

アセット・アロケーションの重要性とリバランス（下）

今回は、基本アロケーションが長期投資のリターンに与える影響を分析し、政策アセット・アロケーション策定の重要性を確認した。今回は、政策アロケーションを長期にわたり実行する際に重要となる、ポートフォリオのリバランスについて取り上げる。

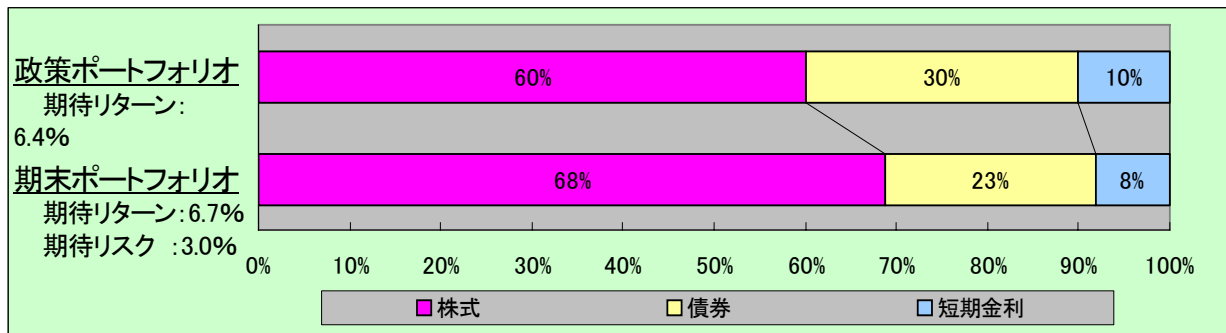
ポートフォリオの当初のアロケーションは、各資産クラスのリターンが異なるので、時間の経過とともに変化してしまうため、適宜、リバランスを行う必要がある。

例えば、市場に対する期待（表1）を前提にして、「株式 60%、債券 30%、短期金利 10%のアロケーションで、期待リターンが 6.4%、リスクが 2.3%」の政策ポートフォリオ（以下、政策）の保有を考える。実現リターンが、「株式 40%、債券 5%、短期金利 2%」とすると、期末時点のポートフォリオは、「株式 69%、債券 23%、短期金利 8%のアロケーションで、期待リターンが 6.7%、リスクが 3.0%」となり、リスクが許容範囲を超えてしまう（図1）。

表 1. 前提条件

資産	リターン	リスク	相関係数		
			株式	債券	短期金利
株式	8.0%	25.0%	1.00	0.13	0.05
債券	4.5%	4.0%	0.13	1.00	0.02
短期金利	2.0%	1.0%	0.05	0.02	1.00

図 1. 政策・期末ポートフォリオ



リバランスを行わないバイ・アンド・ホールド (B&H) 戦略は、一方的に上がる（あるいは、下がる）相場展開では有利といわれる。株式が2期連続で上昇（下落）した場合、1期末時点では、ポートフォリオの株式占率は、政策よりも増加（減少）している。ポートフォリオをリバランスせず、2期目もそのままの占率で保有すれば、株式がさらに上昇（下落）して、政策よりも「結果的には」優れたリターンとなる。しかし、この戦略は、1期末時点で「2期目も株価上昇（下落）が続く」と予測して、「政策よりも大きい（小さい）占率をとる」アクティブ・アロケーションを行うのと変わらないのである。

リバランスは、取引コスト、流動性、リスク許容度、税金等を考慮し、一定のルールで実施する。一般的には、①毎四半期など、定期的に行う方法、②資産の占率と政策の差が、例えば5%を超えた場合など、定率的に行う方法、③標準偏差を用いる方法等がある。③の方法は、定率的な方法（②）の場合、変動性の大きい資産が常にリバランスの必要性を引き起こすため、各資産の変動が標準偏差に一定の係数をかけた範囲内に収まっているかで判断する（係数が1.64であれば、90%の範囲）。しかし、ポートフォリオの内容や市場動向等により、各リバランスの効果が異なるので、どのルールが最適であるかは、一概には言えないのである。

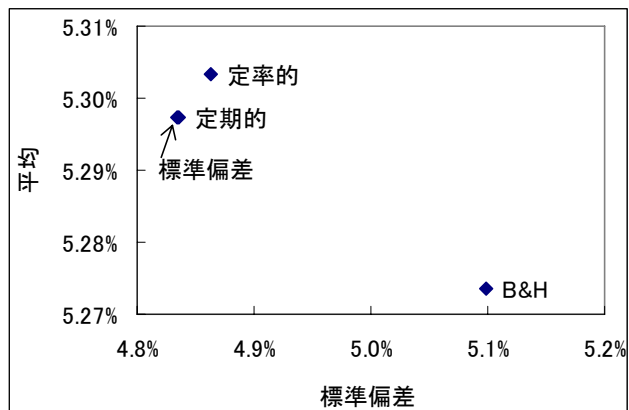
そこで、リバランスの効果をみるため、表1の前提で、政策（株式60%、債券30%、短期金利10%）について、10年間の投資シミュレーションを行った。①定期的（毎年）、②定率的（5%）、③標準偏差（1.64）によるリバランスを実施した場合と、④リバランスしなかった場合（B&H）について、10年後の結果を比較した（表2、図2）。

表2. シミュレーション結果

	平均(年率)	標準偏差
①定期的	5.30%	4.84%
②定率的	5.30%	4.86%
③標準偏差	5.30%	4.83%
④B&H	5.27%	5.10%

(注) モンテ・カルロ・シミュレーション(10000 ケース)を行った。  
リバランスには 0.05%の取引コストがかかると想定した。

図2. シミュレーション結果



10年間の年率リターン（複利）の平均値と標準偏差を比較すると、今回のシミュレーション結果では、いずれのリバランス方法を実施しても B&H より平均値は高く、標準偏差も低くなっており、リバランス効果がうかがえる。

また、このように適宜、政策ポートフォリオとの乖離をリバランスする他に、政策ポートフォリオ自身も修正していく必要がある。これは、「個人投資家の金融資産に対するリスク許容度が、ライフ・サイクルに応じて変化する」と同様に、年金基金のリスク許容度も、キャッシュフローの性格や成熟度に応じて変化するため、それらを反映して修正するのが望ましいためである。