

物価・賃金ヘッジのための最適資産配分試論 — 一時系列構造と非正規性を考慮した下方部分積率最小化 —

白 杵 政 治

目 次

- | | |
|-------------------------|-------------------------------|
| 1. はじめに一運用目標としての物価と賃金 | 4. 分析結果—リスク・相関係数の変化と最適ポートフォリオ |
| 2. 年金の政策資産配分—先行研究と本稿の特徴 | 5. まとめ |
| 3. リサーチ・デザイン | |

本稿では物価・賃金上昇率 ($+\alpha$) の目標リターンを持つ年金基金を想定し、資産リターンの時系列構造と非正規性を考慮しつつ、下方部分積率 (LPM: Lower Partial Moment: 以下、LPM) を最小化する資産配分を検証した。2次の積率を最小化すると、ほとんどの場合に国内債券への配分が過半となった。投資年限が長くなるほど、LPMの次数を1次、0次に下げるほど、株式への配分が増加した。ただし、それが大半となるのは0次のLPMを最小化した場合だけであった。なお、本研究ノートは本文と補論で構成されている。

1. はじめに一運用目標としての物価と賃金

年金制度の資産運用の主要な目標として、賃金上昇率と物価上昇率がある。言うまでもなく、この二つが給付債務を増減させるからである。企業年金の給付額は最終給与（または平均給与）に勤続年数ごとの支給乗率を乗じて決定され、その後は物価上昇率によって改定されることが多い。確定拠出型年金など個人単位の年金でも、掛け金の購買力を維持するためには物価上昇率以上の収益率が運用目標となる。また、公的年金給付も賃金

や物価に連動する。実際に、年金積立金管理運用独立行政法人 (GPIF) の2014年11月の基本ポートフォリオの改定において、厚生労働省は「名目賃金上昇率からの下振れリスクが全額国内債券運用の場合を超えないこと」を運用目標とした。また、支給開始時点以降の年金額は、物価にスライドする (注1)。

学術面でも近年、物価や賃金を目標としながら、長期の投資年限 (investment horizon) におけるリターンの時系列構造を考慮する資産配分の研究が発展し、それが北米など海外の実務に取り入れられつつある。本稿ではそれらの成果を踏まえ、



白杵 政治 (うすき まさはる)

名古屋市立大学大学院経済学研究科教授。1958年生まれ。81年東京大学卒業。日本長期信用銀行、長銀総合研究所、ニッセイ基礎研究所を経て11年より現職。商学博士。