

万人のための年金運用入門（16）－ 政策アセット・ミックスの見直し

これまでに、政策アセット・ミックスの構築と、リバランスについて解説しました。それでは、一度構築した政策アセット・ミックスを見直すことは考えられるのでしょうか。今回は、政策アセット・ミックスの見直しについて検討します。

政策アセット・ミックスは、長期に固定すべきでしょうか。例えば、数年前に構築した政策アセット・ミックスを見直すことは考えられないのでしょうか。一般には、「長期の運用を考えて政策アセット・ミックスを構築したのだから、長期間維持し、簡単に変更すべきではない」と言われています。また、様々な研究では、「短期的に資産配分を変更するよりも、長期固定の方が、結果的に、高いパフォーマンスとなっている」と報告されています。

図表1は、「政策アセット・ミックスを長期間固定すべき」か、「定期的に見直しすべき」かという問題を検討するために作成したもので、3つの投資環境と、それに応じた資産配分戦略を示しています。

図表1：投資環境と資産配分戦略

	ケース1	ケース2	現実
リスク・プレミアム	予測不可能	予測可能	限定的に予測可能
市場の効率性	市場が非常に効率的で、アクティブ運用は困難。投資家が、優秀なアクティブ・マネージャーを選択することも難しい	市場は非効率的で、アクティブ運用で高い α を追求可能。投資家が、優秀なアクティブ・マネージャーを選択可能	ある程度効率的だが、完全ではない。コスト控除後の α がマイナスの場合も多いが、優秀なマネージャーは存在し、投資家は選択可能
負債	将来が確定的で予測が容易	確率的に変動し、予測不可能	限定的に予測可能
資産配分戦略	政策アセット・ミックス(AM)を構築し、長期固定すべき。運用はパッシブ・ファンド中心で、政策AMに対するリバランスを重視	政策AMを構築する必要はなく、運用は、TAA(戦術的資産配分)とアクティブ・ファンドが大半	定期的に、政策AMを再検討する余地があり、環境に応じ、リバランスと見直しを検討。運用はアクティブとパッシブの組み合わせ

ケース1は一つの極端な例で、リスク資産のリスクプレミアムは変動し、予測不可能な場合です。つまり、株式が上昇するか、下落するか全く予測できず、株価がランダムウォークに従うことを想定しています。また、証券市場が非常に効率的な結果、アクティブ運用の余地は少なく、資産配分の変更で α を追及することも難しい場合です。また、負債の長期予測が容易な、このようなケースでは、政策アセット・ミックスを長期固定し、専らコストの低いパッシブ・ファンド運用で、リバランスを重視した方が、パフォーマンスはよくなるでしょう。

ケース2は逆の極端な例です。リスク資産のリスクプレミアムは変動しますが、例えば値上がりや値下がりする資産を、ある程度、予測できる場合です。市場は非効率的で、優秀なアクティブ・マネージャーが存在し、また投資家が選択して彼等に運用を委託することも容易な場合です。負債の将来予測が不可能なため、資産配分に負債を考慮することが困難な場合です。

このようなケースでは、長期固定の政策アセット・ミックスを構築すべきではなく、TAA（戦術的資産配分）戦略を採用し、優秀なマネージャーに依頼して、 α を積極的に追求すべきでしょう。さらに、負債サイドを考慮しても、負債の将来を予測できないため、現時点で資産配分を長期固定すべきではないと言えるでしょう。

では、現実の世界はどうでしょうか。リスクプレミアムは変動します。その理由として、投資家のリスク許容度が変化したり、投資機会の変動があるからです。市場は、完全には効率的ではありません。情報力格差などにより、あるマネージャーが将来の証券価格について判断可能な情報を持っている場合や、資本金格差により、分析力や売買コストが有利な場合など、優秀なアクティブ・マネージャーが存在する場合があります。負債は、将来のインフレ率や退職率など、不確定な要素もありますが、ある程度予測可能な要素もあります。

このようなケースでは、何の議論もせず政策アセット・ミックスを、長期固定するという条件は満たされないでしょう。証券市場や負債の変化を考えれば、政策アセット・ミックスを5年や10年間固定するという考えは、現実的でないでしょう。

長期間固定することは、政策アセット・ミックスに関する議論を定期的に行わないという意味ではありません。たしかに、人間は短期的な情報に左右され、長期間維持すべき方針を、短期的に変更したくなる傾向があります。そのため、短期的な相場観などで政策アセット・ミックスを変更しないように、議論自体を抑制してしまいがちです。

だからといって、政策アセット・ミックスの見直しは、短期の積極的な資産配分変更を推奨するものではありません。それより、政策アセット・ミックスなど年金基金にとって重要な運用ガイドラインは、定期的に再確認する必要があるでしょう。現状の政策アセット・ミックスが、市場の投資環境や、負債の状況に照らし合わせて適切かどうかは、少なくとも、財政再計算時など負債を見直すタイミングで再検討すべきでしょう。さらに、1年に一回、あるいは証券市場が急激に変化した時などにも、点検すべきでしょう。

なお、現在の政策アセット・ミックスを、実際に変更する場合でも、短期的な資産配分の変更は、よくない結果になりがちであることを考慮し慎重に行うべきです。売買コストの上昇要因であり、また、最大のコストとして判断を間違えている可能性もある、急激な資産配分の変更は避け、現状の資産配分と比較して、限定的な範囲に止めるのが定石でしょう。