

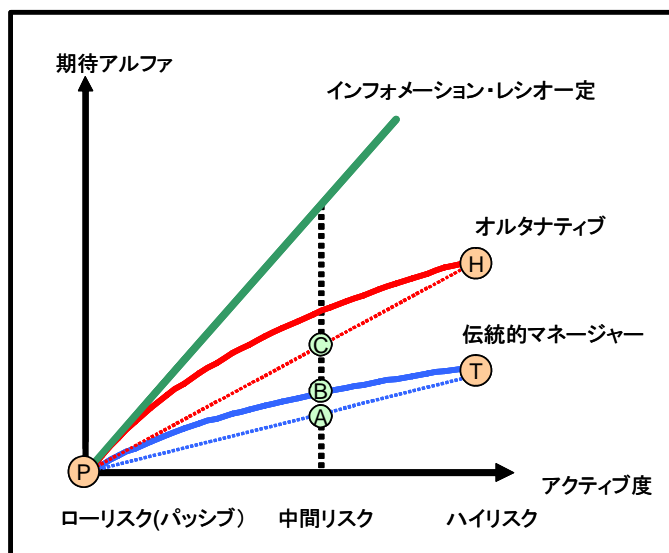
最近のマネージャー・ストラクチャーを考える

代行返上後、運用資産が減少した年金基金は、マネージャー・ストラクチャーの再構築に迫れる。最近、パッシブやエンハンスト・インデックス運用とオルタナティブ投資など、アクティブ・リスクが低いものと高いものとを組み合わせる例をよく聞くが、このよう組み合わせは、果たして理にかなったものであろうか。

年金基金のマネージャー・ストラクチャーに関する新着情報記事を見ると、ローリスクの「コア部分」と、ハイリスクの「サテライト部分」とでマネージャーを構成する例が多いようだ。極端な例では、インデックス・ファンド(コア)とオルタナティブ(サテライト)の組み合わせもある。しかし、このような二極化戦略は、中間リスクのマネージャーを利用する伝統的な手法よりも有利なものであろうか。

アクティブ運用では、アクティブ度(トラッキング・エラーなど)を高めるほど、それに比例して、運用会社のアルファ追求能力が大きくなるとは限らない。例えば、銘柄選択により付加価値を追求する伝統的なマネージャーの場合、アクティブ・リスクを2倍にしたいからといって、レバレッジを利用して投資額を2倍にできない。在来よりもリスクの高い銘柄に投資することも考えられるが、そもそも、そのような銘柄が存在しないかもしれないし、リサーチでカバーする銘柄以外に投資しても、同様なアルファ追求能力を維持できるか疑問である。

図表1: アクティブ度と期待アルファ追求能力



インフォメーション・レシオ(リターン/リスク)だけで考えると、アクティブ度を高めるにつれ、期待できるアルファが比例して追及できることになるが(図表1の緑線)、実際の伝統的マネージャーのアルファ追及能力は、アクティブ度が高まるにつれ限界的に低減する(青線)と考えられる。ここで、全てのマネージャーが同じ投資戦略であると仮定した場合、中間リスクのアクティブ度を達成するには、ローリスクのパッシブ・マネージャー(P点)と、ハイ

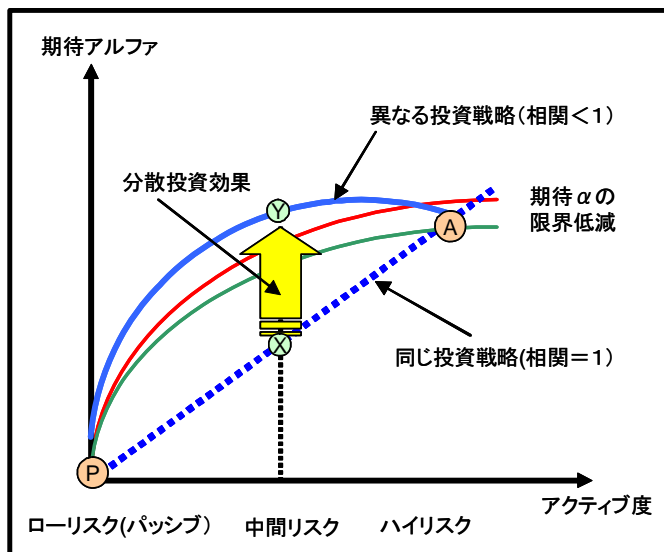
リスクの伝統的マネージャー(T点)を組み合わせた結果(A点)によりも、そのアクティブ度を達成しているマネージャーを利用(B点)した方が高い付加価値を追求できると言える。

しかし、現実の基金が選択するマネージャー・ストラクチャーは、「パッシブ・コア+アクティブ・サテライト」が主流である。アクティブ運用にはオルタナティブ投資なども含まれる。例えば、マーケット・ニュートラルなどヘッジファンド的運用で、空売りやレバレッジなどの投資制限がない場合、2倍のアクティブ・リスクをとりたいなら、そのポジションを2倍にすれば、期待アルファも2倍にできる。つまり、伝統的マネージャーと比較して、期待アルファの限界的な低減の程度を弱める（図表1の赤線）のである。

そこで、このような場合、パッシブ（P点）とハイリスクのオルタナティブ（H点）との組み合わせの方が（C点）、伝統的な中間リスクのマネージャーのみ（B点）よりも、付加価値を高めることができると考えるのである。しかし、もしもオルタナティブ・マネージャーに空売りなどの投資制限がある場合には、このような効果は期待できない。

基金のこのような二極化志向は、国内株式など伝統的資産クラスの相場が低迷し、在来の手法を用いた年金運用への疑問が高まったことや、ここ数年、伝統的アクティブ運用のパフォーマンスが特に悪化しているからであろう。しかし、オルタナティブ投資、伝統的マネージャー、パッシブのどれが有利かはサイクル次第との見方もある。現在のようなマネージャー・ストラクチャーは、一つのブームに過ぎないかもしれない。

図表2: 分散投資効果を考慮した場合



相関が低い[パッシブ（図表2のP点）とハイリスク（A点）]マネージャーの組み合わせ（Y点）により、中間リスクの伝統的マネージャー（X点）や、オルタナティブ投資を行うよりも、アルファ追求能力を向上させることも可能となる（図表2）。（これまでアクティブ運用の分散投資効果を検証した例は少なく今後の課題である。）

しかし、この効果はハイリスク・マネージャーの能力に依存する。ローリスクのマネージャーと低い相関で、高いアルファを追求する運用戦略を採用していれば、分散投資効果が生まれる。理論的には相関が低いマネージャーの組み合わせで、アクティブ運用の効率性を高めることができそうだが、市場が急変して基金への影響が大きい時に、各マネージャーが自身の投資ポリシーが維持可能かは疑問が残る。

（北村 智紀）