

## アセット・アロケーションの重要性とリバランス（上）

投資における意思決定で最も重要なプロセスは、まず、基本ポートフォリオの政策アセット・アロケーション決定であり、その次に、アクティブなアロケーションと銘柄選択とがある。今回は、基本アロケーションのリターンに与える影響を紹介し、その重要性を再確認したい。

ウォール・ストリート・ジャーナル誌は、「十分に分散されたミューチュアル・ファンドのポートフォリオは、枕である」と喩えている。その心は、ある部分がへこんでも、代わりに他の部分が飛び出す。つまり、あるファンドの運用成績がひどくても、他のファンドがそれをカバーし、ポートフォリオ全体ではリターンを確保できるおかげで、夜ぐっすり眠ることができる、というわけである（"How diversified is your portfolio?", *THE WALL STREET JOURNAL* MONDAY, April 5, 1999 R19）。

デイリー・プリンソンらは、アメリカの 82 の年金基金のパフォーマンス結果（1977-1987年）を用いて、アセット・アロケーションの影響を研究した。各基金の期間中の平均アロケーションを「政策アロケーション」とし、各資産クラスの市場インデックスを用いて「政策ポートフォリオ」のベンチマークを作成した。さらに、実際のアロケーションと各資産クラスの実績リターンを用い、投資プロセスとリターンの概念をマトリクスにまとめた（図 1）。

これらの年金基金の実績リターン（平均 13.41%）は、「政策ポートフォリオ」の平均リターン（年率 13.49%）をやや下回った。アクティブな銘柄選択による超過リターン（平均 0.26%）は、アロケーションによる損失（平均 -0.26%）で相殺されてしまった。

図 1. リターンの説明の概念図

		銘柄選択	
		アクティブ	パッシブ
アセット・アロケーション	アクティブ	<b>箱 IV</b> 実績リターン 13.41% R <sup>2</sup> : 100.0%	<b>箱 II</b> アクティブ・アロケーション のリターン 13.23% R <sup>2</sup> : 93.3%
	パッシブ	<b>箱 III</b> アクティブの銘柄選択 のリターン 13.75% R <sup>2</sup> : 96.1%	<b>箱 I</b> 政策ポートフォリオの リターン 13.49% R <sup>2</sup> : 91.5%
アクティブ・リターンの寄与度: アセット・アロケーション    II - I                    -0.26% 銘柄選択                            III - I                    0.26 その他                                IV - III - II + I        -0.07 合計                                    IV - I                    -0.08			

また、実績リターンを各要因のリターンで回帰分析した（図 1 の R<sup>2</sup>を参照）結果、平均して、実績リターンの変化のうち 91.5%が、政策ポートフォリオで説明できる（アクティブ運用の影響は 10%未満）ことがわかった。

（出所）「グローバル・インベスティング」（R. イボットソン、G. プリンソン共著）、東洋経済新報社、1998年  
 （注）純粋にパフォーマンスの影響を見るため、手数料は考慮していない。

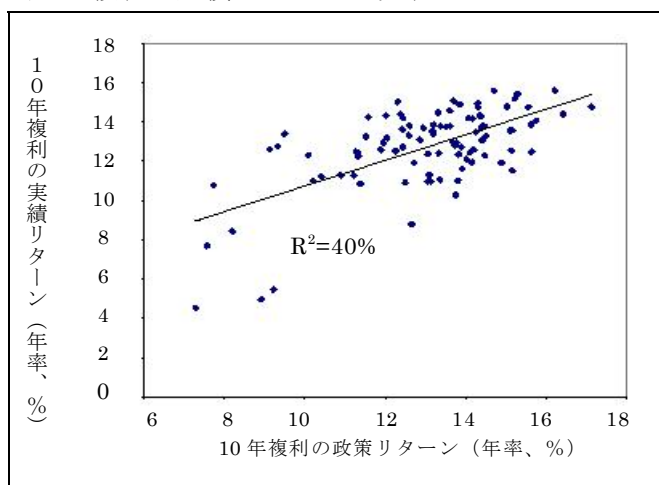
ブリンソンらの研究は、政策アロケーションが、どの程度パフォーマンスを決定するのかという問題について、①「政策の違いが、あるファンドの時間によるリターンの差にどの程度の影響があるか」を答えたものであるが、②「政策の違いが、ファンド間のリターンの差にどの程度の影響があるのか」、また、③「政策リターンは、実績リターン水準のどの程度を説明できるのか」、については答えていない。そこで、ロジャー・G・イボットソンらは、これら3つの問題について、アメリカの94の国内バランス型ミューチュアル・ファンドの、10年間（1989～98年）の実績リターンを用いて、以下の分析を行った。

イボットソンらは、①については、94ファンドの実績リターン（月次）と、各政策（インデックス）リターンの時系列を用いてリターン・ベース・スタイル分析（「年金ストラテジー」Vol.25 参照）を行い、各ファンドのベンチマーク・ポートフォリオを推定して分析した結果、ブリンソンの調査とほぼ同様の、全体の平均では9割近く（ $R^2$ は全体の中間数が87.6%）が説明可能であった。年金基金の $R^2$ の方がやや高いのは、長期投資のポートフォリオの方が、政策アロケーションに近い、より安定的な資産配分をする傾向があるためであろうという。

②については、上記94ファンドの同期間の実績リターン（複利）と政策のリターン（複利）によるクロス・セクションの回帰分析を行った結果、ファンド全体では40%が説明可能であった（図2）。つまり、異なるファンドを比較する場合には、政策アロケーションよりも、むしろ、アクティブのタイミング効果、スタイル、銘柄選択などの影響が大きいといえる。

③については、各ファンドの「政策リターン（複利）／実績リターン（複利）」で表わされるパフォーマンス・メジャー（政策と同じなら100%、超過リターンがあれば100%未満）を測定した。その結果、全体の平均は104%なので、政策ポートフォリオですべてが説明でき、図1と同様に、タイミングや銘柄選択などによる超過リターンはなかったことになる。

図2 複利の実績リターンと政策リターン



以上、政策アセット・アロケーションの長期リターンとリスクへの影響の研究結果を紹介したが、投資プロセスにおける、基本ポートフォリオ設定の重要性がわかるだろう。

（出所）Roger G. Ibbotson, Paul D. Kaplan, “Does Asset Allocation Policy Explain 40%, 90%, or 100% of Performance?,” Research Paper, Ibbotson Associates, 1998.