

(年金運用)：株式エンハンスト・インデックス運用再考(上)

近年、株式エンハンスト・インデックス運用が注目されている。株式ポートフォリオ型とポータブル・アルファ型があるが、いずれのタイプも、全体最適性が必ずしも保証されるとは限らないため、リスク管理上、その点に注意を払う必要がある。

近年、株式エンハンスト・インデックス運用が注目を集めている。これは通常のアクティブ運用よりもトラッキング・エラーを小さく取り、安定的なアクティブ・リターン獲得を目指すもので、伝統的なアクティブ運用とパッシブ運用の中間に位置付けられる。この運用の特徴は、情報レシオ(アクティブ・リターン / トラッキング・エラー)の高さにある。

株式エンハンスト・インデックス運用には、伝統的なアクティブ運用よりも多数の銘柄を組み込むことによって安定的な超過リターン獲得を目指すタイプと、他資産で獲得したリターンを株式パッシブ運用に上乘せするポータブル・アルファのタイプがある。

まず、前者の株式ポートフォリオ型の特性について考えてみよう。株式ポートフォリオを構築する場合、トータル・リスク、トータル・リターンに関して最適化するよりも、ベンチマークを意識して、一定の超過リターンに対して、トラッキング・エラー・ボラティリティの最小化を考へることが多い。情報レシオを高める必要があるエンハンスト・インデックス運用では、特にこの傾向が強い。

問題なのは、このように構築されるポートフォリオが、トータル・リスク、トータル・リターンに関して最適ポートフォリオでなくなることが多いことである。これは次のように考えるとわかりやすい。アクティブ運用は、「パッシブ運用」と、「買い持ちと売り持ちのポジションを合わせたヘッジ・ポートフォリオ」の組み合わせである。トラッキング・エラー・ボラティリティの最適化は、後者のポジションを最適化しているものと考えられるが、これはベンチマーク(パッシブ運用)とは関係なく決まる。そのため、このヘッジ・ポートフォリオは、ベンチマーク(パッシブ運用)との最適組み合わせ比率で保有されるとは限らない。つまり、両者を合わせて全体でみた場合に、通常、最適ポートフォリオではないのである。

別の角度から見れば、アクティブ運用が成り立つのは、市場に非効率性が残っており、投資家のリスク・リターンの予測に基づけば、ベンチマーク(パッシブ運用)が効率ポートフォリオになっていないからである。したがって、ヘッジ・ポートフォリオに、非効率なベンチマーク(パッシブ運用)を組み合わせても、最適ポートフォリオにならないことになる。

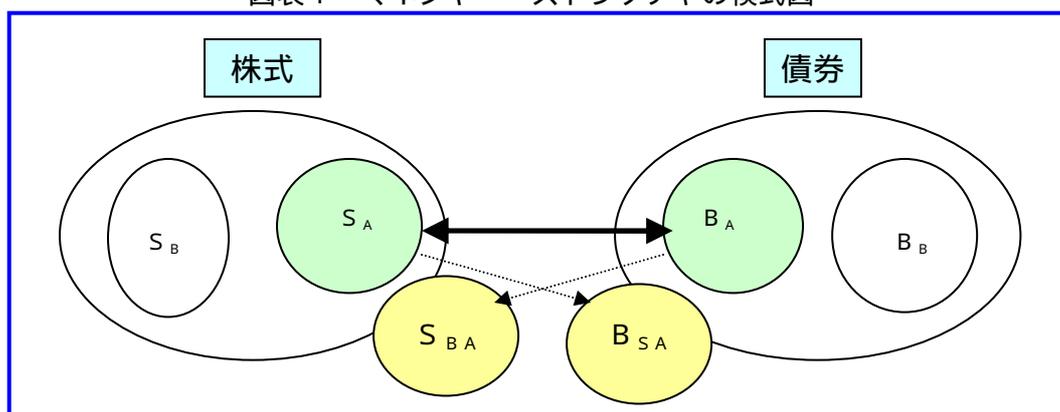
実際、米国における実証分析結果によれば、エンハンスト・インデックス運用の多くは、ベンチマークよりもリスクが高く、超過リターンとベンチマークとの間に正の相関を持っている、との報告もある。このような場合、トータル・リスクを考慮することなく、トラッキング・エラーに基づく情報レシオの高さだけで運用評価を行うのは適当でないだろう。

また、「エンハスト・インデックス運用は情報レシオが高いので、株式ポートフォリオのすべてをエンハスト・インデックス運用に置き換えるのがよい」とする論者もいるが、上記のことを踏まえると、かなり無理があると言えよう。複数のマネジャーを管理するために、情報レシオを活用するのであればよいが、最も情報レシオが高いポートフォリオで株式資産全体を構成しても、最適ポートフォリオになっている保証はないのである。

では、ポータブル・アルファ型はどうであろうか。たしかに、株式以外の資産を超過リターンの源泉としていて、株式ベンチマークとの相関が低いため、株式型のエンハスト・インデックス運用に見られる欠点は小さいと言える。だが、資産全体で見ると、別の見方ができる。

簡単な例として、図表1のように、株式資産をアクティブ・マネジャー S_A 、 S_B が、債券資産をアクティブ・マネジャー B_A 、 B_B が運用している場合について考えてみる。この時、マネジャー S_A の株式ポートフォリオを株式先物でヘッジしたアルファ部分を債券パッシブ運用に上乘せ (B_{SA})、マネジャー B_A の債券ポートフォリオを債券先物でヘッジしたアルファ部分を株式パッシブ運用に上乘せて (S_{BA}) みよう。つまり、マネジャー S_A の株式による超過リターンを債券ファンド化し、マネジャー B_A の債券による超過リターンを株式ファンド化するのである。

図表1 マネジャー・ストラクチャの模式図



この時、 S_B と S_{BA} との相関、 B_B と B_{SA} との相関は、それぞれ超過リターンの源泉が異なるので、従来の株式マネジャー間、債券マネジャー間の相関と比較すれば小さくなるのが期待できる。しかし、株式と債券を合わせた全体で見れば、何も変わっていないことは明らかである。また、例えば債券マネジャー B_A の超過リターンだけを株式ファンド化すると、たしかに株式マネジャー間の相関は低下するが、他の債券マネジャー B_B と相関を持つことになる。

そもそも、株式や債券等の資産ごとにマネジャー管理しているのは、資産間のボラティリティの水準の相違が大きいことや、同一資産のマネジャー間の相関が高いことを考慮して、全体での最適性を大きく損なわない範囲で、部分的に最適化する便法である。しかし、それを逆手に取って、部分最適化にしかならない運用を取り入れても、全体での最適性は何ら保証されないのである。株式ポートフォリオ型、ポータブル・アルファ型を問わず、エンハスト・インデックス運用や、オルタナティブ投資を採用する際には、資産全体での最適性に留意することが重要になる。

(遅澤 秀一)