

2024年7月

オルタナティブ投資への資産配分

フロンティアを超えて

投資商品には過去数十年間にわたってイノベーションの波が押し寄せたが、投資で成功を収めるに当たって極めて重要な要素の1つである資産配分モデルは、その波に取り残されている。ほとんどまるで時が止まったかのように、今日の資産配分モデルは50年前のそれと同じなのだ。のちにノーベル経済学賞を受賞したハリー・マーコウィッツ氏が、リスクとリターンのトレードオフについて研究し、「効率的フロンティア」の概念を提唱したのがその頃である。

当時はエルビス・プレスリーの曲がテレビやラジオで頻繁に流れ、資産の60%を株式、40%を債券に配分する60/40のポートフォリオがほとんどの投資家にとって最適だと、効率的フロンティアが示唆していた。今日まで話を進めても、オルタナティブ投資を含む資産配分のほとんどは、依然として1952年に開発されたリスク/リターンの前提を重視したものになっている。そうした1次元のモデルをアップデートし、流動性などのオルタナティブ投資固有の特性を捉える時期ではないのか？

流動性が低いオルタナティブ投資とは？

流動性の低いオルタナティブ投資（以前の記事『[Don't Fear Illiquidity \(Embrace It!\)](#)』（英語）ご参照）とは、買い手と売り手をマッチングする公開市場があまり発達しておらず、速やかかつ容易に取引できない資産のことであり、そうした例には次の資産が含まれる。

- 不動産
- プライベート・エクイティ
- プライベート・ローン
- ヘッジファンド
- 森林、農地、その他のコモディティ
- 芸術作品

流動性が低いこれらの資産にはロックアップ要件があるため、多くの投資家がオルタナティブ投資のポートフォリオの中で、長年の先入観からこれらへの資産配分を控えめにする傾向がある。

合わないものを無理やり一緒にする

流動性が低いオルタナティブ投資を資産配分モデルに織り込むことがそれほど難しいのはなぜか？

オルタナティブ投資も含む従来の資産配分モデルがこれらの資産固有の特性を捉えられないのだ。これは問題である。なぜなら、リターン・ドライバー、レバレッジ、リターンの相関関係、リスクといったオルタナティブ投資固有の特性が、どのモデルでも重要なインプットになるからだ。

正しいインプットを得る

リターン・ドライバーから見てみよう。オルタナティブ投資の各資産クラスには、伝統的な株式や債券のほか、他のオルタナティブ投資とも異なるリターン・ドライバーがある。例えば、プライベート・クレジットのリターン源泉には変動金利ローンの利払いが含まれるが、それは、プライベート・エクイティのリターンが資本の再構成や企業売却から創出されるのとは大きく異なる。さらに問題を複雑にしているのが、そうした固有のドライバーが創出するリターンが他の資産クラスとは異なるパターンを持っており、それによって他の資産が創出するリターンとの多様な相関関係が生まれる点である。

流動性が低いオルタナティブ投資はレバレッジを活用する傾向もある。ただし、活用度合いは資産によって異なる。そしてレバレッジは、オルタナティブ投資がとる、伝統的な投資とは明確に異なるいくつかのリスクのうちの1つにすぎない。最終的には、レバレッジ、相関関係、リスクなどの変数を適切に把握できていないと、従来型の資産配分モデルから導き出されたオルタナティブ投資へのポートフォリオの資産配分をゆがめてしまう。

オルタナティブ投資は一枚岩的なものではない

資産配分モデルは各資産の違いを捉えなければならない。

プライベート不動産パートナーシップ

- 流動性が低い(ロックアップ期間 10 年など)
- 時価ベースのバリュエーション(タイムラグあり)
- 株式市場全体との相関が低い

ロング・ショート・ヘッジファンドによる上場 REIT への投資

- 流動性が比較的高い(四半期ごとに解約できる)
- バリュエーションの透明性が高い
- 株式市場全体との相関が高い

あなたの資産配分モデルはこれらの違いを把握すべきではないのか？

それらを「分散投資先」と呼ぶだけでは不十分

多くの投資家はオルタナティブ投資への資産配分を精査する際、流動性が低い保有資産をすべてまとめて、それらが分散投資先として機能してくれるだろうと考える。

しかし、そのようにすべてを包括してしまうと判断を誤りかねない。プライベート市場のさまざまな水準のリターンを区別せず、リターンを最適化するモデルを考えてもらいたい。例えば、プライベート・エクイティは総じて 20% のリターンを狙うが、それは、概して 1 桁台後半のパーセントの安定したリターンを追求するプライベート・デットとは大違いである。

同じことがレバレッジにも言える。レバレッジをまったく活用しない戦略もあれば、大いに活用する戦略もある。あなたのモデルはそうした状況をどのようにして捉えているのか？ 伝統的な株式や債券とは異なり、オルタナティブ投資へのポートフォリオの資産配分を決める場合、そうした類いの特異性をモデルに織り込むのは非常に時間がかかる作業である。



アライアンス・バーンスタイン(以下、「AB」)のオルタナティブ・インパクト・アナリシス(AIA)は、オルタナティブ投資への資産配分を決める際に従来型モデルを悩ます問題の多くを解決する。

AIA を開発

AB の AIA モデルは、柔軟で広範囲をカバーできる、透明性が高いマルチアセットの分析プラットフォームである。AIA の分析は階層構造になっており、投資家が投資ユニバースの全体にわたって長期的な資産配分を決めるに当たり、それをサポートするように設計されている。

AIA は複数の階層を用いて次の事項を行うことにより、資産配分の成果を向上させる。

- 伝統的な資産とオルタナティブ投資への資産配分を密接に結びつける
- 現金引き出しと資産配分のミスマッチを回避する
- 適切な場合はキャッシュフロー志向の投資に資産配分するが、全体的な成長を犠牲にはしない
- ポートフォリオの流動性特性を明確に理解する
- 起こる可能性は低いですが、例外的に悪いリターンを理解し、ポートフォリオが「ショック」を受けるのを回避するように計画する

これら 5 つのステップが AB の AIA モデルの骨格を形成している

1. 投資家の期待

投資家の目的、すなわち長期的なウェルス・プランニングや短期的な流動性ニーズにより、期待リターンやリスク許容度を形作る。

2. 投資家の許容度

異なる資産配分の一連のポートフォリオを使用して複数のシナリオを試し、1-20 年の期間に取り得る成果を計算する。

3. リターンの検証

AB のリサーチ、独自システムのほか、過去実績データを使用し、資本市場内や資本市場間の相関関係を検討する。さまざまな市場リターンをもたらさうる市場の予測不能性についても考察し、その分布を変化させかねないランダム性を考慮する。

4. リスク分析

第三者のシステムを使用して市場で取引される証券のリスクを予測する。リスクを集計してポートフォリオ全体のリスクを特定する。

5. 成果の検証

分析結果を検証して上位 5% 及び下位 5% の範囲に入るテール・リターンを決定し、資産配分がもたらさうる最も極端な成果を理解する。

どのようなリスクを考慮すべきか？

オルタナティブ投資への資産配分を決める際には、どのモデルを使用しても、ポートフォリオ全体のレベルのリスクを把握しなければならない。AB はそうしたリスクを 3 つの領域に分類している。流動性不足、資産配分のドリフト、ポートフォリオのドローダウンの 3 つである。

流動性不足リスク(LSR)とは、今後 10 年間のある時点で使用可能なキャッシュを使い果たしてしまう可能性を指す。投資家がポートフォリオのキャッシュを使用する場合、AB では、キャッシュを使い果たしてしまう可能性が少しでもある資産配分は回避する。

資産配分のドリフト・リスク(ADR)とは、資産配分比率が時間の経過とともに本来の比率からずれてしまう度合いである。ドリフトは、流動性が低い投資を行っているどのポートフォリオでも起こる可能性がある。流動性が低い投資の価値が変われば、それがポートフォリオ全体に占める割合も増減する(すなわち、配分比率が上下する)ためである。流動性が低い投資の比率が上がっても、それを売却してポートフォリオをリバランスするのは不可能であることから、ドリフトを再調整するのは難しい。

ポートフォリオのドローダウン・リスク(PDR)は、ポートフォリオの価値が市場環境によって低下する可能性に注目するものである。AB は資産配分を決める際、概してポートフォリオの小幅(5%)及び大幅(20%)な損失をモデルに織り込んでいる。

現金引き出しから資産配分を決める

AB の AIA は上記のリスクのそれぞれに対応しているが、そのなかの流動性不足リスクを取り上げて詳しく見てみよう。ここでは、投資家の現金引き出しに支障をきたさないよう、オルタナティブ投資へのポートフォリオの資産配分をモデルで最適化することを目指す。

平均的な投資家が1年間にポートフォリオの約3%の現金を使用する傾向がある点を考えてもらいたい。ただし、現金の使用ニーズは投資家によって大きく異なり、5%またはそれ以上使用する投資家さえいる。そしてそうしたニーズが、流動性が低いオルタナティブ投資をポートフォリオにどのくらい保有できるかに影響を及ぼす。現金の年間引き出し率が3%の場合、オルタナティブ投資への資産配分は引き出し率が5%の場合より高くなるほか、引き出し率が7%の場合より著しく高くなる。なぜか？投資家が現金を引き出せば引き出すほど、オルタナティブ投資への資産配分に伴うことが多い流動性の低さを引き受ける余力が少なくなるためである。

下図は、現金の年間引き出し率の要件が5%でオルタナティブ投資について適格である投資家向けに、オルタナティブ投資がポートフォリオのリターン及びリスクに及ぼす影響を示すため、AB がモデルを用いて作成したシナリオである(図表1)。

【図表 1】現金引き出し率 5%の投資家向けの資産配分シナリオ

オルタナティブ投資への資産配分(%)	0	5	10	20	40
流動性不足リスク(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	5.0
資産配分のドリフト・リスク(%)	0.0	6.0	12.0	19.0	30.0
年平均リターン(10年間、%)	5.3	5.5	5.7	6.2	7.0
20%の損失を被る可能性(%)*	16.0	15.0	14.0	14.0	14.0

過去の実績や分析は将来の成果等を示唆・保証するものではありません。予想は今後変更される可能性があります。

*今後 10 年間の可能性。

トータル・リターンを追求する平均的な投資家向けに、モデルを用いて作成したポートフォリオ。オルタナティブ投資への資産配分は、インカム志向及びグロース志向のオルタナティブ投資にそれぞれ 50%行う前提。データは過去の実績を示しておらず、実際の結果や将来のさまざまな結果を保証するものではありません。

2022年6月30日現在

出所: AB の AIA モデル

AB の分析では、オルタナティブ投資にまったく資産配分しない投資家は、小規模(5%)の配分を行う投資家と比べると毎年 20 ベースポイント(bps)のリターンを放棄することになるほか、(20%の損失を被る可能性を尺度として見た)引き受けるリスクの水準も高い。もう一方の極端である、オルタナティブ投資にポートフォリオの 40%を配分する投資家は、年平均 7%のリターンを得る見込みだが、流動性不足に陥る可能性も 5%あり、AB ではそれが許容しがたいリスクの高さであると考えられる。

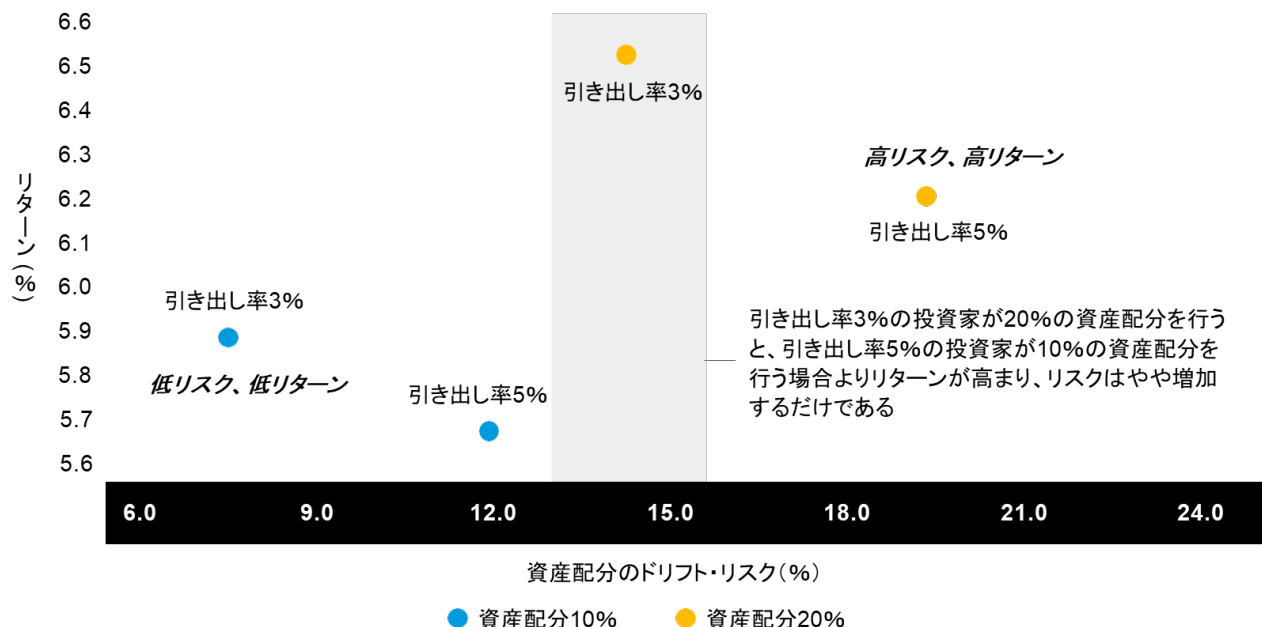
AB のオルタナティブ投資への資産配分モデルを用いると、この投資家に適したポートフォリオは、オルタナティブ投資へのエクスポージャーが 10%のものになる。このエクスポージャー水準では、ポートフォリオが流動性不足に陥るリスクはゼロ、ドリフト・リスクは許容範囲(12%)であるほか、今後 10 年間に 20%の損失を被る可能性は 14%になり、オルタナティブ投資へのエクスポージャーがまったくない場合よりやや低くなる。さらにこの 10%の資産配分では、投資家が得ると想定されるリターンは年平均 5.7%になり、オルタナティブ投資をまったく行わない場合より 40bps 高くなる。

多すぎるのか、少なすぎるのか、それともちょうどいいのか？

現金引き出し率が 5%の場合、オルタナティブ投資へのポートフォリオの資産配分から恩恵を受けるのは明らかであり、現金引き出し率が平均 3%の場合、その恩恵がなお一層大きくなる可能性がある。では、現金引き出し率がそのように低い投資家がオルタナティブ投資への資産配分をなお一層増やすと、どのようになるのだろうか？

図表 2 は、現金引き出し率とオルタナティブ投資へのエクスポージャーがそれぞれ 2 つの異なる水準にある場合の、想定リターン及び資産配分のドリフト・リスクをプロットしたものである。20%の資産配分では、引き出し率が控えめな投資家(引き出し率 3%)は年平均 6.5%のリターンを想定することができ、流動性不足リスクはゼロ、ドリフト・リスクは(引き出し率 5%の投資家では 19%あるのに対して)わずか 14%である。言い換えると、引き出し率を抑えることができれば、オルタナティブ投資への資産配分を 10%ではなく 20%にすることで、リターンが(年間 80bps)高まる可能性があり、資産配分のドリフト及び 20%の損失を被る可能性の両方の尺度で見て、リスクはわずかに増加するだけなのだ。

【図表 2】現金引き出し率が高い投資家は資産配分を減らさざるをえない



トータル・リターンを追求する平均的な投資家向けに、モデルを用いて作成したポートフォリオ。オルタナティブ投資への資産配分は、インカム志向及びグロース志向のオルタナティブ投資にそれぞれ 25%、75%行う前提。データは過去の実績を示しておらず、実際の結果や将来のさまざまな結果を保証するものでもありません。予想は今後変更される可能性があります。

2022年6月30日現在
出所: AB の AIA モデル

逆に言えば、現金の引き出しニーズが大きい場合は、オルタナティブ投資を行うリスクが高くなりすぎる可能性がある。例えば、引き出し率が7%の場合には、オルタナティブ投資に小規模(5%)に資産配分しただけでも、流動性不足に陥る可能性が10%生じてしまう。

オルタナティブ投資への最適な資産配分を決めるには、それぞれの投資家の事情を考慮する必要がある。慎重になりすぎると貴重なリターンを犠牲にしてしまう場合がある。しかし、積極的になりすぎると流動性不足に陥ったり、ポートフォリオの大規模なドローダウンに耐えなければならない可能性が増しかねない。そのちょうどよいバランスが取れば、オルタナティブ投資へのポートフォリオの資産配分としてはそれが最良の機会であり、伝統的な投資とオルタナティブ投資の両方で最善の成果を挙げられるだろう。

当資料は、2024年1月現在の情報を基にアライアンス・バーンスタイン(AB)が作成したものをアライアンス・バーンスタイン株式会社が翻訳した資料であり、いかなる場合も当資料に記載されている情報は、投資助言としてみなされません。当資料は信用できると判断した情報をもとに作成しておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。また当資料の記載内容、データ等は作成時点のものであり、今後予告なしに変更することがあります。当資料で使用している指数等に係る著作権等の知的財産権、その他一切の権利は、当該指数等の開発元または公表元に帰属します。当資料中の個別の銘柄・企業については、あくまで説明のための例示であり、いかなる個別銘柄の売買等を推奨するものではありません。アライアンス・バーンスタイン及びABはアライアンス・バーンスタイン・エル・ピーとその傘下の関連会社を含みます。アライアンス・バーンスタイン株式会社は、ABの日本拠点です。

当資料についての重要情報

当資料は、投資判断のご参考となる情報提供を目的としており勧誘を目的としたものではありません。特定の投資信託の取得をご希望の場合には、販売会社において投資信託説明書(交付目論見書)をお渡ししますので、必ず詳細をご確認のうえ、投資に関する最終決定はご自身で判断なさるようお願いいたします。以下の内容は、投資信託をお申込みされる際に、投資家の皆様に、ご確認いただきたい事項としてお知らせするものです。

● 投資信託のリスクについて

アライアンス・バーンスタイン株式会社の設定・運用する投資信託は、株式・債券等の値動きのある金融商品等に投資します(外貨建資産には為替変動リスクもあります。)ので、基準価額は変動し、投資元本を割り込むことがあります。したがって、元金が保証されているものではありません。投資信託の運用による損益は、全て投資者の皆様に帰属します。投資信託は預貯金と異なります。リスクの要因については、各投資信託が投資する金融商品等により異なりますので、お申込みにあたっては、各投資信託の投資信託説明書(交付目論見書)、契約締結前交付書面等をご覧ください。

● お客様にご負担いただく費用：投資信託のご購入時や運用期間中には以下の費用がかかります

- 申込時に直接ご負担いただく費用 ...申込手数料 上限 3.3% (税抜 3.0%)です。
- 換金時に直接ご負担いただく費用...信託財産留保金 上限 0.5% です。
- 有期間に間接的にご負担いただく費用...信託報酬 上限 2.068% (税抜 1.880%)です。

その他費用：上記以外に保有期間に応じてご負担いただく費用があります。目論見書、契約締結前交付書面等でご確認ください。

上記に記載しているリスクや費用項目につきましては、一般的な投資信託を想定しております。費用の料率につきましては、アライアンス・バーンスタイン株式会社が運用する全ての投資信託のうち、徴収するそれぞれの費用における最高の料率を記載しております。

ご注意

アライアンス・バーンスタイン株式会社の運用戦略や商品は、値動きのある金融商品等を投資対象として運用を行いますので、運用ポートフォリオの運用実績は、組入れられた金融商品等の値動きの変化による影響を受けます。また、金融商品取引業者等と取引を行うため、その業務または財産の状況の変化による影響も受けます。デリバティブ取引を行う場合は、これらの影響により保証金を超過する損失が発生する可能性があります。資産の価値の減少を含むリスクはお客様に帰属します。したがって、元金及び利回りのいずれも保証されているものではありません。運用戦略や商品によって投資対象資産の種類や投資制限、取引市場、投資対象国等が異なることから、リスクの内容や性質が異なります。また、ご投資に伴う運用報酬や保有期間中に間接的にご負担いただく費用、その他費用等及びその合計額も異なりますので、その金額をあらかじめ表示することができません。上記の個別の銘柄・企業については、あくまで説明のための例示であり、いかなる個別銘柄の売買等を推奨するものではありません。

アライアンス・バーンスタイン株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第 303 号

【加入協会】一般社団法人投資信託協会／一般社団法人日本投資顧問業協会／日本証券業協会／一般社団法人第二種金融商品取引業協会