

## 万人のための年金運用入門（14）－政策アセット・ミックスの構築手法（5）

前回までの連載で、政策アセット・ミックスを構築するための様々な手法と問題点を紹介してきました。政策アセット・ミックスに関する短期間の議論に困難を感じていますが、今回は最終回として、これまでのまとめをさせていただきます。

年金基金は、ALM（資産負債管理）の大きな問題の一つとして政策アセット・ミックスを決定します。これは、ポートフォリオ全体の長期的な資産配分で、年金運用のリスクの大部分を占めます。政策アセット・ミックス構築には、ノーベル経済学賞を受賞したハリー・マーコビッツ教授の平均分散（MV）アプローチを出発点とする様々なアプローチが利用されます。

前回までを整理しますと以下の図表1のようになります。それぞれのアプローチには特徴があり、プラス面、マイナス面がありますが、年金基金が政策アセット・ミックスを決定する際には、どのような手法を用いたら“正解”なのでしょうか。

図表1：政策アセット・ミックス構築のアプローチ

アプローチ	アセットオンリー アプローチ	サープラス フレームワーク	シミュレーション の利用	コーポレートファイナ ンス的アプローチ
内容	ある一定のリスクのもと、期待リターンが予定利率よりも高くなる資産配分を選択	ある一定のサープラス・リスクのもと、期待サープラスが最大となる資産配分を選択	将来の資産や負債の変化をシミュレーションにより推定し、適切な資産配分を選択	母体企業の企業価値を最大化する年金の資産配分を選択
特徴	資産のみを対象に分析するため単純でわかりやすい。負債の分析が困難な場合は効果的	サープラスを分析対象とするため年金運用の目標に合致。金利など資産と負債の両方に影響あるリスクの分析が容易	将来の資産や負債の分布を考慮して意思決定が可能。特に正規分布でない場合に有効	母体企業のビジネスリスクと年金資産運用のリスクを統合して、企業の株主の立場で分析
資産配分 の特徴	期待リターンが高く、リスクが低い資産への配分が増加	リスクが低いポートフォリオを選択した場合、長期債への配分が増加	資産配分を決定するルールが必要。ルールの設定により最適資産配分が異なる	税制上有利な債券への配分が増加。
ファンディング 戦略	分析期間中の掛金は一定と仮定。積立不足を解消する資産配分選択が目標	分析期間中の掛金は一定と仮定。積立不足を解消する資産配分選択が目標	多期間モデルとした場合は掛金の変動も考慮可能。	資産運用よりファンディング戦略を重視。必ずしも積立不足解消を目指すわけではない
問題点	資産と負債との相関を考慮していない。インプット数値の推定誤差が大きい	計算が複雑。サープラスがゼロに近い場合は利用困難。インプット数値の推定誤差が大きい	適切な資産価格や負債の変動モデルが必要。インプット数値の推定誤差が大きい	年金運用の主体性を軽視。年金運用の”長期性”が考慮されなくなる可能性

実は、政策アセット・ミックスの構築に首尾一貫した理論は存在しません。①年金基金の許容できるリスクを設定して、②様々なアプローチや前提条件を変えて政策アセット・ミックスの候補を選定し、③専門家の知見で、試行錯誤により、注意深く検討する、以外に方法はありませぬ。政策アセット・ミックスの検討には、時間・労力やコストがかかりますが、それに対する付加価値は大きなものでしょう。

政策アセット・ミックス構築の第一歩は、年金基金が許容できるリスクの設定です。どの程度のリスクが許容できるかは、母体企業の立場から検討する必要があります。最終的なリスク負担者は母体企業ですから（母体企業が年金給付をできない場合、給付の減額などで、最終的なリスク負担者は加入者という考え方もありますが）、資産価格が大幅に下落した場合等に、母体企業の追加的な掛金負担能力の及ぶ範囲で資産運用リスクを設定すべきです。

また、年金基金は「長期的なリスク」と「短期的なリスク」の2つを管理する必要があります。長期的なリスクは、資産価格の変動や従業員構成の変化などによるリスクで、資産運用で直面する通常の「リスク」です。ここで、長期的な運用目標が、どのような経路で達成されてもかまわないのなら、短期的なリスクを考慮する必要もないでしょう。

しかし現実には、「長期的なリスク」としては許容できる資産価格変動であっても、①年金基金の破綻、②追加的掛金負担の急増による母体企業のキャッシュ・フロー不足、③退職給付会計を通じた母体企業の企業価値減少など、「短期的なリスク」も考慮すべきです。ただし、短期的リスクを重視するあまり、長期的な運用が困難にならないよう注意する必要があります。

許容リスクを設定した後、政策アセット・ミックスの候補を選定します。それには前述の様々なアプローチが利用できます。アプローチや前提条件の違いにより、結論である最適ポートフォリオも異なるはずですが、例えば、アセットオンリー・アプローチとサープラス・フレームワークとでは、インプットが同じでも、有効フロンティアは異なります。

また、候補ポートフォリオは、各アプローチでの最適ポートフォリオである必要もないでしょう。なぜなら、第1回で紹介した通り、最適ポートフォリオはある一定の前提条件の下での最適解である（インプット数値を変えれば、最適資産配分も大きく異なる）からです。

ここで重要なことは、“どのアプローチが最も政策アセット・ミックスの構築に相応しいか”ではなく、“あるアプローチでの最適資産配分は、別のアプローチや前提条件を変えた場合にどのようになるか”を注意深く検討することです。検討には、シナリオ分析やシミュレーション、ストレステストなどが効果的でしょう。最終的には、①許容可能なリスク量、②候補ポートフォリオ、③現在のポートフォリオの3つを比較し、リバランス・コストも考慮して決定します。

政策アセットミックスの決定には、何らかの理論的アプローチを利用して、統一的に分析可能であるように思われますが、これまで紹介したとおり、各アプローチには長所・短所が存在し、どれが優位であるとも判断し得ないため、“正解”といえる方法が存在しないのが本当の姿です。そのため年金資産運用には、確固としたポリシーが要求されます。また、コストや労力を費やして構築した政策アセット・ミックスであっても、モニタリングやリバランスの方法を確立しておかなければ、その価値は半減してしまうでしょう。