

## タクティカル・アセット・アロケーション(戦術的資産配分)の考察

投資家は株式や債券の価格変動が極めて大きい環境の中で、成功する術を模索しています。市場環境や資産ポートフォリオの状況を判定する投資プロセスは、移ろいやすい市場環境を舵取りする投資家の役に立つでしょう。上場投資信託(ETF)を活用することによるタクティカル・アセット・アロケーション(戦術的資産配分、TAA)の事例は3つの信念に基づいています。第1に、資産配分はポートフォリオのリターンを決定する際の最も重要な決断であるということ。<sup>1</sup>第2に、TAA市場は個別銘柄市場よりも市場効率性が低く、ポートフォリオマネージャーが、市場の価格誤差の識別や活用を可能にしているということ。そして最後に、TAA向けのETFを利用することで、資産クラスにまたがるコスト効率の高い分散が可能になるということです。

### TAAとは?

戦略的な配分手法では、ポートフォリオの投資戦略およびリスク・プロファイル(例えば、固定で60%の株式と40%の債券)と一致した固定ルールに照らしたウェーティング(加重方法)を定め、資産クラスウェイトを維持するためにリバランスを行います。通常このリバランスは、市場イベントあるいは投資機会についての予断を持たずに実施されます。

一方、TAA手法では、マネージャーは戦略上定められたウェイトから始めますが、その後、他の資産クラスと比べて魅力的であると当該マネージャーが思う資産クラスへの投資を増やします。つまりTAAとは、アクティブ運用の1つの形態です。「アクティブ運用」という言葉を聞くと、たいていの人は、株式や債券の個別銘柄を選択し投資を行うことを思い浮かべます。しかしながらTAAが重視しているのは、資産クラスの決定です。タクティカルな手法では、価格の誤差となる可能性のある資産クラスへの投資を増やすまたは減らすことによって、どんな時でも市場の非効率性を活用することを目指しています。

### なぜTAAなのか?

TAAは投資家に対し、下げ相場と上げ相場のいずれにおいても市場平均を上回る可能性を提供することを目指しています。投資家はTAAを活用し、現金または米国債をオーバーウェイトすることによって、2008年後半から2009年初めの下げ相場での損失を低減する可能性がありました。また同様に、米国株をオーバーウェイトすることで、2010年の株式上げ相場の時期に、ポートフォリオのリターンを高めた事ができたと考えられます。TAAは投資家が市場の低迷という最悪の事態を避け、市場の回復につれた良好なパフォーマンスを実現することに資する可能性を提供します。

複数の調査から、投資リターンを決定する際、銘柄選択よりも資産配分が大きな役割を果たしていることが分かっています。「どの投資クラスの組み合わせで投資するかを選択し、そして、その組み合わせをいつ変更するか。」ということによって、長期にわたるポートフォリオのリターン動きについて、その90%を説明するこ

とができます。<sup>2</sup>これは、資産配分によるポートフォリオ運営の価値を高め、個別銘柄の選択によるポートフォリオ運営の価値を低減する正当な理由となります。

学術調査でも、個別有価証券よりも資産クラスレベルのほうが市場の効率性が低いことから、TAAがアルファにとって効果的な方法であると示唆されています。<sup>3</sup>資産クラスレベルにおける相対的な非効率性はいくつかの要因に起因しています。初心者にとって、個別証券を評価するのと比べて、各資産クラスファンダメンタル・バリューの変化を理解するのは難しいことです。加えて、経済政策、金融政策、財政政策の影響、また投機的なブームとその崩壊が、時価総額の分析をさらに複雑にしています。要するに、個別証券と比べて、資産クラスレベルで投資リターンの源泉を把握することが困難であるため、資産クラスを正確に評価することがより難しくなっているのです。

### TAAポートフォリオの選択

通常、TAAポートフォリオのパフォーマンスは、個々の投資目標によって大きく異なります。保守的なTAAポートフォリオはベンチマークと密接な関係にあると考えられます。たとえばベンチマークからの乖離を10%の変化しか認めない、というガイドラインが定められるからです。対照的に、絶対リターンTAAポートフォリオには通常はベンチマークからの乖離制限がないため、ポートフォリオのリターンにプラスをもたらすと思われる際には、主な資産クラ

#### SPDR® SSGA アクティブ・アセット・アロケーションETF

- SPDR SSGA マルチ・アセット・リターンETF [銘柄コード: RLY]

- SPDR SSGA インカム・アロケーションETF [銘柄コード: INKM]

- SPDR SSGA グローバル・アロケーションETF [銘柄コード: GAL]

詳細については、[SPDRS.JP](http://SPDRS.JP)をご覧ください。

スを完全に無視することができます。両極端をなすこれら2つのポイントを考慮しつつ、TAAポートフォリオをどの程度組入れるのが調節することができます。

正しいポートフォリオの選択は、投資家のリスク許容度と同様、TAAポートフォリオの役割にも左右されます。投資家の中には、単独の解決策として、追加リターン獲得する可能性のある全ての資産クラスについてTAAポートフォリオを採用する人もいます。他の投資家は、より複雑なポートフォリオのなかの一部としてTAAポートフォリオを採用しています。その場合、TAAポートフォリオは、市場下落時への耐久性を求めるのか、またはより超過リターンを追及するのか、といった投資家のニーズによって決まります。

加えて、適切な運用期間の計画を持つTAAポートフォリオを選択することが重要です。1つの極論として、TAAポートフォリオの中にはデイ・トレーダーのように機能するものもあります。反対に景気循環のような長いスパンを運用対象期間として用いるものもあるかもしれません。リスクとリターンは、ポートフォリオの運用計画対象期間によって著しく変化します。例えば、SPDR SSgA アクティブ・アセット・アロケーション ETFの運用マネージャーであるステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズ (SSgA) は、6カ月から9カ月が最も適切な運用計画対象期間であると考えています。

### なぜSPDR ETFなのか？

SPDR SSgA アクティブ・アセット・アロケーション ETFを運用するのは、SSgA内のインベストメント・ソリューション・グループ (ISG) です。ISGは1982年に米国資産配分ポートフォリオ、1989年に多通貨分散投資ポートフォリオの運用を開始しました。当グループは、TAAポートフォリオを20年余りの間運用し、現在は190億米ドル近くのTAAポートフォリオを有しています。450名を超える投資プロフェッショナルから成るチームのメンバーは、投資運用業界における平均15年超の経験を持ちます。従来SSgAのTAAポートフォリオは、大規模機関投資家にものみ利

用可能なものでした。SPDR SSgA アクティブ・アセット・アロケーション ETFの登場によって、投資運用に対するこの制度的な段階手法が、幅広い投資家の皆様にも利用できるようになりました。

当チームは、世界8箇所で、社内調査とポートフォリオ運用スタッフを用いた規律ある系統的なプロセスを敷いています。3段階投資運用プロセス及びリスク管理プロセスが、経験を積んだ投資プロフェッショナルにより運営、監督されています。深く広いノウハウによって、ISGは投資目的に見合う様々なリスクとリターンのプロファイルを作成することができます。

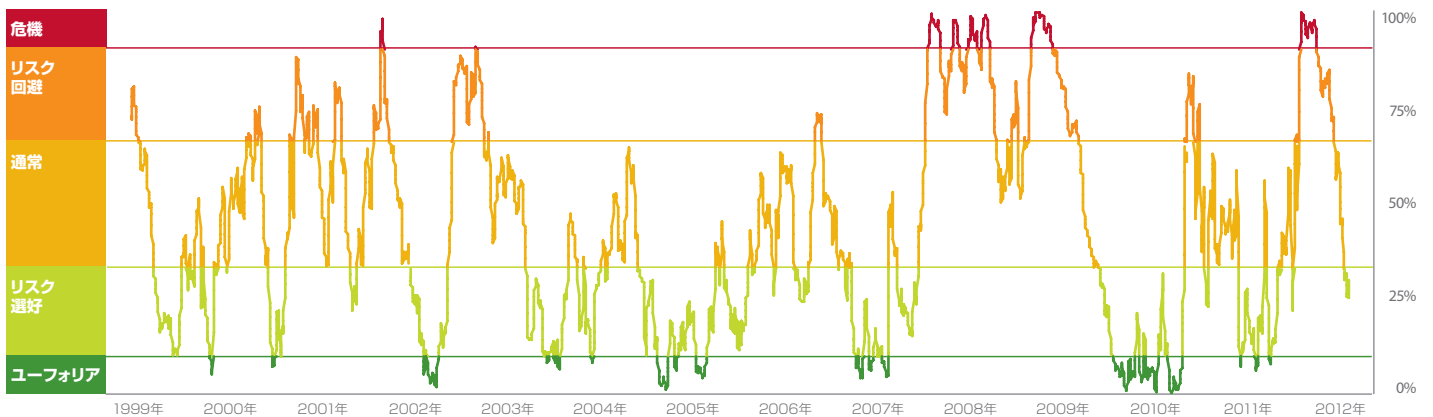
### 第1段階—市場状態の判定

ISG投資プロセスの第1段階は、SSgAのMarket Regime Indicator (MRI) に始まります。SSgA MRIは、株価指数の予想変動率、通貨ペア、リスク資産のスプレッドという3つの市場リスクセンチメント要因に基づいた、市場予測に関する情報を生み出します。次に、現在の市況を危機、リスク回避、通常、リスク選好、ユーフォリアの5つの潜在的な市場環境のうちの1つに分類します。その後、判定された市場リスク環境に基づいて、ポートフォリオのリスク配分が調整されます。例えば、リスク回避の期間に、ポートフォリオが通常的环境より少ないリスクをとることがあります。図1は、2012年3月31日までの、各種市況のリスクセンチメントを示しています。

### 第2段階—評価

市場の非効率性を見出すために、広範な資産クラス、その下位のサブ資産クラス、およびサブ資産クラスの構成要素といった、100を超えるグローバルな資産クラスに関して、計量的プロセスによるスコアリングを行います。多面的要因分析による専用のモデルが、予測価値を有する大量のデータを客観的に処理します。分析には、バリュエーション、モメンタム、センチメント、マクロ経済要因があります。このプロセスでは、株式、債券、コモディティ、現金を対象とした資産クラスのパフォーマンスおよび初期の目標配分について、将来の予測ランキングを作成します。

図1：MARKET REGIME INDICATOR (MRI)



出典:SSgAインベストメント・ソリューショングループ、2011年12月31日時点。

### 第3段階－ポートフォリオの構築

それぞれのリスク・プロファイルに特有のポートフォリオポジションに転換することが広義の投資テーマとなります。市場における現在のリスク選好度をMRIで識別した時点で、ポートフォリオ運用チームが、それに応じたタクティカルなアクティブ・リスク配分を行います。続いてチームは、計量的スコアおよび運用チームの視点を取り入れます。最後に、グローバル運用チームは少なくとも月に一度、計量的モデルの機能を見直すために各資産クラス専門チームおよび対象地域グループで会合を開き、当該モデルの範囲外で起き得る市場変動要因について検証します。チームの経験、グローバルな視点、現地市場についての深い知識が必要となります。この月次プロセスに加えて、市場状況が判定される度に特別会議を開きます。通常、各ポートフォリオは、1年に12回から18回の取引が行われます。

ポートフォリオの構築段階で決定したポジションは、その後、SPDR ETFを主な投資対象としつつ、その他の上場取引型金融商品（ETP）も原ファンドとして取り入れた、ファンド・オブ・ファンズ方式を通じて実行されます。ETFの開発によって、比較的低いコストで幅広い資産クラスへのアクセスが作られると同時に、ポートフォリオ内での広範な分散を後押ししています。各ポートフォリオの構成とパフォーマンスの継続的な監視、過小評価あるいは過大評価されている資産の判定、そして、ポートフォリオへの必要な修正は、継続的に行われます。

### まとめ

TAAは単なる株式と債券の個別銘柄を選定する事ではありません。多岐にわたる資産クラスの様々な市場環境を織り込んだ投資プロセスを適用することによって、TAAは、市場における価格誤差を判定および活用することができるでしょう。加えて、TAAポートフォリオでETPを投資対象として用いる事は、資産配分に対する、費用効果の高い、多角的な手法をもたらします。SPDR SSGA アクティブ・アセット・アロケーション ETFは、TAAに対する規律ある系統的な手法を提供し、ETPを通じて、様々な市況を舵取りする投資家の役に立つように、これらの投資決定を実施しています。

### ETFを用いたTAAのリスク

これらのファンドの投資家は、市場において価格誤差を判定および活用する可能性を持つTAA手法をうまく利用しようとしています。加えて、これらのファンドはETPを投資対象として用いることで、ポートフォリオの決定を実施しています。その結果として投資家はETPおよびアクティブ運用の利用にかかわるリスクを持ちます。

- **ETPのリスク**－ファンドは、当該ファンドが投資したETPによってもたらされる、証券の直接保有にかかわるリスクと同じリスクにさらされています。
- **運用リスク**－ファンドはアクティブ運用手法を採用しているため、ポートフォリオマネジャーによって選択された投資が、そのベンチマークまたは同様の投資目的を有する他のファンドと比べてマイナスのリターンとなる可能性があります。
- **関連のあるETPリスク**－ファンドが主にSPDR関連のプロダクトに投資しているため（そして、ファンド・マネジャーが基本的な運用報酬を受け取っているため）、関連ETPの選択において、利益相反をする可能性があります。加えて、ファンド・マネジャーは当該関連ETPを購入するか売却するかを決定する際に、関連ETPへの効果に影響を受けることがあります。

### SPDR® ETFについて

SPDRETFはステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズが提供するETFブランドで、投資家の皆様にそれぞれの投資戦略と正確に適合した投資対象を選択する柔軟性を提供しています。業界のパイオニアとみなされているステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズは、1993年に最初のETFとなるSPDR S&P 500®を設定し、現在世界最大のETF<sup>5</sup>となっています。現在、ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズは世界中で約3,040億米ドルのETF資産を運用しています。<sup>6</sup>当社のETFや投資方法に関する詳細な情報につきましては、以下にご連絡ください。

電話：03-4530-7152

メール：etf\_japan@ssga.com

ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズ株式会社  
東京都港区赤坂9-7-1 ミッドタウン・タワー39階 Tel: 03-4530-7152  
金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第345号  
加入協会:一般社団法人 日本投資顧問業協会、投資信託協会、日本証券業協会

<sup>1</sup> Brinson, G.P., L.R.Hood, および G.L. Beebower, "Determinants of Portfolio Performance II, an Update," Financial Analysts Journal, 1991年5-6月

<sup>2</sup> 同上。

<sup>3</sup> アルファとは、ベンチマークのリターンに対する超過リターンのこと。

<sup>4</sup> 2011年12月31日時点のSSgA

<sup>5</sup> ブルームバーグ、2012年3月31日現在

<sup>6</sup> 2012年3月31日現在。この運用資産残高には、ステート・ストリート・グローバル・マーケットズLLCが販売会社として役務を提供するSPDRゴールトラスト(2012年3月31日現在で凡そ687億米ドル)の資産を含みます。

**本資料は、情報提供を目的として作成したものであり、金融商品取引法に基づく開示資料ではありません。**

本資料は、ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズが作成したものをステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズ株式会社が和訳したものです。内容については原文が優先されることをご了承ください。本資料は各種の信頼できると考えられる情報・データに基づき作成しておりますが、弊社はその正確性・完全性を保証するものではありません。こうした情報は不完全であるか、要約されている場合があります。本資料内の意見は全て当社の判断で構成されており、事前に通知することなく変更される可能性があります。

#### <投資にかかるリスクについて>

ETFは、主に株式や債券などの有価証券、金などのコモディティ等、上場投資信託(ETF)、コモディティ上場投資信託、上場投資証券等に投資を行います。投資対象としている株式等の値動きにより、当ファンドの基準価額が下落することがあります。投資には、価格変動リスク、カントリーリスク、信用リスク、為替リスク、カントリーリスク、市場リスク、金利リスク、流動性リスク、トラッキングエラー等、様々なリスクがあり、ETFも同様のリスクが伴います。これらのリスク要因により、投資資産の市場価格が下落する場合があります。その為、投資元本を割り込む恐れがあります。ETFには上場廃止リスクがあり、純資産規模が縮小するなど、運用が困難になった場合や、上場取引所の上場基準に合致しなくなった場合、上場廃止となることがあります。これらは主なリスクであり、ETFへの投資に係るリスクはこれらに限定されるものではありません。

#### <ETFの投資にかかる一般的な留意事項>

- ① 元本保証はされていません。
- ② ETFの一口あたりの純資産額と連動を目指す特定の株価指数等が乖離する可能性があります。
- ③ 市場価格とETFの一口あたりの純資産額が乖離する可能性があります。

#### <ETFにかかる手数料・費用について>

ETFを売買する際は、取扱いの金融商品取引業者の定める売買手数料がかかります。その他ETFを保有する際には、それぞれ個別に定められた費用がかかります。これらの費用には、運用会社・管理会社に支払う報酬、組入れ有価証券の売買の際に発生する手数料、監査費用等があります。これらは、運用の状況等によって変動するため、上限を示すことができません。当掲載情報は作成時点のものであり、市場の環境その他の状況等により予告なく変更されることがあります。

"SPDR®"は、Standard & Poor's Financial Services LLC(以下「S&P」)の登録商標であり、ステート・ストリート・コーポレーションがその使用許諾を得ています。また、"Standard & Poor's®", "S&P®", "SPDR®" および "S&P500®"は、S&Pの登録商標であり、ステート・ストリート・コーポレーションがその使用許諾を得ています。S&Pまたはその関係会社は、ステート・ストリート・コーポレーションまたはその関係会社が提供するいかなる金融商品のスポンサーではなく、これらの商品の内容に関する保証・販売・宣伝もしていません。またS&Pは、これらの商品への投資の適否に関して、いかなる意見表明もしていません。

その他のインデックス、登録商標に関しては、各会社及びその関係会社に帰属し、ステート・ストリートが特定の目的で使用許諾を得ています。本資料のETFの合法性や適合性について、インデックスあるいは登録商標の帰属する各会社及びその関係会社は、何ら判断を下していません。また、発行・後援・裏書・販売・宣伝されていません。インデックスあるいは登録商標の帰属する各会社及びその関係会社は、ETFに関していかなる保証も責任も負いません。また、ETFの資産運用や販売にしていかなる責任も負いませんし、管理運営に携わることもありません。

SPDR SSgAアクティブ・アセット・アロケーションETFは、ファンド・オブ・ファンズ方式によって運用されています。SPDR SSgAアクティブ・アセット・アロケーションETFはアクティブ運用されているため、SSgAが選択した投資によっては、そのベンチマークまたは同様の投資目的を有するその他のファンドと比較してETFのパフォーマンスが下回る可能性があるというリスクがあります。アクティブ運用のETFは、ある特定の指数のパフォーマンスの複製を目指すものではありません。

※取得のお申し込みにあたっては、必ず上場有価証券等書面又はその他の開示書類の内容をご確認の上、ご自身でご判断下さい。

※購入のお申込や売買手数料等につきましては、取扱いの金融商品取引業者(証券会社)までお問い合わせ下さい。

本資料の記載内容は2012年3月時点のものであり、今後予告なく変更されることがあります。

© 2012年ステート・ストリート・コーポレーション - 無断複写・転載を禁じます。