

ベストミックス新春セミナー用資料

## ベストミックスの投資戦略

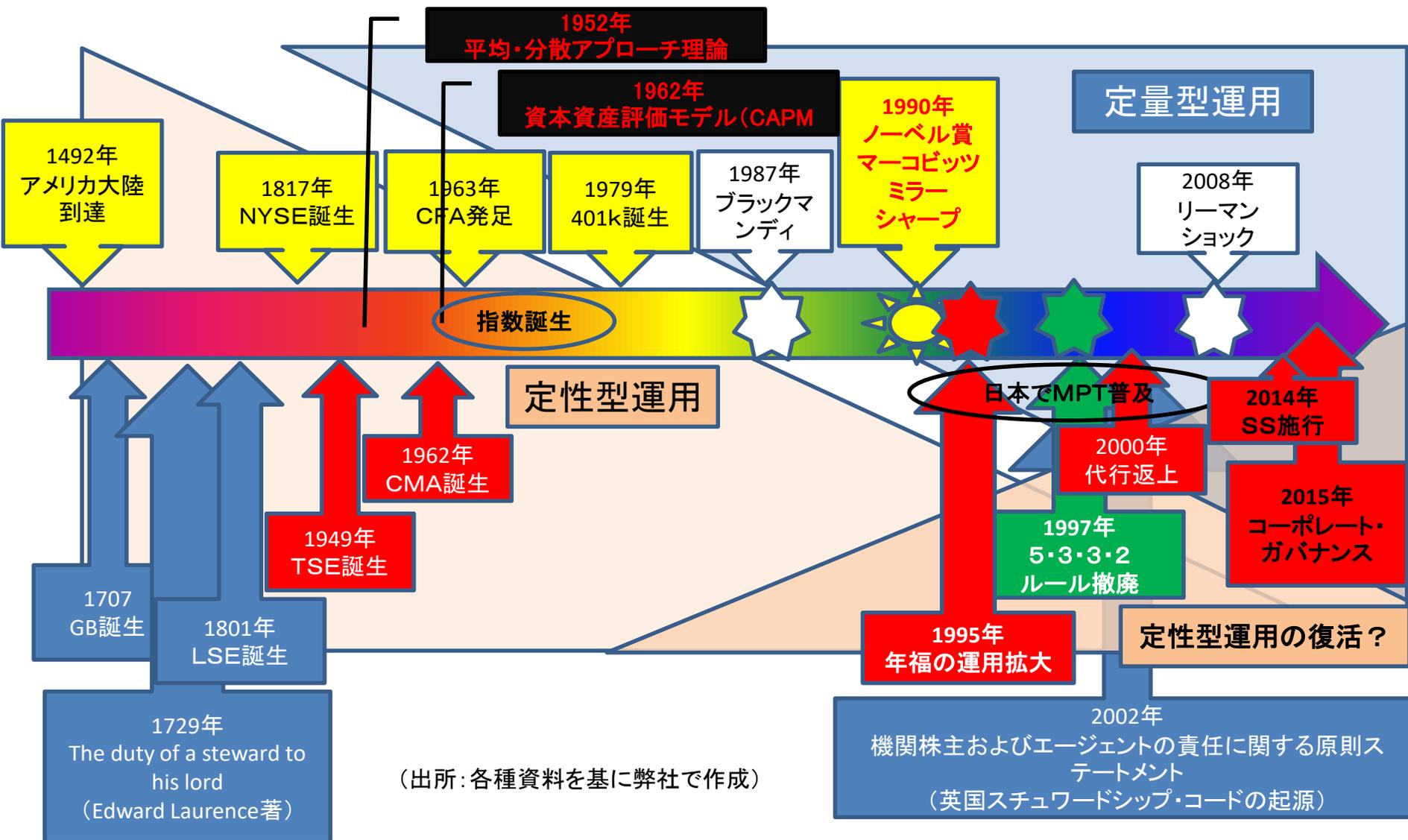
2019年1月

ベストミックス・インベストメント株式会社

Best Mix Investment Co.,Ltd

# 運用の歴史から見る年金資産運用の大局観

## 定性型運用から定量型運用への変化点、そして定性型運用の復活？



# 推奨する投資戦略

## 1. 保険戦略を採用する。

- (1) 未採用→キャットボンド(災害債権)の採用
- (2) 再保険戦略1社採用→キャットボンドの採用
- (3) 再保険戦略を複数採用→キャットボンドの採用

## 2. 加入員の為のスチュワードシップ運用を行う。

- 加入員が嫌がる産業や企業には投資をしない

# 1. 何故、保険戦略か

資産全体を「リスク」の異なる資産を採用し、リスクを分散する

1. 伝統的資産で分散しても、リスク分散にはなっていない。

○資産間相関が高い

2. 伝統的資産クラスで複数社採用しても、リスク分散にはなっていない。

○採用している指数を物差しにしても、市場全体のベクトルで結果は決まる



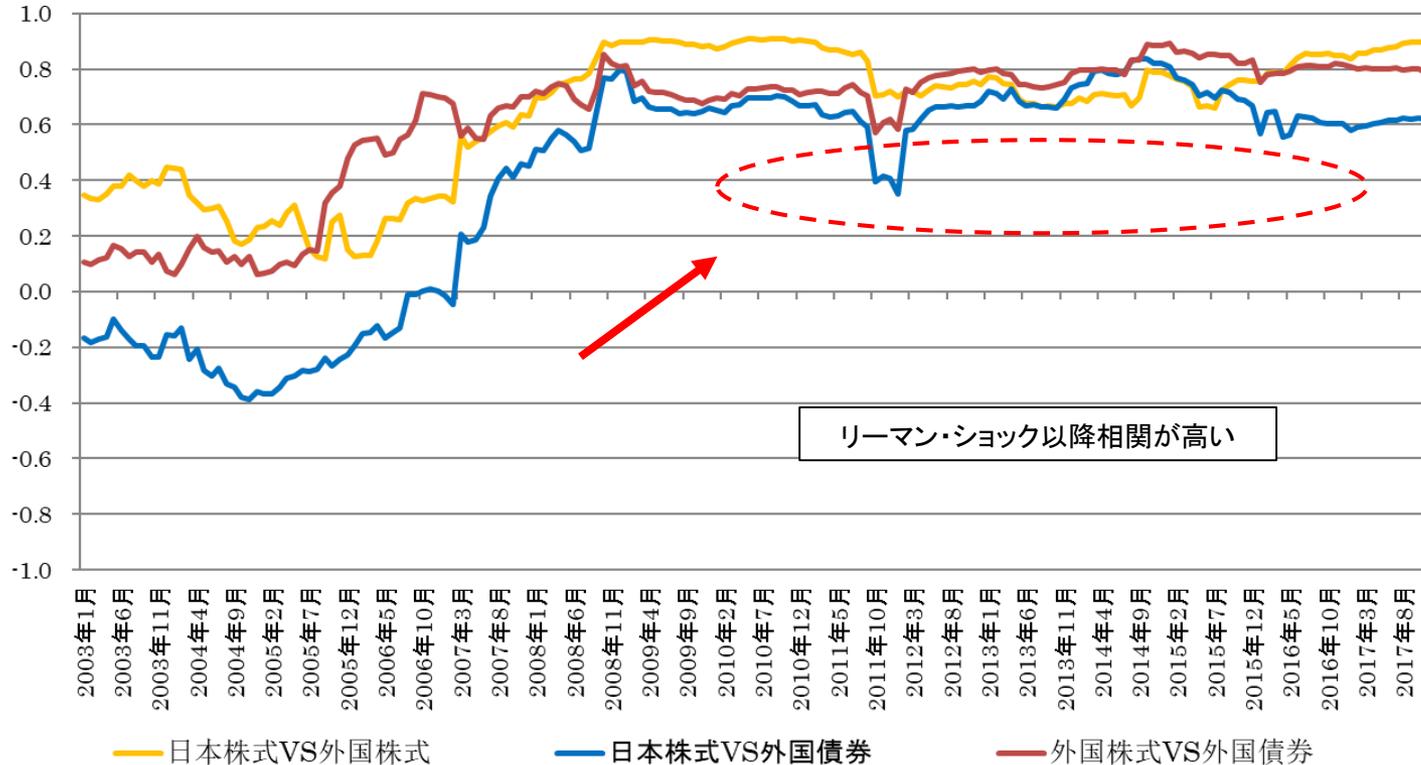
理論上のリスク分散をしていないにも関わらず、  
加入員や株主にリスク分散をしていると主張することに無理はないか

3. クーポンが高い

# 日本株式、外国株式と外国債券との相関係数の推移

(過去3年)推移(2003年1月末～2017年11月末)

相関係数(過去3年)推移

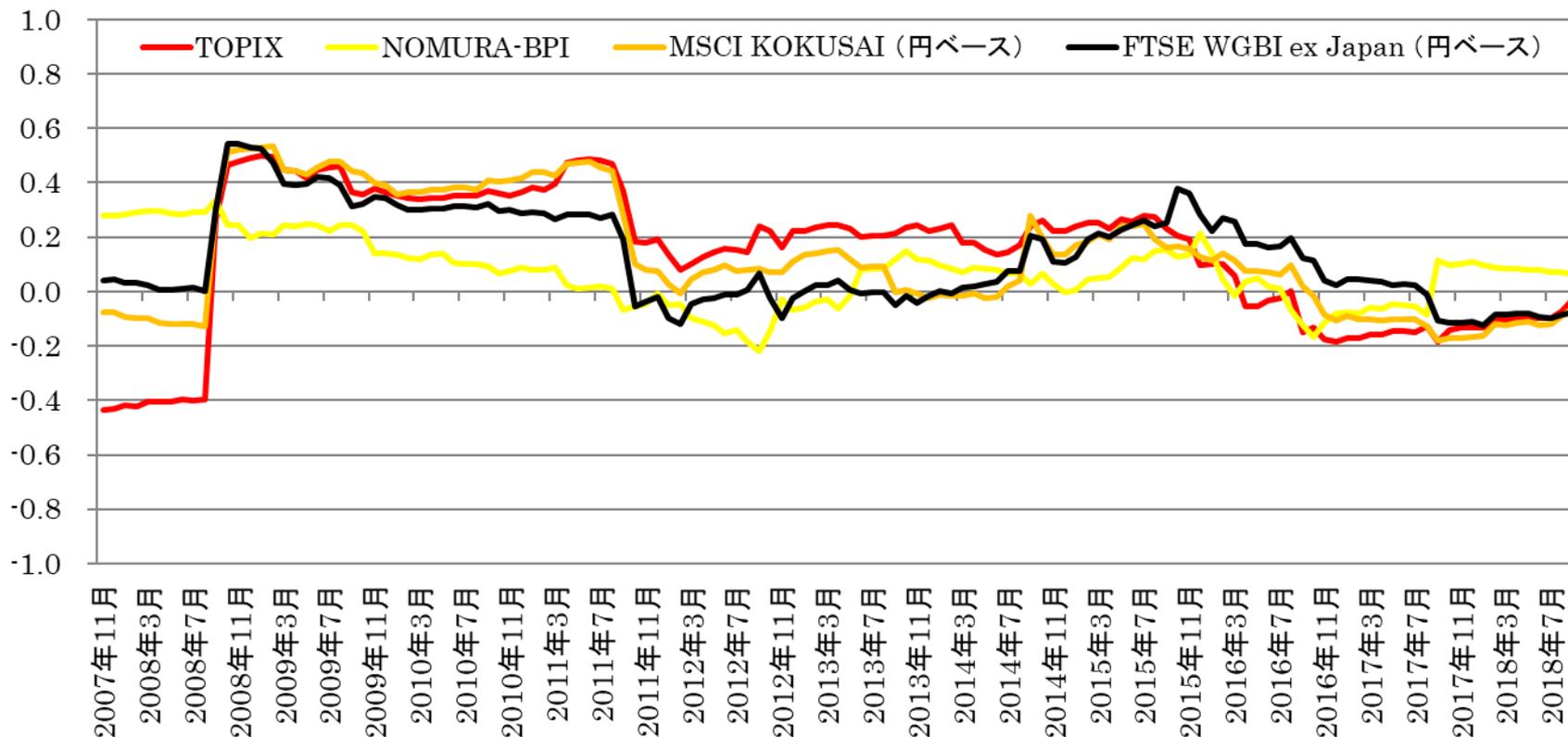


\* 日本株式 : TOPIX 外国株式 : MSCI-KOKUSAI 外国債券 : Citi WGBI ex Japan  
 ベストミックス・インベストメント株式会社 (出所) Bloomberg資料データを基に弊社作成

# 例)GAM FCM Cat Bond の伝統的資産との相関係数推移 (過去3年ローリング)

- ・伝統的資産と相関が低い

GAM FCM Cat Bond(円ヘッジ)の相関係数(過去3年ローリング\*)推移



\*3年間の範囲を1ヵ月ずつ移動

(出所) GAM社資料・データをもとに弊社作成

# 理論上のリスク分散とは

○現代投資理論におけるリスク分散とは

異なる資産を組み合わせ、  
異なる資産の相関を低くすること

○リスクとはベンチマークからの乖離を言っている

●我が国では、「伝統的な資産クラス」に分散

(日本株＋日本国債＋外国株＋外国債券＋現金)＋代替投資

\* 4資産投資は、1996年に当時の年金福祉事業団による運用拡大で定着

現代投資理論には、上記4資産に分散すればリスクが低減する  
とは書いてない

# 相関を低くする方法

## 1. 伝統的資産とは異なるリスクの資産クラスを入れる

伝統的資産クラスのリスクとは、「政治・経済リスク」

従来の一般的対処方法

①ヘッジ・ファンドを入れる

②インフラやPEファンドを組み合わせる等

## 2. 経済リスクとは、全く異なるリスクの資産を入れる

# 伝統的資産のリスクと保険戦略のリスク

伝統的資産のリスク→経済リスク。ベンチマークからの乖離

○クーポンは、市中金利と信用で決まる。

保険戦略のリスク→災害リスク。元本毀損リスク

○クーポンは、災害リスクで決まる



全く異なるリスク

# キャットボンドの発行・流通市場と毀損銘柄

\* 過去21年間で損失を受けた年は7年のみ。また市場における損失割合は限定的。

年	発行済債券		損失を受けた債券数		損失を受けた債券の元本毀損額*	
	残高 (10億米ドル)	銘柄数	全銘柄数	発行済債券に占める割合(%)	金額(10億米ドル)	市場に占める割合(%)
1997	0.58	3	-	-	-	-
1998	0.63	3	-	-	-	-
1999	0.84	8	-	-	-	-
2000	1.64	17	-	-	-	-
2001	2.21	24	-	-	-	-
2002	2.73	40	-	-	-	-
2003	4.27	63	-	-	-	-
2004	4.37	71	-	-	-	-
<b>2005</b>	<b>6.97</b>	<b>86</b>	<b>1</b>	<b>1.16(*1)</b>	<b>0.14</b>	<b>2.07</b>
2006	11.64	125	-	-	-	-
<b>2007</b>	<b>16.93</b>	<b>154</b>	<b>1</b>	<b>0.65(*2)</b>	<b>0.01</b>	<b>0.07</b>
<b>2008</b>	<b>15.51</b>	<b>137</b>	<b>4</b>	<b>2.92(*3)</b>	<b>0.12</b>	<b>0.79</b>
2009	15.23	132	-	-	-	-
2010	14.25	128	-	-	-	-
<b>2011</b>	<b>14.05</b>	<b>124</b>	<b>3</b>	<b>2.42(*4)</b>	<b>0.50</b>	<b>3.56</b>
2012	16.39	136	-	-	-	-
2013	20.55	150	-	-	-	-
2014	24.40	155	-	-	-	-
<b>2015</b>	<b>24.80</b>	<b>140</b>	<b>1</b>	<b>0.71(*5)</b>	<b>0.05</b>	<b>0.20</b>
<b>2016</b>	<b>25.90</b>	<b>159</b>	<b>1</b>	<b>0.63(*6)</b>	<b>0.04</b>	<b>0.14</b>
<b>2017(*7)</b>	<b>28.30</b>	<b>163</b>	<b>12</b>	<b>7.36</b>	<b>0.60</b>	<b>2.13</b>
<b>過去平均</b>						<b>0.43</b>

(\*1) KAMP Re - 発行額190百万米ドル  
2005年8月29日のハリケーン・カトリーナ上陸により75.8%の損失。

(\*2) Avalon Re(c) - 発行額135百万米ドル  
9.4%の損失。ハリケーン・カトリーナ(2005年8月)、英国バンスフィールド油槽所爆発火災(2005年12月)、およびニューヨーク水蒸気爆発(2007年7月)により損失。

(\*3) 'Lehman Bonds' - 発行総額551百万米ドル  
4銘柄の担保がリーマンの破綻(2008年9月)により損失を被る。Newton 2008-1A, Ajax Re Ltd 2007-1, Carillon Ltd A-1, Willow Re 2007-1(B)。各債券の損失は3-76%のレンジ。

(\*4) Muteki Ltd - 発行額300百万米ドル  
東日本大震災(2011年3月)の350億米ドルの災害補償により損失。債券は100%の損失。  
Mariah Re - 発行額200百万米ドル  
米国竜巻と雹(2011年4-5月)により2銘柄が100%の損失。

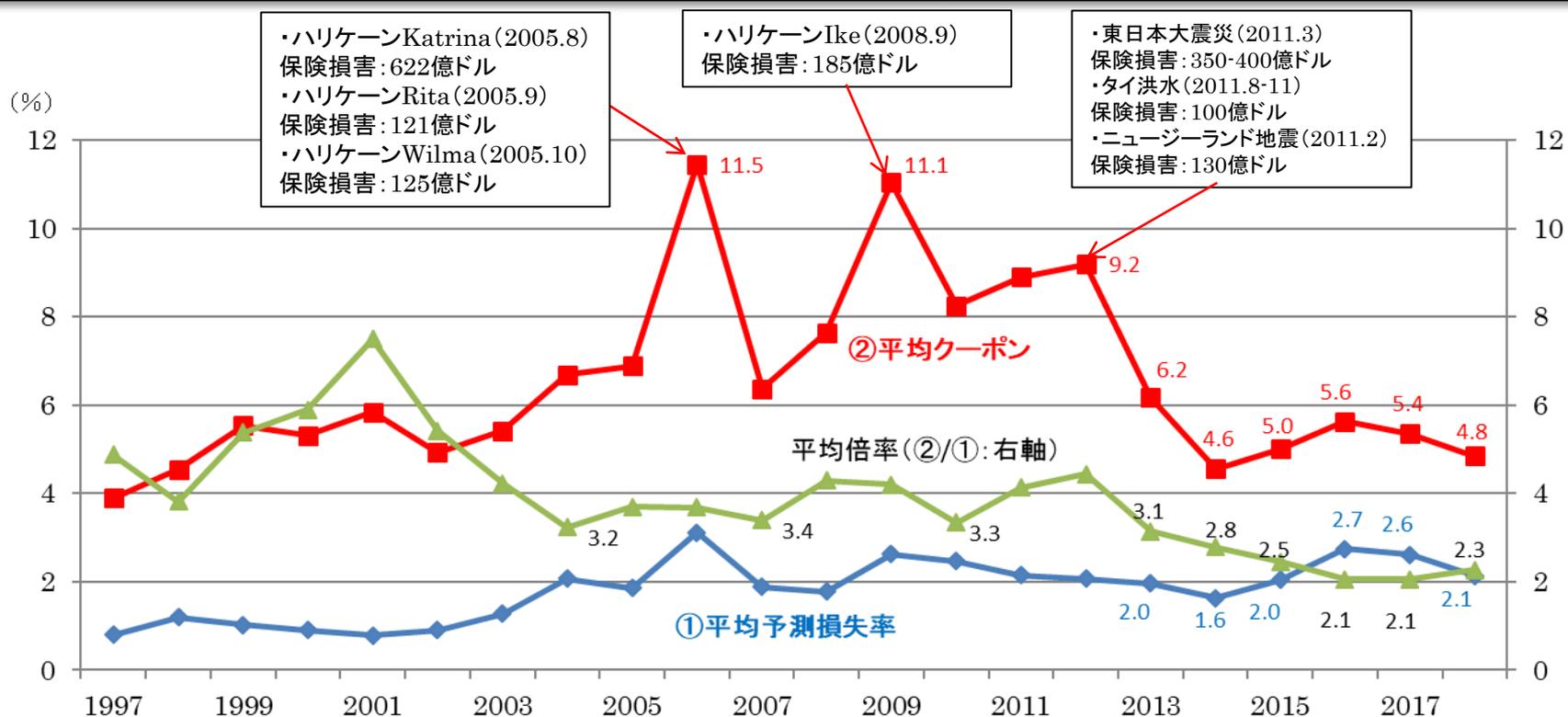
(\*5) Multicat Mexico 2012 C - 発行額100百万米ドル  
2015年10月23日に上陸したハリケーン・パトリシアにより50%損失。

(\*6) Gator Re - 発行額200百万米ドル  
激しい雷雨により17.5%の損失。

(\*7) 2017 - 2017年12月31日時点のFermat社の予想に基づく速報値。

\*損失の年次はイベント発生時であり、損失確定時ではありません。

# 平均クーポン、平均予測損失率等について (1997年～2018年)

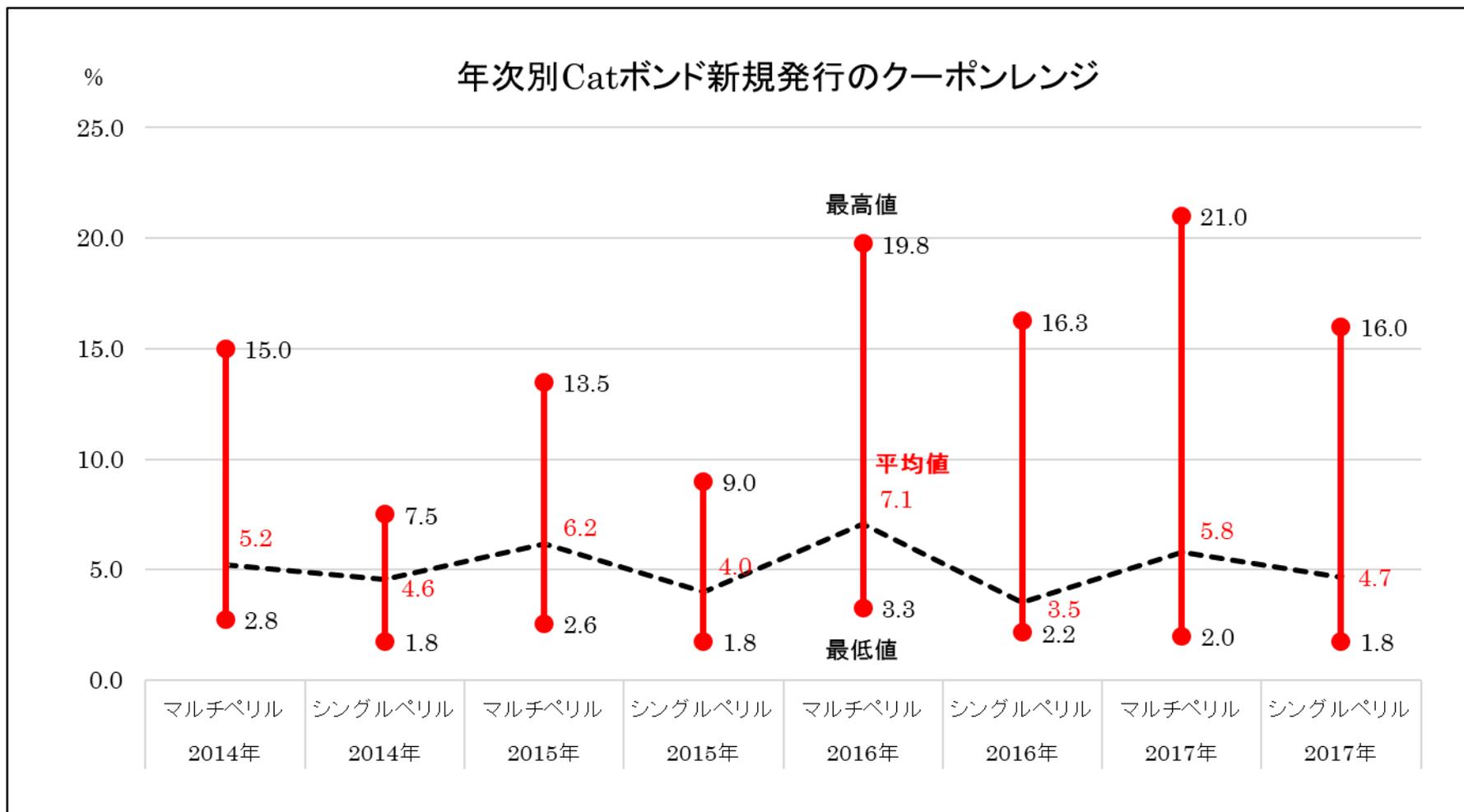


(出所) Artemis の資料・データをもとに弊社作成 (1997年～2015年)

Aon Benfield Securities, Inc. の資料・データをもとに弊社作成 (2016年～2018年9月末現在)

- ・平均予測損失率は2.6%(2017年)から2.1%(2018年9月末)へと低下。
- ・平均クーポンは5.4%(2017年)から4.8%(2018年9月末)へと低下。
- ・平均倍率(②平均クーポン/①平均予測損失率)は2.1(2017年)から2.3(2018年9月末)へと上昇。

# 年次別Catbond新規発行のクーポンについて (2014年～2017年)



# 保険関連戦略の運用資産額ランキング表

Fermat Capital Managementは、Catボンド運用に特化した世界有数の運用会社です。  
2018年6月末のFermat社運用残高:約6,914億円

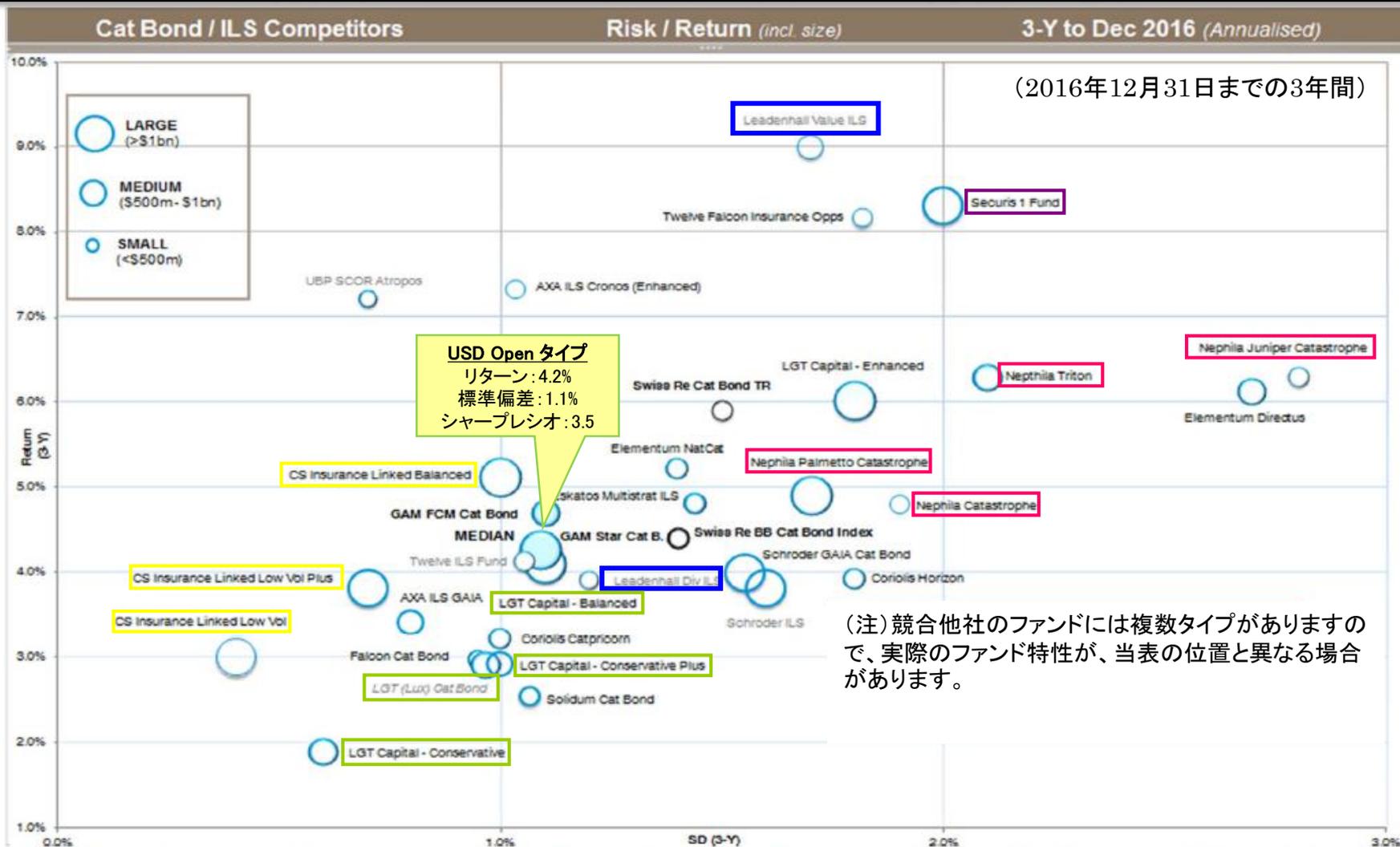
	運用会社	設立年	2012年3月末 推定資産額 (億ドル)	2018年6月末推定資産額		資産額増減率 (%)
				(億ドル)	(億円)	
1	Nephila Capital	1997	60	122.0	13,542	103.3%
2	Credit Suisse Insurance Limited Strategies	NA	41	90.0	9,990	119.5%
3	Stone Ridge Asset Management	2012	-	69.8	7,748	-
4	Markel Catco Investment Management	2010	15	68.0	7,548	353.3%
5	Securis Investment Partners	2006	11	65.0	7,215	490.9%
6	<b>Fermat Capital Management</b>	2001	27	62.3	6,914	130.7%
7	LGT Capital Management	2012	25	53.0	5,883	112.0%
8	Leadenhall Capital Partners LLP	2008	6	51.9	5,764	784.7%
9	AlphaCat Managers	2008	-	36.0	3,996	-
10	Aeolus Capital Management	2006	17	30.0	3,330	76.5%

(出所) ArtemisおよびCONNIG社資料をもとに弊社作成 2018年6月末現在

1ドル=111円換算

注意: 上記表は保険関連商品全体の運用資産残高であり、Catボンドのみに特化したランキングではありません。

# ILS(保険リンク証券)関連の 競合ファンドのリスク・リターン特性比較



当資料は情報提供を目的として弊社が信頼できると判断したデータおよび資料に基づいて作成しておりますが、その情報の正確性、完全性について保証するものではありません。また上記の運用実績・データ等は過去のものであり、今後の成果を保証・約束するものではありません。さらに当資料中の意見は作成時点での予想をもとに構成されておりますため、今後の経済動向や市場環境の変化、さらに金融取引手法の多様化に伴う変化に対応し、予告なく変更される可能性があります。当資料は特定の有価証券への投資の勧誘を目的とするものではありません。弊社は必要に応じて、法人のお客様に関する非公開情報を弊社グループ会社に提供し、または受領する場合があります。非公開情報の授受の停止をご希望の法人のお客様は、弊社までその旨をお申出ください。

## 2. 加入員の為のスチュワードシップ運用とは何か。

### (例1)

加入員がタバコを嫌煙家・禁煙家の場合、タバコ会社には投資はしない。また母体企業が健康重視政策を掲げている場合も同様

### (例2)

加入員や母体企業が、環境重視経営を唱えている場合、運用の基本方針に明確に盛り込む

### (例3)

企業経営者が、不正会計をした場合、その会社には投資をしない。

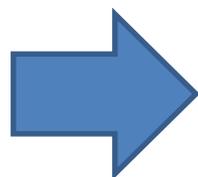


加入員にヒアリングをして、運用の基本方針に反映させる

# 加入員の為のステewardシップ運用とは、加入員の声を聴くところから始まる

## 従来の資産運用

- ① 基金が策定した「**運用の基本方針**」に基づいた運用
- ② フルインベストメント運用



## これからの資産運用

- ① 加入員が望む運用を「**運用の基本方針**」に定める
- ② 経済市場を見極め、フルインベストメント運用をやめる運用

加入員は、「運用の基本方針」を理解しているのだろうか？  
加入員が、望む運用が反映されている「運用の基本方針」だろうか？

\* 日本株式：TOPIX 外国株式：MSCI-KOKUSAI 日本債券：NOMURA-BPI 外国債券：Citi WGBI ex Japan

# 確定給付企業年金法令における運用の基本方針

○積立金の運用は、安全かつ効率的に行わなければならない。(第67条)

## 【確定給付企業年金法施行令】

83条:運用の基本方針に定めるべき事項は次のとおりとする。また、運用受託機関に対して交付する運用指針には、②及び④～⑦のほか、運用手法に関する事項を記載する。

- ① 積立金の運用の目標に関する事項
- ② 運用資産の構成に関する事項
- ③ 運用受託機関（信託会社、生命保険会社、農業協同組合連合会又は投資顧問業者）の選任に関する事項
- ④ 運用受託機関の業務（以下「運用業務」という。）に関する報告の内容及び方法に関する事項
- ⑤ 運用受託機関の評価に関する事項
- ⑥ 運用業務に関し遵守すべき事項
- ⑦ そのほか、運用業務に関し必要な事項

## <運用指針>

- ①資産構成に関する事項
- ②運用手法に関する事項
- ③運用業務に関する報告の内容及び方法に関する事項
- ④運用受託機関の評価に関する事項
- ⑤運用業務に関し遵守すべき事項
- ⑥その他運用業務に関し必要な事項

## 運用の基本方針とESG

**ESG**とは、**Environmental**(環境)、**Social**(社会)、**Governance**(企業統治:ガバナンス)のことです。企業がESGの課題に適切に配慮・対応すること、また、そのことを評価して投資する株主の存在が、地球環境問題や社会的な課題の解決・改善、さらに、資本市場の健全な育成・発展につながり、持続可能な社会の形成に寄与すると考えられています。通常の株式投資では、財務の観点からのみ投資を行うところを、ESG投資では、それに加えて、環境問題への取り組みや、株主、顧客、従業員、地域社会など、利害関係者(ステークホルダー)に対し、いかにCSR(企業の社会的責任)を果たしているかをチェックして、投資をします。ESGに配慮している企業は、経営の持続的な成長が見込めるとして、投資パフォーマンス向上にもつながると捉えられています。一般的に、このような投資は、SRI(社会的責任投資)と呼ばれます。

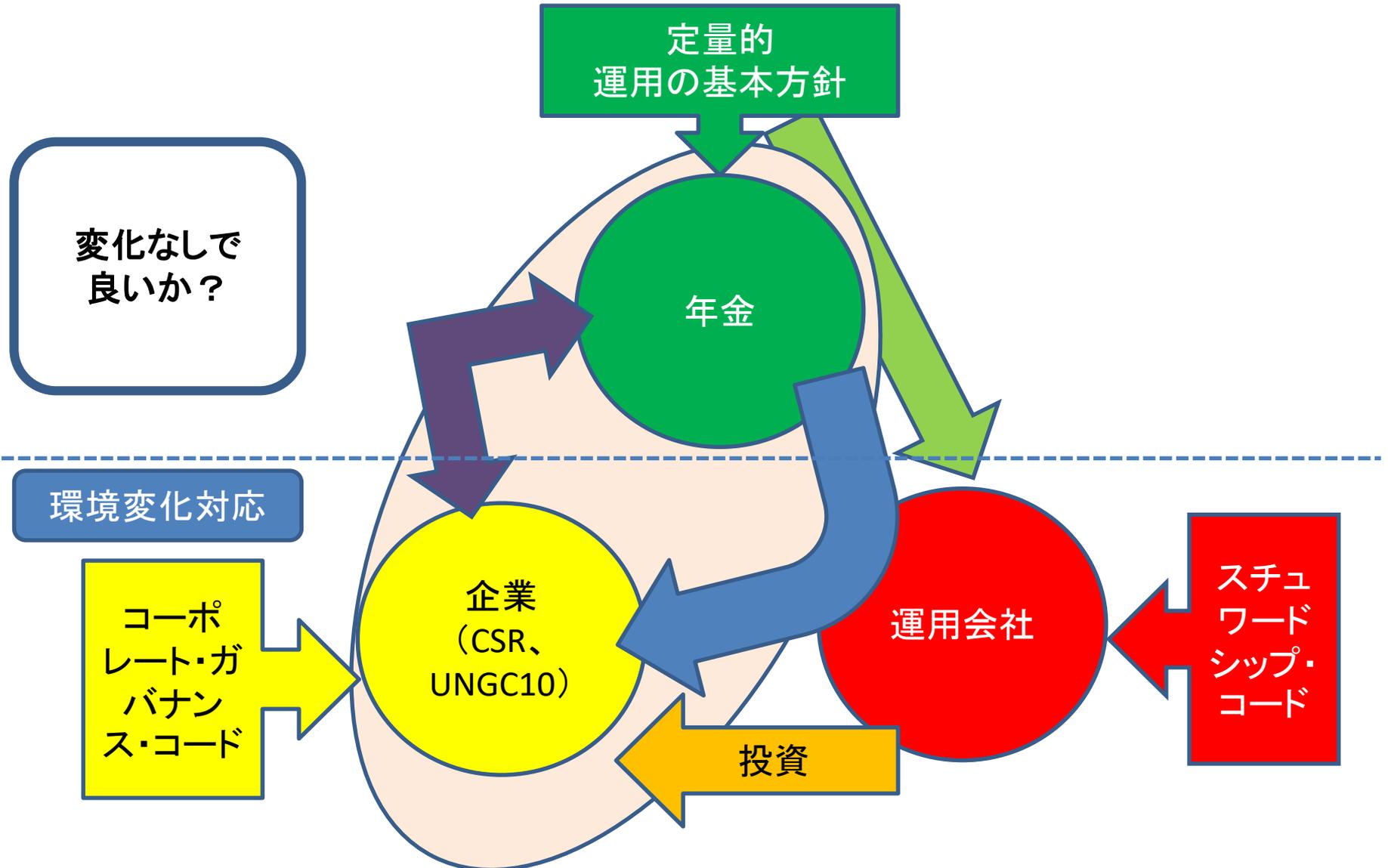
2006年には、国連が、PRI(責任投資原則)を提唱し、投資にあたり、ESGの配慮を求めています。2012年4月現在、1000を超える機関が署名し、その運用資産は約30兆ドルとされています。

国内では、1999年に、アジアおよび日本初のSRI(社会的責任投資)型金融商品「エコファンド」が誕生しました。その後、2010年12月、日本労働組合総連合会(連合)が、責任投資ガイドラインを策定したほか、2011年10月、環境省と金融機関等によって「持続可能な社会の形成に向けた金融行動原則」が定められるなど、ESGに配慮して、持続可能な社会の構築をめざす投資の動きが広がっています。

(出所:東京証券取引所)

1. スチュワードシップ・コードに反する企業
2. コーポレート・ガバナンス・コードに反する企業
3. 反社会的行為の企業(企業の不正)
4. CSRにそぐわない企業(例:健康や環境を害する企業)
5. UNGC10に反する企業

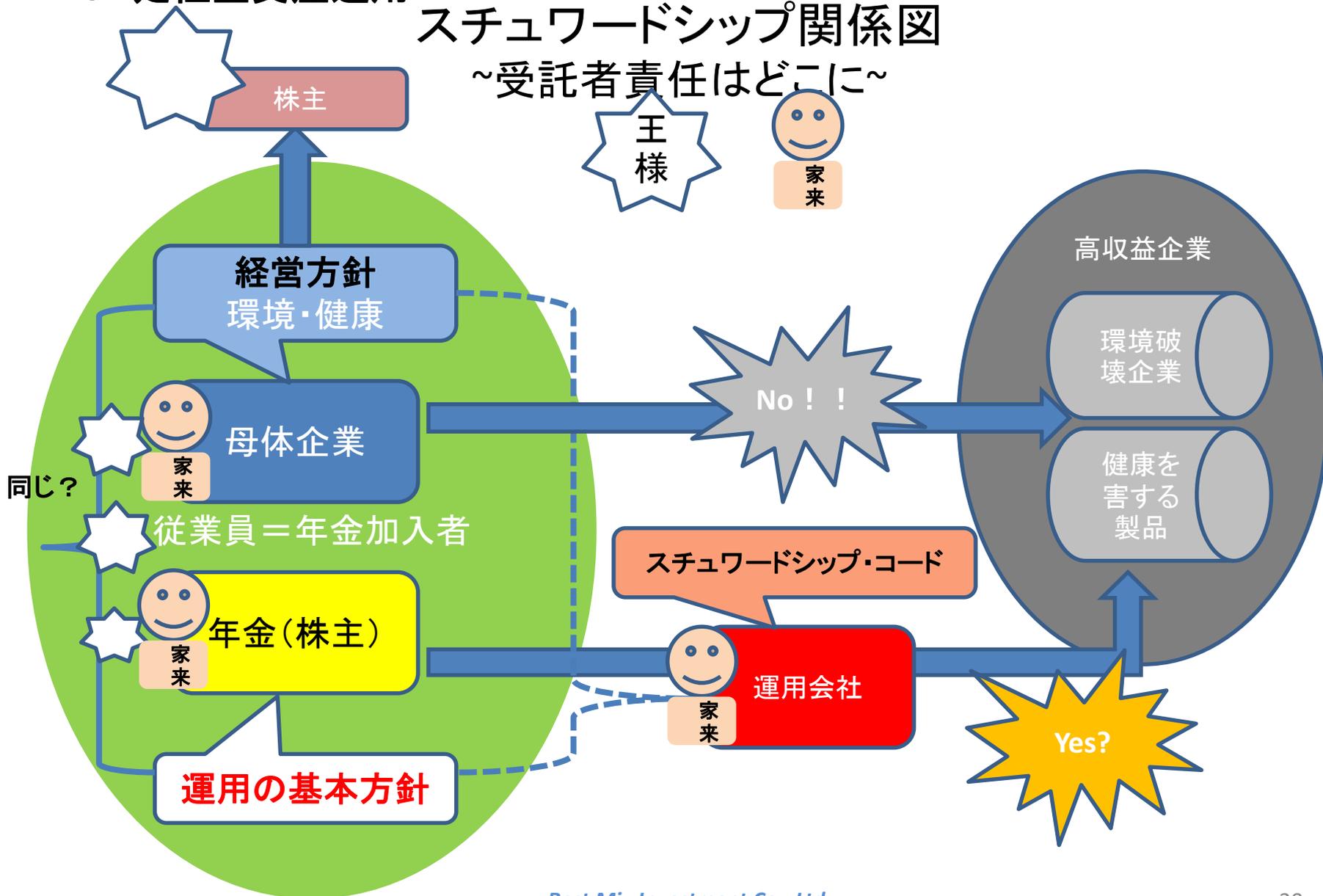
# 年金は株主：加入者に対する受託者責任は？



### 3. 定性型資産運用

## スチュワードシップ関係図

～受託者責任はどこに～



# 受託者責任とスチュワードシップの関係

・民法の一般的な善管注意義務の類推の他に、厚生年金保険法等の個別法令で基金の理事や事業主あるいは運用受託機関などに「忠実義務」及び「善管注意義務」が定められている。

・「忠実義務」とは、「もっぱら加入者および受益者の利益のために職務を遂行する義務」

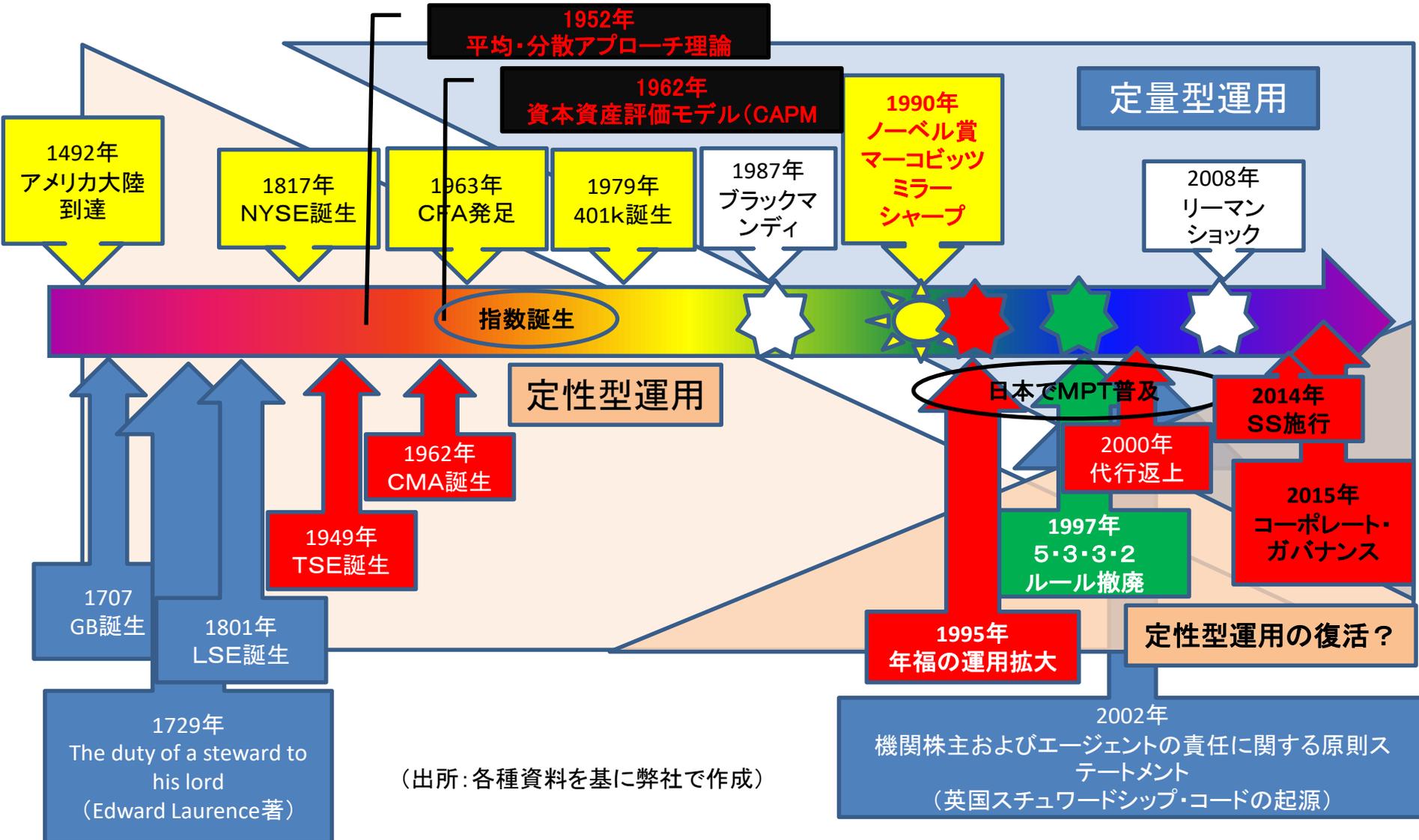
・「善管注意義務」とは、職務遂行者が善良なる管理者としての注意を払って職務を遂行する義務。

所謂、プルードントマン・ルール(その職責と状況に応じて賢明な人(プルードントマン)としての注意を払う義務)

(出所: GPIF公表資料を基に弊社で作成)

# 1. 運用の歴史から見る年金資産運用の大局観

## 定性型運用から定量型運用への変化点、そして定性型運用の復活？



## ご留意いただきたい事項

- 当資料は、機関投資家への情報提供が目的ですが、弊社が運用を行う投資一任契約の勧誘を行う場合があります。弊社が情報提供する運用戦略には様々な経済指標や市場動向によって投資元本を毀損するリスクがあります。
- 当資料は弊社が信頼できると判断した情報に基づき作成していますが、内容や解釈の正確性あるいは完全性についてはこれを保証するものではなく、また当資料中に示したコメント等は作成日現在の弊社の見解であり、事前の連絡なしに変更することがあります。資料中の運用実績はあくまで過去の実績であり、将来のパフォーマンスを保証するものではありません。
- 運用報酬は、運用戦略、成功報酬の採否、契約資産残高などにより変動しますので表示はできません。詳しくは、弊社担当者までお問い合わせください。また契約締結前交付書面に記載されております投資一任報酬体系でご確認頂くことが可能です。
- 弊社は投資一任業務以外に金商法第35条第1項に規定する付随業務(セミナー等を通じたマーケティング)を登録しており、別途コンサルティング契約を締結し報酬を得ている会社があります。

<お問い合わせやご質問等につきましては、下記までお気軽にお尋ねくださいますようお願いいたします>

古川 千春 代表取締役社長CEO、チーフ・マーケティング・オフィサー

電話: (03)6869-7770      Email: [c.furukawa@bestmixinvestment.com](mailto:c.furukawa@bestmixinvestment.com)

佐藤 紀昭 取締役 第一運用部長

電話: (03)6869-7772      Email: [n.sato@bestmixinvestment.com](mailto:n.sato@bestmixinvestment.com)

〒105-0004 東京都港区新橋4-9-1 新橋プラザビル1008号

ベストミックス・インベストメント株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第2612号

加入協会: 一般社団法人 日本投資顧問業協会 会員番号012-02564