



米国ハイ・イールド債券市場：プラン・スポンサーのケース

弊社が MW ポスト・アドバイザー・グループに運用を委託するハイ・イールド・ボンド・ファンドの販売をする際に、「ハイ・イールド・ファンドは一般に理解されているよりもリスクは小さく、過去 10 年間の絶対リターンも他の主要投資資産のそれを上回ります。米国ではこの事実から、信託義務を強く求められる年金基金もその資産の一部を投資しています」という説明をします。

このレポートは米国の年金基金がどの程度ハイ・イールド債に投資しているかを調べたものです。

掲題の「プラン・スポンサー」とは、企業、労働組合、政府等が設立する年金基金を指します。www.Plansponsor.com というサイトは年金基金運用者向けのものです。

米国の年金の残高がどの位あるのか、Investment Company Institute (ICI) によると次のような金額になります。

IRAs (個人退職積立勘定)	2 兆 3330 億ドル
確定拠出年金(政府職員年金を含む)	2 兆 1830 億ドル
州、地方自治体職員年金	2 兆 160 億ドル
民間確定給付年金	1 兆 6420 億ドル
連邦政府提供確定給付年金	8000 億ドル
生保が運用する年金	1 兆 1750 億ドル

総額	10 兆 1500 億ドル
----	---------------

このレポートの狙いは、年金運用マネージャーのもとで投資されているハイ・イールド債についてその実態を探るためのものですので、IRAs は対象から除きます(参考までに、IRAs の資産の約 46% が投資信託で運用されており、投資信託の中にハイ・イールドに投資をするものがあるので、IRAs からハイ・イールド債に資金が流れています)。

IRAs を除くと約 8 兆ドルとなるこの資産を巡って運用マネージャーが運用技術を競うこととなります。民間企業の年金にしろ、連邦政府、州政府、地方自治体の年金にしろ、その

多くは年金運用委員会を設けて外部の運用マネージャーを選択し、運用を委託します。この運用マネージャーの選択に当って、運用委員会はしばしば年金コンサルタントを雇います。年金コンサルタントのお墨付きが無い限り運用委託を受けられない運用マネージャー達はコンサルタントにあの手この手で取り入り、そこにしばしば癒着が生まれ問題となります。

余談ですが、州、地方自治体等の公的年金運用委員会は、運用マネージャー選定に当って、単に運用・管理能力だけを見るわけではありません。米国特有の「割当」があります。「マイノリティーが経営する運用マネージャーへの割当 (Affirmative Action)」がそれで、年金は一定の金額をマイノリティーが所有する会社に運用を委託する必要があります。マイノリティーが所有する運用マネージャーに優秀なのがないと運用委員会は苦勞するといえます。逆に、マイノリティー経営の優秀な運用マネージャーは引っ張り尻です。当然女性が所有・経営する会社も優先されます。

さて、年金がその運用資産をハイ・イールド債に投資している割合ですが、我々の推測では約2.8%というところです。

年金のジャンク債への投資残高を S&P の Money Market Directory (MMD) で調べると、絶対金額のトップ 10 は、(括弧内は全資産に占める割合)

1. ニューヨーク市年金システム	43.9 億ドル	(5 %)
2. ルーセント・テクノロジー企業年金	10.5 億ドル	(2 %)
3. コネチカット州年金	10.0 億ドル	(5 %)
4. フロリダ州年金	9.6 億ドル	(1 %)
5. テキサス州学校基金	9.3 億ドル	(5 %)
6. メリーランド州年金	8.5 億ドル	(3 %)
7. マサチューセッツ州年金	8.2 億ドル	(3 %)
8. テキサス州職員年金	7.5 億ドル	(4 %)
9. ロスアンジェルズ市消防士・警官年金	6.5 億ドル	(6 %)
10. ハーバード大学	6.0 億ドル	(3 %)

となり、ニューヨーク市の年金が他に抜きん出て大きな金額をハイ・イールド債に投資しています。

ハイ・イールド債への投資比率の高いトップ10は、(括弧内は絶対額)

1. オマハ教職員年金	11%	(0.87 億ドル)
2. ダラス州年金	10%	(1.8 億ドル)
2. 海軍退職年金	10%	(1.0 億ドル)
2. ペンシルベニア東南部運輸局	10%	(0.6 億ドル)
5. ミシガン州ブルークロス	9%	(0.91 億ドル)
6. ミルウォーキー郡	8%	(1.3 億ドル)
7. テネシー・バレー・オーソリティー年金	7%	(5.6 億ドル)
7. ノースウェスタン生命保険	7%	(1.7 億ドル)
7. ONEOK(株)	7%	(0.72 億ドル)
7. ピープル・エネルギー(株)	7%	(0.53 億ドル)

となっており、総資産の10%以上をハイ・イールド債に投資する年金もあります。

ハイ・イールド債への投資額の大きいトップ100の基金の資産総額は約9700億ドルですが、その内約270億ドルがハイ・イールド債に投資されており、平均投資比率は2.78%になります。

ハイ・イールド債への投資額が大きい年金は、年金総額自体が大きいことが主たる理由で、ハイ・イールド債への投資比率が特に高いという傾向は見られません。従って、トップ100社のハイ・イールド債への投資比率である2.78%は、年金基金全体の平均に近いと見て大きな誤りはないと思われます。上記の如く、プロのマネージャーが運用する年金の総額は約8兆ドルですので、その2.8%、2200億ドル程度のハイ・イールド債がプラン・スポンサーによって保有されていると推測されます。

年金の運用を個別に見るべく、最大の金額をハイ・イールドに投資しているニューヨーク市の資料を見ましたが、詳しい情報はなく、2003年6月末時点での年金資産の投資分散が、

米国株式	388 億 7500 万ドル	(52.55%)
米国固定利付き債	219 億 1200 万ドル	(29.62%)
外国株式	112 億 1900 万ドル	(15.16%)
未上場株式並びに不動産	11 億 8800 万ドル	(1.60%)
現金	7 億 7700 万ドル	(1.05%)
計	739 億 7100 万ドル	

であることが報告されています。この総額は1年前の2002年6月末には788億9219万ドルありましたが、株式市場の下げで資産は減少しています。

州の年金としては最大の金額をハイ・イールド債に投資しているコネチカット州 (CRPTF: Connecticut Retirement Plans and Trust Funds) はその年金 (2002年6月末残高187億ドル) の運用を詳しく公表していますので、概要を紹介します。

カテゴリー別の投資分散

	目標	下限	上限
米国株式	36%	29%	43%
外国株式	18%	14%	22%
先進国	15%	12%	18%
途上国	3%	2%	4%
利付債券	29%	25%	33%
コアとなる債券	20%	18%	22%
インフレーションデックス債	1%	1%	1%
ハイ・イールド債	5%	4%	6%
途上国債券	3%	2%	4%
不動産ファンド	5%	4%	6%
未公開株ファンド	11%	6%	11%
現金	1%	1%	1%

我々の興味の対象である利付き債への投資は総額65億2600万ドル(全体の34.8%)で、内訳は、

1) コアとなる債券	54億6700万ドル
2) 転換社債	2億7600万ドル
3) ハイ・イールド	7億6100万ドル
4) その他	2300万ドル

となっています。ここにあるハイ・イールド債への投資残額と、前述のMMDが掲載している残高である10億ドルの差が何処から生まれているのか不明です。州の公表データによるハイ・イールド債への投資比率は4.06%となります。

更に、ハイ・イールド債の運用マネージャー別金額は、

- | | |
|----------------------|-----------|
| 1) ルーミス・セイレス | 2億7447万ドル |
| 2) WR ハフ・アセット・マネジメント | 2億1865万ドル |
| 3) オークツリー・キャピタル | 2億971万ドル |
| 4) トライアンフII | 5788万ドル |

と、4社をマネージャーとして使っています。

コネチカット州は年金の運用に関して次のように述べています。

「CRPTFの投資資産分散は投資顧問評議会の承認を得てトレジャラーが決定するが、その分散の根拠は、(1)資本市場理論、(2)財務、信託上の要求、(3)流動性確保、に基づいている。多くの研究がファンドの運用成績の90%が戦略的投資分散の結果であることを示している。戦略的投資分散、即ち、どの資産にどれだけ投資するか、は資産分散構築の際に考慮される年金ファンドの負債の性格に基づくアセット・ライアビリティー研究から割り出される。」

Axes Japan News Letter (No.3)

(2003年10月14日号)

<作成責任者>

アクシーズ・ジャパン証券株式会社

(連絡先)

アクシーズ・アメリカ LLC CEO 高橋芳徳
: 212-922-1795
e-mail : Info@axam.com

アクシーズ・ジャパン証券株式会社 第一法人部 大和田健一郎
: 03-5200-5211
e-mail : owada@axesjapan.com

当誌は、情報提供を目的としてのみ作成したものであり、有価証券の売買の勧誘を目的としたものではありません。当誌は当社が信頼できると判断した資料およびデータ等に基づき作成しておりますが、その正確性および完全性について保証するものではありません。また、将来の投資成果や市場環境を保証するものではありません。投資決定にあたっては、投資家ご自身の判断でなされますようお願いいたします。