

KAMIYAMA Reports vol. 60

リスク・パリティの良さって何？

チーフ・ストラテジスト 神山 直樹



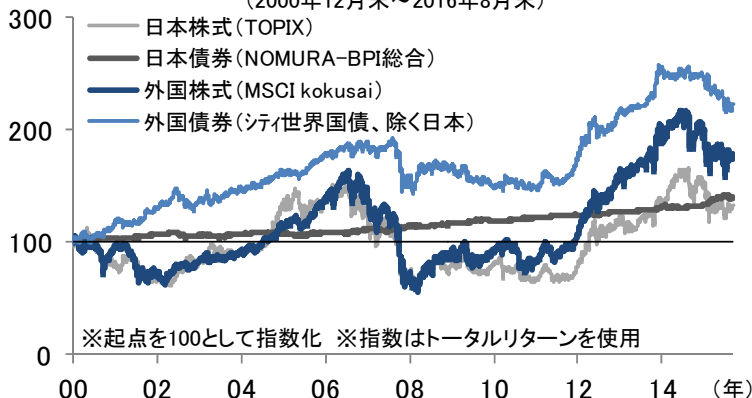
- リスクが株式に偏った資産配分から、バランスさせた資産配分へ
- リスクをバランスさせれば、安定したリターンが期待できる
- リスク・パリティの理論的な裏付けは強い

リスクが株式に偏った資産配分から、バランスさせた資産配分へ

2008年のリーマン・ショックで、金融市場は揺れに揺れた。時間をかけて「分散」したはずの運用資産のリターンが想定以上に変動してしまったため、直後の機関投資家にとっての課題は、今後、どのように対応していけば良いのかであり、早急に解決しなければならなかった。その解決策の一つが、「リスク・パリティ」という考え方だった。

主要4資産(円建て)パフォーマンス

(2000年12月末～2016年8月末)



※起点を100として指数化 ※指数はトータルリターンを使用

上記は過去のものであり、将来の運用成果等を約束するものではありません。
(信頼できると判断したデータをもとに日興アセットマネジメントが作成)

リーマン・ショックの後、多くの資産運用の現場での衝撃は、①株式の下落による損失を、債券の上昇でカバーできなかったこと、②世界の株式が同じように下落し、分散投資の効果がなかったこと、であった。例えば、円建て資産の運用では、外国債券ですら、為替と株価の変動がとても似ていたため、株式と債券の分散効果はあまり発揮されなかった。

そこで、下落による損失を抑制する方法が、例えば、株式の下落が10%に対して、債券の上昇が2%程度であれば、「株式1」に対して「債券5」を保有すれば良いはずだ、という考え方だった。

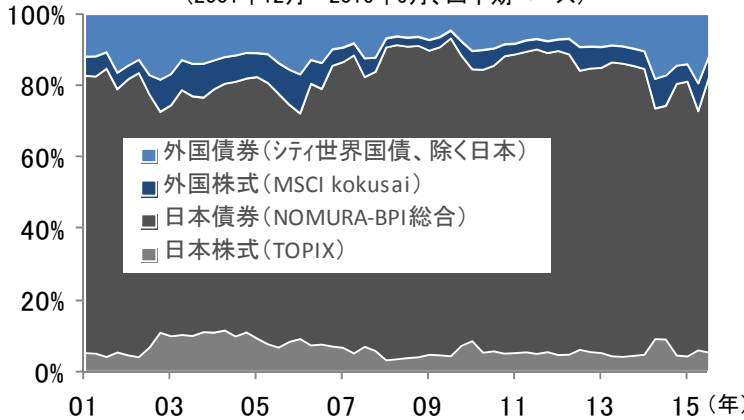
もちろん、リターンについて、最初から債券は上昇し、株式が下落すると分かっていたら、株式を保有しなければ良いが、そもそも金融危機が起こることを予測することは困難なので意味がない。しかも、資産の分散とは「たまごをひとつのかごに盛らない」ことであることも思い返しておきたい。先の例で、「株式1」「債券5」という分散の方法は『各資産のリスク寄与度が同程度(以下、リスクが同程度と言う)になるように配分する』ということであり、パリティとは「同じ状態・価値にする」という意味だ。

リスクをバランスさせれば、安定したリターンが期待できる

上のグラフ期間では、日本株式のリスクが年率20%以上、日本債券は同2%程度なので、リスクが同程度になるよう資産配分を行なうには、単純化すれば、日本株式1に対して日本債券を10保有することになる。仮に、16年6月末時点において、日本株式、日本債券、外国株式、外国債券の4資産に円建てで投資するシミュレーションをしてみると(例示目的であり特定のファンドに関わるものではない)、日本株式5.7%、日本債券76.8%、外国株式5.8%、外国債券11.7%という資産配分が「リスク・パリティ」、つまり資産配分の結果がもたらすリスクがそれぞれ同程度となる。

リスク・パリティになる主要4資産の配分例

(2001年12月～2016年6月、四半期ベース)



上記は過去のものであり、将来の運用成果等を約束するものではありません。

(信頼できると判断したデータをもとに日興アセットマネジメントが作成)

ためリターンも低く、債券の上昇で株式の下落をカバーすることは難しい。しかし、ポートフォリオがリスク・パリティであれば、債券への資産配分が多めになるので、リターンに関して分散効果を発揮することが期待される。リスクが同程度になるように資産配分することで、同じ方向に動かない資産のリターンが(同じリスクの別のポートフォリオに比べて)リスク低減効果を発揮し、ポートフォリオのリスクに対するリターンを高めることが可能となる。

リスク・パリティの理論的な裏付けは強い

リスク・パリティの考え方が出現する前は、資産配分を「最適化」する方法が主流だった。これは各資産の期待リターンとリスク、相関を使って、できるだけリスクを低く、リターンが高くなるよう、ポートフォリオの最適な資産配分を決定する方法だ。この方法は、高いリターンが期待される株式の配分が多めになる傾向にあるため、株式の好調時はリターンは高くなり、リーマン・ショックのような時は、債券の資産配分が少なめなため、リターン悪化をカバーしづらかった。

リスク・パリティに関する論文では、(投資家が負債を避ける傾向にあるならば)同じリスクでも最適化によるリターンよりもリスク・パリティのリターンが高くなる傾向にあることや、ゲーム理論などを用いた包括的な考え方として、リスク・パリティは最適化配分や株式 60%、債券 40%の固定配分よりも継続的にパフォーマンスが良くなること、発表されている。このように、リスク・パリティを用いたポートフォリオは、最適化などで調整されたポートフォリオよりも、相対的に高いリターンが期待される。さらに、今後、世界景気の回復や日本・欧州がデフレからインフレに転換した場合に金利が高くなり(債券価格は値下がり)、一方で株式などが上昇したとしても、ポートフォリオ全体のパフォーマンスの悪化度合いは、リーマン・ショック時のポートフォリオよりも抑えられるだろう。

最近、リスク・パリティ型運用に対して、「株が下がるとさらに株を売る、自らパフォーマンスを悪化させる」、「債券比率が高いので債券が下がるとパフォーマンスは悪化しやすい」、などと言った批評がある。可能性として、世界の運用資産に占めるリスク・パリティ型運用の割合が高ければ起こりうるが、現状そのような状況ではなさそうだ。もっとも、株価変動は、一般的に上昇時よりも下落時に大きくなる傾向があるので、株価下落時の株式の売却量は上昇時の購入量よりも多くなる。しかし、リスク・パリティ型運用は、債券価格の下落時には、債券の資産配分が少なめの運用に比べてパフォーマンスの悪化が予想されるものの、「同程度のリスク」を想定する運用手法と比べれば、値下がり分を株式などの値上がり分である程度カバーすることが見込まれるので、長期的にリターンの積み上げが期待される。

PDF ファイルおよびバックナンバーは、日興アセットマネジメントのホームページでご覧いただけます。

また、facebook やツイッターで発行をお知らせいたします。

<http://www.nikkoam.com/products/column/kamiyama-reports>

facebook <https://www.facebook.com/nikkoam> Twitter https://twitter.com/NikkoAM_official