

機関番号：12703

研究種目：若手研究（B）

研究期間：2008～2010

課題番号：20730179

研究課題名（和文） 資産選択における意思決定と積立方式年金制度の持続可能性

研究課題名（英文） Asset Allocation Decisions for Public Pension Systems: Theory and Practice

研究代表者

ウェイド・ファウ（Wade D. Pfau）

政策研究大学院大学・政策研究科・准教授

研究者番号：00377128

研究成果の概要（和文）：本研究プロジェクトでは、年金基金の資産配分問題、及び関連する退職計画の問題に関する研究論文を多数刊行した。本研究の本質的なテーマは「目標ベースの投資」であり、年金基金について長期間に亘る富の積み立てと引き出しの力学を焦点に研究する。新興市場国での年金基金の海外分散投資の役割や、退職日が近づくにつれて株式投資を減らしていくライフサイクル資産配分戦略の役割、またそうした研究などに用いる仮説に関連する実際の労働者の特徴、退職後の効果的な引き出し戦略など、重要な課題について考察した。

研究成果の概要（英文）：This research project resulted in a number of published research papers about asset allocation issues for pension funds, and related retirement planning issues. An underlying theme for the research is “goals-based investing” in which pension funds focus on the dynamics of wealth accumulation and withdrawals over long periods of time. The research considered important issues such as the role of international diversification for pension funds in emerging market countries, the role of lifecycle asset allocation strategies that reduce investments in stocks as the retirement date approaches, the characteristics of real-life workers that are relevant to the assumptions used in such studies, and effective withdrawal strategies during the retirement period.

交付決定額

（金額単位：円）

	直接経費	間接経費	合計
2008年度	1,500,000	450,000	1,950,000
2009年度	900,000	270,000	1,170,000
2010年度	800,000	240,000	1,040,000
年度			
年度			
総計	3,200,000	960,000	4,160,000

研究分野：Public Policy and Finance

科研費の分科・細目：経済学・経済政策

キーワード：Asset allocation, defined-contribution pensions, international diversification, retirement planning

1. 研究開始当初の背景

急速な高齢化を受け、現在、貧富を問わず

多くの国で、自国の持続性を高めるため、公的年金制度の高度な資金調達への取り組み

が強化されつつある中、このような研究は欠くことのできないものである (Holzmann and Hinz (2005))。

年金資金が提供されると、その資産配分は最も重要な問題となる。複利による年金基金の資産成長率は、望ましい利益水準を拠出するために必要となる年金拠出金の水準を表すうえで大きな意義を持つ。標準的な資産選択論では、海外分散投資の根本的正当性を説明している。投資家は、潜在的資産のプールを広げることで利益増加の可能性を高める一方、相関関係が薄い補完的資産を複数選択することによりリスクを減ずることもできる。それでもなお、多くの国では年金基金の投資先を厳しく制限する規制が存在し、場合によっては、国外の資産を完全に排除する例さえある。経済協力開発機構ではこれらの規制を丹念に文書化している (2007)。

しかし、変化は徐々に進んでいる。本研究プロジェクトの発想は、2007年3月に香港で開催された会議で、私と同じセッションに出席していたタイの政府年金基金 (GPF) の事務次長と話し合いを持ったことから生まれた。数年前、GPF は国際的投資の許可を得、現在、リターンの向上のために海外分散投資の拡大に力を注いでいる。

依然として年金基金が国際資産を所有することを禁じている国のひとつに、パキスタンがある。私は、年金基金による外国資産への分散投資を拡大する動きが、その国の年金制度にとって利益を拡大すると同時に、リスクを減ずるうえで重要な役割を果たすことを判明させた。パキスタンの主要な公的年金制度は、実際は持続可能的ではないのであるが、予測される財源不足分との差額の大半は、海外分散投資によって得られるであろう既存資産の追加のリターンで実際に埋め合わせることができることも判明させた。本プロ

ジェクトにおける私の仮説は、海外分散投資によって世界中の何百万人もの現在及び将来の年金受給者の生活を改善することができるというものである。しかし、なぜ海外分散投資を完全に禁止する国があるのだろうか。この問題は、研究上重視するに値する。

2. 研究の目的

本研究の目的は、三つの疑問に対する答えを見つけることである。まず、データが入手可能な 50 の先進市場国及び新興市場国で、経済理論は年金基金に最適な資産配分として何を提案できるか。特に、海外資産が最適なポートフォリオの中でどのような役割を果たすべきか。次に、各国間の結果の違いを説明するうえで、どのような傾向 (経済発展の水準、為替相場制の選択・非選択、株式市場のボラティリティなど) が見受けられるか。最後に、現行の資産配分 (海外資産への投資を制限する規制など) が、標準的経済理論上最適とされるものと、時に乖離していることについて合理的な説明があるのか、である。

3. 研究の方法

研究方法は、収集、予測、一般化、比較、検証の5つに要約できる。まずプロジェクトのためにデータと背景情報を収集する。次に過去のデータを用いて、50の国の年金基金について最適な資産配分を推測する。そして多様な代替シナリオの結果を一般化して、より確かな見解を得る。さらに国ごとの推察を比較し、国ごとのどのような特徴が各々最適な資産配分の解明に資するかについて考察する。最後に、国際分散投資に踏み出す国とそれを禁ずる国があることについて実際上の理由があるのかどうか、「ホームバイアス」を十分考慮したうえで調査結果の有効性を検証する。

4. 研究成果

本研究は、下記のとおり、掲載審査を有する著名な国際学術誌及び専門誌に多数掲載された。このことは、退職後の計画においてより目標ベースの成果を追求する私の研究の端緒である。

本研究プロジェクトの一部として著した最後の論文「Safe Savings Rates: A New Approach to Retirement Planning over the Lifecycle (安全な貯蓄率: ライフサイクルを通じた退職後の計画への新しいアプローチ)」は多くの注目を集め、将来の研究へとつながる重要な道を切り拓いた。Journal of Financial Planningの編集者 Lance Ritchlin氏は本論文について、同誌の2011年5月号で次のように述べている。

「いかなる論文もそれを画期的であると予測することは危険なことだ。確かに言えるのは、今号のJournal of Financial Planningに、私達が強く待ち望んでいた論文が掲載されているということだ。それはWade Pfau博士による「Safe Savings Rates: A New Approach to Retirement Planning over the Life Cycle」である。(中略) Pfau氏のこの着想は実に示唆に富むものである。退職後の安全な引き出し率に関する最近の研究の多くとは異なり、彼は資産の積み立て段階と取り崩し段階をひとつの全体として扱うシステムを提唱している。」

他の引用記事は下記のとおりである。

1. Moisand, Dan. "A 'Safe' Retirement Savings Rate." Financial Advisor, March 15, 2011.
2. Salmon, Felix. "The Steady-Savings Retirement Plan." Reuters.com blog, February 21, 2011.
3. Farrell, Chris. "No Rest for Retirees." Bloomberg BusinessWeek, December 17, 2010.
4. Paris, Angele Spiteri. "Pension Funds: Breaking New Ground." Funds

Europe, April 2010.

5. Hua, Thao. "Global Recession Hinders Reforms: Emerging Market Pension Funds' Efforts to Diversify Put on Hold." Pensions & Investments, April 20, 2009.

5. 主な発表論文等

(研究代表者、研究分担者及び連携研究者には下線)

[雑誌論文] (計13件)

1. Pfau, W. D., "Emerging Market Pension Funds and International Diversification," Journal of Developing Areas. Vol. 45, No. 1 (Fall 2011), forthcoming.
2. Pfau, W. D. "Safe Savings Rates: A New Approach to Retirement Planning over the Lifecycle." Journal of Financial Planning. Vol. 24, No. 5 (May 2011), 42-50.
3. Pfau, W. D., "The Portfolio Size Effect and Lifecycle Asset Allocation Funds: A Different Perspective." Journal of Portfolio Management. Vol. 37, No. 3 (Spring 2011), forthcoming.
4. Pfau, W. D., "An Optimizing Framework for the Glide Paths of Lifecycle Asset Allocation Funds." Applied Economic Letters. Vol. 18, No. 1 (2011), 55-58.
5. Pfau, W. D., "An International Perspective on Safe Withdrawal Rates from Retirement Savings: The Demise of the 4 Percent Rule?" Journal of Financial Planning. Vol. 23, No. 12 (December 2010), 52-61.
6. Pfau, W. D., "Lifecycle Funds and Wealth Accumulation for Retirement: Evidence for a More Conservative Asset Allocation as Retirement Approaches," Financial Services Review. Vol. 19, No. 1 (Spring 2010), 59-74.
7. Pfau, W. D., "What Will the Likely Range of My Wealth Be?: A Comment," Financial Analysts Journal. Vol. 66, No. 3 (May/June 2010), p. 10, 12.
8. Pfau, W. D., "The Role of

International Diversification in Public Pension Systems: The Case of Pakistan,” Economic Issues. Vol. 14, Part 2 (September 2009), p. 81-105.

9. Giang, L. T., and W. D. Pfau. “Demographic Changes and the Long-Term Pension Finances in Vietnam: A Stochastic Actuarial Assessment,” Journal of Population Ageing. Vol. 1, No. 2-4 (July 2009), p. 125-151.
10. Pfau, W. D., “How Representative are Representative Workers? An Assessment of the Hypothetical Workers Commonly Used in Social Security Studies,” Journal of Income Distribution. Vol. 18, No. 2 (June 2009), p. 92-117.
11. Giang, L. T., and W. D. Pfau. “Aging, Poverty, and the Role of Social Pensions in Vietnam,” Development and Change. Vol. 40, No. 2 (March 2009), p. 333-360.
12. Pfau, W. D., and V. Atisophon, “The Impact of the National Pension Fund on the Suitability of Elderly Pensions in Thailand,” Asian Economic Journal. Vol. 23, No. 1 (March 2009), p. 41-63.
13. Khasanbaev, A., and W. D. Pfau, “The Funded Pension Scheme in Uzbekistan: An Analysis,” Sophia International Review. Vol. 31, No. 1 (March 2009), p. 75-92.

[学会発表] (計 8 件)

1. Meng, C., and W. D. Pfau, “The Role of Pension Funds in Capital Market Development.” Ninth International Conference of the Japan Economic Policy Association, Tokyo, Japan, November 2010.
2. Kumara, A. S., and W. D. Pfau, “Reforming Pension Funds in Sri Lanka: International Diversification and the Employees’ Provident Fund.” Ninth International Conference of the Japan Economic Policy Association, Tokyo, Japan, November 2010.
3. Pfau, Wade D., and Vararat Atisophon, “The Impact of the National Pension Fund on the Suitability of Elderly

Pensions in Thailand,” Presentation at the 8th Biennial Pacific Rim Conference of the Western Economic Association International, Kyoto, Japan, March 2009.

4. Pfau, Wade D., “The Role of International Diversification in Public Pension Systems: The Case of Pakistan” Presentation at the Seventh International Conference of the Japan Economic Policy Association, Kyoto, Japan, December 2008.
5. Giang, Long Thanh, and Wade D. Pfau, “The Vulnerability of Vietnamese Elderly to Poverty: Determinants and Policy Implications,” Presentation at the 11th International Convention of the East Asian Economic Association, Manila, Philippines, November 2008.
6. Giang, Thanh Long, and Wade D. Pfau, “Demographic Changes and Pension Scheme Finances in Vietnam: A Long-Term Stochastic Actuarial Assessment,” Presentation at the 30th International Conference of Association for Research on Income and Wealth, Slovenia, August 2008.
7. Giang, Thanh Long, and Wade D. Pfau, “Demographic Changes and Pension Scheme Finances in Vietnam: A Long-Term Stochastic Actuarial Assessment,” Presentation at the Fourth VDF-Tokyo Conference of the Development of Vietnam, Tokyo, Japan, August 2008.
8. Pfau, Wade D., “Emerging Market Pension Funds and International Diversification,” Presentation at the Western Economic Association International 83rd Annual Conference, Waikiki, Hawaii, July 2008.

[その他]

ホームページ等

<http://www3.grips.ac.jp/~wpfau/research.html>

6. 研究組織

(1) 研究代表者

ウェイド・ファウ (Wade D. Pfau)

政策研究大学院大学・政策研究科・准教授

研究者番号：00377128

(2)研究分担者
()

研究者番号：

(3)連携研究者
()

研究者番号：