

## 万人のための年金運用入門（15）－ ポートフォリオのリバランス

政策アセット・ミックスを構築すると、それをどのように維持するかというリバランスに対する疑問が浮かびます。政策アセット・ミックスによるリスク管理が効果を発揮するためには、結局、どの程度の乖離リスクが許容できるかという、ポートフォリオのリバランス方針に帰着します。

ポートフォリオのリバランスとは、ある一定の基準でポートフォリオを修正することです。証券市場価格が変動しますと、ポートフォリオの時価も変わり、政策アセット・ミックスとの乖離が生じます。そのため、ある一定の基準に従って、政策アセット・ミックスと同じ配分比率に、ポートフォリオを修正します。

リバランスは、配分比率が上昇した資産を売却し、比率が低下した資産を購入するプロセスです。これは、いわゆる逆張りの投資戦略で、値上がりしている資産を売却し、値下がりしている資産を購入するのですから、確固たる信念が必要です。「どうしてせっかく値上がりしているものを売って、そんなに危ないものを買うのか？」などの批判に応じるためにも、しっかりしたプロセスを確立しておくことが重要です。

ところで、リバランスの方法を大きく分類すれば、(1)定期的に行う方法、(2)政策アセット・ミックスとの乖離に着目する方法、(3)政策アセット・ミックスとのリスク（トラッキング・エラー）に着目する方法、の3通りがあります（図表1）。

図表1：リバランス方針と具体例

リバランス方針	具体例
(1) 定期的なリバランス	毎月 四半期に一回 半年に一回 毎年 など
(2) 政策アセット・ミックスからの乖離でリバランス	±5%の乖離 ±10%の乖離
(3) 政策アセット・ミックスとのトラッキング・エラー(TE)でリバランス	TEが2%に達した場合 TEが5%に達した場合

(注)例えば、政策アセット・ミックスとのトラッキング・エラー(TE)が2%とは、1年後のポートフォリオのリターンが±2%の範囲に収まる確率が約3分の2(1標準偏差)であることを意味する。

(1) 定期的なリバランスは、四半期に1回など、時期を予め決めて、リバランスを行います。頻繁にリバランスを行えば、乖離リスク（ミスフィット・リスク）を低減できますが、その代わりコストは上昇します。(2) は配分比率の乖離幅に着目する方法で、例えば、乖離が±3%となった場合にリバランスを行う方法です。(3) は政策アセット・ミックスとのトラッキング・エラー（TE）が、例えば、年率2%に拡大した時、リバランスを行います。

年金基金の多くは、(2)政策アセット・ミックスからの乖離を基準に、リバランスを行う方針が多いようです。それでは、リバランスの基準となる政策アセット・ミックスとの乖離幅は、どの程度に設定すればいいのでしょうか。

政策アセット・ミックスと実際のポートフォリオが乖離すると、アクティブ・リスクの一種である「ミスフィット・リスク」が発生します。これは、政策アセット・ミックスとポートフォリオの資産配分が異なることによるリスクです。政策アセット・ミックスからの乖離幅は、年金基金が「どの程度のアクティブ・リスクを許容できるか」という問題に帰着するでしょう。

図表2は、政策アセット・ミックスからの乖離によって、ミスフィット・リスク（TE：トラッキング・エラー）が理論上どの位になるのか調べたものです。(1)は許容できる乖離幅を5%とした場合、(2)は10%とした場合です。いずれも、オーバーウエイトの資産がある分だけ、国内債券がアンダー・ウエイトになるように想定しています。

図表2：政策アセット・ミックスとの乖離と理論上のミスフィット・リスク

(1) 政策アセット・ミックスより5%乖離			
	国内株式	外国株式	外国債券
国内株式	5%	0%	0%
国内債券	-5%	-5%	-5%
外国株式	0%	5%	0%
外国債券	0%	0%	5%
ミスフィット・リスク	1.0%	0.9%	0.6%

  

(2) 政策アセット・ミックスより10%乖離			
	国内株式	外国株式	外国債券
国内株式	10%	0%	0%
国内債券	-10%	-10%	-10%
外国株式	0%	10%	0%
外国債券	0%	0%	10%
ミスフィット・リスク	2.1%	1.9%	1.2%

データ期間：1985年1月～2002年4月(月次)

国内株式はTOPIX(配当込み)、国内債券は野村BPI(総合)、

外国株式はMSCI(日本を除く)円表示、

外国債券はソロモンスミスバーニー世界国債インデックス(日本を除く)円表示。

典型的なアクティブ・ファンドのトラッキング・エラーは2%前後とされています。それに対し、国内株式を10%オーバー・ウエイトした場合のミスフィット・リスクは2.1%なので、アクティブ・ファンドと同程度のインパクトがあります。この場合、ミスフィット・リスクに、マネージャー固有リスクを合計すると、約4%のアクティブ・リスクをとる計算となります。4%のアクティブ・リスクは許容できるでしょうか。答えは、年金基金のリスクに対する考え方次第です。もしも許容できなければ、政策アセット・ミックスからの乖離幅を縮小するか、個別マネージャーに対するリスク（固有のアクティブ・リスク）配分を再検討する必要があるでしょう。