

根拠はどこにあるのか？

リターンに対するアプローチは現在の考え方よりも、動的な時間平均アプローチへと移行することが望ましいとコン・キーティング氏は主張する

コン・キーティング

金融危機以降、投資の時間軸は規制当局と政治家の両方から重視されるようになりました。長期投資の拡大を求める声が相次いでいますが、この必要性を正当化する分析は不十分であったり、存在しなかったりするケースが多いようです。

ボラティリティはそれを乗り切ることができる長期投資家には損失をもたらさないという見方について検討してみましょう。確かに長期債務(将来支払われる年金など)を保有する投資家は、相場が急降下する局面で保有資産を投げ売りに迫られることはありませんが、だからといって市場の高ボラティリティが損失をもたらさないという訳ではありません。

ボラティリティは、たとえ資産を売却しなくてもリターンの長期的複利の低下をもたらし、その損失は二次関数的なものとなります。単利5%の年間リターンに対してボラティリティが10%の場合、年複利は4.5%となります。ボラティリティが30%の場合は、年複利は0.5%(時間平均リターン)となります。

このことを考えると「長期」という概念がいかに漠然としているかが分かります。したがって長期的投資家は慎重になるべきです。しかし、リターンの時間軸を考慮することによりこの期間を超えるとボラティリティよりも平均リターンが優位となるという重要で実用的な分岐点を設定することができます。これはつまり、シグナルがノイズと一致する点でもあります。バイアスを回避するために長期投資へと移行するうえでトラッキングエラーやボラティリティなどのリスクの評価において平均投資期間を考慮することが必要となります。

実証材料が不十分

長期的リターンと短期的リターンの比較に関する学術的研究は明らかに不十分です。これは、長期投資において短期ベースの決定を繰り返すベルマンの最適方程式による簡易モデル化に関心が集まっていることが、一因となっています。これにより、たとえ誤りがあっても複雑な現実を把握するうえで利用可能で分析的に扱いやすいモデルが選択されてしまっています。長期的投資における流動性の役割に関しては、ある程度の学術的議論がなされています。流動性には、保証側のコスト、投資家には高めの市場価格や運用資産利回りの低下など、様々な意味でコストが伴います。これを反映して、私募型投資商品は上場証券よりも大きなリターンを投資家にもたら

しているはずですが、しかし、資産の売却や再配分が困難な中、流動性の低い長期的ポートフォリオは業界の停滞や資産の塩漬けなど致命的な影響をもたらしかねません。分かりきったことですが、市場は取引が行われなければ経済の再配分機能を果たすことができません。市場が持つ柔軟性は世代間の配分において特に重要です。将来の支払いを約束する年金商品は、現在よりも将来の生産者による生産を要求する権利です。将来の生産者はまだ存在しないため、将来の投資対象は現在とは大いに変わっている可能性があります。これは公的制度と比べた場合の積立式の個人年金モデルの弱点といえます。

最も重要なのは時間

現在の議論に欠けているのは、短期投資家や投機家が長期証券を入れ替わり保有する状況において、市場はどの程度償還期限を変更するのが望ましいかという点です。規制当局はこれまでのところ、有価証券の保有期間を債務の償還期限に合わせるべきとの見解を示しています。

この議論では不適切な統計を用いて、市場の短期志向が悪者扱いされてきました。英国の印紙税のデータによると、実際には平均保有期間はここ数十年でほとんど変わっておらず、40~45カ月の範囲に収まっています。

しかし、こうした議論において最も誤っているのは、この取引活動は何らかの形で企業の投資決定に影響を及ぼしているという認識です。企業の資本は(長期にわたり)コミットされており、市場価格の変動によってコミットが覆ることはありません。何らかのメカニズムがあるとすればそれは法的ではなく、心理的なものです。市場は長期投資を促進しようとする取り組みが失敗し、短期志向と自己利益誘導の泥沼に陥ったようにみえます。

多くの人がみているとおり、長期の貯蓄機関は現在厳しく規制されており、その規制により意図せぬ結果が生じています。これはイングランド銀行でさえ認めていることです。よく知られているとおり、リスクベース規制は根深い問題です。これはそもそも測度論的なアプローチであり、あたかもすべてが同時に発生しているかのごとく発生確率を割り当て、それを加重平均した期待値という結果が出るでしょう。現在のアプローチは、時間ごとのプロセスや動態の推移を用いており、これまで知られてきた期待値よりもむしろ時間平均を導く形となるでしょう。

難解な問題から実用的な問題まで

変動を重視する動的な時間平均アプローチに移行することにより、現実世界における時間の不可逆性と経路依存性をすべて適応させることができます。実際のところ、私たちを待ち受ける長期的将来は、主に私たち自身による過去と現在の行動の結果なのです。時間平均アプローチは、私たちの直感や経験に明確に受け入れられるという好ましい特徴に加え、多くの洞察へと導くという利点があります。

それは、難解な問題から徹底的に実用的な問題まで、いわばサントペテルブルクのパラドックスの自然な解答から保険の存在根拠や相互扶助の動機付け、様々な制度的取り決めにおける集団的なリスク共有やリスク・プーリングについての明確な説明まで、幅広く活用できます。リスク管理のための予防原則である動的アプローチは、当然ながら時間平均の考え方もなじみます。リスクや不確実性が完全に分かっていない場合、予防は一時的な措置となります。これは徐々に出てくる新情報と強く関わっています。つまり、動的で柔軟なのです。

したがって投資マネジメントにおいて、時間は最も重要な要素となっています。それは、法律にこだわった狭義の意味よりもはるかに広い意味での重要性です。

筆者について

コン・キーティング

ブライトンロック・グループのリサーチ責任者でウオーリック大学の金融計量経済学研究センターの運営委員会メンバー。

【ご留意事項】

- 本資料は、アリアンツ・グローバル・インベスターズ・ジャパン(以下、当社)のグループ会社であるAllianz SEが作成したProject Mを当社が翻訳したものです。本資料のお取り扱いには御社内限りでお願いいたします。
- 本資料は、金融について情報を提供するものであり、当社の戦略等の勧誘を行うものではありません
- 本資料の内容には正確を期していますが、必ずしもその完全性をAllianz SE及び当社が保証するものではありません
- 本資料には将来の市場の見通し等に関する記述が含まれている場合がありますが、それらは資料作成時における当社またはAllianz SEの見解であり、将来の動向や結果を保証するものではありません
- 本資料に記載されている内容は既に変更されている場合があります、また、予告なく変更される場合があります
- 最終的な投資の意思決定は、商品説明資料等をよくお読みの上、お客様ご自身の判断と責任において行ってください
- 本資料には、当社がAllianz SEから対外秘扱いで入手した情報が含まれていますので、Allianz SEまたは当社の事前の承諾なく第三者に開示すること、当該資料の一部または全部の使用、複製、転用、配布等をご遠慮ください

アリアンツ・グローバル・インベスターズ・ジャパン株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第424号

一般社団法人日本投資顧問業協会 加入

一般社団法人投資信託協会 加入