

## 戦術的アセット・アロケーション (3)

現在、米国では、戦術的アセット・アロケーション (Tactical Asset Allocation、以後 TAA) を主力商品として提供する運用機関や、株式や債券と同様に、1つのアセット・クラスとして組み込む年金基金が見られる。そこで、今回は、米国における TAA の現状を紹介する。

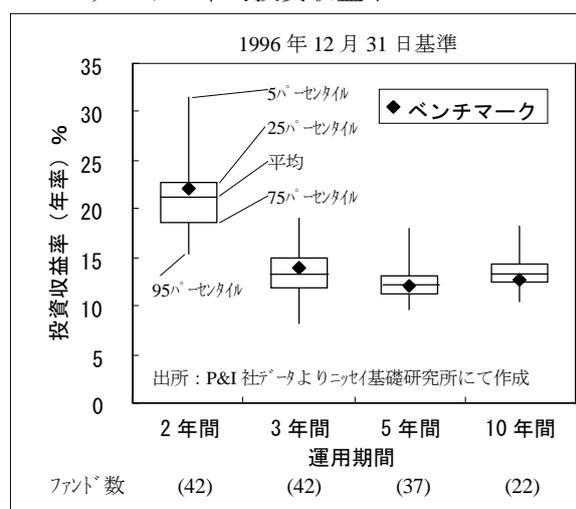
米国における TAA は、1987 年のブラック・マンデー前に、株式の組み入れ比率を低下させて、株価の暴落を回避できたことから、一躍注目を浴びることとなった投資手法である。

TAA は、基本的に株式・債券・キャッシュの 3 資産を投資対象にして、市場環境に応じて最適な資産配分を行うが、株式の割高・割安を判断する際に、例えば、株式と債券間の期待収益率格差を反映した指標として、イールド・スプレッド (株式の予想益利回り - 債券の最終利回り) を利用するケースが多い。イールド・スプレッドが、経験的に、居心地のよい水準 (均衡水準) よりも小さいと、株価が割高と判断して、株式を少なく組み入れるのが、TAA の基本的な戦術である。

株式の予想益利回り (1 株当たり予想利益 / 株価) を求めるのに、大半の運用機関が、マクロ経済指標や株式市場全体の予想益利回りをを用いるトップ・ダウン方式を採用しているが、アナリストの個別企業収益予想を積み上げ、市場全体の期待収益率を求めるボトム・アップ方式を採用している機関も一部に見られる。

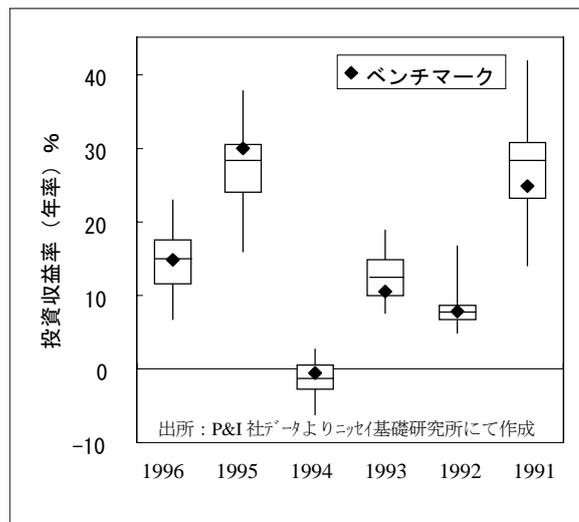
Pensions & Investments 誌の調査によると、TAA ファンドの 10 年間の平均投資収益率 (年率) は、株式 (S&P500) 60%、債券 (長期国債指数) 40% のベンチマークを平均では上回っている。また、数多くのファンドが平均値の周りに集まっているのに対し、平均をかなり上回るパフォーマンスを収めたファンドも少数ある。なお、運用期間が短いところでは、TAA ファンドの平均投資収益率 (年率) がベンチマークを下回っている。

TAA ファンドの平均投資収益率



次に、91年以降の各年のTAAファンドの投資収益率（年率）を示す。91年と93年には、ベンチマークを上回るパフォーマンスを収めたファンドが多かったが、最近では減少している。これは、基本的に逆張り投資であるTAAモデルの中には、株価の上昇局面で、株式の割高サインが出て、組み入れ比率を下げたファンドも多かったものと考えられる。また、技術やノウハウの蓄積が、運用格差の拡大につながっているようである。

TAA ファンドの各年の投資収益率



近年の株式市場の好調により、TAA に対する関心は薄れてきているようであるが、1991 年以降は、米国の年金基金全体の 15% から 18% 程度が TAA を採用している。

TAA を利用している米国年金基金の割合

年 末	1991	1992	1993	1994	1995
TAA 利用率	17%	16%	18%	15%	17%

出所：Hewitt Associates 社

米国の年金基金では、TAA を主に次のように利用しているが、いずれの場合でも、年金基金のリスク許容度と長期投資戦略に合致するように用いられている。

- ① スペシャリスト型：ポートフォリオの 10% から 20% を TAA 運用することによって、基金の基準ポートフォリオに対して超過収益を狙う。
- ② スウィング・マネジャー型：主にリバランスを目的に、ポートフォリオの 5% から 10% を TAA 運用する。TAA サインを利用してリバランスを行って、タイミング効果を得ることと、先物を利用してリバランス・コストを節約することにより、超過収益を狙う。

- ③ トータル・ファンド型：基金の長期目標に従い、ポートフォリオ全体を TAA 運用する。

TAA マネジャーの運用成績格差が顕著になり、多数のスペシャリスト型 TAA マネジャー利用の非効率性が明らかになってきたため、最近では、TAA マネジャーの絞り込みや、海外資産にも運用対象を拡大させたグローバル TAA (GTAA) を採用する動きが強まっている。そこで今回は、GTAA を紹介することとしたい。