



I-OWA マンスリー・セミナー

年金運用革命に学ぶ 個人投資家のための資産運用

講演：岡本 和久

この記事は 2014 年 10 月 19 日に開催された I-OWA マンスリー・セミナーにおける岡本和久の講演の一部をまとめたものです。

私が年金運用に携わったのは 1990～2005 年ですが、この時期に、米国系の年金運用会社で仕事できたことは私にとって非常に幸運なことだったと思う。それは以下のような理由によるものだ。

- ① 米国における確定給付年金市場で年金運用革命が本格化していた。
- ② 米国で各位拠出年金が始まり、ようやくテイクオフ期から成長期に入りつつあった。
- ③ 日本で年金運用再検討・運用革命が進行しはじめていた。
- ④ 日本で日本版ビッグバン、日本版 401K、投信改革(ETF)などが始まった。



1980 年代から日米の年金市場は大きな変遷を遂げた。それは「合理性への道」だったと思う。そして、いま、その波が個人の資産運用へと広がりつつある。

年金運用革命に至る道

1920 年に米国でラジオ放送が開始された。1925 年には実用テレビが発明され、1927 年にはリンドバーグが太平洋横断飛行に成功した。そして、自動車などの産業がテイクオフした。未来に対する明るい期待が大きく膨らんだ「ロアリング・トゥエンティーズ」である。情報の伝達スピードと範囲が大きく改善し、しかも、それは今後、信じがたいような発展を遂げるであろうことをみんなが予感した。株式市場も各種のうわさや情報が乱れ飛び上昇を続けていった。しかし、ユーフォリアはいつかバブルを生み、1929 年の大暴落を招くことになった。



長期投資仲間通信「インベストラ이프」

市場の暴落は金融制度と投資手法・投資理論の変革をもたらす。1929年の暴落後、証券法、投資顧問法などの多数の法律が制定され、SECも証券取引所法にもとづいて設立された。また、ベンジャミン・グレアムがファンダメンタル分析の古典的名著、『証券分析』を出版し、ジョン・バー・ウィリアムスが「配当割引モデル」を発表した。そして、今日の証券分析の基礎が固められた。従来の需給関係やうわさ、材料などによって変動していた株価が、証券分析手法による実体価値の判断によって売買されるようになってきたのである。

1941年には米国でテレビ放送が開始された。さらに、第2次世界大戦が終了後、コンピューターやトランジスターの開発が進み、情報の処理スピードは著しく改善した。1950年代のハリー・マーコビッツに代表される「モダン・ポートフォリオ理論(MPT)」の開花は、これら技術的インフラストラクチャーなしにはありえなかったであろう。

1950年代に入り戦勝国としての米国の華々しい経済成長を背景に、ニューヨーク取引所などが中心となり「ピープルズ・キャピタリズム」が提唱された。折から、労働組合の攻勢により米国の企業年金制度は「ペンション・ドライブ」と呼ばれるブーム的發展を見た。特に、1950年に発足したGMの企業年金は株式を中心とした運用を行うことで労働組合と合意をした。

戦後の繁栄のなかで、年金を中心とする資金は徐々に株式への投資を増やし始めた。戦後の大学教育を受けた若者たちが投資業界でも活躍をはじめ、自信に満ちあふれた成長株理論を打ち出した。そして、50年代半ばには株式利回りが債券利回りを下回るという「利回り革命」が起こった。

1964年にウィリアム・シャープの「資本資産評価モデル(CAPM)」が発表された。また、1960年代にはNASAによる宇宙開発が大きな進化を見せた。1969年のアポロ11号の月面着陸に象徴される一連の技術開発は「システム工学の勝利」といわれた。そして、システム工学という技術が投資の分野でも活用されるようになってきた。事実、多数のNASAの技術者が資産運用業界へ参入し、ポートフォリオ・マネジメントをシステム工学的なアプローチでとらえる試みがなされていった。

1960年代前半の株式市場はゴールデン・シクスティーズと呼ばれるにふさわしい華やかなものであった。特に、ミューチュアル・ファンドがブームとなり、多数の成長株が活躍した。若いファンド・マネジャーが活躍し、彼らはガン・スリンガー(早打ち)と呼ばれた。日本のバブル期の「新人類ファンド・マネジャー」と同じようなイメージだったのであろう。

しかし、60年代後半になると、ベトナム戦争の泥沼化、ジョンソン大統領の偉大な社会の創設に象徴される社会福祉への傾斜などから、さすがの米国経済にもほころびが見えはじめた。米国株式市場はその後、ベトナム戦争の後遺症もあり、80年代初頭まで長期にわたるボックス相場入りをする事となった。



長期投資仲間通信「インベストラ이프」

1960 年後半から 70 年代のはじめにかけ、規模の拡大が続く年金運用について種々の運用面での見直しがなされた。リスクとリターンの関係の重視、時間加重収益率の使用、運用機関の拡大などの検討が行われると同時に、銀行、保険、投資顧問などによる激しい年金資産の獲得競争が行われた。

株式市場は全体的にはボックス相場が続くなか、ニフティ・フィフティ(すばらしき 50 銘柄)と呼ばれる一部の銘柄のみが、投信や年金などの資産増加を背景として市場の機関化現象が顕著となり、これら機関投資家はニフティ・フィフティへの投資を増やしていった。少数の銘柄が「買うから上がる、上がるから買う」という循環に入っていた。典型的バブルの形成である。同時に、60 年代からの投資理論の進化を受けて伝統的なアクティブ運用に多くの疑問が投げかけられるようになった。それを背景に 1971 年には初のインデックス運用が年金運用で採用されることになる。そして、1973 年、第 1 次オイル・ショックにより株式市場は暴落に見舞われることとなった。

1929 年の暴落時と同様、暴落は再び多くの変革をもたらした。1975 年、株式手数料の自由化が行われ、その後、70 年代を通して、株式市場では売買システムや派生商品取引の導入など市場の効率性を高めるような手段が講じられた。年金運用においては 1974 年に ERISA 法が制定され、また、年金コンサルタントが急増をし、パフォーマンス・メジャーメントが本格化した。投資理論の面でも、エリスの「敗者のゲーム」論が発表され、これがインデックス運用ブームの起爆材としての役割を果たした。

1980 年代にはパソコンがより高性能になり、より廉価になっていった。これにより情報伝達と処理のスピードは飛躍的に向上した。株価モニターの普及に代表されるように、市場情報の波及速度がいままでとは比較にならぬほど高速になり、しかも、それらは世界中どこにいても入手可能となってきた。

一方、80 年代は金融市場の規制緩和、自由化に一段と拍車がかけられた時代でもあった。そして、世界市場のリンケージが急速に進み資産運用のグローバル化が徐々に始まる時期でもあった。年金マネーの規模は一段と拡大し、しかも、種々の調査によりインデックス運用の優越性がはっきりと示されはじめた。1987 年には、ブラック・マンデーが起こるが、その後、発表されたブレイディ報告書などでは、市場を統一することの重要性が改めて指摘された。

年金運用革命を推進した四つの要因

米国における年金運用革命に大きな影響を与えた四つの要因を紹介したい。それらは、①GM の企業年金発足、②正確なリターンの測定、③パフォーマンス評価の浸透、④インデックス運用の登



長期投資仲間通信「インベストラ이프」

場と拡大である。

GM の企業年金発足に際して、表明された投資方針はこのスライドのようなものである。ここに本来の年金運用の基本理念があると言える。そして、運用責任が年金、企業から個人に移行しつつある今日、個人にとってもこの理念は重要であると思う。むろん、50年代と違いグローバル化が進行した今日、「アメリカという国全体の生産能力」は「世界全体の生産能力」と読み替えられねばならない。

今日、資産運用業界でも、個人投資家にしても、株価など価格だけを追い求める投資が主流になっている感がある。その背景には過剰流動性が市場を牽引してきたということもあるであろう。しかし、いま、この GM の原則を思い起こし本来の投資の原点に立ち返ることは極めて重要であろう。

それがもっとも容易にできるのは競争にさらされていない個人投資家と、バフェットのようにグルとなったごく少数のプロの投資家だけであろう。

GMの企業年金発足

1952年4月、GMの会長、チャールズ・ウィルソンがUAW(全米自動車労組)に、GMの従業員のための年金制度の創設を提案、同年10月に年金制度が誕生

- ❖ 「大規模な年金はアメリカ経済(資本主義経済体制)そのもの、アメリカの生産と成長に直接投資すべき」
- ❖ 「年金は、生産手段に対する貸し付けではなく、生産手段に対する所有権に基礎を置かねばならない。しかも、その所有権は、特定の企業の所有権ではなく、アメリカという国全体の生産能力でなければならない」

P. F. ドラッカー、「見えざる革命」(ダイヤモンド社)より

© 2010, Kaz Okamoto, I-O Wealth Advisors, Inc.

二番目の要因は正確なリターン測定である。従来は、あいまいであったリターンの測定が精密化し、基金全体としての成果は金額加重収益率、運用機関のパフォーマンスは時間加重収益率によらねばならないことが認識されるようになった。

● 金額加重収益率

金額加重収益率は、期初の資産総額、および、期中の新たな資金の追加、引出しを複利運用したとして算出される。同じ運用を行っていても資金の流出入の時期や量によって収益率に違いが生ずる。資金の流出入の決定権者である年金基金が用いる収益率としてはこの金額加重収益率が正しい概念である。しかし、資金の流出入をコントロールできない運用者側の運用能力評価尺度としては適切ではない。

● 時間加重収益率

運用者がコントロールできない資金の流出入の影響を排除した、より公正で的確な時価ベー



長期投資仲間通信「インベストラ이프」

スの測定方法である。この収益率は、欧米では広く定着しており、運用機関側の純粋なファンド運用の巧拙を評価する計算方法として正しい概念である。

リターンの計測法が精緻になれば、当然の帰結としてパフォーマンスの評価が浸透してくる。それを反映して多数の年金コンサルタントも登場した。パフォーマンス評価は、ユニバース内比較法、ベンチマーク比較法のみでなく、リスクを調整した評価が行われるようになった。これが第三の要因である。

例えば、短期金融資産と株式ではリスクが大きく異なり、仮に両者が同じ収益率をもたらしたとしても、これらを同一基準で比較評価することは適当ではない。そこで、単に絶対的なリターンの高低だけでなく、投資に伴うリスクについてもパフォーマンス評価の観点で考慮する必要がある。これがリスク調整後リターンの概念である。

この考えに沿って考案された評価尺度としてシャープ測度、トレーナー測度、ジェンセン測度などがある。ここではもっとも代表的なものとしてシャープ測度の概要のみを記載しておく。

- シャープ測度: ポートフォリオのリターンのリスク・フリー・レートを上回る部分を超過リターンと呼ぶ。この超過リターンを収益率の標準偏差で除したものがシャープ測度である。つまり 1 標準偏差(1 リスク)当たりの超過リターンである。

四つの要因の最後はインデックス運用の登場と拡大である。50 年代から進化を続けた投資理論であるが 1965 年にユージン・ファーマが「効率的市場仮説」を発表する。市場がボックス圏入りする一方、リターンの測定が精緻になり、年金コンサルタントも増加してきた。そのような潮流のなかで 1971 年にウェルズ・ファーゴ銀行の運用部門がサムソナイト社年金基金のために初のインデックス運用を行った。さらに 1973 年には同社が S&P500 指数に連動するインデックス合同口が設定し、1976 年にはバンガードが個人向けのインデックス投資信託を始めている。

1973 年のオイル・ショック暴落を受けてニフティ・フィフティ銘柄に集中投資をしていたアクティブ運用者が大きなダメージをこうむった。1975 年にはチャールズ・エリスが「敗者のゲーム」論を発表する。これは「年金資産が巨大化し、それ自体が市場になってしまっている今日、市場を打ち負かそうという努力はむなししいものであり、市場のリターンを安いコストで運用することこそ勝者となる道である」と主張したものであった。

さらに 1991 年にウィリアム・シャープが「アクティブ運用の算術論」を発表している。彼は以下のように主張をした。アクティブ運用者のポートフォリオすべてを統合すれば市場がとなる。したがって、「アクティブ運用を総体としてみればゼロサム・ゲームである。さらにコストを考慮すればマイナスサム・ゲームである」というものであった。80 年代に入ると米国各州の州法改正が行われ年金運



長期投資仲間通信「インベストラ이프」

用にインデックス運用を使いやすい環境が整ってきた。これらを背景に米国の年金運用革命が本格化したのである。

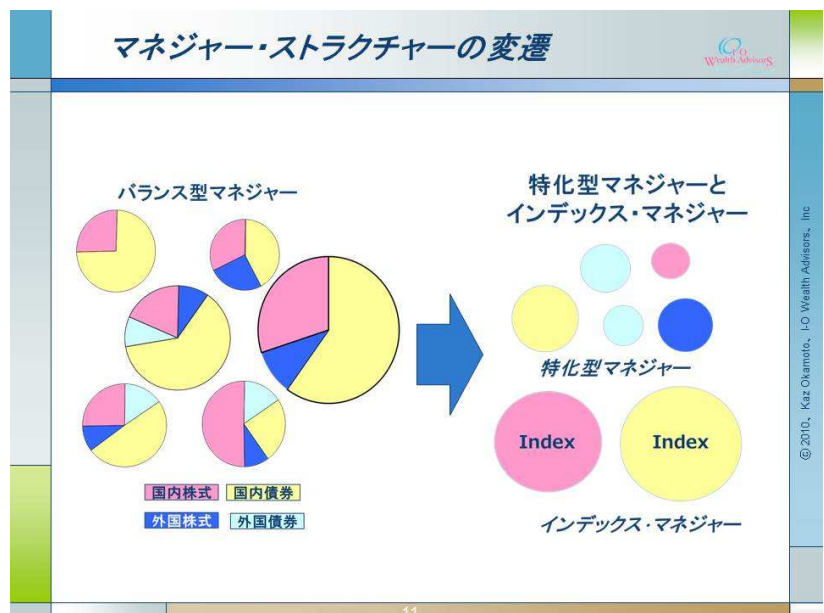
年金運用革命の進展

アメリカでは 60 年代から 1970 年代まで、日本では 1990 年代の初頭までは、ほぼすべてのマネジャーがバランス型だった。重複売買、相殺売買などの無駄があったがマーケットの上昇からそれらは大きな要因とは考えられていなかった。しかし、バランス型運用では、基金全体としてのアセット・アロケーション管理が困難であり、しかも、米国でも運用機関の選定は OB リーグと呼ばれる大学の先輩がやっている運用機関に委託するなどということが日常的に行われていた。

これは日本でも 90 年代初頭までは同様であった。基金には厚生省の OB が天下り、スタッフは人事、厚生畑の人で証券や金融の知識は乏しかった。それでもマーケットが上昇している間はさしたる問題もなかった。年金の成熟度も低く、資金が増大を続けていた。無駄の多い運用であっても持続的上昇相場のなかで 5.5%の予定利率は軽くクリア、余った資金で会館や保養所が建設された。

バランス型運用では、各社とも横並びのポートフォリオがいくつも存在することとなり、クローゼット・インデックスになってしまっていた。米ではオイル・ショック後、日本ではバブル崩壊後に問題が顕在化してそれが深刻度を増す程に改革が進まざるを得なくなった。

クローゼット・インデックスの無駄を排除するために行われたのが特化型運用であった。これは、「何でもできます」というデパート型の運用から、「当社はこれが得意です」という専門店型運用への変化であった。これは基金自身が自らの資産配分を決定し、資産クラスごとに最適なマネジャーを選別しようという動きであった。その背景には長期的な運用のパフォーマンスはほとんど資産配分で決まってしまうという現実が明らかになったこともある。





長期投資仲間通信「インベストライフ」

最初はインデックス運用も特化型のひとつと考えられていたが、徐々にコアとして位置づけられるようになってきた。その背景には厳しい相場環境のなかで年金基金のコスト意識の高まりがあった。

クローゼット・インデックスの資産を整理して、きちんとしたインデックス運用と特化型アクティブ運用に分割することで運用報酬と取引コストを削減する。年金担当スタッフを減らすことで人件費

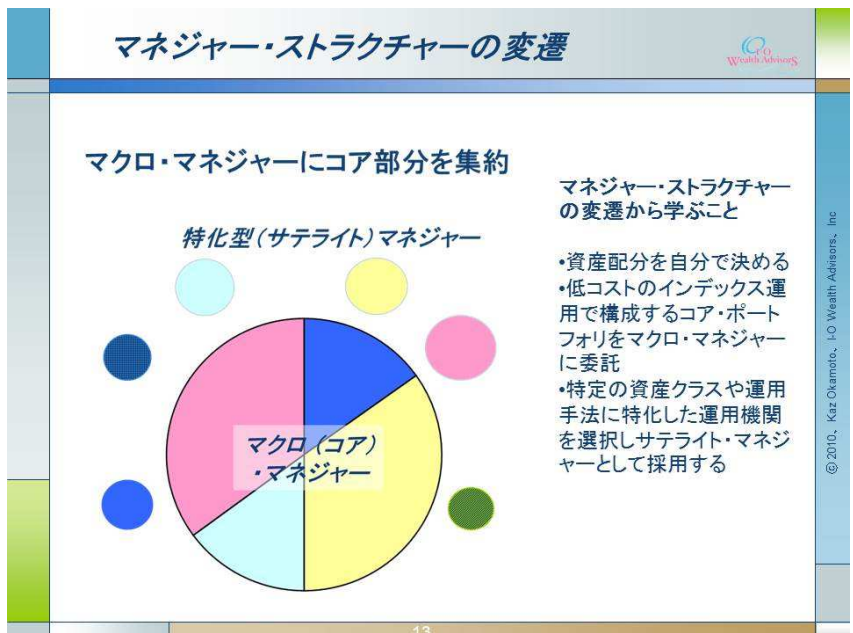
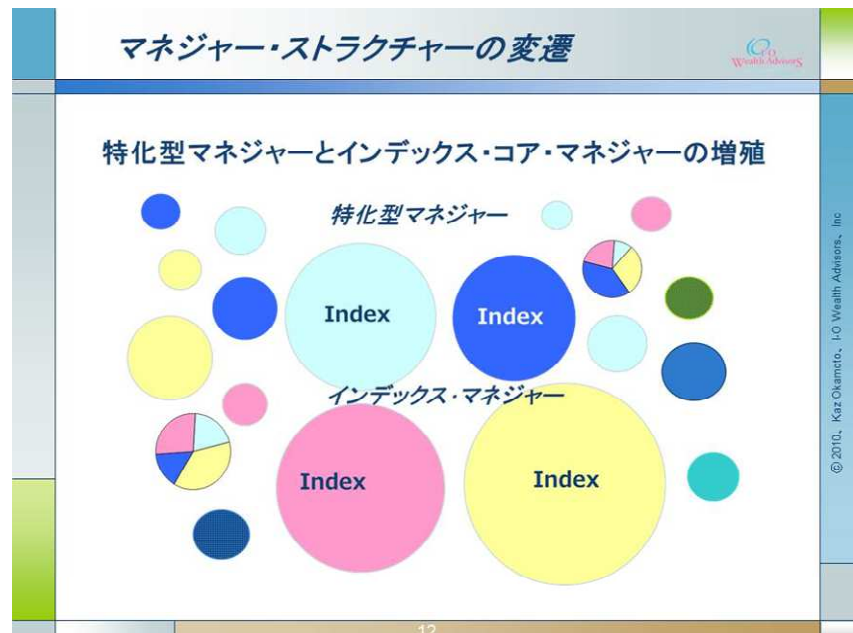
も削減する。一方で運用報酬の引き下げがその動きを加速化した。基金が自分で基金の債務構造、成熟度にあわせて資産配分を決め、それぞれの資産クラスに最適な、最強のマネジャーを選ぶようになってきた。系列によるマネジャー選択からの離脱である。現実的には、そんなことを言っていられないぐらい年金の状況は悪化していた。

しかし、徐々に資産クラスが増えるほどに特化型マネジャーが増えてしまうこととなった。また、この段階ではそれぞれのインデックス・マネジャーは典型的には資産クラスごとに異なっていた。

年金運用の分散投資化が進むにつれ資産クラスが増え、その結果、特化型マネジャーが増えることとなった。

その結果、資産配分の変更に際して以下のような問題が大きくなっていった。

- たくさんのマネジャーの配分変更をしなければならない
- 成績のよいマネジャーほど配分を減らさねばならない

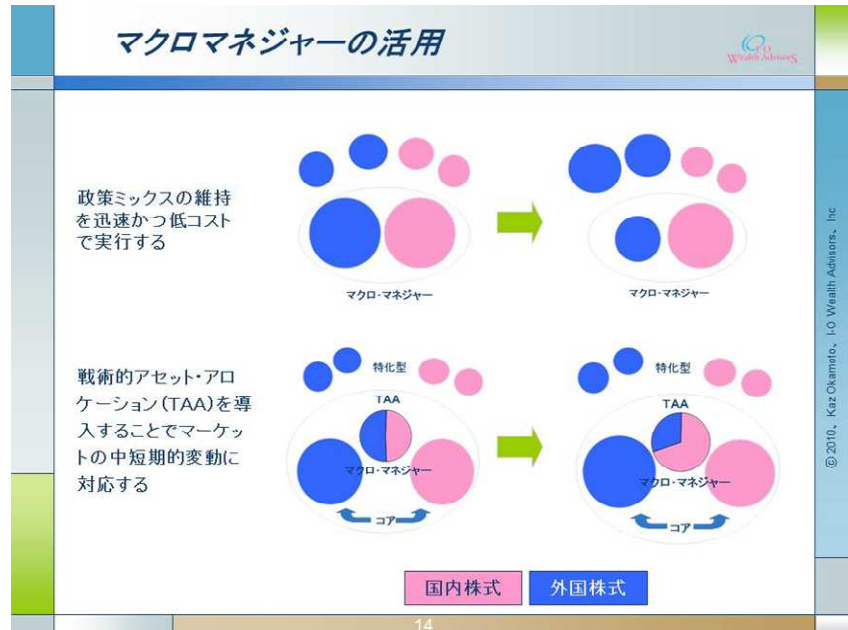




長期投資仲間通信「インベストライフ」

そこで年金基金と戦略的なパートナーシップを結び、すべてコアの資産を一括して運用できるマネジャーが求められるようになった。それがマクロマネジャーとか、ストラテジック・パートナーと呼ばれる運用機関である。マクロマネジャー、あるいはストラテジック・パートナーの導入で年金資産をコアとサテライトに分ける傾向が強まった。マクロマネジャーは全資産のかなりの部分をコアとして運用する。その運用手法はインデックスが中心であった。

マクロマネジャーは基金の成熟度や債務構造に合わせて、基金が決めたアセット・アロケーションを忠実に実現してゆく責任を負った。また、インデックス運用によりコストの低下を徹底的に求められた。一方、サテライト部分では種々の運用手法につきその分野のトップのマネジャーが選ばれ運用を担当した。彼らはあくまで市場平均以上を狙うことを求められた。その分、報酬も高かった。



マクロマネジャーの活用でまず、可能となったのはサテライト・マネジャーが良いパフォーマンスをした時に、減額しなければならないというジレンマを避けることができるようになったことである。つまり、アクティブマネジャーの運用はそのままにしておき、コア部分の配分をマクロマネジャーに電話一本で変更を指示すれば全体のリバランスが可能となったのである。

さらに、マクロマネジャーに戦術的アセット・アロケーション(TAA)を委託するケースが増えた。つまり、戦術的アセット・アロケーション戦略では株式が割高な時には債券を増やし、逆の時は株式を増やすという操作をするが、その際、投資する対象はインデックス・ポートフォリオである。これもマクロマネジャーに任せてしまえば、インデックスの運用を用いて中期的な市場の環境に対応することもできる。通常、インデックス運用を得意とする運用機関は計量モデルによる分析にも長けており、相対的魅力度を計測する手法を使うことができた。このような戦術的AAはさらにグローバルなGTAAへと発展していった。

日米の年金運用合理化のトレンドを示したのがこのチャートである。日本はほぼ、アメリカから15~20年ぐらいの遅れを伴って変化してきていることがわかるであろう。



日米の年金運用合理化トレンド



© 2010, Kaz Okamoto, I-O Wealth Advisors, Inc

15

そして、運用革命の波が個人投資家の世界に浸透しはじめた。これも米国に遅れることほぼ15年程度であろう。

年金運用の変遷はまさに「合理性への道」であった。それは基金自らが運用基本方針を設定し、最適なアセット・アロケーションを決める、それをコアとサテライトに分けることから始まる。そして、資産クラスごとに最適なマネジャーを選択する。自らその成果をモニタリングする。つまり、運用の全過程に関与して自分の必要とする成果を得ようとするものであった。この基本は個人投資家の資産運用でも異なるものではない。

個人投資家の場合のコア・ポートフォリオは、海外ETFなどの取り扱いの多いネット証券にコアとなる口座を開き、その証券会社が取扱う高質・低コストのインデックス運用商品を組み合わせることで構築できる。サテライト・ポートフォリオについては、特色のないアクティブ型投信を複数持つのは個人版のクローゼット・インデックスとなってしまう。アクティブ型投信は各分野で、もっとも自分が気に入った投信を少数、持つべきである。そして、トータルでのコスト管理を怠らないことが重要である。これらが年金運用革命から個人が学べるもっとも重要な項目であろう。



長期投資仲間通信「インベストラ이프」

重要なのは以下の四つ意識と三つの常識に対する確信と実行力である。

四つの意識

- 将来の自分はいまの自分が支える意識
- インフレ防衛意識(購買力の維持)
- 「税金はコスト」という意識
- ホーム・カントリー・バイアス脱却意識

三つの常識

- グローバルに分散された株式ポートフォリの価値は長期的にはインフレ以上の増加をするという常識
- 積立投資の威力(時間の価値)という常識
- ゆっくり、そこそこのパフォーマンスを狙うなら資産運用は難しくないという常識

「合理性のあることは必ず実現する!」、これが日米の年金運用革命の最大の教訓である。

