

## リスク・バジェット（リスク予算）（2）

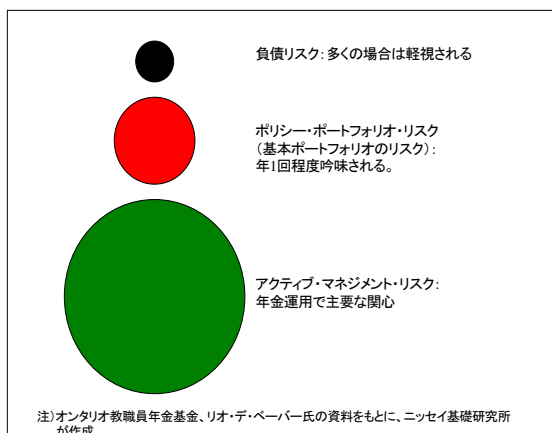
今回はリスク・バジェットと平均分散法を比較して、その違いを明らかにした。今回は、実際にリスク・バジェットを実行している、カナダのオンタリオ教職員年金基金を例にとり、要点を解説する。

年金基金によるリスク・バジェット実行プロセスには、①ファンドのゴールの設定、リスクの認識、②ファンド全体の目標成長率（期待リターン）、許容リスク（リスク予算）の設定、③リスク配分の実行、④配分したリスクのモニタリング・リバランス、の4段階があるだろう。リスク・バジェットで最も重要なことは、②の許容リスク（リスク予算）設定、及び④のリスクのモニタリング・リバランスと言えよう。

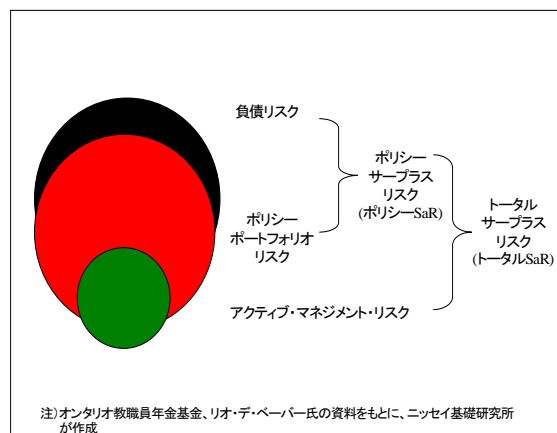
オンタリオ教職員年金基金（以下オンタリオ基金）では、①の年金基金のゴールを「長期的なサープラス（資産時価－負債時価）の最大化」とし、「短期的なサープラスの減少」をリスクと捉えている。リスクはサープラス・アット・リスク（SaR）で計測する。SaRは極端なケース（将来1年間に、1%の確率で）が発生した場合のサープラスの損失としている。つまり、オンタリオ基金は、短期的なサープラスの減少をリスクと考えつつ、長期的なサープラスの成長を目標としている。

次にリスクの認識であるが、旧来の年金基金では、負債時価の変動リスクは、多くの場合軽視され、ポリシー・ポートフォリオ・リスク（基本ポートフォリオの市場リスク）が、年に1回程度吟味されるのが一般的であろう。アクティブ・マネジメント・リスクが投資意思決定機関で最重視される。これらのリスクは別々に考えられ、コンビネーションであるサープラスが注目されないことも多い（図表1）。

図表1 旧来の年金基金のリスク概念



図表2 オンタリオ基金でのリスクの把握

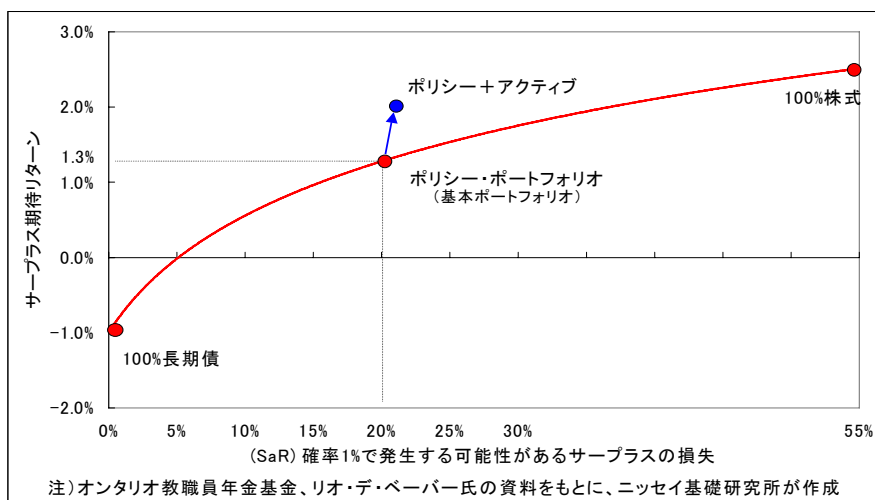


これに対し、オンタリオ基金では、ポリシー・ポートフォリオと負債時価の差である、ポリシー・サープラス・リスク（ポリシーSaR）を重視する。アクティブ・マネジメント・リスクの

大きさは、相対的に小さいものであろう。ポリシー・サープラス・リスクとアクティブ・マネジメント・リスクを足したものが、トータル・サープラス・リスク（トータル SaR）で、ファンド全体のリスク管理の対象となる（図表 2）。

資本市場や負債の特徴を分析した後、図表 3 を用いて、②サープラスの期待リターン、リスク予算を設定する。図表 3 の y 軸は長期的なサープラスの期待リターンを表し、x 軸は短期的なサープラス・リスク（SaR）を表す。赤線は、パッシブ運用を前提としたサープラスの有効フロンティアである。

図表 3 許容リスク（リスク予算）とサープラス期待リターンの設定



たとえば、資産構成が 100% 長期債なら、資産と負債のリスクがマッチングして、サープラス・リスクは最小化される。しかし年金給付が、インフレや昇給などに連動していると、サープラスの期待リターンはマイナスとなろう。これに対して 100% 株式の場合、期待リターンを高めることができるが、短期的なサープラス・リスクも上昇する。

年金基金はまず、許容リスク（リスク予算）を投資意思決定機関で決定する。次に有効フロンティアより、そのリスク予算に対応するサープラスの期待リターンを設定するだろう。図表 3 では、1% の確率で、年間 20% のサープラスの損失を被る可能性を許容した上で、年率 1.3% のサープラスの期待リターンを目標としている。アクティブ運用を行う場合には、青線のように、有効フロンティアを上方ヘシフトさせることである。

このように、リスク・バジェットでは、各運用機関にリスク配分を行う前に、何をファンドの目標とするか、どのようなリスクを認識するか、ファンド全体でどの程度のリスクを許容するか（リスク予算）を、基金の投資意思決定機関で、明確化する必要がある。そのためには、投資意思決定機関等でリスクやリターンに関する議論や合意が必要であり、このこと自体がリスク・バジェットの長所と言えよう。

今回は、③リスク配分、④配分したリスクのモニタリング・リバランス、及びリスク・バジェットの長所・短所について解説する。