

(年金運用)： リバランス方法に見直しの余地はあるか？

政策アセットミックスを意識した一般的なリバランス方法は、常に有効に機能するとは限らない。リバランスによる結果とその意味を認識した上で、運用目標や戦略と整合的なリバランス方法とはどのようなものか、市場特性を踏まえて再検討することは無駄ではない。

年金運用では中期的に維持すべき資産構成割合である政策アセットミックスを基準として、実際のポートフォリオと政策アセットミックスとの乖離を解消すべく、一定のルールに従ってリバランスを繰り返すのが一般的である。一定のルールとしては、月次、四半期次といった定期的なリバランスや、予め設定した乖離許容幅を超過した際にリバランスするといった方法が幅広く採用されている。

こうした政策アセットミックスの決定とリバランス方法が一般化した背後には、市場は効率的であり短期的な予測に基づく資産構成割合の機動的な変更が追加的な収益を生まないとの考え方がある。リバランス時に売買コストが掛からないと仮定すれば、政策アセットミックスに忠実なポートフォリオ運用、すなわち、四半期次より月次、月次より日次でのリバランスや、乖離許容幅を±10%とするよりも±5%、±5%とするよりも±1%とするリバランスの方が優れたリバランス方法と言うことになる。

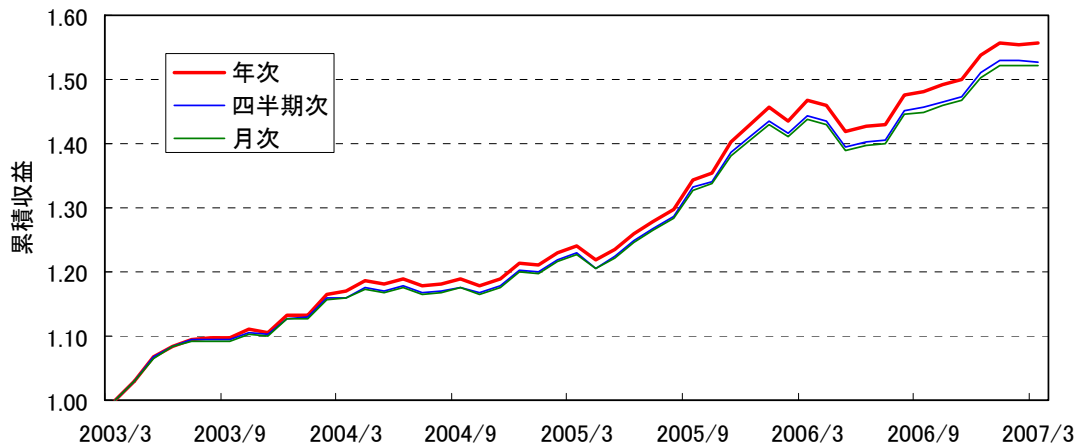
さて現実にはどうであろうか。図表1は、政策アセットミックスを国内債券 35%、国内株式 25%、外国債券 15%、外国株式 20%、短資 5%、リバランスに伴う売買コストを 0%として、月次、四半期次、年次の3通りのリバランス方法について、累積収益の推移を比較したものである。内外の株式市場が上昇トレンドを辿った2003年度始から2006年度末までの4年間の比較結果(上段のグラフ)を見ると、2006年度末の累積収益の水準は、年次が最も高く、次いで、四半期次、月次となっている。2007年度始から2010年度末のリーマンショックを含む下落局面での比較(下段のグラフ)でも、やはり年次リバランスの累積収益が最も高い結果となっている。必ずしも政策アセットミックスにより忠実なリバランス方法ほど優れているとは言えないのである。

リバランスは相対的に値上がり大きい資産を売却し、相対的に値下がり大きい資産を購入する逆張りのスタンスの運用戦略である。株式市場の上昇局面では、政策アセットミックスに比べ大きく上昇した株式の構成割合を引下げるべく、株式の売却が行われる。逆に株式市場の下落局面では、株式の構成割合を政策アセットミックスまで引上げるべく株式の買入れを行うのがこの種のリバランスである。ポートフォリオのリスクで考えれば、株式市場の上昇局面では株式の売却によってリスクを引下げ、下落局面では株式の購入によってリスクを引上げる行為がリバランスということになる。

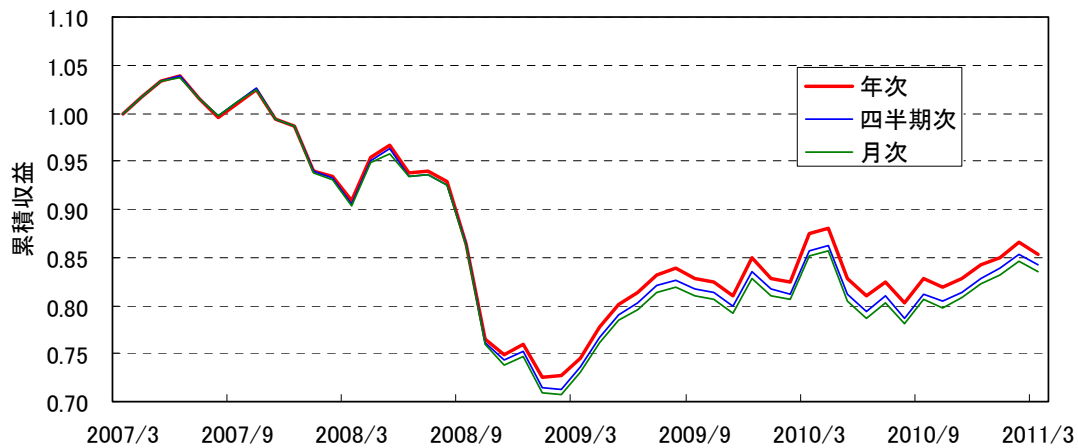
要するに図表1は、上昇トレンド時には値上がり益の拡大可能性を減じ、下落トレンド時にはリスクの引上げを繰り返すことで損失拡大の危険性を高めるといった短期的なリバランスのデメリットを象徴する結果と捉えることができる。

図表1： リバランス方法と累積収益の推移

[株式市場の上昇局面での比較]



[株式市場の下落局面での比較]



(資料) データ：MorningStar EnCorr

以上を踏まえると、政策アセットミックスにできる限り忠実にリバランスする運用に拘る必要はないのかもしれない。過去を振り返ると、国内株式市場は1～2年周期で上昇・下落トレンドを繰り返してきた。今後も同様のトレンドが繰り返されるとすれば、政策アセットミックスからの乖離を大きく許容するリバランス方法で収益獲得を効率化できるかもしれない。拡大解釈すれば、一定の許容範囲を定め市場環境に応じて機動的にリバランスする戦略も有効かもしれない。

昨今、年金の成熟が進んだためにダウンサイド・リスクを抑制することの重要性は高まっている。ダウンサイド・リスクの抑制を重視するのであれば、株式市場が下落する局面で乖離幅の抑制を目指した短期的なリバランスは目的に反する。リバランスによってリスクが高まるためである。こうしたケースでは、リスクの引上げに繋がるリバランスを見送り、冷静に市場環境を見極めることが正当化されるかもしれない。

あらゆる市場環境に対応可能なリバランス方法がある訳ではない。だからと言って、政策アセットミックスを意識し過ぎた従来型のリバランス方法をただ単に堅持することが最適な選択とも言い切れない。財政状況やリスク許容度、運用目標や戦略に合ったリバランス方法とはどのようなものか、市場特性の分析を踏まえた再検討は決して無駄ではない。(梅内 俊樹)