論文要旨

加藤康之、『テクニカル詳細　高齢化時代の資産運用手法　キャッシュフロー管理と機能的アプローチ』、一灯舎、2015 年、303 ページ。

団塊世代の大量退職が始まり、多くの退職者が資産運用によって生活の糧を得る時代が到来している。資産運用に対する退職者のニーズや手法は、増やすことが目的の現役世代とは異なり、多様であり機能的である。それは、保有資産や家族状況など退職者個人によって置かれている状況が大きく異なり、また、多くの場合キャッシュフローがマイナスであり資産が減少する中での資産運用だからである。本書は退職者に資産運用サービスを提供する人たちを念頭に資産運用手法を論じたものである。

第 1，2 章は導入部であり、退職者の生涯のキャッシュフローを明らかにし、そのリスクとして、年金制度、インフレ、長寿という 3 つの不確実性を指摘している。

第 3～ 7 章は、本書の中核部分であり、退職者を意識した様々なポートフォリオ構築手法を提案、検証している。まず、投資家が一般的に資産運用に求める機能を、成長機能、インフレヘッジ機能、インカム機能に 3 分類し、それぞれの機能を代表するインデックスポートフォリオを、ETF 市場を利用したマルチアセットクラスポートフォリオとして構築する。この機能という考え方は、もともとマートン（1995）が金融の機能的アプローチとして金融全般に対し 6 つの機能に分類したものであるが、ここでは金融を資産運用に絞った上で機能的アプローチとして提案したものである。最終的なポートフォリオはこの 3 つの機能ポートフォリオを各個人の特性に応じて適切な比率で組合せることにより構築できる。ここでは、OR の分野で使われている AHP（階層分析法）を使うことを提案している。資産運用で最も一般的な平均分散法を使わず AHP を使う理由は、多様化した退職者のニーズのもとではリスク許容度という一つの指標で決めるという平均分散法では対応できないためである。AHP では複数の指標を意思決定プロセスの中に反映させることが出来る。次に、各機能ポートフォリオのリスク低減のためにリスクベースポートフォリオの構築手法をその方法論によって、最適化、リスク配分、ヒューリスティックに 3 分類した上で、それらの評価を具体的なシミュレーションとともに示している。特に下方リスクに注目した上で、テールリスクに結びつきやすい集中度リスクをジニ係数により評価している。さらに、経済のグローバル化とともに、資産間の相関が高まる中、各資産に共通して内在するリスクファクターに着目したより精緻なリスク低減方法の考え方を示した上で、その効果を 2 つの方法で検証している。また、リターンを低コストで向上させるために CAPM が示す市場ベータ以外のリスクプレミアムにも着目したスマートベータの考え方とその背景について解説し、2014 年に GPIF が採用したスマートベータ戦略も分析している。

第 8～10 章はマイナスのキャッシュフローを持つ退職者にとって重要になるキャッシュフロー管理について解説したものである。キャッシュフロー管理では、新規投資のタイミング、リバランス（資産配分の修正）、資産引出しの 3 つが重要である。新規投資のタイミングではドルコスト平均法の効果を、リバランスでは定期的リバランスと乖離幅リバランスを過去シミュレーションにより検証している。また、資金引出しでは過去シミュレーションとモンテカルロシミュレーション分析により、資産枯渇リスクに関する引出し率とインフレの影響を枯渇確率として評価している。なお、引出し方法として、定額法、定率法、パフォーマンスリンク法を評価した上で、ターゲットデート型の高い効果（低い枯渇確率）を示している。

以上