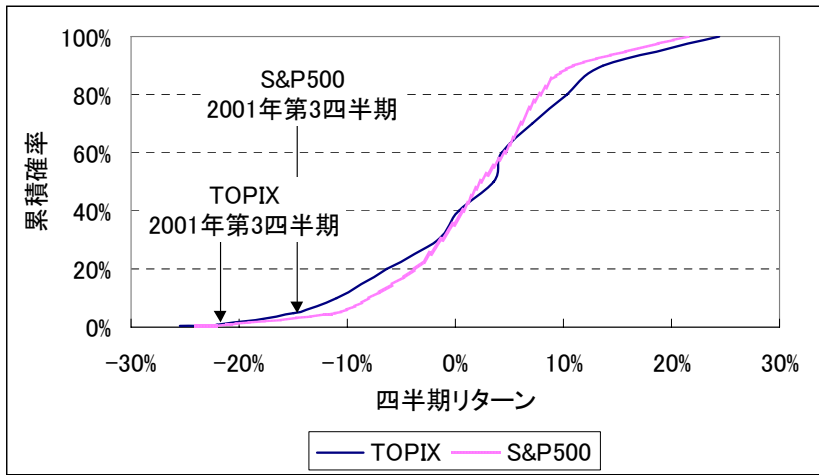


米国同時多発テロ前後の株価下落と年金運用

2001年第3四半期の株式リターンは、歴史的に見ても、大きな下落率を記録した。リスク管理の観点では、政策アセット・ミックス等の運用基本方針を再検討してもいいかもしれない。年金運用に対する「リスク」が高まっていると考えれば、これらの見直しには、単に楽観的な数値を想定し、問題が解決したかのようにするのはではなく、本質的な評価が必要であろう。

2001年第3四半期（7～9月）の株式のリターンは、四半期のリターンとしては、過去に例を見ない下落率となった。どれだけ極端であったかは、1965年第1四半期～2001年第3四半期まで147期の四半期リターン（X軸）と、そのリターンが発生する累積確率（Y軸）をグラフ化した図表1を見れば明らかであろう。

図表1 株式の四半期リターンと累積確率



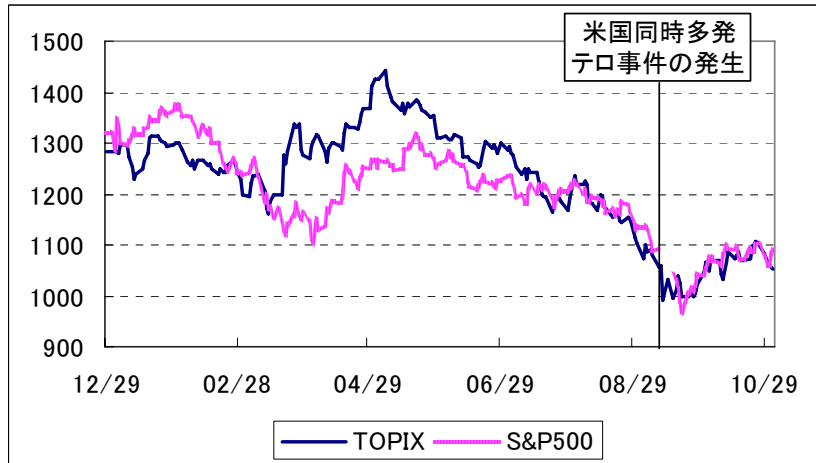
たとえば、TOPIXの四半期リターンが0%になる確率は、約40%以下であったことを示している。TOPIXやS&P500の2001年第3四半期のリターンは、グラフの左端にあり、これらが発生する確率が、歴史的にみて非常に低いことがわかる。TOPIXの-21.3%下落は1.3%マイル（四半期のリターンが-21.3%となる確率は1.3%）、S&P500の-15.0%下落は2.0%マイルに相当する。

リスク管理に用いるVaR（バリュー・アット・リスク）は、①ある一定期間に、②ある一定の確率で、③発生しうる損失額であるが、想定するリスクとして、5%マイルの数値（ある一定期間で、確率5%で発生する恐れがある損失額）を利用することが多い。そうした場合、今回の株式市場の下落は、通常想定していた範囲を超えるリスクと考えてもいいだろう。

ところで、今回の株価下落の要因として、米国での同時多発テロの影響と考える方も多いだろう。しかし、わが国の株式市場は、テロ事件以前に、米国経済の減速や雇用環境の悪化などの理由により、既に下落していた。2001年3月末からテロ発生前日までのTOPIXのリターン

は-17.2%で、第3四半期末では-19.9%であることから、テロ事件の発生は、先行きのダウンサイド・リスクや不透明感を高める要因となり、それ以前の株価下落に追い討ちをかけた形であろう(図表2)。

図表2 2001年初来のTOPIXとS&P500の動き



2000年度の年金運用の利回りは、過去最低の-9.8% (厚生年金基金連合会発表)であったが、このまま株式市場が推移すれば、今年度も厳しい運用結果となりそうである。想定外のリスク局面を経験して、経済など運用の前提条件に著しい変化があったと判断した年金基金では、政策アセット・ミックス (基本ポートフォリオ) など、運用基本方針の見直しを検討していると思われる。

年金運用は長期スタンスで行われるべきで、政策アセット・ミックス等はそう簡単に変えるべきでないという意見は、確かにそのとおりである。しかし、運用が長期スタンスであるから、リスク管理やモニタリングも、短期的には行わないでいいことにはならない。政策的な基本運用方針であっても、予め規定した見直しタイミングの他に、想定外のリスクが発生した場合にも、再点検した方が望ましいだろう。

政策アセット・ミックスを見直すためには、まず、現状を適切に把握することが重要であろう。それには、負債、及び資産を適正に時価評価することにより、年金制度の「経済的価値」を評価しなければ、今後、現状よりリスクを取ることが可能なのか判断することは難しいだろう。また、ステイクホルダー (利害関係者) に対して、選択可能な「オプション」と意思決定の「理由」、それに対する「リスク」などの開示が主要になるだろう。

新しい政策アセット・ミックスを決定する際には、期待リターンやリスクといったインプット項目の安易な数値調整で済ますことは望ましくない。平均分散 (MV) アプローチでは、各資産の期待リターンの推計値を高くすれば、積立不足とならない、望ましい答えが出てくるかもしれないが、机上の「最適ポートフォリオ」は、現実には「リスクなポートフォリオ」に陥りかねない点には要注意である。