



Research Affiliates社 会長

ロバート アーノット氏

語

Robert D. Arnott

金融

ロバート アーノット

Profile

TSA Capital Management社長、Salomonのグローバル株式ストラテジスト、First Quadrant会長を経て、2002年Research Affiliates社を設立。Financial Analysts Journal (FAJ) 前編集長。UCLAの客員教授を兼務。ファンダメンタル・インデックスの提唱者。『株式投資スタイル—投資家とファンドマネージャーを結ぶ投資哲学』他、著書多数。

株式インデックスといえば、TOPIXに代表される時価総額加重型が長年支持されてきた。ここに一石を投じたのがファンダメンタル・インデックスである。企業の根元価値を客観的に

Financial Information Technology Focus

ファンダメンタル・インデックスの優位性

堀江 今日は過去10年間における金融分野、特にアセットマネジメント・ビジネスにおけるイノベーションについてお話を伺いたいと思います。

アーノットさんが提唱しているファンダメンタル・インデックスは大変な成功を収めていらっしゃると思います。4月には「The Fundamental Index」も出版されました。来年には、この邦訳本もお目見えする予定になっています。

アーノット とても嬉しいです。

堀江 ファンダメンタル・インデックスの最もイノベーションたるところは何でしょうか。

アーノット ファンダメンタル・インデックスが革新的なのは、ポートフォリオにおける市場価額とウェイトとの連動を断ち切った点です。2つを連動させると、割高な銘柄はポートフォリオにおいて過大に加

重され、割安な銘柄は過小に加重されることとなります。公正価値で加重するのがよいのですが、公正価値は観測できません。私達にできるのは、この連動をなくすことだけです。

堀江 ファンダメンタル・インデックスは長期的な投資期間を持つべきだとお考えですか。それとも短期でも有効とお考えですか。

アーノット 投資期間は投資において常に難しい課題です。私は、ファンダメンタル・インデックスを1つの経済サイクルにわたって見てほしいと思っています。

意外に思われるかもしれませんが実は、上昇相場ではますますうまくいく傾向があります。しかし、もし2000年まで続いた上昇相場のように入場優位のバブルが起こった場合は、ファンダメンタルが無視され、時価総額加重型インデックスのようなグロース寄りの戦略に勝つのは非常に難しくなります。

下降相場では、市場は企業の財務

データに注意を払い始めます。末期の段階では、それがより顕著になります。ですので、下降相場ではファンダメンタル・インデックスは大抵たやすく勝つことができます。

堀江 なるほど。ファンダメンタル・インデックスは市場メカニズムの非効率性を是正するものだと思いますが、そのような理解で正しいでしょうか。

アーノット その通りです。もし市場が完全に効率的であるなら、どのようなアクティブ戦略も付加価値を創造できないし、ファンダメンタル・インデックス自体も付加価値を生むことはないでしょう。

Financial Information Technology Focus

適正なリスクプレミアム

堀江 アーノットさんは1990年代後半に、リスクプレミアムが非常に低くなっているということを指摘されました。そして、多くの年金基金のディレクター達に注意を促しま

らう 堀江 貞之

対談

Sadayuki Horie



表す財務データを用いるところに最大の特徴がある。その開発者であるロバート・アーノット氏にアセットマネジメント・ビジネスにおけるイノベーションについて語っていただいた。

ほりえ さだゆき

Profile

1981年 野村総合研究所入社。「NRI債券パフォーマンス指数」(現NOMURA-BPI)の開発に従事。86年から88年にかけてNRIアメリカに出向し、オプション・モデル/ターム・ストラクチャー・モデルを開発。96年~2001年 野村アセットマネジメントに出向。現在、AIMAジャパン調査委員長のほか、大阪経済大学経営情報研究科大学院非常勤講師。

した。本当に正しい指摘であったので、私はその発言を今でもよく覚えています。

現在、米国と日本のリスクプレミアムについて、どのような予測を立てておられますか。

アーノット リスクプレミアムは2~3%であるべきだと私は考えています。

しかし、多くの方が、リーズナブルなリスクプレミアムは5%であると考えています。会議の場で、次のような質問をしたとします。

「20%ダウンの下降相場があり得ると仮定して、長期的に5%以上の超過リターンが得られるとしたら、資金の大部分を株式に投資しますか?」。この場合、ほとんどの人が手を挙げます。次に、この数字を2%に下げたとします。すると、大部分の人が手を下げます。1%では誰も手を挙げません。

しかし、5%は馬鹿げた水準だと思います。市場がこのような値をつけるのは、1974年の米国下降相

場の最悪期や、世界大恐慌真っ只中のような稀な場合に限られます。

私は、現在の米国のリスクプレミアムの水準は、1~2%の間だと思いますが、この値は歴史的に見てやや低すぎると思っています。

堀江 リスクプレミアムが低い環境下で、投資家はどのような方法で対処すべきでしょうか。

アーノット 2つの方法があると思います。

1つは、リターンの期待値を現実的な水準にまで徐々に下げることです。しかしそれは、年金基金で言えば拠出を増やすことに繋がります。当然、気乗りする方法ではありません。

もう1つの方法は、利用できる代替市場をくまなく見ることです。それらの中には、魅力的な価格がついているものが1つくらいはある可能性があります。例えば、今私達が注目しているのは、新興市場の債券です。これらの新興市場国の多くが、ほぼ間違いなく米国債よりも信用度

が高いにも関わらず、高いプレミアム・イールドがついています。ここに着目するわけです。

堀江 年金基金は長期投資家であり、流動性リスクプレミアムを上乗せするのを好む人もいます。これは投資対象をプライベートエクイティ、森林や不動産といったような資産クラスにまで広げるということになります。流動性プレミアムを上乗せするのは当然の方法でしょうか。

アーノット 流動性を積極的に受け入れようとすることは大切なことで、より高い長期のリターンをもたらすと思います。

しかしこれは同時に運用機関がよく使う宣伝文句でもあります。運用機関は、「この資産を10年間売ることができないという制約条件さえ受け入れれば、高い流動性プレミアムを稼ぐことができます」と言うでしょう。しかしそれは、長期間資金を引き出せないような資産へ投資を勧めるよい方法なのです。ですか



投資政策を考える際に負債を認識することは重要です。

ら、流動性プレミアムを追求する場合、投資家は何がリターンの源泉であるかに注意すべきです。

Financial Information Technology Focus

負債を意識した投資の重要性

堀江 ファンダメンタル・インデックス以外で、イノベーションだと思えるものはありますか。

アーノット LDI(負債対応投資)への移行はとても重要なトレンドだと思います。70年代から90年代にかけて、年金ポートフォリオは資産側だけを考慮した運用が行われてきました。負債をあまり意識せず運用すると、年金資産が負債よりも少なくなるショートフォール・リスクを冒すこととなります。それは、年金運用の選択肢を狭めることになり、打つ手が限られてきます。ですから負債を意識した投資はとても重要だと思います。

堀江 しかし、LDIは能動的に注目されているのではなく、規制の変更による影響が大きいのではないのでしょうか。

アーノット 規制により弾みがついたことは確かです。実際のところは、年金基金と寄贈基金には受益者に支払うべきお金の流れがあります。負債が重要であるのは正にこのためです。不思議なことに

年金会計では、株式の期待リターンが高いという想定がされており、株式に投入された1ドルが債券に投入された1ドルより価値が高いという異常な事態が起こっています。そこで、規制による後押しが必要になるわけです。

「債券もそれほど悪くはないですよ」と言うために、規制によるプレッシャーをかけて株式に対するバイアスを是正する必要があります。

堀江 LDIは現在第2段階であると思います。第1段階は、ATP(デンマークの労働者付加年金)やイギリスの年金基金が取り入れてきたもので、金利やインフレスワップも使いながら、長期的に負債をマッチングさせる戦略です。この方法はコストがかかりますし、マッチングも完全ではないので、年金基金にとってあまりよい方法だとは思いません。

ピーター・バーンスタインが提唱した2極化ポートフォリオ(負債連動部分とリターン向上部分を分ける方法)は第2世代のLDIと考えられます。しかしその内容も最近変化しているように思います。私はAPG(欧州最大の運用額を持つオランダの公的年金)が始めたように、不動産にも負債連動効果があると考え、緩やかな形で負債に連動させる方法のほうが、年金基金にとってコスト

が安く良い方法ではないかと思っています。

アーノット そうですね。

私は、投資政策を考える際に負債を認識することがおろそかにされすぎていていると思います。負債は存在するし、本当に重要です。

堀江 ところでNRIでは不動産に関して、CalPERSやGM年金基金やAPGの不動産部門の多くのマネージャーに昨年末にインタビューを行いました。彼らは政府系ファンドの動きに非常にナーバスになっていました。



CalPERSなどが懸念していたのは、規模や意思決定の迅速性の点で、政府系ファンドに優位にたたれてしまい、魅力的な投資先がなくなってしまうのではないかと、ということでした。政府系ファンドの動きは、どうみえていますか。

アーノット 政府系ファンドに対する懸念は全く馬鹿げていると思います。

グローバルな資本が利用できるということは、長期的には世界の経済発展の肥やしとなります。確かに今の中東は火薬庫のようなものです。

大変危険な動きもありますが、中東が社会として豊かになるに従って、その豊かさと成功を危険にさらしてもいいと思う気持ちは小さくなるでしょう。

堀江 つまり、現在のトレンドは持続可能ということですね。

アーノット ええ、その通りです。富のグローバル化が進んでおり、これはとても健全なことであると考えています。

堀江 年金資金と政府系ファンドの資金間の競争が激しくなるということですか。



アーノット 競争というのは大概よい方向に働くものです。

堀江 競争はよいと。

アーノット 例えば、私が投資したいと思っているものがあるとします。しかし誰か他の人が、私よりももっと強くそれに投資したいと思い、私が用意した以上の金額を支払ったとしたら、それは非難されることでしょうか。私がつとるべき行動は、投資先の価値を再評価するか、他の投資先を探すということです。単純にそれだけです。

堀江 確かにおっしゃる通りです。

では、政府系ファンドの投資戦略は、年金基金に影響を及ぼすと思いますか？

アーノット 政府系ファンドは、年金基金よりも長期的な視点を持っていると思います。高流動性を求めているので、先進国、特に米国で当たり前になっている短期主義にあまり同調しません。米国の短期主義は経済を衰弱させるばかりです。

堀江 つまり政府系ファンドは非常によい影響を及ぼすということですね。

アーノット そう思います。

堀江 透明性の点ではどうでしょうか。年金基金の投資政策は非常に透明性がありますが、政府系ファンドは、それが欠けていると言われていきます。

アーノット 米国の姿勢、文化的規範、法律が、米国外でも適用されるべきだと考えるのはとんでもない優越主義です。これは彼らのお金です。そしてその多くは、私達が石油と引き換えに支払ったものです。それは彼らのお金であり、それをどうしようと彼らの勝手です。

一体なぜ米国は彼らに対して、当たり前のように、投資対象や投資目的を明らかにすべきと言うのでしょうか。それは彼らのお金なのです。

堀江 質問を変えましょう。彼らに受託者義務はあると思いますか。

アーノット ええ、もちろんあると思います。受託者義務の中で透明性が必要だと感じるなら、透明性を確保すべきでしょう。

堀江 なるほど。わかりました。

日本の資産運用業界

堀江 最後に、日本の資産運用業界に対して、何かアドバイスや意見などをいただけますか。

アーノット 日本の資産運用業界は、技術に精通していると思います。もしアキレス腱があるとすれば、リスク回避の傾向にあること、もう少し具体的に言うと、何か新しいことを最初にすることや、競合他社と違うことをすることを強く嫌がるといったことでしょうか。他と同じことをしていたのでは、高いリターンを得ることはできません。目の前にある機会を無駄にしてしまう可能性が高くなります。もちろん、このような傾向は、日本だけに限られているわけではありません。米国や欧州でも見られます。しかし、日本は他の国よりそれが強く出ているということです。

堀江 確かにそのとおりです。

日本の資産運用ビジネスは、高いポテンシャルを持っていると思います。それを阻害しないためにもリスクをとりに行く姿勢を持ちたいですね。

本日は、来日中の貴重なお時間を割いてくださりありがとうございました。
(文中敬称略)

