

M&I 総研リサーチレポート



[シリーズ企画] (全12回)

金融商品販売会社の商品採用担当者が読むDD実務読本

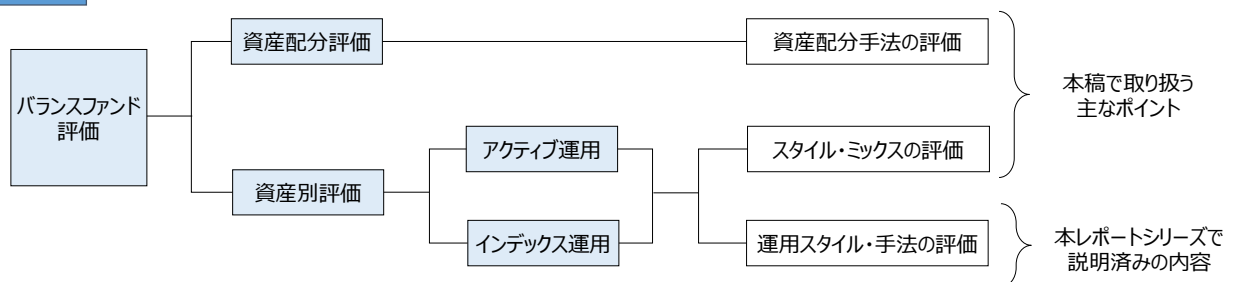
第12回 複合資産のDD(商品コンセプト・パフォーマンス評価)

1 はじめに

複合資産(以下、バランスファンド)とは、複数の金融資産を組み合わせる分散投資を行うファンドです。公募投信では多くの場合、ベビーファンドからいくつかのマザーファンド、私募投信、外国籍投信などに投資をするスキームが採用されています。

バランスファンドの評価は、資産の組み合わせ方とその調整方法の評価及び各資産の中身の評価の2段階に分けて実施することになります。各資産の中身の評価は、資産毎に市場インデックスに連動する単一のインデックスファンドで運用している場合は、そのインデックスへの連動性を評価するだけで済みますが、複数のアクティブファンドやインデックスファンドを組み合わせる運用している場合は、個々のファンドの評価に加え、それらの組み合わせ方である「スタイル・ミックス」の評価も必要となります。なお、個々のファンドの評価については、本レポートシリーズの資産別評価で既に説明しているため、本稿では資産配分手法とスタイル・ミックスの評価を中心に説明していきます。

図表1 バランスファンド評価のブレイクダウンと本稿のカバー範囲



出所：M&I総研

バランスファンドは複数資産を組み合わせるため、リスク・リターン特性は各資産の組み合わせ次第で大きく変わります。公募投信では、安定性重視の低リスクのものから、レバレッジを使ったハイリスクのものまで様々なタイプのファンドが設定されていますが、その多くは複数資産への分散投資による長期投資に適した高い運用効率の実現を目指しています。お客さまのリスク許容度に応じた商品が提供できるように、リスク水準を3段階程度に分けたシリーズで設定されたものが多く、リスク水準毎に「安定・中庸・成長」や「安定・成長・積極」等の呼称で区別されています。バランスファンドのメリットは、個人投資家でも国内外の運用資産を用いた長期分散投資が手軽に行えることであり、人生100年時代の資産形成における所謂コア資産を代表する商品として残高を伸ばしています。

2 バランスファンドの分散拡張の歴史

(1) 基本ポートフォリオの導入と投資対象の拡張

銀行窓口での投信販売が解禁されたのは1998年12月ですが、バランスファンドは保守的で安定性を重視する銀行のお客さまに馴染みやすい投信として、年金運用の手法にならい基本資産配分比率(以下、基本ポートフォリオ)を定めて長期投資を行うタイプのもを中心に残高を伸ばしてきました。

当初は国内の債券と株式、海外先進国の債券と株式という資産運用における伝統的な4つの資産に分散投資するものから始まり、2000年代以降は新興国経済の高成長の取り込みを目的とした新興国の債券と株式、市場規模が拡大した内外REITの追加など、投資対象の拡張が進みました。また、2008年のリーマンショックの際に国内外の伝統的資産の連動性が高まって分散効果が得られず、その結果、バランスファンドのリターンが大きく棄損した経験から、リターンの下振れ抑制機能を商品コンセプトに掲げる商品も増えてきました。具体的には、REITに留まらずコモディティなどの代替資産やヘッジファンドなどの代替戦略にまで投資対象を拡張するものや、市場判断に応じて機動的に資産配分を変更するタクティカル・アセット・アロケーション(以下、TAA)等の資産配分調整を行うもの、各資産のリスク寄与度を均等に維持するリスクパリティの考え方、ポートフォリオの総リスクを一定に維持するボラティリティ・コントロールなどのリスク管理手法を活用するファンドも現れてきました。

(2) 新たなニーズに対応する多様化の進展

その後、世界的にゼロ金利やマイナス金利が広がり、債券が安定運用ニーズに応えにくい環境になると、債券代替のコンセプトで、バランスファンドでのポートフォリオインシュアランス(以下、PI)やオプションなどのデリバティブを活用して運用成果に一定のフロアを設定する損失限定型商品、一定の運用期間経過後の元本確保を提供する仕組債などに投資する商品も設定されました。

また、投資タイミングを分散する観点から段階的に証券投資比率を引き上げる時間分散型や老後の計画的な資産取り崩しニーズに応える定率取崩し機能付きのファンドも見られるようになり、各ライフステージのニーズに応えるアイデアを具体化しながら、バランスファンドの商品設計は多様化してきたことがわかります。

3 想定する顧客ニーズとリスク水準

(1) 2層に分かれる顧客層ニーズとリスク許容度

長期安定運用の代名詞のようにいわれて発展してきたバランスファンドですが、その商品性に関するお客さまのニーズは大きく2つに分かれると考えます。


一つは、分散投資や長期投資の重要性は理解しているものの、個別の投信を自ら組み合わせて分散投資を行うのは管理負担が大きいパッケージ化されたバランスファンドを購入したいというニーズです。このようなお客さまは資産運用に関する一定の知識を持った上での選択であるため、各自のリスク許容度や運用目的に応じてリスクの高いバランスファンドを選択されることもあるでしょう。

もう一方は、預金中心の資産構成のお客さまが「運用はよくわからないから、なるべく元本割れしない低リスク商品を選びたい」というニーズです。預金から「より有利な運用へ」と考えて資金を動かす際に「運用のプロ

に任せる」ことで安心を得たいと考えるお客さまは、元本毀損リスクの低さを最も重視されることが多いようです。そのため、比較的 low リスクのバランスファンドであってもコロナショックのような市場波乱時には「思っていたより下落幅が大きい」「プロに任せているのに何故こんなに下落するのか」と感じるケースも多く、こうしたニーズを反映して、特に低リスク帯のバランスファンドでは前述した投資対象資産の拡張や下振れリスク抑制の手法を取り入れたタイプの商品が多くなっています。

上記のようなお客さまのニーズを起点に、リスク水準別のバランスファンドの適合性イメージを整理したものが図表 2 です。なお、レバレッジ・バランスファンドはリスク水準が株式に近いことから、バランスファンドの一種と考えるよりも分散投資で運用効率を高めた株式代替資産と位置付けた方が適合する顧客層の整理が分かりやすくなると考えます。

図表 2 2層に分かれる顧客ニーズとリスク水準別バランスファンドの適合性(イメージ)

リスク許容度		低  高			
リスク水準(標準偏差)		2~6%前後	6~9%前後	9~12%前後	15%以上
対応するバランスファンド		安定	中庸	成長	レバレッジ・バランス
顧客 ニーズ	長期分散投資をしたいが、自分ではできないためバランスファンドを購入したい	○	○	○	△
	運用はよくわからないため低リスクの商品が良く、プロに任せることで安心を得たい	○	△	×	×

出所：M&I総研

(2) 年齢に応じて変化するリスク許容度とターゲットイヤーファンド

一般的にお客さまの年齢が若く投資期間が長いほどリスク許容度は高いといわれますが、加齢に伴うリスク許容度の低下を前提に、ファンドの償還期限に向けてリスク資産への資産配分比率を一定のルールに基づいて引き下げていくバランスファンドもあります。これらはターゲットイヤーファンドと呼ばれ米国などでは確定拠出型年金などで広く活用されていますが、今のところ国内での活用は一部に留まっています。

4 バランスファンドの収益源泉① ～運用スタイルとその特徴～

(1) 資産配分比率の決定方法による運用スタイル分類

ここからはバランスファンドの収益源泉である資産配分と各資産内のスタイル・ミックスについて説明していきますが、まずは資産配分の代表的な運用スタイルの概要とその特徴を説明します。

M&I総研では、バランスファンドで類似ファンド比較評価を行う際に運用スタイルを「資産配分比率の決定手法」と「リターンの下振れ抑制機能の有無」の2軸のマトリクスを使ってカテゴリー分けを行います。

資産配分比率は「固定的に運営するタイプ」と「機動的に変更するタイプ」に大別できます。前者は更に「特定比率に固定するタイプ」と「基本ポートフォリオを設定・見直しするタイプ」に、後者は「各資産の相対魅力判断によって配分比率を機動的に調整するタイプ」と「各資産のリスク水準の変動に応じてリスク配分比率を維持するように資産配分比率を調整するタイプ」に分類できます。これにリターンの下振れ抑制機能の有無を加えると分類のマトリクスは図表 3 のようになります。

資産配分を固定的に運営するタイプは、「短期的な市場のあやを取る手法は当たり外れの影響が大きい
ため、経済成長に裏打ちされた証券市場の長期的な成長を享受する手法の方が結果的に高い運用効率
につながる」との考え方に立っています。一方、資産配分を機動的に変更するタイプは、「短期的な市場のあ
やを取ることで+αの収益獲得や短期的な下振れリスクの抑制が可能だ」と考える立場です。

また、下振れを一定の範囲内に抑えることを重視するファンドの中には、上記の運用スタイルにボラティリ
ティ・コントロールやPI等のリスク管理手法を組み合わせることで、長期的な運用効率を一部犠牲にしても短
期的な元本棄損の回避を優先するファンドもあります。こうしたファンドは元本割れのリスクを一定の範囲内に
管理することで、投資初心者の運用に対する心理的なハードルを下げることや市場波乱時の狼狽売りを抑
制する戦略に立っているとも考えられます。

図表 3 M&I総研における運用スタイルの 카테고리分け

		運用スタイル			
		固定的に運営		機動的に変更	
		特定比率に固定	基本ポートフォリオ設定	資産配分比率に着目	リスク配分比率に着目
下振れ 抑制機能	無	② 資産配分固定型 ・特定比率固定型又は均等配分	① 基本ポートフォリオ調整型 ・伝統的資産中心の資産構成		
	有		⑤ 資産・戦略分散型 ・伝統的資産に加えオルタナティブ 投資(代替資産・戦略)を積極 活用	③ 資産配分調整型 ・TAA等 ⑥ 他のスタイルと組み合わせて使われるリスク管理手法 ・ボラティリティ・コントロール、PI等	④ リスク配分調整型 ・リスクパリティ等

出所：M&I総研

販売会社におけるバランスファンドの商品ラインアップ構成は、販売戦略の中でバランスファンドの役割をど
う位置付けるかによって変わってきますが、図表 3 のようなマトリクスを使って各ファンドの運用スタイルをカテ
ゴリー分けすることで、想定する顧客ニーズとの適合性の判断がより明確になるものと考えます。

図表 3 の①から⑥の運用スタイル・リスク管理手法の特徴を、コロナショック前後の市場環境における実
在の公募投信のパフォーマンス事例で説明します。なお、説明事例として特徴が分かりやすく出ている投信を
意図的に選択しており、必ずしも各カテゴリーに属するファンドの平均的な姿ではない点に留意してください。

(2) 代表的な運用スタイルの特徴

① 基本ポートフォリオ調整型

資産配分比率を固定的に運営するファンドの多くは、長期投資を前提に基本ポートフォリオと呼ばれる資
産配分比率の中心線を設定しています。基本ポートフォリオ構築の代表的な手法は、現代投資理論に基づ
く平均分散法(Mean-variance Approach)です。これは、投資対象資産の長期投資における期待リター
ンとリスク及び資産間の相関を金融変数として、同じリスクの資産配分比率の中から最も期待リターンが高く
なるもの、すなわちリスク調整後期待リターンが最も高いポートフォリオを選択する手法です。この手法は「最
適化」と呼ばれますが、算出された最適なポートフォリオの集合を「効率的フロンティア」といいます。なお、最適
化は金融変数の少しの変化が資産配分を大きく動かすため、これを制御する目的で各資産の配分比率に
上限や下限を設定した上で最適化の計算を行うケースも多く見られます。

平均分散法は、期待リターンまたは許容可能なリスクの水準を定めれば前提となる金融変数の下で最も運用効率が高いと期待される資産配分比率を算出できるため、プロセスの経済合理性が分かりやすい点がメリットです。

金融変数の予測手法は様々ですが、リスクと資産間の相関は各資産の市場ベンチマークの過去データを使って算出し、期待リターンはマクロ経済予測と市場環境予測を踏まえたビルディングブロック方式で導出するケースが多いようです。この金融変数は経済・市場環境の変化を踏まえて年1～2回程度見直しを行い、見直し後の金融変数に基づいて基本ポートフォリオの見直しを行います。最適化計算における制約条件の設定や金融変数の算出手法及び見直し頻度について、できるだけ詳細に開示を受けることでポートフォリオの構築ロジックの経済合理性や算出される資産配分の傾向を確認することが重要です。

なお、時価ベースの資産配分比率は各資産の時価変動を反映して基本ポートフォリオから乖離しますが、その乖離が一定以上になると「リバランス」と呼ばれる乖離を解消する目的の売買を行います。リバランスは時価が上昇して配分比率が高くなった資産を売却し、下落して配分比率が低くなった資産を購入するため、いわば逆張りを行う機能が組み込まれているといえます。

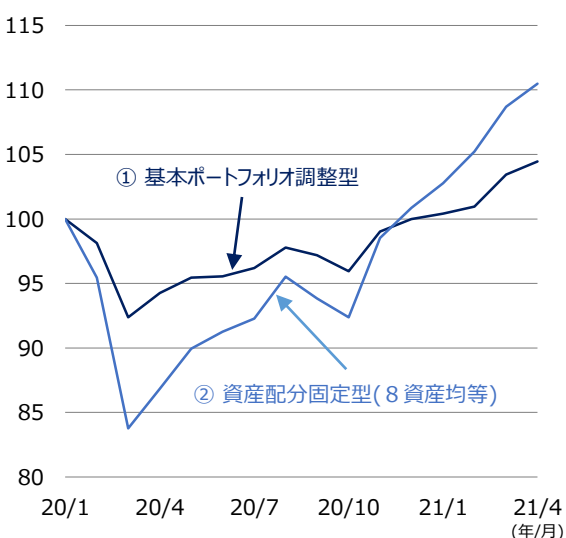
この運用スタイルのリスク水準はファンド毎に様々ですが、図表4の①で例示した所謂安定型ファンドではリスク資産への配分比率が低いため市場波乱時のリターンの下振れは比較的マイルドで、市場が落ち着いた後には市場に居続けるメリットとリバランス効果が相まってリターンの戻りも相応に取れる傾向が見られます。

② 資産配分固定型

このタイプのファンドは、分散効果を意識しつつも基本ポートフォリオ調整型のような理論上の運用効率よりも、投資初心者向けに商品性の分かり易さを優先して各資産への配分比率を25%、50%等の切りの良い特定比率あるいは均等比率で固定するもので、公募投信特有の運用スタイルといって良いでしょう。いずれも時価変動で資産配分が固定比率から乖離した際には前述のリバランス取引を実施します。特定比率で固定するタイプは公募投信の中でも早い時期に設定されたものが多く、前述の最適化の概念も援用しつつ「概ね最適」な比率を選ぶものが多いようです。

一方、均等配分するタイプには2資産(株式・債券)、3資産(株式・債券・REIT)、4資産(国内株式・債券、先進国株式・債券)、6資産(4資産+内外REIT)、8資産(6資産+新興国株式・債券)などの商品があります。これらは、分かりやすさと運用コストの低さを訴求点とする商品群であり、多くのファンドで各資産の運用はインデックスファンドで行っています。なお、代表的な6資産や8資産均等ファンドは、内外REITや新興国の株式・債券といった高リスク資産に先進国資産と同比率を配分するため、投資初心者を意識した商品でありながらリスク水準は高めで、市場波乱前後の振れも大きいのが特徴です(図表4 ②)。

図表4 コロナショック前後のパフォーマンス例<1>



2020年1月末=100 出所：BloombergよりM&I総研作成

③ 資産配分調整型

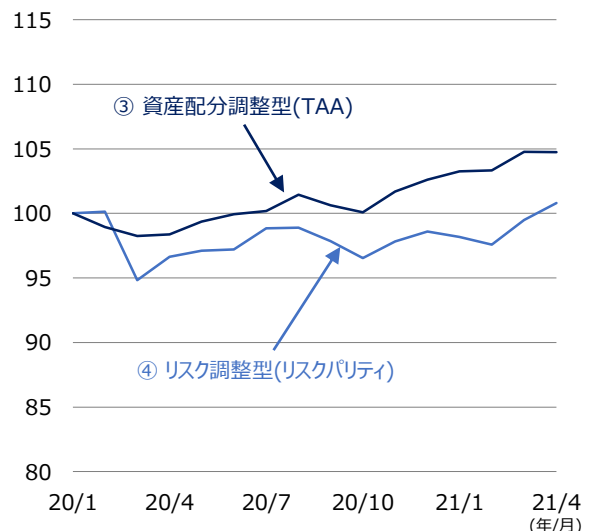
資産配分調整型で代表的な手法の一つはTAAです。マクロ経済や市場環境の分析、各資産の割安・割高判断、資産価格のテクニカル分析、ビックデータの示唆等、複数の判断材料を多くの場合は定量的に分析して各資産の魅力度を算出し、相対的な魅力度の大きさに従って資産配分を機動的に変更する運用スタイルです。このカテゴリーの公募投信では、頻繁にポジションを入れ替えることで少しずつ収益を積み上げるタイプの商品が多いようです(図表5 ③)。

資産配分の見直し頻度は日次や週次の短期的なものから、数か月単位の中期的なものまで様々です。各資産の魅力度評価に必要なデータを個別に確認すると、日々値付けされる市場データ以外はマクロ経済データ等、月次更新のものが多いため、日次や週次で資産配分を変更する手法では主たる判断材料が市場データになることが多く、テクニカル分析に基づく運用と似た特徴になる傾向が見られます。

テクニカル分析は市場の過去データのパターンから将来動向を予測する手法で、判断条件の設定によっては市場の後追いになる傾向もあるため、トレンド相場には強い一方、市場波乱前後やレンジ相場などではパフォーマンスが悪化することも度々見られることから、局面別のパフォーマンス傾向を確認することが重要です。

一方、資産配分の見直し頻度が月次以上のものになると、定量データの分析だけではなく政治やマクロ経済等の定性分析も含めた多種多様な情報を収集した上で、運用者が最終判断を定性的に行うトップダウンの要素が強まる傾向があります。これは市場の先回りを狙う運用スタイルであるため、予測の勝率と予測が外れた場合のリスク管理の巧拙がパフォーマンスに大きく影響します。そのため、過去の市場の局面において、どのような根拠に基づく投資判断がなされたのか、予測の勝率や予測が外れた場合の損切りのタイミング等、個々の投資行動の確認を行うことが重要になってきます。

図表5 コロナショック前後のパフォーマンス事例<2>



2020年1月末=100 出所：BloombergよりM&I総研作成

④ リスク配分調整型

前述の資産配分調整型がポートフォリオ内の各資産の残高比率を運用のコントロール目標にするのに対し、リスク配分調整型はポートフォリオ内の各資産のリスク寄与度をコントロール目標とする運用手法です。代表的な手法である「リスクパリティ」を例にリスク量配分の考え方を説明していきます。

リスクパリティはファンドの総リスクに対する各資産のリスク寄与度が均等になるように資産配分比率を決める手法です。例えば株と債券の2資産が投資対象で、標準偏差が株式16%、債券4%、株式と債券は無相関と仮定します。資産配分が株式20%、債券80%であればポートフォリオ全体の標準偏差は6.4%となり、株と債券のリスク寄与度はそれぞれ3.2%と等しく(=パリティ)なります。株式市場が急落して標準偏差が株式25.5%、債券4.5%になると、リスク寄与度が等しくなるように資産配分を変更します。新たな資産配分は株式15%、債券85%で全体の標準偏差は7.65%、リスク寄与度はそれぞれ3.825%となります。

リスクパリティは各資産へのリスク配分が等しいため、特定資産の値動きの影響を過度に受けずにパフォーマンスが安定することがメリットですが、実際の資産配分は低リスクの国内債券比率を高くせざるを得ず、低リスク帯のバランスファンドが多くなります(図表5 ④)。

なお、リスクパリティの派生形である「リスクファクター・パリティ」と呼ばれる手法を採用するファンドも散見されます。これは各資産の価格を変動させるリスクファクターを経済成長、金利、為替などのファクターに分解し、それぞれのファクターへのエクスポージャーを等しくすることによりパフォーマンスの安定化を図る手法です。各ファンドの運用手法の差異によりリスク・リターン特性に違いは出てきますが、大きな枠組みとしては、リスクパリティの延長線上で分析・評価が可能な手法といえるでしょう。

リスク配分調整型の運用手法では、リスクパリティに限らず(a)各資産に配分されたリスク量から逆算して資産配分比率が決まる、(b)各資産のリスク量は市場変動の影響を受ける、(c)リスクが上昇した資産への配分比率を減らしてリスクの低い資産の比率を増やす、という特徴があります。

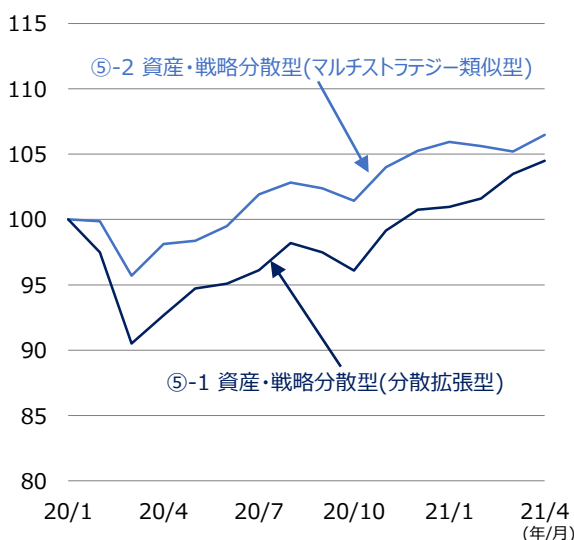
各資産のリスク量変化に伴うバランス頻度や各資産のリスク量の計測を実績リスクとするのか推計リスクとするのか、実績リスクを使う場合のデータ期間や加工方法等、その設定によって市場の値動きへの追従度は異なり、市場波乱時の後追いの投資行動が運用効率低下につながるケースもあります。但し、各資産のリスク量水準が落ち着けば基本的に元の資産配分比率に収束していく枠組みであり、長期にわたって市場動向から乖離した動きになる可能性は低い運用スタイルといえるでしょう。

⑤ 資産・戦略分散型

資産・戦略分散型は、伝統的資産だけではなく、REITやコモディティなどの代替資産やヘッジファンドなどの代替戦略を組み合わせた運用スタイルです。このタイプは資産配分レベルで分散拡張を図っているだけではなく、各資産内のスタイル・ミックスレベルでもアクティブ判断を取り入れることでファンド全体で市場波乱時の下振れ抑制を狙うものが多いのですが、下振れ抑制とのトレードオフで市場上昇時の追従も緩やかなものになる傾向があります。

このタイプはファンド毎に様々な手法が取り入れられていますが、傾向としては基本ポートフォリオ調整型の運営を踏襲しつつ投資対象をREIT、コモディティ、ヘッジファンド等まで拡張したものと、マルチストラテジー型のヘッジファンドに近い運営で投資対象のリスク・リターン特性や資産間の相関を基準により細かい戦略カテゴリーに分類して機動的に配分調整を行うものに大別できます。リターンの出方の大まかな傾向は、前者は基本ポートフォリオ調整型に投資対象資産の拡張効果を加えたもの(図表6 ⑤-1)、後者は基本ポートフォリオ調整型とリスク調整型の間に近い傾向が見られます(図表6 ⑤-2)。

図表6 コロナショック前後のパフォーマンス事例<3>



2020年1月末=100 出所: BloombergよりM&I総研作成

⑥ 下振れ抑制に活用されるリスク管理手法

ここまででは資産配分比率の決定方法による運用スタイル分類とその特徴を見てきましたが、リターンの下振れ抑制を目的としてこれらの運用スタイルにリスク管理手法を組み合わせるファンドも数多く見られます。リスク管理手法の代表的なものにはボラティリティ・コントロールとPIがあります。

前者は、ポートフォリオ全体のリスクに例えば「標準偏差4%以内」等の上限値を設定し、市場のボラティリティが上昇した際にはリスク資産の一部を安全資産であるキャッシュに振り替えて全体のリスクが上限値の範囲内に収まるように運営します。市場が落ち着いてくれば上限値の範囲内でフルインベストの状態に戻していく手法ですが、市場の状況を判定する基準によっては、キャッシュポジションの上げ下げが始まるまでに時間を要するケースも散見されます(図表7 ⑥-1)。

後者は、主にファンドの損益状況の悪化度合いを判断材料として損失が事前に定められた範囲内に収まるように段階的にリスク資産を損切りして債券やキャッシュに振り替えていく手法です。キャッシュポジションを元に戻す条件に損益状況の改善や投資期間の経過が含まれるものもあり、債券インカム等で収益を積み上げるには時間を要するため、損益状況が条件になっている場合はリスク資産への配分比率が元に戻るまで相応の時間を要する点に留意が必要です(図表7 ⑥-2)。

このようなリスク管理の仕組みから、いずれの手法も株式などのリスク資産の下落局面では、ある程度下落が進んだタイミングでリスク資産の配分を引き下げることが多く、結果的にその後のリバウンドに追従できないケースも見られます。

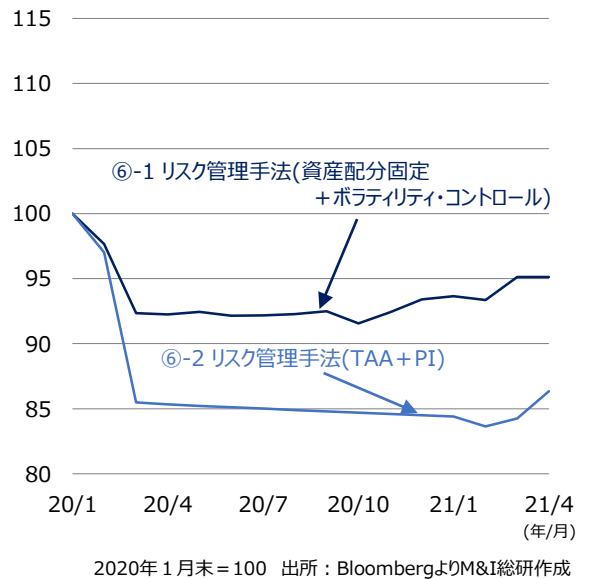
5 バランスファンドの収益源泉② ～スタイル・ミックスの決定手法～

続いて、資産配分手法と並ぶバランスファンドの収益源泉であるスタイル・ミックスについて、概要を説明していきます。

各資産内で複数のファンドや運用スタイルを組み合わせることを一般的に「スタイル・ミックス」といいます。スタイル・ミックスは、各資産内のアクティブ運用とインデックス運用の組み合わせ比率と、アクティブ運用の中の運用スタイルの組み合わせ比率の2段階で考えられることが多いのですが、資産配分比率の決定のように運用スタイルとして類型化できるような区分はありません。

公募投信のスタイル・ミックス評価では、採用されているファンドとその組み合わせ比率がバランスファンド全体の商品コンセプトと整合的かどうかチェックポイントの一つになりますが、年金運用などで使われる投資理論に基づく基本的な手法は「ミスフィット・リスク管理」の考え方です。これは、各資産で主要な運用スタイル、例えば株式なら大型/小型、バリュー/グロース、債券なら金利/スプレッドをバランスよく組み合わせることで資産内

図表7 コロナショック前後のパフォーマンス事例<4>



のスタイル・ミックス全体として見たときに市場ベンチマークから大きく乖離しないように調整する方法です。

アクティブ運用を採用する目的は、市場全体のβリターンに運用者スキルによるαリターンを上乗せすることです。運用スタイルが特定のスタイルに偏っていると、他の運用スタイルが優位な市場局面では、スタイル・ミックス全体としては市場のβリターンを下回る結果となり、これを「ミスフィット・リスク」といいます。各運用スタイルの配分比率が市場ベンチマークと同程度であれば、ミスフィットを回避しつつ市場局面毎に優位な運用スタイルのαリターンの積み上げにより、市場のβリターンを上回る結果が期待できます。

公募投信でもミスフィット・リスクを意識したスタイル・ミックス構成になっているファンドも見られますが、商品性を分かりやすく訴求する目的からか、ファンドの商品コンセプトに応じて意図的にスタイル・ミックスを偏ったものにするケースも見られます。例えば、安定性重視の商品コンセプトに合わせて株式のスタイル・ミックスで高配当株の比率を高める、あるいは中長期での金利上昇を想定して債券のスタイル・ミックスで物価連動債の比率を高める、などのケースがこれにあたります。スタイル・ミックスの決定手法は、まさに投資判断であるためそれが正解というものはありません。どのような商品コンセプトで枠組みを構築しているのか、スタイル・ミックスは固定か可変か、可変の場合はどのような頻度・程度で見直しを行うか等の確認を通じてバランスファンド全体のリスク・リターン特性への影響を把握することになります。

なお、資産・戦略分散型のバランスファンドでは、分散拡張を目的にヘッジファンドを組み入れているケースも数多く見られますが、ヘッジファンドについては本レポートシリーズの第11回でも説明した通り、超低金利が長期化する環境下においては、ヘッジファンド市場全体で見ると株式との相関の高い戦略が占める割合が高止まりしています。例えば下振れ抑制の目的による組み入れの場合は、株式との相関が低い戦略が採用されているか、スタイル・ミックス全体で見ると株式との相関は低いかなど、組み入れ目的との整合性を確認することが必要となります。

6 リスク・リターン特性の定量分析

バランスファンドでもパフォーマンスの定量分析手法は基本的に個別資産と同様です。一方、バランスファンドの場合は、市場ベンチマークという概念が当てはまらないため、相対評価する場合のベンチマークの考え方は運用スタイルによって異なります。また、前述の通り低リスク帯のファンドを中心に下振れ抑制機能を取り入れたものが増えているため、市場波乱時の下値抑制の程度や市場上昇時の追随性なども類似ファンドとの比較でチェックすべきポイントとして挙げられます。

類似ファンド比較では、同じ「安定型」と名前がついているバランスファンドでも運用会社によって資産配分比率やリスク水準が異なることから、図表3のカテゴリー分けに加え資産配分比率やリスク水準の実績値などを見ながら類似ファンドを選定する必要があります。同じカテゴリーの運用スタイルでも資産配分比率やリスク水準はファンド毎に様々であり全く同じリスク水準での比較ではないため、リターンではなく専らシャープレシオによる相対比較を行います。以降では運用スタイル別の定量分析における留意点を説明します。

(1) ① 基本ポートフォリオ調整型・② 資産配分固定型

このカテゴリーのファンドでは、資産配分の中心線が基本ポートフォリオや固定比率で設定されているため、この配分比率と各資産の市場ベンチマークのリターンを加重平均した「複合ベンチマーク」を作成して相対比

較を行います。複合ベンチマーク対比の優劣は、リバランスの実施タイミング等による資産配分効果と各資産内の個別銘柄選定効果(以下、スタイル・ミックス効果)に大別されますが、こうした要因分析まで月次運用レポートなどで開示されているケースは稀であるため、商品の新規採用の判断に際しては運用会社から情報開示を受けて要因別のアクティブスキルの確認を行うことが重要です。

(2) ③ 資産配分調整型・④ リスク配分調整型

このカテゴリーのファンドでは、資産配分比率を機動的に動かすため複合ベンチマークと比較するという概念が当てはまりません。運用スタイルとしては絶対リターンを目指す商品コンセプトと親和性が高いことから、運用会社内部では「短期金利 + α 」の形で目標収益を設定している場合もあるため、開示を受けられる場合はこれを評価ベンチマークとします。

一方、絶対値ベースの評価では市場局面毎のスキル評価が難しいのですが、このカテゴリーのファンドは下振れ抑制機能を強調するものが多く、市場波乱時やその後のリバウンド時に商品コンセプトが有効に機能したかどうかは重要な評価ポイントになります。そのため類似ファンドとの相対比較は有効性が高く、シャープレシオの比較に加え、局面毎のリターンのブレ幅を比較することでパフォーマンスの傾向を把握することができます。

(3) ⑤ 資産・戦略分散型

このカテゴリーのファンドも、個々のファンドの運用スタイルを踏まえて個別に評価ベンチマークを選択する必要があります。運用会社の内部管理に使われているベンチマークが開示を受けられる場合はそれを採用し、開示されない場合は、運用スタイルに応じて複合ベンチマーク、短期金利 + α 、目標リスク水準から選定します。このカテゴリーも市場局面毎の類似ファンドとの相対比較による定量評価が重要になります。

7 投資行動の確認と要因分析

(1) 資産配分比率の推移

バランスファンドの多くは月次運用レポートで資産配分比率を開示しており、この配分比率の推移と市場動向を比べてみることで、資産配分の維持・調整が商品コンセプトで標榜する運用スタイルに沿って実行されているか、資産配分判断がプラス効果を生み出しているか、以下のようなポイントから大まかな傾向が確認できます。

① 運用スタイルとの整合性

基本ポートフォリオ調整型や資産配分固定型は資産配分比率の中心線からの乖離状況を見ることで、リバランスを厳格に運営するタイプか、ある程度の投資判断を交えてリバランスを実施するタイプかが確認できます。資産配分調整型やリスク配分調整型では運用スタイルから想定される頻度で資産配分比率が変更されているか、あるいは市場の変動時に機動的に動いていないケースはないか、などがチェックポイントです。

② 資産配分判断の有効性

資産配分比率の機動的な変更を収益源泉とする資産配分調整型では特に重要な確認ポイントですが、例えば投資対象市場に大きなトレンドが形成された場合や市場波乱時に大幅な価格下落が発生した場合に、市場の値動きに合わせたポジション変更までのタイムラグがどの程度であったのか、その後の市場上昇時に

どのようなタイミングでポジションを元に戻したのか、それらの投資行動は商品コンセプトと整合的か、などが重要な確認ポイントになります。

厳密には月次運用レポートの資産配分比率の変動は(a)投資判断による戦略的変更、(b)各資産の市場リターン格差、(c)各資産のスタイル・ミックスのアクティブリターン要因、の3つの影響を受けるため、上記の大まかな分析は後述するスタイル・ミックス効果も混ざったものとなっています。運用会社から精緻な要因分析データの開示を受けて確認する方が望ましいのはいうまでもありませんが、各資産のスタイル・ミックスがインデックスファンドだけの商品や各資産内におけるスタイル・ミックス全体のアクティブリスクが顕著に高い商品はそれほど多くはないことから、こうした大まかな分析でも一定の傾向は把握できるケースが多いと考えます。

(2) スタイル・ミックス効果

各資産内のスタイル・ミックス効果は、バランスファンドの資産クラス別リターンと市場ベンチマークの比較で確認できます。各資産内の個別ファンドの組入比率や騰落率は月次運用レポートで開示されるケースが増えており、こうしたデータから資産クラス別リターンの概算値や個別ファンドの寄与度を確認することができます。リターンが市場ベンチマークに劣後している場合や組み入れファンドの入れ替えがなされている場合の理由などは重要な確認ポイントです。なお、運用スタイルの異なるアクティブファンドを多数保有した結果、スタイル・ミックス全体が「運用コストの高いインデックスファンド」になってしまうことがあり、「クローゼット・トラッカー問題」と呼ばれています。資産クラス別リターンが市場インデックスに劣後し、且つ実績トラッキングエラーも低位に留まっている場合には「クローゼット・トラッカー」の可能性を疑ってみる必要があるでしょう。

(3) 要因分析による総合的なスキル評価

基本ポートフォリオ調整型や資産配分固定型のように資産配分比率の中心線が設定されているファンドの場合は、前述の通り複合ベンチマーク対比での超過収益率を資産配分効果とスタイル・ミックス効果に大別して要因分解することが可能です。デューデリジェンスに際して運用会社から詳細な要因分析の開示を受けることで資産配分効果、スタイル・ミックス効果に分けたスキル評価が可能となり、運用実績がリバランスタイミングによるものなのかスタイル・ミックスの有効性によるものなのか、より正確に確認することができます。

一方、資産配分調整型、リスク配分調整型、資産・戦略分散型のうち、基本ポートフォリオを持たないファンドは複合ベンチマーク対比の要因分析はできませんが、資産クラス別やファンド別の基準価額への寄与度は確認できます。この寄与度の時系列推移を市場環境と照らし合わせて見ることで、収益機会があったはずの資産や運用スタイルで、しっかり収益を捉える投資行動ができていたのか、大まかな確認を行います。

バランスファンドの商品コンセプト及びパフォーマンス評価に関する説明は以上です。バランスファンドは、各資産内の運用がインデックスファンドの場合は一見シンプルな商品とも映りますが、資産配分比率の決定方法には多様な選択肢があり、運用者の商品設計力と運用スキルが顕著にあらわれる評価の難しい商品といえます。各資産内でアクティブファンドを採用している場合は更に評価が難しくなりますが、長期分散投資のコアとなるカテゴリーであるため、本稿で説明した運用スタイルのカテゴリー分けによって商品コンセプトを把握し、想定されるリスク・リターン特性から適合する顧客層を見極めることが大切だと考えます。

8 本レポートシリーズの結びに代えて

本レポートシリーズの連載開始から一年近くが経過し、ポストコロナの道筋も少しずつ見えるようになってきました。コロナ禍の当初から各国で財政支出拡大が始まっていましたが、米国のバイデン大統領の就任を契機に脱炭素やDXが各国政策の前面に押し出されるようになり、小さな政府から大きな政府への転換とも取れる動きも目立つようになりました。こうした動きは、証券・資産市場における価格形成にも大きな影響をもたらします。低利回りでデュレーションの長い債券が増え、株式のバリュエーションも目立って高くなっている昨今、長期にわたる金利低下局面の運用実績だけでは先を見据えたデューデリジェンスは難しくなっているのが実状ではないでしょうか。特に、顧客ニーズとの適合性の観点では、評価対象ファンドのリスク・リターン特性は市場環境が変化した時にどのようになるのか、正しい商品コンセプトの理解に基づく評価を行うことが重要であるとM&I総研では考えています。

上記の認識を踏まえて、本レポートシリーズでは投信販売会社におけるデューデリジェンスを「年金運用の5つのP」に加えて「顧客ニーズとの適合性」「ポートフォリオ提案における役割期待」「預り資産ビジネスのサステナビリティの視点」を総合的に勘案して行う業務と定義し、商品コンセプトと運用の枠組みから想定されるリスク・リターン特性を把握すること、実際の運用結果と商品コンセプトの整合性を確認することの2つを重視しながら説明してきました。

また、これまでの投資環境の変化によって投資対象資産や運用スタイルにどのような変化があったのかなど、資産運用の教科書にはあまり書かれていない実務的な側面にも極力触れるように努めてきました。本レポートシリーズの主たる読み手と想定する商品採用業務の新任担当者の皆様にとって、これから担当する実務の中で少しでも役に立つ部分があれば幸いです。

(完)

- 本資料は信頼できると判断した各種情報等に基づいて作成していますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。
- 本資料中の図表、数値、その他データについては、過去のデータに基づき作成したものであり、将来の成果を示唆あるいは保証するものではありません。また、シミュレーションが含まれる場合、前提として記載している想定条件に基づくシミュレーションであり、実際の状況とは異なる場合がございますので、予めご了承ください。
- 本資料に記載された意見や予測等は、資料作成時点での弊社若しくは執筆者の判断であり、今後、予告無しに変更されることがあります。弊社は本資料のアップデートを行うことをお約束いたしません。
- 本資料で使用している各指数に関する著作権等の知的財産権、その他一切の権利はそれぞれの指数の開発元もしくは公表元に帰属します。
- 本資料に関わる一切の権利は、他社資料等の引用部分を除き、弊社に帰属し、いかなる目的であれ本資料の一部または全部の無断での使用・複製は固くお断りいたします。