

## 動的資産配分に期待される確度について

坂 卷 敏 史 CMA

(証券アナリストジャーナル編集委員会委員)

### 1. はじめに

動的資産配分で高い収益を上げることは容易なことではない。

多くの資産運用のポートフォリオにおいて運用リスクの大半は、各銘柄固有のリスクではなく、資産クラスリスクであることはよく知られている。これらは、資産ごとの市場のリスクとして時価加重のパッシブインデックスを用いて表現されることが多い。CAPMのように複数資産にまたがるマーケットポートフォリオや、複数資産にまたがるその他のリスクファクターでリスクを捉えるファクターアプローチを用いることもある(注1)。この場合にはファクター配分を、事後的に資産クラスの代表的なインデックスの特性に読み替えて資産配分される。

また資産配分では、一定の配分を維持しようとする静的(パッシブ)資産配分がしばしば利用されている。例えば、年金運用で用いられている政策アセットミックスなどが挙げられる。このような一定の資産配分を取る戦略は「コンスタント・ミックス」と呼ばれ、投資機会が定常的な場合は、効率的な運用となることも知られている。

それにもかかわらず、運用結果に大きく影響する資産配分をダイナミックに変更する「動的資産配分」への期待は絶えない。実際の資産価格は変動しており、投資機会が変化していると考えるのは不自然ではない。ならば、価格変動の要素は均衡にとどまることや、そこからの乖離が速やかに解消される現象だけではない。それら以外の要因があるのではないか。例えば、政府の政策や企業の経営施策などは、過去に実施したことを踏襲して進められたり、社会状況に応じて変更されたりといったように意思決定される。このような構造が価格に織り込まれることが、市場のトレンドや転換点と密接に関係すると捉えることに大きな違和感はないだろう。このような場合、トレンドの出現や転換点の接近を予想し機会を捉えて動的資産配分を実施することで、コンスタント・ミックスを上回る収益の獲得が期待できる。では、このような予想の情報にはどのくらいの確度が求められるのであろうか。本稿では、戦略評価と正解率の関係について考察したい。

(注1) このようなアプローチは、例えば、ファクターをコントロールし、その結果資産配分ウェイトを定める場面で用いられ、リスク分散の効果を高めることが期待される。