

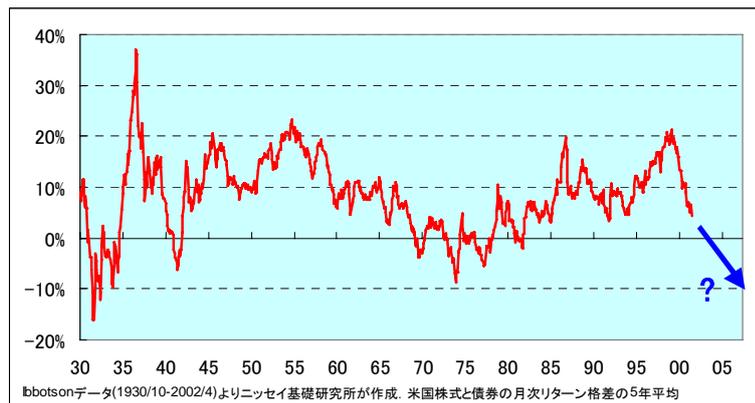
## 米国の株式リスクプレミアム低下予測と年金 ALM 手法の発展

米国の年金基金では、今後の株式リスクプレミアムをどの程度に見積もるべきかが議論となっている。株式リスクプレミアムを低く見積もった場合に、積立比率や掛金への影響を分析する必要が生じるので、シミュレーション型 ALM の利用が主流になりつつあるようだ。

先般、複数の米国年金基金や、運用会社の担当者と議論する機会を得た。そのなかで、「最近、米国年金基金の関心は何か」と質問したところ、昨今の株価の乱高下を反映して、「株式リスクプレミアムの前提である」という答えが多かった。

年金基金は長期的視点から、株式などのリスク資産へ投資している。これは、リスク資産にはリスクプレミアムがあり、長期投資を行えば、リスクに対する報酬（高いリターン）を享受できると考えるからである。しかし、「90年代に上昇した米国の株式リスクプレミアムが、将来、低下するだろう」という研究報告がでてきている（図表1）。

図表1：米国のリスクプレミアムの推移



年金基金は、定期的に、適切な資産配分を検討する。その際、株式リスクプレミアムについても前提を置くが、これをどの程度にするか議論を呼んでいる。これまでは、株式リスクプレミアムを6%程度と見積もる基金が多かったようだが、「リスクプレミアムは、長期的には平均に回帰する」との考えに立てば、90年代に拡大したリスクプレミアムが、今後、小さくなるのは当然である。そこで、多くの年金基金で、例えば、資産配分を現状維持したまま、株式リスクプレミアムが以前の半分に、あるいは、ゼロになったら、サープラス（資産－負債時価）がどのようになるかについて検討する必要がでてきたのである。

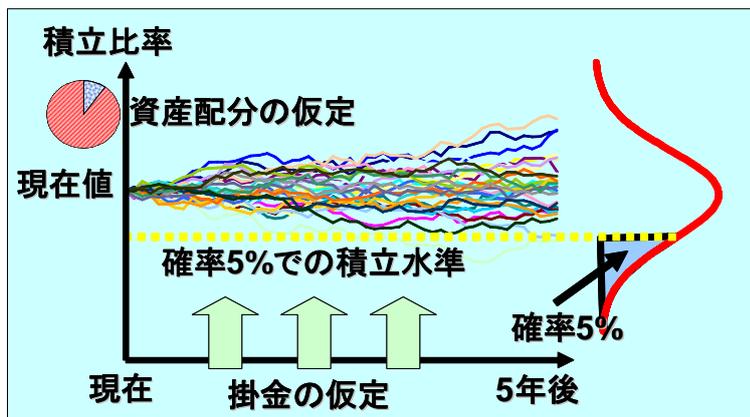
株式リスクプレミアムが低下するという前提に立った場合、投資戦略の変化の一つは、アクティブ化であろう。株式市場全体に対する魅力度が低くなると、大型株投資を中心としたパッシブ運用から、小型株やスタイル投資などのアクティブ運用へのシフトを考慮する年金基金が多くなるようだ。オルタナティブ（代替）投資へのシフトも、アクティブ化の流れと言えるだろう。

米国の年金基金は、掛金に対する自由度が高く、現在はコントリビューション・ホリデーであるが、最近の株式市場の低迷や、株式リスクプレミアムを低く見積もることにより、近い将来、掛金抛出の再開が不可避な状況となってきている。そこで、資産配分を検討すると同時に、「どのようなタイミングで、どの程度の抛出を行えばよいのか」も検討する必要が生じている。

米国の比較的規模の大きい年金基金のなかには、このような問題を解決するためのツールとして、有効フロンティアによる分析を行わないで、モンテカルロ・シミュレーション（巻末注）を用いたALM（シミュレーション型ALM）を利用している例がある。

これまでの、伝統的なALM手法は、「資産配分を考えるとときは掛金を固定」、あるいは、「掛金を考えるとときは資産配分を固定」という、一方を固定し、もう片方について検討するものであった。これに対して、シミュレーション型ALMでは、「資産配分を現状維持した場合で、株式のリスクプレミアムが半分になったら」、あるいは、「リスク資産の配分比率を減らして、掛金抛出をすぐに再開したら」など、様々なシナリオを想定して、企業会計上の年金費用、ABOやPBOに対する積立比率や、掛金率がどのような影響を受けるか分析して、資産配分や掛金を決定しようとしている。

図表2：シミュレーション型ALM（概念図）



図表2は、「5年後のPBOに対する積立比率」を分析する例を示している。①資産配分と掛金を仮定し、②将来の資産価格と負債時価を、シミュレーションにより発生させ、③リスクとして、確率5%で悪化した場合の積立水準を考慮して、最初に①で仮定した資産配分や掛金が適切なものであるかを検討する。

米国の年金基金は、これまで、株式のリターンが高かったため、株式に投資してさえいれば、サープラスが増加してきた。しかし、最近の株式リスクプレミアムの低下予測により、ALMを重視しようとする傾向にあるようだ。ALMを検討する際には、コンピュータや情報技術の発展の恩恵を受けた、新しいタイプのツールが広く利用されつつある。

(注) モンテカルロ・シミュレーション

ポートフォリオを構成している各資産のリターンについて、乱数を用いて、例えば 10,000 通りのシナリオを発生させ、ある一定の配分比率の下で、将来の年金資産などの動向を推測する方法

## 【お知らせ】

ニッセイ基礎研究所「年金フォーラム」ホームページをリニューアルしました。

これまでのフォーラム議事録に加え、当誌「年金ストラテジー」や「基礎研レポート」等に掲載された、公的年金関連のレポート等をご覧いただけるようになっております。

アドレス <http://www.nli-research.co.jp/stra/n-forum.html>

発行：ニッセイ基礎研究所

〒100-0006 東京都千代田区有楽町1-1-1 日本生命日比谷ビル内

TEL：(03) 3597-5644 FAX：(03) 5512-7160 [www.nli-research.co.jp](http://www.nli-research.co.jp)