

注意事項：本誌はDeloitte Touche Tohmatsu Limitedが2020年12月に発行した原著をデロイト トーマツ グループが翻訳し、2021年5月に発行したものです。和訳版と原文である「Whole of portfolio view」(英語)に差異が発生した場合には、原文を優先します。

## ポートフォリオ全体像

### - Performance magazine issue 33 -

#### マルチアセット運用の包括的なアプローチ

状況が激変しやすい世界において、情報にアクセスし、それに基づき機動的に行動することが、投資判断においてかつてなく重要になっています。COVID-19は運用会社が現在直面する重要な問題の1つであり、例えばオーストラリアでは、パンデミック関連政策の下で、個人は早期に年金給付を受けられるようになりました。早期給付の要請に応じるため、運用会社はポートフォリオ全体において流動性を求めるようになり、給付要請への対応やリスク削減の目的において、WPV（ポートフォリオの全体像）を適時に把握することの重要性が増しています。

WPVというとシンプルな概念に聞こえますが、実際には複雑で継続的な課題であり、確実な解決策がないことを、運用会社は認識しています。プライベート市場への参入傾向が強まる中で、WPV構築の体制整備に向かう流れが勢い付いています。WPVに関して重要な点として、特段の制約を受けない主体にとっては、イノベーションの機会や投資プロセスに全面的に統合されたデータとレポートのインフラを構築する機会につながります。

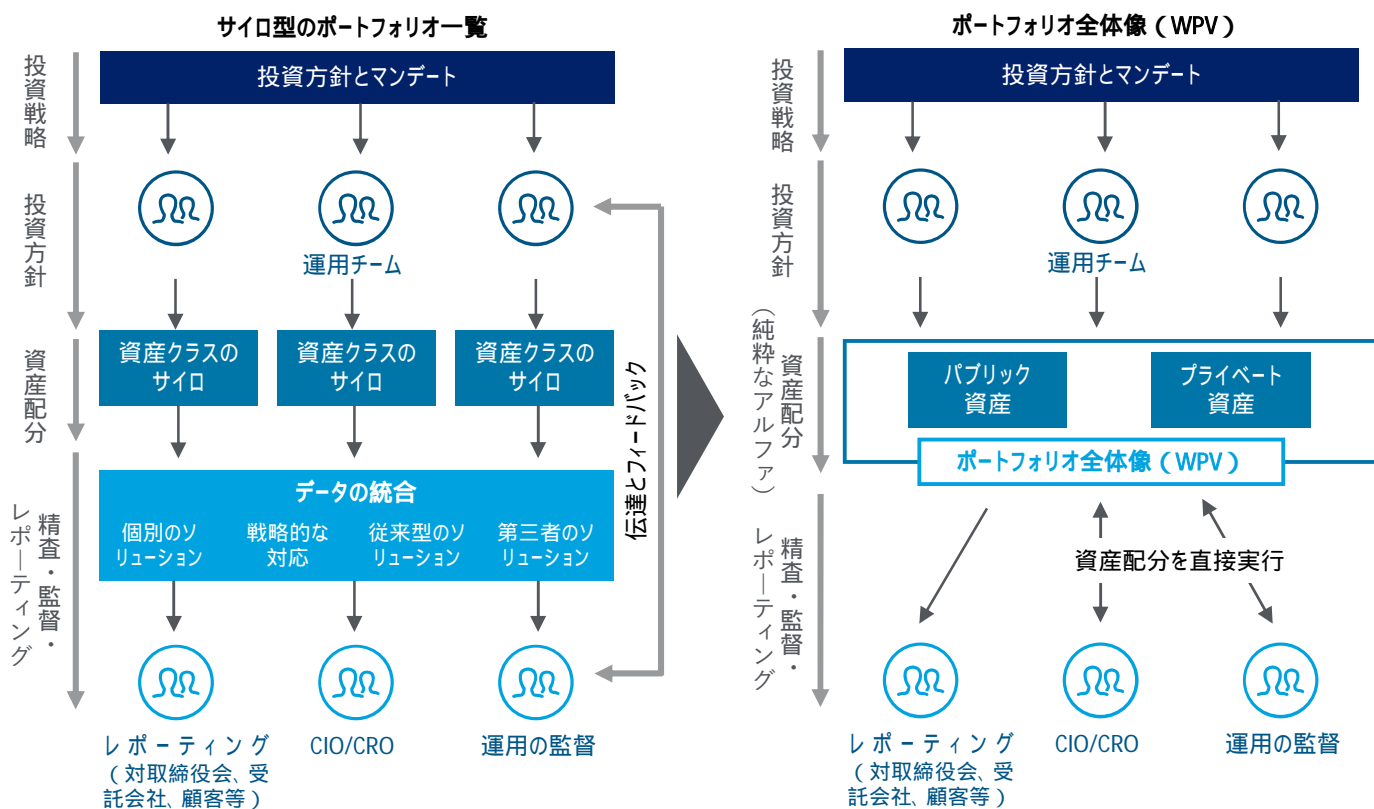
それではWPVとは何でしょうか。労力を振り

向けて投資する価値があるのでしょうか。

WPVとは、資産配分のハイレベルな報告にとどまらず、全ての投資ポジションをシームレスに統合することにより、エクスポージャー、リスク、運用成績の観点から包括的に管理することです。

#### WPVの恩恵を受ける主体

- アセットオーナー
- マルチアセット型の運用会社
- CIOやCROの監督権限を有するファンドマネージャー



### WPVの主な性質とメリット

- 内部/外部運用、各種パブリック/プライベート資産のポジション・レベルのデータにアクセス可能、**新しいアイデアに発展**（戦略的な資産配分等）
- VaR、トラッキング・エラー、スタイル・ファクター・エクスポージャー、ストレステスト等、ポートフォリオ全体の**リスク要素とシナリオ分析**の結果により、全体のリスク、相関、運用成績の源泉に対する運用会社の理解が深まる
- 代替の情報源が増える中、エクスポージャーの**多面的な理解**（地域、業種、資産クラス、通貨等）、資産や相関に関する**新たな知見**が提供される
- **事務の効率化**。システム、データフロー、プロセスの構築後は、パブリック/プライベート市場に関する単一情報源からレポート作成や追加分析が可能

このように整理すると、パブリック/プライベート資産のエクスポージャー、リスクの寄与度、運用成績を理解する上で、WPVには大きなメリットが明確に存在します。経営、運用、リスク管理、運用成績等の分野の主要利害関係者全てに対して、効率的でシームレスな方法によりアナリティクスを適時に提供する役割も期待されます。

### WPVにはこのようなメリットがあるにもかかわらず、実践より議論の段階にとどまるのはなぜでしょうか。

最近数十年間、業界の成熟化に伴い定評ある運用会社の多くが拡大する過程で、システム体系の分断化が進みました。

- **M&A**  
合併後の綿密な統合・実行計画が不在な中、異質なシステムが統合される
- **組織構造**  
複数のレポートラインが生まれ、各チームが個別ニーズに対応するため、既存システムを用いずテラーメイドなソリューションが策定される
- **革命的变化より自然な進化**  
短期的ニーズに対応するため段階的な改良や暫定的なソリューションが選択され、オペレーションが複雑化することが多い

資産運用業界では、投資判断や運用成績/リスクの分析をサポートするため、WPVを実用化、開発する意義が大きくなっています。COVID-19の世界的な感染拡大に伴う大規模な市場の混乱や変動を踏まえると、タイムリーなテーマと言えるでしょう。

「WPVは主要利害関係者全てに対して、効率的でシームレスな方法によりアナリティクスを適時に提供する役割も期待されます。」

## WPVがもたらすメリット

### 市場のボラティリティ

最近の市場動向を受けて、WPVの意義が一段と明確になっています。各資産クラスのボラティリティやばらつきが大幅に拡大し、流動性が変化する状況を業界は経験しました。今後もCOVID-19の長引く影響に対する金融・財政政策の効果について議論され、インフレ、相関、リターン等の主要な指標に対する予測や推計も変化する見通しです。

このため運用チームでは、ポートフォリオ管理に際してボラティリティに備えるために、リスク量を動的に分析する手法を模索しています。WPVを導入することによって、ポートフォリオの構築やリバランス、シナリオ分析、ストレステスト等の、パブリック/プライベート市場の正確なデータに依存する重要な運用実務の効果は大きく改善し、知見に富んだものになるでしょう。

### レポートの機動性

統合された全体像を構築、閲覧するためには、異なる資産クラスのデータを集計する必要があります。従来型のレポートにおいては、煩雑で困難な集計作業になりやすく、ポートフォリオ全体を構成する個別データの一部しか閲覧できませんでした。WPVの導入に伴い、各種レポートの作成作業は合理化され、多くの場合、運用チームはほぼリアルタイムでアクセスできるようになり、ポートフォリオのリバランスや最新の流動性状況の確認が必要な際に、大きなメリットとなりえます。

さらに、データとレポートの統合プラットフォームが整備されると、運用会社は新たな知見をスムーズに引き出し、全体のエクスポージャーを新たな視点で捉えるために、ポートフォリオを様々な方法で細分化できるようになります。アナリストや運用担当者は、既存のレポートを補完するアナリティクスを実行し、市場環境の変化に迅速に対応するツールを入手することになります。

### ESG関連のエクスポージャー管理

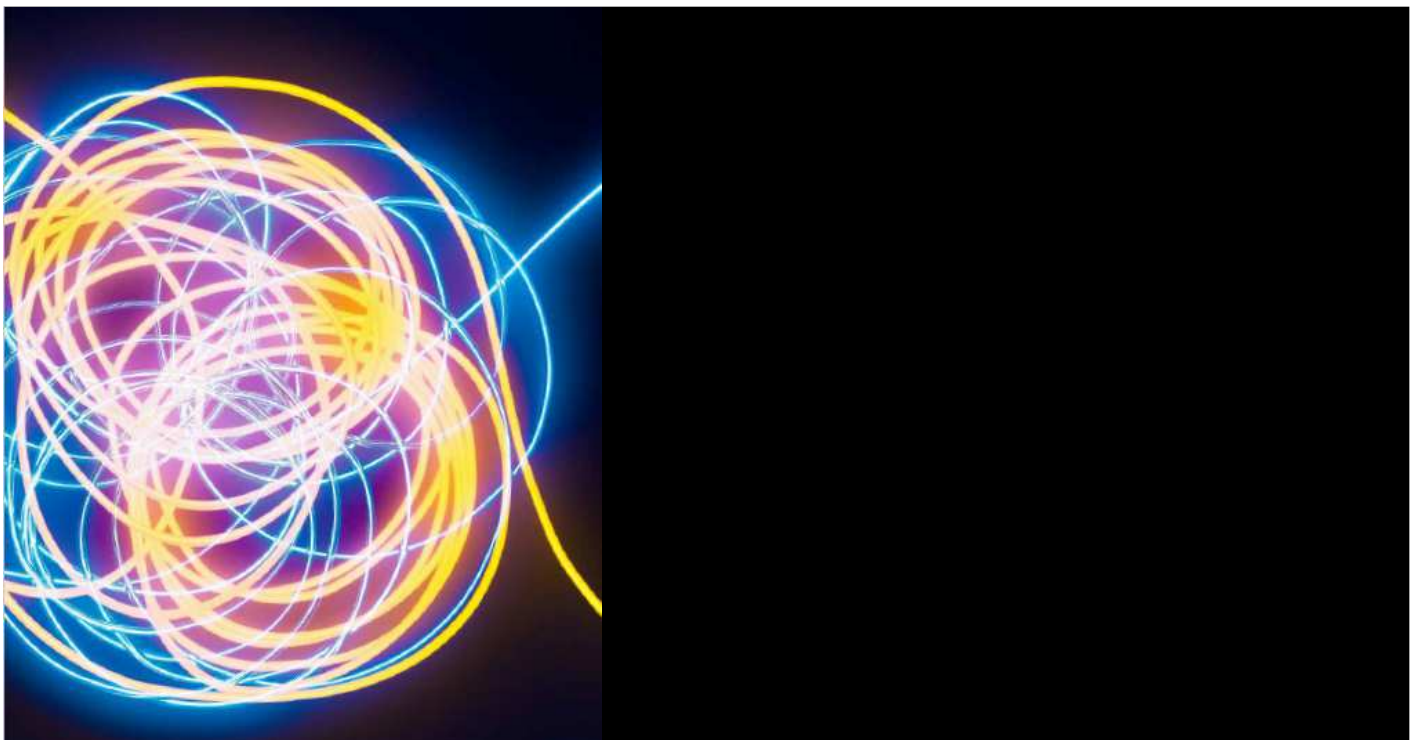
また、受託会社としての要請や義務と整合的な形でポートフォリオを管理する際にも、WPVは役立つ可能性があります。サイロ型の意思決定から離れて、投資家はポートフォリオ全体の影響を閲覧できるようになります。

例えばESG関連の目標や目的を実現するために、特定の企業や業種向けのエクスポージャーをポートフォリオ・レベルで評価し、全体の炭素排出量に対する影響を認識できる形で売却判断をモデル化することも可能です。同様に、(国、通貨、業種等の)特定のエクスポージャーを管理する際にも、ポートフォリオ全体の評価やリバランスに資する統合された全体像が提供されます。

### キャッシュフローの予測

WPVにおいて、ポートフォリオにおける各資産クラスのキャッシュフローの動きをリアルタイムで把握することも可能です。運用チームにとっては将来の流動性のニーズに対する理解が明確化され、資金ニーズの的確な予測が可能となり、複数の資産クラスを管理するチームの間のコミュニケーションが改善されます。

「WPVによって、シナリオ分析やストレステスト等の、パブリック/プライベート市場の正確なデータに依存する重要な運用実務の効果は大きく改善し、知見に富んだものになるでしょう。」





「WPV導入を検討する運用会社の多くが直面する大きな障壁の1つは、適切に統合されていない既存のシステム、個別のシステム、戦略的なシステムを抱えることに伴う技術的問題です。」

#### トータル・ポートフォリオ・アプローチ

WPVの追い風となる重要なトレンドとして、多くの運用会社がトータル・ポートフォリオ・アプローチ（TPA）への移行を進めています。TPAの下では、各資産クラスにおける寄与度ではなく、ポートフォリオ全体に対する寄与度によって投資機会が規定、管理されます。

TPAの効果を発揮させるには、ポートフォリオや異なる資産クラス/エクスポージャーの相関を包括的に理解する必要があります。WPVは情報に基づくダイナミックな意思決定に必要なデータや知見を提供することで、TPAを有効にする重要な役割を果たします。

TPA採用の流れをWPV導入の推進力と捉える向きは多く、特にここ数カ月間にそのメリットは一段と明確化しています。

運用会社各社には固有の特性がありますが、当社の経験上、WPV導入に際しては共通の課題がいくつか存在します。

#### WPV導入に際しての課題

運用会社が採用する投資アプローチの変遷を踏まえると、以下のようなトレンドを背景にWPV追求の重要性が増しています。

- データの量には限度があり、質にはばらつきが存在し、標準化が未整備である**オルタナティブ資産クラス**を採用する形での多様化。各マネージャーからの情報不足等の理由により、プライベート市場からのデータ調達は一般に困難。多くの場合、調達したデータを非標準形の必要なフォーマットに転換するには多大な労力が必要
- 運用機能の**内部化**に伴う運用プラットフォームの分断
- **タクティカル/ダイナミック・アセットアロケーション・オーバーレイ**の導入により、WPVアナリティクスの全面的な有効活用が必要に

その一方で、WPV導入を検討する運用会社の多くが直面する大きな障壁の1つは、適切に統合されていない既存のシステム、個別のシステム、戦略的なシステムを抱えることに伴う**技術的問題**です。

実際、当座の必要性に対応するソリューションが導入されていますが、WPVの円滑な導入、構築に必要なビジネスプロセスやITインフラとは整合的でないこともあります。

各社が直面することの多いIT・データ関連の問題を挙げましょう。

#### 異なるプラットフォームに紐付けされた資産

各資産を統合する共通のプラットフォームを持たない運用会社は、WPVをシミュレートする際に別々

のプロセスの構築を余儀なくされ、手作業が介在することも多い

#### 非効率的な統合レポートの作成プロセス

データの収集・検証には時間を要することがあり、エラー発生のリスクが存在する

#### 相殺関係にあるポジション

ロング、ショート両方のポジションを有する戦略を含むファンドの場合、ポートフォリオレベルではアクティブなポジションが相殺関係にある

#### 一貫性を欠くデータ

異なる資産クラスのデータを統合する場合、データの標準化が必要な場合が多い

#### 非流動性資産のデータが古い/入手不能

不可避な場合もあるため、第三者の代替データの利用が必要になる

これらは大きな課題ですが、克服不能ではありません。WPV導入に際しての必要条件や考慮点を特定、理解することが重要です。

#### アクションプランの実施

WPVの導入を検討中または準備段階にある運用会社に対する当社のアプローチは、以下のように要約されます。

#### 1. WPV導入の是非の検討

ユースケースの特定、情報/レポートギャップの理解、コストとメリットの検証

#### 2. ビジョンの策定

ビジョン、目標、WPVが企業戦略にどのように寄与するかを明確化

#### 3. 運用実務モデルの評価

様々な人材、プロセス、ITに与える影響や意味合いを明確に理解

#### 4. 理想型アーキテクチャーの定義付け

目的に合致する暫定的な状態と、混乱を極力抑制した上で効果的にWPVをサポートする理想型アーキテクチャーの策定、精緻化

#### 5. 計画と優先順位付け

導入に向けた重要なロードマップを策定し、導入過程における迅速な成功の可能性を模索

#### 6. 導入プロセス

ビジネス、IT、サポートの方針を規定、実行。導入プロセスを通して利害関係者を誘導するため効果的な移行管理が不可欠

#### 7. 評価と改良

導入後にWPVの成果をKPI（重要評価指標）に照らして評価、利害関係者の利用状況を確認、改良余地の特定

## 結論

パブリック/プライベート市場に跨がるポートフォリオの円滑な管理を模索する運用会社にとって、WPVの開発能力はゲームチェンジャーになりえます。市場におけるCOVID-19等の不確実性や課題を踏まえると、市場の変動やボラティリティを動的に分析し、対応していく能力が今後も不可欠になります。WPVの実現に伴う技術的、経済的な障壁は幅広く存在しますが、業界内の技術革新によって克服可能になりました。WPV向けの投資に積極的な運用会社は、恩恵を享受して競争優位性を獲得することになるでしょう。



**KARTI MAHENDRAN**  
DIRECTOR  
DELOITTE



**LUKE HALPIN**  
SENIOR MANAGER  
DELOITTE



**GRAEME MILLER**  
SENIOR CONSULTANT  
DELOITTE

## 要点

- WPVとは、全ての投資ポジションをシームレスに統合することにより、エクスポージャー、リスク、運用成績の観点から包括的に管理し、動的な投資判断や運用成績/リスクの分析をサポートする機能です。
- 運用会社のプライベート市場への参入傾向が強まる中、最近のCOVID-19に起因するボラティリティ上昇に伴う流動性の問題を受けて、パブリック/プライベート市場に跨がるポートフォリオのエクスポージャー、リスク寄与度、運用成績を包括的に把握するWPVの機能を導入する動きが勢いづいています。
- パブリック/プライベート資産が別々のシステムに紐付けられ、関連データの標準化が必要となるなど、適切に統合されていないシステムや複雑な設計がWPV導入に際しての大きな障壁です。
- 社内におけるWPVの総合的な利用価値を明確化し、目的に合った運用実務モデルとこれをサポートするITインフラの設計が重要です。

デロイト・トーマツグループは、日本におけるデロイト アジア パシフィック リミテッドおよびデロイトネットワークのメンバーであるデロイト・トーマツ合同会社ならびにそのグループ法人（有限責任監査法人トーマツ、デロイト・トーマツコンサルティング合同会社、デロイト・トーマツファイナンシャルアドバイザー合同会社、デロイト・トーマツ税理士法人、DT弁護士法人およびデロイト・トーマツコーポレートソリューション合同会社を含む）の総称です。デロイト・トーマツグループは、日本で最大級のビジネスプロフェッショナルグループのひとつであり、各法人がそれぞれの適用法令に従い、監査・保証業務、リスクアドバイザー、コンサルティング、ファイナンシャルアドバイザー、税務、法務等を提供しています。また、国内約30都市以上に1万名を超える専門家を擁し、多国籍企業や主要な日本企業をクライアントとしています。詳細はデロイト・トーマツグループWebサイト（[www.deloitte.com/jp](http://www.deloitte.com/jp)）をご覧ください。

Deloitte（デロイト）とは、デロイトウシュート・トーマツリミテッド（DTTL）、そのグローバルネットワーク組織を構成するメンバー・ファームおよびそれらの関係法人（総称して「デロイトネットワーク」）のひとつまたは複数を指します。DTTL（または「Deloitte Global」）ならびに各メンバー・ファームおよび関係法人はそれぞれ法的に独立した別個の組織体であり、第三者に関して相互に義務を課しまたは拘束させることはありません。DTTLおよびDTTLの各メンバー・ファームならびに関係法人は、自らの行為および不作為についてのみ責任を負い、互いに他のファームまたは関係法人の行為および不作為について責任を負うものではありません。DTTLはクライアントへのサービス提供を行いません。詳細は[www.deloitte.com/jp/about](http://www.deloitte.com/jp/about)をご覧ください。

デロイト アジア パシフィック リミテッドはDTTLのメンバー・ファームであり、保証有限責任会社です。デロイト アジア パシフィック リミテッドのメンバーおよびそれらの関係法人は、それぞれ法的に独立した別個の組織体であり、アジア パシフィックにおける100を超える都市（オークランド、バンコク、北京、ハノイ、香港、ジャカルタ、クアラルンプール、マニラ、メルボルン、大阪、ソウル、上海、シンガポール、シドニー、台北、東京を含む）にてサービスを提供しています。

Deloitte（デロイト）は、監査・保証業務、コンサルティング、ファイナンシャルアドバイザー、リスクアドバイザー、税務およびこれらに関連するプロフェッショナルサービスの分野で世界最大級の規模を有し、150を超える国・地域にわたるメンバー・ファームや関係法人のグローバルネットワーク（総称して「デロイトネットワーク」）を通じ Fortune Global 500®の8割の企業に対してサービスを提供しています。Making an impact that matters を自らの使命とするデロイトの約312,000名の専門家については、（[www.deloitte.com](http://www.deloitte.com)）をご覧ください。

本資料は皆様への情報提供として一般的な情報を掲載するのみであり、デロイトウシュート・トーマツリミテッド（DTTL）、そのグローバルネットワーク組織を構成するメンバー・ファームおよびそれらの関係法人（総称して「デロイトネットワーク」）が本資料をもって専門的な助言やサービスを提供するものではありません。皆様の財務または事業に影響を与えるような意思決定または行動をされる前に、適切な専門家にご相談ください。本資料における情報の正確性や完全性に関して、いかなる表明、保証または確約（明示・黙示を問いません）をするものではありません。またDTTL、そのメンバー・ファーム、関係法人、社員・職員または代理人のいずれも、本資料に依拠した人に関係して直接または間接に発生し得るいかなる損失および損害に対して責任を負いません。DTTLならびに各メンバー・ファームおよびそれらの関係法人はそれぞれ法的に独立した別個の組織体です。

Member of  
**Deloitte Touche Tohmatsu Limited**

© 2021. For information, contact Deloitte Tohmatsu Group.



**IS 669126 / ISO 27001**