

## 賃金に連動する公的年金に上乗せされる確定拠出年金の最適資産配分について

### Optimal Asset Allocation in Defined Contribution Plan on Top of Wage Indexed Public Pension Benefit

#### <要約>

本稿では公的年金（厚生年金）の上乗せとして私的年金（確定拠出年金）に賃金の一定割合の掛け金を拠出する場合に、引退時点（65歳）の老後準備（総準備額）の分布に資産配分がどのような影響を与えるかをブートストラップ法によって明らかにした。その結果、第1に引退時期までに徐々に株式の割合を減らす戦略（グライドパス型）と金額加重平均の配分割合を一致させた配分を固定する戦略との間に、分布の差はほとんどなかった。第2に私的年金資産だけでは株式への配分が12%で効用が最大となる保守的な投資家であっても、所得代替率50%の公的年金と合計で期待効用を最大化する場合には、株式への配分が42~54%に上昇した。これは①賃金に連動する公的年金資産のリスクが小さいこと、②債券よりも株式の方が賃金との相関が低く、リスク分散効果が大きいこと、による。また、公的年金の所得代替率が高いほど、私的年金の掛け金率が低いほど、確定拠出年金では株式への配分を増加させるべきである。第3に総所得代替率を目標にした場合には、総準備額を目標とする場合に比して、株式から賃金との相関の高い債券に配分を振り替える戦略が有利になる。ただし、引退後の実質的な購買力を維持する上では、所得代替率よりも総準備額を優先するべきである。

キーワード；最適資産配分 確定拠出年金 所得代替率 ブートストラップ法

（なお、本稿は『年金と経済』2015年秋号に掲載される論文のダイジェストである。発行者である年金シニアプラン総合研究機構に謝意を表す）。

.....

#### 1. はじめに—確定拠出年金におけるデフォルト商品の重要性

加入者が運用商品を選択し、その結果について自ら責任を負う個人指図型の年金が世界的に広がっている。注目されているのは、運用商品の選択など加入者の意思決定についても、運営主体がより積極的に関与すべきだという議論が強くなっていることである。背景には20年以上の経験から、合理的とは言えない加入者の行動が明らかにされたことがある。例えば米国の401(k)プランではと、①税制メリットにもかかわらず制度に加入しない、②運用商品を自分で選択できず、いわゆるデフォルト商品(本人が選択をしなかった場合に自動的に購入される商品)を購入する、③手数料に関心を払っていない、④過去の短期的な運用実績に影響され、長期的な将来への視点を欠く、などが指摘されている<sup>1</sup>。加入者の限定合理性(bounded rationality)を説明するのが「行動経済学（行動ファイナンス）」の理論であり、近年ではその研究成果が政策に取り入れられ、制度加入や商品選択の自動化あるいはデフォルト化が進みつつある。2006年の米国年金保護法(Pension Protection Act)は、本人が反対の意思表示をしない限り、自動的に加入し、一定の掛け金を拠出させる仕組みを合

<sup>1</sup> これらの経緯のより詳細な説明については、例えば臼杵(2012)を参照されたい。