

野村証券
フィデューシャリー・マネジメント部
古林 大輔

多様化したマルチアセット戦略から適切なファンドを選定するために

投資対象資産(戦略)の拡大や非伝統的投資手法の積極的な活用により、マルチアセット戦略におけるリスク・リターン・ファンド間格差は大きくなっています。本稿では、年金基金が投資目的に適したファンド選定を行う際の手法について紹介します。

マルチアセット戦略とは

マルチアセット戦略とは、複数の資産(戦略)に分散投資を行う運用手法です。似たような用語にバランス型運用があります。バランス型運用は伝統的4資産を投資対象とし、資産配分の調整を事前に定められた比率と許容乖離幅を基準としたリバランスで、パフォーマンス測定をベンチマークに対する超過収益で行うことが一般的です。

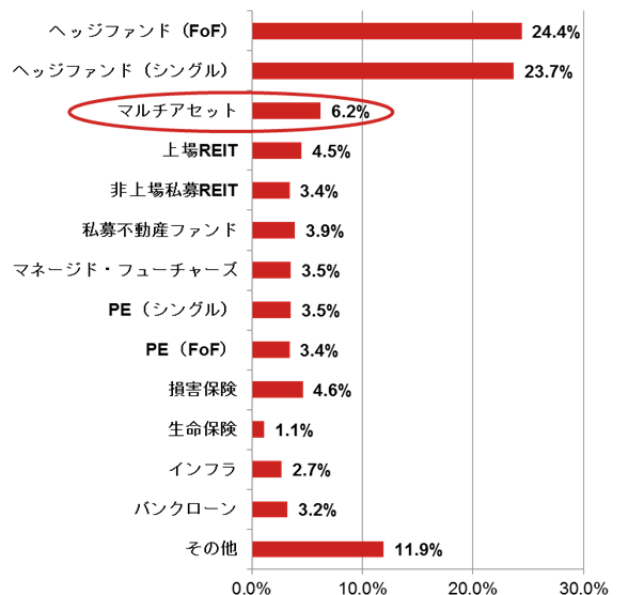
一方で、マルチアセット戦略は投資対象をコモディティ、不動産、ヘッジファンドなどのいわゆるオルタナティブ資産まで広げ、資産配分を市場環境や経済見通しに応じて柔軟に変更可能とすることで、ベンチマークを持たない中長期的な絶対収益の獲得を目標としている点が特徴です。

最近では、2007年から2008年にかけて発生した金融危機などのリスク回避局面で伝統的資産とオルタナティブ資産の相関が高まった結果、十分な分散効果が得られなかった反省から、ショートやレバレッジを積極的に活用することでリスク抑制や収益追求を図ったり、先物やデリバティブを用いて低コストで機動的なエクスポージャー管理を可能としたりするなど、より短期目線の投資戦略を実施するファンドが増えています。

マルチアセット戦略の採用状況

マルチアセット戦略の本邦年金基金からの採用実績は、従来からあるバランス型運用の延長線上として安心感があるためか、オルタナティブ資産のなかで比較するとヘッジファンドに次いで高い水準となっています(図表1参照)。

図表1 オルタナティブ投資の商品構成割合



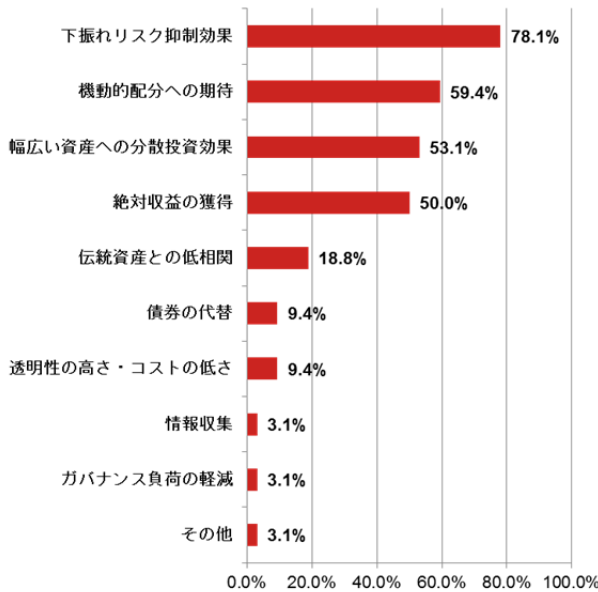
(出所) 企業年金連合会資料より野村証券フィデューシャリー・サービス研究センター作成

野村年金マネジメント研究会

このレポートは、年金基金運営及び企業財務業務の参考となる情報の提供を目的としたもので、これらに関する特定の戦略や手法をご提言するために作成したものではありません。年金基金運営及び企業財務業務はご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、野村証券及び野村グループ各社から直接提供するという方法でのみ配布致しております。提供されましたお客様限りでご使用下さい。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村証券、野村資本市場研究所及び野村総合研究所に帰属しており、電子的または機械的方法を問わず、またいかなる目的であれ、無断で複製し又は転送等を行わないようお願い致します。

また、実際にマルチアセット戦略を採用している、もしくは採用を検討している年金基金が当戦略に期待している役割は、「リスク抑制」、「機動的配分への期待」、「分散投資効果」、「絶対収益の獲得」など幅広く、それぞれの割合の高さから何点か重複した期待を持っていることが伺えます(図表2参照)。

図表2 マルチアセット戦略を採用・検討する目的



(出所) オール・インより野村証券フィデューシャリー・サービス研究センター作成

しかしながら、年金基金が期待しているこれらの役割全てを高い水準で満たすファンドを組成することは困難であるため、運用会社は一定の部分を犠牲にしながら、特定のニーズに特化したファンドを提供しているのが実情です。マルチアセット戦略への投資を検討する年金基金としては、数あるファンド群の中から、投資目的に適しているファンドを如何に選定するかが重要なポイントとなります。

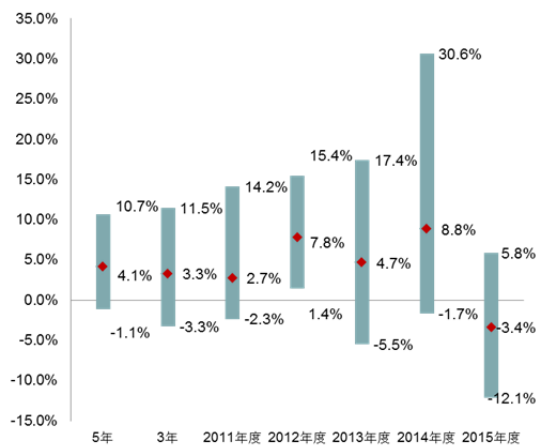
リスク・リターン分布

弊社でマルチアセット戦略と定義した71ファン

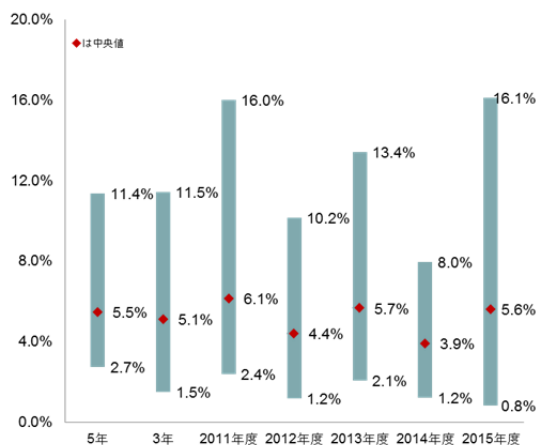
ド¹についてリスク・リターンの分布を確認するとファンド間格差が大きいことが分かります(図表3参照)。これは前述の通り、投資ホライズンの変化や投資対象資産(戦略)の広がり、ショート・レバレッジなどの非伝統的投資手法を積極的に活用するなど、ファンドの運用プロセスが多様化したことが要因だと考えられます。

図表3 マルチアセット戦略のリスク・リターン分布

<年率リターン>



<年率標準偏差>



(注) 計測期間は2016年3月末まで
(出所) 野村証券フィデューシャリー・サービス研究センター作成

¹ 投資対象、設定・解約の頻度、解約事前通知やロックアップの有無、資金償還の早さ、NAV計算のタイミング、運用報酬の水準を基準として抽出しています。

野村年金マネジメント研究会

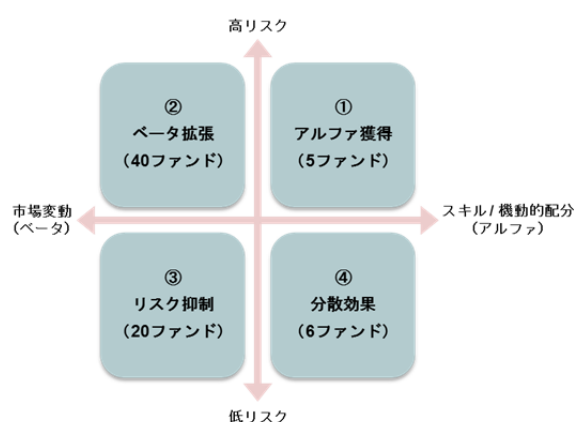
このレポートは、年金基金運営及び企業財務業務の参考となる情報の提供を目的としたもので、これらに関する特定の戦略や手法をご提言するために作成したものではありません。年金基金運営及び企業財務業務はご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、野村証券及び野村グループ各社から直接提供するという方法でのみ配布致しております。提供されましたお客様限りでご使用下さい。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村証券、野村資本市場研究所及び野村総合研究所に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、またいかなる目的であれ、無断で複製し又は転送等を行わないようお願い致します。

定量スクリーニングによる分類

弊社では、マルチアセット戦略におけるリスク・リターンのファンド間格差が広がっているなか、定量的なスクリーニングを通じて4象限に分類することで効率的なファンド選定と合理的な投資判断を可能にする手法を提案しています。

具体的には、横軸をファンドの収益源泉がベータかアルファかどちらに依存しているかの割合で、縦軸をファンドのリスク水準の高低で散布図を作成し、候補となっているファンドがどの象限に位置付けられるかによって適切な投資目的を特定します²(図表4参照)。なお、ここでのベータとは各種証券市場の価格変動に対する連動性のことを、アルファとはマネジャーによる銘柄選択やポートフォリオの機動的配分スキルのことを意味しています。

図表 4 4象限に分類したマルチアセット戦略



(出所) 野村証券フィデューシャリー・サービス研究中心作成

分類毎に適した投資目的

図表4の通り、それぞれの象限に分類されるファンドのリスク・リターン特性から、①アルファ獲得型、②ベータ拡張型、③リスク抑制型、④分散効果型と命名しています。

①のアルファ獲得型は市場変動に左右されない短・中期的な絶対収益の獲得を目的として、機動的配分変更を収益追求とリスク抑制目的の両面で行っているファンドが多く見受けられます。

②のベータ拡張型は幅広い市場における長期的な絶対収益の獲得を目的として、長期間の市場予測やマクロ経済見通しを基にした、ロングオンリーで機動的配分変更が控え目なファンドが多く見受けられます。

③のリスク抑制型は機動的配分変更を全資産のキャッシュ化やリスク資産から安全資産への移行など、リスク抑制目的に活用しているファンドが多く見受けられます。

④の分散効果型は機動的資産配分変更を、ポートフォリオ内の資産・戦略間の相関を低水準に維持することを通じて分散効果を最大限発揮することを目的に活用しているファンドが多く見受けられます。

これらの特徴を鑑みると、例えば既に特化型運用を組み合わせるような、資産規模の大きい年金基金にとっては②のベータ拡張型はメリットが小さくなる可能性が高いですが、資産規模が小さい年金基金にとっては少額で分散投資が可能となるのでメリットは大きいと考えられます。

一方で、ヘッジファンドのような短・中期的な絶対収益の獲得をマルチアセット戦略に期待する場合は、リターンに対するベータ寄与が大きい②のベータ拡張型ではなく、アルファ寄与が大きい①のアルファ獲得型や④の分散効果型から選定する方が望ましいと言えます。

² 分析に使用したファクターやインデックス、分類毎のリスク・リターン分析などの詳細は2016年9月発行の拙稿(フィデューシャリー・リサーチ No.47「多様化したマルチアセット戦略の活用手法」)をご参照ください。

野村年金マネジメント研究会

このレポートは、年金基金運営及び企業財務業務の参考となる情報の提供を目的としたもので、これらに関する特定の戦略や手法をご提言するために作成したものではありません。年金基金運営及び企業財務業務はご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、野村証券及び野村グループ各社から直接提供するという方法でのみ配布致しております。提供されましたお客様限りでご使用下さい。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村証券、野村資本市場研究所及び野村総合研究所に帰属しており、電子的または機械的方法を問わず、またいかなる目的であれ、無断で複製し又は転送等を行わないようお願い致します。

また、本邦年金基金がマルチアセット戦略に期待する役割で最も多い下振れリスク抑制に対しては③のリスク抑制型か④の分散効果型が適しています。なお、③のリスク抑制型は伝統的資産(特に債券)の組み入れが相対的に多いため、低金利・マイナス金利環境下での期待リターン低下について留意が必要となります。

おわりに

定量スクリーニングを活用することによって、年金基金の投資目的に適切なファンド選定を可能とすると同時に、モニタリングの基準がはつきりするというメリットがあります。

すなわち、マルチアセット戦略への投資を検討する際に考慮すべき事項として、ポートフォリオ全体に与えるリスク面でのインパクトの計測・管理が複雑化してしまうという点がありますが、事前に各ファンドの投資目的を明確にしておくことで、「本当にアルファを獲得できているのか?」、「リスク抑制に役立っているのか?」など定性的に判断することが容易になります。

短期的なパフォーマンスに惑わされるのではなく、年金基金が期待する役割を果たせるのか、果たせているのか、という観点でファンドを選定・評価することが肝要です。

— 次号のお知らせ —

次号は

10月3日(月)

発行予定です。

野村証券からのお知らせ

当社で取り扱う商品等へのご投資には、各商品等に所定の手数料等(国内株式取引の場合は約定代金に対して最大1.404%(税込み)(20万円以下の場合、2,808円(税込み))の売買手数料、投資信託の場合は銘柄ごとに設定された購入時手数料(換金時手数料)および運用管理費用(信託報酬)等の諸経費、等)をご負担いただく場合があります。また、各商品等には価格の変動等による損失が生じるおそれがあります。商品ごとに手数料等およびリスクは異なりますので、当該商品等の契約締結前交付書面、上場有価証券等書面、目論見書、等をよくお読みください。

野村証券株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第142号
加入協会/日本証券業協会、一般社団法人 日本投資顧問業協会、一般社団法人 金融先物取引業協会、一般社団法人 第二種金融商品取引業協会

弊誌の記事はバックナンバーも含めて野村年金マネジメント研究会のホームページでご覧頂けます。当ホームページは、年金スポンサー限定のサービスとなっております。ご利用を希望される方は、次のURLにてご登録をお願い致します。

<http://nenkin.nomura.co.jp>

編集:野村証券フィデューシャリー・サービス研究センター、野村資本市場研究所、野村総合研究所

発行:野村証券フィデューシャリー・サービス研究センター(野村年金マネジメント研究会事務局)

〒100-8130 東京都千代田区大手町2-2-2
アーバンネット大手町ビル

TEL: 03 (6703) 3991 FAX: 03 (6703) 3981

Email: nenkin@jp.nomura.com

野村年金マネジメント研究会

このレポートは、年金基金運営及び企業財務業務の参考となる情報の提供を目的としたもので、これらに関する特定の戦略や手法をご提言するために作成したものではありません。年金基金運営及び企業財務業務はご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、野村証券及び野村グループ各社から直接提供するという方法でのみ配布致しております。提供されましたお客様限りでご使用下さい。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村証券、野村資本市場研究所及び野村総合研究所に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、またいかなる目的であれ、無断で複製し又は転送等を行わないようお願い致します。