

## 政策アセットミックスを考える（2）

今回は、政策アセットミックスの役割について、(1)長期運用の規範としての役割、(2)基金と運用受託機関の責任分担・意志疎通における役割、を指摘した上で、(1)に関する議論をした。今回と次回は、(2)との関係が深い「政策アセットミックスの実践」について考えたい。

政策アセットミックスを策定する基金は年々増えているが、その中で、決定した政策アセットミックスをどのように実践したらよいか悩んでいる基金も多いようである。たとえば、「政策アセットミックスは厳密に実行するべきか?」とか「政策アセットミックスから乖離した場合にどう対処するべきか?」といった疑問を耳にすることがある。

米国では、マスタートラストを通じて、複数のファンドを一元的に管理する体制が整っている。このため、特定のマネジャーに基金全体のリアルタイムなアセットアロケーション調整や、為替のオーバーレイを委託することが可能である。また、基金自身が多く運用専門家を直接採用し、運用会社化したり、特定の運用会社とストラテジックパートナー契約を結び、複雑・多様な資産運用ニーズにきめ細かく対応できる体制を築くなど、インハウス、アウトソーシングを問わず、資産運用の専門化の流れが強まっている。

一方、わが国では、複数の運用機関を統合的に管理するインフラ整備は緒についたばかりで、また、マーケットに精通した運用専門家を採用するのは一部の大規模基金に限られているため、一般の基金が、アセットアロケーションをリアルタイムに直接管理することは困難である。そこで、基金は、月次や四半期の定期報告に基づいてアセットアロケーションを調整するよりも、短期的に政策アセットミックスから大きく乖離しない仕組み（マネジメントストラクチャー）の構築を目指すべきだろう。

表1 政策アセットミックスの実践プロセス（米国の例）

ステップ	内容と方法	責任者
1 政策アセットミックス構築	長期的な積立や運用収益目標を達成するためのAA目標。負債側の要件を考慮して、ALMなどの手法により策定。 (例 「株式：債券=60:40」)	理事会（基金運営の最高意思決定機関。母体企業の代表者も参加するのが通例。）
2 戦略アセットミックス構築	政策アセットミックスを細分化したAA目標。長期的な資本市場の見通しをもとに、最適な組み合わせとして策定。 (例 「大型株：小型株：外株=30:10:20」)	投資委員会（資産運用の専門家を参加させた組織。）
3 マネジメントストラクチャー構築	戦略アセットミックスを実践するためのマネジャー選択基準。アクティブ/パッシブ、バランス/特化の比率など。	投資委員会
4 マネジャー選択・ガイドライン提示	各セグメント毎にマネジャーを選択し、そのためのガイドラインを示す。	投資委員会
5 パフォーマンス評価	公平に評価した結果に応じて、インセンティブを与える。	投資委員会

(注) AAはアセットアロケーションの略。わが国では、ステップ1と2の同時実行が多い。

マネジメントストラクチャーは、アクティブ／パッシブ、バランス／特化の切り口によって、セグメント化したマネジャーに対して、適切なガイドラインを提示することで築き上げられる。まず、アクティブ／パッシブ比率の決定は、政策アセットミックスの実践において重要な意味を持つ。たとえば、基金の全資産をバランス型のパッシブ運用しないで、資産の一部でもアクティブ運用する場合には、政策アセットミックスから乖離するリスクが大きくなるのである。また、バランス／特化の違いは、アセットアロケーション機能をマネジャーに与えるか否かの重大な決定を含むので、これも政策アセットミックスの実践に深く関わる問題である。

アクティブ／パッシブ比率については、ファンドの過去実績データを分析して、理論的に最適比率を決定する試みもあるようだ。しかし、過去実績だけでなく、定性的な情報も加えてマネジャーを総合的に評価し、その信頼度に応じて委託額を決めるといった、基金の主観的な対応も大切である。ただし、①アクティブ運用の手数料はパッシブよりも高いこと、②マネジャーの選択にコンサルタントを利用すれば、そのコストも上乘せされること、そして、③以上の総コストを差し引いても、超過リターンが得られるマネジャーを選択できなければ、アクティブ運用をする意味がないこと、を考慮して決定すべきだろう。

さて、アクティブマネジャーの選択にあたっては、その運用手法に応じてリスクの大きさが異なることに注意する必要がある。

アセットアロケーションのアクティブ運用手法にTAA (Tactical Asset Allocation) がある。これは、現金、株式、債券など、複数資産を対象に割高・割安を判定し、その都度、割安資産の比率を増やして超過収益を狙う手法である。TAAを採用すると、政策アセットミックスを決めておきながらアセットミックスを大胆に乖離させるという、矛盾した投資行動になる。たとえば、短期的とはいえ、株式比率が100%になったり、債券比率が100%になったりするなど、政策アセットミックスが実践されているとは言い難い状況も起こり得る。よって、政策アセットミックスとの整合性を保つには、乖離幅に制限を設けたり、限定的に資金を投入するなどして、TAAの全面採用は避けるべきだろう。

一方、単一資産の範疇において、銘柄選択のアクティブ運用を採用する場合、その資産クラス本来の期待リターン・リスクに、アクティブ運用に伴う超過リターンとトラッキングエラー・リスクが追加される。したがって、理論的には、アクティブ運用の影響も考慮した上で、基金のリスク許容度に合った政策アセットミックスを決める必要がある。しかし、実際には、トラッキングエラーを一定限度以下に抑えるよう運用機関に指示することで、従来の政策アセットミックスを守りながら、基金のリスク許容度を大きく越えないように管理することになる。

このように、アクティブ／パッシブ比率の決定に際しては、各マネジャーが採用するアクティブ手法に応じて、リスクを大きく取りすぎないように（しかし適当なリスクは取るように）、ガイドラインの中で制約条件を示して、遵守させることが大切である。（次回に続く）