

(資産運用)：愚直にリバランスルールを守るべきか

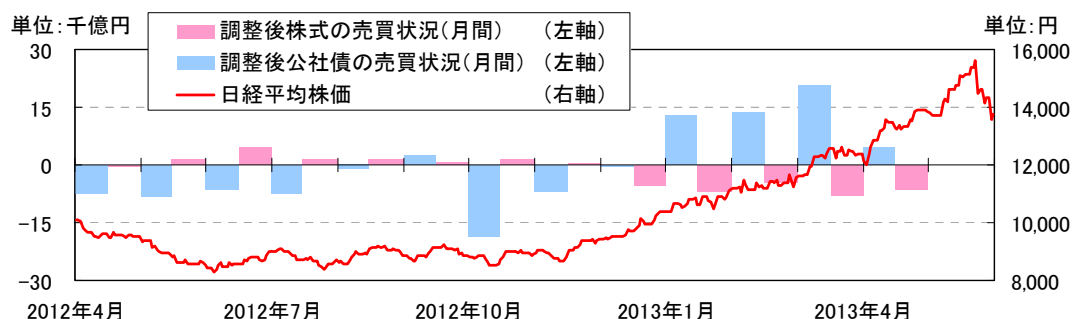
昨年秋に株価が反転し、多くの年金基金が年始から年度末にかけてリバランスを実施したようだ。その後も株価の上昇は続いた為、事前に定めたルール通りにリバランスを実施することの正当性に疑問を持った担当者もいるかもしれない。本稿では、相場動向に一喜一憂することなく、リバランスルールを遵守することの重要性を再確認する。

多くの年金基金は、リスク許容度や中長期的な期待リターン及びリスクなどを前提に、最適な基本ポートフォリオを策定し、その基本ポートフォリオを軸とした運用を行っている。資産価格が日々変動するため、基本ポートフォリオを軸とした運用を維持するには、実際のポートフォリオを基本ポートフォリオに回帰させる投資行動（以下、リバランス）が不可欠となる。

概して市場が大きく変化した時ほど、基本ポートフォリオからの乖離が大きくなる。そのため、市場が大きく変化している最中に、リバランスの要否を判断する必要性が生じやすい。しかし、そのような状況で、要否を冷静に判断することは難しい。その対策として、事前にリバランスを行う条件やその方法（以下、リバランスルール）を定める意味がある。ならば、昨年秋から始まった国内株式の急騰や円安を受け、多くの年金基金が年始から年度末にかけてリバランスを実施したはずである。

そこで、信託銀行の株式と公社債に対する売買状況の推移から、リバランス実施時期の把握を試みる。リバランス実施時期を分かりやすくするため、各月の売買状況から中長期的な平均（2003年1月～2003年4月の単純平均）を控除し、公社債特有の償還や基本ポートフォリオの長期的トレンドの効果を調整した。図表1の棒グラフが調整後の売買状況であり、これが正の場合に買い越しを意味する。これより、国内株式相場が上昇に転じて、間もなく株式を売却する一方、公社債を購入したことが確認できる。もちろん、年金基金のリバランスだけの影響ではないだろうが、おおかた1月から3月にかけて、株式から公社債へのリバランスが実施されたようだ。

図表1：信託銀行の売買状況（2012年4月～2013年4月）



(資料) 株式の売買状況は東京証券取引所公表の「投資部門別 株式売買状況」(東証第一部)より
公社債の売買状況は日本証券業協会公表の「公社債投資家別売買高」より作成

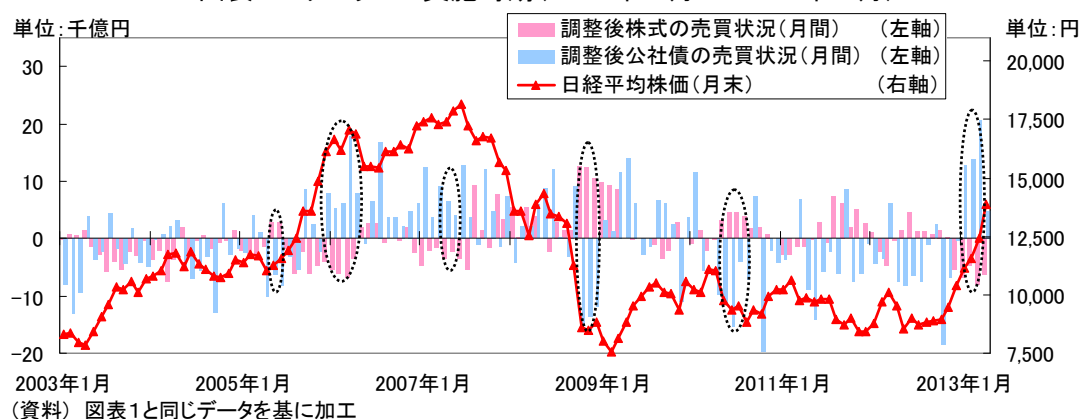
本来、リバランスの目的は、基本ポートフォリオの維持であり、追加的なリターンの獲得ではない。加えて、短期的相場観でリバランスの要否や実施タイミングを判断する結果、中長期的視点で策定した基本ポートフォリオからの乖離を容認することは資産運用方針の一貫性の点で問題がある。このように頭では理解していても、リバランス後も株価急騰が継続すると、リ

バランスルール通りに実施したことの正当性に自信を失くした担当者もいるのではないだろうか。そこで、本稿では数ヶ月程度のリバランスタイミングの差が中長期的リターンに与える影響の程度を確認する。

まず、より期間の長い売買状況データを用い、中長期的なリバランス実施時期を推測する。具体的には、①株式、公社債共に調整後の売買状況の大きさが一定程度ある、②株式と公社債で売買の方向が異なる、③そのような状況が2ヶ月以上継続する、これら全てを満たす場合に中長期的なリバランス実施時期であると推測した。図表2の点線で囲んだ時期が、中長期的なリバランス実施時期である。

次に、リバランス実施時期毎に、最良の実施月と最悪の実施月を抽出する。具体的には、株式を売却する一方、公社債を購入する時期であれば、実施時期のうち最も株価が高い月を最良の実施月とし、最も株価が低い月を最悪の実施月とした。公社債を売却する一方株式を購入する時期はこの逆である。

図表2: リバランス実施時期(2003年1月~2013年4月)



最後に、国内債券と国内株式の占率がそれぞれ50%の基本ポートフォリオを前提に、常に最良の実施月にリバランスした場合、最悪の実施月にリバランスした場合それぞれのリターンやトラッキングエラーを算出した(図表3)。当然、最悪の実施月にリバランスするより最良の実施月にリバランスした方がリターンは高い。しかし、その差は僅かである。最良の実施月にリバランスした方が、トラッキングエラーが高いことを踏まえると両者の優劣はつけがたい。加えて、いずれの場合もリバランスを実施しない場合と比較すると、リターン、トラッキングエラー共にはるかに良い。

つまり、リバランスルールに則り運用することで、過大なリスクテイクを回避することに意味はあるが、中長期的には数ヶ月程度のリバランス実施時期のズレは些細な問題といえる。どうせ相場動向を事前に察知することはできないのだから、相場動向に一喜一憂すること無く、愚直にリバランスルールを遵守することが重要なのだ。

図表3: リバランス実施月別リターン、トラッキングエラーなど

	リターン(年率)	超過リターン①	トラッキングエラー②	①/②
基本ポートフォリオ	4.1%	---	---	---
最悪の実施月に実施	4.6%	0.5%	1.1%	0.5
最良の実施月に実施	4.8%	0.8%	1.2%	0.6
リバランス実施せず	3.8%	-0.3%	1.6%	-0.2

(高岡 和佳子)