

# #Don't be basic: ターゲット・デート・ファンド を見直すべき3つの理由

From the Field  
2024年4月



## サマリー

- 様々な市場環境に対応する耐久性の高いポートフォリオを構築することが効率的な分散投資の主な目的。
- インフレや金利リスクがくすぶる不透明な市場では、投資家にとって成長やリスク軽減のあらゆる機会を考慮した分散投資の必要性が高まる。
- (すべての情報が株価に正しく反映された) 効率的な市場の資産クラスでさえも、資産形成期間のなかで素晴らしいアルファ獲得の機会を獲得できるため、アクティブ運用に対する長期的な視点が鍵となる。



Jessica Sclafani, CAIA

グローバル・リタイアメント・ストラテジスト

SNSの投稿にハッシュタグが使われるように、分散投資に関する今回のレポートには「#Don't be basic (基本に囚われすぎない)」というタイトルを付けました。資産配分に対する「ベーシック」もしくはシンプルなアプローチが適切ではない可能性があります。特に様々な市場環境を含む長期の時間軸において投資家をサポートすることを目指すターゲット・デート・ファンド (Target Date Fund、予め設定した年をゴールとして、時間の経過に応じて資産配分を調整する、主に老後資産形成に用いる長期投資商品) を構築する際、重大な過ちを招く恐れがあります。

ターゲット・デート・ファンドは本質的に分散されていますが、複数資産への配分や動的なガイドパス (ターゲットイヤーまでの年数に応じた資産配分変更の推移) という性質上、分散のレベルや目的はプロバイダーによって大きく異なります。ここで言う「分散」とは、運用成績向上のためポートフォリオのリターン改善やリスク抑制に役立つ様々な資産クラスへの投資を意味します<sup>1</sup>。

分散が適正でなければ、退職後に向けた資産形成に取り組む投資家はその過程で投資機会を逃したり、過度なリスクを取ることに繋がります。ターゲット・デート・ファンドを評価する際は、「基本に囚われすぎない」ことが大切であり、それには次の3つの理由があります。

## #Don't be basic 理由1：状況が大きく変わった

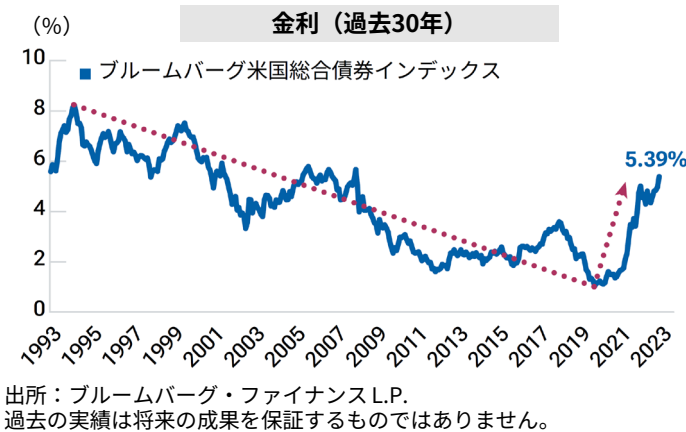
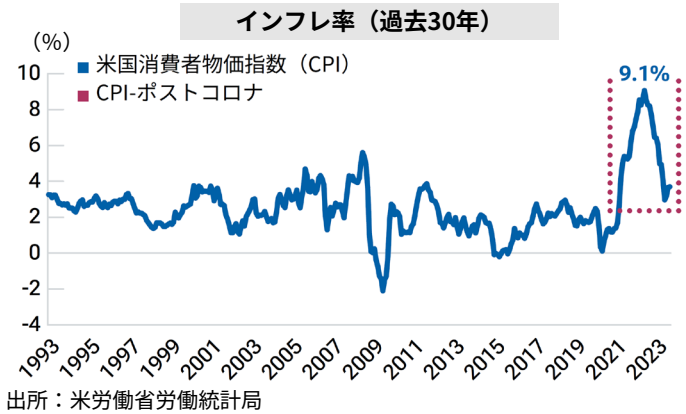
我々はもはや「ベーシック」な市場環境にはいないため、老後資産形成を目指す投資家は資産配分に基本的アプローチを採用するだけでは十分ではありません。過去10年の大半において、投資家は市場に連動するベータ・エクスポージャーを取ることで十分な資産形成が可能でした。しかし、多くの投資家が直面した2022年のような年もあり、将来的に金融市場はより選別的になると考えています。また、過去10年はインフレが懸念されることはありませんでしたが今は違います (図表1)。インフレ率は2023年半ばに9%まで急上昇し、足元はそれよりも落ち着いていますが、再び地政学的緊張の余波からサプライチェーンが混乱し、財の価格や輸送費に再度影響が出ているため、インフレ・リスクは根強く残っています。

<sup>1</sup> 分散投資によって必ずしも利益を得たり、下落局面において損失を回避できるものではありません。

当資料は米国のプラン・スポンサー、コンサルタント、アドバイザー向けに米国で使用するため作成されたもので、米国のリタイアメント環境を反映しています。そのため米国外のリタイアメント・プランで提供される商品や構造とは大きく異なる可能性があります。当資料は情報提供のみを目的としており、決して商品やサービスの勧誘や販売を目的とするものではありません。

## 過去とは異なるインフレ、金利環境

(図表1) 過去30年のインフレ率、金利推移



インフレに対する懸念や、それが購買力を損なうリスクは退職者にとって引き続き大きな懸念事項です。当社の調査では、退職者の75%がインフレによる老後資金の目減りを心配しており、その割合は「老後資金の枯渇」(45%)や「いつまで生きるか分からない」(44%)など他の懸念を大きく上回りました<sup>2</sup>。インフレに関するニュースが連日報道される今日、それが彼らにとって一番の心配事であるのは当然です。分散の観点から、こうした懸念に対処するためインフレ・ヘッジ特性のある資産クラスや戦略をポートフォリオに組み入れることを検討すべきです。例えば、実物資産や短期インフレ連動国債への配分は、年金プラン加入者が予定退職年齢に近づくにつれ、退職者の購買力維持に役立つ可能性があります。

一方、足元で債券利回りは最終的に大きく反発していません(図表1)。債券利回りは長年低水準にとどまり、その間、債券は主として株式に対してバランスを取る役割にとどまりました。しかし現在はトータルリターンに貢献できる利回り水準になっています。米連邦準備制度理事会(FRB)が金融緩和に転じる姿勢を見せていることから、利回り水準は次第に低下するかもしれませんが、インフレの脅威が残る限りは、2010年代の非常に低い水準に戻る可能性は低いでしょう。

従って、分散の観点から、ポートフォリオにおける債券の役割を見直す時が来たと考えています。

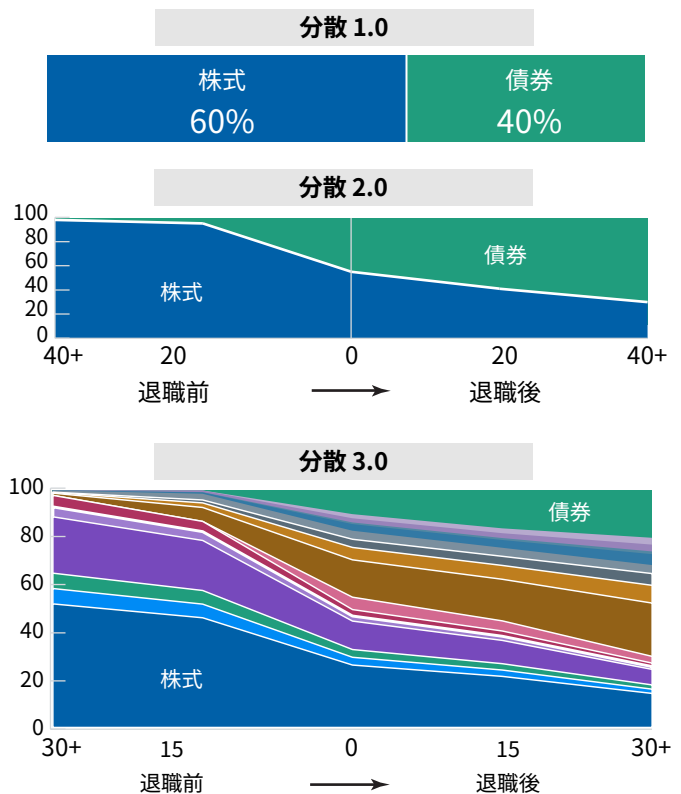
実際、当社の2023年確定拠出年金(DC)コンサルタント調査では、我々の見解が異なるものではなく、年金業界の専門家も同じ考えであることが分かりました。具体的には、**コンサルタントやアドバイザーの81%が債券の分散機会に注目しており、2021年の48%から大きく高まりました**。また、その視野はクレジット分布や世界各国のイールドカーブ全般にまでわたります。今日の不透明な市場環境では、投資可能な資産が増えるほど、資産配分担当者にとって、より一貫してボラティリティの低いリターンを提供できる体制が整い、特にDCプラン加入者には重要なことだと考えています。

## #Don't be basic 理由2：新たな潮流「分散3.0」

最も基本的なレベルでの分散は、単純に株式と債券に分けられます。分かりやすく説明するため、株式60%、債券40%の標準的なポートフォリオを「分散1.0」とします。約30年前にターゲット・デート・ファンドが登場したことにより、そうしたシンプルな静的配分から一段階発展し、その時々投資家のリスクとリターンの必要性を長期にわたりグライドパスに沿って反映するアロケーション、つまり「分散2.0」へと進化しました。

### 債券の投資配分の変遷

(図表2) 分散投資の進化



上記は説明のみを目的としています。実際の運用商品の比率を紹介したものではありません。

<sup>2</sup> ティー・ロウ・プライス2023年「Retirement Savings and Spending Study」。回答者はすべて退職者で、数値は「非常に心配」もしくは「やや心配」と答えた回答者の比率を示します。

## アクティブ運用によって、効率的市場の資産クラスにおいてさえも重要なアルファを創出可能

(図表3) 資産クラス別サクセス・レート (過去10年)

戦略比率	年									
	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
アウトパフォーマンス 50% 超	69%	60%	54%	66%	62%	53%	63%	53%	61%	62%
アウトパフォーマンス 50% 以下	68%	58%	53%	51%	53%	52%	61%	51%	61%	62%
	63%	38%	33%	34%	44%	42%	49%	33%	45%	
			米国株式		米国債券		グローバル株式		グローバル債券	

出所：Nasdaq's eVestment Alliance, LLC.のデータをもとにティー・ロウ・プライスが分析 2022年12月31日時点

過去の実績は将来の成果を保証するものではありません。

ベンチマークは、各戦略レベルで選択され、地域別およびアセットクラス別に集計されます。運用会社が申告したフィー控除前リターンを使用しています。本調査の分析方法については付録をご参照ください。

そして今、ターゲット・デート・ファンドには「分散3.0」の時代が訪れたと考えています。これは雇用主がスポンサーであるDCプランで提供される最も重要な投資の選択肢です。株式や債券など伝統的資産クラスの組み合わせを超えて、さらに深くサブ資産クラス、地域、セクターにまたがる分散をおこないます(図表2)。例えば、グラフの異なる色で示されるように、ターゲットイヤーまでのグライドパス上で債券配分を米国投資適債からエマージング債券やハイイールド債券までより細かく分散するもので、特定の目的を達成するためグライドパスの特定の時点でそれぞれ導入されます。

DCプラン・スポンサーやコンサルタント、アドバイザーにはターゲット・デート・ファンドを改めて検証し、商品の提供者が債券への「基本的」アプローチに縛られていないか調べることを推奨しています。例えば、あるパッシブ型のターゲット・デート・ファンドにおける債券配分は米投資適格社債のみの可能性があり、その場合、米国のイールドカーブへの直接的なエクスポージャーが生じ、金利リスクは分散されません。

**当社のターゲット・デート・ファンドにおける債券は、9つの資産クラスで構成され、それらはその時々のDC加入者の目的に応じてグライドパス上の特定の時点で組み入れられます。**その中には、歴史的に株式との相関が低い特性のものもあれば、インフレに強い特性や、リターンの相関性が比較的低い特性の債券も含まれます。こうしたタイプの異なる債券資産を組み合わせることでその配分を戦略的に変化させることにより、投資家はより効率的にリスクを抑制し、老後資金の形成という目的を達成しやすくなると考えています。

### #Don't be basic 理由3:パッシブは「ベーシック」

すべての情報が株価に正しく反映された効率的市場の資産クラスに投資することで、アクティブ運用は必要ないと訴える一部の投資家もいますが、過去10年の実際の運用成績を見ると、興味深い事実が浮かび上がってきます(図表3)。データはアクティブ運用の半分以上の米国債券戦略が、2013年以降毎年ベンチマークをアウトパフォーマンスし、アクティブ・アルファ獲得の機会を一貫して提供していることを示しています。さらに、最も効率的な市場の資産クラスとみなされることが多い米国株式戦略においても、その半分以上がベンチマークを過去10年のうち6回アウトパフォーマンスしています。

我々の分析は、アルファ獲得の機会をより頻繁に提供する資産クラスがあることを示唆する半面、アウトパフォーマンスのパターンは時期によって大きく異なることを意味します。従って、長い資産形成期間において最も効率的な市場の資産クラスでさえも、アクティブ運用による素晴らしいアルファ獲得の機会を提供できると言えます。老後に向けた資産形成に励む投資家の投資期間と一致させるため、プラン・スポンサーやそのコンサルタントはアクティブ運用に対して長期的視点を持つことが賢明だと考えています。また「#Don't be basic 理由1」で指摘したように、金融市場はベータ・エクスポージャーを持つだけで十分な資産形成が可能だった環境から変化する可能性が高いため、アルファ創出が一層重要になると考えています。

### 終わりに

ポートフォリオ内のすべての戦略や資産クラスがあらゆる市場環境で付加価値を創出できるわけではありませんが、効率的な分散投資の目的は、様々な市場環境を乗り切れる耐久性の高いポートフォリオを構築することです。老後に向けた資産形成に励む投資家はあらゆる機会を考慮した分散投資を心掛ける必要があります。アクティブ運用はそうした目標を達成するのに役立つと考えています。



## ティー・ロウ・プライスによる調査の引用

### 2023 Defined Contribution Consultant Study (2023年 DCコンサルタント調査) :

当調査は2023年2月14日から3月31日までに実施され、45の質問が含まれます。コンサルティング及びアドバイザー企業32社から回答があり、その顧客であるプラン・スポンサーは171,000以上、管理する資産は637兆ドル以上にのぼります。

### 2021 Defined Contribution Consultant Study (2021年 DCコンサルタント調査) :

当調査は2021年9月20日から11月8日までに実施され、51の質問が含まれます。コンサルティング及びアドバイザー企業32社から回答があり、その顧客であるプラン・スポンサーは33,000以上、管理する資産は7.2兆ドル以上にのぼります。

### 2023 Retirement Savings and Spending Study (2023年 老後資金形成及び支出調査) :

「Retirement Savings and Spending Study」は、401(k) プラン加入者と退職者を対象とする全米規模のオンライン調査です。この調査は2014年以降、毎年行われており、2023年は7月24日から8月13日に実施されました。対象は18歳以上の401(k) プラン加入者もしくは拠出適格者（口座残高1,000ドル以上の現役正社員及びパートタイム労働者）3,041名。この調査にはロールオーバーIRA（個人退職金）やプラン内残存401(k)の口座残高がある退職者1,176名も含まれています。

### 2022 Retirement Savings and Spending Study (2022年 老後資金形成及び支出調査) :

「Retirement Savings and Spending Study」は、401(k) プラン加入者と退職者を対象とする全米規模のオンライン調査です。この調査は2014年以降、毎年行われており、2022年は6月24日から7月22日に実施されました。対象は18歳以上の401(k) プラン加入者もしくは拠出適格者（口座残高1,000ドル以上の現役正社員及びパートタイム労働者）3,895名。この調査にはロールオーバーIRAやプラン内残存401(k)の口座残高がある退職者1,136名も含まれています。

## 補足

### 図表 3 メソドロジー

- 「サクセス・レート」は、各年において該当するベンチマークをアウトパフォームした各資産クラスごとの運用会社の割合を指します。より厳選されたグルーピングのために選ばれたベンチマークと比較した eVestment内の資産クラス（米国株式、米国債券など）のグルーピングによって決まります。これらのベンチマークに関する詳細は次ページをご覧ください。
- 各資産クラスのユニバースは2023年1月31日時点で発表された2021年7-9月期の総運用資産残高に基づいて選択されました。トップ10は次ページをご覧ください（キャッシュ・マネジメント、パッシブ、エンハンスト・インデックスは除く）。
- ロールアップ・ユニバースのチャートは、資産クラスと地域のクロスセクションで集計したものです。各ファンドのパフォーマンス比較はプライマリー・ユニバース・レベルで行われ、次ページに示されるプライマリー・ユニバースに選ばれたベンチマークはロールアップ・ユニバース・レベルに統合されます（例えば、米国株式のなかで、米国大型コア株式のファンドはS&P500インデックスと、米国中小型バリュー株式のファンドはラッセル2000バリュー・インデックスと比較されます）。トップ10以外のプライマリー・ユニバースもこれらのロールアップ・ユニバースの計算に含まれています。
- 各年の計算に含まれるには、ファンドの運用報酬控除前の通年リターンが公表されている必要があります。ファンドとベンチマークの比較は運用報酬・配当・分配金控除前の米ドルベースで行われます。パフォーマンスの計算はすべて2023年1月31日時点で発表されたデータに基づきます。

## 各資産クラスにおけるグループとプライマリー・ベンチマーク

### 米国株式

ユニバース	ベンチマーク
U.S. All-Cap Core	Russell 3000
U.S. All-Cap Growth	Russell 3000 Growth
U.S. All-Cap Value	Russell 3000 Value
U.S. Large-Cap Core	S&P 500
U.S. Large-Cap Growth	Russell 1000 Growth
U.S. Large-Cap Value	Russell 1000 Value
U.S. Mid-Cap Growth	Russell Midcap Growth
U.S. Mid-Cap Value	Russell Midcap Value
U.S. Small-Cap Growth	Russell 2000 Growth
U.S. Small-Cap Value	Russell 2000 Value

### グローバル株式

ユニバース	ベンチマーク
Global All-Cap Core	MSCI World
Global All-Cap Growth	MSCI World Growth
Global All-Cap Value	MSCI World Value
Global Large-Cap Core	MSCI World
Global Large-Cap Growth	MSCI World Growth
Global Large-Cap Value	MSCI World Value
Global Small-Cap Growth	MSCI World Small-Cap
Global REIT	FTSE EPRA/NAREIT Developed
Global SMID-Cap	MSCI ACWI SMID-Cap
Global Extended	MSCI World

### 米国債券

ユニバース	ベンチマーク
U.S. Bank Loan	Credit Suisse Leveraged Loan
U.S. High Yield	Bloomberg U.S. Corporate High Yield
U.S. Corporate	Bloomberg U.S. Credit
U.S. Long Duration Credit	Bloomberg U.S. Long Credit
U.S. Core Plus	Bloomberg U.S. Aggregate
U.S. Core	Bloomberg U.S. Aggregate
U.S. Short Duration Govt/Cred	Bloomberg U.S. Govt/Credit 1-5 Year
U.S. Interm. Duration Govt/Cred	Bloomberg U.S. Interm. Govt/Credit
U.S. Long Duration Govt/Cred	Bloomberg U.S. Long Govt/Corporate
U.S. Interm. Duration Muni	Bloomberg U.S. Municipal 1-10 Year

### グローバル債券

ユニバース	ベンチマーク
Global Bank Loan	Credit Suisse Leveraged Loan
Global High Yield	ICE BofA Global High Yield
Global Credit	Bloomberg U.S. Credit
Global Core Plus	Bloomberg Global Aggregate
Global Government	FTSE WGBI
Global Aggregate	Bloomberg Global Aggregate
Global Inflation Indexed	Bloomberg Global Inflation Linked
Global Multi-Sector	Bloomberg Multiverse
Multi-Asset Credit	50% CS Lev. Loan/50% ICE BofA GHY
Global Unconstrained	Bloomberg Multiverse

ティー・ロウ・プライスは、進化する世界で投資機会を見極め、アクティブ運用をもってお客様の成功を支えます。

アクティブ運用ファンドは、パッシブ運用ファンドよりもコストが高くなる可能性があり、幅広い市場または同様の目的を持つパッシブ運用ファンドのパフォーマンスを下回る可能性があります。パッシブ運用ファンドは、市場環境の変化や特定の証券の見通しに基づいて保有銘柄を調整しないため、アクティブ運用ファンドのパフォーマンスを下回る可能性があります。

#### 追加ディスクロージャー

ロンドン証券取引所グループおよびそのグループ事業（総称して「LSEグループ」）。著作権はLSEグループに帰属します。FTSEラッセルは、特定のLSEグループ企業の商号です。「Russell®」は関連するLSEグループ企業の商標であり、他のLSEグループ企業はライセンスを得て使用しています。FTSEラッセル・インデックスまたはデータの著作権は、インデックスまたはデータを保有する関連するLSEグループ企業に帰属します。LSEグループおよびそのライセンサーは、インデックスまたはデータの誤りや不備の責任を負わず、いずれの当事者も本書に記載のインデックスまたはデータに依拠することは禁止されます。関連するLSEグループ企業の書面による明示的同意なしにLSEグループから得たデータを再配布することは認められません。本書の内容は、LSEグループによる販売促進、出資および承認は受けておりません。

S&P500インデックスはS&P Dow Jones Indices LLCまたはその関連会社（「SPDJ」）の商品であり、これを利用するライセンスがティー・ロウ・プライスに付与されています。Standard & Poor's®およびS&P®は、Standard & Poor's Financial Services LLC（「S&P」）の登録商標で、Dow Jones®は、Dow Jones Trademark Holdings LLC（「Dow Jones」）の登録商標です。ティー・ロウ・プライスの商品は、SPDJ、Dow Jones、S&P、それらの各関連会社によってスポンサー、保証、販売、または販売促進されているものではなく、これらのいずれの関係者も、かかる商品への投資の妥当性に関するいかなる表明も行わず、S&P500インデックスのいかなる過誤、遺漏、または中断に対しても一切責任を負いません。

© 2024 CREDIT SUISSE GROUP AG and/or its affiliates. All rights reserved.

「Bloomberg®」及びブルームバーグ・インデックスは、ブルームバーグ・ファイナンスL.P.及びインデックスの管理者であるブルームバーグ・インデックス・サービスズ・リミテッド（「BISL」）を含む関連会社（総称して「ブルームバーグ」）のサービスマークであり、特定目的での利用のためティー・ロウ・プライスにライセンス供与されています。ブルームバーグはティー・ロウ・プライスの関連会社ではなく、ティー・ロウ・プライスの戦略を承認、支持、レビューまたは推奨するものではありません。ブルームバーグは本戦略に関連するデータまたは情報の適時性、正確性または網羅性を保証するものではありません。

MSCIおよびその関連会社、並びに第三者の情報源およびプロバイダー（総称して「MSCI」）は、本稿に記載されるMSCIのデータに関して、明示的または暗黙的に関わらず、いかなる保証や表明は行わず、一切の責任を負いません。MSCIのデータは、その他の指数や証券、金融商品の基準としての更なる再配布や使用が禁止されています。本報告書は、MSCIによって承認、審査、発行されたものではありません。MSCIの過去のデータや分析は、将来のパフォーマンスの分析や予測を示唆または保証するものとして捉えられるべきではありません。いずれのMSCIデータも、投資判断のため（または投資判断を控えるため）の投資アドバイスや推奨を目的としたものではなく、そのような目的で依拠されるべきではありません。

ICE Data Indices, LLC（「ICEデータ」）のデータは許可を得て使用しています。ICEデータ、その関連会社および第三者サプライヤーは、インデックス、インデックス・データおよびそれらに含まれ、それらに関連し、またはそれらから派生するデータの特定の使用目的における商品性または適合性の保証を含め、明示的にも黙示的にもいかなる保証および表明もしません。ICEデータ、その関連会社および第三者サプライヤーは、インデックス、インデックス・データまたはその構成要素の妥当性、正確性、適時性または完全性に関するいかなる損害または責任も負いません。インデックス・データおよびそのすべての構成要素は「現状有姿」で提供され、利用者自身の責任において利用されます。ICEデータ、その関連会社および第三者サプライヤーは、ティー・ロウ・プライスまたはその製品もしくはサービスに対する出資、承認または推薦はしません。

#### 重要情報

当資料は、ティー・ロウ・プライス・アソシエイツ・インクおよびその関係会社が情報提供等の目的で作成したものを、ティー・ロウ・プライス・ジャパン株式会社が翻訳したものであり、特定の運用商品を勧誘するものではありません。また、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。当資料における見解等は資料作成時点のものであり、将来事前の連絡なしに変更されることがあります。当資料はティー・ロウ・プライスの書面による同意のない限り他に転載することはできません。

資料内に記載されている個別銘柄につき、売買を推奨するものでも、将来の価格の上昇または下落を示唆するものでもありません。また、当社ファンド等における保有・非保有および将来の組み入れまたは売却を示唆・保証するものでもありません。投資一任契約は、値動きのある有価証券等（外貨建資産には為替変動リスクもあります。）を投資対象としているため、お客様の資産が当初の投資元本を割り込み損失が生じることがあります。

当社の運用戦略では時価資産残高に対し、一定の金額までを区切りとして最高1.265%（消費税10%込み）の逡減的報酬料率を適用いたします。また、運用報酬の他に、組入有価証券の売買委託手数料等の費用も発生しますが、運用内容等によって変動しますので、事前に上限額または合計額を表示できません。詳しくは契約締結前交付書面をご覧ください。

「T. Rowe Price」、「INVEST WITH CONFIDENCE」および大角羊のデザインは、ティー・ロウ・プライス・グループ・インクの商標または登録商標です。

ティー・ロウ・プライス・ジャパン株式会社

金融商品取引業者関東財務局長（金商）第3043号

加入協会：一般社団法人日本投資顧問業協会/一般社団法人投資信託協会