

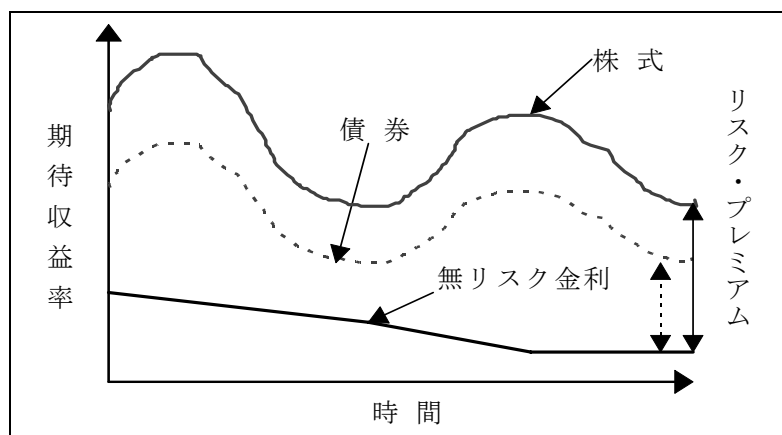
戦術的アセット・アロケーション (2)

現在、色々なタイプの戦術的アセット・アロケーション (Tactical Asset Allocation、以後 TAA) が開発されている。そこで、今回は、市場のミスプライス是正メカニズムを基礎とした代表的な TAA を説明する。

「市場のミスプライス是正メカニズム」に着目した TAA は、ウィリアム・ファウス氏の基本アイデア (1973 年) を発展させた運用手法である。

いま、ある投資対象資産が、将来どのような収益を生み出すのか未知であり、損失を被る危険性もある場合を考えよう。合理的な投資家は、そのリスク(不確実性)の割合だけ、その資産に対して $+\alpha$ の期待収益率を求めるであろう。この $+\alpha$ がリスク・プレミアムである。リスク・プレミアムは、不確実性の大きさや、投資家のリスク許容度によって、大きさが変化する。

株式と債券間のリスク・プレミアムのイメージ



現実には、株式や債券などのリスク資産の期待収益率を直接測定できないため、通常は、それらに代わって、株式の予想益利回りや債券の最終利回りなどが用いられる。そして、株式や債券などのリスク資産間のリスク・プレミアム格差を反映した指標として、利回り格差 (イールド・スプレッド) に注目するのである。

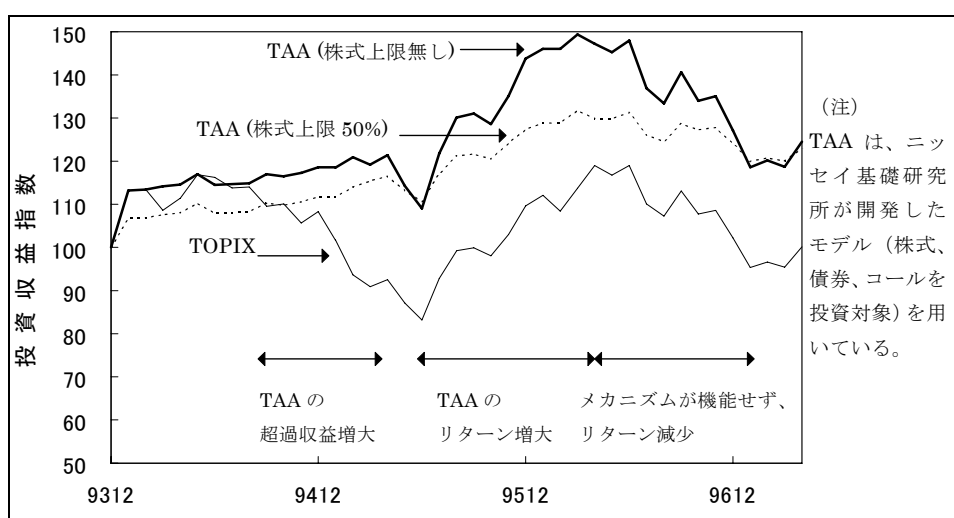
つまり、当アプローチの前提条件として、このイールド・スプレッドが均衡水準から、何らかの要因によって乖離 (ミスプライス) した場合、そのミスプライスを是正する方向に、市場で資産価格が変化するようなメカニズムが働くこと (資産間のミスプライス是正メカニズム) を仮定する。

つまり、株式や債券などのリスク資産間の相対的な割安・割高度を、均衡値からのミスプライスで把握し、「割安な資産の比率を高め、割高な資産の比率を低く」して、収益を増大させる、逆張りの特性をもつ運用手法である。TAA は、株式などのリスク資産が値下がりする前に、

そのリスク資産を売却して、そのリスク資産に対して超過収益を生む点に特徴がある。当アプローチでは、いかに均衡水準やミスマイズを推定するかが重要な点である。イールド・スプレッドの過去の移動平均値を均衡水準とする方法では、必ずしも、資産の割安・割高をうまく予測できない。

TAA ファンドのリターンは、基本的に、株式などのリスク資産の組み入れ制限に依存する。つまり、TAA が巧く機能する場合には、価格変動率の大きい株式の組み入れ上限が高い TAA ファンドの方が、株価上昇期にリターンが高くなり、そして、株価下落期にリターンが低下しないため、ベンチマーク（株価指数）に対して超過収益率が大きくなるのである。

株式組み入れ上限による TAA の収益特性



ただ、何らかの要因で、資産間のミスマイズ是正メカニズムが働かない局面、例えば、割安なシグナルにも拘わらず、さらに価格が下落する状況では、株式などのリスク資産の組み入れ上限を高く設定していると、場合によっては、元本割れもありうるのである。

もしも、短期的なリターンの振れを小さくして、元本割れを極力回避したい場合には、リスク資産の組み入れ上限を低くしたり、最適資産配分比率を求める際に、リスク許容度を低くする方法が考えられる。ただ、リスクを回避するほど、リターンが低下することになる。

運用経験の長い米国で、TAA の運用パフォーマンスをみると、平均的な TAA は、単年度ではベンチマークを下回ることもあるが、中長期的には、ベンチマークを上回る傾向がある。このことから、TAA は、年金など運用期間が長い資金に対して、有効な運用手法と考えられる。

なお、米国では、TAA 間の運用成績の格差が大きい。これは、TAA の基本的な考え方が同じでも、モデルの予測精度や、資産配分スキームの優劣だけでなく、使用データの質、売買タイミングの巧拙など、様々な原因が考えられる。