

政策アセットミックスを考える（1）

議論活発化の気配がある「政策アセットミックス」について、年金コンサルティングの現場で直面する問題などを、数回にわたり取り上げてみたい。まず今回は、政策アセットミックスの役割を、米国の状況などを振り返りながら紹介したい。

日経企業年金実態調査（年金情報'99.10.18）によれば、厚生年金基金の約半数、適年の1割強が政策アセットミックスを策定している。リーガルリスト方式による資産運用規制の撤廃に伴い、政策アセットミックスが定着しつつあるようだ。また、来年度の新会計基準導入により、年金負債の時価評価概念が普及すると、これまでは机上の理論の感があった、欧米流の年金ALMも本格検討され、政策アセットミックスの構築をめぐる議論の活発化が予想される。

さて、年金制度運営上の責任を持つ基金自身は、年金キャッシュフローの長期性を十分考慮した運用基本方針を策定する義務を負っている、と考えられている。その中心に位置づけられるのが政策アセットミックスである。その役割を具体的に指摘すると、(1)長期運用の規範としての役割、(2)基金と運用受託機関の基本的関係の中で、責任分担の明確化や意志疎通の効率化を図る役割、に大別できるだろう。(1)は政策アセットミックスの構築に、(2)はその実践に深く関わるものである。今回は、(1)を中心に考える。

インデックス運用の規範性については資本資産評価モデル(CAPM)が1つの根拠になっている。また、アクティブ運用が長期的にインデックスに勝てないという実証研究報告もそれを補完するものである。通常、インデックスを組み合わせる示される政策アセットミックスは、①将来の資産収益率→「リターン・リスクの予測」、②基金の年金債務構造→「キャッシュフローと、その現在価値」、③母体企業の掛金負担能力→「母体企業のリスク許容度」という、主に3つの要件を考慮した「最適」アセットアロケーションである。つまり、ある種の最適性を備えているという意味で、やはり規範的と言っても良いだろう。

とはいうものの、政策アセットミックスを決定する際に、要である最適化モデルには、多くの問題が指摘されている。特に重要なのは、期待リターンや基金のリスク許容度を正確に決めることが難しい上に、その影響が無視できないという指摘である（図1、図2参照）。

図1 異なる期待リターンと効率的フロンティア

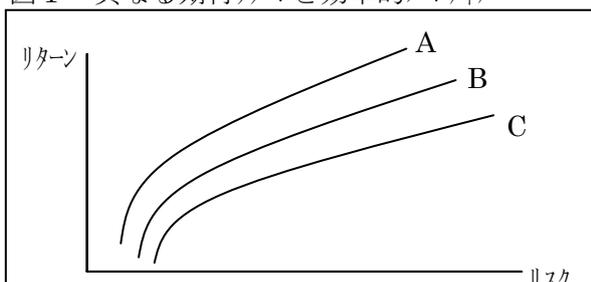
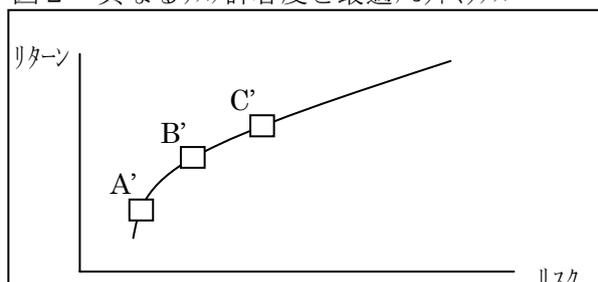


図2 異なるリスク許容度と最適アセットミックス

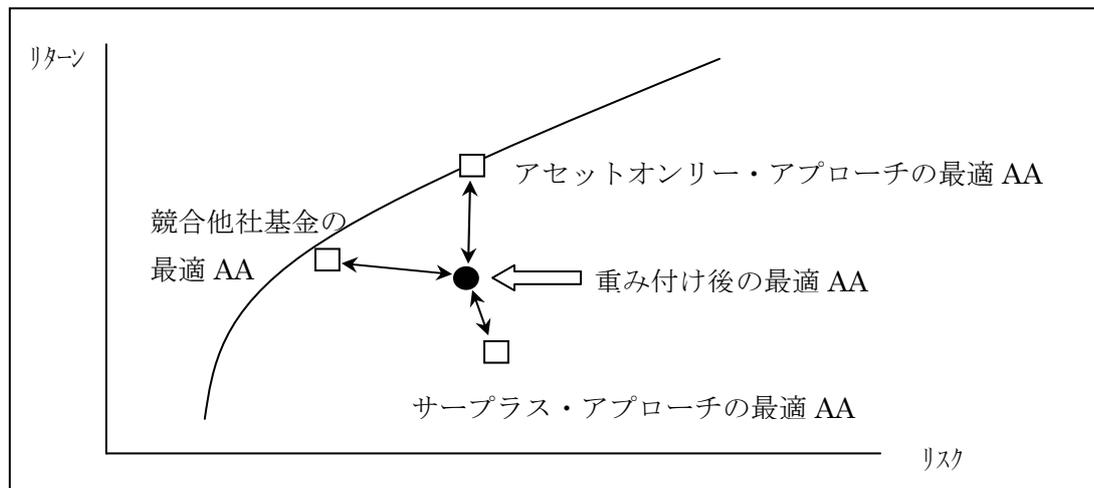


こうした事情から、まずアセットミックスを決め、次にシミュレーションして将来を描き出した将来像をみて、その善し悪しを判断する方法（年金 ALM シミュレーション）が活用されている。しかし、米国では次に示すように、訳の分からない「効用関数」を実感に近づけて、最適化の目的関数をより基金の実態に合わせるための、新しい試みもあるようだ。

従来は、ポートフォリオのリターンとリスクを見て、最適な資産の組み合わせを探ろうとする方法であった（アセットオンリー・アプローチ）。次に、基金の実態に合わせて改良されたが、サープラス（資産－負債）のリターンとリスクを見て、それを最適にする資産の組み合わせを探ろうとする方法であった（サープラス・アプローチ）。新しい考え方は、これら2つの方法を取り入れ、さらに別の目標も反映できるものである。具体的に示そう。

基金には、「サープラスはできるだけ現状を維持したい」、「絶対リターンで長期金利+ α が欲しい」、「他の基金とあまり大きく乖離したくない」、「現状のアセットミックスを大きく変更したくない」など、いろいろなニーズがある。それぞれのニーズを何らかのアセットアロケーションで表現できるなら、それらに適当な重みを付けて結合した基準を、「最適」にするアセットミックスを求めようという考え方である（図3）。

図3 いくつかの目的を同時に扱うモデルのイメージ



政策アセットミックスの規範性に照らし合わせてみると、あらゆるニーズに迎合することが、必ずしも正しい決断とは言えない面もある。たとえば、「他の基金に合わせる合理性はない」との批判もある。しかし一方で、「年金運用での失敗は、母体企業の格付け低下などを引き起こしかねないので、母体企業同士が競合関係にある基金と大きく異なるアセットミックスを選択すべきではない」との反論も可能だろう。

新しい考え方を導入しても、簡単に政策アセットミックスを決定できるわけではない。しかし、基金の効用関数を構成する要素が何で、その優先順位はどうか、といったことを考えるプロセスが明確化することは、意義深いことであろう。