

Q&A

2006年7月

ボブ・グリア、イボットソン・アソシエーツによる分析、「戦略的資産配分と商品」について語る



ロバート・J・グリア
シニア・バイスプレジデント

PIMCO のシニア・バイスプレジデント。リアル・リターン戦略のプロダクト・マネージャーを務める。JP モルガン・チェースや大和証券にて商品インデックスの開発者およびプロダクト・マネージャーとして、勤務。商品のみならず、不動産や物価連動債を含め実質リターン商品を中心に、投資運用業務経験 22 年有する。この 3 つの分野について、複数の専門誌や出版物に寄稿しており、最新では、『The Handbook of Inflation Hedging Investments in 2005』がある。2002 年に PIMCO に入社。南メソジスト大学で数学と経済学の学士号を取得し、スタンフォード大学グラデュエート・スクール・オブ・ビジネスで MBA を取得。

PIMCO は戦略的資産配分において商品が果たす役割に関する分析をイボットソン・アソシエーツ社に委託しました。今回のインタビューでは、PIMCO のコモディティ・リアル・リターン戦略のプロダクト・マネージャーであるボブ・グリアが、イボットソンの分析内容と PIMCO がイボットソンに分析を委託した理由についてご説明します。

問：PIMCO が戦略的資産配分と商品に関する分析を外部に委託した理由について説明してください。

グリア：商品に投資する理由、そして商品セクターに対するエクスポージャーを取る方法については、長年の間、さまざまな形で調査研究が行われてきました。しかし、商品に対する最適な配分の大きさに関する研究はほとんど行われてきませんでした。当社はお客様から、商品セクターにどの程度の資金を配分すべきだろうかという御質問を頂戴することが多く、この分野に関して、外部の独立した機関による分析が必要であると考えました。当社がイボットソン・アソシエーツ社に調査を依頼した理由は、イボットソン社が資産配分に関してきわめて高い評価を得ている独立系の専門家集団であることにあります。PIMCO はイボットソンに対し、データと当社の刊行済み調査資料へのアクセスを提供しましたが、この研究における分析結果と結論はすべてイボットソン・アソシエーツ社によるものです。今回の包括的な分析は私たちの業界にとって必要なものであると考えられるため、当社はこの研究結果を業界全体に公開しています。

問：イボットソンが導き出した結論について何う前に、この分析で採用された手法について説明してください。

グリア：商品の過去のパフォーマンス特性を分析するため、イボットソンでは既存の 4 種類の商品インデックスを基に、複合商品インデックスを作り出しました。複合インデックスを利用することで、単一のインデックスで生じる可能性のあるバイアスがもたらす好ましくない影響を排除し、資産クラスとしての商品に固有のリターンをより正確に示すことが可能になります。

第 1 に、イボットソンでは有効フロンティア分析により、Tビルや TIPS、米国債券、外国債券、米国株式、外国株式などで構成される戦略的資産配分の機会集合に商品を加えた場合の影響をヒストリカルな視点から評価しました。次に、イボットソンは過去のデータと独自の分析により、3 通りの手法、すなわち資本資産価格モデル、積み木方式、そしてこの 2 つの組み合わせによって将来の商品のリターンを予測しました。こうして得られた将来のリターン予測を利用して、イボットソンは安全性重視のポートフォリオ、適度なリス

Q&A

2006年7月

クを取るポートフォリオ、積極的にリスクを取るポートフォリオにおける商品への最適な配分を判定しました。

問：戦略的資産配分において、これまで商品が果たしてきた役割について、イボットソンはどのように結論付けたのでしょうか。

グリア：ヒストリカルにみて、商品から高いリターンと分散効果、インフレに対するヘッジ、そして戦略的資産配分におけるリスク・リターン特性の改善がもたらされたことを、イボットソンの分析は示しています。

イボットソンは 1970 年から 2004 年までの年間リターンを分析しました。この 35 年間で、商品は米国株式を含め、分析対象としたすべての資産クラスで最も高いリターンを生み出しました。また、商品はこの分析で取り上げた他の資産クラスと負の相関関係にあり、従来主流であった資産のパフォーマンスが低迷し、商品からの高いリターンが最も強く求められる局面で、相対的に高いリターンを生み出す傾向があることがわかりました。たとえば、イボットソンが分析対象とした 35 年のうち、米国株式のトータル・リターンがマイナスになった年が 8 年ありました。イボットソンが開発した複合インデックスで測定すると、商品はこの 8 年に、他の資産を上回るリターンを生み出しています。また、米国債券のリターンがマイナスとなった 2 年間でも、商品は最も高いリターンを生み出しています。

商品はリターンが高く、他の資産との相関が低いため、イボットソンの分析では、戦略的資産配分機会集合に商品を組み込むことにより、機会集合から商品を除外した場合に比べ、あらゆる所与のリスク水準で、リターンが大幅に高くなりました。一般的なポートフォリオ・リスク、すなわち標準偏差のレンジを概算で 2.4%から 19.8%とした場合、各リスク水準における過去のリターンの改善幅は平均で 133bp になり、最大では 188bp に達しています。

さらに、今回の分析は商品がインフレ率だけでなく、インフレ率の変動とも正の相関関係にあることを示しています。これは商品がインフレに対するヘッジになり、実質購買力を提供できるという考え方を裏付けるものです。実際に、分析対象となった期間のうち、インフレ率が高水準にあった 1970 年から 81 年までの間、商品は他の資産クラスに対して大幅なアウトパフォーマンスになっています。

問：ではイボットソンは商品に対する今後の最適な配分について、どのように結論付けたのでしょうか。

グリア：先ほど申し上げた通り、イボットソンは将来の商品のリターンを 3 つの異なる方法を用いて予測しました。資本資産価格モデルと積み木方式、そしてその 2 つを組み合わせた方法です。

商品に対する最適な配分はどの方法を使うかにより変わります。標準偏差が 10%の水準、すなわち株式が 60%、債券が 40%で構成される標準的なポートフォリオに近い適度なリスク水準の場合、商品に対する最適な配分は、資本資産価格モデルを利用すると 22%になり、積み木方式を利用すると 28.9%にまで上昇します。これよりも安全性を重視した 5%のリスク水準の場合でも、商品に対する最適な配分は比較的大きく、約 9%から 14%近くになっています。

Q&A

2006年7月

シャープ・レシオを基にすると、将来の商品のリターンを予測するために、どの方法を利用して、機会集合に商品を組み込んだポートフォリオは商品を除外したポートフォリオよりも効率性も高くなりました。

問：イボットソンの分析により示される最適な商品への配分は予想外に高かったといえるのでしょうか。

グリア：その通りです。イボットソンの分析が示す商品への最適な配分は高水準であり、多くの投資家にとって意外に思えることでしょう。そこでイボットソンは分析を一步進めました。イボットソンが商品に対する最適な配分を判定するために用いたリターンの想定は妥当なものであり、過去の商品のリターンを大きく下回っていましたが、イボットソンでは商品の予想されるリターンをきわめて低く見積もった上で同じ分析を実施し、商品に対する最適な配分がどのように変化するかを確認しました。この分析において、イボットソンは商品の期待リターンを T ビル+2%に引き下げました。これにより 3 つのモデルそれぞれにおける商品の期待リターンは大幅に低下することになります。

期待リターンをこのように大幅に引き下げても、商品に対する最適な配分は相対的に高いままとなりました。適度なリスクのポートフォリオの場合、配分は 3 モデルすべてで 11% を上回りました。そして、この分析においてイボットソンはパッシブな T ビルを担保として利用する以外の方法により、高いリターンを得られる可能性を排除していたことに留意すべきです。

問：それでは、お客様が実際にポートフォリオの 11%以上を商品に投資すると予想できるのでしょうか。

グリア：その可能性は低いと思われます。ほとんどの場合、「異端リスク」、もしくは組織的な制約により、商品への配分は 1 桁に留まることでしょう。しかし、今回の分析は商品に対する配分がゼロでは低すぎることを、第三者の立場から証明したものです。この分析結果は、特定の商品インデックスや特定の運用会社、もしくは商品に関連する投資商品を提供する会社と提携した企業が行ったものではありません。イボットソンは資産配分の分野で非常に高い評価を得ている専門企業です。当社はイボットソンの分析を業界に対して提供したいと考えましたが、同時にこの分析は、投資家がこの重要な資産クラスをポートフォリオに組み込むために必要な追加的な支援材料となる可能性があるといえるでしょう。

ピムコジャパン リミテッド
105-0001
東京都港区虎ノ門 4-3-20
神谷町MTビル 10 階

証券投資顧問業登録
投資一任業務認可
証券投資信託委託業認可
日本証券投資顧問業協会

関東財務局長第 768 号
金融再生委員会第 5 号
金融再生委員会第 27 号
会員番号 011-00768 号

Q&A

2006年7月

本資料で引用されているイボットソン報告書は、PIMCO の要請でイボットソン・アソシエイツ社が作成したものです。この資料は PIMCO の商品もしくは戦略の過去もしくは将来のパフォーマンスを示すものではありません。

本資料は全般的な経済分析として作成されたものであり、特定の投資手法や PIMCO が運用する個別の商品に関する説明を意図したものではありません。さらに、将来の成果は個別の運用商品の潜在的な運用成果を示すものではありません。

本資料では仮説に基づく予測、バックテスト、モンテカルロ・シミュレーションを含む上記報告書の主張を引用していますが、こうした情報は説明のみを目的としたものであり、いずれかの勘定の構造や実際の保有状況が同一となることや、類似した成果が得られることを保証するものではありません。仮説と予測に基づき、バックテストをされたパフォーマンス結果にはいくつかの本質的な限界があります。実際のパフォーマンス実績と異なり、こうした結果には実際の取引コストや流動性の制約、手数料、その他のコストが反映されていません。モンテカルロ・シミュレーションとバックテストされた結果は実際のパフォーマンスを示すものではなく、通常は既知の事実を利用して作成されるものです。その他にも、市場一般に関連する要因や、特定の運用戦略の実施に関連する要因のうち、シミュレーション上、もしくは予想される成果に完全には反映することができないさまざまな要因がありますが、そうした要因がすべて実際の運用成績に悪影響を与える可能性があります。さらに、将来の成果に関する言及はお客様のポートフォリオにおいて達成される可能性のある成果の推計値とみなすことはできず、そうした成果を約束したものとみなすこともできません。

本資料で示される有効フロンティア・モデルには、利用されているデータ集合とデータ・レンジによる制約があります。異なる期間、もしくはデータ集合を利用すると、異なる結果が得られる可能性があります。過去の運用実績は将来の成果を保証するものではありません。本分析においては、一定の仮定が立てられ、それに基づき本資料に記載されたリターンが得られました。この仮定を変化させれば、本資料のリターンに対して影響が及び可能性があります。手数料などの取引コストは本資料に記載されているリターンの算定においては、考慮されていません。こうした手数料等を含めた場合、パフォーマンスは低下することになります。

債券市場の各セクターへの投資にはリスクを伴います。財務省証券や TIPS、国債に対する保証は元本と金利を予定通り支払うことを約束したものです。こうした証券に投資するミューチュアル・ファンドの受益証券は保証の対象ではありません。モーゲージバック債は期限前償還リスクを伴います。社債においては発行者がその履行義務を必ず果たすとの保証はありません。通常、ハイイールド債への投資には、高格付の債券に比べて、より大きなリスクを伴います。自国通貨建て証券への投資には投資対象国の経済および政治情勢に起因するリスクを伴う場合があり、新興成長市場への投資では、かかるリスクが増大することがあります。分散投資を行っても、損失を完全に回避できるわけではありません。

商品は石油や金属、農産物などの有形財産で構成される資産です。商品への投資はすべての投資家に適しているとは限りません。商品および商品連動証券は市場全体の動きや金利変動、その他、天候や疾病、通商の停止、国際的な政治経済状況、そして基になる商品における投機家や裁定目的の参加者が行う取引などの影響を受ける可能性があります。商品連動型デリバティブへの投資は従来型の証券への投資よりも変動性が高くなる場合があります。本資料において、各種指数や証券間、もしくは各種指数や証券とインフレとの相関に関する記載は特定の期間のデータを基にしたものです。こうした相関は将来、また異なる期間を取った場合には、異なるものとなり、ボラティリティの上昇を招く可能性があります。

米国政府が発行する物価連動型国債、通称 TIPS は、元本価値がインフレ率に連動して定期的に調整される債券です。米国政府は償還時に、インフレ調整後の元本を返済することを保証しています。しかし、物価連動債の時価や物価連動債に投資するポートフォリオの時価は保証されておらず、どちらも変動する可能性があります。

本資料には、本資料作成時点での著者の見解が含まれていますが、これは必ずしも PIMCO の見解ではありません。著者の見解は、予告なしに変更される場合があります。本資料は、情報提供を目的として配布されるものであり、投資助言や特定の証券、戦略、もしくは投資商品の推奨を目的としたものではありません。本資料に記載されている情報は、信頼に足ると判断した情報源から得たものですが、その信頼性について保証するものではありません。

本資料の一部、もしくは全部について、PIMCO からの書面による明確な許可なしに転載、引用することを禁じます。本資料の著作権は PIMCO に帰属します。

(注) PIMCO はパシフィック・インベストメント・マネージメント・カンパニー・エルエルシーを意味します。