

(年金展望台)：アセットクラスの再考とポートフォリオのあり方

リーマンショックによって年金ポートフォリオは大きな痛手を被った。各国の株式市場が一斉に急落したため、分散投資効果が働かなかったとの声がある。しかし、年金ポートフォリオの最大の欠陥は分散投資のあり方ではなく、ベンチマークをほぼ忠実に追従することにある。ベンチマークへの追従をある程度放棄したうえで、アセットクラスを適切に選択し、長期的にベンチマークを上回るパフォーマンスの追求が必要な投資戦略となろう。

アセットクラスとは、リスクとリターンが似通った資産を、あたかも「1つの資産」であるかのようにまとめる手法である。これにより、最適なポートフォリオの構築が容易になる。

この観点から、日頃、アセットクラスとして取り扱っている資産が本来のアセットクラスの性質を有しているのかどうか、常に評価すべきだろう。とくに、オールタナティブというアセットクラスが本当に1つのアセットクラスなのかどうか、大いに疑問である。

アセットクラスが正しく定まったとして、次の課題は、ポートフォリオをどのように最適化するのかだ。現在のポートフォリオの主流は、アセットクラスごとにインデックスを作成し、そのインデックスをベンチマークとして定めたうえで、大なり小なりベンチマークを追従することにある。このポートフォリオが望ましいためには、アセットクラスごとに定めた市場価格、すなわちインデックスの価格形成が効率的だとの前提が成立していなければならない。

現実には、リーマンショックを代表として、バブルとその崩壊が何回も繰り返されてきた。この事実、インデックス価格が合理的に説明できる水準から上下に大きく外れてしまうことを意味する。ユーフォリア的かつプロシクリカル的な状況が常に生じてきたわけだ。インデックスに追従することは、そのプロシクリカル的な波に乗ることを意味する。ユーフォリアの終わりが到来すれば、ジェットコースターに乗っているようなスリルを味わってしまう。

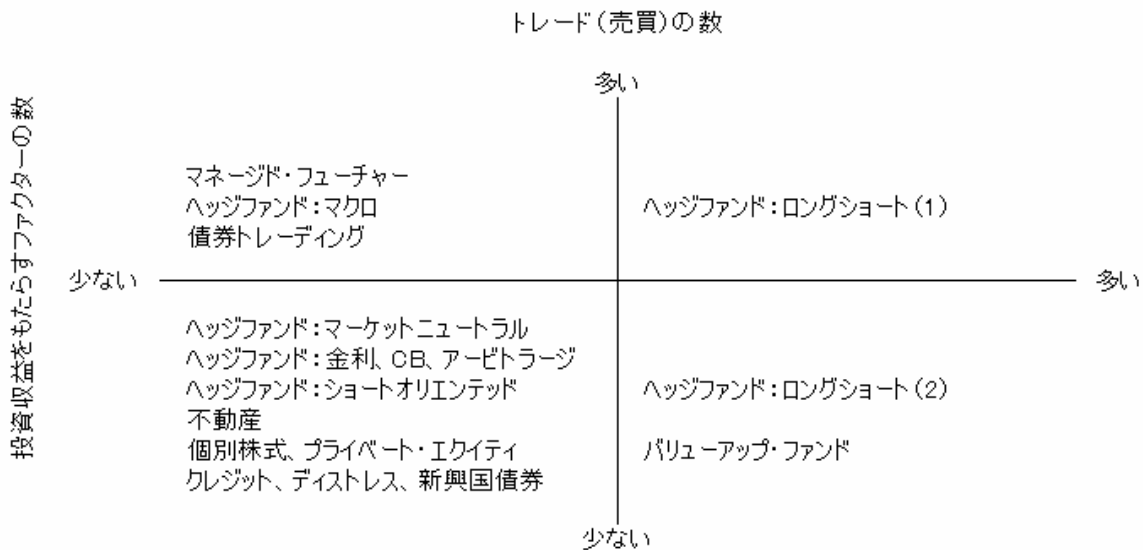
市場全体の価格形成が合理的に説明できる水準から大きく外れるものと想定すれば、長期的な投資収益の獲得を目標とする年金のポートフォリオがベンチマークを無批判に追従するのは望ましくない。ベンチマークへの追従をある程度放棄すべきである。このことによって、投資理論でいう α を獲得できる。通常の α とは、個々の投資対象の価格形成の歪みから得られる追加の投資収益である。一方、ベンチマークへの追従を放棄することで得られる α とは、市場全体の価格形成の歪みから得られる追加の投資収益である。

どの程度、ベンチマークへの追従を放棄できるのか。これは個別の事情に依存しようが、1つの目安は基本ポートフォリオからの乖離許容幅にあろう。基本ポートフォリオから乖離する場合としない場合とで、どの程度のパフォーマンスのギャップが生じるのか。そのギャップ度が「ベンチマークに追従しない程度」の許容度だと考えられる。

では、ベンチマークへの追随を放棄する方法とは何か。簡単なのは、インデックスが合理的水準を大きく上回った段階で現金を積み上げることである。この現金を、インデックスが合理的水準を大きく下回った段階、たとえばリーマンショック後の価格急落時点で、投資に振り向けることになる。しかし、年金の場合、長期間にわたって現金を保有するのは難しい。

そこで役立つのが、図表1に示した「 α に投資する場合のアセットクラス分類」である。なお、図表1での α は通常の α を意味する。この α の獲得方法としてヘッジファンド、個別株式投資（アクティブ運用）、信用リスク投資などがある。このような投資をすべて、「 α を目的とすることで同じ性質を有する」として1つの分類に括ることは正しくない。 α という投資収益が得られる要因（ファクター）の数と、その投資チャンスが到来して実際に売買（トレード）できる数によって、大きく4つに分類できる。

図表1： α に投資する場合のアセットクラス分類



図表は、川北英隆・近藤英男・谷家衛「投資機会に基づくアセットクラスと年金ポートフォリオの再考」『年金と経済』（2010年4月）に基づく。

図表1の第1象限にある「ロング・ショート型のヘッジファンド(1)」はファクターの数もトレードの数も多い。このアセットクラスは流動性が高く、現金に近い。実際そのようなファンドが存在する。一方、第3象限にある投資対象はファクターの数もトレードの数も少なく、価格急落時にのみ大きな投資チャンスが到来する。

年金とすれば、通常時は現金の代用として第1象限に位置するファンドを保有し、価格急落時に第3象限に位置するファンドに乗り換えることで、大きな超過収益を獲得できる。

まとめれば、アセットクラスを再考し、インデックスへの追随を見直すことで、長期のパフォーマンスを狙う年金ファンドは大きな投資チャンスを得ることができよう。

(京都大学大学院経営管理研究部 川北英隆)