

## (年金運用)：政策アセットミックスへのリバランス

ポートフォリオの資産構成比を政策アセットミックスに戻すリバランスは、当初に決めた政策アセットミックスのリスク・リターン特性を維持するために必要不可欠である。「政策アセットミックスを基軸に据えた運用プロセス」を実のあるものとするためには、各基金固有の実情を踏まえたリバランスルールを策定し、忠実に実行する必要があるだろう。

年金基金のポートフォリオの資産構成比を政策アセットミックスに戻すリバランスは、中長期的観点から策定した政策アセットミックスのリスク・リターン特性を安定維持することが目的である。このリバランスは、「コンスタントミックス戦略」と呼ばれ、いわゆる逆張り戦略の1つである。例えば、政策アセットミックスが「株式 50%/債券 50%」の場合に、株価上昇・債券下落して、ポートフォリオが「株式 55%/債券 45%」となると、値上がりした株式を 5%売却し、値下がりした債券を 5%購入するリバランスを行うのである。

コンスタントミックス戦略は2つのタイプに分類される。1つは「定期型」で、定期的（例：毎年）にリバランス、もう1つは「乖離許容幅型」で、ポートフォリオが政策アセットミックスから乖離して許容幅（例：±5%）に達した場合にリバランスを行う。リバランスルールを策定済みの基金の大半は後者を採用しているが、具体的な中身（乖離許容幅の設定値、ポートフォリオの資産構成比のチェックタイミング等）は様々である。

図表1は、過去の一定期間（1998年4月～2005年11月）における、コンスタントミックス戦略の効果（通期）をリバランス手法別に示している。超過リターンが大きいのは「①毎年度始」と「④乖離許容幅 10%」であるが、それ相応にトラッキングエラー（アクティブリスク）も大きい。一方、トラッキングエラーが相対的に小さいのは、「②乖離許容幅 2.5%」である。なお、運用開始後、全くリバランスを行わない「⑤バイアードホールド」だった場合には、トラッキングエラーが大きい上、超過リターンが大幅マイナスという最悪の結果になっている。

図表1：リバランス手法別のパフォーマンス（対複合ベンチマーク）

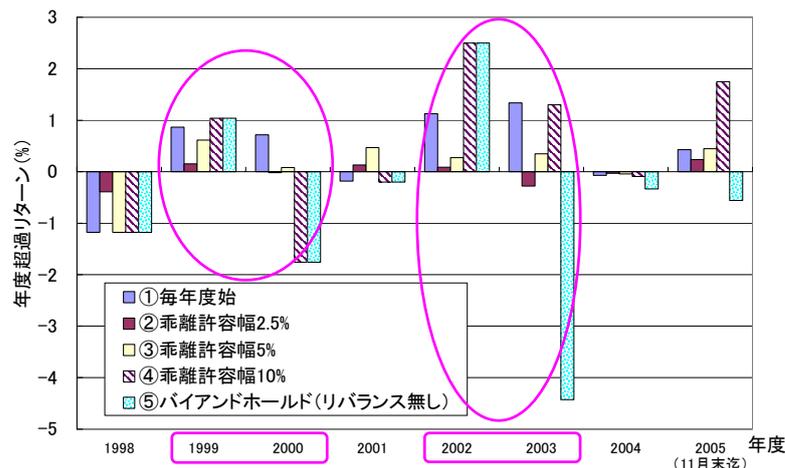
|                | (年率)  |                |              |               |                         |
|----------------|-------|----------------|--------------|---------------|-------------------------|
|                | ①毎年度始 | ②乖離許容幅<br>2.5% | ③乖離許容幅<br>5% | ④乖離許容幅<br>10% | ⑤バイアードホールド<br>(リバランス無し) |
| 超過リターン(%)      | 0.39  | -0.01          | 0.12         | 0.41          | -0.55                   |
| 実績トラッキングエラー(%) | 0.61  | 0.24           | 0.48         | 0.94          | 0.93                    |
| インフォメーションレシオ   | 0.64  | -0.05          | 0.26         | 0.44          | -0.59                   |

(注)・バックテスト期間は1998年4月～2005年11月

- ・ベンチマークは、国内債券：NOMURA-BPI 総合、国内株式：TOPIX（配当込み）、外国債券：シググループ世界国債インデックス（日本除き、円ベース）、外国株式：MSCI-KOKUSAI（グロス配当込み、円ベース）
- ・複合ベンチマークは、各資産のベンチマークを政策アセットミックスで毎月加重平均
- ・政策アセットミックスは、国内債券 40%、国内株式 30%、外国債券 10%、外国株式 20%
- ・取引コストは、売買代金に対して内外債券：0.2%、内外株式 0.5%
- ・乖離許容幅型は、毎月末に資産構成比をチェックし、資産のどれか1つでも乖離許容幅を超過した場合には、直ちに全資産をリバランスして政策アセットミックスへ戻す手法

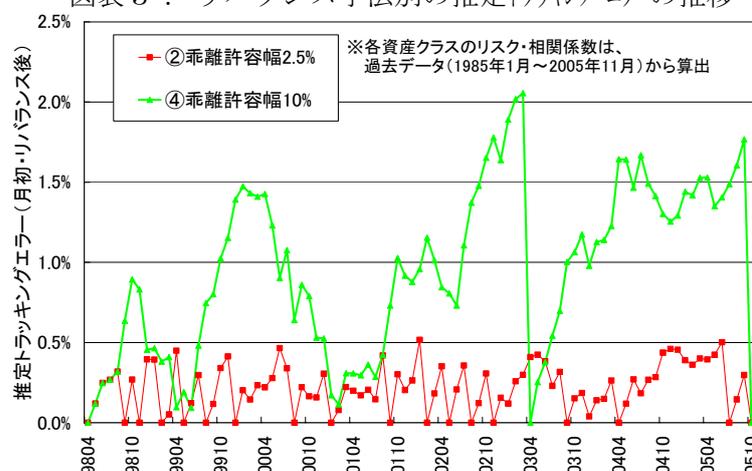
図表 2 : リバランス手法別の年度超過リターン

次に、通期の超過リターンを年度別に分解し、相場局面毎の違いを見てみよう(図表2)。例えば、ITバブル発生(1999年度)・崩壊(2000年度)当時は、1999年度を見れば、乖離許容幅をかなり大きくとってリバランスを少なくする手法(④、⑤)の超過リターンが大きかったが、翌2000年度のマイナス超過リターンは、前年度分のプラスを吹き飛ばしている。



よく似た傾向は、世界同時株安(2002年度)・株高(2003年度)時にも見られる。ただ、「④乖離許容幅10%」は「⑤バイアンドホールド」と異なり、2003年3月末にはじめて乖離許容幅に達し、政策アセットミックスに戻すリバランスを行ったため、その後の株式相場上昇の恩恵を享受できた。

図表 3 : リバランス手法別の推定トラッキングエラーの推移



このように、相場付きや評価期間によって超過リターンの優劣は変わるため、超過リターンの観点からリバランス手法を一概には決定できない。そもそも、政策アセットミックスへのリバランスは、事前には超過リターンの獲得を意図しておらず(結果的に得られることもあるが)、あくまでも当初に決めた政策アセットミックスの維持が目的であり、「資産配分におけるパッシブ戦略」とも言えるのである。

したがって、相場が変動しても、政策アセットミックス策定時の中長期リスク・リターンなど前提条件や母体企業・基金のリスク許容度に変化がない限りは、アクティブリスクのコントロールに徹すべきだろう。典型的な基金では、各資産クラス内ととっているトラッキングエラーの合計が1%前後と言われているのと比べて、政策アセットミックスからの資産構成比の乖離に起因する「意図せざる」トラッキングエラー(図表1は実績値、図表3は推定値)がその水準に肩を並べるようでは、効率的なリスクテイクではないかもしれない。

以上の通り、リスク管理の視点に立って、政策アセットミックスと実ポートフォリオの乖離度合い、リバランスに伴う取引コスト、掛金・給付のキャッシュフロータイミング等を考慮し、規律正しく実行可能なリバランスルールを策定し、相場の短期動向に左右されずに忠実に実行することが肝要だろう

(佐々木 進)