

(年金運用)：リスク管理再考（３）

前回までは、「何が基金のリスクか」という観点に着目してリスク管理を考えてみたが、今回は、基金は「どのようにリスクテイクをするか」という点に着目してリスクを再考したい。

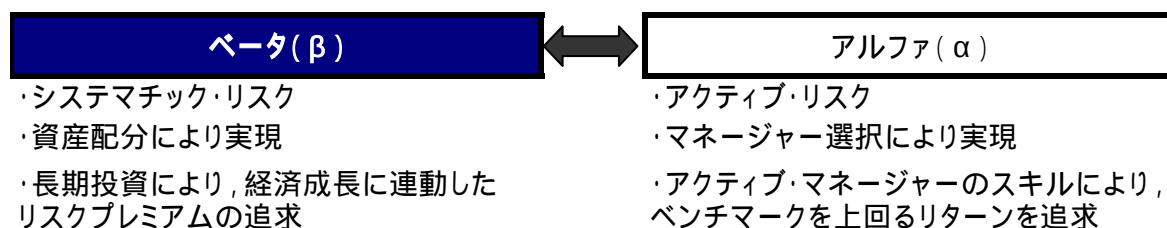
リスクは収益を生む源泉と言われる。リスクを避けた場合は、無リスク金利と同等なリターンしか得られないのだから、基金はリスクを避けることはできない。そこで、どのようにリスクをとるかが、基金の課題の一つである。

基金の運用プロセスは、まず、運用目標を設定し、次に、運用目標に合致したターゲット資産配分（ベンチマーク）を決定する。そして、資産配分を目標として、運用マネージャーを選択するというプロセスが一般的であるが、このようなプロセスにあったリスクをとる方法として、ベータ（ β ）リスクとアルファ（ α ）リスクをリスクテイクするという考え方がある。

ベータリスクは、システムチック・リスクとも呼ばれるもので、経済成長に連動した、長期のリスクプレミアムを追求するためにとるリスクである。基金は、短期的な資本市場の変動は我慢し、長期投資により、各資産クラス固有のリスクプレミアムを獲得することが可能である。ベータリスクのコントロールは、資産配分によって行う。どの程度のベータリスクをとるかは、基金の運用方針やリスク許容度を、ターゲット資産配分（ベンチマーク）として具体化する。これは、基金にとって非常に重要な意思決定である。なぜなら、基金が負担するトータルリスクのうち、ほとんどがベータリスクであるとも言われているからである。

これに対し、アルファリスクは、ベンチマークを上回る付加価値を追求するためにとるリスクである。このリスクをとる運用には、スキルが必要である。伝統的アクティブ・マネージャーは、銘柄選択や、低 PER、グロース／バリューなどの運用戦略を実行することで超過リターンを追求する。一方、ヘッジファンドは、ショートポジションやデリバティブなど、伝統的マネージャーが利用しない運用手法や投資対象を用いて付加価値を追求する。過去のデータみると、市場リターンを上回るアクティブ・マネージャーは実際に存在する。しかし、このように有能マネージャーを選択するにもスキルが必要である。

図表１：ベータリスクとアルファリスク



そこで、基金の課題である、ベータリスクとアルファリスクをリスクテイクする方法としては、大きく分けて2通りある(図表2)。一つは、伝統的アクティブ・マネージャーを利用する「中間戦略」と呼ばれる方法で、ベータリスクとアルファリスクを同時にリスクテイクする。基金は、このようなマネージャーに資産運用を委託し、マネージャーは、株式や債券などの資産クラスに投資してベータリスクをとると同時に、銘柄選択などによりアルファリスクもとる。

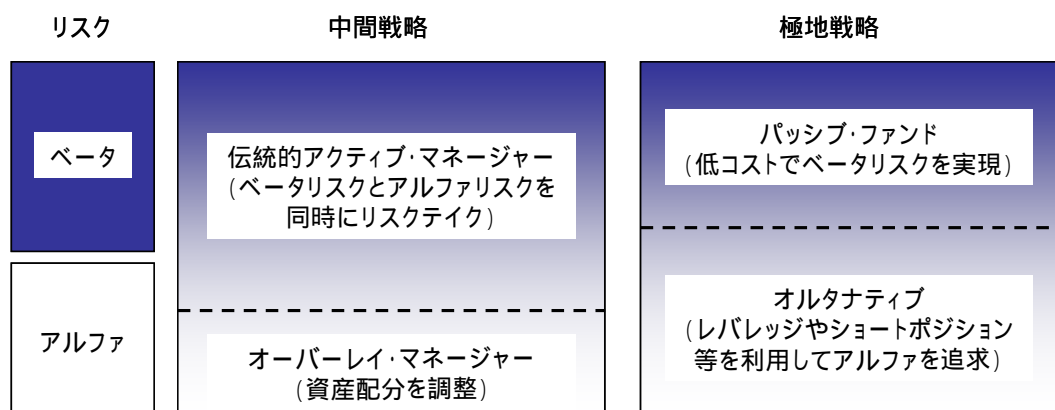
ここで、伝統的マネージャーへ合計資産配分が、ベンチマークと同じになるようにする必要はない。例えば、債券運用のマネージャーが、アルファを生み出す能力が相対的に高い場合には、ベンチマークで定められる債券への配分比率を超えて、このようなアクティブ・マネージャーへ配分するほうが望ましい。資産配分は、オーバーレイ・マネージャーが、デリバティブを利用して調整する。なお、このオーバーレイ・マネージャーも、パッシブ(単に資産配分を修正)と、アクティブ(資産配分を戦術的に調整)に分けることができる。バランス型ファンドも中間戦略の一つである。

伝統的マネージャーを利用する中間戦略は、運用の透明性が高く、リスク管理体制も充実している。基金は、マネージャーから報告されるデータを利用して、ポートフォリオ全体のリスク管理も比較的容易に行えるはずである。その反面、伝統的アクティブ・マネージャーは、運用に関する様々な制約を賦課された中、株式など効率的な市場へ投資するわけだから、ヘッジファンド並みの超過リターンは期待できない。最悪、パッシブ・ファンド並みか、それ以下のリターン/リスクの特徴しかないファンドに、パッシブ・ファンド以上の運用報酬を支払わなければならないこともありうる。

もう一つは、「極地戦略(Polar Strategy)」と呼ばれるもので、ベータリスクは、パッシブ・ファンドを利用してターゲット資産配分を低コストで実現し、アルファリスクは、ヘッジファンドなどのオルタナティブを利用してとる。ヘッジファンドは、デリバティブ、レバレッジ、ショートポジションなど、伝統的マネージャーが利用しない運用手法も用いたり、幅広い投資対象に投資したりすることにより、高いアルファが追求可能であると考えられている。

(巻末に続く)

図表2：ベータリスクとアルファリスクのリスクテイクの例



しかし、このように魅力的に思われる極地戦略であるが、(1)ヘッジファンドの運用は不透明で、情報開示にも積極的でないことが多い。そのため、ポートフォリオ全体のリスクの把握が難しい。(2)ヘッジファンドといっても、アルファのみを追求可能なものは少なく、ベータリスクも含まれることになる。しかし、どの程度のベータリスクが含まれるか明らかでない。(3)ベータリスクは、パッシブ・ファンドで追求可能であるのに、ベータリスクをとるヘッジファンドに対して高い運用報酬を支払わなくてはならない、などの問題点もある。

最近では、大型株のように効率性が高い市場ではなく、情報を収集するコストが高く、人々の注目度も低い、非効率市場での運用に、アルファリスクの配分を増やすべきであるとの意見をよく聞く。このような市場には、例えば、小型株、ハイイールド、エマージング・マーケット、プライベート・エクイティ、不動産などが含まれる。いずれも、マネージャーのスキルが生かされる市場であると言えよう。(北村 智紀)

発行： ニッセイ基礎研究所

〒102-0073 東京都千代田区九段北 4-1-7 九段センタービル

FAX：03-5512-1082 E-mail：pension-query@nli-research.co.jp

年金ストラテジーWeb アドレス http://www.nli-research.co.jp/stra/stra_all.html

本誌記載のデータは信頼ある情報源から入手、加工したのですが、その正確性と完全性を保証するものではありません。本誌内容について、将来見解を変更することもあります。本誌は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、契約の締結や解約を勧誘するものではありません。ニッセイ基礎研究所の書面による同意なしに本誌を複写、引用、配布することを禁じます。