

ミューチュアル・ファンド投資（2） スタイル分析とアセット・アロケーション

ミューチュアル・ファンドを用いて、決定した政策ポートフォリオを実際に構築するには、ファンドのスタイル分析が欠かせない。そこで今回は、詳細なファンダメンタル分析を行わずに、ファンドの実質的なアセット・ミックスを推定する方法を紹介する。

ウィリアム・シャープの提唱したリターン・ベース・スタイル分析手法は、ファンドの過去リターンと様々なパッシブ・インデックスの相関を分析することにより、ファンドの実際のパフォーマンスに最も近かったインデックスの組合せを探るものである。公表された決算時情報だけでは、その瞬間のアロケーションしか把握できないが、この手法では、ファンドについては入手が容易な過去リターンのみで、その期間のポートフォリオを推定できる。

この手法は、ファンドの過去リターンと、各スタイルを代表するベンチマーク・インデックスとを用いて、ファンドとスタイル間の関係を、次の回帰式により分析する。両者の関係が深ければ、そのスタイルのウェイトが大きくなる。

$$R_{pt} = \sum_{i=1}^k W_i S_{it} + e_{pt}$$

ここで、 R_{pt} = ファンドの過去のリターン

W_i = 各スタイル・ベンチマークのウェイト ($W_i > 0$, $W_1 + \dots + W_k = 1$)

S_{it} = 各スタイル・ベンチマークのリターン

e_{pt} = 誤差項 (スタイル・ベンチマークのウェイトやリターンで説明不能な部分)

k = ベンチマーク数

図1 A社「国際株式」ファンドの分析例

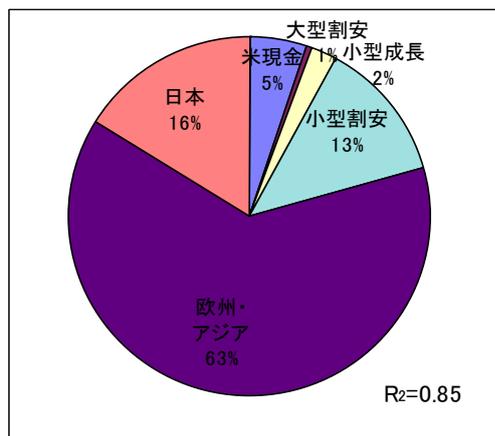
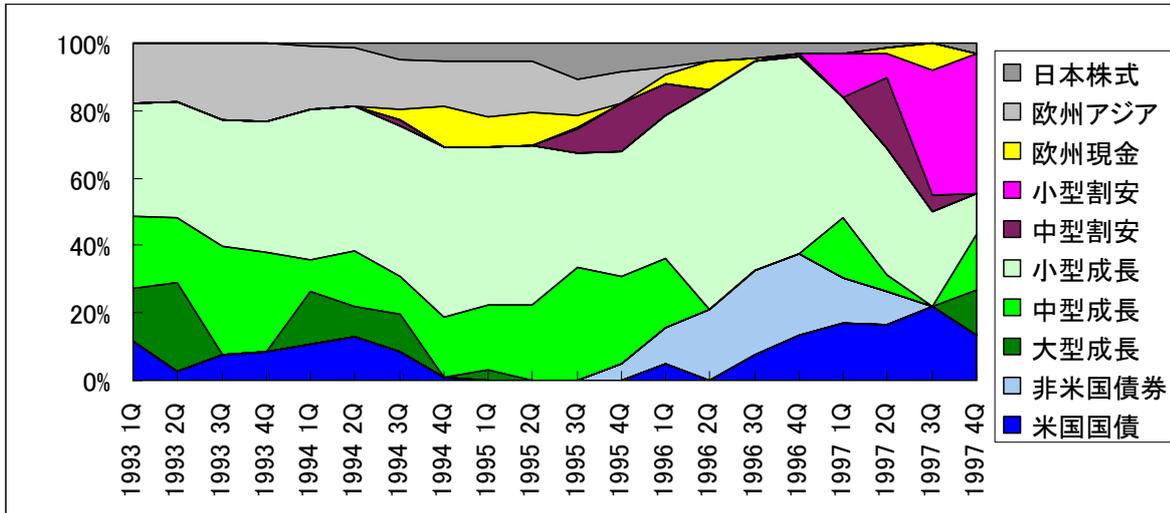


図1は、A社「国際株式」ファンドの、過去5年間の平均ポートフォリオを推定したものである。これは、ファンドがこの期間、平均的に図1のようなアロケーションをしていたのと同様リターンであったことを示している。分析の当てはまり具合を示すR²は85%であった。残りの15%は、分析に用いたスタイル以外の資産の影響、インデックスとは異なるマネジャーの証券選択、マーケット・タイミング、統計誤差などが考えられる。

しかし、この分析は、純粋に計量的手法で、ショートやその他の投資手法も考慮しないため、限界もある。R²が小さいとスタイル推定の信頼性が劣る。公表された保有状況と極端に異なる結果になった場合には、ファンダメンタル分析の必要があるだろう。また、過去の分析で将来のスタイルやパフォーマンスを予測できるとは限らない点も指摘されよう。

図2は、B社「割安型株」ファンドの過去5年間を分析した結果である（R²は83%）が、この期間では、むしろ「成長型株」と同じようなリターンの動きであったことがうかがえる。このように、分析期間におけるスタイルの一貫性をチェックでき、決算時の「粉飾」を発見するのにも有効な手法といえる。また、スタイルの一貫性が見られないファンドは、政策ポートフォリオの構築に用いるのには不向きと考えられる。

図2 B社「割安型株」ファンドのスタイル分析例



各スタイルのリスク、リターン、相関を用いて決定した政策ポートフォリオを、実際に構築する場合には、ファンドのリターンの動きが何と同一になるかということが重要なので、この手法が有効である。シャープは、「あひるのような行動をするのなら、あひるとして扱うべきだ」と述べている。

例えば、図3の政策ポートフォリオ（割安株30%、成長株15%、外国株25%、国債30%）を構築するのに、割安株にB社「割安型株」ファンドを、外国株にA社「国際株式」を組入れると、実質的なポートフォリオは図4のようになってしまう。B社「割安型株」ファンドでは成長株の割合が100%、A社「国際株式」ファンドでは割安株の割合が14%を占めると同じ効果になる可能性があるため、狙った政策ポートフォリオを実現できないだろう。したがって、こういった問題を回避するためにも、このスタイル分析手法が有効といえよう。

図3 政策ポートフォリオ

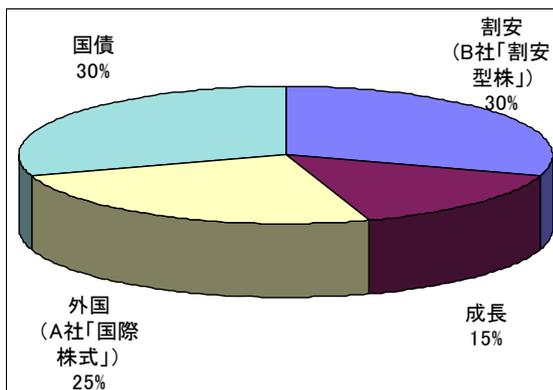


図4 実質的ポートフォリオ

