

## (年金運用)：今売るべきか、機会を見て売るか～株式リバランス戦略の悩み

政策資産配分へのリバランスとして、実際の配分が、予め決められた政策配分の上限や下限に達した時に機械的に行う方法と、マーケット・タイミングを計りながら行う2つの方法が考えられる。後者の戦略を採用する場合には、当然ながら、期待リターンは高まるが、同時にリスクも増加するため、どの程度のリスクがあるのか、予め理解しておくことが重要である。

最近の株価値上がりにより、基金の国内株式への配分比率は、上昇しており、資産配分の定期的な（例えば四半期ごと）リバランスが必要ではないかと推察される。

リバランスとは、時価が変動して、実際の資産配分が政策資産配分から乖離した場合に、予め決められた一定のルールに従って、元の配分に戻す作業のことである。このルールの一つは、政策資産配分からの乖離許容幅（上限・下限）を設け、実際の配分が上限・下限に達したら、機械的に元に戻す方法である。

政策資産配分へのリバランスは、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という、逆張りの戦略であるため、いわゆる相場観を入れると、リバランスの実行は容易ではない。今回の株価上昇のように、「景気も漸く回復し、株式市場も明るくなってきたのに、どうして今、株を売らないといけないのか？」という疑問や、「せっかく値上がりしているのだから、今はこのままにしておき、利益を取れるだけとって、機会をみてリバランスしよう」と考えるのも自然かもしれない。

上記の考え方に沿ったものが、マーケット・タイミング戦略である。これは、実際の配分が政策配分の上限に達していても、株式市場が上昇すると予測するならば、売却して配分比率を下げないで、そのまま高い比率を維持して、マーケット・タイミングを計りながらリバランスする方法である。

このマーケット・タイミング戦略は、値上がりを期待して株式を通常よりも多く保有しているのだから、高いリターンが狙える一方、大きなリスクもある。相場というのは、先月まで順調に上昇していても、今月にわかに雲行きが怪しくなるものである。いい機会を捉えてリバランスする戦略であったが、株式への配分が通常よりも高いために、株価下落のポートフォリオ全体への影響は大きなものとなり、大きな痛手を被ってリバランスということにもなりかねない。

システムチックなリバランスがよいのか、それとも、マーケット・タイミングを計る方がよいのか、については、リスクとリターンのトレードオフを考慮する必要がある。マーケット・タイミング戦略は、値下がりリスクが大きくても、高い利益を確保できそうであれば、採用してみる価値はある。そこで、マーケット・タイミング戦略に、どの程度のリスクとリターンが期待できるのか確認するために、簡単なシミュレーションを行った。

基金が国内株式と短期資産の2つに投資しているとする。国内株式への政策資産配分は50%、上限55%、下限45%とする。基金は株式市場の値上がりを予測し、実際の配分が55%に達しても、株価上昇している限り、リバランスを行わないものとする。売却リバランスは、株価が5%以上下落して、さらに実際の配分が55%以上であった場合に、50%に戻すと仮定する。購入リバランスは、実際の配分が45%以下になった場合に、機械的に行うものとする。基金は、この戦略を利用した運用を将来10年間行うとし、四半期毎にリバランスを行うか検討する。システムチック・リバランス戦略をマーケット・タイミング戦略の比較対象とする。

過去50年余りの東証一部上場株式のトータルリターン（四半期データ）を利用し、ブートストラッピング法によるシミュレーション（1000回）を行った。この方法は、過去のデータを無作為に抽出して、将来のリターンを生成する手法である。株式市場に関する分布を仮定せず、過去のデータを直接利用して、株価変動のインパクトをシミュレーションできるのが長所である。株式の期待リターンが6%となるようデータを修正した。短期金利は1%と仮定する。

図表1：リバランス戦略のリスク・リターン

リバランス戦略	戦略の内容	期待リターン	標準偏差	リスク	標準偏差	シャープレシオ
マーケット・タイミング	配分が上限に達しても、株価が上昇していればリバランスしない。株価が5%下落して、上限を超えていた場合にリバランスする。下限に達した場合に機械的にリバランス	3.87%	0.10%	11.16%	0.04%	0.26
システムチック	上限・下限に達したら機械的にリバランス	3.68%	0.09%	10.34%	0.04%	0.26

注：標準偏差とは、シミュレーションによる期待リターンとリスクの推計値それぞれの標準偏差である。1000回のブートストラッピング法によるシミュレーション結果。1952年1月～2006年3月までの東証一部上場株式のトータルリターン（四半期データ）はイボットソン・アソシエイツ。

この、マーケット・タイミング戦略は、配分が上限に達しても、株価が上昇している間はリバランスを行わないので、システムチック戦略と比較して高い期待リターンを狙えるが、その分、リスクも高まっていることが確認できた（図表1）。2つの戦略のシャープレシオが、ほぼ同じであることから、期待リターンが高まった分、単純にリスクが増えたことになる。マーケット・タイミング戦略を採用する場合には、リターンの半面、リスクの高まりも理解しておかなければならない。

ここでのシミュレーションは、株価が下落して初めてリバランスするため、マーケット・タイミングをうまく計ったものではない。そこで、うまくタイミングを計れば、パフォーマンスはより改善する可能性がある。しかし、うまくタイミングを計ることは容易でないことも追記しておく。

（北村 智紀）