

政策アセット・ミックスと時価加重指数への不信

年金運用では、各資産クラスの値動きを表す代表的な時価加重指数を利用し、資産クラスのリスクとリターンを推計する。それらを利用して政策アセット・ミックスを構築し、長期にこれを維持する。実際の運用では時価加重指数に追随するパッシブ運用も利用される。またアクティブ運用でも時価加重指数を運用目標や運用成果を評価するための基準として利用する。

これらの運用プロセスは、時価加重指数がリスクとリターンで見て最も効率的であるとするファイナンスの理論と、政策アセット・ミックスが年金運用の大部分を説明するとした **Brinson** 等 (1986)以降の実証分析に立脚している。しかし近年、これらの論拠に疑問が投げかけられている。

本号はまず年金運用における政策アセット・ミックスの説明力の議論を再検討する。その説明力が高いのは、一定の見方をした場合であって、別の角度から見れば、そうではないことを再確認する。次に時価加重指数の運用成果が良くないとする実証分析を紹介し、これを解決するための新しい運用手法を検討する。しかし何れも年金運用の問題を一気に解決するものではなく、今後も様々な可能性を検討していく必要がある。

《目次》

- ・ (年金運用)：政策アセット・ミックスの説明力～時系列データの場合
- ・ (年金運用)：政策アセット・ミックスの説明力～横断データの場合
- ・ (年金運用)：時価加重インデックスへの疑問と「スマートファクター」