

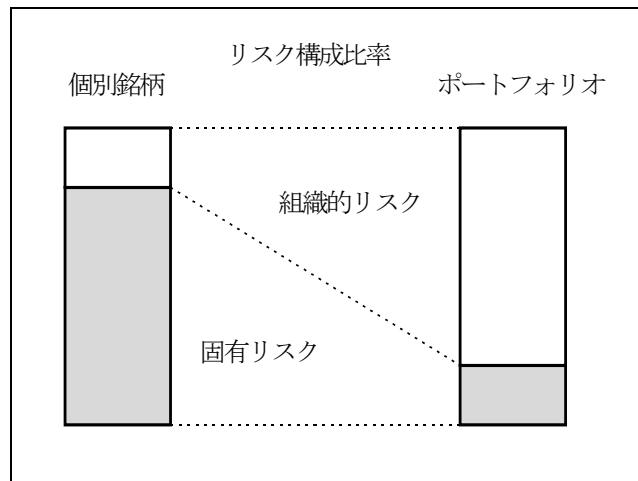
計量分析に基づく投資手法

最近の日本株式市場の低迷と、超低金利を背景に、各運用機関では、証券投資戦略の重要性を改めて認識し、リスク管理力の強化と運用効率の改善が喫緊の課題となっている。その解決策として、計量分析に基づく投資手法が、一部で採用されてきている。そこで、最近の投資手法について、今後数回にわたり紹介していきたい。

今日、日本の株式市場の不振により、多くの年金基金で運用利回りが悪化し、金融機関や企業で株式含み益が大幅に減少している。このような現状に至った背景として、資産運用におけるリスク管理の必要性が認識されながら、日本株が上昇トレンドの中で、継続的に高いリターンを確保できたため、日本株に重点投資し続けてきたことが挙げられる。

個別銘柄とポートフォリオのリスク内容

このような集中的な投資のリスクを軽減するには、分散投資を行う必要があるが、株式ポートフォリオの中で、個別銘柄によるリスク分散を図った場合は、個々の銘柄の固有リスクは相殺されるが、銘柄共通の組織的リスク（システムティック・リスク）は残ってしまう。また、株式の組織的リスクの低減を狙って、国内債券やコールなどに分散投資を行った場合、その分、リターンも低下してしまう。



そこで、リスクを低減しつつ、高リターンを得るには、市場環境に応じた、最適なアセット・アロケーションが必要である。しかし、単に主観的な判断に基づいた方法では、リターンが、期待外れに終わる危険性もある。そこで、その解決策の1つとして、数値による客観的評価が可能という観点から、計量分析に基づく科学的な投資手法が注目されている。

通常、投資の決定プロセスの第1ステップとして、長期的な観点から、戦略的アセット・アロケーションが決められる。従来は、ノーベル賞経済学者のハリー・マーコビッツが提唱した最適ポートフォリオ理論を利用して、投資対象資産のリターン（期待収益率）とリスク、資産間の相関係数に基づき、基準アセット・ミックスを決めるアプローチが多く用いられてきた。

ただ、このアプローチは、対象資産のリターンとして、過去のある一定期間の平均収益率を、リスクとして、その標準偏差を用いるため、市場構造の変化に対応できない欠点がある。また、投資家のリスク許容度も、変わらないことを前提にしている。

しかし、年金運用では、基金の成熟度により、支払債務のキャッシュ・フローやリスク許容度が変わってくるため、最近では、運用資金の負債サイドの特性をも考慮した ALM（資産と負債の関係の分析）の観点から、長期的に最適な基準アセット・ミックスを決めるアプローチに変わりつつある。

基準アセット・ミックス（ベンチマーク）が決定されると、第2ステップとして、そのベンチマークに対して超過収益を生み出す投資手法を選択する。計量分析に基づく代表的手法として、①戦術的アセット・アロケーション（Tactical Asset Allocation、TAA）と、②インデックス+ α 運用が挙げられる。

TAAは、相場環境に応じ、予め決めた範囲内で資産配分を変動させて、ベンチマークに対して超過収益を狙う投資手法であり、各資産の組織的リスク（システムティック・リスク）を取ることによりリターンを得るアプローチである。また、外国証券まで投資対象を拡大させたグローバル TAA (GTAA) が、最近、注目されている。

一方、インデックス+ α 運用は、各資産の個別銘柄選択により、各資産の市場指数に対し超過収益を狙う投資手法で、個別銘柄の固有リスク（アンシステムティック・リスク）を取ることによりリターンを得るアプローチである。

基本的に、TAAは各資産（市場指数）の収益率を、インデックス+ α 運用は個別銘柄に対する収益率を、統計モデルや計量分析により予測し、それに基づいて最適なポートフォリオを構築するものである。また、両手法を組み合わせ、超過収益の上乗せを狙うことも可能である。

わが国では、以上のような計量的なアプローチによる投資決定プロセスが徐々に採用されつつあるが、運用パフォーマンス競争の激化につれて、その重要性に対する認識が高まるだろう。

投資決定プロセス

