

# グローバル・マンデート運用の台頭と ビジネスへの示唆

ホームカントリー・バイアスの解消と、国内株式／外国株式を区別しない「グローバル・マンデート」商品の受容が進展する。これにより、運用業界では各社の運用リソースに応じた棲み分けが行われ、自社に固有のリターンをいかに広範な投資家に提供できるかがビジネスの成否を分ける。

## 年金投資家の ホームカントリー・バイアス

年金は、通常、国内株式と外国株式を異なるアセットクラスとみなしてポートフォリオ管理を行っている。

投資理論に依れば、一定の条件の下では、世界の株式市場の時価総額の割合で株式ポートフォリオを構築するのが最も効率的である。しかし、年金投資家の株式運用は、国内株式をオーバーウェイトしていることが多い（図表1）。すなわち、世界の株式市場に占める自国市場の時価総額よりも高い割合を、国内株式に配分している。

こうした現象はホームカントリー・バイアス（HCバイアス）と呼ばれるが、ここに来て、年金投資家の間でこれを是正する動きが出てきた。この背景には、これまで外国資産への分散投資を阻んできた種々のコストや制約条件が徐々に低減ないし緩和されてきたことや<sup>1)</sup>、特に日本の年金において、国内経済の長期的な成長余力に対する不信感が持たれていることがある<sup>2)</sup>。

ただし、政策ポートフォリオの変更の具体的な内容は、現在のところ、国内株式／外国株式の比率を国別の株式時価総額やGDP等を参考にして改定し、国内株式への配分を減らす形が一般的であり、当面は、国内株式商品と外国株式商品を別々に保有することが想定されていると思われる。

## グローバル運用の効率性

これに対して、国際分散を徹底するより高次な視点から、国内株式と外国株式の区別自体を廃し、「グローバル株式」という単一のアセットクラスとして運用を委託するという考え方がある。こうした運用指図は、「グローバ

図表1 主要年金ファンドの株式ポートフォリオ

	国内株式	外国株式
企業年金平均(日、08/3)	59.1%	40.9%
年金積立金管理運用独法(日、08/3)	58.8%	41.2%
企業年金連合会(日、08/3)	52.6%	47.4%
カルパース(米、08/4)	60.6%	39.4%
BTペンションスキーム(英、07/12)	40.9%	59.1%
オンタリオ州教職員年金基金(加、07/12)	35.6%	64.4%
FRR(仏、07/12)	60.0%	40.0%

(注) FRRの国内株式は、ユーロゾーン全般の株式を含む。赤マーカーは、各国・域の株式市場が世界の株式市場の時価総額に占める割合(2007年12月末)。

(出所) World Federation of Exchanges統計資料、各ファンドのアンニュアルレポート、企業年金連合会「資産運用実態調査結果 2007年度」より野村総合研究所作成

ル・マンデート」と呼ばれ、我が国でも、これに応えるグローバル株式運用商品が、近年充実してきた<sup>3,4)</sup>。

グローバル株式運用の効能は、HCバイアスの是正に留まらない。グローバル・マンデートによって、従来政策的に管理していた国内／外国の保有比率の決定をも委託することで、マネージャーの裁量が拡大し、超過リターン( $\alpha$ )を獲得できる余地が大きくなる利点を享受できると考えられる。例えば、世界市場でビジネス展開を行う自動車、テクノロジーなどのセクターへの投資を検討する際、仮にセクター全体に対しては中立でも、セクター内での「国内銘柄のオーバーウェイト、外国銘柄のアンダーウェイト」といった戦略が可能になる。こうした戦略は、内外の株式運用を異なるマネージャーに委託する場合には、実現できない。

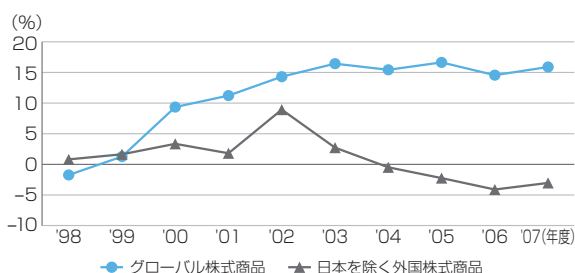
過去のパフォーマンスは、この予見を裏付ける。図表2は、我が国の年金向けに提供されている「日本を含むグローバル株式」商品と、「日本を除く外国株式」商品それぞれで構成したポートフォリオの、過去10年間の累積超過リターンを比較したものである<sup>5)</sup>。前者はこの期間で15%程度の累積超過リターンを獲得しているのに対し、後者は0%の近傍であり、ベンチマーク並みのリターンとなっている。

NOTE

- 1) HCバイアスがもたらす非効率性や、HCバイアスの背景にある外国投資に伴う明示的／暗示裏のコスト、国内物価に連動する負債の変動のヘッジ、為替エクスポージャーの抑制等の誘因については、拙稿「ホームカンントリーバイアス」(野村年金コンサルティング、2008年、9月号、11月号他)を参照。
- 2) \*急変する年金ポートフォリオ「国内株傾斜」から脱却、九電など内外比率逆転へ”(年金情報、RSI、No. 484、2008年)等を参照。
- 3) 野村総合研究所が確認した範囲では、国内年金向けの「グローバル株式」運用商品は31本、「日本を除く外国株式」運用商品は116本存在する(アクティブ運用商品のみ、2008年3月末時点)。前者のうち、過去3年間のリターン、トラッキングエラーが存在するものは16本である。他は直近3年以内に新たに提供が開始されたものと考えられ、3年間に商品数が倍増したことが伺える。

- 4) 均衡において、投資家が世界市場ポートフォリオと為替ヘッジのための安全資産を保有するという国際分散投資のモデルは、1970年代から存在する。しかし、これがアクティブ運用の効率性に関連づけられたのは1990年代中層以降と思われる。その後、脚注1で挙げた種々の制約条件やコストが排されたことで、徐々にではあるが、グローバル・マニダートの考え方が世界的に支持を集め始めているのが現状である。
- 5) 「日本を除く外国株式」での運用を行う商品は、ベンチマークにMSCI Kokusai指数を用いるのが一般的である。しかしグローバル・マニダート商品は、日本を含む先進23ヶ国の上場株式をユニバースにしたMSCI World指数、またはそれにエマージング諸国を加えたMSCI All Country World指数をベンチマークとするのが一般的である。運用商品のユニバースに占める各ベンチマークインデックスのシェアについては、「日本の資産運用ビジネス2008」(野村総合研究所、2008年)を参照。

図表2 グローバル株式運用と外国株式運用の累積超過リターン



(注)「グローバル株式商品」はMSCI World指数(グロス、円建)をベンチマークとする商品、「日本を除く外国株式商品」はMSCI Kokusai(同)をベンチマークとする商品。いずれもアクティブ運用を行うもので、リターンは報酬控除前ベース。各年度で、等ウェイトポートフォリオのリターンからベンチマークリターンを控除して超過リターンを算出。  
(出所)企業年金連合会他のデータより、野村総合研究所作成

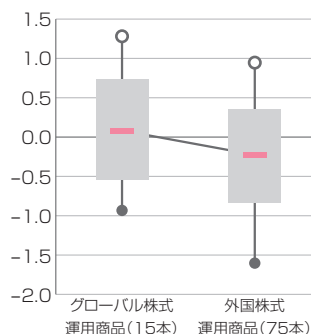
また図表3は、過去3年間の実績に基づく、両運用商品の情報比の分布を比較したものである。これによると、情報比で見ても、確かにグローバル運用商品の方が高い傾向がある。図表2で「日本を除く外国株式」商品の超過リターンが振るわなかった理由として、単に大きなリスクを取っていなかった可能性も否定できないが、図表3によれば、マネージャーの裁量でベンチマークに対して取るリスクを超過リターンの獲得に結びつける点においても、やはりグローバル株式運用の方が成功してきたことが示唆されるのである。

投資対象である上場会社が事業をグローバルに展開し、国境を越えた市場の統合度が高まるにつれて、こうしたグローバル株式運用の優位性もさらに高まるものと考えられる。

運用会社の棲み分けが進展する


今後、HCバイアスが解消され、内外区分のない「グローバル株式」運用が投資家のポートフォリオへ一層受容されるであろう。こうしたトレンドは日本以外の投資家にも妥当するため、カバレッジの広さと深さを備えた運用リソースの有無が、グローバルでの事業を大きく左右する可能性がある。

図表3 情報比の比較



(注) 分布の上端は95、下端は5、長方形の上辺は75、下辺は25、赤マークは50のそれぞれパーセントイルを示す。他は図表2の注に同じ。  
(出所)企業年金連合会他のデータより、野村総合研究所作成

例えば日本の資産運用ビジネスにおいては、既に調査体制等でグローバルな運用リソースを擁する、特に外資系の運用会社にとって、グローバル運用商品を日本の投資家へ向けて提供できる好機をもたらす。反面、国内系運用会社にとっては、大きな恩恵があるとは考え難い。日本株の運用リソースを基盤とする運用会社は、グローバルなポートフォリオを構築する能力では外資系運用会社に及ばない可能性がある。むしろ、HCバイアスの解消は海外投資家が日本株式の保有を増やすことを意味するから、サブドバイス等を通じて日本株式の特化運用商品を海外投資家に提供することに機会を見いだす必要があろう。

資産運用業界にとって、グローバル株式運用の台頭は、各社の運用リソースにおける強みに基づいた棲み分けをもたらすであろう。今後、自社が持つ運用上の強みをどう活かせるかが、ビジネスの成否を分けるのではないだろうか。 

Writer's Profile



**浦壁 厚郎** Atsuo Urakabe  
 金融ITイノベーション研究部  
 副主任研究員  
 専門は資産運用ビジネス  
 focus@nri.co.jp