

リスク・バジェット（リスク予算）（3）

リスク・バジェットを利用することにより、年金基金は、①リスクを自ら意識する効果、②政策アセット・ミックス段階や運用機関選択の段階で、リスクの所在が明らかになる効果、③収益機会が追求できる市場やスキルの高い運用機関にリスク配分し、アクティブ運用を活性化させる効果、④運用機関にリターン／リスクを意識させる効果、⑤リスクモニタリング・リバランスにより適切な運用を維持する効果、などが期待できる。

年金基金がリスク・バジェットを実行するプロセスは、①許容リスク量（リスク予算）の設定、②各運用機関にリスク量を配分、③配分したリスク量のモニタリング・リバランス、の3段階となる。リスク予算を設定することにより、年金運用の目標とリスク（許容リスク量）を明らかにできるであろう。

問題となるリスクがアクティブ・リスクの場合、リスク・バジェットで行うことは、アクティブ運用機関の効率的選択と、アクティブ・リスクの管理が主眼となる。トラッキング・エラー（TE）などの指標を用いて、基金全体のアクティブ・リスク許容量を定め、各運用機関へリスク量を配分することになる。

問題がポートフォリオ全体のリスクならば、政策アセット・ミックス段階でのポリシー・リスクと、アクティブ・リスクの管理を同時に行うことになる。この場合は、TEの代わりに、ポートフォリオ全体のVaRなどの指標を用いる。

効果的にアクティブ運用を行うために、アクティブ・リスク・バジェットを利用できる。各運用機関にリスク量を配分するに当たって、①収益機会が大きな市場、②スキルがある運用機関に、より大きなリスク量を配分することになる。

「収益機会が大きな市場」とは、小型株、エマージング株式、オルタナティブなど、相対的に、効率的でない市場である。逆に、流動性が高い、国債や大型株へのリスク配分は小さなものとなる。

図表1 アクティブ・リスク・バジェットの例

	資産配分	アクティブ リスク配分	アクティブ リスク寄与度	（単位：億円）
				目標 超過リターン
国内株式	200	8	18%	0.4
国内小型株	100	12	17%	1.2
海外株式	100	8	15%	0.6
エマージング株式	50	12	11%	1.7
バランス型(TAA)	200	7	12%	0.5
国内海外債券	300	5	11%	0.3
オルタナティブ	50	20	16%	2.8
ポートフォリオ全体	1000	30	100%	7.5

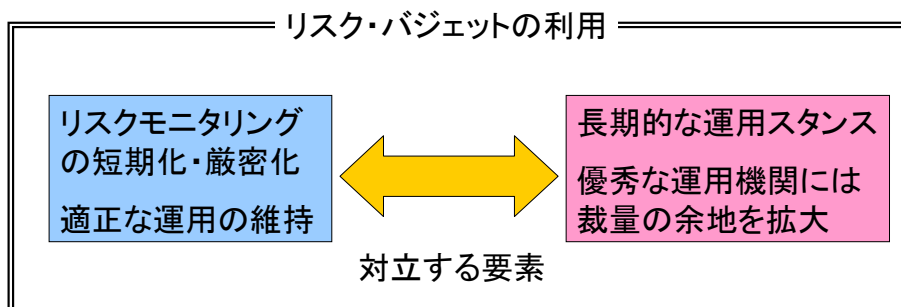
オルタナティブ投資などは、在来の平均分散アプローチや、ベンチマークを利用した手法では、取り扱いが難しい市場であり、リスクに対する超過リターンの追求を考えるリスク・バジェットの利用が効果的である。

「スキルがある運用機関」には、配分するリスク量や裁量の余地を拡大して、超過リターンを追求する。運用機関の立場では、拡大された裁量と、リスク・バジェットを前提に、自分の最も得意とする運用を行って、リスクに対する超過リターンを追求する。個別銘柄選択、レバレッジ、オーバーレイなどを売り物にしている運用機関に、リスク・バジェットは効果がある。

リスク寄与度は、「配分したリスク量のポートフォリオ全体のリスクに占める割合」である。この数値が高いほど、ポートフォリオ全体のリスクに対して、大きな影響力があることを示す。これは、資産配分額やリスク配分額の大小とは異なる場合も多くある。リスク寄与度により、リスクの所在が明らかになり、対象となる資産や運用機関を、特に重視することにより、リスク・コントロールを行うのである。

各運用機関が実際にとっているリスク量をモニタリングして、当初定めた許容リスク量と比較する。適切なリスク・モニタリングは、年金基金が予期しないリスクを負うことを回避する。リバランスは、①運用機関がとるリスクが、当初定めた許容値に近づいた場合、②予測されるリスクが高まる場合に行われる。年金基金が、①を実行するためには、リスクを定期的にモニタリングし、許容値での対処方法を予め定めておく必要がある。また、②を実行するためには、適切で精度の高いリスク予測が不可欠である。

図表2 リスク・バジェットを利用する際の問題点



リスク・バジェットを利用することで、組織的・定期的なモニタリングが可能となろう。年金基金が意図しないリスクの排除には、モニタリングを短期間に行うほど容易になる。また、リスク・バジェットのもう一つの側面は、長期的なリターン／リスクの追求で、優秀な運用機関に裁量の余地を拡大させることができる。しかし、この二つには対立する要素がある。運用機関は、短期的なリスク管理、収益評価に直面すると、リスク許容度を低下させ、リスク性資産の組み入れを減らす傾向があるといわれているからである。リスク・バジェットの実践には、このように複雑な問題に対処できる能力と経験が要求されるだろう（図表2）。