

銀行のオルタナティブ資産投資におけるリスク管理高度化

資産運用環境の変化を受け、地域金融機関ではオルタナティブ資産への投資が拡大している。伝統的資産とオルタナティブ資産の統一的なデータ管理体制と、RAFに基づく統合的なリスク管理の強化が求められている。こうしたニーズに応える、新たな手法も開発された。

オルタナティブファンド投資の拡大

地域金融機関を取り巻く資産運用環境は、近年急速に変化している。低金利環境下で伝統的資産である債券による収益確保が難しくなり、プライベートエクイティ（PE）、プライベートクレジット、不動産、インフラファンドなどの「オルタナティブ資産」への投資が拡大しつつある。大手地方銀行へのヒアリングによると、現在、オルタナティブ資産に投資する保有ファンド数は100本を超える。これは伝統的資産に投資するファンドの保有本数に匹敵する。そのため、多くの地域金融機関では、オルタナティブ資産を包含した統合リスク管理¹⁾への関心が高まっている。

多くの金融機関が採用しているリスク管理手法であるリスクアパタイト・フレームワーク（RAF）は、金融機関の経営方針とリスク許容度に基づき運用リスクとリターンを管理する枠組みだが、主に伝統的資産の運用と貸出を対象としている。したがって、オルタナティブ資産等のリスク管理はこのRAFには組み込まれず、個別に管理している。資産運用とリスク管理の現場では、伝統

的資産とオルタナティブ資産、各資産のさらに細かな資産分類など、資産ごとに実務を担当するチームやグループが分かれていることが多い。こうした組織構造においてはオルタナティブ資産に関する情報不足やデータの粗さも相まって、ポートフォリオ全体としてのリスク管理に空白が生じがちである。

オルタナティブ資産管理の現状

オルタナティブ資産については、①開示情報の不足・未整備と②リスク管理手法が確立されていないという課題がある。

まず、開示情報に関しては、例えばPEやプライベートデットでは投資先企業の国・地域・産業セクター・財務情報等が開示されているが、オルタナティブファンドの中身の詳細を把握することができない。伝統的資産の開示情報は、統一された報告形式でデータ項目の不足もなく、多くは月次で更新されるが、オルタナティブ資産は、報告形式が統一されていないうえ、数か月遅れの情報が四半期のみ更新されたり、データ項目もファンドによって各種属性情報が異なり特定の情報が無いケースもある。したがって、伝統的資産とは分けて、もっぱら人手によってExcel管理している。

また、リスク管理手法も手探り状態で、特に定まった手法が確立しているわけではない。

オルタナティブ資産のパフォーマンスを伝統的資産で複製して構築したポートフォリオに対してリスク計測を実施する手法（図表の③）が考案されたが、残念ながらポートフォリオの複製自体が難しく活用は進んでいない。

図表 オルタナティブ資産のリスク計測手法の評価

想定される リスク計測手法	市場リスク との統合	実現難度	市場リスク 測定の精度	統合管理 への適用
① デューデリジェンス	×	低	—	×
② 資産の内容を考慮した プロキシ設定	○	低	低	△
③ 複製によるリスク・リ ターンの予測	○	高	高	○
④ 指数化してリスク計測	○	中	高	◎

（出所）野村総合研究所

NOTE

- 1) 欧米ではこの視点を「トータル・ポートフォリオ・ビュー (Total Portfolio View)」と呼び、経営層からフロント担当者まで「ポートフォリオ全体」のリスクとパフォーマンスをダイナミックに把握し、動的なアセットアロケーション戦略を実現する管理体制がトレンドとなっている。
- 2) 「公開市場との連動部分」とは例えば、TOPIXやTOPIXのセクター別指数など。「オルタナティブ資産分類ごとの指標」とは例えば、プライベートエクイティであればベンチャーキャピタルやパイアウトなどのファンドを分類ごとにグルーピングして作成した指標。「個別的要

因」はそれ以外の説明できないリターン・リスクの値。

そのため、一般的に、信用リスク（デューデリジェンス）に特化した分析（同①）や市場で観測可能な指数をプロキシとして活用する方法（同②）等が採用されているようだ。ただし、前者（同①）は通常の市場リスク分析で取り扱う金利リスク等が算出されず、伝統的資産と同一のリスク管理枠組みへの統合が困難という課題を抱えている。また、後者（同②）も伝統的資産をプロキシとしているため、オルタナティブ資産と伝統的資産の間に本来想定される低い相関が正確に反映されない点が課題となっている。

新たなリスク計測モデルの登場

こうした課題をクリアするためには、まずもって、適切なデータ管理が必要であり、それに基づく新たなリスク計測モデルが求められる。

伝統的資産とオルタナティブ資産という異なる特性を持つ資産を同じ管理方法や分析手法で扱う上で、データベースやデータフローの整備は欠かせない。加えて、資産ごとの特性に応じたデータ変換・補正ロジックを組み込むことで管理を統一することが実現できる。たとえば、四半期ごとの残高について、キャッシュフローなどを考慮し日次ベースで補正を行い、ルックスルー情報の項目を標準化したデータベースを構築する。これにより、伝統的資産とオルタナティブ資産の両方のデータを一つのデータベース上で統合的に管理・分析することができる。

後者については、新たな計測手法が検討されている。オルタナティブ資産のリスク要因に関して「公開市場との連動部分」と「オルタナティブ資産分類ごとの指

標」と「個別的要因」の3つに分解²⁾してリスク分析する（図表の④）モデルがいくつかのベンダーにより提供され始めている。これにより、従来困難であったオルタナティブ資産の定量的把握、伝統的資産とのリスクの合算や相関の考慮ができるようになる。この手法は、開示された投資先の「資産の種類」「国／地域」「産業セクター」ごとのパフォーマンスやリスク特性を指数化する。その結果、「オルタナティブ資産分類ごとの指標」が作成できるというものである。分類の粒度が細かいほど精度が高くなるため、今後のさらなる発展が期待される。

リスク管理高度化にむけて

伝統的資産とオルタナティブ資産を統合したリスク管理手法の確立により、地域金融機関の資産運用戦略やリスク許容度の判断を質的に引き上げる効果が期待できる。

野村総合研究所では、RAFに「投資の多様性 (diversity)」等の観点を加えた新しい枠組みである「dRAF」を提唱している。dRAFでは、市場リスクだけでなく、信用リスク・流動性リスクの観点でもオルタナティブ資産と伝統的資産を統合して管理することができ、更なるリスク管理の高度化が期待できる。

Writer's Profile



松本 ゆかり Yukari Matsumoto

資産運用高度化推進室
シニアシステムコンサルタント
専門はリスク管理ソリューション企画
focus@nri.co.jp