

本邦におけるマルチアセット運用

目次

- I. はじめに
- II. 運用手法によるマルチアセット運用の分類と特徴
- III. リスク管理の観点によるマルチアセット運用の分類と特徴
- IV. 終わりに

資産運用部 資産運用課 課長 上塚 浩倫
 藤原 宏太
 佐藤 豪

I. はじめに

近年、年金基金等の本邦投資家(以下、「本邦投資家」とする)において「マルチアセット運用」の拡大が進んでいる。

本邦投資家における資産運用は現在に至るまで、国内株式・国内債券・外国株式(先進国)・外国債券(先進国)といった伝統的資産(以下、「伝統的資産」とする)を中心とした政策アセットミックスの構築や、運用機関が提供する伝統的資産によるバランス型プロダクトへの投資が中心となっている。

しかしながら長期的な視点で振り返ると、先進国の高齢化に伴う労働力人口の減少と期待潜在成長率の低下、あるいは期待インフレ率の低下などを背景に主要国の長期金利は低下の一途を辿り(図表1)、国内株式の運用パフォーマンスの低下もあり、安定的な運用利回りの確保は本邦投資家にとっての課題となった。

図表1：主要国における長期金利の推移



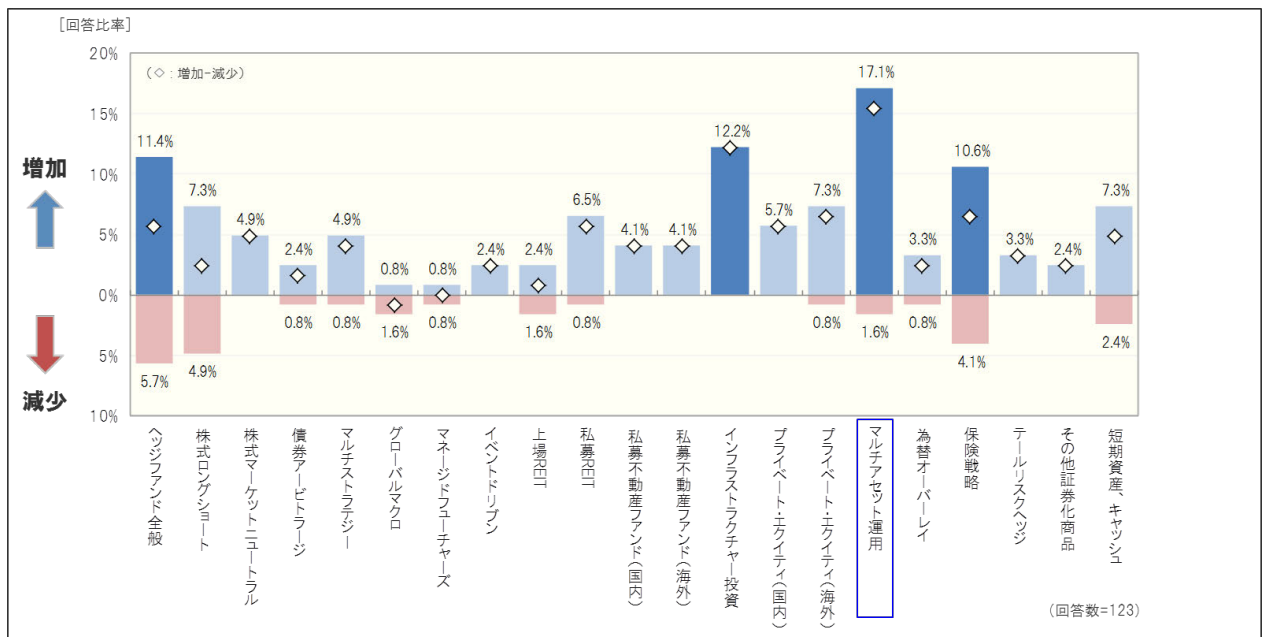
出所：Bloomberg より三菱UFJ信託銀行作成

そのような環境下、金融市場のグローバル化や規制緩和も後押しとなり、特に2000年代以降は新興国への投資や不動産投資、ヘッジファンドへの投資など、いわゆる「オルタナティブ投資」が本邦でも拡がりを見せるようになったのだが、リーマンショックや欧州債務危機等の金融危機が発生した際、伝統的リスク資産とともにオルタナティブ資産も一斉に値を崩し、想定していた分散効果が得られなかったことや、許容乖離幅に関する制約等から機動的な資産配分ができなかったことなどが、従来型運用の問題点として浮き彫りになった。

直近では各国で大規模な金融緩和政策が取られたこともあり、足元に渡って長期金利は歴史的な低水準まで低下している。運用利回りの確保はより困難な状況で、債券運用・株式運用いずれにおいても絶対収益追求型運用プロダクトへのニーズが高まってきている。

こういった背景からマルチアセット運用に対しても本邦投資家のニーズは高まっており、当社が2015年7月～8月にかけて年金運用関係者を対象に実施したアンケートでも、マルチアセット運用に高い関心が寄せられていることが分かった(図表2)。

図表2：今後1年程度における、特化運用商品の保有スタンス
(その他オルタナティブ)



出所：三菱UFJ信託銀行作成

本稿では、今後さらなる拡大が期待されるマルチアセット運用について、運用手法やリスク・リターン特性などのプロダクトごとに異なる戦略や特徴について整理・考察を行う。

Ⅱ. 運用手法によるマルチアセット運用の分類と特徴

「マルチアセット運用」の定義は必ずしも明確ではないが、「伝統的資産を中心としながら、オルタナティブ資産などの非伝統的資産も含む複数資産間で戦略的・機動的に資産配分を行う」という運用戦略を指すことが一般的である。しかしながら運用商品や資産構成、リスク管理を含む運用手法は各社提供のプロダクト毎に多岐に渡る。本章以降、各戦略やプロダクトの特徴を運用手法およびリスク管理の観点から整理・考察する。

1. 投資対象資産による分類と特徴

マルチアセット運用における投資対象資産の範囲は運用機関が提供するプロダクト毎に様々であるが、プロダクトのコンセプト毎に概ね以下のとおり分類できる(図表3)。

図表3：コンセプト毎の投資対象資産の主な分類

コンセプト	主な投資対象資産	特徴
バランス型運用にリスクコントロール機能を付加	伝統的資産、キャッシュなど	<ul style="list-style-type: none"> 市場環境(リスクオン・オフ)やポートフォリオ全体のボラティリティに応じて、各資産間の配分比率やキャッシュ比率を調整することでリスクコントロールを図る 伝統的資産に加えキャッシュを一つの資産と見做すもので、従来のバランス型運用に近い形態
オルタナティブ資産組み入れによるリスク分散・リターン安定化	伝統的資産、新興国資産、クレジット、不動産、コモディティなど	<ul style="list-style-type: none"> 投資対象資産を拡げ機動的な資産配分を行うことでリスク分散を実現 オルタナティブ資産については比較的流動性が高い資産への投資に限定するため、解約等も日次で対応可能なプロダクトが多い
高プレミアム資産への投資によるリターン源泉の拡大	伝統的資産、新興国資産、クレジット、不動産、コモディティ、インフラ、ヘッジファンド型商品など	<ul style="list-style-type: none"> 比較的流動性の低い資産(流動性プレミアムの高い資産)などへの投資により、リターン源泉を拡大 多様な資産への投資によりリスク分散も実現 ヘッジファンド型商品への投資などベータ以外のリスクを取るプロダクトも存在

出所：三菱UFJ信託銀行作成

具体的な投資対象資産の組み合わせは、以下のような観点から決定されることが考えられる。まず運用上の制約という観点では、対象となる個別資産についての運用ノウハウがあるか(信頼できる外部運用機関を選定する方法も考えられる)、投資するためのシステムインフラが整備されているか、十分なリスク管理は可能か、といった点から投資対象資産が決まってくるだろう。また本邦投資家のニーズという観点からは、商品の複雑さや、解約に係る流動性、ヘッジファンドやプライベートエクティ等に投資する場合はその投資内容の透明性などが、投資対象資産を選ぶ上でのポイントとなる。

本項の最後に、マルチアセット運用において主に投資対象とされている資産をアセットクラス別に整理した(図表4)。どのような資産が投資対象とされているか、あるいは本邦投資家においては規約やルールに逸脱する資産がないかなどを確認する際に参考とされたい。

図表4：アセットクラス別の主な投資対象資産

	伝統的資産		非伝統的資産
株式	国内株式	外国株式 (先進国)	新興国株式
債券	国内債券	外国債券 (先進国)	新興国債券
			物価連動債
			投資適格社債
			ハイイールド債
CB			国内CB
			海外CB
コモディティ			貴金属
			エネルギー
			農産物
不動産			不動産株式
			J-REIT
			海外REIT
インフラ			インフラ株式
			インフラ債券
通貨			先進国通貨
			新興国通貨
その他			キャッシュ
			ボラティリティ資産(VIX等)
			プライベートエクイティ
			保険商品(CATボンド等)
			ストラクチャードファイナンス
			ヘッジファンド型商品

出所：三菱UFJ信託銀行作成

2. 運用判断手法による分類と特徴

個別資産におけるアクティブ運用では対ベンチマークでの超過収益、いわゆる「アルファ」の獲得を目的とするが、マルチアセット運用は、各資産については代表的な指数に連動する有価証券、いわゆる「ベータ」への投資が中心で、あくまで戦略的・機動的な資産配分によりポートフォリオ全体における収益獲得もしくはリスク分散に主眼が置かれているプロダクトが多い。本項ではマルチアセット運用の要諦といえる資産配分に係る運用判断手法について、いくつかの分類に分けて特徴を述べたい。

(1) クオオンツ(システム)型

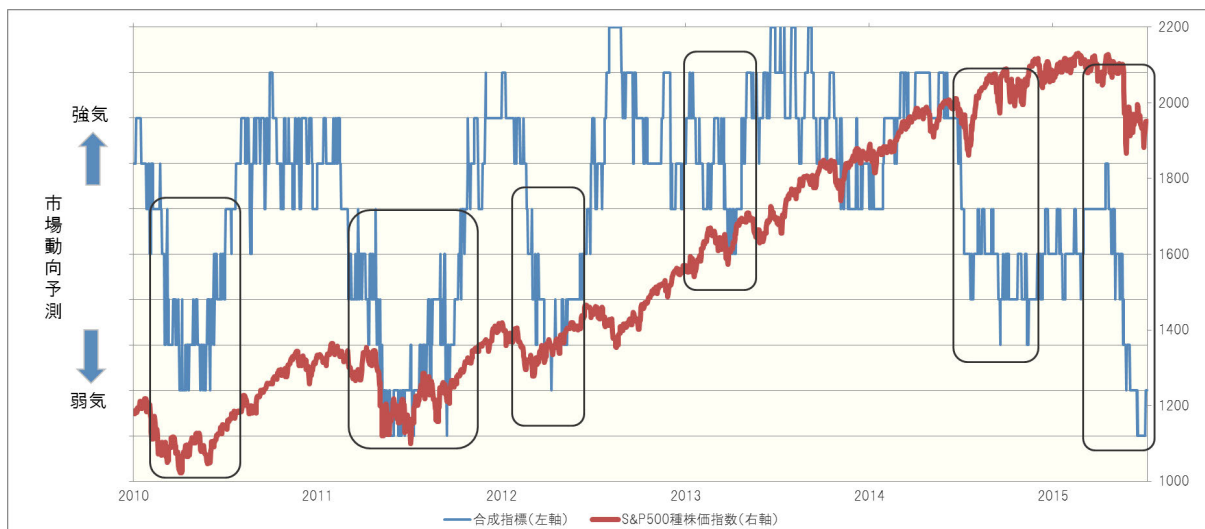
クオオンツ(システム)型運用とは、計量モデルなどを用いて定められたモデルやルールに従って投資判断を行う運用手法を指す。マルチアセット運用におけるクオオンツ型運用は大まかには以下のように二分できる。

① 市場動向予測に基づき資産配分を決定する手法

このような手法には、特定の指標やルールあるいはそれらを組み合わせた独自の指標を用いて相場の方向性やリスクオン・オフを判断し、資産配分を決定するような戦略などが挙げられる。

例えば、景気動向や株価動向、クレジット動向、市場のボラティリティといった、市場心理や投資家のリスク許容度に影響を与えるであろう複数の動向をもとに作成した指標(以下、「合成指標」とする)の動きをみると、合成指標の低迷時にはリスク資産(株価)が下落する傾向があることが確認できる(図表5)。

図表5：市場動向を予測する合成指標と株価の推移



※上図はあくまでイメージであり、過去および将来のリスク資産の動向を保証するものではない

出所：Bloomberg より三菱UFJ信託銀行作成

このような傾向を利用する戦略として、合成指標が上向けばリスク資産のウェイトを引き上げ、合成指標が下向けばリスク資産のウェイトを引き下げるといった手法が考えられる。

その他にもテクニカル指標に基づき、上昇トレンドが確認された資産のウェイトを引き上げ、下落トレンドが確認された資産のウェイトは引き下げる戦略など、様々な手法があろう。

②個別資産のボラティリティに基づき資産配分を決定する手法

各資産のリスク量を随時評価し、ポートフォリオ全体に対するリスク量が均等になるように資産を配分する「リスク・パリティ戦略」といわれる手法などが挙げられる。

本邦では、金融危機を経験し、リスク管理を重視するニーズが高まったこともあり、リスクコントロールを主眼に置いたプロダクトが多数見受けられる。なおリスク管理手法については次章でその特徴を詳しく整理しており、クオンツ型のリスクコントロール手法についてもそちらを参照されたい。

(2) ジャッジメンタル型

ジャッジメンタル型運用とは、グローバルな経済環境や市場環境に対する運用者の見通しに基づき投資判断を行う運用手法を指す。マルチアセット運用は投資対象とする資産が複数に上るため、各個別資産に対する知見や運用スキルが求められる。そのためジャッジメンタル型運用では、マルチアセット運用担当のチームをそれぞれの個別資産の運用経験者で組織を構成したり、あるいはマルチアセット運用の担当者が必要に応じて各個別資産の専門チームから情報や意見を集約し、最終的な投資判断を行うような体制が取られているケースが多い。

(3) 併用型

併用型はその言葉のとおり、クオンツ(システム)型運用とジャッジメンタル運用を併用する手法である。ただ併用の方法はプロダクトによってまちまちで、クオンツ(システム)型運用をベースとしながらも最終的な投資判断は運用者の判断(ジャッジメンタル)で行うといったものや、ポートフォリオ全体の一定ウェイトについてはクオンツ(システム)型運用による投資判断に基づき決定し、残りのウェイトについてはジャッジメンタル型運用による投資判断に基づき決定するといったものなどがある。またジャッジメンタル型運用を標榜するプロダクトでも、実際には何らかの指標やルール、モデルを参考にしているものも多いと考えられ、広義では併用型に分類されるプロダクトであるといえるだろう。

ここまで資産配分に係る運用判断手法について述べてきたが、それぞれの手法の強みや課題を整理すれば以下のようになる(図表6)。

図表6：運用判断手法ごとの強みと課題

	強み	課題
クオンツ (システム) 型	<ul style="list-style-type: none"> ・ 所定のルールに基づく運用のため、運営方法が明瞭 ・ バックテストによる特性分析が可能であり、かつ高い再現性が期待できる 	<ul style="list-style-type: none"> ・ 想定外の相場展開や市場環境となった場合の運用モデルやルールの有効性の持続
ジャッジ メンタル型	<ul style="list-style-type: none"> ・ 環境変化や投資対象の拡張に対して、新たな投資アイデアに基づく運営や機動的な対応が可能 ・ 自由度の高い運用を実践することにより、運用効率の向上が図れる可能性 	<ul style="list-style-type: none"> ・ 運用の再現性
併用型	<ul style="list-style-type: none"> ・ 基本的にはクオンツ(システム)型とジャッジメンタル型両方の強みと課題を持つ ・ 最終的な投資判断手法を明確にさせておく必要がある 	

出所：三菱UFJ信託銀行作成

Ⅲ. リスク管理の観点によるマルチアセット運用の分類と特徴

金融危機等を背景にニーズが高まった本邦のマルチアセット運用において、リスクの適切なコントロールはリターンの安定化と並ぶ大きな期待役割といえる。そのため本章では、マルチアセット運用におけるリスク管理手法を切り出してその特徴について述べるとともに、本邦で提供されるプロダクトのリスク・リターン水準の傾向について整理したい。

1. リスク管理手法

マルチアセット運用におけるリスク管理手法は、①リスク量に着目する手法 ②リスク・ファクターアプローチ ③パフォーマンスのダウンサイドリスクを抑制する手法 に大別できる。以降では、それぞれの手法につき詳しく述べていきたい。

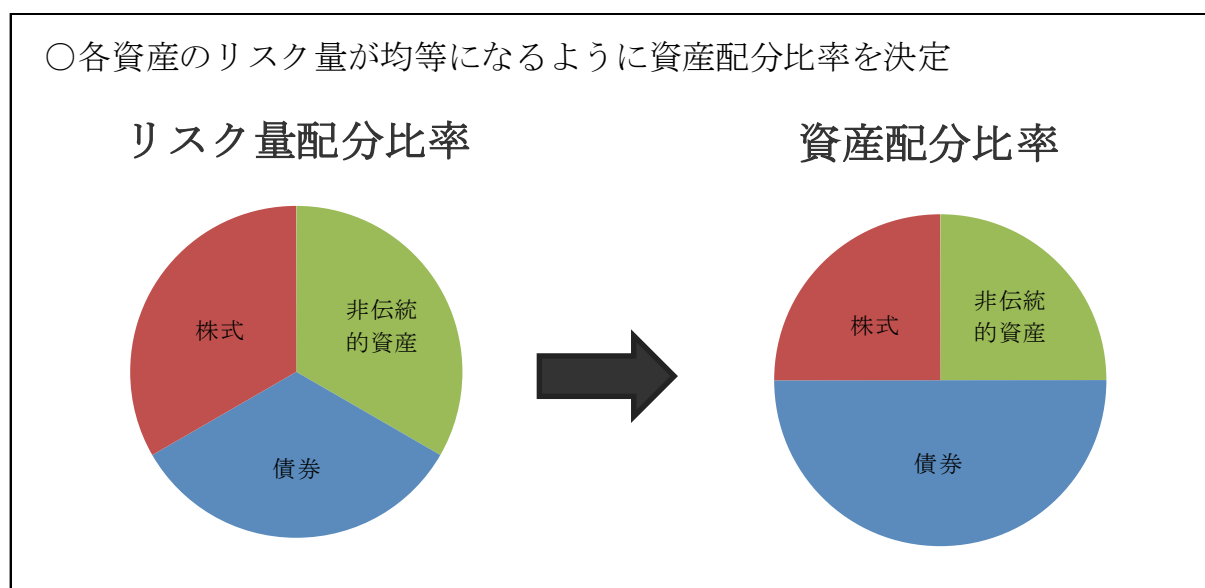
(1) リスク量に着目する手法

一般的にリスク・パリティ戦略やターゲット・ボラティリティ戦略といわれる手法がこの分類にあたる。ここでは特にマルチアセット運用として多く提供されているリスク・パリティ戦略について述べる。

リスク・パリティ戦略とは、ポートフォリオの投資対象とする各資産のリスク量が均等となるように配分比率を決定する戦略を指す。従来のポートフォリオにおいては、平均分散モデル等により決められた比率に沿って資産配分が行われているが、ポートフォリオ全体のリ

リスク量という観点ではそのほとんどが株式などのリスク資産に由来するものとなる傾向にある。そもそも分散投資を行うにあたっては、ポートフォリオのリターンの安定化が期待されているはずである。しかしリセッションや金融危機のたび、リスク量の大半を占める株式等のリスク資産が大幅下落し、その損失を債券等の非リスク資産ではカバーすることが困難であることが従来型ポートフォリオの問題点だった。この問題に対する対応策として、各資産のリスク量を均等に保つことで、リスク分散を実現し、ひいてはリターンの安定化を図る戦略として挙げたのが、リスク・パリティ戦略である(図表7)。

図表7：リスク・パリティ戦略のイメージ



※上図はあくまでイメージであり、リスク量や資産配分比率等は個別のプロジェクト、状況により異なる

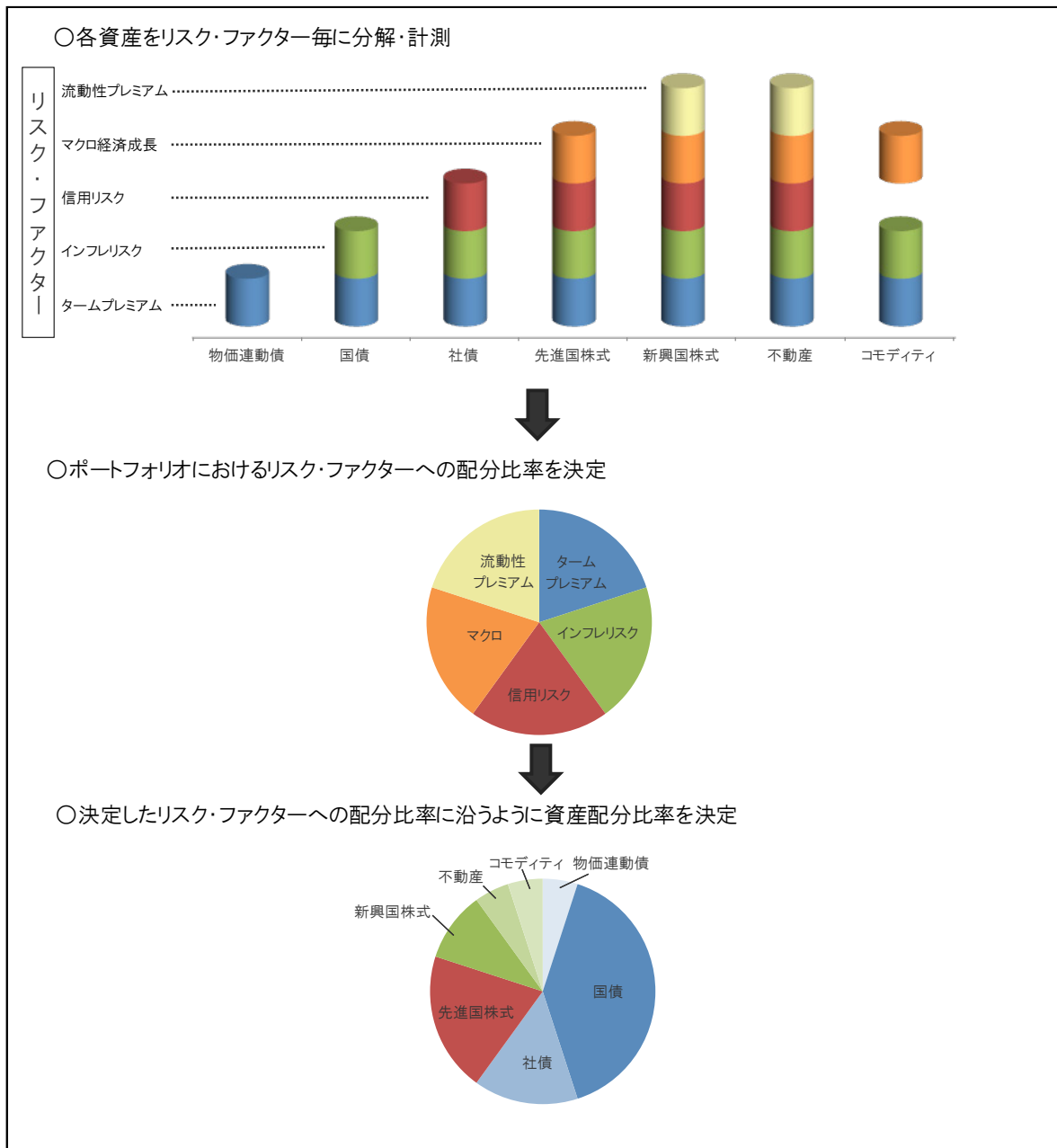
出所：三菱UFJ信託銀行作成

このようにリスクの分散により安定したリスク・リターン目標の達成を目指す分かりやすいコンセプトのもと、本邦でも商品提供が進んできたリスク・パリティ戦略であるが、各資産のリスク量を均等化するため自ずと株式等のリスク資産の残高ウェイトは低くなり、債券等の低リスク資産の残高ウェイトが高くなるため、金利上昇局面や株式市場のみが堅調に推移するような局面では他のプロダクトに劣後する傾向がある。こういった局面でどのようにリターンを獲得するかという点はリスク・パリティ戦略の課題といえるだろう。

(2) リスク・ファクターアプローチ

前述のリスク・パリティ戦略が資産毎のリスク量をもとにリスク管理を行うのに対し、リスク・ファクターアプローチでは、各資産をリスク・ファクターベースに分解し、ポートフォリオ全体の適切なリスク・ファクター比率を定め、その比率に沿うように資産配分を行う手法である(図表8)。

図表8：リスク・ファクターベースの資産配分のイメージ



※上図はあくまでイメージであり、リスク・ファクターや配分比率等は個別のプログラム、状況により異なる

出所：三菱UFJ信託銀行作成

この戦略は、金融危機時のように各資産が急激に相関を高めながら下落するような局面では、資産クラスのみに着目した資産配分では分散効果が得難いという問題認識への対応策として挙げた手法で、それぞれのリスク・ファクターは独立した要素であるためお互いの相関が低く、より高い分散効果が期待できるとの見方に立つものである。

リスク・ファクターに採用する要素、あるいは各リスク・ファクターへの配分比率は現時点ではコンセンサスはないと思われるため、各運用機関の定量的あるいは定性的な分析・検

証や将来の市場環境見通しにより決定されることとなろう。また、リスク・ファクターと各資産の関係が1対1で紐付いていないだけに、どのように資産配分比率を決定するかがポイントとなるだろう。

(3) ダウンサイドリスクを抑制する手法

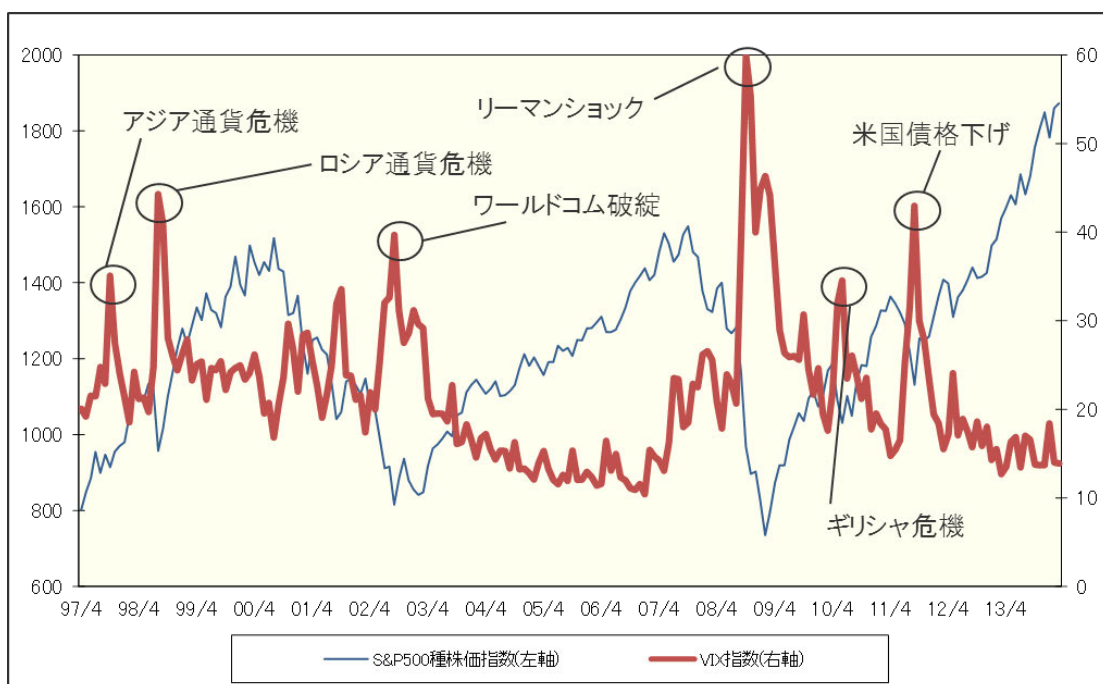
① キャッシュ比率の機動的な調整

ダウンサイドリスクを抑制する主な手法として、リターンが低いキャッシュへの投資はできるだけ避けるという従来の考え方から離れ、キャッシュ比率を機動的に調整する手法が挙げられる。具体的には、市場動向や金融指標等からリスクオフ局面と判断される場合にはポートフォリオのキャッシュ比率を高めることでダウンサイドリスクを抑制する手法や、ポートフォリオが一定以上の損失を出した場合にはそれ以上の損失を回避すべく、キャッシュ比率を高めるあるいは一時的に全てキャッシュ化するというロスカットルールを設ける手法である。

② オプション取引やボラティリティ商品の活用

キャッシュを活用する手法以外には、オプション取引やボラティリティ商品の活用が挙げられる。ボラティリティ商品とは、VIX 指数(米国 S&P500)や日経 VI 指数(日経平均株価)等といったボラティリティ指数と連動する商品を指す。ボラティリティ指数は株価指数オプションのプレミアムから算出され、将来株価が大きく変動すると考える投資家が増えると同指数が上昇する仕組みとなっている。特に株価が大きく下落する際には同指数は大きく上昇する傾向にある(図表9)。

図表9：S&P500 種株価指数と VIX 指数の推移



出所：Bloomberg より三菱 UFJ 信託銀行作成

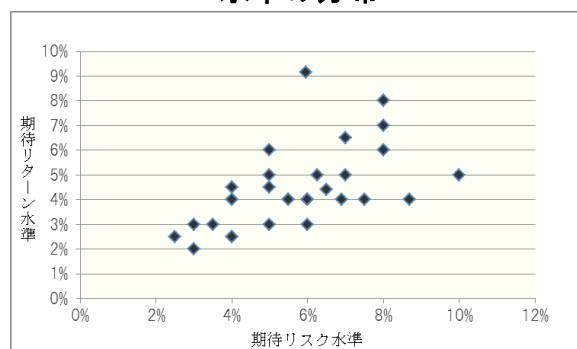
ボラティリティ商品を活用する戦略では、各資産やボラティリティ指数自体の動き、金融指標等からテールリスクが発生するか、あるいは既に発生しているかどうかを判断し、発生時にはボラティリティ商品へ投資することで収益を確保することを企図している。

以上に挙げたダウンサイドリスクを抑制する手法は、いずれも有事の際にはリスクを抑制しながらも、平時には株価上昇などに追従できる点が魅力だが、有事・平時の判定基準をどのように設けるかが最大のポイントとなろう。

2. マルチアセット運用型の提供プロダクトにおける期待リスク・リターン水準の傾向

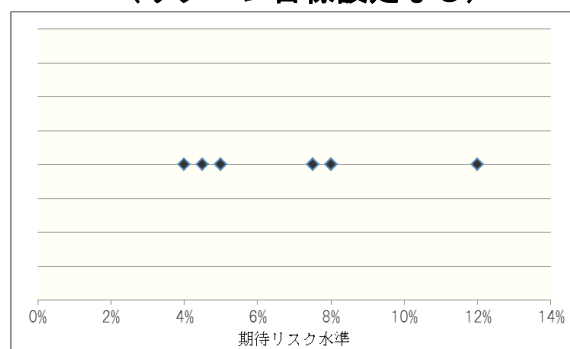
各種資料をもとに当社にて推計したマルチアセット運用型の提供プロダクトの期待リスク・リターン水準の傾向をみると、3%～8%程度の水準の期待リスク・リターンを設定しているプロダクトが多く、平均は約6%となっている(図表10)。またリスク・パリティ戦略などの一部プロダクトでは、リスク水準のみをターゲットとし期待リターンを設けていないものもあるが、この種のプロダクトにおいても4%～8%をリスクターゲットとしているものが多い(図表11)。これらの水準は、機動的な運用によりリスクを抑制しつつも安定的なリターンを追求するというマルチアセット運用の期待役割に沿った商品提供がなされている証左といえるのではないだろうか。

図表10：期待リスク・リターン水準の分布



出所：各種資料より三菱UFJ信託銀行作成

図表11：期待リスク水準の分布 (リターン目標設定なし)



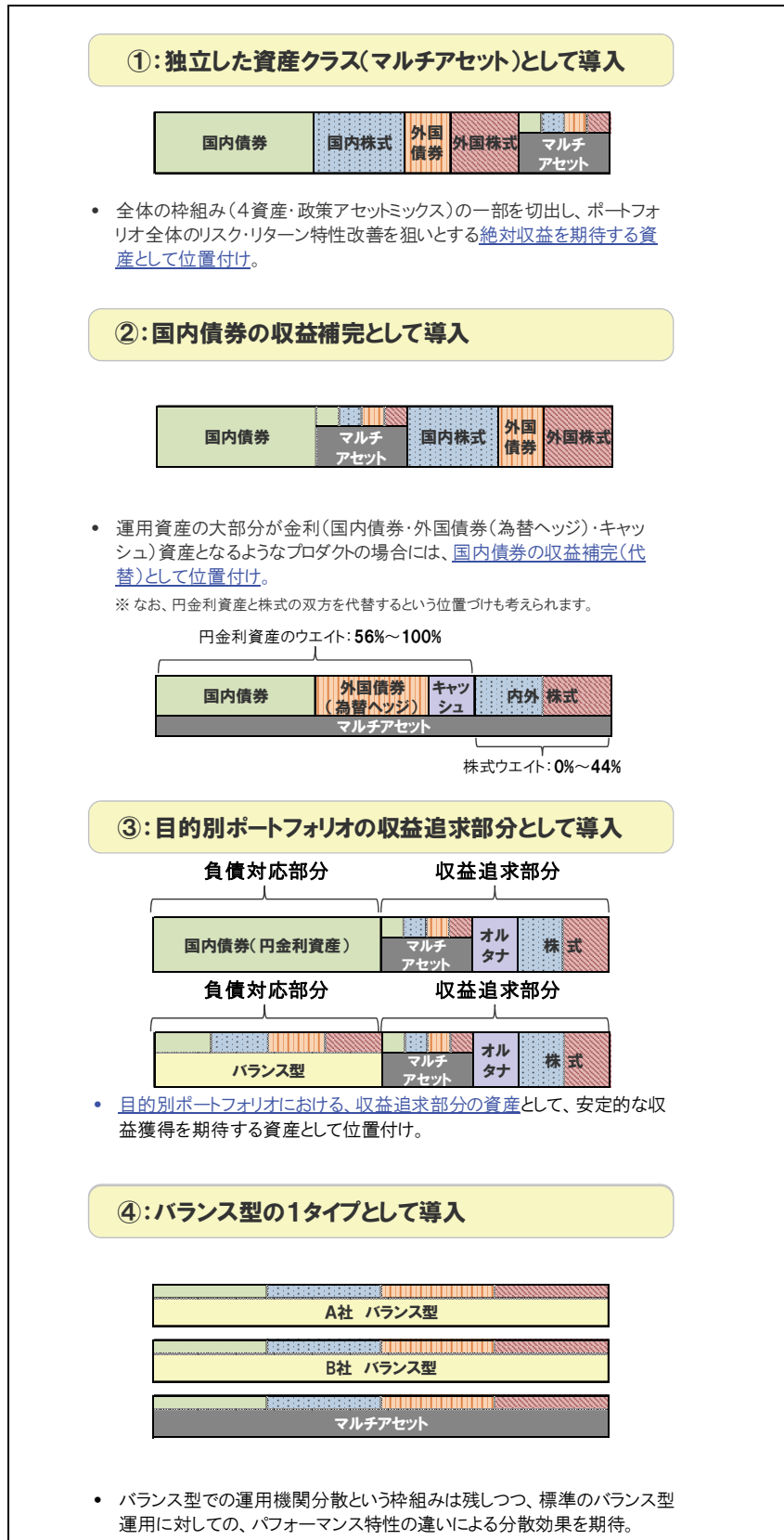
出所：各種資料より三菱UFJ信託銀行作成

IV. 終わりに

最後に本章では、本邦投資家において今後マルチアセット運用を導入するにあたっての活用方法について考えたい。

重要なのは、ポートフォリオの枠組みの中でマルチアセット運用をどのように位置付けて活用、そして管理するかであろう。マルチアセット運用は複数資産に跨る運用戦略であることから様々な方法が考えられるが、年金基金等では以下に示すような形でマルチアセット運用を活用・管理している事例がみられる(図表12)。

図表 12 : マルチアセット運用の活用・管理方法の事例



出所：三菱UFJ信託銀行作成

その他マルチアセット運用を導入するに際して検討すべきポイントについては、投資対象資産に係る論点や運用判断手法に係る論点など、プロダクト毎の特徴により様々である。本邦投資家がマルチアセット運用に求めるものや組織内の規約・ルール等と照らし合わせながら、運用機関の提供するプロダクトを選定する必要があるだろう。

総論的には、安定したトラックレコードを保有するプロダクトへの投資が望ましいが、十分な期間のトラックレコードが得られない場合には、特徴の異なるプロダクトへ投資を振り分け、戦略を分散することも一案だろう。いずれにしても中長期的な観点から目標とするリスク・リターンを達成できるかという点を評価の軸に据えてプロダクトを選定し、マルチアセット運用を活用するのが望ましいのではないだろうか。

最後に、本邦におけるマルチアセット運用の歴史はまだ始まったばかりであるものの、機動的な資産配分やリスク抑制の運用手法は金融危機を経て浮き彫りとなった運用上の課題に対応する有効な戦略であると考えられる。本稿が資産運用関係者のマルチアセット運用導入の検討の一助となれば幸いである。

(平成 27 年 10 月 19 日 記)

※本稿中で述べた意見、考察等は、筆者の個人的な見解であり、筆者が所属する組織の公式見解ではない

【参考文献】

- 三菱UFJ信託資産運用情報 佐野[2015]「年金運用におけるリスク管理高度化について」
- 三菱UFJ信託資産運用情報 佐野[2014]「インフレに対応した運用戦略」
- 証券アナリストジャーナル50(4) 伊東・植松・小田[2012]「持続可能性を重視した年金運用を目指してーリスク制御型動的資産配分の可能性ー」
- 日銀レビュー 小林・中山[2013]「リスク資産間のクロス・アセット相関の高まり」
- 菊池[2013]「年金運用の課題とその対応策ー金融危機の教訓と新潮流ー」

本資料について

- 本資料は、お客さまに対する情報提供のみを目的としたものであり、弊社が特定の有価証券・取引や運用商品を推奨するものではありません。
- ここに記載されているデータ、意見等は弊社が公に入手可能な情報に基づき作成したものです。その正確性、完全性、情報や意見の妥当性を保証するものではなく、また、当該データ、意見等を使用した結果についてもなんら保証するものではありません。
- 本資料に記載している見解等は本資料作成時における判断であり、経済環境の変化や相場変動、制度や税制等の変更によって予告なしに内容が変更されることがありますので、予めご了承下さい。
- 弊社はいかなる場合においても、本資料を提供した投資家ならびに直接間接を問わず本資料を当該投資家から受け取った第三者に対し、あらゆる直接的、特別な、または間接的な損害等について、賠償責任を負うものではなく、投資家の弊社に対する損害賠償請求権は明示的に放棄されていることを前提とします。
- 本資料の著作権は三菱UFJ信託銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。
- 本資料で紹介・引用している金融商品等につき弊社にてご投資いただく際には、各商品等に所定の手数料や諸経費等をご負担いただく場合があります。また、各商品等には相場変動等による損失を生じる恐れや解約に制限がある場合があります。なお、商品毎に手数料等およびリスクは異なりますので、当該商品の契約締結前交付書面や目論見書またはお客さま向け資料をよくお読み下さい。

編集発行：三菱UFJ信託銀行株式会社 受託財産企画部
東京都千代田区丸の内1丁目4番5号 Tel. 03-3212-1211（代表）