

(年金運用)：専門家に聞く(2) –GTAA 運用の最近の動向

最近、オルタナティブ投資の一つとして再び注目されてきた GTAA (グローバル戦術的資産配分) 運用について、米国における実際の動向を聴取したので紹介する。

Q： TAA (戦術的資産配分) とは何ですか？

A： TAA は、計量的なモデルを利用して、資産配分の変更等により超過リターン (α) を追求する運用手法です。1970 年代に米国で開発された当初は、米国国内の株式、債券、現金への資産配分の変更を行う手法でした。80 年代にモデルは高度化され、1987 年の株価急落時には、TAA マネージャーがヒーローと言われた時期もありました。その後、TAA の人気は低迷していましたが、最近ではヘッジファンドの流行につれて、その類似性から、TAA が再び注目されています。

Q： TAA の最近の動向を教えてください。

A： 現在では、自国市場だけでなく、世界各国の株式、債券、通貨に投資するのが主流となり、これらは GTAA (グローバル TAA) と呼ばれています。運用に利用するモデルは、株式の PER や債券の利回り等を利用した従来の相対評価モデルに加えて、経済状態 (鉱工業生産や物価上昇率など)、市場センチメント (モメンタムや平均回帰性、行動経済学的な側面を取り入れた戦略など)、流動性 (マネーサプライなど) などとも考慮されたものとなっています。

Q： TAA の戦略が有利な環境、不利な環境はどのような時ですか？

A： TAA は様々な資産クラスに投資しますので、資産クラス間のリターン格差が大きい時が TAA に有利、逆にリターン格差が小さいと TAA に不利となる可能性があります。同じことですが、資産間の相関が低い場合は TAA に有利、高いと不利になります。

また、TAA はコントラリアン (いわゆる、逆張り) 戦略を利用することが多いのですが、一時的な非合理性が発生した市場のポジションを取り、それが収束した場合にポジションを解消するという戦略で α を追求します。このような「市場の非合理性の発生と収束への賭け」が、TAA 運用の α の源泉の一つですが、この非合理性が長く続くような環境ですと、 α を獲得することが難しくなります。例えば、ファンダメンタル価格より乖離して割安と考えて投資したものの、さらに割安さが拡大するようなことが続く場合です。

Q： 具体的には GTAA はどのような運用を行うのでしょうか？

A： 一般に、TAA では、計量モデルを利用して、カントリーアロケーションを行い、相対的に魅力のある市場をロングし、そうでない市場をショートする戦略を、株式、債券、通貨のそれぞれに適用して α を追求します。一方、 β リスク (各株式市場の変動リスク) に関しては、完全に β ニュートラルにする場合もありますし、リスク管理しながら β リスクをとる場合もあります。どのリスクをどの程度とるかは、予めリスク配分を決め、偏りがないように管理します。実際には、先物などのデリバティブを積極的に利用して運用します。

Q: GTAAによる運用は、米国ではどのように利用されているのですか？

A: 通常のアクティブ運用と同じように、1つのファンドとして投資する方法が一般的です。GTAA ファンドは、ヘッジファンドと同様、オルタナティブの一つとして考えられています。GTAA 運用は、基本的に β リスクを抑えた運用であり、また、伝統的資産との相関も低いため、分散投資効果により、ポートフォリオ全体のリスクをほとんど増やすことなく、期待リターンを高めることが可能だと考えられます。

もう一つは、ポートフォリオ全体に対するオーバーレイとして利用する方法があります。市場の価格変動により、資産配分がベンチマークと異なってくると、通常は定期的リバランスにより、ミスマッチリスクを管理します。これに対して、GTAA をオーバーレイとして利用することで、ベンチマークに対するミスマッチリスクを管理しながら α を追求します。デリバティブを利用するため、ファンド投資よりも少ない投資資金で済み、期待リターンを高められる利点があります。ただし、米国でもオーバーレイとして利用している例は、まだ多くはありません。

Q: GTAA とヘッジファンドにはどのような差があるのですか？

A: GTAA は、グローバルマクロ・ヘッジファンドと近いものです。もちろん、現在のグローバルマクロは、LTCM 破綻以前のヘッジファンドと異なり、計量的手法を利用して厳密なリスク管理の下での運用が主流となっているようです。投資対象や運用手法も最近では似てきています。この2つの運用手法の違いは、リスクのターゲットにあります。ヘッジファンドのグローバルマクロが、ハイリスク・ハイリターン（例えば、リスク10%、期待リターン5%）であるのに対して、GTAA はローリスク、ローリターン（例えば、リスク4%、期待リターン2%）の運用を狙っています。もちろん期待リターン・リスクは、投資家が望むように変更可能です。

Q: 日本の年金基金のような日本円をベースとしている投資家が、GTAA 運用を行う際、為替リスクを考慮しないといけないのでしょうか？

A: 一般的に、GTAA はその基金の母国通貨で現金を保有し、デリバティブを利用して投資を行います。例えば、日本の基金であれば、日本円で現金を保有して、世界各国の株式、債券、通貨の先物に投資します。先物の運用益や証拠金部分に為替リスクは残りますが、円で保有している現金部分には為替リスクはありません。そのため、外国株式や外国債券の現物投資に比べると、為替リスクは低いと言えるでしょう。ただし、母国の金利水準が低い場合には、期待リターンが低くなります。それでも、上述のとおり、GTAA 運用に有利な市場環境では、他の資産をアウトパフォームする可能性が高く、日本の株式や債券との相関が低いことも、GTAA 運用の魅力的な点だと思われれます。

Q: GTAA 運用で問題が生じるとしたら、どのような場合ですか？

A: GTAA は、 β リスクをコントロールしながら、国別にロングとショートを組み合わせて運用します。伝統的マネージャーと比較して、投資制限が少ないことが、超過リターンの源泉の一つとなっています。しかし、例えば、ある国のロング、あるいはショートを禁止（あるいは限度を設定）する投資制限があると、GTAA 運用の特徴が生かされなくなります。また、全体のリスク管理にも影響が及ぶと、パフォーマンスが低下してしまう恐れがあります。

Q (聞き手) : ニッセイ基礎研究所金融研究部門 北村 智紀

A (答え手) : PUTNAM INVESTMENTS

Managing Director, Amy Walls 氏

Managing Director, John R. Pike 氏

PanAgora Asset Management

Chief Investment Officer, Edgar E. Peters 氏

インタビュー日時 : 2007年5月4日 (米国ボストンにて)

(注) 本記事は、TAA 戦略の現状につき答え手の意見として紹介するものであり、投資の勧誘、投資判断の助言等を行うものではありません。

発行 : ニッセイ基礎研究所

〒102-0073 東京都千代田区九段北 4-1-7 九段センタービル

FAX : 03-5512-1082 E-mail : report@nli-research.co.jp

Web アドレス : http://www.nli-research.co.jp/report/pension_strategy/index.html

本誌記載のデータは信頼ある情報源から入手、加工したものです。その正確性と完全性を保証するものではありません。本誌内容について、将来見解を変更することもあります。本誌は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、契約の締結や解約を勧誘するものではありません。ニッセイ基礎研究所の書面による同意なしに本誌を複写、引用、配布することを禁じます。