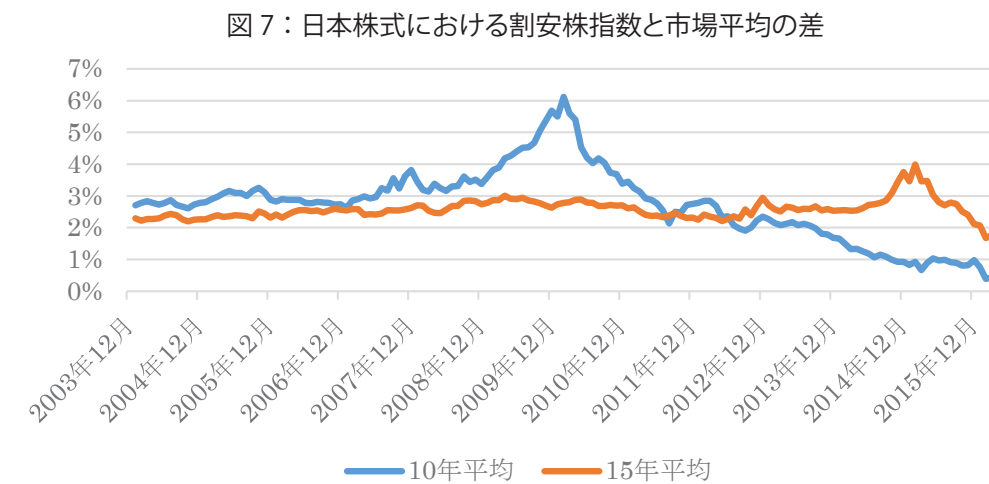
次に運用手法毎の実績を確認する。日本株式では成長型に分類された戦略の大半で超過収益を獲得し、逆に市場型と割安型に分類された戦略の半数近くが超過

収益を獲得できていない。先進国株式では成長型に分類された戦略のすべてが超過収益を獲得したのに対して、割安型に分類された戦略の半数超が超過収益を獲得できておらず、スタイルによって超過収益の分布が異なる結果となっている。

昨年度アクティブ運用全体で超過収益を獲得できなかった投資家のポートフォリオを確認すると、割安型戦略を中心にポートフォリオを構築していることが多い。昨年度にアクティブ運用全体が不振であった主な要因は、割安型戦略の不振にあったと言える。

複数の投資家が割安型戦略を中心にポートフォリオを構築していた背景として、割安株効果をあげることができる。これはバリュエーション指標から割安と判定された株式のパフォーマンスが、割高と判定された株式を長期的に上回るというものである。

日本株式と先進国株式の割安株効果について、割安株指数と市場平均の差がどのように推移したのかを表すのが図7、8である。

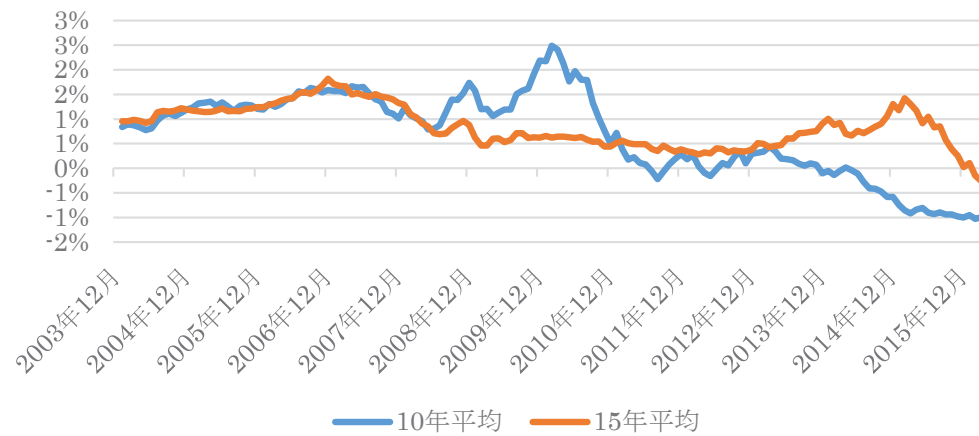


(出所:ラッセル・インベストメント 2016年3月時点)
(割安株指数:ラッセル野村トータル割安、市場平均:TOPIX)
上記は過去の実績であり、本資料のいかなる記述も将来の投資収益等の示唆あるいは保証をするものではなく、またその結果の確実性を表明するものではありません。

2015年度は割安型戦略が不振

INVESTMENT FOCUS

図8：先進国株式における割安株指数と市場平均の差



(出所:ラッセル・インベストメント 2016年3月時点)

(割安株指数:MSCI World 割安,市場平均:MSCI World)

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。

本源的価値への収斂を繰り返してきたことを考えると、オーバーシュートはいずれ収束するはず

割安株効果は長期的にプラスで推移してきたが近年は低下傾向にあり、中でも先進国株式においては直近ではマイナスとなっている。このことが割安株効果の消滅を意味するのかを考えるため、割安型戦略がどのような投資哲学に基づいているのかを確認したい。

割安型戦略としてもっとも一般的な型は、企業の本源的価値を収益・キャッシュフロー・資産価値等によって定義し、本源的価値が現在価値と比較して割安な企業に投資するものである。これらの戦略では、株価が本源的価値を収斂する過程で収益の獲得を目指している。

あるいはコントラリアンという投資手法も割安型戦略の一つと位置づけられる。この手法では異常な法的状態に置かれていたり、収益が小さくなっていたりする企業を中心に投資する。コントラリアン投資家はファンダメンタルやバリュエーションの平均回帰を期待している投資家といえる。

いずれの手法にしてもその根底にある思想は、株価は企業の本源的価値に収斂する、というものである。そうした思想に基づくと、足元の割安型戦略の不調は収斂への過程とみなすことになる。

株式市場の常として企業の過大・過小評価とその後の本源的価値への収斂を繰り返してきたことを考えると、こうした評価のオーバーシュートはいずれ収束するはずである。その意味では割安型戦略の実績はいつか回復するものと思われる。ただし肝心の本源的価値を見誤っている場合はその限りでないし、過小評価された株式がいつどのように本源的価値に収斂するのかについて、明確な回答は用意されていないことも事実である。

投資家の立場で考えると、どのタイミングで戦略入替の判断を行うかは、個別戦略・運用機関の評価に他ならない。質の高い運用機関が規律を持った運用を継続している場合、投資家としても過去実績だけで判断するのではなく、その回復を待つだけ

INVESTMENT FOCUS

の規律が求められるだろう。

新たなファクターが注目されている

割安型戦略以外の主要なスタイル・ファクター指数の超過収益を見てみると、図9、10の通りクオリティや最小分散効果が、成長と割安の区分よりも大きな影響を与えていることが分かる。

ここで紹介しているスタイル・ファクター指数は割安株効果同様、過去実績において市場平均に対する優位性が示されている指数である(その中の一つ、小型株効果については本誌2015年夏号の小型株に関するレポートをご確認いただきたい)。

指数構築における考え方の違いに起因する部分が多いため単純な比較は難しいが、この現象は昨年度に限ったものではない。伝統的な成長や割安以外のファクターがポートフォリオ全体の超過収益に及ぼす影響も無視しえなくなっている。

成長と割安といったスタイルの切り口で

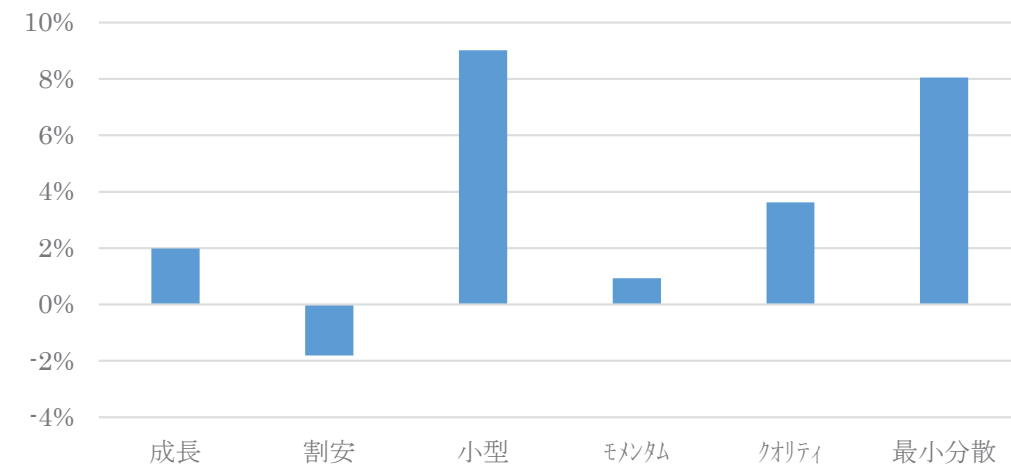
ポートフォリオを管理する考え方は、両者のリターン格差の出方が大きかった2000年代初頭に広がったものである。近年注目されるようになったファクターが同様に超過収益に影響を及ぼしていることから、従来の成長・割安と規模だけではなく、より多様なファクターを考慮したポートフォリオ管理を導入する機運が高まるかもしれない。

こうした管理を導入した場合、投資家はこうしたファクターをどう管理するのかについて方針を定め、実行することになる。これは当該ファクターのリスクを取りに行く方針だけではなく、当該ファクターについて中立を維持するという方針も考えうるだろう。

このようなポートフォリオ管理が広がると、投資家が超過収益をより効率的に獲得する可能性が高まるかもしれない。ただし、恒常的に超過収益を獲得できるファクターが存在するわけではなく、当該ファクターの循環性や割高・割安といった要素も十分に検討する必要があるだろう。

クオリティや最小分散効果が成長と割安の区分よりも大きな影響を与えている

図9：日本株式における各スタイル・ファクターの超過収益(対TOPIX)



(出所:ラッセル・インベストメント 2016年3月時点)

(成長:ラッセル野村トータル成長,割安:ラッセル野村トータル割安,小型:ラッセル野村小型,モメンタム:MSCIジャパンモメンタム,クオリティ:MSCIジャパンクオリティ,最小分散:MSCIジャパン最小分散)

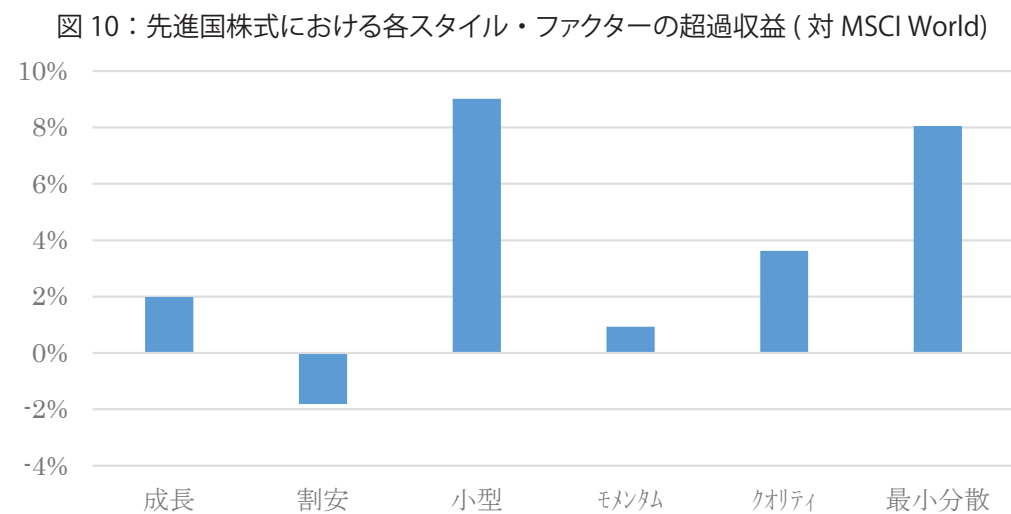
上記は過去の実績であり、本資料のいかなる記述も将来の投資収益等の示唆あるいは保証をするものではなく、またその結果の確実性を表明するものではありません。

INVESTMENT FOCUS

まとめ

本稿ではアクティブ運用が長期的に超過収益獲得に貢献していたことを示し、追加的な付加価値の源泉として適切な運用機関評価と運用戦略の組み合わせの重要性を指摘した。昨年度のアクティブ運用不振の主要因である割安型戦略の不振と割安株効果の低減については、本源的価値へ収斂す

る過程の結果である可能性を示し、運用機関側に問題が無い場合は実績の回復を待つ規律が投資家側にも求められることを指摘した。最後に、近年注目され始めたファクターがパフォーマンスに及ぼす影響度合いが大きくなっていることを指摘し、これらのファクターを管理しながらポートフォリオを運営することとなる可能性を指摘した。



(出所:ラッセル・インベストメント 2016年3月時点)

(成長:MSCI World成長、割安:MSCI World割安、小型:MSCI World小型、モメンタム:MSCI Worldモメンタム、クオリティ:MSCI Worldクオリティ、最小分散:MSCI World最小分散)

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。

COLUMN

彼の信条と夏の夜の夢

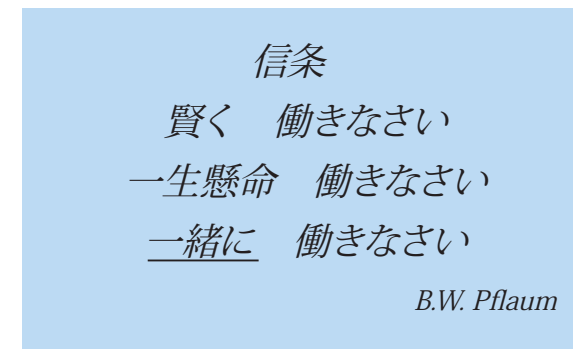
コンサルティング部 テクニカル アナリスト
涌本 博章



涌本 博章

彼の信条 (His Faith)

この1年の間に、私の人生において大きな出来事が2つあった。1つ目は、結婚。そして2つ目は、初めての転職で当社に入社したことである。そして、各々で嬉しい言葉を周囲の人達から頂戴した。前者は、親族や友人からの祝福の言葉、そして後者は、前 CEO のフレームが昨年12月の退任時に私に残してくれた言葉である。私のデスクには色紙が飾ってあり、そこには慣れない手書きの日本語で彼の言葉がこう綴られている。



退任にあたって、私から「メッセージを書いてください。」と色紙を渡したところ、彼自身の信条をしたためてくれたのだ。

社会人5年目の私の立場から見た、業界の大先輩である彼の「信条」について、自分なりに次のように解釈している。

賢く働くこと (Work Smart)

賢く働くとは、より良いサービスを生むために、限られた制約の中で労働力が効率的に利用される状態だと理解している。

つまり、賢く働くためには少なくともその分野について深い知識や見識が求められるだろう。私はこれまで投資銀行というやや畑違いの業務(デリバティブ取引におけるクライアントサービスや金利スワップトレーディングの管理業務)を行ってきた。そこで、早く知識を吸収するために、心がけていることがある。それは、まず自分で調べる、それでも分からないことがある時には、素直に上司や同僚に質問すること。また、極力ミーティングに同席し、現場で学ぶことを心がけている。賢く働けるよう、研鑽に努めたい。

ただ、フレームは次のように言った。

「この業界には賢く働く人はたくさんいる。もはや、賢さで差別化するのは難しい。」

INVESTMENT FOCUS

一生懸命働くこと (Work Hard)

一生懸命働くこととは、お客様に最高の成果を提供するために労力を最大限費やすことと理解している。

そこで、これまでに私が一生懸命になったものを思い出してみた。中学時代のバスケットボール部では真夏の体育館で汗だくになっても水を飲むことすら許されなかった。大学ではストリートダンス、そして大学院ではインドネシアでの村落開発の研究に転じ、社会人になってからはボクシングを始めた。各時々で一生懸命だったその瞬間は今でも目に浮かぶ。

なぜ私はそれらに一生懸命だったのか改めて考えてみた。その答えは、「自分とは程遠い世界のもの」と思っていたものに敢えて挑戦する時の緊張感、そしてそれに一生懸命取り組んだ末に気付く「実は遠い世界のものでは無かったのか。」という高揚感がたまらなく好きだからだ。この性格が、今回の資産運用業界への挑戦に繋がったのだと認識している。今は遠くに見える業界の先輩方に、近い将来「少しは近づいたのかもしれない。」と思えるよう一生懸命働く覚悟である。

ただ一生懸命さの意味を履き違えると、つい無駄なこだわりが出てきて、気づけば長時間を費やしてしまいがちだ。政府が掲げるニッポン一億総活躍プランにおいて、「長時間労働の是正」は重要課題の一つである。長時間労働は、仕事と保育や介護などの家庭生活の両立を困難にするだけでなく、労働の質そのものも下げるという研究結果もある。政府の目標としては、労働時間を週 49 時間以内に収めるそうだ。これは 1 日当たりの労働時間が約 10 時間に当たる。私の悪い癖の一つであるが、一度時間をかけて納得がいくものが出来上がって

しまうと、また次回も時間をかけて納得のいくものを作ろうとしてしまう。「今日残ってやれば良いか。」といった甘えた考えを無くし、同じ成果を短時間で出す術を身につける事に一生懸命になることが今後の課題だ。

ただ、フレームは次のように言った。

「この業界にはハードワーカーはたくさんいる。もはや、一生懸命働くだけでは差別化はできない。」

一緒に働くこと (Work Together)

一緒に働くこととは、関連部署の数名だけで協力することではなく、全社的に部門を横断し、お客様にサービスを提供することだと受け止めている。

そのためには、どこの部署には誰がいて、各々の業務内容や人となり把握することは、一緒に働く上でとても重要であり、当社にはその環境があるという印象を受けた。

前職も米系の金融機関という点では同じだが、日本法人の従業員数は 1,200 人近く、所属部署だけでも約 100 人の社員がいた。社長とは社内のスターバックスですれ違う程度で、会話をする機会はなかった。

当社は社員数が約 80 名と小規模な所帯であるがゆえに、一人ひとりの裁量が比較的大きい。そして、小規模なだけに社長が同じフロアで仕事をしていることは新鮮な驚きだった。また、少なくとも四半期に一度は全社員が一堂に会し、社長から直接今後の経営方針や直近のアップデートが共有される。そこでは、勤続 5 年、10 年、15 年といった節目を迎えた社員へ社長から花束が贈呈される。さらに私の結婚披露宴では、社長から主賓のスピーチをもらおうといっ

COLUMN

た経験を通じ、当社での社員同士の近さや、個人個人の繋がりの強さを感じた。

フレームは最後に言った。

「一般的に、各部署の人々が**一緒に働く**というのは、決して簡単なことではない。ただ、ラッセル・インベストメントには**一緒に働くカルチャー**があると私は信じている。それができる会社こそが他社と差別化できるだろう。涌本さんも**一緒に働く**ことの大切さを絶対に忘れてはいけないよ。」

この言葉は、私を大きく勇気づけた。私自身、周囲の人々と協力することの大切さをスポーツや大学院時代のインドネシアでの経験を通じて身に染みていたからである。

フレームが退任時に伝えたかった彼の「信条」の深みを、私はどこまで解釈できているだろうか。今後の社会人人生の中で、時々立ち止まりこの意味を振り返りたいと思う。今は私に出来る精一杯の

「賢く働く、一生懸命働く、一緒に働く」を体現することでお客様により良いサービスをご提供していきたい。

追記：夏の夜の夢 (A Midsummer Night's Dream)

6 月に入り心地よい夜風を感じる季節になった。しかし、結婚式を終えた私の財布には、隙間風がそよいでいる。その理由は明白で、私は結婚式の為にサックスを購入し、無謀にも式で披露したからだ。わずか 2 ヶ月の特訓の末、本番での演奏は散々な結果に。その上、サックスの個人レッスン代が大きな痛手となった。そんな夏の夜、デスクの色紙にフッと目をやると

一生 働きなさい

という、そこには書かれていないはずの言葉が目に飛び込んできた。一億総活躍社会が実現すれば、きっと私も一生働ける。しかし、どうやら疲れが溜まっているようだ。そうだ、今日はお家に帰ろう。

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たし、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© 2016. Russell Investments.All rights reserved.

当資料中「ラッセル・インベストメント」は、ラッセル・インベストメントグループの会社の総称です。

ラッセル・インベストメントの所有権は、過半数持分所有者のTA アソシエーツおよび少数持分所有者のレバレンス・キャピタル・パートナーズとラッセル・インベストメントの経営陣から構成されています。

フランク・ラッセル・カンパニーは、当資料におけるラッセルの商標およびラッセルの商標に関連するすべての商標権の所有者で、ラッセル・インベストメントグループの会社がフランク・ラッセル・カンパニーからライセンスを受けて使用しています。ラッセル・インベストメントグループの会社は、フランク・ラッセル・カンパニーまたは「FTSE RUSSELL」ブランド傘下の法人と資本的関係を有しません。

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・インベストメント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。

当資料は、当社のグループ会社である「ラッセル・インベストメント・インプリメンテーション・サービシーズ・エル・エル・シー」が提供しているサービスを説明した資料であり、当該サービスへの勧誘を目的としたものではありません。

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す。インデックスは資産運用

管理の対象とはなりません。

ラッセル・インデックスに関連するトレードマーク、サービスマークおよび著作権は、ロンドン証券取引所グループに属する会社に帰属します。

TOPIXは、株式会社東京証券取引所の知的財産であり、株価指数の算出、公表、利用などTOPIXに関するすべての権利及びTOPIXの商標に関するすべての権利は株式会社東京証券取引所が所有しています。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はありません。株式会社東京証券取引所はその確実性及び完結性に責任を負うものではありません。

NOMURA-BPI総合指数は、野村證券株式会社が公表する、国内で発行された公募利付債券の市場全体の動向を表す投資収益指数です。NOMURA-BPI総合指数は、野村證券株式会社が作成している指数で、当該指数に関する一切の知的財産権とその他一切の権利は野村證券株式会社に帰属しています。また、野村證券株式会社は、当該インデックスの正確性、完全性、信頼性、有用性を保証するものではなく、ファンドの運用成果等に関して一切責任を負うものではありません。

Russell/Nomura日本株インデックスは、野村證券株式会社が公表している指数で、その知的財産権は野村證券株式会社及びフランク・ラッセル・カンパニーに帰属します。なお、野村證券株式会社及びフランク・ラッセル・カンパニーは、対象インデックスを用いて行われる弊社の事業活動・サービスに関し一切責任を負いません。

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、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



谷 勝之



浅岡 恵美



高山 和也



小倉 真



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@russellinvestments.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