

三菱 UFJ 年金情報

Mitsubishi UFJ Pension Report

企業年金関係者のための月刊総合情報誌

2017年3月号

《目次》

《DC法等の改正の概要について その5》 第1回 DCの運用に関する専門委員会の開催について	… 1
《企業年金の半世紀を振り返る その12（最終回）》 企業年金に残された課題と今後の方向性	… 10
《資産／リスクの配分 その6》 等金額ウエイトアプローチ ②	… 15
《アドリブ経済時評》 新生児に寄せて思うこと	… 20

本誌およびバックナンバーは弊社ホームページにて掲載しております。

弊社ホームページアドレス：<http://www.tr.mufg.jp/houjin/jutaku/nenkin.html>

DC法等の改正の概要について その5

第1回 DCの運用に関する専門委員会の開催について

平成 28 年 6 月 3 日に、「確定拠出年金法等の一部を改正する法律（以下、DC等改正法）」が公布されましたが、この中でDCの運用改善について法定されており、施行日は公布の日（平成 28 年 6 月 3 日）から 2 年以内で政令で定める日となっています。

DCの運用改善については、社会保障審議会企業年金部会の下に専門委員会を設置してその詳細規定を検討することとされ、今年 2 月 14 日に第 1 回「確定拠出年金の運用に関する専門委員会（以下、専門委員会）」が開催されました。本稿では、当該専門委員会の内容等についてお伝えします。

1. DC 改正法の背景

わが国では平均寿命の延びと少子高齢化の進展により、社会保障費の増大が懸念され、社会保障制度の安定化と国民が安心して生活できる社会保障改革が緊急の課題となっていました。そのため、平成 24 年の「社会保障・税一体改革大綱」閣議決定、平成 25 年の「社会保障制度改革国民会議報告書」の発表を経て、高度成長期に豊富な財政を

背景とした共助を中心とする「1970 年代モデル」の社会保障制度から、超高齢化の進行、非正規労働者の増加等雇用環境の変化等に対応した自助を基本とした「21 世紀（2025 年）モデル」への転換を促し、負担能力に応じて負担し、支え合う仕組みへと大きく変換を図ることとされました（図表 1）。

（図表 1）社会保障制度改革国民会議報告書で示された新たな社会保障制度の考え方

「1970 年代モデル」から「21 世紀（2025 年）モデル」への転換

- ① 自助を基本とし、自助の共同化としての共助（＝社会保障制度）が支え、自助・共助で対応できない場合に公的扶助等の公助が補完する。
- ② 日本の社会保障は、社会保険方式を基本とし、負担能力に応じた全ての人が加入できる仕組み

出所：厚生労働省（2013）「社会保障制度改革国民会議報告書」資料より筆者作成

また、働き方の多様化が進み、個人のライフスタイルに合わせた老後の生活設計を支える仕組みが必要とされる等の企業年金 2 法（DC 法、DB 法）の成立時からの状況

変化等を踏まえ、全体的な見直しを行う時期であるとし、諸外国の制度改正を行う流れを参考に、社会保障審議会企業年金部会より、4 つの課題が示されました（図表 2）。

この中で、現行制度の改善として挙げられた「DC の運用の改善」については、私的年金の推進・拡充を図り、公的年金と相まって国民の高齢期における老後所得保障

の自主的な努力を支援する制度として、事業主が制度を運営しやすくすることと伴に、従業員や個人が主体的に制度に参加する仕組み作りを行うための施策です。

(図表 2) 企業年金制度に関する 4 つの課題

企業年金等の普及・拡大	<ul style="list-style-type: none"> 一般企業向けの取組 (DB・DC 制度間のイコルフットィングの確保等) 中小企業向けの取組 (中小企業の負担を軽減した新たな仕組み)
ニーズ多様化への対応	<ul style="list-style-type: none"> 柔軟で弾力的な制度設計 (DB・DC 両制度の特徴を併用する制度設計等) ライフコースの多様化への対応 (ポータビリティの拡充、個人型 DC の適用範囲拡大等)
ガバナンスの確保	<ul style="list-style-type: none"> 企業年金の運営全般について労使が継続的に関与・監視する仕組み等
その他	<ul style="list-style-type: none"> 現行制度の改善 (<u>個々人のニーズを踏まえ適切な DC 運用資産選択に資する措置等</u>) 公的年金制度や税制等との関係

出所：厚生労働省（2014）「第 7 回社会保障審議会企業年金部会」資料 2 より筆者作成

2. DC の運用の改善に関する改正項目

その後、社会保障審議会企業年金部会で DC の運用の改善についての議論が進められ、①継続投資教育の努力義務化、②運用商品の提供数の上限設定、③運用商品の除外要件の緩和、④運用商品規制の変更、⑤

デフォルト商品規定の法定、⑥デフォルト商品の基準の明確化、の 6 項目があげられました (図表 3)。施行時期は、公布の日 (平成 28 年 6 月 3 日) から 2 年以内で政令で定める日とされています。

(図表 3) DC の運用改善に関する改正項目

改 善 項 目	
① 継続投資教育の努力義務化	④ 運用商品提供規制の変更
② 運用商品の提供数の上限設定	⑤ デフォルト商品規定の法定
③ 運用商品の除外要件の緩和	⑥ デフォルト商品の基準の明確化

出所：官報「確定拠出年金法等の一部を改正する法律 (号外第 123 号)」H28.6.3 公布から筆者作成

3. 加入者の投資知識の向上

加入者の投資教育は、大きく「導入時投資教育」と「継続投資教育」に分けられ、従来は、導入時投資教育は事業主の「努力義務」で、継続投資教育については、「配慮義務」という位置付けでしたが、改正法において継続投資教育についても事業主の「努力義務」に変更となりました(図表4)。このため、事業主は継続投資教育を計画的に実行していく必要があります。

企業年金連合会が公表している「平成27年度決算 確定拠出年金実態調査結果(概要)」によると、継続投資教育の実施率は60.9%で、このうち実施回数が1回の規約(プラン)は34.5%となっており、継続投資教育が必ずしも計画的に実施されている状況とは言えないようです(図表5)。

今回の改正は、今まで以上に加入者に対して継続投資教育を実施し、加入者の資産運用等に関する知識を向上させることにより、加入者が自ら退職後の生活設計や所得確保が図れるように自助の支援を行おうとするものです。

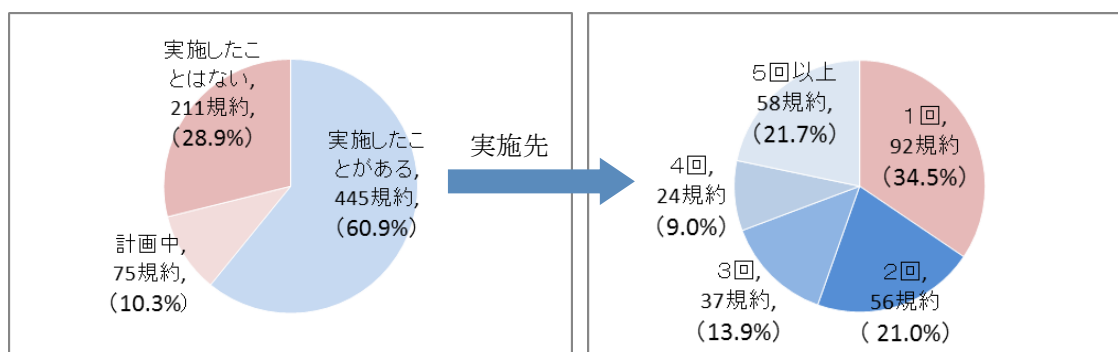
今回の改正は、今まで以上に加入者に対して継続投資教育を実施し、加入者の資産運用等に関する知識を向上させることにより、加入者が自ら退職後の生活設計や所得確保が図れるように自助の支援を行おうとするものです。

(図表4) 加入者の投資教育の変更

実施項目	従来	改正後
・導入時投資教育	「努力義務」	「努力義務」 (変更なし)
・継続投資教育	「配慮義務」	「努力義務」に変更
	基準が不明確	通知等で基準を「明確化」

出所：官報「確定拠出年金法等の一部を改正する法律(号外第123号)」H28.6.3 公布から筆者作成

(図表5) 継続投資教育の実施状況とその回数



出所：企業年金連合会「平成27年度決算 確定拠出年金実態調査結果(概要)」16頁より筆者作成

4. 運用商品の提供数の上限設定

運用商品の提供数について、従来はDC法23条第1項において「少なくとも3本以上を選定し」と規定され、下限は規定され

ていましたが、上限については規定されていませんでした。しかし、商品提供数が多いと加入者が選択に迷い、適切な判断が難

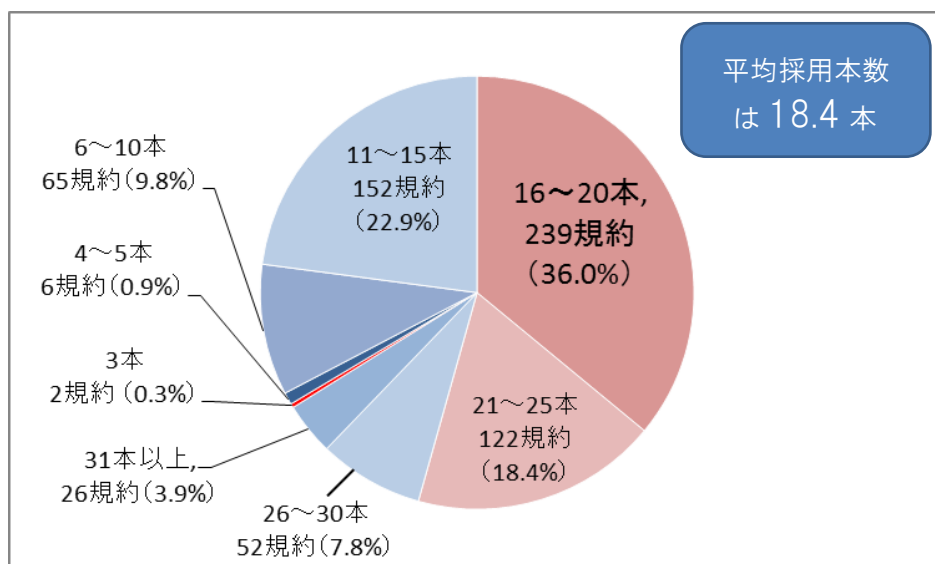
しくなるとの理由から、加入者が商品を選択しやすいように、商品提供数の上限を定めることを規定したものです。行動経済学の知見でも、選択すべき項目数が増えたり（情報過多）、ひとつの項目の中で提示された選択肢数が多過ぎると（選択肢過多）、選択自体が困難となることが示されています。なお、現状の平均採用本数は18.4本となっています（図表6）。

専門委員会では、「商品提供数について一定の範囲を設定するに際して、現在の提供

数や加入者の選好を阻害しない等の観点から踏まえつつ、実際に商品が提供されている現場の状況を十分に勘案して設定する必要がある」ことが示され、具体的な上限数については、今後、当専門委員会で議論して、政令で定められる予定です。

なお、改正法では経過措置が設けられ、附則第5条第3項において、5年間に限り施行日時点の商品数を上限として運営することが可能です。ただし、施行日以降は提示商品から外す必要があります（図表7）。

（図表6）運用商品の採用本数状況



出所：企業年金連合会「平成27年度決算 確定拠出年金実態調査結果（概要）」10頁より筆者作成

（図表7）運用商品の提供数の変更

項目	従来	改正後
提供数の上限	商品数の上限はなし 商品数の下限は3本	商品の上限定を法定 (注) 商品数の上限については別途政令で定める 【経過措置】施行日から5年間に限り、施行日時点の商品数を上限とすることが可能。施行日以降は提示商品から外す。また、施行日前に納付した掛金の運用商品については制限対象外

出所：官報「確定拠出年金法等の一部を改正する法律（号外第123号）」H28.6.3 公布から筆者作成

5. 運用商品の除外要件の緩和

従前は、設定した運用商品を除外するには、当該商品を保有する加入者および運用指図者全員の同意が必要でしたが、これでは実際には商品を除外することが難しく、刻々と変化する経済情勢に沿った機動的な商品の入れ替えが困難でした。そのため、経済環境に応じて機動的に、より柔軟に商品の入れ替えができるように、商品の除外要件の緩和が行われました。改正法では、当該商品を保有する3分の2以上の同意で商品の除外が出来るようになりました。

改正法では新たにDC法26条に第2項が追加され、当該商品の保有者に商品を除外する旨の通知を行ってから3週間以上で規約で定める期間を経過してもなお同意、不同意の意思表示がない場合は同意したものとみなすことができる規定が追加されています。なお、この場合においては当該通知にその旨を記載しなければなりません。また、施行日前に提供された商品については、従前通り全員の同意が必要となります（図表8）。

（図表8）運用商品の除外要件の変更

項目	従来	改正後
商品の除外規定	除外しようとする商品を保有する加入者および運用指図者全員の同意が必要	運用商品選択者の 3分の2以上の同意で可。 除外する旨の通知から3週間以上で規約で定める期間を経過してもなお同意、不同意の意思表示がない場合は同意したものとみなすことができる。この場合においては当該通知にその旨を記載しなければならない。 【経過措置】 施行日前に提供された商品については、従前通り全員の同意が必要

出所：官報「確定拠出年金法等の一部を改正する法律（号外第123号）」H28.6.3公布から筆者作成

6. 運用商品の提供規制の変更

従来はDC法23条第1項において、「少なくとも3本以上を選定し」と「そのうち1本以上は元本が確保される運用の方法として政令で定めるもの」という規定がありました。改正法では商品特性についての規定が加えられ「リスク・リターンが異なる3本以上の運用商品」の提供が義務付けられました。一方、元本確保型の提供義務は削除されました（図表9）。

これは、DCが長期的な資産運用である

ことを踏まえ、長期運用に沿うように、より適切な運用方法（リスク・リターンの異なる商品）を加入者に提供するために設けられた規定です。一方、元本確保型の提供義務については、DCが平成13年に導入されて15年が経過し、導入当時と比べて加入者の知識と経験も向上しており、この規定は廃止しても問題ないとの判断と、DCの運用改善の観点から、より柔軟な商品提供が可能となるよう廃止されたものです。

(図表9) 運用商品の提供規制の変更

項目	従来	改正後
運用商品提供規制	少なくとも3本以上の商品提供義務うち1本は元本確保型であること	リスク・リターン特性の異なる3本以上 の運用商品の提供を義務付け 元本確保型の提供義務付けは廃止 (注) 運用商品の選定基準については、別途政令で定める

出所：官報「確定拠出年金法等の一部を改正する法律（号外第123号）」H28.6.3公布から筆者作成

7. デフォルト商品規定の法定

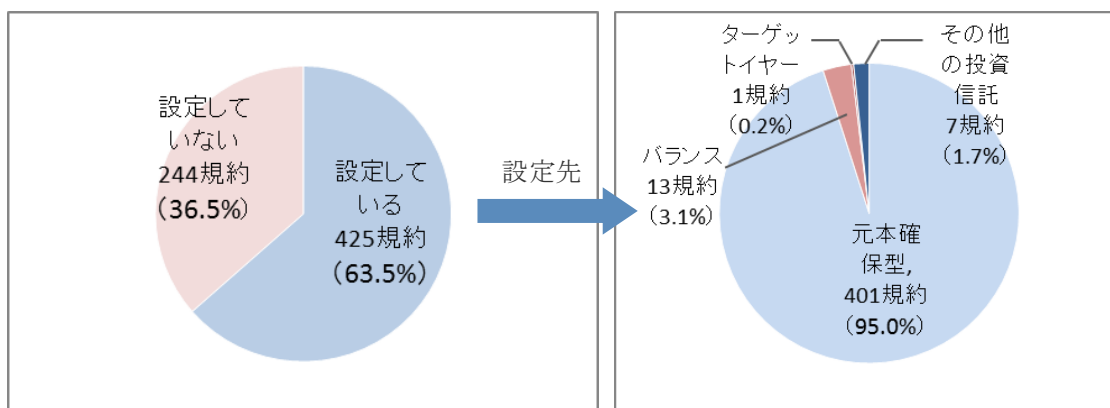
従来は、デフォルト商品の設定については法律上の規定はなく、厚生労働省年金局長通知にて「個人別管理資産の運用の指図を行わない状態を回避する方法として、加入者等から運用の指図が行われるまでの間において運用を行うため、あらかじめ定められた運用方法を企業型年金規約において設定することができる」とされていました。

企業年金連合会の「平成27年度決算 確定拠出年金実態調査結果(概要)」によると、現状でデフォルトファンドを設定している規約は63.5%で、そのうち設定商品は元本確保型が95%を占めています(図表10)。

改正法では法律上に明文化され、今後、

省令等においてデフォルト商品の適用基準等が規定される予定です。デフォルト商品とは、加入者が商品選定を行わなかった場合に自動的に選定される商品のことで、現状でもデフォルト商品の設定は各事業主の任意とされており、改正法においても設定は任意のままです。ただし、デフォルト商品を設定した場合には、今後規定される各規定が適用されることとなり、加入者への周知等が必要となります(図表11)。デフォルト商品の設定については、加入者が自ら商品を選択しない場合でも、加入者のために、加入者に代わり、老後所得保障に資する資産運用の手助けを行うための施策です。

(図表10) デフォルトファンドの設定状況とその商品内訳



出所：企業年金連合会「平成27年度決算 確定拠出年金実態調査結果(概要)」12頁より筆者作成

(図表 11) デフォルト商品規定の法定

項目	従来	改正法
デフォルト商品の規定	法律上の明文化なし (法律上の位置付けや事業主の責務が不明確)	デフォルト商品の設定は任意。ただし、設定した場合は以下の対応が必要。加入者に対して設定した内容(利益見込み、損失可能性、選定理由、その他省令で定める事項等)を周知すること。 (注) デフォルト商品の基準については、別途省令で定める (注) 加入者へのその他情報提供項目等については、別途省令で定める。 加入者が選択を行わない場合 ^{※1} 、デフォルト商品を選択したとみなす旨を通知(選択を行わないまま一定期間が経過した場合 ^{※2} は自動的にデフォルト商品を購入) ※1 最初の掛金納付日から起算して3ヶ月以上で規約で定める期間(特定期間)を経過しても運用指図がない場合 ※2 特定期間を経過した日から2週間以上で規約で定める期間(猶予期間)を経過しても運用指図がない場合

出所：官報「確定拠出年金法等の一部を改正する法律(号外第123号)」H28.6.3 公布から筆者作成

8. デフォルト商品の基準の明確化

デフォルト商品の基準について、従来は明確な規定がありませんでした。そのため、デフォルト商品を設定した場合の基準等について明文化がされました。改正法では、新たにDC法23条の2が追加され、長期運用が前提となることから、デフォルト商品は、「長期的な観点から、物価その他の経済

事情の変動による損失に備え、収益の確保を図るものとして省令で定める基準に適合するものでなければならない」とされました。この具体的な基準については、今後、専門委員会で検討が行われていくこととなります(図表12)。

(図表 12) デフォルト商品の基準の明確化

項目	現行	改正法
デフォルト商品基準	法律上の明文化なし	長期的な観点から、物価その他の経済事情の変動により生ずる損失に備え、収益の確保を図るものとして省令で定める基準に適合するものでなければならない (注) 適合基準については、別途省令で定められる

出所：官報「確定拠出年金法等の一部を改正する法律(号外第123号)」H28.6.3 公布から筆者作成

9. 専門委員会の議論の内容

専門委員会は、社会保障審議会運営規則第8条に則して設置された委員会で、平成28年6月14日に開催された「第18回社会保障審議会企業年金部会」にて承認設置された委員会です。同専門委員会では、DC等改正法の中で、公布の日（平成28年6月3日）から2年以内で政令で定める日となっている「DCの運用の改善」等に関する法律の施行に際して、より専門的な見地から検討を行なうことを目的として設置されたものです。

専門委員会の冒頭において、「国民の老後所得保障については、公的年金を主たる柱としつつ、これに私的年金を組み合わせ

充実を図っていくことが必要であり、加入者に対する保護とともに加入者が主体的に参加できるようにすることが必要」との、当専門委員会の設置の主旨説明がありました。DCの運用の改善を図ることにより、事業主が制度を運用しやすく、従業員や個人が主体的に参加できる仕組み作りを行っていくとするものです。

第1回では、「運用商品提供数の上限」および「指定運用方法（デフォルト商品）の基準」について、今まで企業年金部会で議論されてきた内容の整理が提示され、以下のような論点が示されました。

(図表 13) 運用商品提供数の上限に関する論点

論点の整理
<ul style="list-style-type: none"> ➤ 商品提供数の上限については、現在の提供数や加入者の選好を阻害しないこと等の観点を踏まえつつ、<u>実際に商品が提供されている現場の状況を十分に勘案する必要がある</u> ➤ 加入者が自ら主体的に運用商品の選択を行うようにするため、運用商品の提示はどうあるべきか ➤ 提示する運用商品の本数（上限）のあり方についてはどうあるべきか ➤ 企業型と個人型は性格が異なるものであり共通の考え方で整理してよいのか、分けて検討すべきではないか

出所：第1回「確定拠出年金の運用に関する専門委員会」資料4（H29.2.14）から筆者作成

(図表 14) 指定運用方法（デフォルト商品）の基準に関する論点

論点の整理
<ul style="list-style-type: none"> ➤ 長期的観点から、物価その他の経済事情の変動により生ずる損失に備え、収益の確保を図るためのものとして、どのような指定運用方法のあり方があるか ➤ デフォルト商品の対象として元本確保型商品の取扱いをどうすべきか ➤ デフォルト商品の対象としてリスク性商品を設定した場合の事業主訴訟リスクへの懸念についてどうすべきか

出所：第1回「確定拠出年金の運用に関する専門委員会」資料4（H29.2.14）から筆者作成

(図表 15) 第1回 専門委員会での委員からの意見

委員からの意見

- 商品の提示方法の議論が必要、加入者が商品を選定しやすいような提示の仕方や工夫が必要、ある程度は商品の推奨となるような提示方法があっても良いのではないか
- 運用商品提供数の上限について、企業型と個人型では加入意思が違うため異なった考え方もあり得るのではないか、企業型についてはある程度労使合意の選択に任せてもよい、現場の実情に合った運営が必要ではないか
- 商品の数え方についての定義が必要、ターゲットイヤー型ファンド（またはライフサイクル型ファンド）やバランス型ファンドについては、同じ性格のファンドを年齢やリスク許容度に応じて複数の商品設定（30歳型、40歳型、50歳型または安定運用型・成長運用型・積極運用型）を行うが、これらの商品は1本としてカウントしても良いのではないか、それぞれ1本ずつカウントしてしまうとこれらの商品を採用した場合には、それだけで3本、4本となってしまう
- 商品の除外手続きについては、事業主側の負荷が大きくなるように、実務面を十分に勘案することや、具体的基準や手順等についてはガイドライン等で明示することが必要
- 商品数の設定や商品の除外等については労使合意を大切にすることが必要
- 労使合意についても大事であるがDC法の主旨に沿い、老後所得保障に資する制度としてくことも大事である

出所：第1回「確定拠出年金の運用に関する専門委員会」（H29.2.14）を傍聴して筆者作成

今回の専門委員会では、図表 15 のような様々な意見がありました。今後、引き続き専門委員会で議論が重ねられ、今年の夏頃を目途に、「運用商品提供数の上限」や「指定運用方法の基準」が決められていく予定です。

次回の専門委員会では、図表 13 の論点に挙げられたように、「実際に商品が提供され

ている現場の状況を十分に勘案する必要がある」ため、現在の DC の運営状況について、関係団体等のヒアリングが行われる予定です。

なお、本稿における意見等については筆者の個人的見解であり、所属する組織のものではないことを申し添えます。

年金コンサルティング部 リサーチグループ 菅谷 和宏

企業年金の半世紀を振り返る その12（最終回）

企業年金に残された課題と今後の方向性

本誌では11回にわたり企業年金の歴史を振り返ってきました。最終回は企業年金の今後の方向性について考えてみたいと思います。

私たちの老後の生活を支えるお金は公的年金と企業年金、そして自助努力（個人年金、貯蓄）ですが、最近では各分野で大きな見直しが行われています。公的年金では短時間労働者への厚生年金の適用範囲が拡大され、企業年金では持続可能性を高めるため、将来の財政悪化に備えた新しい掛金（リスク対応掛金）が導入されました。さらに今年1月から始まった個人型DC「iDeCo」の適用範囲の拡大は、自助努力を支援する政策として歓迎されるものです。しかし、一方では、まだ残された課題もあります。

企業の報酬制度である企業年金制度は、働き方が変われば制度内容も変わると考えられます。公的年金の支給開始年齢の引き上げや同一労働同一賃金などは働き方を大きく変える可能性があり、それとともに企業年金制度が変わってくる可能性があります。

1. 最近の年金制度改正の概要

最終回の今回は、企業年金の今後について、私見を交えて考えてみることにします。明確な結論があるわけでも、画期的なアイデアがあるわけでもありませんが、何らかのヒントを提供できれば幸いです。

図表1は年金制度における最近の制度改

正を公的年金、企業年金、個人年金の分野別にまとめたものです。まずは、この3分野の関係から考えてみたいと思います。

なお、本稿における意見等については筆者の個人的見解であり、所属する組織のものではないことを申し添えます。

（図表1）年金制度に関する最近の制度改正

分野	改正項目	実施時期	概要
公的年金	受給資格の短縮化	平成29年8月	国民年金の受給資格を10年に短縮（従来25年）
	短時間労働者への厚生年金適用拡大	平成28年10月	以下の全てを満たすものを追加。①週20時間以上勤務、②月額賃金8.8万以上、③勤務期間1年以上の見込み、④学生でない（従来は週30時間以上勤務）
企業年金	リスク対応掛金	平成29年1月	将来発生しうる積立不足を事前に掛金として拠出
	リスク分担型企業年金	平成29年1月	リスク対応掛金の拠出を前提とし掛金を固定化する一方、積立状況に応じて給付を調整する新型の企業年金制度
個人年金	個人型DCの加入者範囲拡大	平成29年1月	すべての国民が個人型DC加入可能に（従来は1号被保険者、企業年金加入者及び公務員を除く2号被保険者が加入可能）

出所：筆者作成

年金の目的は私たちの老後生活を支えることです。必要最低限の生活をするにも、豊かな老後を過ごすためにもお金が必要です。そのお金を賄うのが年金であり、その年金には公的年金、企業年金に加え、自助努力（個人年金・貯蓄）があります。企業年金と自助努力は必ずしも年金という支給形態だけでなく、退職一時金あるいは貯蓄も含まれますが、いずれにせよこの3つが老後生活を支える三本の柱と言えます。

公的年金は国が運営し、企業年金は各企業が、そして個人年金は各個人が自発的に行うものです。ただし、この3つは、いずれも経済活動の成果によって支えられているという共通点があります。例えば、基礎年金の財源は国民が負担する保険料と税金ですが、保険料も税金も経済活動の成果です。厚生年金保険の保険料は事業主と従業員の折半で負担しますが、結局は企業が獲得した付加価値が源泉です。企業年金は言

うまでもなく企業の付加価値の分配であり、さらに、個人の自助努力は、個人が給与あるいは事業で獲得した所得の一部であり、これも経済活動の成果です。つまり老後の所得はいずれも経済活動の成果の分配であり、蓄積であるわけです。

経済活動の成果である年金制度の安定化には経済の活性化が重要なことは言うまでもありませんが、それは年金制度固有の問題ではありません。年金制度固有の課題は、経済活動の成果がどれだけ公平に効果的に効率的に配分されるかにあると考えられます。ただし、これが実現するためには、公的年金、企業年金、自助努力の各々の役割や機能を整理したうえで、包括的な制度体系を検討していくことが必要ではないかと考えます。例えば、公的年金で達成すべき目的を明確化したうえで、それを補完する企業年金や自助努力のあるべき姿を検討することが重要ではないでしょうか。

2. 企業年金に対する役割と期待

年金の公平性や効果に関して懸念される点として、現役時代の収入格差が老後も固定化してしまうことが挙げられます。現役時代の所得格差や雇用形態等が報酬比例の厚生年金や企業年金の有無、個人年金・貯蓄の有無などを通じて、老後もそのままの所得格差が継続されてしまう点です。もちろん、各人の努力や成果に起因する所得格差は老後に反映されてしかるべきですが、老後にある程度の生活を保障するための所得の再分配も必要です。幸い公的年金には所得再配分機能があり、年金の受給資格取得年数の短縮化や、厚生年金の適用拡大も進められおり、こうした改正は格差是正に

寄与すると期待されますが、十分であるとは言えません。

所得格差は、勤務する企業の格差に起因する面があるため、企業年金における課題でもあります。中小企業は大企業と比べて企業年金制度のない企業が多いからです。本連載でも指摘した通り、適格退職年金の廃止、さらには厚生年金基金の縮小により中小企業における企業年金の実施比率は一段と低下傾向にあります。このまま放置すると、現役時代の所得格差の固定化を助長することにつながりかねません。

企業年金の普及が重要であるのは、退職給付制度を実施している場合は従業員の退

職後資産形成を強制的に行っているという側面を持っているからです。今年1月から個人型DCの適用範囲が拡大し、企業年金制度にカバーされない被用者やその配偶者等にも効率的な財産形成手段が提供されます。ただし、問題は制度が提供されても、低所得層にはその制度を利用する余裕がないことです。老後の生活より現在の生活が重視されるのは当然ですし、税制上の優遇措置があったとしても60歳まで資金を他に使用できないことを選択する可能性は低いと思われます。その点、企業年金制度は、加入者が意識せずに老後の資金を蓄えることができます。

3. 新たな選択肢と残された課題

本稿では、11回にわたって企業年金の変遷を振り返ってきました。数々の規制緩和が行われてきましたが、今年1月から画期的な変更が行われることとなりました。「リスク対応掛金」の登場です。リスク対応掛金を画期的としたのは、これまで日本の企業年金は年金債務に対して「フル積立てを目指す」ことが基本的なポリシーでしたが、これを根本から変えるものだからです。

制度廃止となった適格退職年金では積立超過は認められませんでしたし、それ以外の制度の財政運営でも年金債務を超える掛金の拠出は認められておらず、積極的に積立超過を目指すことはありませんでした。これに対しリスク対応掛金は不測の事態に陥っても積立不足とならないように一定の積立超過状態を目指すものであるからです。

日本では掛金の一括拠出が認められていないため、積立不足は一定期間で解消を目指していきます。ただし、マーケットはサ

強制貯蓄という点では、退職一時金制度でもよいという意見があるかもしれません。しかし、特に経営の不安定な中小企業では給付原資の保全という観点が重要であり、外部拠出制の制度であることが必要です。

実現は困難かもしれませんが、企業年金制度(DBまたはDC)の実施を義務づけることは1つの方策と考えます。強制が無理としても、企業年金制度を中小企業等に普及させるため、今後実施予定である簡易型DCなどのように、制度設計や制度管理あるいは資産運用等において比較的簡便な方法で実施でき、低リスクで運営できるような新しい制度を検討することが望まれます。

イクリカルな動きをするため、積立不足の解消期間中にパフォーマンス悪化に見舞われることも少なくありません。その度に積立不足が拡大し、改めて積立不足解消に向けて掛金を積み上げていくこととなります。

リスク対応掛金は、「超過積立てを達成し、財政悪化に備える」という従来とは全く異なった発想に基づく掛金です。残念ながら、リスク対応掛金も一括拠出は認められていませんが、年金財政の安定化には大いに貢献するものと思われます。また、これまで追加掛金が発生することは年金制度のリスクと捉える人が多かったと思いますが、今後は事前にリスクを把握して当該リスクへの対応を行うことができるようになるため、年金制度のリスクという概念が大きく変わっていくかもしれません。

なお、このリスク対応掛金の導入を前提に掛金を固定化し、財政悪化時には給付減額により対応できる新しい年金制度「リス

ク分担型企業年金」も今年1月から導入可能となっています。企業年金の新たな選択肢が増えたという点ではリスク分担型企業年金にも大いに意義があると思います。

企業年金に関しては、これまで見てきたように過去20数年にわたる規制緩和の歴史の流れの中で要望事項の多くが実現してきました。その中で継続して要望を続けながらも実現に至っていないのが特別法人税の撤廃です。平成11年(1999年)の課税凍結以前においても、各方面から一貫して撤廃の要望が出されてきました。その後も凍結措置の延長が継続されるだけで、未だに撤廃は実現していません。

確かに、税を徴収する立場からは、貴重な財源を簡単に放棄できないと言う事情があると考えられます(特に、かつては実質的に課税対象となったのは適格退職年金でしたが、現在は確定給付企業年金と確定拠出年金に対象が広がっていることも容易に撤廃できない理由と考えられます)。

一方、特別法人税は運用収益に対する課税ではないとは言えるものの、運用収益がマ

イナスとなり、資産残高が減少した場合に税金が徴収されることに納得が得られるとは思えません。凍結以前は、確定給付型制度の資産評価は簿価であり、資産の増加は実現益でした。また、確定拠出年金も存在しなかったため、特別法人税の徴収が問題となることはありませんでしたが、復活するとなれば税率だけでなく徴収方法も十分な検討が必要と思われます。特に、DCにおいて個人別管理資産からどのように税を徴収するかについては技術的な課題が大きいと思われます(注)。

特別法人税に関しては毎年のように税制改正要望が出され、凍結解除の時期に向けて延長が決定されるという繰り返しが続いています。凍結がスタートして20年近くも経過しており、撤廃するにせよ存続するにせよ、凍結解除後の取扱いに向けて本格的な検討を行うことが必要だと思います。

(注) 個人勘定に現金がない場合の徴収方法(加入者は掛金の差し押さえが可能か、さらに掛金拠出のない個人型運用指図者の場合はどうするかなど)等について課題があります。

4. 働き方の変化と今後の方向性

一般的に企業年金は、従業員の勤務に対して支払われる後払いの報酬制度の一部です。従って、企業における従業員の働き方が変われば、「退職給付制度=企業年金制度」にも大きな変化を及ぼすことが考えられます。もっとも、過去20年ほどの期間の企業年金の変化は、経済摩擦やバブル崩壊などの外的要因による規制緩和が中心でした。

しかし、この間にも成果主義や年俸制の導入、あるいは雇用の流動化などの働き方や働き方に対する評価方法が変化してきま

した。こうした変化は勤務成果の累積で給付するポイント制退職金を普及させ、DC制度創設を促す要因にもなったと考えられます。今後10~20年に向けては、働き方の変化が企業年金を変える大きな要因になる可能性があるかもしれません。

例えば、今後の制度変更につながるテーマとしては、公的年金の支給開始年齢引き上げに伴う高年齢者雇用の変化、同一労働同一賃金、女性の社会進出などに伴う働き方の変化があります。

長らく日本の企業年金は、60歳からの公的年金支給開始を前提とした60歳定年を制度設計の基礎としていました。しかし、特例支給厚生年金の定額部分の支給開始年齢は65歳となり、報酬比例部分も平成37(2025)年には65歳となります。公的年金の支給開始年齢引き上げに対応し、企業は希望者に対して65歳まで雇用を確保することが義務づけられています。雇用確保の方法に関して現状では継続雇用制度を採用する企業が圧倒的に多く、定年を延長する企業は少ない模様です。しかし、仮に定年を延長しなくても65歳まで働くという人が大多数になれば、働き方について定年延長と同様の状況になると思われます。

65歳まで働くことが一般的になれば、65歳までの報酬制度を検討し、退職給付の支払い開始も65歳という制度が設計されることが自然と思われる。具体的には、65歳までの給付発生カーブ(60歳以降の勤務に対し給付を発生させるかを含めて)や65歳以降の年金の支給期間(終身年金の扱いを含め)、更には従前の給付水準との比較を検討して制度を再設計することになります。

もちろん現状のままという選択肢がないわけではありません。ただし、65歳までの勤務が定着すれば60歳までと60歳以降の不連続を合理的に説明することが困難になるかもしれません。また、同一労働同一賃金というテーマが急速に盛り上がりつつあり、正規(無期限雇用、フルタイム労働者)と非正規(有期雇用、パートタイム労働者、派遣労働者)との間で不合理な待遇差の是正が求められています。

現時点では退職給付は対象とされていないようですが、対象とされない場合、逆に残された格差として、将来問題視される可能性があります。退職給付の性格については、賃金の後払いであるという考え方がありますが、その立場に立てば同一労働同一賃金は退職給付にも反映されるべきであるからです。また、現役時代の所得格差は解消されても、現役時代の処遇格差の固定化という課題が解消されません。

もともと、退職給付は賃金の後払い以外にも長期勤続への報奨であるという考え方もあります。この考え方によれば、正規社員と非正規社員との間で退職給付に関する差異が存在することに合理的な理由が存在することになります。現在は非正規社員やパートタイム労働者に対して退職給付制度を提供している例はほとんどないと思われます。ただし、同一労働同一賃金の考えが定着してくると、制度提供の是非あるいは提供するとした場合の水準等を検討することが必要となるかもしれません。

本連載では1年間にわたり、半世紀に及ぶ日本の企業年金の歴史を振り返ってきました。半世紀というと長いようですが、適格退職年金や厚生年金基金制度がスタートしたときに大学卒で入社した新入社員の年金給付はまだ終了していません。それほど長い年月をかけて運営される制度ですから、長期的な視点に立って制度運営されることが大切です。同時に、その間の社会や経済の変化に応じて適宜、軌道修正を行うこともまた必要と考えられます。

年金コンサルティング部 リサーチグループ 久野 正徳

資産/リスクの配分 その6

等金額ウェイトアプローチ ②

効率的なポートフォリオを構築しようとする確定給付企業年金の運用・管理に責任を持つ担当者（以下、「担当者」）の悩みの一つに、理論と現実の「ズレ」があります。本来であれば、実務をガイドすることが期待される理論に寧ろ（むしろ）惑わされてしまうのです。

そこで当月号では、「担当者」が理論と現実のバランスを保ち、少しでも運用効率の良いポートフォリオの構築、という使命を追求する際に役に立つであろう、「選択リスク」と「推定リスク」のトレードオフの関係を受け止めたうえで、「等金額加重（ウェイト）ポートフォリオ」の利用を考えたいと思います。なお、本稿中の意見にかかわる部分および有り得べき誤りは、筆者個人に帰属するものであり、所属する組織のものではないことを予めお断りします。

1. 理論と現実の「ズレ」

前回説明しました「最大シャーププレシオ・ポートフォリオ（以下、MSRP）」派は、ファイナンス理論の後押しを受け、「全ての投資家はシャーププレシオが最大となる、すなわち、『効率的』な、ポートフォリオを保有すべき」だとして、「等金額加重（ウェイト）ポートフォリオ（以下、EWP）」派や、「時価総額加重ポートフォリオ（以下、CWP）」派の批判に動ぜず、自らのポートフォリオ構築法の正当性をアピールします。

このMSRP派の主張に、「担当者」はこれといった異論はないでしょう。「担当者」にとっては、「単にリターンが高ければ良い」というわけではなく、「良い加減」の効率性が重要だからです。このことは、「担当者」に与えられる「リスクバジェット（予算）」が限られていることを想起すれば得心がいきます。「担当者」は、許容されたリスクを無駄にせず有効に使い、少しでも高いリターンの安定的獲得を目指さなければならない

からです。

このことは、年金資産をどのように配分するか、に直結する問題でもあります。このように目的が明確であるならば、次のステップは、それをいかに実現するか、です。本来なら、ここで「担当者」はファイナンス理論（考え）を拠り所に、その具現化（=MSRPの構築）を図れば良いはずですが、しかしながら既述のとおり論文等では、考えとしてはごく自明なこのことの実践が一筋縄では行かず、むしろ理論的に脆弱とされるEWPが、CWPや、あろうことか、MSRPと同等、あるいは、それ以上の成果をあげることが、報告されているのです。

ここで少し脇道にそれ、なぜEWPは理論的に脆弱とされ、理論に味方されているとは決して言えないのか^{注1}、簡潔に見ておきたいと思います。理論的にEWPが事前「効率的」となるのは、「EWPに組込む全ての『資産』の期待収益率が同じ、ボラティリティ（リ

スク)が同じ、かつ、『資産』間の相関係数が同じ」という場合のみです。このようなとてつもなく高いハードルを、何の準備作業も必要としない「1/Nルール」のみでクリアすると考えるのは非現実的、ということで脆弱とされるわけです。

さて話を本題に戻し、理論的に強靱とされるものと脆弱とされるものとの、理論から示唆される成果イメージが異なる、既述のような場面に直面した時(「担当者」には珍しくはない体験でしょう)、「現実には理屈どおりにはいかないものだ」として済ませるのは、いかにも生産的ではありません。なんとか、この体験を「担当者」の責務、「許容されたリスクを無駄にせず有効に使い、少しでも高いリターンを安定的な獲得」、に活かしたいものです。

2. 予測の阻害リスク

次に、「効率的なポートフォリオを構築するためのハードル」という視点で、予測を外す原因(リスク)を洗い出すことにより、予測の難しさを検討します。併せて、この点で密接に関連する「加重方式」の選定に関わるリスク^{注2}も考え、後の議論に繋げようと思えます。

(1) 「選択リスク」

選択肢となる「加重方式」の中から、シャープレシオが最大とはならない「加重方式」を選び、ポートフォリオ作ってしまう可能性のことです。

(2) 「推定リスク」

直接的に「予測(予測値)」に関わるものです。どの「加重方式」を選択したかには依らず、採用した「パラメータ」値が、知り得ない真の「パラメータ」値と異なっている可

所で試みに、理論の指示を集めるMSRPが狙い通りに上手く機能しないのであれば、その原因を、強固と思えるMSRP構築ロジックそのものではなく、それが前提とする「予測(予測値)」の方に、求めようと思えます。

なぜなら、MSRPを具現化する「資産」構成を得るには、その「パラメータ」の予測が必要となりますが、いかに金融技術が進歩した今日でも依然として、このことが難事であることに変わりはない、と考えるからです。このことはある意味では、EWPが「諦めた地点」(EWPは、予測を一切しません)に戻り、「担当者」に役立つ教訓を掘り出そうということなのです。

注1: この点に関しては既述しましたとおり、今ではCWPも同様の立場です。MSRP以外に理論は味方していない、と言えましょう。

能性です^{注3}。言葉を換えるならば、最適化に要求される「パラメータ」値の見積を「不完全」に行う可能性のことです。

少々技術的な話になりますが、一般的に「パラメータ」値の導出には、①「資産」の振る舞いを表現する、CAPMのような資産価格モデル(以下、「モデル」)、②モデルが「パラメータ」を弾き出すために入力を要求する情報(CAPMであれば、「資産」のベータ値、マーケットのボラティリティとリスクプレミアムの推定値)、が必要とされます。このことから、「推定リスク」は次の2つにさらに分解できるとされます。

(2-1) 「モデルリスク」

実際の「資産」価格を生み出す「モデル」(真の「モデル」)が不明なため、自分が異なる「モデル」を使ってしまう、あるいは、

「モデル」を使わない（例えば過去値そのものを使う）、可能性です^{注4}。

(2-2) 「サンプルリスク」

真の「モデル」が分かっていたとしても、それに入力する情報値（見積値）が真の値と異なっている可能性です^{注5}。

注2：当節でのリスク分類は、Martellini, Lionel, Vincent Milhau and Andrea Tarelli, March 2014. “Estimation Risk versus Optimality Risk : An Ex-Ante Efficiency Analysis of

Heuristic and Scientific Equity Portfolio Diversification Strategies” *An ERI Scientific Beta Publication* (以下、“MMT 2014”) に依っています。

注3：勿論、真の「パラメータ」が事前に分かっていることはありませんので、異なることは当たり前です。あくまで、予測の難しさ原因となる要素を洗い出す便法として、敢えてこのような「奇妙な」表現・内容により場合分けしていると、お含みおきください。

注4：注3と同様です。真の「モデル」が事前に分かっていることはありません。

注5：注3と同様です。真の「情報値」が事前に分かっていることはありません。

3. トレードオフ（二律背反）

今まで見てきましたように、

(1) MSRP の「加重方式」は効率性の追求で理論的に最も優れており、「選択リスク」は無いとされます。しかし、その「加重方式」を使うために、予測値という「推定リスク」を負うことが必然となります。正しい予測値という「前提条件」が満たされるのであれば、「向かう所敵なし」です。

(2) これに対し、EWP は「1/N ルール」を遵守するだけです。推定リスクとは無縁（正確には、意図して避けている）ですが、

MSRP とはかなり異なったポートフォリオとなること必定で、「選択リスク」を負うことは避けられません。

(3) また、CWP は全ての投資家が自らの考え・手法（例えば、MSRP、EWP 等々）を実践した「結果型」、と当小論では考えていますので、「選択リスク」と「推定リスク」の混ぜ合わせとなります。

これらのリスクと「加重方式」の関係を表したものが、下記の（図表1）「加重方式とリスク」です。

（図表1）「加重方式」とリスク

加重方式	選択リスク	推定リスク	
		モデルリスク	サンプルリスク
MSRP（最大シャープレシオ・ポートフォリオ）	なし	あり	あり
CWP（時価総額加重ポートフォリオ）	どちらも	どちらも	どちらも
EWP（等金額加重ポートフォリオ）	あり	なし	なし

（出所）筆者作成

このように言われると、「担当者」としては上記のリスクがどれ程のインパクトを持つものか、知りたいところです。

“MMT 2014”はこの点について実証分析の結果から、「実務において予測エラーの代償はとて高く、最適な分散ポートフォリオ

のメリットの全てを打ち消してしまうほどになり得る」（P6）と記しています。

MSRP の成果が、必ずしも CWP や EWP に勝るわけではないと指摘されている現実には、端的にこのことを示しているのではないかと、との議論は成立するでしょう。

この観点から再度（図表 1）を見ますと、「選択リスク」と「推定リスク」との間には、「トレードオフの関係」があるように見えます。

「推定リスク」: MSRP 派は無視できる、あるいは、克服可能と考えます。EWP 派は克服不能と考え回避します。

「選択リスク」: MSRP 派は自らには無縁のリスクと考えます。EWP 派はこのリスクを、「推定リスク」を取らないことと引き換えに受け入れます。本当のところは、「選択リスク」自体が意味をなさないと考え、交換の意識さえ無いのかもしれませんが。

このように、「選択リスク」と「推定リスク」が「トレードオフの関係」にあるのなら

ば、どちらの「リスク」を取るか否かに優位・劣位が無いことは当然であり、また、どちらがより強く影響するかを事前に知る術はないこととなります。

従って、両「リスク」に対する実務的な認識・態度・解釈の相違が、各々のポートフォリオ構築に反映されざるを得ません。この認識に立てば、「組込む『資産』に関しての『パラメータ』を一度設定してしまえば、確立された数理的手順を適用することで、最大シャープレシオを達成するポートフォリオの構成を描き出せる」とされる MSRP 以外の、ファイナンスの考えでは脆弱とされる「加重方式」が、なぜ実務で使われているのかを無理なく説明できると考えます。

4. EWP をどう活用するか

今までの議論から、「担当者」はどのように EWP の活用ができそうか、ボトムライン・ファーストで先に結論を述べますと、「担当者が採用を検討するポートフォリオ評価のための基準、リスクマネジメントのツールとして」活用ができます^{注6}。

「選択リスク」と「推定リスク」の取り方の最も明快・単純な型として EWP を使い、それとの比較で、検討対象の「立ち位置」を明確化するとのがアイデアです。

ご承知のとおり、現在の我々の実務では CWP 中心で物事を考えます。CWP と対比し、異なるものは全て「アクティブ○○○」と言われます。「アクティブポジション」、「アクティブ運用」、「アクティブリスク」等々という具合です。

しかしながら、基本的に CWP には意図的な設計は無く、あくまで「結果型」であり、予め「選択リスク」と「推定リスク」に対す

る態度がビルトインされている訳ではありません。そこで「坩堝（るつぼ）」の中身のよう、事前に特性の特定ができない仕組みの CWP ではなく、明快・単純な EWP をフィルターにして専ら比較するという簡単な方法で、検討対象とする手法への理解を進めようというわけです。

<検討例 ①>検討対象となる手法の取る

「選択リスク」・「推定リスク」は？

- a) 「最小分散ポートフォリオ」や「リスクパリティポートフォリオ」では、推定が最も難しいとされる「期待収益」の予測を避け、「資産」のリスクと相関の予測に傾注することで、「推定リスク」の軽減は図られています。が、「推定リスク」は無くなったわけではないこと、また、「選択リスク」も残ること、が確認できます。
- b) 「企業価値ポートフォリオ」（株式ポートフォリオの例）では、通常の「パラメータ」

を一切使わず、企業価値の代理変数（資本、キャッシュフロー、税引後利益等）を使うため「推定リスク」は回避されること、代理変数に基づく独自の「加重方式」を採用するため、「選択リスク」は残ること、が確認できます。

<検討例 ②> 検討対象ポートフォリオのバイアスは？

a) 特定の資産クラスに対するバイアス

政策的資産配分との比較で把握します。

b) 特定の銘柄や「ファクター」に対するバイアス

分かりやすく株式ポートフォリオを例にしますと、特定銘柄、大型株、やバリュー株等々への投資ウエイトを、突合により（対 CWP ではありません）把握します。

<検討例 ③> CWP のバイアス状況は？

CWP における特定の「資産」や「ファクター」に対するバイアス状況を、照合により判断します^{注7}。

<検討例 ④> リバーサルやリードラグ^{注8}効果は？

リバランスの頻度・方法によりリバーサルやリードラグ効果について、取引コストを考慮した知見を得ることができます。これは、リバランスの無い CWP との比較では、特に有効でしょう。

注6： 同様の趣旨は、"DGU 2009" (DeMiguel, Victor, Lorenzo Garlappi, and Raman Uppal. 2009. "Optimal versus Naïve Diversification : How Inefficient Is the 1/N Portfolio Strategy?" Review of Financial Studies, Vol. 22, no. 5 : 1915-1953) にも述べられています。

注7： EWP 対比でということです。これにより「資産」や「ファクター」の人気度や加熱状況が確認できるようになるかもしれません。

注8： ある「資産」の価格に対し、他の「資産」の価格が遅れて反応する現象です。

5. 終わりに

ある投資手法・戦略の過去の高い成果（優れたトラックレコード）が、将来も再現されるのであれば、なんと「担当者」は楽なことでしょう。しかし残念ながら、そのような保証がないことは周知のとおりです。

そうであるならば、「担当者」が、前述の項番4.で述べたような手法により、注意深く地道に、投資手法・戦略の「分散」に徹することこそが、どのような投資手法・戦略にも不可避の「効果のサイクル性」により、成果継続に困難が生じることや、その後のダメージからの回復過程をも見据えた、最も優れた準備作業になるものと思われま

す。また、本稿の関心から外れるため言及しませんでした。程度異なる「選択リスク」と「推定リスク」の投資手法・戦略の組合せは、興味深いテーマだと考えます。

さらに、「推定リスク」との関わりが気にはなるのですが、前回述べました、組入れる資産クラスや銘柄をどのように選ぶかという「母集団選択」を「市場に上場している」という広範なものではなく、なんらかの「ファクター」に絞り込んだ上での EWP アプローチが、上手く働くかも、今後の検討課題でしょう。

年金運用部 顧問 大輪 秋彦

<コラム> アドリブ経済時評

新生児に寄せて思うこと

いま、出産のために帰宅している三女と、その産まれたばかりの女兒と暮らしている。ときおり響き渡る赤ん坊の泣き声と、ときどき触らせてもらうその柔らかいホッペや、小さな手の感触で、毎日とても幸せな気分を味わっている。

さて、先月書いた「総合的富裕度」について、質問を頂いた。

GDPが増えることで進んでしまう温暖化の「不効用」とか、開拓で失う森林などの「自然資本」をどうやって計測するのかという、凄くもったもな問いである。

ここでは、そうした計算を可能にした近年の大きな研究報告書を2つ紹介したい。

ひとつは2006年イギリスの経済学者スターン博士が中心となって出された報告書『スターン・レビュー, The Economics of Climate Change』であり、温暖化ガスの量と温暖化・気候変動などの因果関係を明らかにして、経済的な被害を金額で表した。

それによれば、「大気中の温室効果ガス濃度が今世紀末までに（産業革命以前の）3倍以上になる可能性があり、地球の平均気温が5℃以上上昇する可能性が、少なくとも50%の確率である」という。ちなみに前回氷河期と産業革命前の温度差がちょうど5℃だという。また、「いま、対策をとるならその費用はGDPの1%で済むが、このままでは、世界は（毎年）GDPの5～10%に相当する損失を被るようになる」と警鐘を鳴らす。

もうひとつは、2010年に生物多様性の効用を金額で表した報告書で、通称をティープ（TEEB: The Economics of Ecosystems & Biodiversity）、「生物多様性」の経済学である。

例えば、「ミツバチの受粉」を金額換算したもの、これは絶滅を想定し、人間が行うと年間いくらかかるのか、また将来の累積価格を現在価値に直すとどうなるのかなどを計算した。この報告書は膨大であり、基礎編、政策者、ビジネス向けなどの個別レポートとなっていて、世界中の森林の価値なども金額計算されている。絶滅種の増加スピードは恐ろしく加速していて、1900年～75年まで年平均1種だった絶滅が、75年には1千種、そして、その後25年間の平均が4万種になっているという報告がある。

ただし、こうしたことを「でっち上げだ」とする派は少なくないようだ。一説によると、米国民の半数は、こうしたことが70億以上に増加した人口が為せることだということを信じていないという報告もある。温暖化が不都合な人たちの情報活動だとしている。

しかし、国連のIPCC（気候変動に関する政府間パネル）が2007年に人為的だとほぼ断定していて、学問的にも4,000本もの論文を分析し、人間が主な原因であるとの意見でほぼ一致しており、まともな反論はないとの結論である。

こうして、CO²などの温暖化対策をしなければ、将来的にどんな損失が出るかが確率的に計算可能となって、会計学的にGDPと同じ土俵に乗せられるようになったのである。

しかしながら、そうした「総合的富裕度」自体は、国家の目標とするような土俵には、まだ全然乗っていない。

筆者は、産まれたばかりの孫を撫でながら、やはり、行く末を案じてしまう。

2017年2月25日

青山学院大学 社会情報学部教授 岩井 千尋

- 本資料は、お客様に対する情報提供のみを目的としたものであり、弊社が特定の有価証券・取引や運用商品を推奨するものではありません。
- 本資料に記載している見解等は本資料作成時における見解等であり、経済環境の変化や相場変動、年金制度や税制等の変更によって予告なしに内容が変更されることがあります。また、記載されている推計計算の結果等につきましては、前提条件の設定方法によりその結果等が異なる場合がありますので、充分ご注意ください。
- 本資料は、当社が公に入手可能な情報に基づき作成したのですが、その内容の正確性・完全性を保証するものではありません。施策の実行にあたっては、実際の会計処理・税務処理等につき、貴社顧問会計士・税理士等にご確認くださいようお願い申し上げます。
- 本資料の分析結果・シミュレーション等を利用したことにより生じた損害については、当社は一切責任を負いません。
- 当レポートの著作権は三菱 UFJ 信託銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。
- 本資料で紹介・引用している金融商品等につき弊社にてご投資いただく際には、各商品等に所定の手数料や諸経費等をご負担いただく場合があります。また、各商品等には相場変動等による損失を生じる恐れや解約に制限がある場合があります。なお、商品毎に手数料及びリスクは異なりますので、当該商品の契約締結前交付書面や目論見書またはお客様向け資料をよくお読み下さい。