

## 戦術的アセット・アロケーション (1)

リスクを低減しつつ、高いリターンを狙うには、市場環境に応じた最適な資産配分が必要である。そこで、単に主観的な判断に基づく方法では不十分で、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、科学的な方法による戦術的アセット・アロケーション（以下 TAA、Tactical Asset Allocation の略）が、一部で採用されてきている。

TAA は、基本的にはベンチマークに対して超過収益を狙う投資手法である。年金の運用では、基金の成熟度や支払債務のキャッシュ・フローなどの負債特性を考慮した ALM（資産と負債の総合管理）を用いて、長期的に最適な基準アセット・ミックスが決定された後、それに基づく収益率がベンチマークになる。そして、さらに超過収益の上乗せを狙う投資手法として TAA が注目されている。

また、最近、米国の年金基金の間で注目されている投資手法として、TAA を各国証券市場へと発展させたグローバル TAA (GTAA) がある。そもそも、国内資産間の TAA は、米国において 1973 年にウィリアム・ファウス氏によって基本アイデアが提唱され、1987 年のブラック・マンデーの際に巧く機能したことから、一躍有名になった投資手法である。これまで多くの研究者、実務家が手法の開発に取り組んだ結果、色々なタイプの TAA が提唱されてきている。

現在、TAA が前提とする金融経済学的な基礎概念は、多岐にわたり、それぞれアプローチが異なっており、しかも、同じアプローチでも数多くの予測モデルが存在する。その中で、TAA の代表的なアプローチとして、次の 2 つのタイプが挙げられる。

A：ウィリアム・ファウス氏による基本アイデアを発展させた TAA で、「各資産のリスク・プレミアム間に、ある特定の均衡関係が存在し、その均衡値から乖離（ミスプライスの発生）が生じた際に、是正メカニズムが働く」ことを前提に、最適な資産配分を行って収益を上げる点に特徴がある。つまり、（このアプローチの詳細は次回に説明するが、）逆張りの特性をもつ TAA である。

B：ファンダメンタルな、もしくは、テクニカルな視点から、他よりも高い予測精度により、将来の各資産の投資収益率や価格を直接予測することによって、ベンチマークに対し超過収益を生むことを狙った TAA である。

なお、アプローチ A と B の混合したものも、数多く見られる。

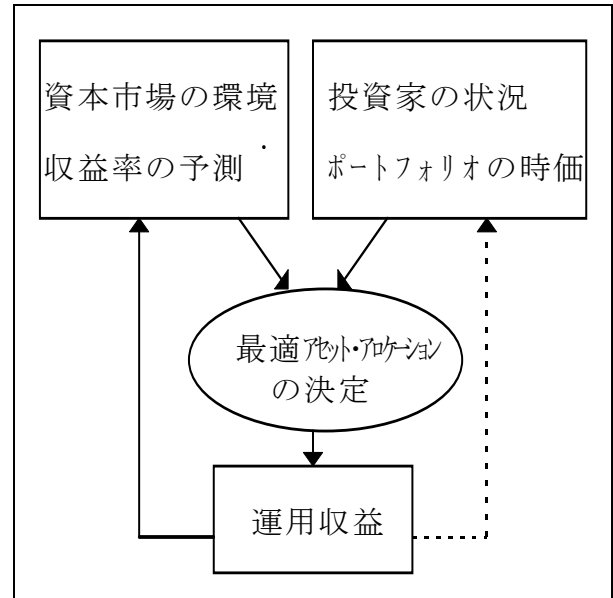
TAA は、基本的に、データ解析に基づく客観的な計量手法を用いて、各資産の投資収益率や価格を予測し、「相対的に高い収益を生むと予測される資産への配分比率を高め、逆に、相対的に低い収益になると予測される資産への配分比率を低める」ことにより、リターンを増大し、リスクを低減させることを狙った投資手法である。

アセット・アロケーションの基本的な枠組み

み

ところで、ノーベル経済賞学者のウィリアム・シャープは、アセット・アロケーションにつき、右図に示すような「資本市場の環境（左側）と投資家の状況（右側）」の基本的な枠組みを提唱している。

まず、長期的視点から、基準ポートフォリオを意思決定する方法には、戦略的（Strategic）アセット・アロケーション、もしくは、ポリシー・アセット・アロケーションがある。これらは1年から数年に一度しか見直しが行われないため、運用収益実績の情報が、それまでフィードバックされない。



これに対し、TAA は、投資家のリスク許容度が市場の環境変化に影響を受けないと仮定して、運用収益の情報フィードバック（図の左側の実線矢印）を反映した、各資産の投資収益率の予測値に基づいて、最適な資産配分比率を決定する投資手法としている。

なお、TAA と同様、短時間で資産配分の変更を行うダイナミック・アセット・アロケーション（ポートフォリオ・インシュアランスが代表的）は、各資産の収益率や価格の予測情報を利用しないが、運用ポートフォリオの時価の変化に基づいて、各資産の配分比率を変えることから、運用収益の情報フィードバック（図の右側の点線矢印）を受ける投資手法としている。

資産運用のパフォーマンスを最も大きく左右するのは、基準アセット・ミックスをはじめとしたアセット・アロケーションであるとの認識が、わが国でも日々高まりつつあるが、次回は、市場のミスプライス是正メカニズムを基礎とした TAA の特性と課題点を取り上げたい。