

アセット・アロケーション実践に取引コストの壁

年金基金は、基金の成熟度や掛金負担能力を勘案して、長期アセット・アロケーションを具体的な運用目標として掲げているが、取引コストを考慮すると、この運用目標を厳密に実践することが、必ずしも「最適」とは限らないのである。

一般に、年金資産運用におけるアセット・アロケーションとして、①長期的な積立政策と整合的に策定される投資政策の一つである長期アセット・アロケーション（長期AA）と、②それを運用目標（ベンチマーク）として実践される短期アセット・アロケーション（短期AA）の、大きく2つの方法が考えられている。

3～5年の運用期間を想定した長期AAは、いわゆる政策アセット・ミックスと同義である。通常、将来の期待リターンとリスクの予測を前提に計算した、効率的フロンティア上のアセット・アロケーションから、将来の掛金や給付の予測、母体企業の掛金負担能力などを考慮して（年金ALMのプロセスを経て）選択される。まさに最適なアセット・アロケーションとして決められた長期AAであるが、資産の売買には取引コストがかかるため、長期AAの忠実な実践が、「最適」でない場合がある。具体的に説明しよう。

取引コストがなければ、リスクとリターンで評価して最適な長期AAを、すぐに実践することに問題はない（図1）。ところが、取引コストがある場合は、コストを控除しても期待リターン改善効果がないと、意味のあるリバランス戦略といえない（図2）。例えば、長期AAへの総リバランス・コストが1%かかる場合、その長期AAの想定投資期間（=コスト償却期間）が3年とすれば、期待リターン改善効果が $(1 \div 3 =) 0.33\%$ 以上ないと、リバランスしても無意味である。

図1 取引コストがない場合のリバランス

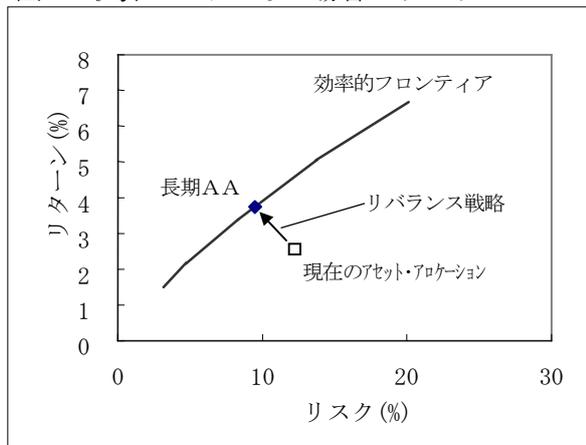
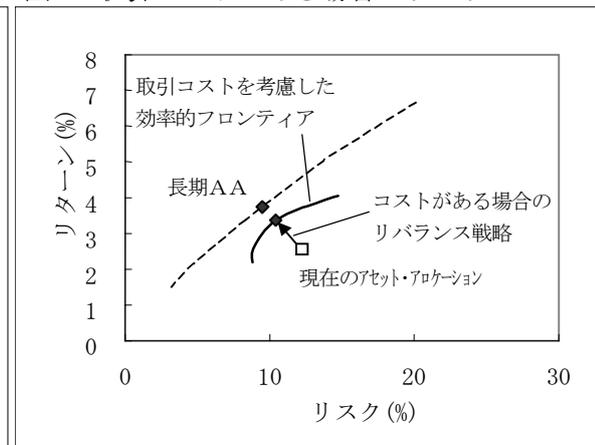


図2 取引コストがある場合のリバランス



また、長期AAに完全に一致したアセット・アロケーションを構築できたとしても、投資対象資産の実現リターンはそれぞれ異なるので、時間の経過と共に、長期AAから乖離していくのは避けられない。仮に、長期AAを維持するために、細かいリバランスを頻繁に行うと、取引コストがパフォーマンスに悪影響を及ぼすことになってしまうのである。

このように、長期AAを運用目標とした投資戦略を実践していく上では、長期AAからの乖離（非効率なアセット・アロケーションをそのまま放置）の修正により高まる期待リターンと、修正に要する取引コストとを考慮して、頻度や金額を調整する必要があるだろう。

多くの基金では、こうした問題に対して、アセット・アロケーションを、長期AAを中心とするアセット・アロケーション幅の中で（各資産毎に「±10%ポイント」という具合に設定して）管理している。この幅は、絶対的な水準として与えるのが一般的であるが、各資産固有のリスク（過去の標準偏差）で調整して決めるなどの工夫も行われている。いずれにしても、母体企業の掛金負担能力などに見合った、リスクの範囲内に収まるように設定する必要があるだろう。

ひとたび長期AAとアセット・アロケーション幅が決まれば、その範囲内で短期AAを構築することになる。短期AAは、①（上述した）取引コストがある場合の、長期AA達成の中間的目標（パッシブ・リバランス）、②TAAのような、アクティブ・アセット・アロケーション戦略の目標（アクティブ・リバランス）、という2つの要因を反映して決められる。

パッシブ・リバランスには、定期リバランス戦略（例えば、3ヵ月毎にリバランスする戦略）や、定率リバランス戦略（アセット・アロケーション幅を超えた場合にリバランスする戦略）などがある。これらの戦略は単純であるが、バイ・アンド・ホールド戦略よりも、高いパフォーマンスを達成するという報告もある（Pension & Investment March 9, 1998を参照）。

また、アクティブ・リバランスは、TAA手法に超過リターン（コスト控除後）がなければ、採用しても意味がない。また、複数ファンドにTAA手法を採用する場合、相殺取引（例えば、あるファンドで株式の組み入れ比率を減少させたのに、別のファンドで増加させている）により、ファンド全体としては、取引コストがかかっただけで、アセット・アロケーションが変わらない可能性に注意が必要であろう。

このように、年金資産運用では、長期AAと短期AAの意味と役割を理解して、取引コストと時間軸を意識した具体的な戦略に基づいて、アセット・アロケーションを実践していくことが重要なのである。