

戦術的アセット・アロケーション (4)

近年、米国の年金基金の間では、国内資産のみを対象とした TAA から、他国資産にも運用対象を拡大させたグローバル戦術的アセット・アロケーション (Global Tactical Asset Allocation、以後 GTAA) に関心が移ってきている。そこで、今回は、GTAA を紹介する。

GTAA は、基本的に国内資産だけを投資対象にした TAA の考え方やスキームを、他国市場にも適用することにより発展してきているが、TAA と比べて、2 つの重要な問題がある。

1 つは為替の問題である。他国への投資には、為替リスクが存在し、どのように対処するかで、大きく収益が変わってしまう。とりわけ、最近、為替変動が大きいため、適切に為替リスクを回避できなければ、大きな損失を被る危険性がある。

もう 1 つは、各国の市場が統合されているのか、分断されているのかの問題である。つまり、仮に各国の市場間で資金の出入が効率的で、連動性が高い「統合された」国際市場で、図 1 のような場合には、市場のミスマッチ是正メカニズムを利用して、A 国市場への配分比率を低く、B 国市場への配分比率を高くすることにより、超過収益を得ることができる。

図 1 統合された国際市場

一方、各国市場間での資金の出入が余り効率的でなく、連動性が低い「分断された」国際市場で、図 2 のような場合には、各国市場の統合を前提にした GTAA を実施することは、危険である。

各国市場の均衡ラインが、それぞれ固有要因により決定されている場合には、市場のミスマッチ是正メカニズムによる株式や債券などリスク資産の価格形成が、図 1 の場合と全く反対で、A 国市場に対する配分比率を

高く、B 国市場に対する配分比率を低くすることで、超過収益を得ることができる。

国際市場の統合・分断問題に関するこれまでの多くの実証研究では、「各国市場間の共通変動が一部認められるものの、市場の統合性を明確に支持する証拠が得られていない。」従って、どの GTAA スキームを用いるのかについて、十分な検討が必要である。

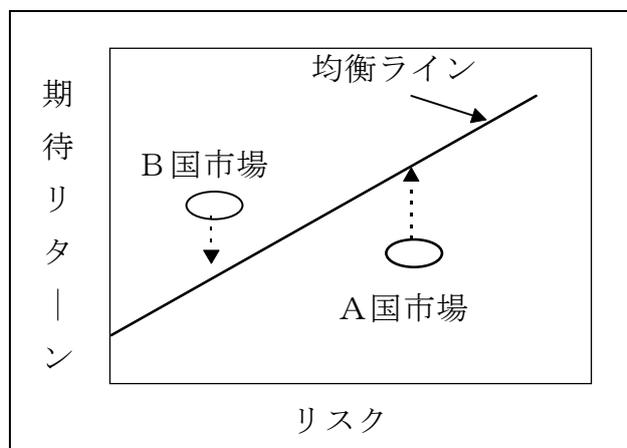
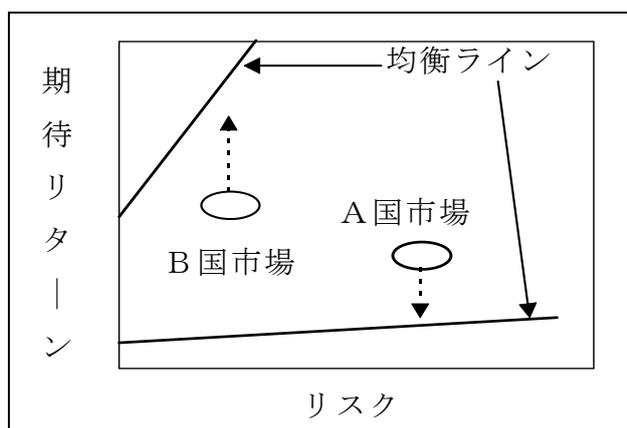
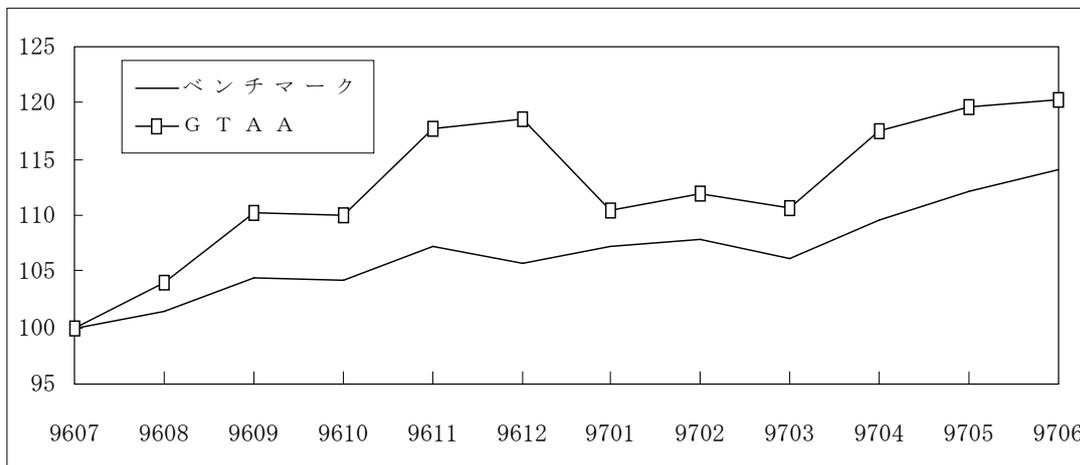


図 2 分断された国際市場



これらの問題を巧く処理できれば、GTAAは、国内TAAよりも安定的に、高収益を得ることが期待される。図3は、日米英の3カ国の株式・債券と、日本のコールの7資産を投資対象としたGTAA（但し、為替はフルヘッジ）の運用例である。GTAAは、ここ1年で約20%と好成績を収め、ベンチマークに対して、超過収益を得てきている。

図3 GTAAの運用パフォーマンス



(注) 当GTAAは、ニッセイ基礎研究所が開発したものである。

なお、ベンチマークはMSCI 70%、ソロモン・ブラザーズ世界国債インデックス 30%を3カ国に修正したもので、円ヘッジ基準である。

さらに、GTAAは、従来の運用と比較して、以下のような実務上のメリットがある。

① 情報・データ収集コストが安価である。

GTAAの多くは、主に各国の金利などのマクロ経済指標を用いているが、必要データ数が少なく、また、比較的入手しやすいため、その分、収集コストが安くて済む。

② 運用が容易である。

各時点で入手可能なデータを客観的に観測し、システムティックに資産配分を決定するため、運用の意思決定が容易であり、また、客観的な方法のため、事後的にパフォーマンス評価や要因分析を通して、手法の信頼性を高めることができる。投資対象国の増加に従い、運用面での容易性が一層優位になる。

③ 取引コストを抑制できる。

GTAAはインデックス売買を基本としていることから、先物取引が可能な市場においては先物を利用することにより、大幅に取引コストを節約することができる。

GTAAは、年金基金にとり有望な運用手法であるが、TAAと同様、資産モデルの予測精度、資産配分スキーム、売買タイミングの巧拙などの要因で、GTAAマネジャー間で運用成績の格差が予想されることから、マネジャー選択には注意を要する。そして、運用を委託する際に、各基金の基準ポートフォリオと整合的なベンチマークを、予め付与することが大切である。