

進化するパッシブ運用

目次

- I. はじめに
- II. 従来型インデックスを巡る議論
- III. 多様化するニーズとパッシブ運用を巡る議論
- IV. パッシブ運用の進化
- V. 進化系インデックスとその活用法
- VI. 今後のひろがり

パッシブ運用部 チーフ・ファンドマネジャー 石部 真人

I. はじめに

日本の年金運用においてパッシブ運用は 1990 年代から国内株式を中心に徐々に広まり、2000 年以降にはその運用残高は 4 資産(国内株式・外国株式・国内債券・外国債券)全てで大きく増加した。その背景にあるのは、年金の政策アセットミックスのベンチマークとの乖離を抑制できるインデックス・ファンドを、ポートフォリオのコアに据えることが有効であるとする運用戦略(パッシブ・コア)という考え方である。このような考え方を強く支持する日本の年金運用においては、政策アセットミックスに用いるベンチマークと運用に用いるベンチマークを同一とすることが多く、例えば国内株式では TOPIX(配当込み)、国内債券では NOMURA-BPI(総合)などをベンチマークとするパッシブ運用が支配的となった。しかし、当時はまだ年金運用の目的に最適なベンチマークはどのようなインデックスであるかという議論がほとんどなされていなかった。

その後パッシブ・コアが定着して行き、巨額の資金がパッシブ運用に振り向けられる過程で、徐々にパッシブ運用に対する議論が深まるようになり、それと共に投資家のニーズも多様化した。ここ数年、多様化するニーズに応えるかのように、従来のインデックスとは異なる発想のインデックスやインデックスの新しい活用法が登場し、パッシブ運用がそれを担うようになる。そして、パッシブ運用自体の役割もベンチマーク・リターンを再現するだけでなく、投資家の β 戦略に対する様々なソリューションの提供に拡大していく。

本稿では、政策アセットミックスにおける代表的なインデックスを従来型インデックス、新しい発想のインデックスを進化系インデックスと表し、パッシブ運用がこれまで辿った足

跡を振り返ると共にこの進化系インデックスやインデックスの新しい活用法を紹介しながらパッシブ運用自体の進化を追っていく。

Ⅱ. 従来型インデックスを巡る議論

まず、日本においてパッシブ運用が拡大していく 2000 年前後の段階でなされた従来型インデックス(国内株式:TOPIX、国内債券:NOMURA-BPI(総合)、外国株式:MSCI KOKUSAI、外国債券:CITI 世界国債インデックス)の構成銘柄や市場に与える影響に関する議論とその解決策について簡単におさらいしておく。

【論点】

- 市場のカバー率
- 銘柄の流動性

1. 市場のカバー率

国内株式において TOPIX は東証一部上場全銘柄に限定されている。また、外国株式の MSCI KOKUSAI は先進国の大中型株式が対象であり、外国債券の CITI 世界国債インデックスは組入れ銘柄が国債に限定されている。パッシブ運用は理論上の市場ポートフォリオを代替するインデックスに連動させる運用であり、その市場ポートフォリオは全証券を対象としている。東証一部や先進国、大中型株式や国債にマーケットを限定したインデックスはカバー率が低く、そのため収益性も低いというものである。これは対象市場拡張の議論である。

2. 銘柄の流動性

米国で株式のパッシブ運用のベンチマークとして用いられる S&P500 や Russell1000 のような大型株指数は、流動性が潤沢な銘柄で構成されているため巨額な資金投資を行ったとしても価格形成阻害や過大なマーケット・インパクト等の流動性に関する問題が生じる可能性は低い。TOPIX の場合、小型で流動性の低い株式を多く含むため流動性の問題が生じているといわれており、マーケット・インパクト等のコストがリターンを押し下げているのではないかというのが本議論である。この議論は、1 とは逆に対象市場の限定の議論である。

これら 1、2 の議論を解決するために従来型インデックスを改良する動きが生じた。国内株式において、東証一部以外の市場も対象にし、小型で流動性の低い銘柄を排除するルールを適用した Russell/Nomura Prime、S&P Japan 500 の登場がそれである。しかし、これは時

価総額による加重方法、市場の選択といった面では従来型インデックスのコンセプトを踏襲したものであり、従来型インデックスの改良にすぎなかった。

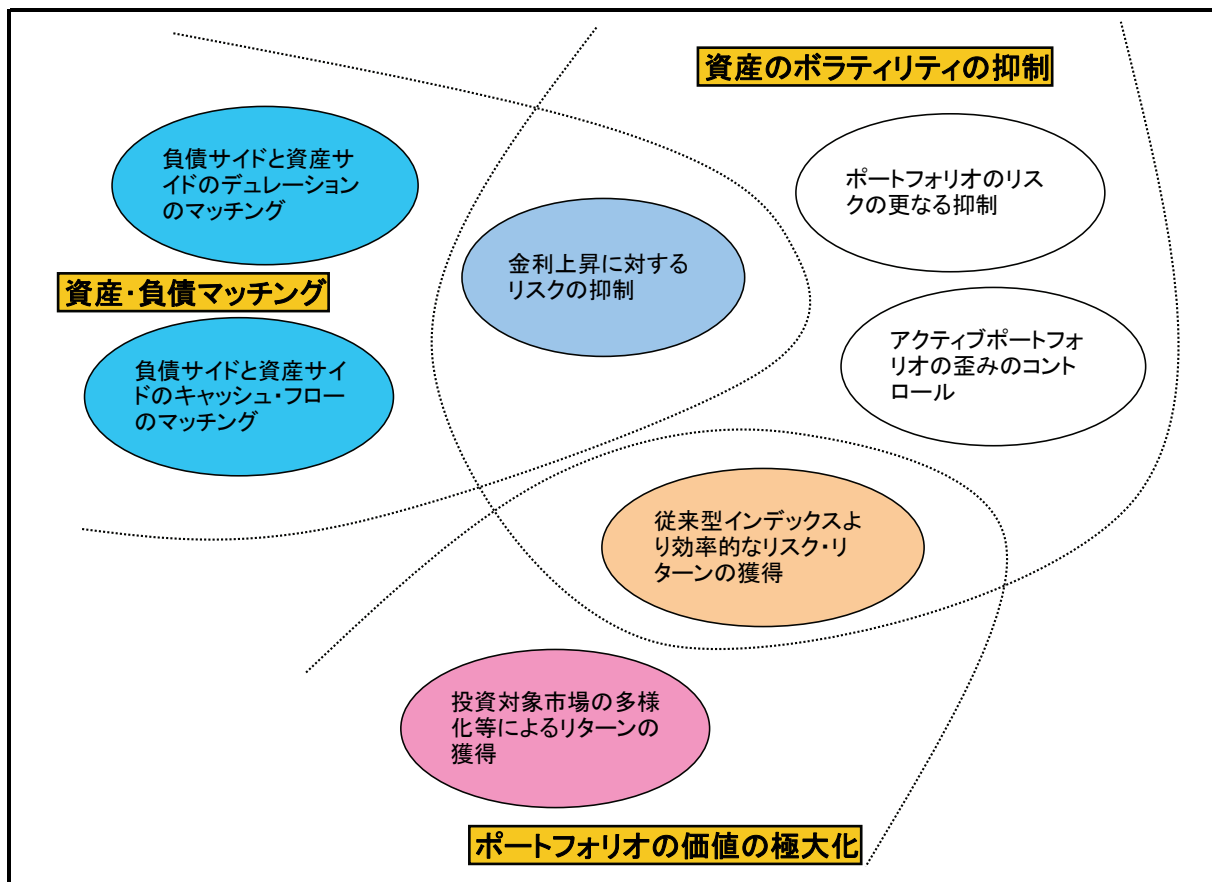
Ⅲ. 多様化するニーズとパッシブ運用を巡る議論

本章ではまず、多様化する投資家のニーズとその背景となる「パッシブ運用という運用手法を巡る議論」を紹介する。

年金運用に対する「パッシブ運用を巡る議論」は前述の従来型インデックスの改良からスタートしたが、その後様々なニーズの発生とともにパッシブ運用の根本に関する議論へと広がりを見せる。それが進化系インデックスを用いた運用やインデックスの新しい活用法といったパッシブ運用の進化に繋がっていく。

1. 投資家のニーズの多様化

図表1：多様化する投資家のニーズ



図表1は投資家のニーズ(運用目的)の一例を図示したものである。債券運用の根本に關す

る「負債サイドと資産サイドのデュレーションのマッチング」や「金利上昇に対するリスクの抑制」といったニーズや、年金資産の安定運用志向から「ポートフォリオのリスクの更なる抑制」というニーズ、また収益の追求といった観点からは「投資対象市場の多様化等によるリターンの獲得」といったニーズが挙げられている。これらのニーズは次節で紹介するパッシブ運用を巡る議論を通して発生したものである。

図表1で記載したものは投資家の主なニーズである。この本源的に存在しているニーズを大きく分類すると「資産・負債のマッチング」と「資産のボラティリティの抑制」、「ポートフォリオの価値の極大化」の3つからなる(図表中では点線で囲った部分がそれぞれの領域として表示されている)と考える。

ニーズは必ずしも3つの領域の1つにのみ属するものでないため「金利上昇に対するリスクの抑制」や「従来型インデックスより効率的なリスク・リターンの獲得」は2つの領域に跨るものとして表示している。パッシブ運用の進化はこれらの運用目的を満足させようとする過程で生じたものである。

2. パッシブ運用を巡る議論

ここでは投資家の多様化するニーズの背景の一因となる年金運用にパッシブ運用を用いた際の運用特性の議論について紹介する。

【論点】

- ▶ ベンチマークのリスク・リターン特性
- ▶ 金利上昇時の抵抗力
- ▶ 負債キャッシュフローとの関係
- ▶ 債券と株式のリスク特性の相違

(1) ベンチマークのリスク・リターン特性

パッシブ運用に用いられるベンチマーク・インデックスは理論的にはCapital Asset Pricing Model(CAPM)の市場ポートフォリオを代替するものであり、長期的にはリスク・リターンが最も効率的であるはずである。しかし、実際のマーケットは情報の伝達速度の相違、投資家の非効率な投資行動、空売り規制等CAPMの前提と異なる部分も多い。その結果、実際にベンチマークに用いられてきた従来型インデックスのリスク・リターンは必ずしも効率的ではないという検証結果も報告されている。

リスク・リターンが必ずしも効率的ではないという疑問は従来型インデックスのリスク・

リターンには改善の余地があるという議論に発展した。これはインデックス自体の問題のようにも考えられるが、決して単なるインデックスの選択という矮小化した議論ではなくパッシブ運用の大前提に関する議論である。

このような議論が行われるなか、投資家サイドからはパッシブ運用に対して「従来型インデックスより効率的なリスク・リターンの獲得」や「ポートフォリオのリスクの更なる抑制」、「投資対象市場の多様化等によるリターンの獲得」といったニーズが生じることになる。

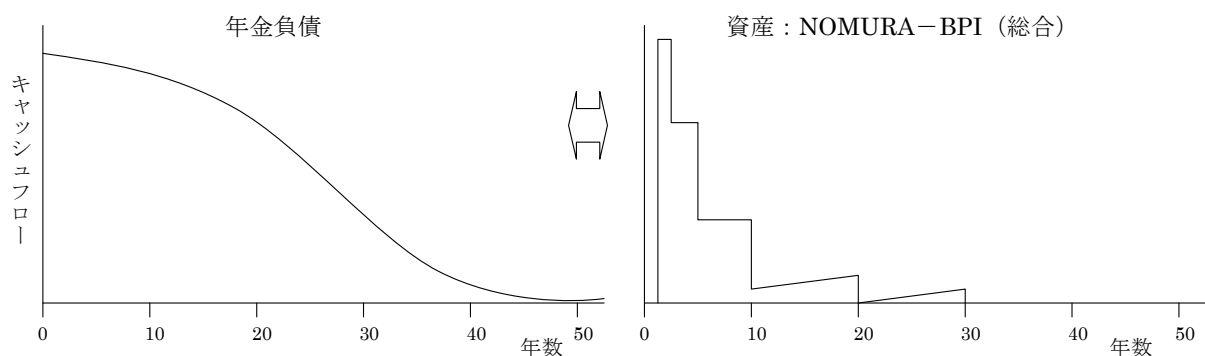
(2) 金利上昇に対する抵抗力

債券の従来型インデックスは確定利付債券を対象としているため金利上昇時にリターンの低下は回避できない。特に低金利下の日本においては、金利上昇が近い将来直面するリスクであると考えられており、年金資産の安定的な成長という観点から債券ポートフォリオの構成はどのようにあるべきかという議論である。この議論は「金利上昇に対するリスクの抑制」といった投資家のニーズそのものである。

(3) 負債キャッシュフローとの関係

従来型インデックスによる債券パッシブ運用は、図表2のように年金負債のキャッシュフローと常に乖離が生じるという問題がある。これは債券インデックスのデュレーションが負債のデュレーションより短いこと等から生じる問題である(2009年12月現在のNOMURA-BPI(総合)のデュレーションは6.5年であるが、1984年には3.94年という最小値を記録している)。この議論は年金運用における債券インデックスの役割を見直すものであり、「資産サイドと負債サイドのデュレーションのマッチング」、「負債サイドと資産サイドのキャッシュフローのマッチング」といったニーズの背景となる議論である。

図表2：年金負債と資産のキャッシュフローのイメージ

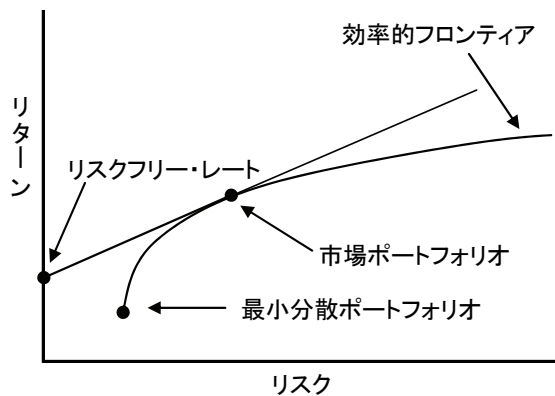


(4) 債券と株式のリスク特性の相違

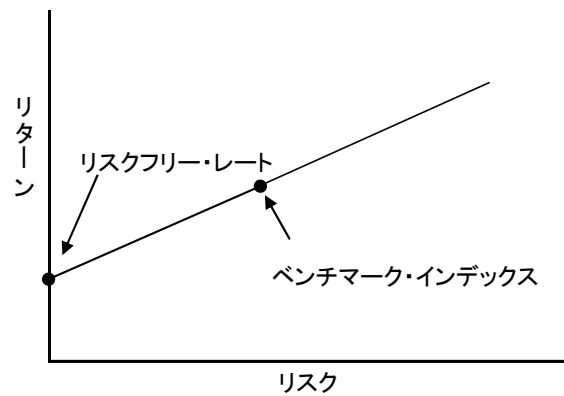
債券において時価総額インデックスをベンチマークとして投資する理論的背景は市場ポートフォリオ(マーケットの全ての銘柄を時価総額で組入れる)という考え方に依拠する。株式は銘柄固有リスクが大きく、分散することによりこの銘柄固有リスクを低減する効果が高い。したがって、株式のリスク・リターンは図表3-1のように描くことができ、効率的フロンティア上に銘柄固有リスクを最大限分散した市場ポートフォリオが位置する。しかし、債券でリスク・リターンを描くと図表3-2のようにリスクフリー・レートから伸びた直線となり、インデックスもこの直線上に位置することになる。そのため債券においては、市場全体に投資するよりもどのリスクに投資するかが重要になってくるはずである。これは株式とリスク特性の異なる債券においてベンチマークの選択に市場ポートフォリオという考え方を導入することに対する疑問である(債券ベンチマークの議論は株式のアナロジーであるという議論である)。

この議論は前述の(3)「負債キャッシュフローとの関係」で紹介した短いデュレーション(リスク)の運用でよいのかという議論の基礎になるもので、「資産サイドと負債サイドのデュレーションのマッチング」、「負債サイドと資産サイドのキャッシュフローのマッチング」といったニーズに通じるものである。

図表3-1：株式のリスク・リターン



図表3-2：債券のリスク・リターン



IV. パッシブ運用の進化

それではパッシブ運用はどのような進化の過程を辿っているのでしょうか。図表4はパッシブ運用の進化の過程を図示(イメージ化)したものである。縦軸は進化の流れを表しており、表の上部に近い方がより進化したインデックスを用いた運用あるいはインデックスの新しい活用法である。

また、図表は縦に3つの領域に分割している。この3分類は図表1で用いた投資家のニーズの分類である。左側は負債を意識した「資産・負債マッチング」、その右側は資産を意識した運用目的を配置し、左から「資産のボラティリティの抑制」、「ポートフォリオの価値の極大化」という順に配置してある。資産を意識した運用目的では図表は右端に向かうにつれリターンの追求を志向し、左側に向かうとリスク抑制色が強まる傾向にある。そして、左端の領域では資産だけでなく負債も意識した運用目的になる。

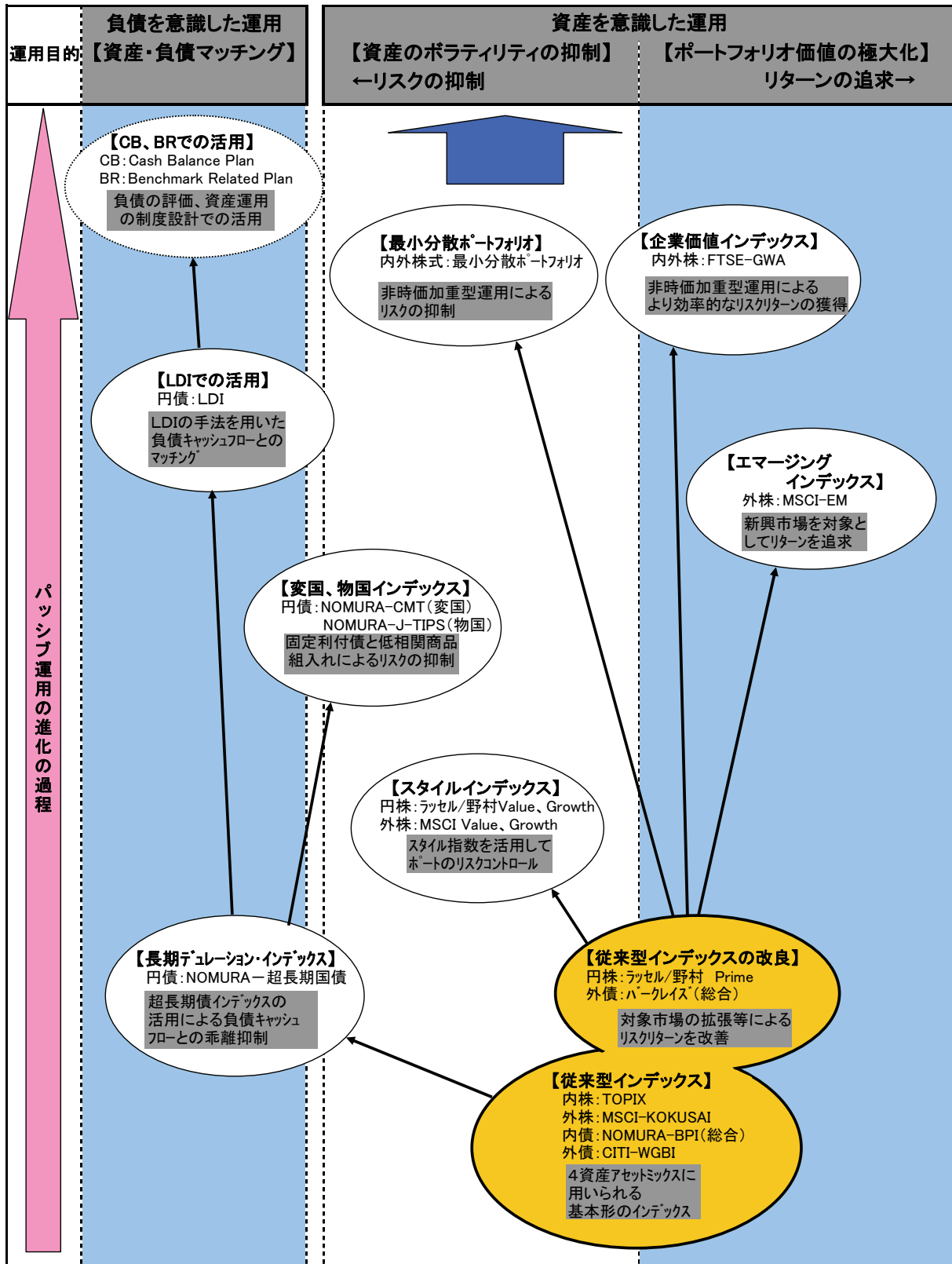
楕円の中にはインデックスや運用手法の例示と具体的な運用目的を記載した(インデックスや運用手法については次章以降で説明する)。楕円の位置する領域は3つに分かれているが、各運用手法の運用目的は必ずしも1つではないため、楕円をプロットした位置は目的に対する相対的な位置を示している。

従来型の4資産のインデックスは価値の極大化とリスクの抑制を兼ね備えた基本となる運用手法であることから「資産のボラティリティの抑制」と「ポートフォリオの価値の極大化」の両方に跨る位置に配置した。II章で紹介した従来型インデックスの課題の解決策として登場した改良されたインデックスは従来型インデックスの右上に隣接する位置づけとした。

図表中、例えばエマージング・インデックスは従来型インデックスより「ポートフォリオの価値の極大化」を狙った領域に位置し、リスクを最小にして構築される最小分散ポートフォリオは「資産のボラティリティ抑制」に、資産と負債のリスクを一致させるLDIなどは「資産・負債のマッチング」に配置されることになる。これらの運用手法は図表1でまとめた様々なニーズに応えるソリューションであり、近年大きな広がりを見せている。

図表4で示した進化によってパッシブ運用はベンチマークに連動するだけでなく投資家の β 戦略に応える様々なソリューションを提供する機能を持つことになる。また、これらの進化系インデックスやインデックスの新しい活用法は様々な運用上のメリット(巨額な資金運用に適していたり、運用コストが低い)を有する従来型インデックスの運用を否定するものではなく共存するものである。そして、パッシブ運用の進化はこの図表に示したもので終わるのではなく今後も更なる進化を遂げていくということも強調しておきたい。

図表4：パッシブ運用の進化の過程



※図中のインデックス及び運用手法は例示

V. 進化系インデックスとその活用法

1. 初期の進化系インデックスと活用

政策アセットミックスのベンチマークに連動する役割以外でのパッシブ運用の活用にはスタイル調整がある。これはバリューやグロース・インデックスに連動するパッシブ運用を組み入れることにより、アクティブ運用におけるスタイルのバイアスをニュートラルにする目的で導入された手法である。

また、NOMURA-CMT(変動利付国債)によるパッシブ運用は、従来型インデックスと異なる商品を対象とした運用手法として登場した。

債券の従来型インデックスは確定利付債券で構成されており、低金利下の日本においては金利上昇リスクに対する抵抗力をつけたいというニーズがあった。変動利付国債は10年～20年のイールドカーブの変化がその価値に影響を与える仕組みであるため必ずしも金利上昇に万能ではないが、従来型インデックスと低相関である点が進化したインデックスであり(従来型インデックスのコンセプトを引き継いでいるため革新性は低い)、このようなインデックスを活用したパッシブ運用は投資家のニーズに少しでも応えようとするものだと考える。

2. 進化系インデックスの発展とパッシブ運用の高度化

ここでは多様化する進化系インデックスによるパッシブ運用が、図表4の「資産のボラティリティの抑制」と「ポートフォリオの価値の極大化」、「資産・負債マッチングの手法」の目的をどのような方法で実現させるかという点に焦点をあてるとともに、パッシブ運用自体の変化にもふれる。

(1) 資産のボラティリティの抑制

【最小分散ポートフォリオを活用した運用】

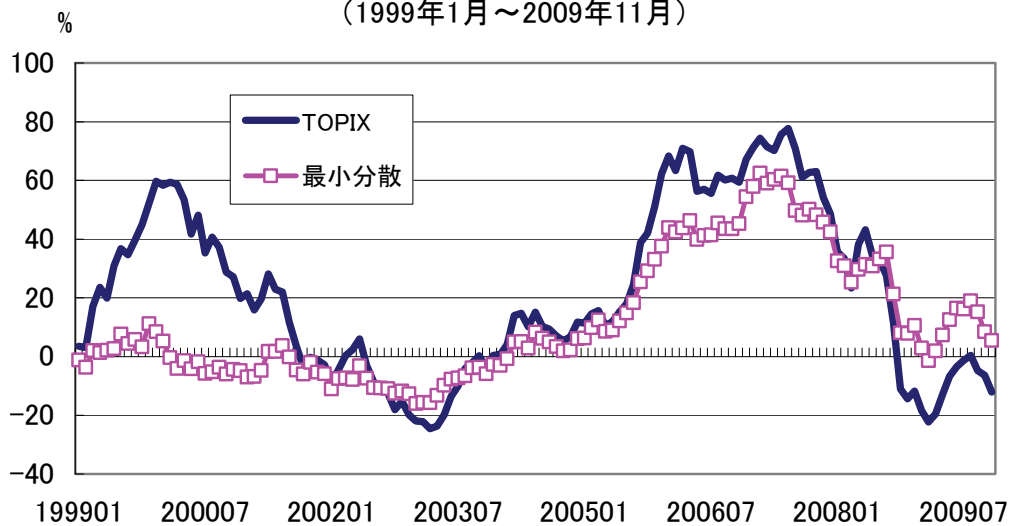
ボラティリティの抑制を目的としたパッシブ運用で最も進化したものとして挙げられるのが、最小分散ポートフォリオによるパッシブ運用であろう。

最小分散ポートフォリオとは図表3-1で効率的フロンティア上の左端に位置する最もリスクの低いポートフォリオをいう。

過去のリスクを最小にして構築された最小分散ポートフォリオは将来的(事後的)にもリスクが低だけでなく、リターンにおいても時価総額インデックスと同水準あるいは凌駕するパフォーマンスとなり、これは日本あるいは世界各国の株式マーケットで観察される現象であった。図表5は国内株式の最小分散ポートフォリオと、TOPIXの1999年1月から2009年11月までの累積リターンとリスク・リターンのサマリーである。図表を見てわかるよう

にリスクは11.59%と TOPIX より6%強低く、月間の最大下落率も▲10.89%と TOPIX の下落率の約半分である。一方、この期間のリターンは TOPIX を凌駕する結果となった。最小分散ポートフォリオはボラティリティを抑制した運用であり、相場下落局面ではその抵抗力は強いが上昇局面では時価総額インデックスほどリターンは高くない。したがって、図表からもわかるとおり IT バブル期にはリターンは低いがバブル崩壊時には強いという特徴を有する。このような最小分散ポートフォリオを加えることにより年金資産のリスク特性を大きく改善する効果が期待できるのである。

図表5：TOPIXと最小分散ポートフォリオの累積リターン
(1999年1月～2009年11月)



単位：%

	平均リターン	リスク	月間最大下落率
TOPIX	-1.17	17.92	-20.26
最小分散ポートフォリオ	0.50	11.59	-10.89

最小分散ポートフォリオによるパッシブ運用が最も進化したものである理由は、ポートフォリオの革新性だけではなく運用自体にもある。従来パッシブ運用はベンダーが提供するベンチマーク・インデックスに連動する運用であったが、この最小分散ポートフォリオの運用ではリスクを最小化するというポートフォリオ組成(ある意味ベンチマーク組成)プロセスもパッシブ運用の中に内包することになるからである。

(2) ポートフォリオの価値の極大化

【企業価値インデックスを活用した運用】

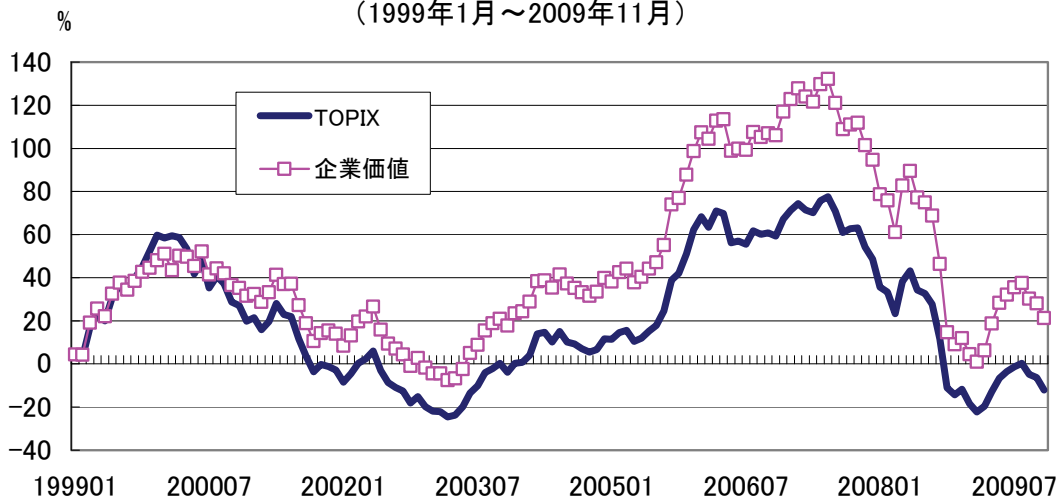
企業価値インデックスはインデックスの構築手法が従来型インデックスと全く異なる手法を採用し、リスク・リターンの効率性を向上させようとしたものである。

企業価値インデックスはファンダメンタル・インデックスやノンプライス・インデックス

とも呼ばれているが、従来型インデックスが時価総額加重であるのに対し、時価(Price)がウェイトの決定要素に入らない企業価値(財務データ)でウェイトが計算されているところが画期的なところである。日本では David Morris の GWA 社と Robert D. Arnott の RAFI 社によるインデックスが提供されている。

時価総額インデックスは時価がウェイトの決定要素であることから、株価が上昇しフェアバリューより高く評価されている銘柄は確実にウェイトが上昇し、フェアバリューより低く評価されている銘柄はウェイトが減少するため、インデックスのパフォーマンスを自然に低下させることになる。その結果、バブルやその崩壊といった無用なボラティリティを形成し、特にバブル崩壊過程で大きな損失を出す原因となると彼らは主張する。

図表6：TOPIXと企業価値インデックスの累積リターン
(1999年1月～2009年11月)



単位：%

	平均リターン	リスク	月間最大下落率
TOPIX	-1.17	17.92	-20.26
企業価値インデックス	1.78	17.52	-21.64

図表6は、国内株式を対象とした企業価値インデックスとTOPIXの1999年1月から2009年11月までの累積リターンとリスク・リターンのサマリーである。リスクはTOPIXとほぼ同じ水準ではあるが、平均リターンはTOPIXを2%強上回っている。また、企業価値インデックスの逆張りの投資行動からITバブル期にはTOPIXにパフォーマンスで劣後し、逆にその崩壊過程で高いリターンを上げる特徴を有する。このようなインデックスによるパッシブ運用を行うことによりリスク・リターンの改善効果が期待できる。

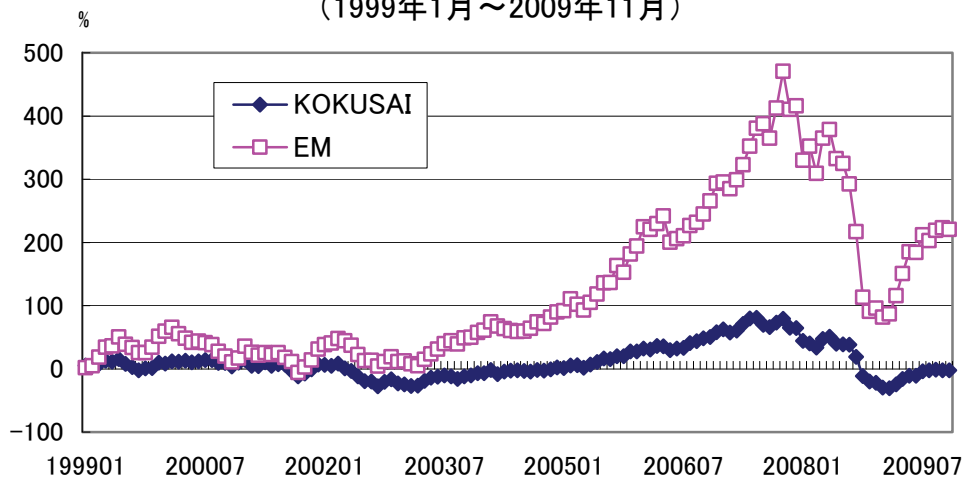
また、企業価値インデックスが従来型インデックスと異なる点は、定期的リバランスにおける回転率にある。企業価値インデックスは個別銘柄のウェイトを企業価値に合わせるため

に定期的なリバランスが行われ、回転率も高くなる。企業価値インデックスの運用においてパッシブ運用は従来以上にコスト削減のノウハウが期待されるようになった。

【エマージング市場を活用した運用】

収益力の向上を目的としたものとしては、MSCI Emerging Markets(EM)のようにエマージング市場を対象としたインデックスによる運用がある。前述したが外国株式の従来型インデックスであるMSCI KOKUSAIは先進国を対象としたもので成熟した株式市場による運用が前提となっている。株式投資のリターンは経済の急成長が期待できる新興市場の方がはるかに高いと考えるのが自然であろう(もちろんリスクも高い)。このような観点からハイリスク・ハイリターンのエマージング市場のインデックスをベンチマークとするパッシブ運用が行われるようになった。

図表7：MSCI-KOKUSAI と EM の累積リターン
(1999年1月～2009年11月)



単位：%

	平均リターン	リスク	月間最大下落率
KOKUSAI	-0.22	18.91	-25.33
EM	11.26	26.67	-32.70

図表7は1999年1月から2009年11月までのMSCI KOKUSAIとEMの累積リターンとリスク・リターンのサマリーである。平均リターンはEMが11.26%とKOKUSAIの▲0.22%比してはるかに高い。一方、EMはリスクも高くリーマン・ショックで記録された月間の最大下落率は▲32.70%とKOKUSAIを上回る下落となっている。しかし、EMをポートフォリオに加えることによってリターンが高まることは想像に難しくない。

このエマージング・インデックスが従来型の先進国インデックスと異なるのは対象国だけで、その他のインデックスの構築方法は全く変わらない。しかし、エマージング市場での運用は市場への参入障壁が高く(例えば、投資家資格が必要であったり、通貨規制があるケースが多い)、直接現地株に投資することが困難な場合もあるため、パッシブ運用は現地株のほかにも預託証券や先物、ETF など様々な代替証券を駆使してインデックスに連動させる工夫が期待されるようになる。

(3)資産・負債のマッチング

【LDI】

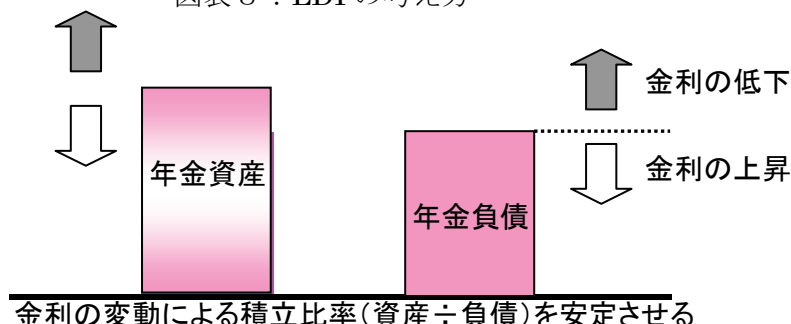
資産・負債マッチングの手法の代表的な手法の1つとして LDI(Liability Driven Investment)がある。

年金負債の時価は負債を割り引く金利の変化によって大きく変動する。この変動は資産サイドに負債と同じリスク特性を持つ債券ポートフォリオを組入れることにより抑制が可能となる。すなわち、負債サイドと資産サイドのリスク(デュレーション)を一致させることにより金利変動による積立比率(資産÷負債)の変動を安定化させ、資産と負債の乖離(不足金や剰余金の発生)を抑制することができるのである(図表8)。

従来型の国内債券インデックス(NOMURA-BPI(総合))はデュレーションが6.5年程度と短く、負債のデュレーションは平均15年程度であることから、従来型インデックス投資では負債とのマッチングが図れずデュレーションにギャップが生じる。負債サイドに一致する債券デュレーションを獲得するためには、NOMURA-BPI(総合)より長いデュレーションが必要になる。このような運用としては、超長期債を中心とした運用を行うという手法もあるが、超長期債の発行額の多寡や参加者の少ない偏った需給の影響を受けることから、長期債に加え金利スワップを活用する手法も利用されるようになっている。

LDIにおけるパッシブ運用は金利スワップを用いてより柔軟にデュレーション・コントロールを試みているという運用面の革新性だけでない。Ⅲ章で紹介した「債券においては市場全体に投資するよりもどのリスクに投資すべきかが重要」という議論に対する回答のひとつとして、従来型インデックスのリスクではなく負債サイドに注目してリスクのとり方を打ち出したところに重要性がある。

図表8：LDIの考え方



3. アセットミックスへの組み入れ効果

ここではアセットミックスに加える効果の一例として、これまで紹介してきたエマージング・インデックスや企業価値インデックス、最小分散ポートフォリオをポートフォリオに加えた場合の効果を見る。

図表9：進化系インデックスの組入れ効果

	平均リターン	標準偏差	ケース①	ケース②
国内債券	0.75	3.36	34.00	34.00
国内株式	7.24	19.91	31.00	24.80
外国債券	1.16	10.66	9.00	9.00
外国株式	6.24	18.11	24.00	16.80
短期資産	0.48	0.70	2.00	2.00
外株(エマージング)	9.02	26.86	0.00	2.40
内株企業価値	7.24	17.34	0.00	3.10
外株企業価値	6.24	19.00	0.00	2.40
内株最小分散	7.24	11.24	0.00	3.10
外株最小分散	6.24	15.82	0.00	2.40
リターン			4.11	4.18
リスク			9.33	8.09
リターン/リスク			0.44	0.52

図表9は弊社の中期シナリオの決定に用いる金融変数である。図表のケース①は弊社の中期基本ポートフォリオのウェイトを用いた場合、ケース②は国内株式の配分(31%)の20%を企業価値インデックスと最小分散ポートフォリオに配分(各10%でそれぞれ全体の3.1%にあたる)し、外国株式の配分の30%をエマージング、企業価値インデックス、最小分散ポートフォリオに配分(同じく各10%)した結果である。

リスクを大幅に引き上げる要因となるエマージング(MSCI EM)を加えているものの、最小分散ポートフォリオのようにリスクを引き下げ効果が大きく期待できる戦略を加えていることから、ポートフォリオ全体のリスクは従来型インデックスだけで構成したケース①より約

1%強引き下げることができている。また、エマージングなどリターン引き上げ効果も加わり、ポートフォリオの効率性(リスク当りリターン)も大きく改善している。このように進化系インデックスによる運用を加えることにより、ポートフォリオ全体のリスク・リターンの改善が可能となる。

VI. 今後のひろがり

パッシブ運用の拡大は、その意義と同時にインデックスやパッシブ運用そのものの在り方について議論されるようになる。そのなかにはリスク・リターンの特性改善や年金負債と資産のギャップという大きなテーマも含まれており、政策アセットミックスの基礎となる従来型インデックスの単なる改良では解決できないものであった。

そこで大きなテーマに対する解決策が期待できるソリューションとして、従来型インデックスと異なる発想のインデックスやインデックスの新しい活用法が登場し、パッシブ運用に大きな進化をもたらした。つまり、パッシブ運用は従来型インデックスによる運用にこれらの新しいソリューションを加えることにより、多種多様な β 戦略を提供する機能を担うことになるのである。

進化系インデックス運用はこの2、3年残高を大きく伸ばしてきている。弊社においても2007年3月と比較すると2009年12月現在においてその残高は約2.5倍となっており、特に2009年に入ってから伸びは大きい。

今後は、日本を含めたグローバル運用、企業価値インデックスのような発想の非時価加重債券インデックス運用への拡大、さらに企業価値インデックスや最小分散ポートフォリオのエマージング・マーケットでの活用の可能性等さらに広がりを見せていくと考える。

また、CB(Cash Balance Plan)、BR(Benchmark Related Plan)のように制度面からのリスク削減策としての広がりも見せており、特にBRは負債の評価に複合インデックスを用いるため、資産サイドの運用を負債の評価に用いるインデックスに一致させることにより資産・負債のマッチングがはかられる。このような面でもパッシブ運用の重要性が一段と増すことになる。

今後も投資家のニーズや β 戦略はさらに多様化することが考えられ、パッシブ運用の提供するソリューションもそれに伴って拡大、進化していくことになるだろう。

(2009年12月15日 記)

【参考文献】

- R D.Arnott,J Hsu,P Moore,「ファンダメンタル・インデックス 一時価総額加重インデックスは本当に正しい指数か？」『証券アナリストジャーナル』2005年10月号
- 浅野幸弘「インデックス運用の意義と問題」『証券アナリストジャーナル』2002年8月号
- 石部真人、角田康夫、坂巻敏史「最小分散ポートフォリオとボラティリティ効果」『証券アナリストジャーナル』2009年12月号
- 岡本卓万「欧州で広がる年金負債対応投資(LDI) ~その仕組みと日本における課題」『調査情報』2006年12月号
- 宮井博「債券インデックス運用とベンチマーク」『証券アナリストジャーナル』2002年8月号

本資料について

- 本資料は、お客さまに対する情報提供のみを目的としたものであり、弊社が特定の有価証券・取引や運用商品を推奨するものではありません。
- ここに記載されているデータ、意見等は弊社が公に入手可能な情報に基づき作成したのですが、その正確性、完全性、情報や意見の妥当性を保証するものではなく、また、当該データ、意見等を使用した結果についてもなんら保証するものではありません。
- 本資料に記載している見解等は本資料作成時における判断であり、経済環境の変化や相場変動、制度や税制等の変更によって予告なしに内容が変更されることがありますので、予めご了承下さい。
- 弊社はいかなる場合においても、本資料を提供した投資家ならびに直接間接を問わず本資料を当該投資家から受け取った第三者に対し、あらゆる直接的、特別な、または間接的な損害等について、賠償責任を負うものではなく、投資家の弊社に対する損害賠償請求権は明示的に放棄されていることを前提とします。
- 本資料の著作権は三菱 UFJ 信託銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。
- 本資料で紹介・引用している金融商品等につき弊社にてご投資いただく際には、各商品等に所定の手数料や諸経費等をご負担いただく場合があります。また、各商品等には相場変動等による損失を生じる恐れや解約に制限がある場合があります。なお、商品毎に手数料等およびリスクは異なりますので、当該商品の契約締結前交付書面や目論見書またはお客さま向け資料をよくお読み下さい。

編集発行：三菱UFJ信託銀行株式会社 投資企画部

東京都千代田区丸の内1丁目4番5号 Tel. 03-3212-1211（代表）