

解題

証券アナリストジャーナル編集委員会

第三小委員会委員 野村 亜紀子 CMA

日本の私的年金制度においては、2001年の確定給付企業年金法および確定拠出年金法の制定以降、確定給付型年金 (DB) から確定拠出年金 (DC) へのシフトが観察される。その傾向は加入者数の推移に端的に表れている。DB加入者数が2000年度末の2,120万人から2022年度末には924万人に減少した一方、DC加入者数は、2022年度末時点で企業型DCが805万人、個人型DC (iDeCo) が290万人だった。

DB、DCそれぞれの制度内容も変化してきた。DBにおいては、2000年代の厳しい運用環境の下で、運用リスクと積立不足の抑制に対する母体企業のニーズが強まった経緯がある。例えば、キャッシュ・バランス・プランに加えて、一定の条件下で給付減額が行われるリスク分担型企業年金が導入されたことにも、企業のリスク抑制を重視する考え方が端的に表れていたといえる。また、DCへのシフトに付随して、現役加入者がDCに移されて受給権者のみが残る閉鎖型DBもみられるようになった。

DCにおいては、企業型DCの導入が進むと同時に、2017年の加入対象拡大を契機に、iDeCo加入者が着実に増加している。私的年金としての存在感を増す一方、DCの運用は、長年にわたり元本確保型商品 (預貯金と利率保証型保険) が資産

の半分以上を超える状況が続き、加入者による長期分散投資の実践が必ずしも容易ではないことが指摘されてきた。近年は投資信託等の比率が上昇し、2023年3月時点でDC資産全体の61%に達しているものの、元本確保型のみで運用する加入者等が依然として企業型DCの27%に上るなど、課題解消には及んでいないという見方も根強い。また、長寿化が進む中、私的年金においていかに長寿リスク対応を行うのかという課題も浮上しつつある。

従来、年金基金は主要なアセットオーナーの一つであり、資産運用の高度化、リスクマネーの供給といった観点からも重要な存在として認知されてきた。年金基金は個人に比べ資産規模が大きく、長期投資の観点で専門性の高い運用者を雇用し、イノベーティブな運用手法や新たなアセットクラスに挑戦することができる。長期リターン獲得を目指す投資行動が企業の持続的成長につながり、年金基金も成長の果実を享受するという好循環への期待である。ただ、これは主にDBを念頭に置いた見方であり、DCへのシフトの影響はどう考えるのかという問いが浮上する。また、DBが基本的にはリスク・リターン追求に前向きであるという前提が、全体感として維持されているのかという論点もある。

本特集では、このような素朴な疑問を念頭に、私的年金制度の変容が年金運用にどのような影響を及ぼし得るのかについて、識者の論考を得た。

石田論文「社会と年金資産運用—リスクマネー供給機能を促す制度とは—」は、冒頭、企業年金の資産運用が、企業ひいては経済の成長を支えることについて社会的な期待は大きい、企業年金自身は持続的成長にも高い投資リターンにも興味がないようにみえると指摘する。その上で、機能構造ファイナンス (FSF) のアプローチに基づき、金融の機能のうちリスクマネー供給機能に焦点を当て、年金をめぐる制度の問題を分析している。FSFによれば、社会が必要とする機能が衰えたとき、機能不全を解消する方向で制度が内生的に変化する。リスクマネー供給機能が十分に果たされていない場合、競争阻害的な慣行や過剰な規制により内生的変化が妨げられている可能性がある。

筆者は、企業年金に加えて、ベンチャーキャピタル、パイアウト、株式アクティブ運用というスチュワードシップ活動の担い手の役割を、投資対象企業の成長段階ごとに整理する。そして、アセットオーナーが新興運用者を起用し、いわば新興運用者に対するベンチャーキャピタルのような役割を果たすようになると、リスクマネー供給が増加すると指摘する。他方、日本の企業年金のリスク回避傾向の要因を的確に説明するのは難しい。筆者は、現在は厚生労働省への業務報告にとどまる企業年金の運用成績と、そのランキングを開示すれば、「運用しない運用」がおかしいことに対する気づきが生じ、企業年金間で優れた運用者の獲得競争が始まると提言する。

木須・金親・高田論文「企業年金の資産運用における低流動性資産の投資比率」は、成熟度（給

付額÷掛金額）の高いDBが、流動性の低いオルタナティブ資産に投資することをどの程度期待してよいのかという質問に対し、定量的な分析を提示している。日本のDBは、加入者・受給者の高齢化や閉鎖型への移行を背景に、成熟度が上昇する傾向にある。一般に、DBの成熟度が高まるとキャッシュアウトへの対応の必要性が増すため、しばしばロックアップ期間など流動性制約を伴うオルタナティブ資産は、利用しづらくなる可能性がある。他方、野村フィデューシャリー・リサーチ&コンサルティング (NFRC) のアンケート調査によれば、安定的なインカム収益獲得への期待などから、DB運用におけるオルタナティブ資産に対するニーズは高い。このような状況を踏まえ、筆者たちは、DBの成熟度に合わせた最適資産配分を算出することにより、オルタナティブ資産活用の可能性を提示している。

具体的には、既存の平均分散法に低流動性ペナルティを組み込んだモデルを用いて、資産配分を最適化する。パラメーターとしては、NFRCが算出した、各アセットクラスの期待リターン、リスク、相関係数等を使用している。成熟度が低いDB、成熟度が高いDB、閉鎖型のDBの3タイプに分けて低流動性回避度を設定して算出した結果は、通常の市場環境であれば、成熟度が高いDBで3割程度、閉鎖型DBでも2割程度のオルタナティブ資産比率を設定することが可能というものだった。これは企業年金連合会の調査による、DBの非流動的オルタナティブ資産への配分比率平均5.38%に比べて相当程度高く、多くのDBにおいてオルタナティブ資産への追加的な投資を考慮する余地があることを示唆している。

日本に先駆けてDBからDCへの移行が進む米国の状況をみたのが、バナー・リー・瀧川論文「米

国の退職年金制度におけるターゲット・デート・ファンドの役割—分散型ポートフォリオが確定拠出年金加入者にソリューションを提供—である。同論文では、401(k)プランをはじめとする米国DCと、その運用で存在感を増しているターゲット・デート・ファンド (TDF) について、近年の変化、現状と今後の展望を示している。

日本と同様に米国のDCにおいては加入者自身が投資対象を選択するが、DCの普及とともにその投資行動が必ずしも合理的でないことが課題として浮上した。その点、加入者が自分の退職予定年に近いTDFに投資すれば、ライフサイクルに基づく資産配分を専門家に一任することができる。TDFの台頭は、DC運用の判断が個人任せだった時代からの重要な転機となった。2006年の年金保護法と労働省規則により、TDFがDCの適格デフォルト商品 (QDIA) として特定されたことが、TDFの普及に拍車をかけた。

筆者たちは、先行研究および自社データに基づき、TDFの利用拡大が、年齢に応じた資産配分の実行、適切な分散投資、短期的な市場変動に対する感情的な行動の抑制、につながっていると指摘する。例えば、401(k)プランでTDFを保有する20歳代の加入者の株式配分比率が86.6%だったのに対し、保有しない同年代加入者のそれは56.4%にとどまった。また、2020年や2022年の不安定な市場環境下において、TDF保有加入者のほとんどが投資の変更を行わなかった。

TDFの今ひとつの重要なメリットは、単独の運用商品の形では提供困難な資産クラスを含む、広範なポートフォリオの構築が可能な点である。例えば、インフレーションは退職資産形成に多大な影響を及ぼすが、TDFではTIPS、コモディティ、天然資源株式、REIT等のインフレ連動資産への配分が可能である。筆者たちはDCプラン運用の

今後の展開として、加入者をTDFから引退後のペイアウトオプションに移行させるソリューションや、退職資産形成にとどまらず、従業員の経済的なウェルネス全体を支援する包括的なソリューションへの展開などに言及している。

私的年金と長寿リスクについて、高岡論文「長寿リスクにおけるDC運用の重要性と課題」では、長寿リスクを退職後の資産枯渇ではなく「退職後に生じる生活水準の低下」と定義し、生活水準低下の発生確率と、生活水準低下の割合の2軸で長寿リスクの特徴を捉える。そして、長寿リスクへの対策を、長寿リスクの大きさを軽減する効果が期待できるものと、そのような効果は小さく長寿リスクの特性を変えるのにとどまるものに分けて議論を進めている。

一般に、長寿リスクの対応策としては終身年金という選択肢が存在する。また、公的年金は終身給付を保証するが、受給開始のタイミングを繰り下げるほど（最長75歳まで）受給額が増加するという仕組みになっているため、受給の繰り下げも一つの対応策となり得る。高岡論文では、①75歳まで公的年金を繰り下げ受給すると退職前の生活水準を維持可能、②保有資産は公的年金受給開始までのつなぎ役、という65歳单身男性をモデルに、長寿リスクの大きさと長寿リスク発生確率の2軸で分析し、発生確率を下げるには生活水準の低下が避けられないこと、長寿リスクの大小を決定づける最大のファクターは保有資産によるところが大きいことを指摘する。

換言すれば、現役時代からの資産形成の意思決定、DCやNISAといった制度の利用が重要であり、筆者は、長寿リスクは退職金の受け取り後に考えればよいといった誤解を避けることが重要であると強調する。拠出額や運用方法の適切性を自ら判

断するセルフコントロール力、すなわち金融リテラシーの向上が必要であり、個人の関心喚起のためにも、実生活と比較可能な生涯所得と客観的な生存確率の明示が有用と指摘する。

岸田文雄政権においては、2023年6月閣議決定の「経済財政運営と改革の基本方針2023」および「新しい資本主義のグランドデザイン及び実行計画2023改訂版」に基づき、「資産運用立国」の実現に向けた議論が進められてきた。その過程では、アセットオーナーは多様であり、何が適切な資産運用であるかは一般化できないこと等が改めて確認された感があるが、副次的であっても、年金基金から運用会社へのマンデートが資産運用の高度化につながれば、それが年金基金にとっても望ましい好循環を生むことは事実であろう。石田論文では、この好循環への入口を設ける観点から、DB運用実績およびランキングの公表が重要と指摘された。木須・金親・高田論文では、成熟度の高まりという制約条件の下であっても、一定程度のオルタナティブ投資が十分追求可能であることが示された。

加入者自身が運用の選択権を有するDCは、一見、DBと同じ経路で資産運用の発展に影響を及ぼすことは難しそうに思える。しかしながら、バナージ・リー・瀧川論文によれば、米国DCプランにおいてはデフォルト・ファンドへの集約が進み、当該デフォルト・ファンドとして主にTDFが設定され、その運用内容は、新たな資産クラスの取り込みも含めたイノベーションの追求が進んでいる模様である。これがDCデフォルト・ファンドを通じた資産運用の高度化という構図を示唆するのか、興味深い。高岡論文では、長寿リスクを減らしたければ、現役時代からの資産形成拡充という基本に戻るべきことが指摘された。議論をDCに限定する必然性はなく、私的年金による長寿リスク対応という問題設定のあり方について考えさせられる。

時代の要請に応じた年金制度の変容は今後も続くであろう。一方で、年金制度において、資産運用が重要な役割を果たすことは変わらない。変化の影響を受けつつ最適な資産運用を目指すことは、終わりのない取り組みといえる。本特集が、その際の一助となれば幸いである。