

政策アセットミックスを考える（3）

前回、政策アセットミックスの実践に関して、アクティブ／パッシブ比率の決定について紹介した。今回は、バランス／特化比率について考える。

まず、バランス型と特化型ファンドについて、次のように整理しておこう。

	概要	備考
バランス型ファンド	広く複数の資産クラスに分散投資を義務づけるファンド。	通常、AA リスクを大きく取らせない（政策AAからの大きな乖離を認めない）。複合ベンチマークを用意する必要がある。
特化型ファンド	1つの資産クラス、もしくは、より限定した資産を主な投資対象とするファンド。	同タイプの特化型ファンドの比較は容易であるが、異なるタイプ間では困難。複数の特化型を採用する場合、資産全体のAA調整の方法を、別途検討する必要がある。
準特化型ファンド	バランス型と特化型の中間的ファンド。	
(参考) オーバーレイ・ファンド	運用資産全体の為替やAAに関する調整を専門に担当するファンド。流動性の点から、デリバティブを利用するのが一般的。	デリバティブを利用する場合には、ファンド全体の状況を迅速に把握する必要があるため、マスタートラストなどの情報インフラが不可欠。アクティブ運用を目的に、採用することが多い。
(参考) 調整ファンド	運用資産全体のAA調整を専門に行うファンド。通常、現物資産のみを投資対象としている（オーバーレイとは異なり、レバレッジを効かせない。）	給付専用ファンドとして利用する場合もある。

(注) 「AA」はアセットアロケーションの略。

バランス型運用の最大のメリットは、アセットアロケーション管理を運用機関に委託できることであろう。ただし、ここで言う管理は、運用機関毎に与えたベンチマーク・ポートフォリオに沿ったアセットアロケーション管理であって、いわゆる「お任せ運用」的な管理ではない。したがって、基金自身が政策アセットミックスを構築し、それに基づく運用ガイドラインを運用機関に提示することが前提となる。

仮に、採用している全ての運用機関に対して、政策アセットミックスをベンチマークとするバランス型運用を委託すれば、自動的に政策アセットミックスを実践可能になる。これは、最も簡単な政策アセットミックスの実践例の1つであろう。

一方、特化型について、バランス型運用より優れたパフォーマンスが期待できると、メリットを指摘する意見もある。「運用機関によっては、得意・不得意なアセットクラスがあるので、バランス型よりも特化型で委託する方が効率的だ」とか、「バランス型よりも特化型ファンドの競争が激しく、結果的に高いパフォーマンスを上げるマネジャーが多い」といった理由付けが行われている。

パフォーマンスに関する真偽は置くとして、その資産の代表的ベンチマークを基準に特化型マネジャーを評価、測定できるので、管理し易い面もある。しかし、特化型を多く採用すると、ファンド間のリターンの違いにより生じる政策アセットミックスからの乖離について、基金自身が、具体的なリバランス計画を事前に用意しておく必要がある。

それでは、リバランスは、いつ、どのように行うべきであろうか。「いつ」については、ある決まった間隔で定期的に行う「定期リバランス」と、ある資産の占率が予め決めていた上下限（トリガー）に達した時に行う「定率リバランス」に大別できる。また、「どのように」については、政策アセットミックスからの乖離を完全に修正する方法から、ある一定限度に修正を留める方法まで、いろいろなアイデアが提案されている。

どのようなリバランスが最も良いかについては、一概に言えないが、「定期リバランスよりも定率リバランスの方が良い」とか、「定期リバランスなら3カ月毎が最も良い」といった、実証分析や報告がある。（Pensions and Investments, 1998/3/9 を参照）実際には、各基金の資産規模やリスク許容度、モニタリング頻度などに応じて、個々に検討して決める必要があるだろう。

さて、特化型ファンドを採用している場合のリバランスに話を戻そう。リバランスを実施すると、ある資産を売却し、別の資産を購入することになるが、特化型ファンドの場合、次のような問題が懸念される。例えば、ある株式特化型ファンドの一部を解約して、別の債券特化型ファンドに資金を移し替えるリバランスでは、ファンドマネジャーにとって、突然キャッシュフローが生じることになる。特に、一部解約を求められたファンドでは、予期せぬ流動化のために、コスト負担と運用戦略の見直しを強いられる可能性もあろう。

その結果、その他の条件が同じであっても、一部解約を求めたファンドとそうでないファンド間で、競争条件の不公平を生むことにもなるので、事後的な相対評価の問題に発展する可能性もある。したがって、比較的流動性の高いバランス型ファンドなどを、リバランス専用の調整ファンドとして、別途用意しておくことが理想的である。

さて、これまで政策アセットミックスの実践に関し、アクティブ/パッシブ比率、バランス/特化比率など、いわゆる「マネジメント・ストラクチャー」の代表的な切り口に沿い、その重要性を確認してきたが、これ以外にも、インハウス運用やオーバーレイの比率など、基金の取組スタンスに応じて議論すべき項目も増えるだろう。

これらの意思決定は、「最適アセットミックスが、基金のリスク許容度に応じて決まる」と同じように、基金自身が、いわゆるポリシー（基金の組織体制や、市場の効率性に対する考え方など、最も重要な事項）について、態度を明らかにすることが前提なのである。