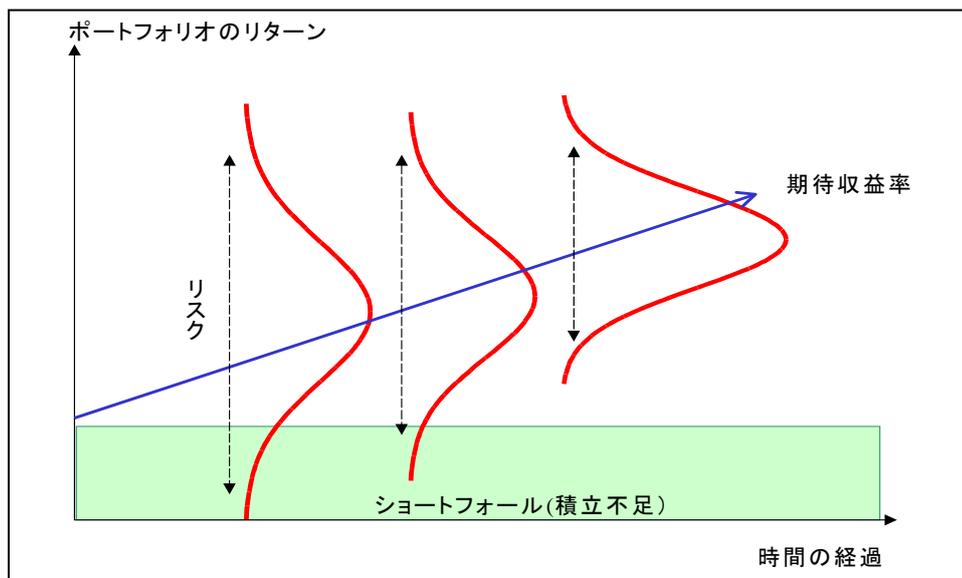


万人のための年金運用入門（12）－政策アセット・ミックスの構築手法（3）

前回、サープラスを考慮した場合や、VaR を制約とした場合の政策アセット・ミックス構築について検討しましたが、今回は、平均分散（MV）アプローチで、予定利率をターゲットとすることへの疑問について検討します。

政策アセット・ミックスを構築する際に、予定利率をターゲット・リターンとして、リスクが最小となるポートフォリオを平均分散（MV）アプローチで求める例が多くあります。予定利率をターゲットとすれば、ポートフォリオの期待リターンは予定利率であり、当面は、リターンが予定利率を上回る確率は 50% です。しかし、変動率の時間分散効果（運用、期間が長くなれば、ポートフォリオのリターンが期待収益率の近辺になる確率は高くなる）により、年金基金が積立不足になる確率（ショートフォール確率）は小さくなります（図表 1）。

図表 1 変動率の時間分散効果



しかし、一つの疑問として、期待リターンが予定利率となるポートフォリオを政策アセット・ミックスとする必要があるでしょうか。というのは、予定利率は年金財政上で仮定された数値で、スポンサー企業の資金調達コストなどとの関連性は強くありません。株主が、従業員の退職金や年金に最終的な責任を負うという立場に基づけば、「年金資産が全て税制上有利な債券で運用される方が、企業評価が高くなる」という考え方も存在します。

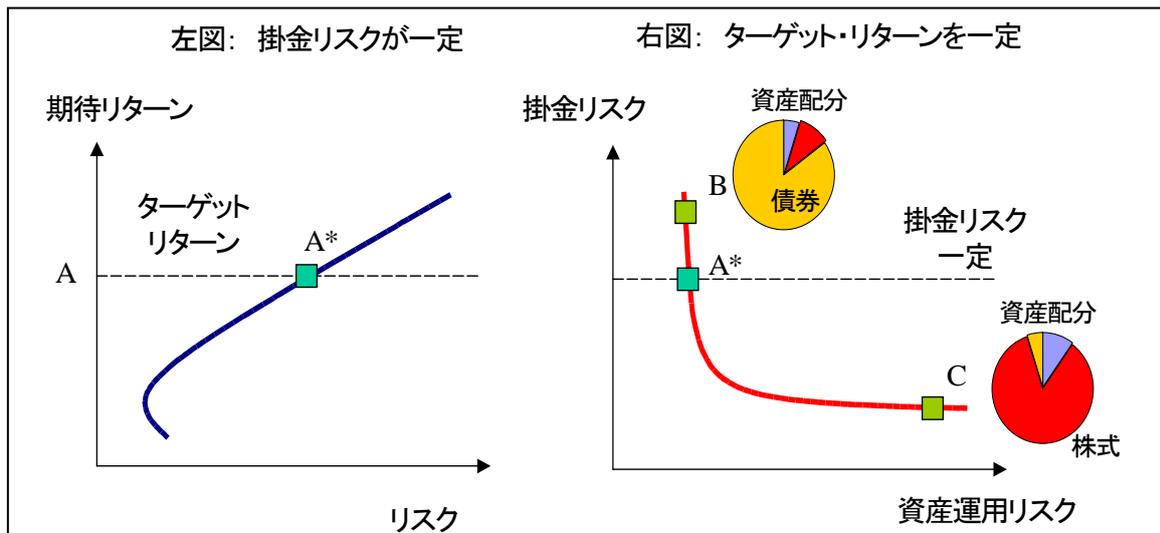
また、①スポンサー企業が余剰資金で株式投資を行う、②年金資産で株式投資を行う、③年金資産は債券で運用し、スポンサー企業の株主が年金資産で保有している株式を買い取る、という3つの選択肢は、資本市場が効率的で、税制を考慮しなければ同一と言えるでしょう。これらの考え方に基づけば、予定利率が期待リターンとなるポートフォリオを、政策アセット・ミックスとする理由はないように思われます。

ところで、年金基金は、①資産配分と、②ファンディング（掛金）の2つの方法で年金運用の問題に対処できます。ファンディング戦略とは、必要な掛金をどのようなタイミングで拠出するかを検討するものです。

通常、資産配分の問題を考えると、掛金は一定として、最適資産配分を検討します。あるいは、将来の掛金の問題を考えると、資産配分は固定します。しかし、本来、年金基金の戦略的な意思決定には、資産配分とファンディングを同時に考慮する必要があります。

将来の掛金を一定（将来、掛金変動するリスクがない）と仮定して、予定利率などのターゲット・リターンをAとすれば、最適ポートフォリオは、有効フロンティア上のA*となります（図表2左図）。年金基金はA*を政策アセット・ミックスとして採用します。しかし、掛金変動するリスクをとることにした場合、年金基金はA*以外のポートフォリオを選択する余地がでてきます。

図表2 政策アセット・ミックスの決定



たとえば、ターゲット・リターンを固定した場合、年金基金は、資産運用ではリスクを抑えて、高いリターンを期待しない一方、将来、高い掛金を支払うリスクをとるB点のようなポートフォリオを選択することもできます。この場合の政策アセット・ミックスは国内債券が中心となるでしょう。あるいは、資産運用でハイリスク・ハイリターンを狙い、掛金リスクを低くするC点のようなポートフォリオを選択することもできます。この場合は、政策アセット・ミックスは株式などのリスク性資産が中心となります（図表2右図）。

ある期待リターンをターゲットとした場合に、掛金に対する戦略と、資産配分に対する戦略の関係を示す図表2右図の赤線上の、いずれかの最適ポートフォリオを年金基金は選択できます。どのポートフォリオを選択するかは、個々の年金基金のリスクに対する考え方次第でしょう。