

## (年金運用)：リバランスルールと一時的なルール逸脱について

リーマンショック後、一時的にリバランスルールから逸脱した基金は少なくない。ルールの目的やその背景を考えると、リバランスルールからの逸脱を判断する事情があったならば、運用体制の再構築も併せて検討すべきではないだろうか。

多くの年金基金がマーコビッツの平均分散法等を活用して基本ポートフォリオを策定し、その基本ポートフォリオを軸とした運用手法を採用している。平均分散法では、投資対象資産の中長期的な期待リターン及びリスク、並びに投資対象資産間の相関係数と基金のリスク許容度を前提に、効率的な基本ポートフォリオを選択する。

しかしながら、せっかく効率性を考慮し基本ポートフォリオを策定しても、実際のポートフォリオは日々の資産価格変動に起因し、時間の経過と共に基本ポートフォリオから乖離する。その対策として不可欠とされるのが、基本ポートフォリオを維持する仕組みだ。一般的には、リバランスルールを策定し、ルールに則って基本ポートフォリオへ戻すことで、その維持を図る。リバランスルールは、乖離の程度に関わらず一定期間毎にリバランスする「定期型」と、事前に設定した許容乖離幅を超過した場合のみリバランスする「乖離許容幅型」とに大別される。図表1は12年間（H12.4～H24.3）の市場環境を前提に、リバランス手法別にリバランスルールの効果を確認した結果を示している。

この図表を見ると、「リバランス無し」の超過リターンが最も低い点にまず目がとまる。しかし、H15.4～H18.3のように相場の上昇基調が継続するような場合はこの限りではなく、必ずしも資産運用の効率性が損なわれたことが原因ではない。むしろ、他に比べて基本ポートフォリオに対するトラッキングエラー（以下TE）が群を抜いて高い点に注目したい。リスク許容度が限られる中、熟慮の未決定した基本ポートフォリオのリスクが9.3%程度（図表1（注）参照）であることと比較し、結果的に負担するTEが2%弱では過大ではないか。基本ポートフォリオを軸とした運用手法を採用するのであれば、やはり効果的なリバランスルールを策定し、それを遵守することが重要であろう。

図表1：リバランス手法別の効果(対複合ベンチマーク)

		定期型		乖離許容幅型			リバランス無し
		四半期毎	年次	±2.5%	±5.0%	±7.5%	
超過リターン	全期間	0.22%	0.54%	0.07%	0.20%	0.15%	▲0.02%
	H15.4～H18.3	0.16%	0.72%	0.17%	0.41%	0.75%	1.57%
	H20.4～H23.3	0.22%	0.60%	▲0.15%	▲0.06%	▲0.06%	▲0.55%
トラッキングエラー (TE)	全期間	0.27%	0.72%	0.25%	0.50%	0.74%	1.89%
	H15.4～H18.3	0.13%	0.42%	0.17%	0.35%	0.62%	0.97%
	H20.4～H23.3	0.39%	1.02%	0.29%	0.67%	0.67%	1.80%
年間平均 リバランス回数	全期間	4.0	1.0	2.0	0.7	0.3	0.0
	H15.4～H18.3	4.0	1.0	2.0	0.7	0.3	0.0
	H20.4～H23.3	4.0	1.0	2.0	0.3	0.3	0.0

(注) ・ベンチマークは、国内債券：NOMURA-BPI総合、国内株式：TOPIX(配当込み)、  
 外国債券：シティグループ世界国債インデックス(日本除き、円ベース)、外国株式：MSCI-KOKUSAI(クロス配当込み、円ベース)  
 ・基本資産配分は、国内債券35%、国内株式25%、外国債券15%、外国株式25%、リスク9.3%  
 ・複合ベンチマークは、各資産のベンチマークを基本資産配分で毎月加重平均  
 ・乖離許容幅型は、毎月資産構成比を確認し、資産のどれか一つでも乖離許容幅を超過した場合に基本資産配分へ戻す  
 ・取引コストは売買代金に対して内外債券：0.2%、内外株式0.5%

図表2：個別資産別乖離許容幅とTEへの影響

許容乖離幅				最大TE
国内債券	国内株式	外国債券	外国株式	
±5.0%	±5.0%	±5.0%	±5.0%	1.50%
<b>±6.0%</b>	±5.0%	±5.0%	±5.0%	1.51%
±5.0%	<b>±6.0%</b>	±5.0%	±5.0%	1.62%

(注)H2.4～H12.3の月次収益率を基に推計

次に、定期型の「四半期毎」と乖離許容幅型の「±2.5%」、同様に「年次」と「±7.5%」を比較してみる。TE がほぼ同水準だが、超過リターンは概ね定期型の方が高くなっているのに対し、年間平均リバランス回数の観点では概ね乖離許容幅型の方が手間は少なくなっている。市場が激しく乱高下する局面では逆転することもあり、定期型、乖離許容幅型いずれのリバランスルールが優れているといった結論には至らない。もとよりリバランスルール設定の目的は超過リターンの獲得ではなく、基本ポートフォリオを効率的に維持することにある。目的を鑑みると、基本ポートフォリオの策定時と同じ前提条件の下で、リバランスルールが許容する最大TEも類推することが可能という点で乖離許容幅型の方に分があるかもしれない。

最大TEは許容乖離幅のみに依存するが、TEが基本ポートフォリオのリスクに与える影響の程度はリスクの程度に依存する。このため、適切な最大TE水準は基本ポートフォリオのリスク水準と照らして判断する必要がある。また、同じ乖離許容幅であっても投資対象資産のリスクや他資産との相関関係によってTEへの影響が異なる。図表2は、最大TEが1.5%となるよう乖離許容幅を逆算し、それを基準に、国内債券のみ乖離許容幅を1%大きくした場合と、同様に国内株式のみ1%大きくした場合の最大TEを算出した結果である。国内債券の許容乖離幅を大きくしてもTEへの影響がほとんどない一方、国内株式の場合は1割弱増加する。効果的なリバランスルールを策定するには、リスク許容度や資産特性、取引コスト、更には実行可能性も勘案する必要があるため、基本ポートフォリオの策定と同様に相当のエネルギーを要する。

多大なエネルギーを費やして策定したリバランスルールにもかかわらず、リーマンショック後一時的なルール逸脱（リバランス自体の見送りやリバランス目標の変更等）を判断した基金が少なくない。判断の理由は、①流動性の枯渇により取引コスト（取引にかかるリスクを含む）が過大である、②中長期的な市場環境自体が基本ポートフォリオ策定時の想定から大きく変化した、③これ以上のリスク負担に耐えられない（リスク許容度が変わった）、④短期的な期待リターンやリスク等が中長期的なそれと大きく異なる、などではないかと考える。

逸脱の理由が①ならば、速やかに流動性に難のある資産の保有割合の適切性もしくはリバランスルールの実行可能性を検討し、必要に応じ基本ポートフォリオもしくはリバランスルールを策定し直すべきである。②か③であればそもそもの前提が大きく崩れたのだから、基本ポートフォリオ及びリバランスルールを策定し直す必要がある。④については、短期的な見通しが当たる（局面がある）と考えていることと同義である。ならば中長期的観点から策定された基本ポートフォリオを軸とした運用手法自体を見直すべきでないだろうか。いずれにせよ、安易にリバランスルールを逸脱することは避けるべきだが、当時を振り返りリバランスルールの逸脱を検討するに値する事情があったのであれば、運用体制を再検証すべきではないだろうか。

（高岡 和佳子）