

スをもても明らかなとおり、当該資産のリスクは決して小さくない)を積極的に取ることができ、また仮にダウンサイド・リスクが発現し積立不足に陥ったようなときでも追加拠出をいとわないような企業の年金であれば、株式の組入比率を高めることができる。その一方で、わが国の代表的な公的年金である年金資金運用基金では、そのような追加拠出を行うスポンサーが存在しないため、リスク許容度が小さく、したがって債券の組入比率が高くなる。

リスク管理の一環としてのリバランス

長期基本ポートフォリオを決めても、その後の市場動向によって当該資産構成比率は大きく変動し得る。例えば、株式市場が上昇すれば株式の組入比率が高まり、結果としてポートフォリオ全体のリスクが大きくなる。各年金がそれぞれのリスク許容度の大小に応じて決めた長期基本ポートフォリオからの乖離は、リスク許容度からの乖離をもじゃっ起する。そこで、リスク管理が必要となる。乖離が一定以上の大きさとなると、年金は長期基本ポートフォリオの資産配分比率に戻すために資産配分を定期的に変更する。これをリバランスと呼ぶ。当該プロセスは、通常、極めて機械的に行われ、短期的な相場観や市場見通しといったものとは相容れないものである。

リバランスを行うことは、結局、相場が上がれば多くの投資家が強気になって買うようなときに売り、また逆にそのような投資家が売るもしくは買い控えるような、相場が下がる局面でむしろ買い増すことを、意味する。冒頭で述べた、年金による一見「非常識」な行動はこのようにしてもたらされる。

(図表3) T A Aについての論文の事例

・最も高い収益率が期待されるはずの当期末のアセットミックスによるパフォーマンスが、実際に一番高くなった会社は1社もない。

資産運用会社	各期初決定のアロケーションを前提とした全14四半期のポートフォリオ全体の平均リターン		
	前期末	当期末	次期末
A	1.62%	1.56%	1.64%
B	1.26	1.18	1.30
C	1.61	1.53	1.60
D	0.85	0.76	0.75
E	2.48	2.41	2.33
F	1.76	1.75	1.90
G	1.44	1.50	1.58
H	1.26	1.26	1.28

(注) 1990年4月～1993年12月の全14四半期について、前期末・当期末・次期末の各期初に決定された資産配分比率をもとに当期中のポートフォリオ全体の実績リターンを算出。もし、当期末の市場見通しが正しければ、当期末のリターン(中央)が前期末ないし次期末のそれよりも高くなるはず。

(資料) 「年金資産運用における政策アセットミックス」(寺田徳、証券アナリストジャーナル、1994.4)からの要約。

短期的な相場観に基づく売買で儲かるのか

以上において、長期的な視点を特長とする年金の投資行動について説明した。最後に、それでは年金は、短期的な相場観や市場見通しに基づく売買をどのように捕らえているのか、この点についても言及しておく。長期基本ポートフォリオの策定と対比して、そうした投資行動を取ることを通常、T A A (Tactical Asset Allocation、戦術的資産配分)と呼ぶ。

過去のパフォーマンス・データ等(図表3)を見るかぎり、内外の資本市場はやはり、かなり効率的だということがわかる。つまり、多くの市場参加者が懸命に経済や市場を分析していることもあって、市場のベンチマークを上回るリターンを持続的に得ることはかなり困難とみられる。

以上から、数多くの年金投資家においては、短期的な相場見通しに基づく売買よりも、長期的なリスクとリターンのトレード・オフに依拠した長期基本ポートフォリオの策定と、それに伴うリスク管理としての機械的なリバランスを、投資行動の基本的な指針としているのである。

(和田俊雄 03-5252-6713)