

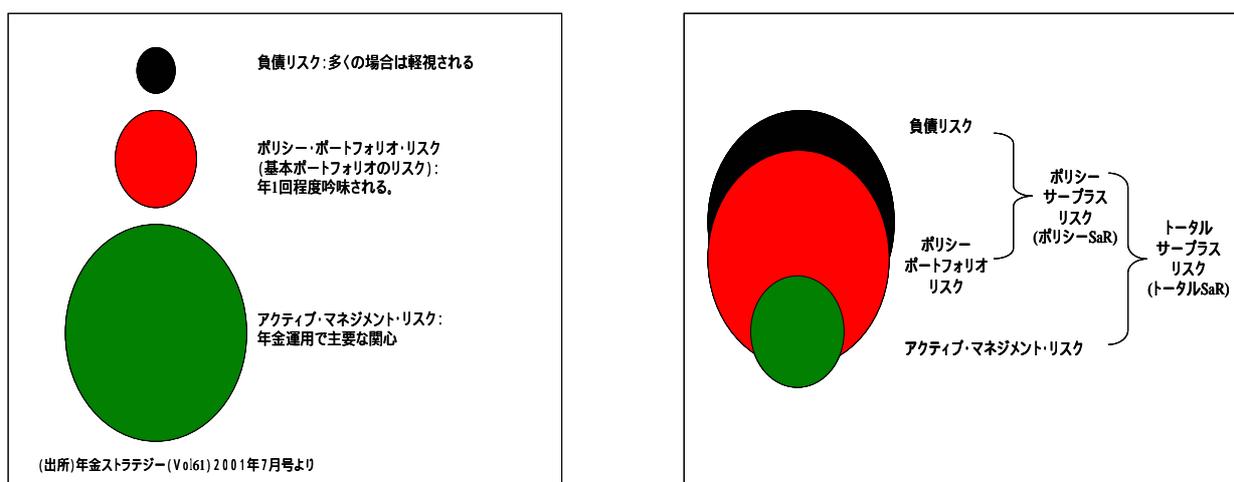
(リスク管理)：年金基金のファンド全体リスク管理

年金リスク管理の必要性が認識されているものの、現実には金融機関並みのリスク管理体制を構築しうる基金はコスト/ベネフィットから考えても極めて少数にとどまるだろう。しかし、あきらめることはない。大規模な年金基金向けにファンド全体のリスク管理を実現するための方法はすでに確立されており、残るはウィル (Will)の問題だけである。

1999年から2002年までの3年間にわたる世界同時株安により年金基金の財務内容が大いに傷つけられたため、リスク管理は、わが国のみならず、国際的にも年金関係者の最大の関心事項の一つである。そして、従来、多くの年金基金が慣れ親しんできた中長期の政策アセットミックスを決めて、その時々々の相場動向によって右顧左眈せず、リバランスによって基金全体のリスクを許容範囲に収めるといった伝統的な方法論は、株価の一方的下落とオルタナティブ投資など新しい運用手法の普及によって見直しの機運が高まり、リスク・バジェットングという新しいリスク管理の枠組みが提案されることになった。

しかし、リスク・バジェットングの本格的導入は現在でも、多くの基金にとって、なお、挑戦的な課題となっている。近刊の『年金ALMとリスク・バジェットング』（年金マネジメントシリーズ第3巻、朝倉書店）の中で解説している、カナダのオンタリオ州教職員年金基金(OTPP)のように先進的な取り組みを行っている基金はまだ少数である。OTPPは、明確な目標の設定、そのための政策アセットミックスの設定、マネージャー・ストラクチャーの構築などについて理事会の中で真摯な議論が行われて、それらのプロセスのモニタリングの手段として、リスク・バジェットングが考案されたのである。しかも、年金負債価値の評価を行って、サープラス(資産時価 - 負債時価)を基準としたリスク・リターンによる管理を実現している。

図1. オンタリオ州教職員年金基金のファンド全体のリスク要因分解 (イメージ図)



OTPPのレオ・デ・ビーバー氏は、「1990年代のリスク管理技術の発展は、すべての要因による積立率の低下リスクを、ほとんどリアルタイムで計測することを可能にした。これで、明白になったことは、政策アセットミックスは、良くて積立リスクの第一次近似でしかないこと、アクティブ、パッシブそれぞれの最適化を行うことは部分最適にしかならないという

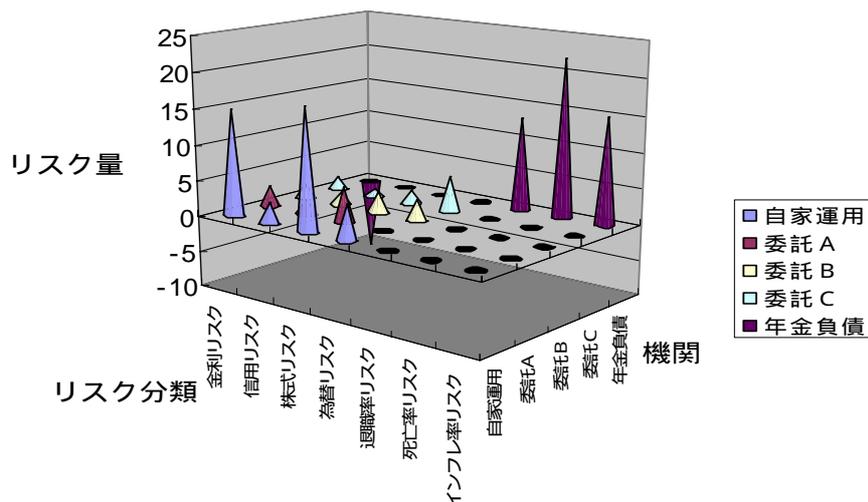
理論的結論を認識させる功績があった。(中略)しかし、経験的には、固定したアセットミックスは、アクティブ運用全体の限界的なリスクよりも大きくなりうる。管理目的は、顧客の目的とより合致したもの、すなわちアクティブ、パッシブすべてのリスクのもとでの積立率に対する可能な最高のリターンをあげることであり」と従来の政策アセットミックス方法論を批判的に総括している。

さて、ビーバー氏の言うように、このようなリスク管理技術はすでに、銀行などの金融機関ではお馴染みである。株式、債券などの伝統的資産のみならず、スワップや先物、オプションなどのデリバティブに至るまで、先進的なリスク管理モデルがカバーするようになっている。

問題は年金負債である。OTPP の年金給付は、伝統的な最終給与に支給率を乗じて決められ、年金開始後は消費者物価指数に連動しているため、賃金・物価上昇によって年金負債価値が変動する。正確な負債評価には、インフレ連動のキャッシュフローの割引現在価値を評価しなければならない。米国やカナダの国債はリスクフリー資産とされているが、インフレ率連動債務の割引率は、米国では TIPS(US Treasury Inflation-Protected securities), カナダでは RRBS (Real Return Bonds) と呼ばれるインフレ連動債のイールドカーブを利用することが近似的には許されるだろう。

OTPP では、この考え方にもとづき、年金給付のキャッシュフローを日々変化する割引率で現在価値に割り戻して把握するシステムを構築している。正確な年金負債を得るには、日々の加入員・受給者の異動を反映しなければならないが、毎年の決算データにもとづく推計ベースで代替することも過渡的には許されるであろう(現実には、月次のモニタリング体制でも大きな前進と言える)。

図2. 機関/リスク分類別リスク量(イメージ図)



現在、わが国でもマスタートラストが普及し、運用機関の保有銘柄ベースの情報を月次ベースで入手可能であり、それと総幹事会社等から提供される負債データとを結合することで上の図2に示すような計量的なリスク管理を実現できるようになっている。要するに、直ぐにでも実施が可能なインフラはできており、残るのはウィル(Will)だけである。

(田中 周二)