



2018年春号

Russell Investments Communiqué

様々な運用課題や投資テーマに関する展望

- 3 受託者責任ガイドラインの改正
- 7 保険戦略投資の今後の展望
- 14 保守的なプライベート・インフラ投資戦略
(アベイラビリティ PPP) の紹介
- 20 ロンドンに出張してまいりました



INVESTED. TOGETHER.®



目次

- 2 はじめに
コンサルティング部長
喜多 幸之助
- 3 受託者責任ガイドラインの改正
コンサルティング部 シニア コンサルタント
飯尾 昌弘
- 7 保険戦略投資の今後の展望
コンサルティング部 エグゼクティブ コンサルタント
荒川 光弘
- 14 保守的なプライベート・インフラ投資戦略
(アベイラビリティ PPP) の紹介
運用部 シニア クライアント ポートフォリオ マネージャー
寺内 健
- 20 ロンドンに出張してまいりました
シニアコンサルタント コンサルティング部
吉田 寛隆

はじめに



喜多 幸之助

平昌オリンピックは、予想以上の日本勢の活躍で幕を閉じました。数多く胸を打たれるシーンがありました。一方で今回は特にドーピング問題に焦点があてられた五輪であったともいえます。ロシアが国家として出場出来なくなるなど、この問題がより重大視される方向であることが明らかになっています。禁止薬物の指定は、広い意味での競技ルール設定とも考えられます。世の中が複雑化するにつれルールの幅が拡大している例と言えるでしょう。

さて、年金運用の分野でも、5年ぶりに受託者責任ガイドラインという一つのルール変更が行われることとなりました。もっとも受託者責任ガイドラインは、反ドーピングのように禁止条項を定めたものというよりも、資産運用上のベストプラクティスに近い基準を定めたもので少し性格が異なります。当ガイドラインは、その制定以来、企業年金の世界では非常に重要視されてきました。1997年にこのルールが最初に定められた背景として、年金の運用責任者の意思決定が資産運用の結果に大きな影響を与えるようになり、その判断の拠り所となる基準が必要と考えられたためです。実際、投資対象は非常に多様化しており、投資家としては幅広い選択肢がある反面、各投資対象に関する知識習得と投資の是非に関する判断を行わなければいけません。

本誌では、最初に飯尾より「受託者責任ガイドラインの改正」について、これまでの経緯や企業年金がどのように対応すべきかについて整理してご案内申し上げます。変更内容の解説にとどまらず、コンサルティング現場におけるアドバイスや各基金の対応等も踏まえてご案内いたします。

その後は、最近投資家からの関心が高まっている2つの投資対象についてご案内申し上げます。まずは、昨年米国ハリケーン等の影響から突如大きな損失を出して注目を集めることになった、保険戦略投資について荒川が解説いたします。昨年7月までは安定リターンが期待される投資対象として人気が高まっていましたが、保険事故によってそれまでとは異なった非連続的なリターンパターンを見せることが改めて確認されました。商品設計や損失が出た経緯に加え、今後の展望も含めお話しいたします。

次に、最近プライベート・インフラ投資が注目を集めていますが、その中で未だあまり知られていないアベイラビリティPPPについて寺内の方からご案内申し上げます。アベイラビリティPPPはインフラ投資における最も低リスクの分野に属する戦略となりますが、投資期間が超長期にわたるインフラ投資においては、その収益構造やリスクなどを明確に理解することが必要と考えます。

最後に、ブレグジットの実情について吉田よりレポートさせていただきます。独自の分析に加え、本年2月に実際にロンドンに赴き確認した事実を踏まえた上でのコラムとなります。

本誌が、皆様の今後の資産運用における判断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。引き続き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



飯尾 昌弘

受託者責任ガイドラインの改正

コンサルティング部 シニア コンサルタント
飯尾 昌弘

昨年11月8日付で「確定給付企業年金に係る資産運用関係者の役割及び責任に関するガイドラインについて（通知）（以下、受託者責任ガイドライン）」が改正された。本稿では、年金基金にとって、受託者責任ガイドラインのそもそもの役割や位置付けを確認しながら、今回の改正のポイントについて解説する。また、企業年金がどのような対応をとるべきかについても合わせてご紹介していきたい。

受託者責任ガイドラインの位置付け

まず初めに、受託者責任ガイドラインの歴史的な経緯について振り返りながら、同ガイドラインの年金基金にとっての位置付けについて述べていく。

年金基金の受託者責任ガイドラインが制定されたのは1997年4月まで遡る。1990年代初頭のバブル崩壊以降、資産運用環境が悪化していたが、資産クラスの投資上限比率を定めた5:3:3:2規制の撤廃や投資顧問会社への運用委託解禁等、運用規制は緩和されていった。また、財政面でも、従来、一律5.5%であった予定利率は弾力化され、引き下げることができるようになった。基金の裁量範囲が拡大されていった一方で、運用環境の低迷等から解散に至る基金も出てきた。その中には加入事業所が基金の理事を相手取り、損害賠償を求める訴訟を起こす事例もあった。

このように基金を取り巻く環境が大きく変化していった中で、基金の受託者責任が注目されるようになってきたのである。しかし、年金運用に関連する当時の法令（厚生年金法、厚生年金基金令、民法等）では、基金関係者の受託者責任がどのような内容であるかわかりにくかったことから、法令を補い、基金関係者の役割や行動指針を明確化し、具体化するために受託者責任ガイドライン（「厚生年金基金の資産運用関係者の役割及び責任に関するガイドライン（通知）」）が制定された。

先行していた欧米法における受託者責任の解釈も踏まえながら、年金運用管理において特に重要な「注意義務」と「忠実義務」を一般的な義務として規定している。ちなみに、「注意義務」は年金運用プロセスにおける手段の選択における義務で、受託者の職業・地位等において要求される知識（投資理論等）に基づき、十分な注意を払って業務を行うことが求められている。一方、「忠実義務」は年金資産管理業務の目的に関する義務で、もっぱら加入員等の利益を優先すべきで、これを犠牲にして加入員等以外の者の利益を図ってはならない、とされている。そして、運用基本方針や基本資産配分の策定から運用機関の選定・評価と

1 1994年11月に解散した日本紡績業厚年金基金の元設立事務所が、解散時に多額の負担金を余儀なくされたのは同基金の理事長および常務理事が損害の軽微なうちに代議員会などに解散を促す義務を怠ったためだと、元理事長らに損害賠償を求める訴訟を提起した。

いった年金資産運用のプロセス毎のルールが網羅的、体系的に整理された。この結果、年金基金の理事が順守すべき基本的な役割、義務と責任が明確化されることとなった。なお、受託者責任ガイドラインが関係するのは運用のみであり、制度変更等には及ばない。

ここで、受託者責任ガイドラインの年金基金にとっての意味合いだが、ガイドラインは法令そのものではないものの、年金運用管理における「注意義務」と「忠実義務」を正しく具現化することを目的としたもので、理事の行動規範を示している。このため、例えば、給付削減によって加入員等が不利益を被り、かつその原因が不適切な資産運用にあると疑われた場合に、加入員等が理事を相手取り訴訟を提起する、あるいは後任の理事が受託者責任を果たすために、前任の理事に対して訴訟を提起することもあり得るだろう。そのような事態に陥った場合、裁判所は、受託者責任ガイドラインに記載されている内容を参考にしながら、適切なプロセスを経たかどうか、義務違反がなかったかについて判断することが想定できる。したがって、当然ながら基金関係者は法令ではなくても受託者責任ガイドラインを意識すること（例えば特定のガイドラインを理由があって順守しない場合には根拠を残すとか）が求められる。また、加入員等からの訴訟を想定しないまでも、基金関係者は加入員等から預かっている巨額な年金資産の運用管理を行うという重責を担う立場を十分認識する必要があることは言うまでもないが、受託者責任ガイドラインは基金関係者の責任意識や自主性の向上にも役立っている。

ガイドライン変更のポイント

上述の背景で制定された受託者責任ガイ

ドラインだが、当時は厚生年金基金主体であったため、2002年3月に確定給付企業年金法の施行に合わせて、確定給付企業年金向けの受託者責任ガイドラインが制定された。その内容は厚生年金基金向けのガイドラインを踏襲するものであった。そして、世間を震撼させたAIJ事件による年金資産消失²をきっかけに、2012年9月に厚生年金基金向けの受託者責任ガイドラインにおいて、大幅な改正が行われた。一方、DB企業年金向けの受託者責任ガイドラインはこのタイミングでの変更は見送られたが、2017年9月から10月にかけてのパブリックコメントの募集を経て、同年11月によりやく改正されることとなった。

今回の変更の主要なポイントは以下の3つに分類できる。

1. 2012年厚生年金基金向けの受託者責任ガイドライン改正事項の踏襲
2. 昨今の資産運用業界の流れを受けたもの
3. 加入員等への情報開示

1～3について以下で概要を述べる（1と2、1と3の重複する事項は2と3で述べる）。

1では、AIJ事件ではオルタナティブ投資におけるリスク管理が問題となったことから、オルタナティブ投資の目的や位置付けと配分、および固有のリスクに関する留意事項を運用基本方針上に明記することの他、運用機関や商品の選定において、例えば、リスク源泉や時価算出の根拠等確認すべき項目が具体的に列挙された。また、同様に事件の教訓を生かして、特定の運用機関に委託が集中しないようにする、また、運用コンサルタントが金融商品取引法上の投資助

² AIJ 投資顧問が企業年金等から預かった資金の運用に失敗し、資産のほとんどが消失していたにもかかわらず、運用が成功しているかのような虚偽の報告書を顧客および当局に提出していたことが明らかになった。

言・代理業登録を受けていることと合わせて、運用受託機関との間で利益相反がないことを確認することが盛り込まれている。それ以外の主な追加のポイントは、基本資産配分の策定が義務化され、資産規模100億円以上のDBについては、資産運用委員会の設置が求められている。なお、資産運用委員会の機能を果たしている会議体があれば、委員会の名称は異なっても構わない。

2は昨今、注目が高まりつつあるステュワードシップ活動やESG投資に関連する事項が含まれている。ステュワードシップ活動は日本の成長戦略の一環として政府が後押ししており、投資家サイドから建設的な企業との対話を行うことによって、長期的な企業価値を高める、ひいては日本経済を底上げしていく狙いがある。年金基金は基本的には運用機関に資金を委託するため、運用機関のステュワードシップ活動を後押しする役割が求められている。こうした情勢下で、運用機関の選定や評価にあたって、ステュワードシップの取り組みやESGに対する考え方を定性評価の項目として織り込むことが推奨されている。また、運用機関の選定、評価にあたって考慮すべき他の点として、運用機関のコンプライアンス態勢等が挙げられている。内部統制報告書の取得や投資パフォーマンス基準（GIPS）への準拠を定性・定量評価に織り込むことが望ましいとされている。

3については、事業主や加入員へのわかりやすい情報開示を求めている。背景に、DB制度における財政や資産運用について事業主や加入者の理解が不可欠で、その前提として制度への関心を持つことが重要との認識がある。まず、資産運用委員会の議事の概要について、加入員に周知しなければならないことが新たに盛り込まれた。また、加

入員等への業務概況の周知の中に、積立状況や資産構成割合はDB企業年金全体と比較する、企業の退職給付制度の全体像とその中でのDB企業年金の位置付けが分かる資料を開示する等、加入者等の理解、関心が深まるように開示の仕方を工夫することを促している。また、代議員会への報告事項として運用機関の選任、評価や資産運用委員会の議事の状況等も例示されている。

以上が改正の主要なポイントだが、企業年金の対応が義務化されているものと努力義務となっているものに分けられ、7頁の図表1でそれらを示した。今回の改定の特徴として、義務か努力義務かにかかわらず、企業年金が行うべきことが数多く具体的に示されていることがある。

企業年金のガイドライン変更への対応

改正された受託者責任ガイドラインの施行日は2018年4月1日である。企業年金は今回の変更を受けて、基本的には運用基本方針や内部規定等の改訂で対応することとなる。施行日を勘案し、2017年度下期の理事会、代議員会等で変更の意思決定を行っているところだ。義務化されている項目については、極力全て運用基本方針等に織り込むことが原則となる。しかし、努力義務についてはどこまで織り込むか、対応が分かっている。受託者責任を果たす観点からは全て反映させることが望ましいかもしれないが、義務化されていないこともあり、各基金がどのくらい重要性が高いと考えるかということや、実務上の取り扱いおよび実務的な負担等も踏まえて、総合的に判断することが必要となる。

例えば、ステュワードシップ活動やESG投資の考え方を運用機関の選定や評価に取り入れることに対しては、パフォーマンスへの貢献が必ずしも明確ではないことや人員が

限定的な中で追加の事務負担への懸念等もあり、抵抗を感じている企業年金は少なくない³。しかし、スチュワードシップ活動について、その精神に賛同する立場をとるのであれば、運用基本方針に盛り込むと同時に、コードの受け入れ表明も同時に行うこともあり得る。コードの受け入れ表明には、スチュワードシップ活動を果たすための方針の作成や受益者への報告等が求められている。ただし、議決権行使等潜在的な利益相反の可能性があるため、母体企業の理解を得ながら準備を進めていくことが必須となってくるだろう。

また、運用機関の選定においては、定量評価ではリスクやインフォメーションレシオ⁴を考慮することや、3年以上等の期間で評価することが推奨されている。そして、定性評価では考慮する項目例として投資方針、組織・人材、運用プロセスだけでなく、事務処理体制、リスク管理体制、コンプライアンスが挙げられている。将来も超過収益の獲得が期待できるか、資産を委託するにあたって信頼に値する組織体制を有しているか等、運用機関の評価をより実効的なものにするために、全て運用基本方針に盛り込んだ方が良いだろう。一方、同様の定量評価ではGIPS準拠のパフォーマンスを利用することが推奨されているが、入手できるパフォーマンスが代表口座や旗艦戦略のものである場合も多くあるため、実務に合わせてそれらも参照する形にしておくことが必要と考えられる。

情報開示では、資産運用委員会の議事概要についての加入員への周知が義務化されているが、弊社コンサルティングのお客様で

は、どのような方法で行うべきかといった声がいくつか上がっていた。検討した結果、多数の加入員等への周知は、会員向けの基金ウェブサイトで閲覧できるようにするという方法をとっている基金があった。また、加入員等への情報提供や周知を行うに当たってはできる限り平易な表現を用いなければならないとされているが、具体的に説明をどうしていったら良いのか、という声も聞かれた。各基金が試行錯誤しながら改善を試みていく努力が望まれる。

以上、昨年の受託者責任ガイドラインの改正と対応についてご紹介した。今後の年金運営の参考となれば幸いである。

³ 2018年2月19日時点で日本版スチュワードシップ・コードの受け入れを表明した国内企業年金は9件。

⁴ 超過収益を得るためにどのくらいのリスクが取られたかを計測する指標。

図表1 受託者責任ガイドラインの変更概要

条項	内容	
3. 事業主及び基金の理事 (2) 基本的な留意事項 (分散投資義務) (4) 運用の基本方針 (内容) (オルタナティブ投資を行う場合の留意事項) (5) 運用の委託 ① 運用受託機関の選任・契約締結 (選任の基準) (定量評価の基準) (定性評価の基準) ② 運用受託機関の管理 (運用ガイドラインの例示) (報告の請求) (8) 運用コンサルタント等の利用 (運用コンサルタント等の要件)	義務 義務 義務 義務 努力義務 努力義務 努力義務 努力義務 努力義務 努力義務 努力義務 努力義務 努力義務 努力義務 義務 義務	分散投資を行わない場合の合理的理由を基本方針へ定め、加入者・事業主へ周知。 政策的資産構成割合を定める。 特定の運用機関の過度に集中しないように基本方針に定める。 オルタナティブ投資を行う場合、目的/位置付け等を基本方針に定める。留意、確認事項あり。 運用機関のステュワードシップ活動、ESGに対する考え方の定性評価項目とする。 運用機関の内部統制保証報告書等の保証業務の提供を受けることを定性評価項目とする。 定性評価の基準の例で掲げる事項について運用機関にヒアリングを行う。 ファンドマネージャー、コンサルタントや資産運用委員会等に対するヒアリングを含める。 リスクの考慮。 収益率およびリスクはグローバル投資パフォーマンス基準(GIPS)等を利用。 アクティブ運用ではインフォメーションレシオ等に留意。 短期の収益率で著しく問題がある場合を除き、一定の期間(例えば3年以上)の実績を評価。 定性評価項目例(投資方針、組織・人材、リスク管理体制、コンプライアンス等)を考慮する。 ステュワードシップ・コードを受け入れている運用機関に対して取り組みを要請。 運用機関に対して四半期での報告を要請。 ステュワードシップ・コードを受け入れている運用機関に対して活動報告を受ける。 運用コンサルタント等は金融商品取引上の投資助言・代理業登録を受けている。 運用コンサルタント等の運用機関との契約関係の有無を確認。
4. 資産運用委員会 (設置) (位置付け等)	義務 義務	資産額100億円以上の場合、資産運用委員会を設置。 資産運用委員会の議事概要の加入者への周知、議事の状況等を代議員会に報告。
6. その他 (2) 基金における代議員会への報告 (報告の内容) (3) 加入者等への業務概況の周知 (加入者への周知) (5) 管理運用業務に関する情報開示に当たっての留意点	努力義務 義務 努力義務 努力義務 努力義務 義務	運用機関の選任状況、評価結果等を報告内容例として追加。 資産運用委員会の議事概要等の周知。 運用機関のステュワードシップ活動の周知。 必要に応じて図表を用いる等わかりやすく開示。 退職給付制度の全体像およびその中での確定給付企業年金の位置付けを解説。 できるだけ平易な表現を用いる。

出所：ラッセル・インベストメント





荒川 光弘

保険戦略投資の今後の展望

コンサルティング部 エグゼクティブ コンサルタント
荒川 光弘

年金基金など機関投資家の間では、リーマンショック後に①分散効果の観点（保険取引は金融市場の動きとは関連性が低い）及び②安定収益の観点（大災害が起きなければ債券のようなクーポン収入が得られる）から保険戦略投資が紹介されてきた。ここ数年の世界的な先進国の金利低下とスプレッド縮小による債券価格の高騰（債券リターンへの低下）という追い風もあり、保険戦略投資は比較優位な投資商品として広がりを見せている。保険戦略投資自体の歴史は比較的新しいもので、ほとんどのファンドは2000年以降に設定され、トラックレコードも10年に満たないファンドが多い。しかし、過去に生じた自然災害時における損失が限定的で、パフォーマンスも比較的安定していたことから、一部において、保険戦略そのものに起因する本質的なリスクにあまり気を払わず、投資が行われていたことは否めない。

2017年夏のハリケーンシーズンにおいて、巨大な複数のハリケーンが米国本土等に上陸、保険戦略投資は軒並み大きな損失を計上した。もし、テールリスクという保険戦略固有のリスクをあまり意識していなかったとしたら、2017年のパフォーマンスは受け入れがたいものであったかもしれない。ここでは、改めて損害保険戦略の持っている特徴と今回の損失の内情を紐解き、今後も継続して投資すべき有効な投資対象かを考えてみたい。

保険戦略とは

保険戦略は、主に生命保険に起因するものと損害保険に起因するものの2種類に分けられる。現状、日本においては生命保険リスクを中心に引受けるファンドが少ないこと、また、2017年の損失が主にハリケーンや地震という自然災害（損害保険）に起因するものであったことから、ここでは損害保険戦略に絞って説明をする。

損害保険の契約自体は、ことさら細かく説明するまでもなく、広く認知された契約であろう。たとえば、人は家を所有すると、火災や自然災害（台風、洪水や地震など）の被害に備えて、その補填のために保険会社と損害保険契約を締結し保険料を支払うことが多い。すなわち、一方（保険会社）が保険を引受ける側（保険料の受け手）であり、もう一方（個人や企業等）が保険を掛ける側（保険料の払い手）となる。ここでいう損害保険戦略（以下、保険戦略という）も保険の受け手・掛け手という基本的な仕組みは同じである。通常、保険会社は甚大な災害発生時に自社資本だけでは保険損失をカバーしきれないと考えるため、リスク分散の観点から一旦引き受けたリスク（損害が発生したときに保険金を支払うリスク）の一部（例えば上位部分：損失が一定額以上になったときのその上回った部分）を切り離し、再保険として自ら保険を掛けることになるが、保険戦略ファンドは主

にそのリスク（再保険部分）を引き受けて、保険料収入獲得を図るものである。

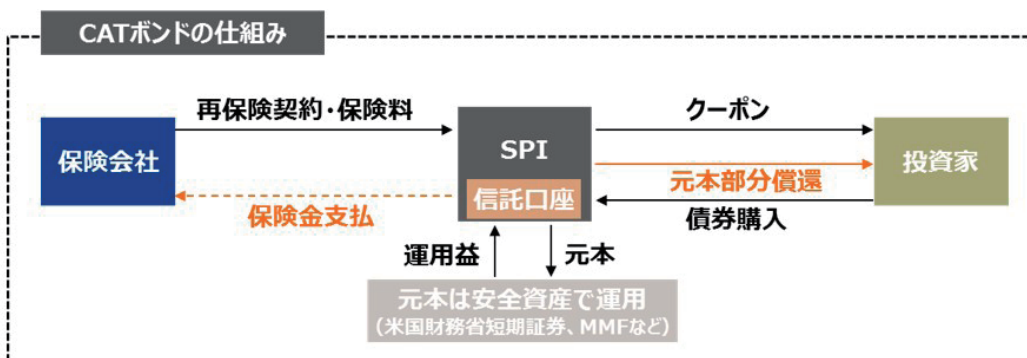
ILSの仕組み

保険戦略ファンドが保険リスクを引受ける仕組みとして普及しているのが Insurance Linked Securities（保険リンク証券、以下ILSという）であり、保険リスク自体を証券化することで外部からのリスク引受けの資本流入を可能にしている。ILSにはCatastrophe Bond（大災害債券、以下CATボンドという）、Collateralized Reinsurance（担保付再保険）、Retrocession（再々保険：再保険部分のリスクの取引）、Industry Loss Warranty（ILW：業界全体の損失を支払う条件とする契約）などがある。CATボンド以外は保険契約型であり、一般的にはILW、再々保険、再保険の順に投資スキルを必要とする。CATボンドは市場で取引しやすいよう大規模でシンプルな損害保険リスクを特別目的保険会社（Special Purpose Insurer）に移転し、債券の形態で発行されたものである。CATボンドは一般的に引き受けるリスクのレイヤー（階層）が最上位になっている（大規模災害時にのみ損失が発生する）ものが多く、投資家が保険市場へ参加するのをさらに容易

にしている。しかし、その反面、市場規模が限定的なこと（2017年でおおよそ2兆円規模）もあって価格が需給の影響を受けやすいという特性もある。

保険損失が発生したとき、実際には損害額確定に時間がかかる。そのため、ILSなどでは個別の推計モデルで損失額を算定する手法（Modeled Loss型）、業界全体の損失予測額をベースに損害額を算定する手法（Industry Loss型）、損失額ではなくハリケーンなどの観測データ（風速等）をベースに算出する手法（Parametric型）など、保険金支払いのトリガーの透明性も高く、保険金の支払いを迅速にするための仕組みも採用されている。しかし、保険金額と実損額との乖離（ベースリスク）も生じるため、現在では実損補填型の手法（Indemnity型）が主流となっている。

CATボンドは、低金利環境下、一般の債券と比べてクーポンが魅力的であったこともあり、ここ数年来需要が拡大しクーポン水準は低下傾向にあった。そのため、一部の保険戦略運用機関は一定水準のクーポン確保のため、CATボンドの組入れに留まらず、元受保険会社（再保険の出し手）と相対で様々な保険取引を行なうことに活



出所：ラッセル・インベストメント

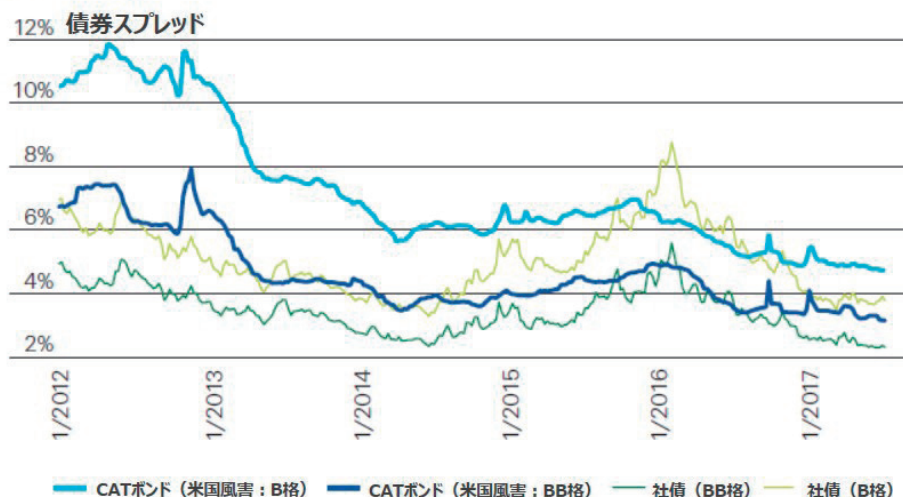
路を見出し、ファンド全体としてのリスクをコントロールしつつ安定的なリターンの獲得を試みた。当然、相対での保険取引は複雑な案件が増えることから、相当程度の専門能力を要する。しかし、CATボンドではモデル化が難しく組成できなかった保険リスクや比較的小規模な保険リスクも含めて柔軟に引き受けられるため、再保険会

社から高利率の条件を引き出しやすかった。このような取り組み自体は、2017年夏に複数の巨大ハリケーンが米国等に上陸するまではリターンの安定化にある程度寄与していたと言えよう。

2017年の自然災害

2017年夏に3つの巨大ハリケーンが米国及びカリブ海諸国を襲った。具体的なハ

スプレッド比較



出所：Swiss Re Capital Markets：Swiss Re Insurance-Linked Securities market update, VolumeXXVII, August 2017

2017年巨大ハリケーンの概要と当初の推定保険業界損失

■ ハリケーン・ハービー（8/25～9/2）

- ⋄ 上陸直前にカテゴリー4に勢力を拡大させた形でメキシコ州に上陸、記録的な豪雨で大きな洪水被害をもたらした。
- ⋄ 推定保険業界損失^(注1)：最大400億ドル程度（全米洪水保険制度：NFIPによる保証分を含む。）

■ ハリケーン・イルマ（9/4～12）

- ⋄ カテゴリー5の勢力を維持したままカリブ海の島々に大きな被害をもたらした後、カテゴリー4の勢力でフロリダ半島南東部に上陸、北上とともに勢力を弱めたものの暴風と豪雨で広範囲にわたる被害をもたらした。
- ⋄ 推定保険業界損失^(注1)：最大500億ドル程度（全米洪水保険制度：NFIPによる保証分を含む。）

■ ハリケーン・マリア（9/18～22）

- ⋄ 9/19にカテゴリー5の勢力でドミニカに上陸、翌日にはカテゴリー4の勢力となったもののプエルトリコに上陸、暴風と豪雨で広範囲な被害をもたらした。プエルトリコは医薬品生産量で世界の15%を占めており、損失は多額に上ると推定されている。
- ⋄ 推定保険業界損失^(注2)：最大850億ドル程度（全米洪水保険制度：NFIPによる保証分を含む。）

注1：ハービー（RMS予測：9月9日時点）、イルマ（AIR予測：9月15日時点）、マリア（AIR予測：9月25日時点）

出所：ラッセル・インベストメント

リケーンの概要等は下記のとおりである。2017年はハリケーン以外にもメキシコ地震やカリフォルニアの山火事など、多くの保険損失に繋がる災害が発生している。特にハービー、イルマ、マリアの3つのハリケーンの被害は甚大で、発生当初、それぞれ単体でも過去最大規模の損失見込みがなされていた。

それぞれの最終的な損害額確定には、まだしばらく時間がかかりそうだが、結果として、累積では多額の保険損失が計上されることには変わりはない。しかし、足元ではそれぞれ単体での保険損失は当初の想定より小規模になりそうである。

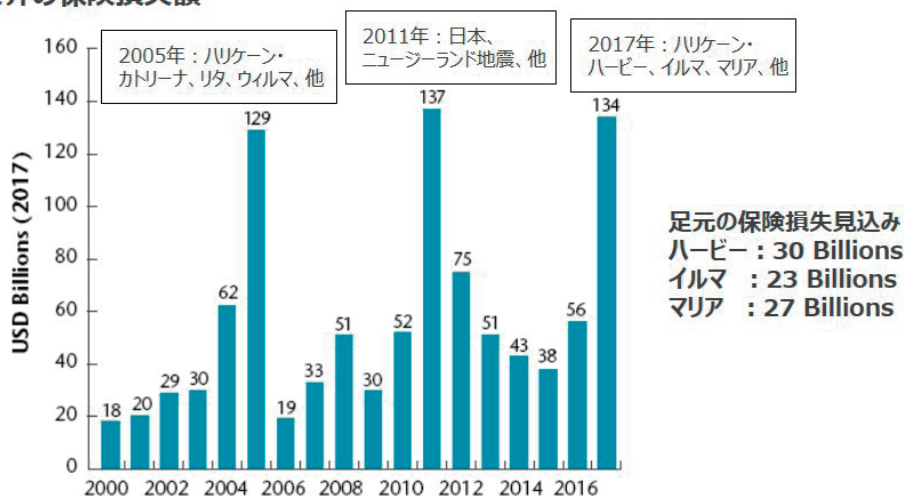
保険戦略のパフォーマンス

保険戦略ファンドは、いずれも米国のハリケーンリスクを相当程度引受けているため、軒並みマイナスのパフォーマンスとなっているものの、ファンドによるパフォーマンス格差が激しい。上位のレイヤーリスクの引受けが多いCATボンドを主な投資対象としているファンドは、ハリ

ケーン発生当初は保険損失が巨大となる見込みや需給の影響を受けて大きく売られ、2桁近いマイナスを計上した。しかし、ハリケーンそれぞれの最大保険損失見込みが引き下げられるに伴い、値を戻しつつある。

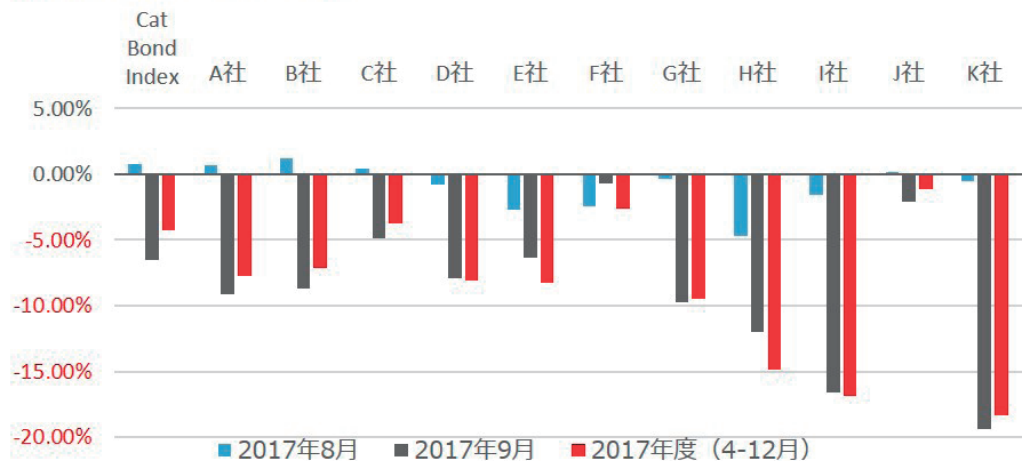
それに引き換え、相対での保険取引が中心のファンドは、想定以上に損失を計上しているものが多い。当然、取っているリスク量（期待損失率）、リスクポジション（どの地域のどの種類のリスクをとっているかなど）やバリュエーション評価（推定損失をどの程度見込むか）により影響度は異なるだろうが、損失が大きくなった主な要因としては引受けレイヤー（CATボンドより下位）と累積損失型保険取引に起因したテールリスクの発生と考えられる。ハリケーンによる損失が1回限りであれば損失を被らなかった保険取引も、2回、3回と損失が累積されていく中で大きな損失を被ることになり、単月で2桁以上の損失を計上するファンドも散見された（保険取引のテールリスクが顕在化した）。

世界の保険損失額



出所：Aon Benfield「Weather, Climate & Catastrophe Insight 2017 Annual Report」、ラッセル・インベストメント加工

保険戦略パフォーマンス比較



注：円ベース（インデックスおよび一部の会社はドルベース）、リターンはネットベース、あくまでも方向性を示すため参考値
出所：CAT Bond Index：Swiss Re Cat Bond Total Return Index、各社資料に基づき、ラッセル・インベストメント作成

期待損失率とリターンの関係（2017年8-9月リターン）



注：期待損失率は各社により算出手法等が異なるため参考値、リターンは円ベース（ネット）
出所：各社資料に基づき、ラッセル・インベストメント作成

ただ、このパフォーマンス結果が想定外かというところとも言えない。各ファンドにおける期待損失率を踏まえたストレスシナリオ上では、確率は低いながらも十分起こりうる事象の範囲内となっていた。しかし、カテゴリー4以上の巨大ハリケーンが複数上陸するという過去に例のない事象が発生し、保険リスクモデル上、十分に反映されていなかったとしたら、その点は想定外の出来事と言えよう。

保険戦略ファンドは、総じて2017年9月にマイナスのパフォーマンスとなっていることから、商品分散に対して懐疑的な見方もあるだろう。確かに、保険戦略というベータの観点から言えば、相関が高いのは否めない。しかし、保険戦略における適切なベータを特定することは難しいものの、アルファという観点で考えれば、パフォーマンス格差がある以上、分散の効果が認められると言わざるを得ないのではない

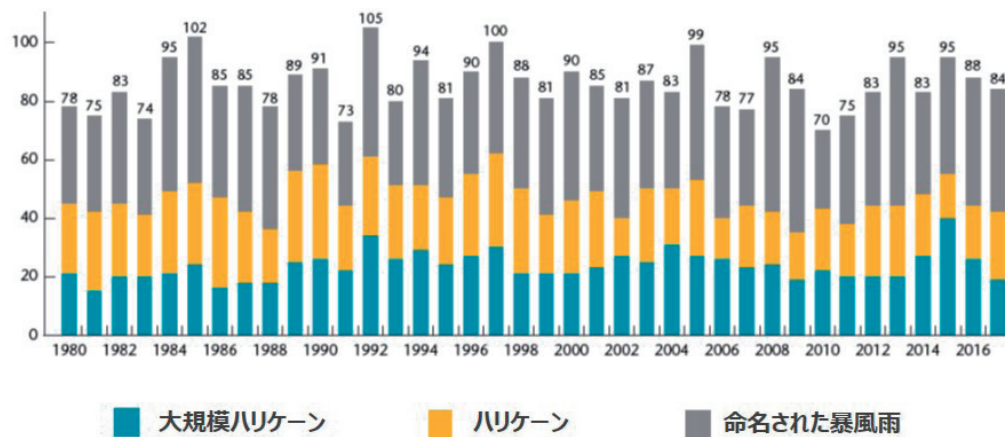
か。当然、保険戦略の分散を検討する場合、期待損失率、地域配分や保険の種類など、パフォーマンス格差の要因となるそれぞれのファンド特性を細かく確認する必要があるだろう。

自然災害の動向

昨今、地球温暖化の影響で平均気温の上昇が叫ばれているのは事実だが、統計データから見れば、自然災害、特にハリケーンの発生頻度や規模と地球温暖化と

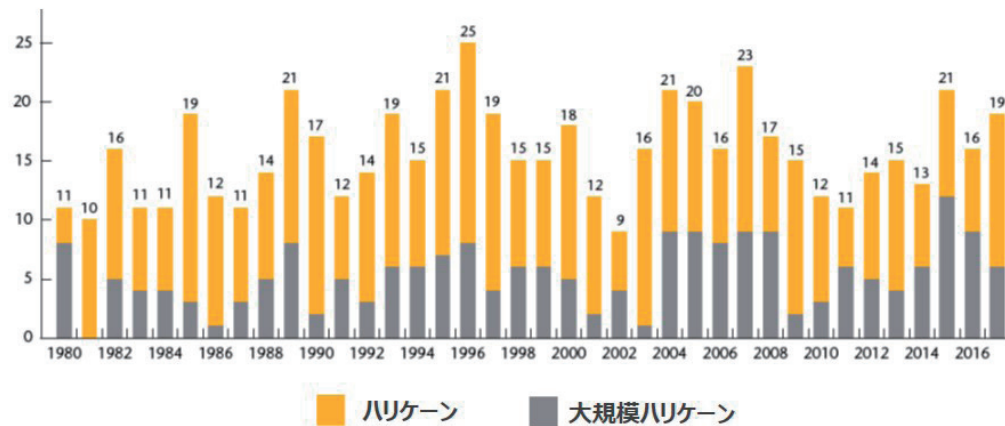
の有意な関連性は見受けられず、現時点では保険戦略の投資環境に影響を及ぼす兆候は見られない。ただ、複数の巨大ハリケーンが米国本土に上陸したということ自体が始めての事象であったのも事実である。その意味では2017年は特異な年であり、一部の保険戦略ファンドの今回の巨額損失計上も、幾分致し方ないものと捕らえられるかも知れない。地球温暖化と自然災害との間に因果関係があるかどうかはさておき、今般、実際にテールリスクが顕

世界の熱帯低気圧の発生件数



出所：Aon Benfield「Weather, Climate & Catastrophe Insight 2017 Annual Report」

世界の熱帯低気圧の上陸件数



出所：Aon Benfield「Weather, Climate & Catastrophe Insight 2017 Annual Report」

在化してしまった以上、今後はこのような事象も想定範囲内としたファンド運営が望まれよう。

保険戦略投資の今後の展望

保険に対するニーズが拡大し多様化する中、ソルベンシー基準が厳格化されるなど保険会社経営に対するプレッシャーは強い。そういった環境下、巨大損失に対するリスクを引受けるための資本を提供するという役割を担う保険戦略ファンドへの期待は、引き続き高いと言えよう。

昨今、地球温暖化が叫ばれており、気候変動の激化に繋がるとの観点から「今後は大規模自然災害が多発する」と予測する人も多いだろう。しかし、ここ数年で見ても保険取引に直決する大規模自然災害が多発しているという事象は確認できない。また、保険リスクの計測は過去100年以上の実績データが元になっているため、多少の改良があるにせよ、モデルから計測されるリスク自体に大きな変化が現れるとは考えにくいだろう。

保険の引受けリスクに対するプレミアム（リスクに見合ったリターン）は需給の関係で決まる。過去の事象を振り返ると、大規模災害により多額の保険損失を計上し

た翌年は、概してプレミアムが上昇している。債券と比較した魅力度から保険市場には引き続き大量の資金が流入し、一部の保険取引ではスプレッドに縮小圧力がかかり続けているのは事実かもしれない。しかし、保険戦略運用機関が2017年の経験を活かせると考えれば、足元、この戦略に魅力的な投資機会が期待できるとも捉えられる。過去最大規模の保険損失計上が見込まれる翌年のプレミアム自体を適切に予測することは困難だが、保険市場（少なくとも損害の発生した地域）においてきわめてリターン/リスク効率の良い取引が出現しそうなことは予感できる。

当然、投資家側も投資に当たっては細心の注意を払う必要がある。保険戦略ファンドの多くが2017年に大きなマイナスのパフォーマンスを記録したのは事実であり、2018年に再びテールイベントが起こらないという保証はない。ただ、ファンド特性の違いによりパフォーマンス格差があったのも事実である。保険戦略投資内での分散を図り、リスクを軽減していく努力は必要であろう。このような対策を講じた中で、この投資機会をどう捉えるかは投資家の考え次第である。

保守的なプライベート・インフラ投資戦略 (アベイラビリティ PPP) の紹介



寺内 健

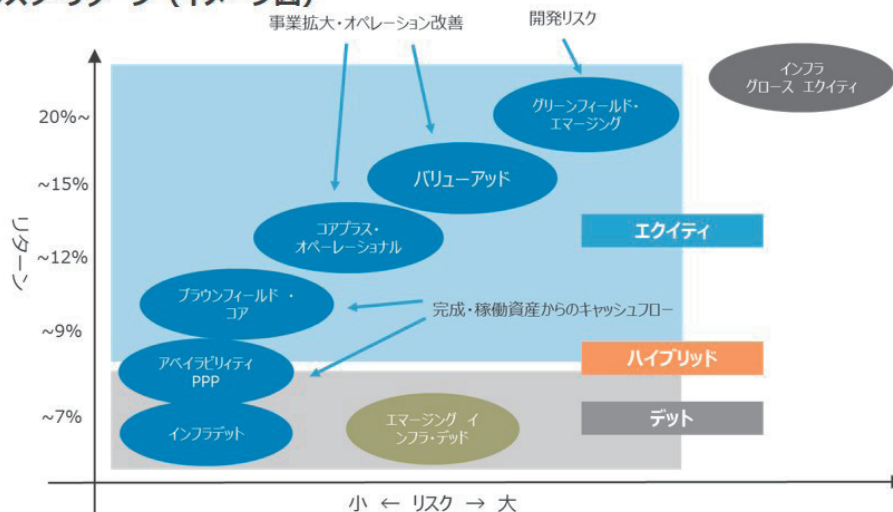
運用部 シニア クライアント ポートフォリオ マネージャー
寺内 健

世界的な低金利環境下の運用手段として、長期投資を前提に“低流動性プレミアム”の獲得によって収益の底上げを狙うプライベート・アセットへの投資が注目されている。プライベート・アセット投資における運用戦略は大きくはプライベート・エクイティ、インフラストラクチャー、不動産、付随するプライベート・デッドなどに分類される。

さらに、その中でプライベート・インフラストラクチャー投資にフォーカスした場合、投資対象は電力関連や上下水道、空港、高速道路などの経済インフラ、病院や学校や公共住宅など社会インフラに大別される。また、投資戦略という点では、投資対象の国や地域、新規開発か既に操業中かといった対象インフラストラクチャー施設の建設・開発ステージ、エクイティかデットか、また債務返済の優先順位など投資形態の違いにより、個別の投資戦略はリスク・リターン特性にかなりの異なりがある。

低リスク・低リターンの傾向		高リスク・高リターンの傾向
先進国	投資対象地域	エマージング諸国
稼働中アセット(ブラウン)	開発ステージ	建設・開発リスク(グリーン)
コンセッション・規制産業	参入障壁	無規制プライベート資産
デット投資	投資形態・優先順位	エクイティ投資

リスク・リターン (イメージ図)



上記はイメージ図であり、現実を忠実に反映したものとは限りません。
出所：ラッセル・インベストメント作成

プライベート・インフラストラクチャー投資のなかで下方リスクを限定した保守的な長期的運用手段としては、インフラストラクチャー・デットが一般的だが、本稿ではそれと同等のリスク・リターン特性を持つ、「アベイラビリティ PPP戦略」を紹介したい。当戦略は投資収益の上振れ下振れを抑えると同時にキャピタルゲイン・リスクも限定的で、ポートフォリオ全体のリスク分散やリターン安定化を目的に、インカム収益重視のポートフォリオに組み入れることが考えられる

歴史・背景

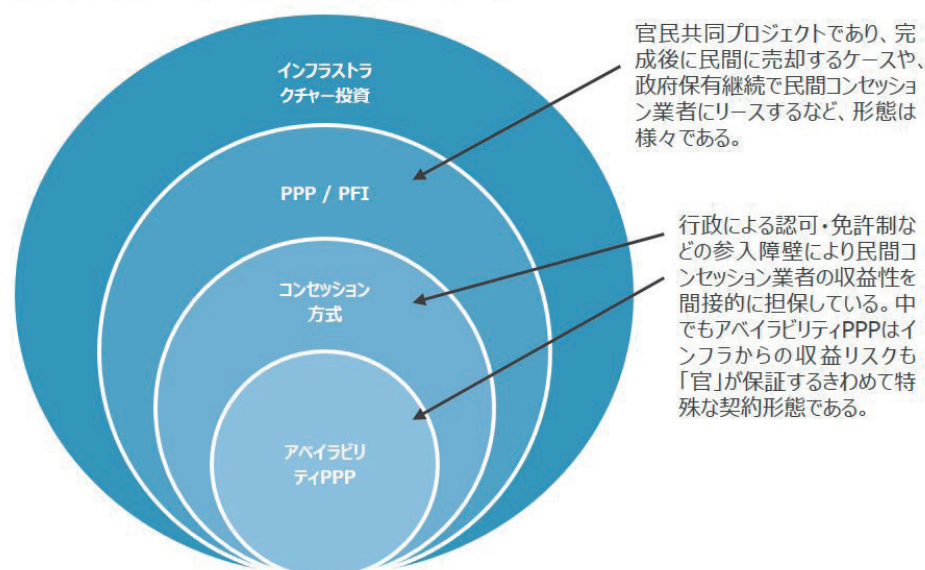
PPP（パブリック・プライベート・パートナーシップ）もしくはPFI（プライベート・ファイナンス・イニシアティブ）とは公民が連携して公共サービスの提供を行うスキームであり、1990年代以降の政府の経済・社会政策の規模を小さくし、市場原理に基づく競争によってより効果的に経済成長を促進させようとする“小さな政府”を目指す

政策が背景となり、特にイギリス、フランス、米国、カナダ、オーストラリアなどで広く使われている 経済や社会インフラの設計、施工、資金調達、維持管理方法である。参入障害の高い規制資産である、道路、鉄道、空港、上下水道、エネルギーなどの経済インフラから病院、学校、刑務所、裁判所、公共住宅などの社会インフラなどがPPPプロジェクトの対象となる。

コンセッション形態の多様化

インフラストラクチャー施設の所有と運営管理の責任を分けるコンセッション形態は、特に過去20数年にわたる試行錯誤の歴史を経て多様化が進んでいる。1990年代のPPP事業の多くは有料道路、水道、電力など民間事業者が資金調達、建設、運営を行い、インフラストラクチャー利用者から徴収する利用料金から初期投資及び運営コストを回収し、利益を得るというビジネスモデルが一般的だった。過去20年間に於いて、PPPスキームの成功例や失

インフラストラクチャー投資の形態（イメージ図）



上記はイメージ図であり、現実を忠実に反映したものとは限りません。
出所：ラッセル・インベストメント作成

敗例は様々で、有料道路の運営では当初の計画通りに通行量が伸びないなどの需給リスク、金融危機以降の景気減速や資金調達コストの上昇などPPP事業の採算性の確保が難しくなった時期もあった。現在では、公民両サイドでリスクを分散することにより、民間事業者の参入を後押しする目的のもと、対象インフラ設備の所有形態、修復、運営、維持などの業務分担、投資回収方法もこれまでの施設利用に比例したものから、一定条件下での固定制など様々な組み合わせパターンが存在する。

アベイラビリティ PPPとは？

それまでは主流であった利用者が支払う通行料金を収益源とするデマンド・ベースに対し、アベイラビリティ・ベースは民間事業者の運営・管理の「パフォーマンス」に対して政府(自治体)から一定の対価が支払われる方式である。同方式による支払いは管理先インフラストラクチャーからの利用料金を収益の財源とするデマンド・ベースに比べて、民間コンセッション事業者にとってリスクの少ない契約形態である。具体例として、有料道路を投資対象とする場合、民間コンセッション事業者は有料道路を使用可能、つまり利用者にとって「アベ

ラブル」な状態に運営・維持することで政府からの支払いが確保され、政府が長期の事業期間にわたる需要・歳入リスクを負う。また、学校、裁判所、学生寮などの社会インフラなど、必ずしも利益の最大化を望まない、もしくは無料でサービス提供する公共セクタープロジェクトにアベイラビリティPPPが使われることが多い。

アベイラビリティPPPの特徴

アベイラビリティPPPにおける民間コンセッション事業者への政府(自治体)からの定期的な支払いは、事前に設定されたインフレ連動型のキャッシュフローとなる。利用者から受け取る料金の変動に応じて収入が変動するデマンド・ベースと異なり、安定的な支払いを受け取ることとなり、年金基金などのファンド投資の最終的な収益が低リスク低リターンとなる最大の要因である。それに加えて、コンセッション契約終了時の残存資産価値がゼロとなるように、投資期間中に初期投資額の減価償却が均等に行われる。そのため、投資エグジット時の資産売却価格が想定を下回ってしまうといったクローズド・エンド投資特有のリスクも限定的であることから、極めて保守的な投資である。

アベイラビリティ・ベース、デマンド・ベースにおける責任・役割の違い

	アベイラビリティ・ベース	デマンド・ベース
建設リスク (遅延や予算超過など)	民間コンセッション業者 (年金基金などのファンド投資は完成後もしくは完成間近のプラウフィールド投資が一般的)	
施設管理・メンテナンスリスク	民間コンセッション業者 (政府・自治体との事前取り決め基準の基づく管理、修繕)	民間コンセッション業者 (収益最大化を目的に権利・修繕を行う傾向がある)
施設・インフラからの収益変動リスク	政府・自治体	民間コンセッション業者

出所：ラッセル・インベストメント作成

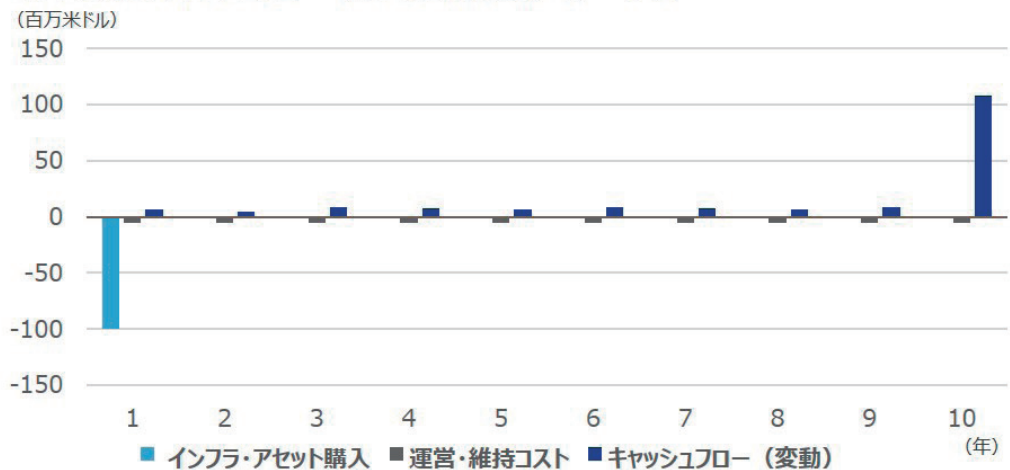
一般的なインフラ投資案件のインフラ資産からの変動収益（ディストリビューション）と資産購入および売却時におけるキャッシュフローは以下となる。

アベイラビリティPPP案件では建設・開発費用もしくは資産購入時のマイナス・キャッシュフローが発生するものの、インフラ資産稼働後はコンセッション終了期間まで政府（自治体）による定額支払いが継

続する。初期投資額の減価償却も定額支払いに均等に含まれており、コンセッション終了時の残存資産価値はゼロとなる。

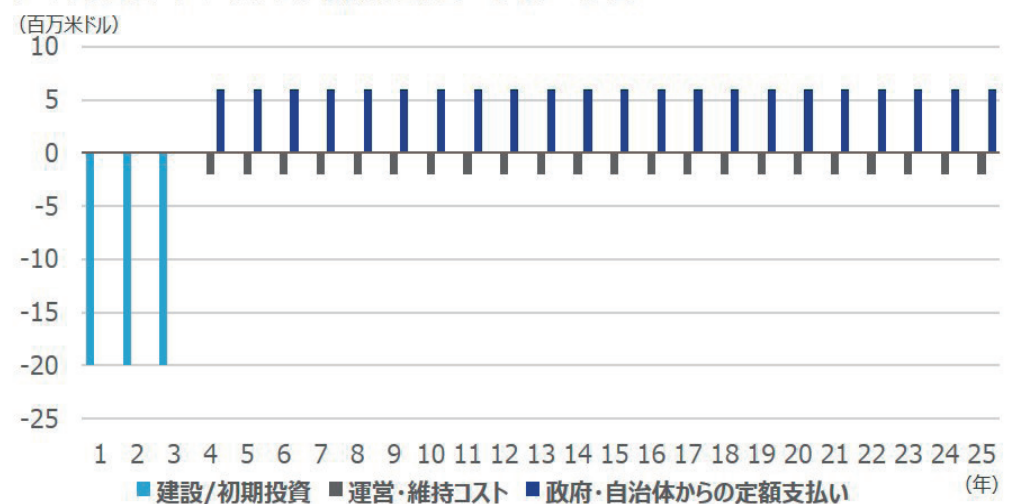
アベイラビリティPPPでは一定条件のもとで政府（自治体）からの固定支払いが保証されるので、クレジットリスクはソブリン債と同等で、借入れコストが優遇される。結果、レバレッジを高めてリターン水準を補うことが可能である。アベイラビリティ

インフラ投資キャッシュフロー（10年目に売却）イメージ図



上記はイメージ図であり、現実を忠実に反映したものとは限りません。
出所：ラッセル・インベストメント作成

アベイラビリティベースPPPキャッシュフローのイメージ図



上記はイメージ図であり、現実を忠実に反映したものとは限りません。
出所：ラッセル・インベストメント作成

PPP案件の平均的な債務構造はエクイティ20%、デット80%となっている。

主要プレーヤー

アベイラビリティ・ベースを含むPPP市場のプレーヤーは、民間コンセッション業者を務める道路、トンネル、水道などのインフラ開発・オペレーション特化型企业、インフラ・ストラクチャーファンド、資金のアレンジャーとして投資銀行などがあげられる。

インフラ開発・オペレーション特化型企业の多くは欧州主要国の国有空港管理局や道路建設公団が前身である民間上場企業で、インフラストラクチャーの開発、管理、運営能力を武器に自国のみならず、世界各国のPPP案件に進出している。

有料道路の分野ではTransurban(オーストラリア、インフラ開発・運営)、Vinci(フランス、コンセッション、インフラ開発) Ferrovial(スペイン、建設企業)、Abertis(スペイン、グローバル、インフラ開発・運営)、空港開発、運営ではFerrovial、Vinci、AENA(スペイン、前身は国営空港・航空管制公団)、Fraport(ドイツ空港運営会社)、Groupe ADP(フランス空港運営会社)などがあげられる。多くのケースでは彼らの強みである建設・開発ステージからプロジェクトに参加し、完成後の稼働プロセスにてキャッシュフロー収益を重視するインフラ投資ファンドに売却する。

インフラ投資ファンドは、プロジェクト建設・開発も手掛けるパートナーを有するメガ・ファンドを除き、一般的には開発・建設ステージからフルで参入するケースは稀である。アベイラビリティPPPスキームへの参入は、稼働間近のインフラ資産へエクイティ投資を行い、当該インフラ資産へのファイナンス及び運営と維持管理の対価と

して、契約期間内に収益を受け取る方法が主流である。建設開発企業は資産売却による早期資金回収を行うことで、次のプロジェクトに着手が可能となる。マッコーリー、Brookfield、GIP、IFMなどのグローバル・インフラマネージャーが経済インフラなどの大型プロジェクトに参入、地域特化のブティック系マネージャーが中規模の社会インフラプロジェクトに参入する傾向が強いが、無難交差することもある。

マネージャー選定における留意点

アベイラビリティPPP戦略は、一般的なプライベート・インフラ・ファンドのキャッシュフロー・インカム収入の確保を目的にポートフォリオの一部として組み入れられる場合が多い。一方、アベイラビリティPPP特化型のポートフォリオを提供するマネージャー数はそれほど多くはない。マネージャー選定では良好なトラックレコードはもちろんのこと、政府・行政サイドとのコネクション、施設管理などのオペレーション部門、提携先の実働能力、既存資産があるオープンエンド型の場合は稼働資産コンセッション条件(契約形態)、政府や自治体から、国立大学や政府研究機関などの準政府などのカウンターパーティーリスクの確認が必要である。開発・建設などを含むグリーンフィールド戦略を含む場合はパートナーシップ企業の形態、プロジェクト完成後のオペレーショナル能力の確認も重要である。

「アベイラビリティPPP」投資のメリット・デメリット

一定の条件下において、政府(自治体)による定額支払い(ディストリビューション)が保証されるため、クレジットリスクは各国国債と同程度とみなされている。減価償却も同時に行われるため、コンセッショ

ン終了時のエグジットリスクも無い。ただし、政府（自治体）からの定額支払いは国債利回りやインフレ指数連動型が主流であるものの、人件費、材料費などの施設管理・メンテナンスコストの変動リスクは残り、民間コンセッション業者のキャッシュフローに影響を与える可能性は残る。また、最も保守的な運用方法であり、想定収益はCPI+5~10%程度となり、プライベート戦略としてはやや低めであるため、プライベート・インフラストラクチャーマネジャーの運用目標によっては投資対象とならない場合がある。

まとめ

プライベート・アセット投資における運用戦略は大きくはプライベート・エクイティ、インフラストラクチャー、不動産、付随するプライベート・デッドに分類される。投資先企業の業績、不動産賃貸収益など収益力がリスクの根源となる。一定の参入障壁が存在するインフラ資産においても個々資産の収益力がリスクの根源である。しかしながら、インフラ資産の中でも最も参入障壁の高い資産を対象とし、政府（自治体）が定額支払いを保証するアベイラビリティPPPの場合、想定リスクの大部分が政府

（自治体）の信用となる。

弊社コミュニケ2017年冬号でご紹介したダイレクト・レンディングは近年急速に注目されている。ダイレクト・レンディングと大きく分類される運用方法は融資先の属性・資産タイプは様々であり、同一資産クラスや運用方法においてアンダーライニング資産や信用リスクの根源は出来るだけ分散することが望ましい。今回御紹介したアベイラビリティPPP投資は、厳密にはエクイティ投資でありながら、デット投資と同等の政府保証による定額キャッシュフローが想定され、資産クラス内でのリスク分散となりうる運用手法であると考える。

参考

<https://ppiaf.org/>
PPIAF/World Bank Group

<http://infrato.jp/>
インフラト(インフラ情報サイト)

<http://infrato.jp/?p=2414>
海外では一般的な「アベイラビリティ・ペイメント方式」

Introduction to Public-Private Partnerships with Availability Payments, Jeffrey A. Parker & Associates

ロンドンに出張してまいりました

コンサルティング部 シニアコンサルタント

吉田 寛隆



吉田 寛隆

2月19日からの一週間ロンドンに出張いたしました。彼の地には2008年冬から2年ほど住んでいたことがあり、それ以来の訪問です。2012年のオリンピックを経ていっそう便利に進化したと聞いていましたが、その一方で2016年夏のBREXIT国民投票以降の街の雰囲気への好奇心もあり、いったい何を目撃してしまうのだろうといつも以上に気負っての出張でした。

かように意気込んで乗り込んでみたものの、ヒースロー空港から市内に向かうタクシーの車内から見るロンドン中心地の様子には、冬の暗さと湿っぽさも含めて、まったくもって異変はなさそうでした。実際に通りを歩いてみても、世界の観光地ランキングで常にトップ近くに君臨している通り、うねりのような観光客の流れは健在で、私が住んでいたところと比べて中華圏からの旅行者が数倍に増えている印象でした。出張後に統計を確認したところ、中国からの観光客数は2010年から2016年で3倍近くに増加していました。きっとBREXIT投票からの英ポンド通貨安の影響で、旅行者の財布の紐も緩くなりがちではないかとも推察します。

更に目につくのが、不動産開発ブームです。滞在したホテルはピカデリー・サーカスに近く、弊社ロンドン・オフィスから徒歩10分とかからないジャーマン・ストリートにあり、ハロッズからも目と鼻の先、ここ以上に街の景気を現すに適した鏡はないのではないかというエリアです。かつて現地で同僚だった同年代の友人と、ホテル近くのパブ『レッド・ライオン』で旧交を温めたのですが、パブの周りは建築作業の足場に囲まれた低層オフィスビルばかり。そこは2010年ころと変わりません。その友人が住宅を購入し自信満々に順調なキャピタルゲインを匂わせてくるのに対して、私ができることは、せいぜい彼が支払う順番の時に少し高めのウイスキーを注文するくらいでした。そうはいっても、BREXITの行方が定まってくるに従い今後の住宅市場に対して不安はあるのだらうと思いますが、「25年前にEMSを離脱して事実上ユーロに参加しないと決定した時も、イギリス経済がひどいことになってしまうなどと言われていたけれど、その後25年で英国経済はそんなに悪くなかった。」「今回も振り返れば結局大丈夫だったという展開になるのではないか。」と、酔いも手伝ってか楽観的なところに話をまとめて行く。本当かなあという思いも抱きましたが、BREXIT投票以降、英国株式市場では不動産銘柄が概ね市場平均を下回っていますが、ただそれは金融政策引き締め懸念の影響を受けた米国でも同じような状況でした。確かに、BREXIT投票の結果を受けてのことだと簡単には片づけられません。

また、金融セクターについてまことしやかに語られていた「仕事がパリやフランクフルトに流失してしまう」のではないかという懸念ですが、私自身が投資運用業の周辺で仕事をし、友人もそのような業種に多いせいかもしれませんが、なかなか実際にそのような人の動きがあったという話は聞けませんでした。私も手ぶらでは帰れないというような気にもなってきた、鋭意聞き込みを続けたのですが、「エグゼクティブクラスは欧州本拠地が移る可能性に備


えた準備をしていると小耳に挟んだ」と聞いたのがせいぜいでした。今のところ、世界の金融センターの一角としての地位は、目立った大きな変化はないのかもしれないと思うにいたりました。実際に企業が行動を起こすというのは、金融業でいう「単一パスポート制度」の行方など、もっとBREXITの具体的条件が見えて来てからということなのでしょう。

地元の新聞を手にとってみると、一見すると「大陸ヨーロッパからの移民の還流が始まった!」というセンセーショナルな書き出しで始める記事もありました。ただ、よくよく読んでみると、確かに2017年一年間に英国を去ったユーロ圏の滞在者の数はここ数年で最も多かったけれど、依然として流入も高水準で推移しており、差し引きでは、引き続きユーロ圏からの滞在者は純流入で増加中だと記事の最後の段落に書いてありました。しかも、純流入の人数がやや低下傾向にあるのも、ポーランドなど人材の供給源であった国々で経済状況が向上し、現地で魅力的な雇用機会が年々増えているからという、巡り巡って英国経済にとってもプラスな状況が背景説明として取り上げられています。

かといって、BREXITに関わる懸念が現時点ではどれも杞憂だったのかというと、決してそうではないようです。最も分かりやすいのは、やはり、通貨下落英ポンド安に端を発したインフレ率の上昇です。2018年2月までの一年間の消費者物価指数で見れば、景気拡大期も後半戦ともいわれる米国で2.2%、世界経済の成長エンジンと呼ばれる中国で2.9%なのに対し、英国でも2.7%と高い水準となっています。2016年夏の国民投票直後からしばらくは弱いサーベイ・データに対して実体経済データが強めという傾向が続い

ていましたが、そのような物価動向を反映してか、2017年年末からは小売関連のデータなどが明らかな落ち込みを示し、BREXIT投票結果による実体経済への影響の例として「ついに始まった」といったニュアンスで言及されることがあります。実際に、私自身も2017年特に後半からの英国での自動車販売の低下は気になっていました。出張時に会った元同僚も最近の経済状況の変化として真っ先に挙げていたのは、一般的な生活用品の値上がりでした。よく耳にする「英ポンドこそが、BREXITリスクが織り込まれる主要な経路」との意見をまさに裏付ける生活実感のこもった言葉でした。個人的にもフィールドワークをと考えて、ビールやウイスキー、ワインの価格調査に繰り出しました。ただ私の場合、ロンドンを離れた後に上海やシアトルに住んでいたせいもあって、物価感覚が完全にぐらついてしまっており、あまり有意義な調査ができないままに時間が経ち、結局価格調査は早々に切り上げてテイステイング移ることとなりました。

2019年3月末の英国のEU離脱に向けて、今年3月以降はBREXIT交渉の具体的な進捗に関するニュースが特段に増えてきました。いろいろなファンドマネジャー・サーベイでは、なかなか有望な投資先としては名前があげられることが少なく、グローバル株式市場でもアンダーパフォームの期間がしばらく続いている英国ですが、確かにその懸念を裏打ちするような弱い経済データが見られているようです。今回は訪問の機会がなかった郊外や地方都市は状況が異なるかもしれませんが、しかしながら、ロンドンを見る限りでは、2016年の国民投票前後にセンセーショナルなトーンで語られた極端なハードBREXITシナリオは、今のところは、あまり蓋然性が高くないのかもしれないとの印象を抱きました。ゼロとイチ、白と黒の投



票結果からは距離を置いて、冷静に発表されて来るニュースや経済データをフォローしながら、頭の中にある将来イメージを調整するという、いたってシンプルな作業を繰り返してゆこうと、『レッド・ライオン』で最後の一杯のロンドン・プライドを注文しながら考えました。

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。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があります。

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。

ご注意

Copyright© 2018. 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。

《お問い合わせ先》

ラッセル・インベストメント・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

本レポート以外にも投資に役立つユニークなリサーチペーパーが同社ホームページよりダウンロードすることが可能です。バックナンバーやオルタナティブ投資調査などその他のリサーチにご興味のある方は、是非お立ち寄りください。

<https://russellinvestments.com/jp>

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