



フォワードルッキングなリスク分析

伊藤 敬介 CMA・CIIA

(証券アナリストジャーナル編集委員会委員)

1. はじめに

最近、「フォワードルッキングなリスク分析」という言葉を耳にする機会が増えている。一つのきっかけは、2013年11月の「公的・準公的資金の運用・リスク管理等の高度化等に関する有識者会議」の報告書で、体制高度化に向けて「フォワードルッキングな（先行きを見据えた）リスク分析が必要」と明記されたことであろう。これを踏まえ、2014年10月の年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）の中期計画変更では、「フォワードルッキングなリスク分析を踏まえ、足元から向こう10年間の金利上昇シナリオを想定」した結果、基本ポートフォリオの国内債券ウェイトを60%から35%まで大幅に下げることとなり、世界中で大きな話題となった。

そもそも、基本ポートフォリオやアセット・アロケーションを検討する際には、「フォワードルッキング」に考えるのは当然なはずである。1964年にSharpeらによって提唱された資本資産価格モデル（CAPM）を始め、ポートフォリオ理論は基本的に「期待リターンとリスク」という、フォワードルッキングな世界で論じられている。投資家も、フォワードルッキングな観点から意思決定をしているはずである。

それでも、改めて「フォワードルッキングな

リスク分析」が必要と前述の有識者会議で指摘され、資産運用業界でも最近この言葉がよく議論されるようになったのはなぜか。実は、われわれ自身が将来に関する想像力を十分に発揮しておらず、つい従来の慣習に基づいた安易な判断をして、それで満足しているということはないであろうか。

このような問題意識から、従来一般的に行われてきた資産運用やアセット・アロケーションの意思決定手法で何が不十分なのか、フォワードルッキングな観点で近年どのような工夫が行われ始めているか、そしてこれらがポートフォリオ管理手法をどのように変える可能性があるか、などを見ていくこととしたい。

2. 従来手法で何が不十分か

例えば年金運用の世界で期待リターンを考える時、一般的にはビルディング・ブロック法などを用いて、足元の金利水準や期待インフレ率も反映させた形で期待リターンを推計しており、単純に過去平均に頼っているわけではない。リスク推計を行う際にも、指数平滑化などの手法でより最近のリターンデータを重視し、市場の構造変化をある程度反映させようと工夫したりもする。また、策定したポートフォリオに対するストレステストを将来的な想定シナリオを用いて行い、テールリ