

# 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

2018年6月臨時号

## 《目次》

### 《確定給付企業年金》

新財政運営基準を考える

年金運用部 エグゼクティブ運用コンサルタント 阿久津 太

1. 現状認識	…	1
2. 新基準とは	…	1
3. リスク対応掛金の活用事例	…	7
4. 財政悪化リスク相当額の再算定期とリスク対応掛金の変更時期の関係	…	8
5. 新基準を立ち止まって考える	…	11
6. 新基準での運用を考える	…	15
7. 期待リターンと予定利率の関係	…	21

## 確定給付企業年金

# 新財政運営基準を考える

年金運用部 エグゼクティブ運用コンサルタント 阿久津 太

平成 29 年 1 月 に財政運営基準が改正された。

ただし、平成 29 年 12 月までの経過措置期間があったため、現時点で実際に改正前の財政運営基準（以下「旧基準」という。）から改正後の財政運営基準（以下「新基準」という。）へ移行した制度はそれほど多くはない。しかしながら、今年に入って経過措置期間は終了しており、今後は簡易な基準等を除く全ての確定給付企業年金制度は順次新基準に移行することとなる。

本稿では、リスク分担型企業年金を除く従来型の確定給付企業年金制度につき、新基準の考え方や制度／運用の両面に与える影響を中心にまとめてみたい。

## 1. 現状認識

旧基準の年金財政における足下の顕著な傾向は 3 つである。

傾向 1	積立剰余状態が継続	大部分の制度が継続基準、非継続基準ともに積立剰余状態
傾向 2	特別掛金が徐々に拠出終了し、給付超過となる場合も	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 良好な年金財政状況を背景に、継続基準、非継続基準ともに抵触しづらくなっている</li> <li>● 特別掛金は予定どおり拠出が終了し、掛金が減少</li> <li>● その結果、給付超過となる場合もある</li> </ul>
傾向 3	金利低下に伴い、非継続基準は徐々に厳しくなる方向	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 金利低下に伴い、最低積立基準額の予定利率(30 年国債利回りの過去 5 年平均)が低下</li> <li>● 今後も過去の金利低下の影響が徐々に反映されるため、最低積立基準額が徐々に増加する見込み</li> </ul>

## 2. 新基準とは

### (1) 主旨/背景

旧基準においては、景気サイクルと掛金拠出時期がうまくかみあっていなかった。

好況期で企業業績が良い時(年金財政も積立剰余)には、将来の潜在的な財政悪化リスクに備えた掛金の事前拠出ができず、不況期で企業業績が悪い時(年金財政も積立不足)には、積立不足という形で顕在化してしまった財政悪化リスクに対する掛金の事後拠出が余儀なくされていた。

新基準の主旨は、「将来の潜在的な財政悪化リスクに備えた掛金の事前拠出を可能とする」こと。これに伴い、財政運営の考え方が 1 つの視点(給付への備え)から 2 つの視点(給付への備え、将来の財政悪化リスクへの備え)を併せ持つようになるため、財政検証の考え方(責任準備金、財政状況の定義等)も変更される。

## (2) 移行時期

平成 30 年 1 月以降を計算基準日とする財政計算時に新基準へ移行する。財政計算に該当するケースは様々であるが、一般的には定例の財政再計算(5 年毎等)である。

なお、非継続基準に抵触した場合の特例掛金計算は、財政計算に含まれない。

## (3) 財政悪化リスク相当額

将来の潜在的な財政悪化リスクを「財政悪化リスク相当額」といい、算定方法は 2 つある。

特別算定方法は個別の実情を踏まえた算定方法であり、財政悪化リスク相当額として「資産変動リスク(資産側から発生する損失)」に加えて「負債変動リスク(負債側から発生する損失)」も見込むことができる。

標準的な算定方法は、“資産全体のうち、いわゆるオルタナティブ資産に代表される「その他資産」の割合が 20%未満の場合”に限って使える方法で、やや簡便的な算定方法である。簡便的なので、財政悪化リスク相当額として、資産変動リスクのみを見込むこととなっており、負債変動リスクを見込むことはできない。

なお、資産変動リスクのイメージは、20 年に 1 度程度発生しうる金融危機を想定した場合の資産減少額。

特別算定方法	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 個別の実情を踏まえた算定方法</li> <li>● 財政悪化リスク相当額 = 資産変動リスク(必須) + 負債変動リスク(任意)</li> <li>● 法令等による具体的な定めなし</li> </ul>
標準的な算定方法※	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 簡便的な算定方法</li> <li>● 財政悪化リスク相当額 = 資産変動リスクのみ(必須)</li> <li>● 法令等による具体的な定めあり(リスク係数、実際の資産配分に基づき算定等)</li> </ul>

※ 「その他資産」<20%の場合に限り使用可

## (4) リスク対応掛金の拠出上限

リスク対応掛金の拠出上限は、財政悪化リスク相当額から旧基準の剰余金(別途積立金)を控除した額。

“将来の財政悪化リスクに備えるにあたり、旧基準の剰余金相当は既に備えができていと考えられるので、これを控除した残額を上限とする”という発想。

旧基準で剰余金がない場合  
(②+③+④<① の場合)

旧基準で剰余金がある場合  
(②+③+④>① の場合)

拠出上限	財政悪化 リスク相当額	拠出上限	財政悪化 リスク相当額
旧基準の不足金	① 給付現価※	旧基準の剰余金	① 給付現価※
④ 年金資産		④ 年金資産	
③ 特別掛金収入現価		③ 特別掛金収入現価	
② 標準掛金収入現価		② 標準掛金収入現価	

※法令の正式名称は「通常予測給付現価」であるが、「給付現価」と略記。以下同様。

## (5) リスク対応掛金の拠出方法

リスク対応掛金の拠出は任意(拠出しなくてもよい)であり、その拠出水準は拠出上限の範囲から選択可能。なお、新基準へ移行した場合、リスク対応掛金の拠出は任意であるが、財政悪化リスク相当額の算定は必

須である。リスク対応掛金を拠出しない場合であっても、財政悪化リスク相当額は算定しなければならない。

拠出方法には特別掛金と同様、「元利均等拠出」、「弾力拠出」、「定率拠出」の3とおりあるが、リスク対応掛金には特有の制約(※1, ※2)がある。

※1 リスク対応掛金の拠出期間は特別掛金の残存拠出期間より長くなければならない

“特別掛金は既に顕在化した財政悪化リスクへの事後拠出、リスク対応掛金は未だ潜在的な財政悪化リスクへの事前拠出なので、特別掛金の方が優先順位が高い”という発想

※2 一旦設定した後、原則変更不可 (“変更できる時期”と“変更しなければならない時期”が限定的)

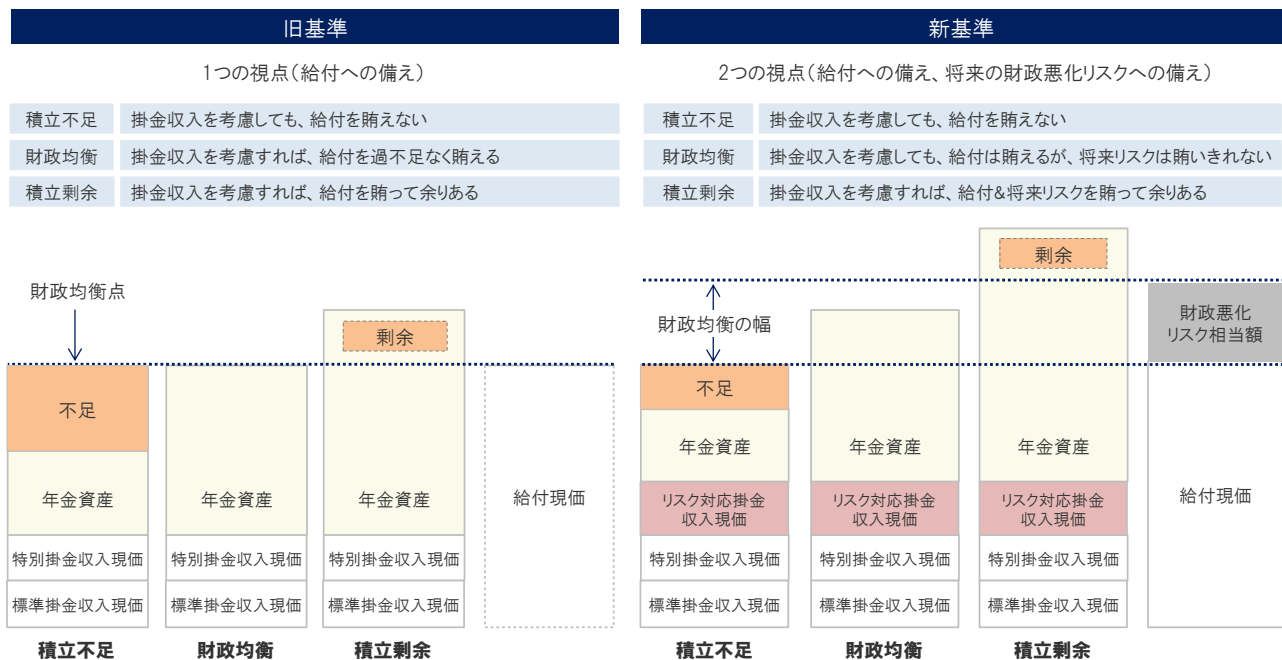
## (6) 財政検証の考え方

旧基準は、財政状況を“給付への備え”という視点で捉え、下図中、財政均衡点までの積立を求めている。

新基準では、新たに“財政悪化リスクへの備え”という視点が追加され、2つの視点を併せ持つことになるが、両方の視点を満たすことを求めているわけではない。旧基準と同様、給付への備え(下図中、財政均衡状態の下限までの積立)は求めるが、将来の財政悪化リスクへの備え(下図中、財政均衡状態の上限までの積立)まで求めているわけではない。

新基準の主旨は、将来の潜在的な財政悪化リスクに備えた掛金の事前拠出を可能とする(実際にリスク対応掛金を拠出するか否かは任意)ものであって、旧基準と同様に給付への備えは最低限の積立水準として求めるが、それを超える積立要否は各制度の判断に委ねられている。

主たる変更点	旧基準	新基準
視点が增える	1つの視点(給付への備え)	2つの視点(給付への備え、財政悪化リスクへの備え)
財政均衡に幅ができる	財政均衡状態は点	財政均衡状態に幅がある
剰余金の範囲が変わる	給付現価を超える部分	(給付現価+財政悪化リスク相当額)を超える部分



【Topics1】 財政悪化リスク相当額の算定方法例（標準的な算定方法による資産変動リスクの算定方法例）

資産区分	法令によりリスク係数が定められている資産							その他		合計
	国内債券	国内株式	外国債券	外国株式	一般勘定	短期資産	小計	A	B	
①資産額	100	30	40	30	0	0	200	5	5	210
②リスク係数 (資産減少割合)	5%	50%	25%	50%	0%	0%				
①×② 財政悪化リスク相当額 (資産減少額)	5	15	10	15	0	0	45	補正 × 210/200		47.25

標準的な算定方法による資産変動リスクの算定手順は以下のとおり。

■ 算定時点の実際の年金資産を分類

資産全体 210 を「リスク係数(※1)が定められている資産 200」と「その他(リスク係数の定めがない資産) 10」に分類

※1 リスク係数とは、20年に1度発生しうる金融危機を想定した場合の資産減少割合であり、あらかじめ法令に定めあり

■ リスク係数が定められている資産 200 の財政悪化リスク相当額を算定 ～ Σ(①資産額×②リスク係数)

(国内債券額 100×国内債券のリスク係数 5%) + (国内株式額 30×国内株式のリスク係数 50%)

+ (外国債券額 40×外国債券のリスク係数 25%) + (外国株式額 30×外国株式のリスク係数 50%) = 45

■ 資産全体 210 の財政悪化リスク相当額を算定 ～ 資産の比率で補正(※2)

$$\text{リスク係数が定められている資産 200 の財政悪化リスク相当額 45} \times \frac{\text{資産全体額 210}}{\text{リスク係数が定められている資産 200}} = 47.25$$

※2 その他資産は、いわゆるオルタナティブ資産等であり、個別性が高いことから、法令によるリスク係数の定めはない

全体を通じる考え方は、「標準的な算定方法はその他資産<資産全体額の 20%の場合に限り使用できる方法であり、リスク係数の定めがないその他の資産が少ないので、資産全体の財政悪化リスク相当額は、リスク係数が定められている資産の財政悪化リスク相当額を基に、資産の比率で補正すればよい」、というもの。

【Topics2】 財政悪化リスク相当額の算定方法例（特別算定方法による資産変動リスクの算定方法例）

次に特別算定方法を考えてみる。算定時点の実際の年金資産を標準的な算定方法と同様に分類した結果、下表のようになった場合、どのような特別算定方法が考えられるか？

資産区分	リスク係数を定めることができる資産							その他		合計
	国内債券	国内株式	外国債券	外国株式	一般勘定	短期資産	小計	A	B	
①資産額	100	30	40	30	0	0	200	30	30	260
②リスク係数	5%	50%	25%	50%	0%	0%				
①×②	5	15	10	15	0	0				

特別算定方法は個別の実情を踏まえた方法であり、リスク係数を含め法令等による具体的な定めはないが、いくつかの典型的な方法に集約される。これらに共通する考え方は「リスク係数を定めることができないその他資産を減らして(リスク係数を定めることができる資産を増やして)、標準的な算定方法に準じる」である。

特別算定方法は、その語感から難解な手法のように感じるが、実際の考え方はシンプルである。

(注)より具体的な特別算定方法の例示として、公益社団法人日本年金数理人会の数理実務ガイダンスが参考になる

例 1 は、その他資産に属する A について個別にリスク係数を定めることによって、リスク係数を定めることができない  
その他資産を減らし(リスク係数を定めることができる資産を増やし)、標準的な算定方法に準じるもの。

- 国内債券、国内株式、外国債券、外国株式、一般勘定、短期資産については、標準的な算定方法において  
法令に定めるリスク係数を流用
- その他資産に分類された資産 A のリスク係数を個別に決定
- その他資産に残存する資産 B の割合が十分小さくなったので、標準的な算定方法に準じて算定

例1:「その他資産」に属する個別戦略/商品毎にリスク係数を定める ⇒ Aのリスク係数を定め、Aを「リスク係数を定めることができる資産」へ

資産区分	リスク係数を定めることができる資産							その他	合計	
	国内債券	国内株式	外国債券	外国株式	一般勘定	短期資産	A	B		
①資産額	100	30	40	30	0	0	30	230	30	260
②リスク係数	5%	50%	25%	50%	0%	0%	10%	個別に決定		
標準的な算定方法において法令に定めるリスク係数を流用									補正 ×260/230	
①×②	5	15	10	15	0	0	3	48	54.26	

例 2 は、全ての資産区分について政策アセットミックス策定時のリスク係数を使用するもの。

- 政策アセットミックス策定にあたっては、年金 ALM 分析等を行っていることが多く、この場合全ての資産区分  
についてリスクリターン等何らかの計算の前提を定めているので、それを基にリスク係数を決定
- その他資産はないので、標準的な算定方法に準じて算定(資産の比率による補正は不要)

例2:政策アセットミックス策定時のリスク係数を使用する ⇒ 政策アセットミックス策定時点では、A、Bともに「リスク係数を定めることができる資産」

資産区分	リスク係数を定めることができる資産								小計	合計
	国内債券	国内株式	外国債券	外国株式	一般勘定	短期資産	A	B		
①資産額	100	30	40	30	0	0	30	30	260	260
②リスク係数	5%	30%	20%	40%	0%	0.5%	10%	20%	補正不要	
政策アセットミックス策定時の前提に基づくリスク係数										
①×②	5	9	8	12	0	0	3	6	43	43

### 【Topics3】 特別算定方法と標準的な算定方法の使い分け

「原則は特別算定方法。ただし、その他資産<20%に限り、標準的な算定方法でもよい。」と捉えるとわかりやすい。  
その他資産<20%であっても、法令に定める計算方法以外を使用したければ、特別算定方法を使用できる。

		ニーズ・意向	
		法令に定める計算方法でよい	法令に定める計算方法以外を使用したい※
事実	その他資産 ≥ 20%	特別算定方法 (∵その他資産<20%でない) 負債変動リスクの見込み可	
	その他資産 < 20%	標準的な算定方法 負債変動リスクの見込み不可	特別算定方法 (∵法令に定める計算方法でない) 負債変動リスクの見込み可

“法令に定める計算方法以外を使用したい”とのニーズ・意向例

リスク係数	<ul style="list-style-type: none"> <li>● その他資産&lt;20%であるため、標準的な算定方法で算定しようとしたところ、ヘッジ外債が外国債券に分類され、ヘッジ外債のリスク係数が 25%となる</li> <li>● ヘッジをかけているのに 25%を使用するのは違和感があるので、独自のリスク係数を使用したい</li> </ul>
資産配分	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 政策アセットミックスを見直したばかりなので、現時点では実際の資産配分と政策アセットミックスの資産配分が一致していない</li> <li>● 今後実際の資産配分を政策アセットミックスの資産配分に合わせる予定なので、実際の資産配分ではなく、政策アセットミックスの資産配分に基づき算定したい</li> </ul>
負債変動リスク	<ul style="list-style-type: none"> <li>● その他資産&lt;20%であるため、標準的な算定方法で算定しようとしたところ、財政悪化リスク相当額に資産変動リスクしか見込むことができないので、将来の財政悪化へ備えが十分とはならない可能性がある</li> <li>● 将来の予定利率引下げ、死亡率改善といった負債変動リスクを見込むことによって、財政悪化への備えをより充実させたい</li> </ul>

**【Topics4】 リスク対応掛金を多く拠出するには、特別算定方法を使用し、負債変動リスクを見込む**

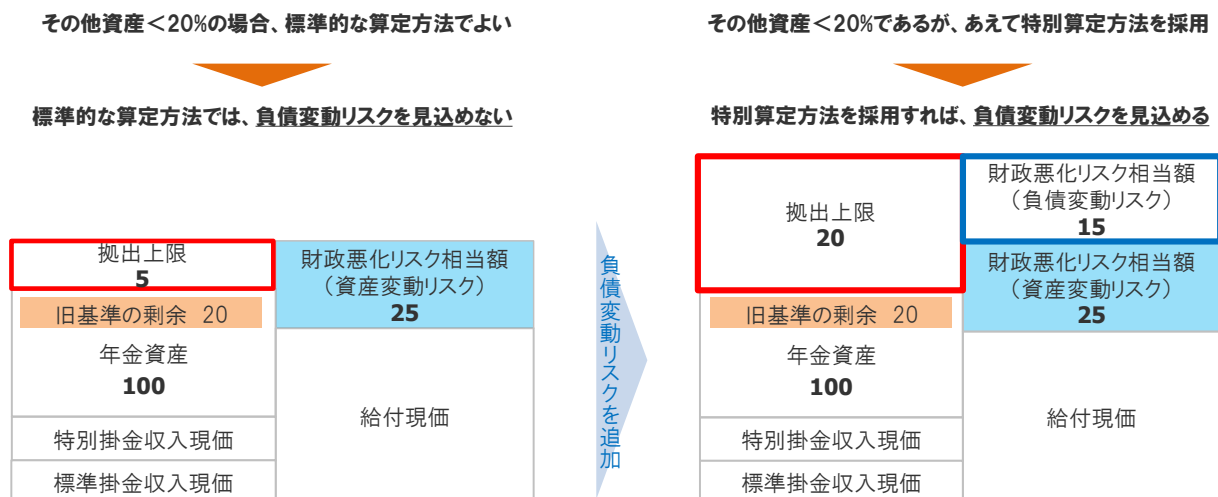
新基準へ移行する際、相当数の制度が直面する論点である。

財政悪化リスク相当額を標準的な算定方法で算定する場合(その他資産<20%)を考える。

まず、取扱いを整理すると以下のとおり。

- 特別算定方法では、財政悪化リスク相当額として、負債変動リスクを見込むことができる  
標準的な算定方法では、負債変動リスクを見込むことができない(P2 の 2(3))
- 原則は特別算定方法だが、その他資産<20%に限り、標準的な算定方法でもよい(P5 の Topics3)
- リスク対応掛金の拠出上限は、財政悪化リスク相当額から旧基準の剰余金を控除した残額(P2 の 2(4))

一般的に、大部分の制度は旧基準において相応の剰余があるため、実際にリスク対応掛金の拠出上限を算定すると、それほど大きな金額にはならない。拠出上限を増やすには、“その他資産<20%ではあるものの、標準的な算定方法ではなく、特別算定方法を使用する”のが効果的。その他資産<20%の場合、標準的な算定方法でもよいのであって、特別算定方法を使用できないわけではない。特別算定方法を使用すれば負債変動リスクを見込むことができるようになり、結果として、財政悪化リスク相当額が増加し、リスク対応掛金の拠出上限も増加する。

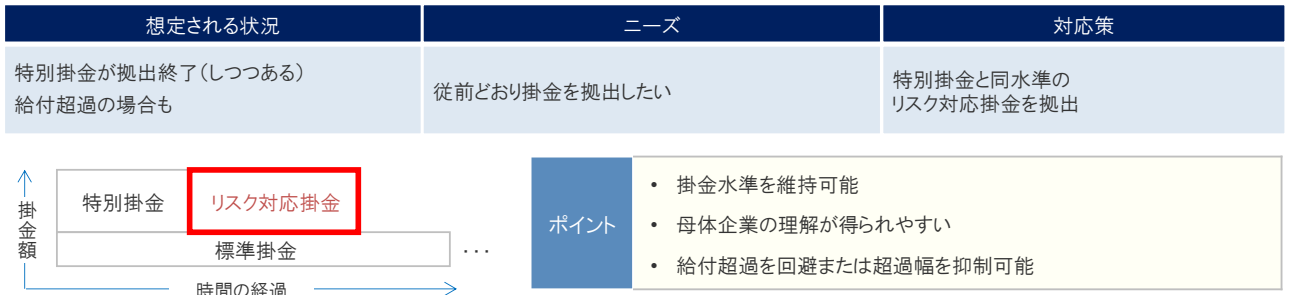


### 3. リスク対応掛金の活用事例

リスク対応掛金の主たる活用事例は以下のとおりである。

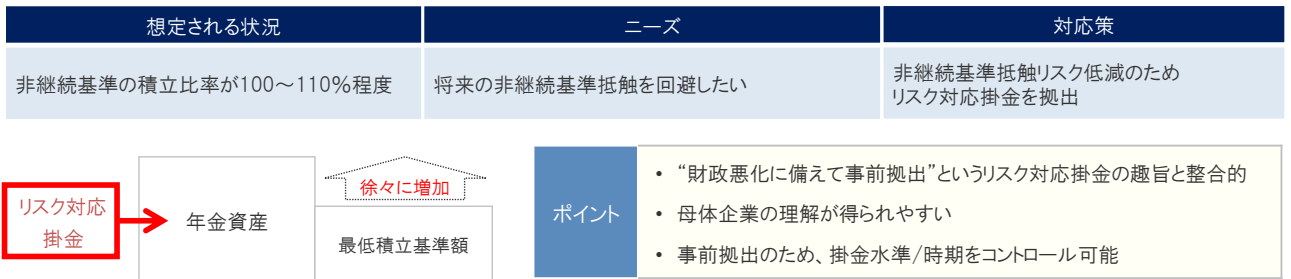
#### <事例 1> 特別掛金終了による掛金減少への対応 ～ P1 の 1.現状認識(傾向 2)への対応

掛金が減少する(減少することが見込まれる)中、特別掛金と同水準のリスク対応掛金を接続させる事例



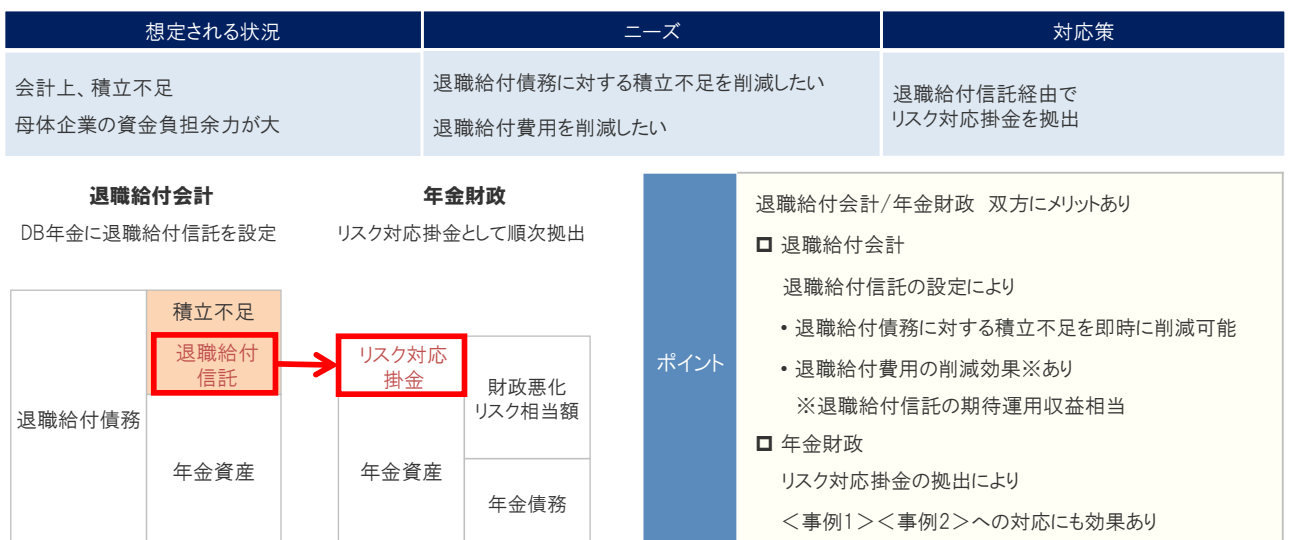
#### <事例 2> 金利低下に伴う非継続基準への抵触リスク増加への対応 ～ P1 の 1.現状認識(傾向 3)への対応

最低積立基準額の増加に備え、リスク対応掛金を拠出し、年金資産を増加させることによって、非継続基準への抵触リスクを低減させる事例



#### <事例 3> 退職給付会計上の積立不足への対応

退職給付会計上、退職給付信託を設定し、そこから年金財政上のリスク対応掛金として順次拠出することにより、会計/財政双方のメリットを享受する事例

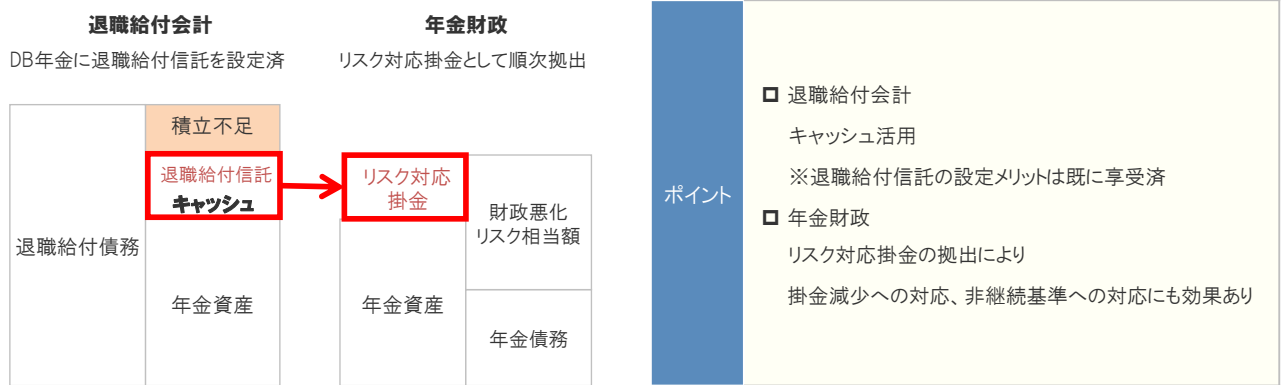




＜事例 4＞ 株式版退職給付信託内のキャッシュ活用

既に株式版の退職給付信託を設定している場合に、その中に滞留している配当キャッシュ、あるいは、政策保有株式の持ち合い解消に伴い新たに発生するキャッシュを原資として、リスク対応掛金を設定する事例  
最近のコーポレートガバナンスコード改訂の議論の中で、政策保有株式の保有の適否を問う動きになっていることから、持ち合い解消に伴うキャッシュを原資とする事例は今後増加することが見込まれる。

想定される状況	ニーズ	対応策
既に株式版退職給付信託を設定済 退職給付信託内にキャッシュあり (配当、政策保有株式の持合解消)	退職給付信託内のキャッシュを活用したい	退職給付信託内のキャッシュを原資として リスク対応掛金を拠出



4. 財政悪化リスク相当額の再算定期とリスク対応掛金の変更時期の関係

P2 の 2(5)のとおり、リスク対応掛金には特有の制約がある。新基準移行に伴い、財政悪化リスク相当額を算定し、リスク対応掛金を設定した後、それらはいつ変更するのか？

財政悪化リスク相当額は下表の主たる事由に該当した時、必ず再算定しなければならない。

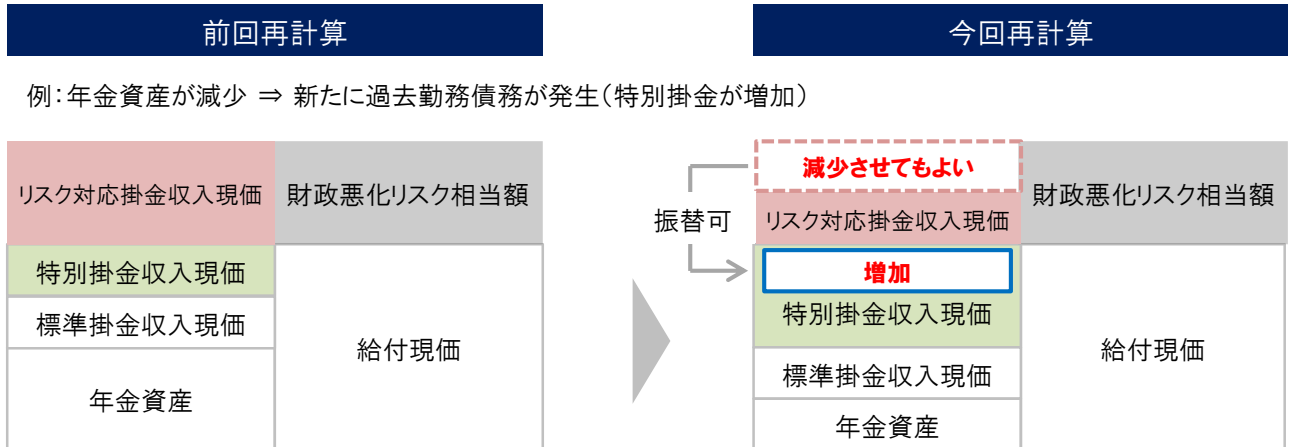
しかしながら、リスク対応掛金は、財政悪化リスク相当額の再算定に連動して変更するわけではない。変更できる時期、変更しなければならない時期は限定的に定められている。

主たる事由	財政悪化リスク相当額の再算定	リスク対応掛金の変更
定例の財政再計算	しなければならない	【新たに過去勤務債務が発生した場合】 できる（減少させることができる） <b>ケース1</b>
		【財政悪化リスク相当額のうち財源が確保されていない部分が増加した場合】 できる（増加させることができる） <b>ケース2</b>
		【財政悪化リスク相当額を超える財源が措置された場合】 しなければならない（減少させなければならない） <b>ケース3</b>
継続基準抵触		【新たに過去勤務債務が発生した場合】 できる（減少させることができる） <b>ケース1</b>
合併/分割 加入者の大幅変動 給付設計の変更		できる

ケース 1 は、“新たに過去勤務債務(特別掛金収入現価)が発生した場合”であり、特別掛金が増加した分だけ、リスク対応掛金を減少させることができる。

この取扱いは、定例の財政再計算での掛金見直し時、財政決算での継続基準抵触に伴う掛金見直し時に該当するものであり、見直し前後の掛金水準を概ね維持できるよう、規定されたものと思われる。

【ケース 1】新たに過去勤務債務が発生した場合



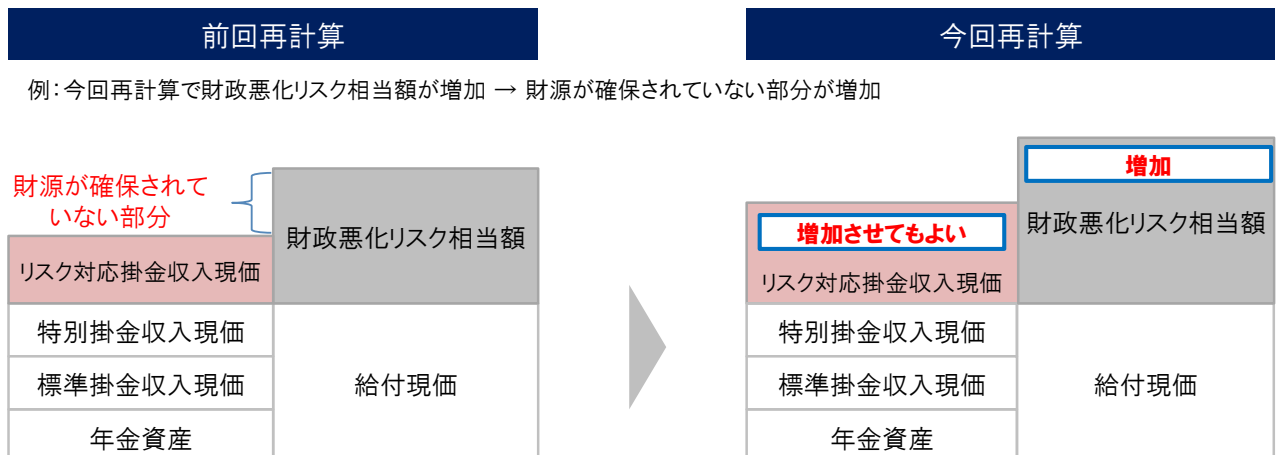
ケース 2 は、(1)と(2)の区別が重要である。

ケース 2(1)は、“定例の財政再計算に伴い、財政悪化リスク相当額のうち財源が確保されていない部分が増加した場合であり、リスク対応掛金を増加させることができる。

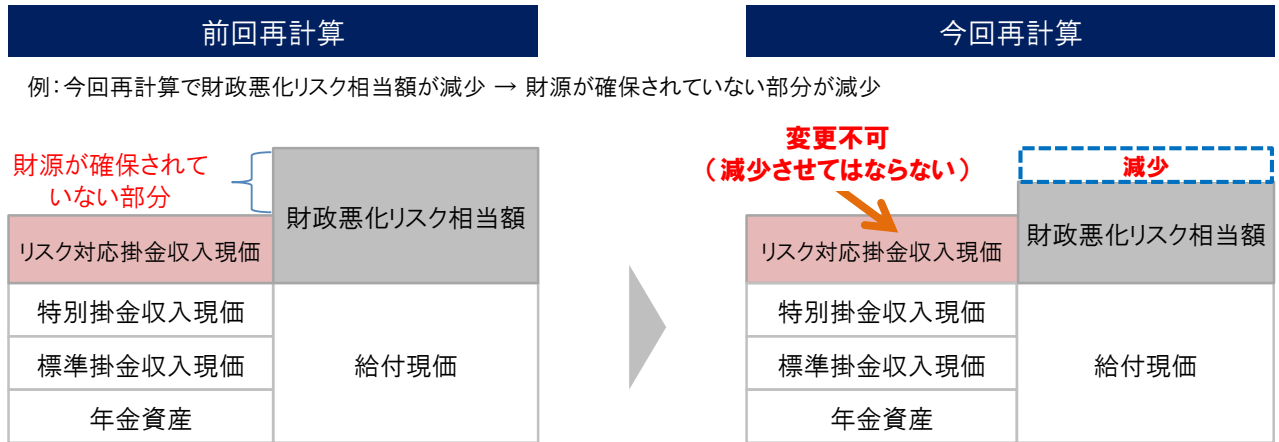
一方、ケース 2(2)は、“定例の財政再計算に伴い、財政悪化リスク相当額のうち財源が確保されていない部分が減少した場合”であるが、P8 の表中のリスク対応掛金の変更時期いづれにも該当しないため、リスク対応掛金を変更することはできない。

なぜ、減少した場合は変更できず、増加した場合は変更できるのか？筆者にはよくわからない。

【ケース 2(1)】定例の財政再計算に伴い、財政悪化リスク相当額のうち財源が確保されていない部分が増加した場合



【ケース 2(2)】 定例の財政再計算に伴い、財政悪化リスク相当額のうち財源が確保されていない部分が減少した場合



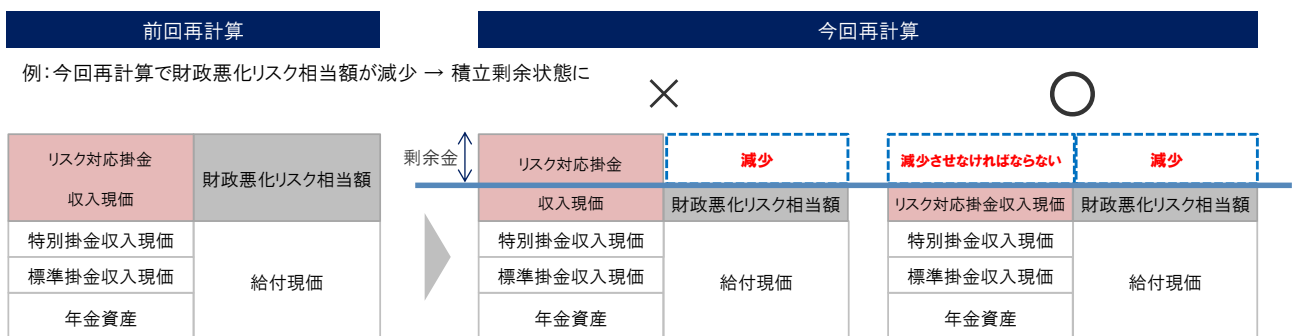
ケース 3 は、“財政悪化リスク相当額を超える財源が措置された場合であり、リスク対応掛金を減少させなければならない。

この取扱いの背景には「リスク対応掛金は全額損金算入できるので、損金算入額の妥当性を定期的にチェックする必要がある。この定期的なチェック時期を定例の再計算とする。」という発想があると思われる。

この発想に沿って考え方を整理すると以下のとおり。

- リスク対応掛金とは、潜在的な財政悪化リスクに備えるもの（損金算入可）
- 今回再計算の結果、リスク対応掛金を当初の予定どおり拠出しようとすると積立剰余状態になることが判明
- このままリスク対応掛金を当初の予定どおり拠出すると財政悪化リスクに対して備え過ぎ（過剰損金では？）
- 備え過ぎとなる分はリスク対応掛金を減少させなければならない（損金算入額を適正化）

【ケース 3】 定例の財政再計算に伴い、財政悪化リスク相当額を超える財源が措置された場合



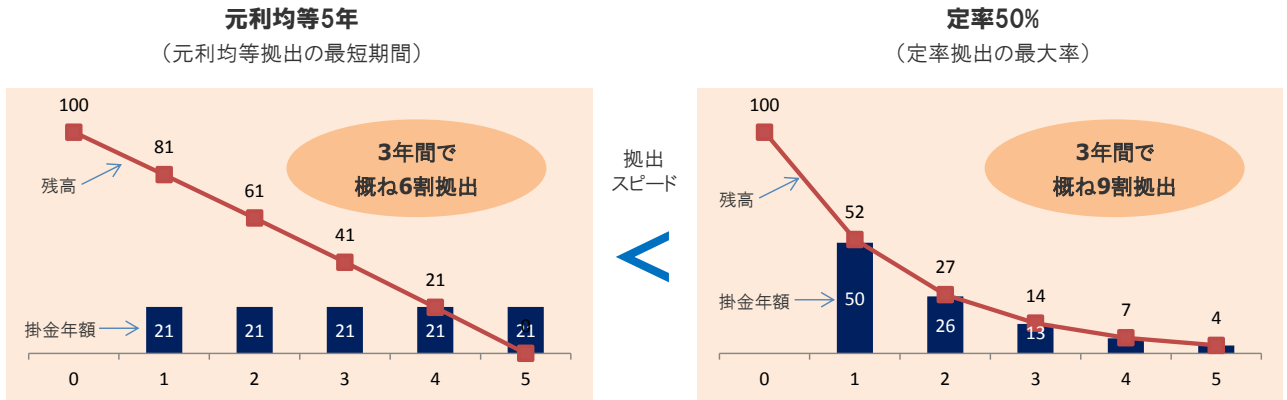
(注1) 本取扱いは「損金算入額の妥当性」を定例の再計算毎(5年毎等)にチェックするもの。

その間にある毎年度の決算時にはチェックしないため、決算においては積立剰余になってもそのまま可。

(注2) 既にリスク対応掛金の拠出が終了している場合は、定例の再計算時に積立剰余になってもそのまま可。

なぜなら、リスク対応掛金を減少させようとしても、減少させる対象が既に存在しないからである。

したがって、できる限り当初の予定どおりリスク対応掛金を拠出したい場合には、“早く拠出する＝次回の定例の再計算が到来する前にほぼ全額を拠出してしまふ”のが有効。早く拠出するための拠出方法としては、元利均等拠出5年あるいは定率拠出50%が候補となるが、定率拠出50%の方が圧倒的に早く拠出できる。



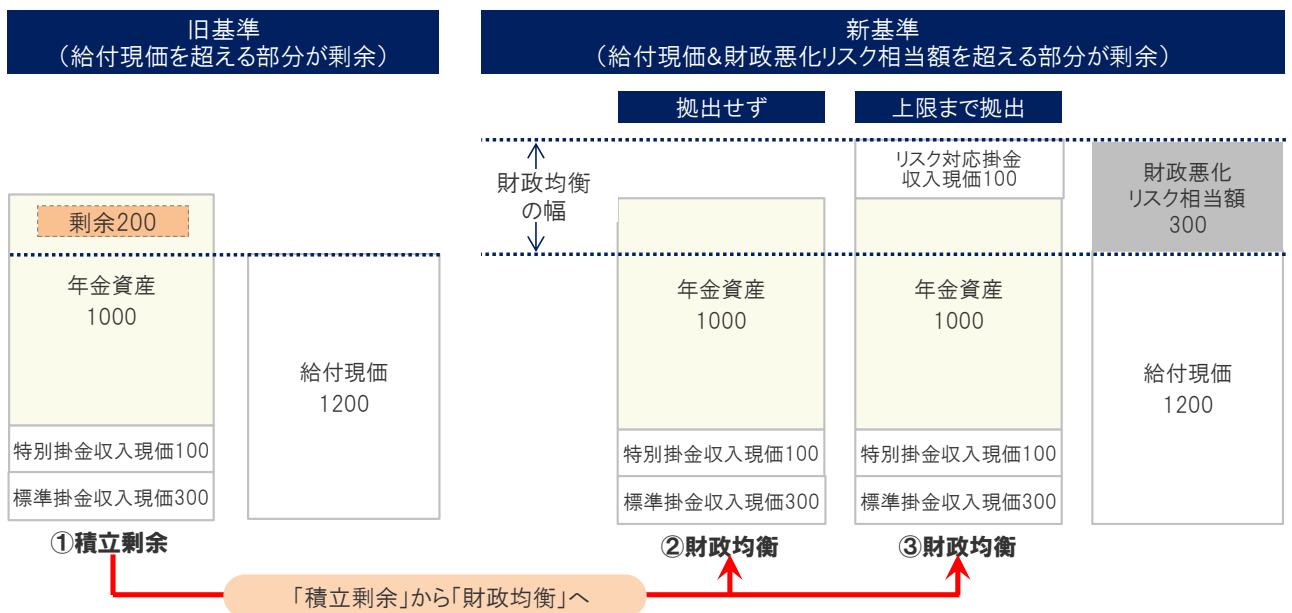
## 5. 新基準を立ち止まって考える

新基準に関してよくある質問は「新基準へ移行すると剰余金が消える？ どう理解すればよいのか？」  
新基準へ移行すると、財政検証の考え方が変更されるため、剰余金額、積立比率等の見え方も変わる。

### (1) 剰余が消える？

下図は、旧基準で剰余金 200 の積立剰余状態①から新基準へ移行するケース。  
新基準へ移行すると、財政均衡状態に幅ができる。リスク対応掛金の拠出は任意なので「②拠出しない場合」と「③上限まで拠出する場合」を考えると、②③とも財政均衡状態に転じる。

- ①は積立剰余、②は財政均衡だが、実態は同じ(①②とも年金資産+掛金収入現価=1400)  
②は剰余が消えたが、給付に対する余裕まで消えたわけではない(①②とも給付に対する余裕は 200)
- ②③とも財政均衡だが、実態は異なる(②は将来リスクへの備えが十分ではない、③は十分)

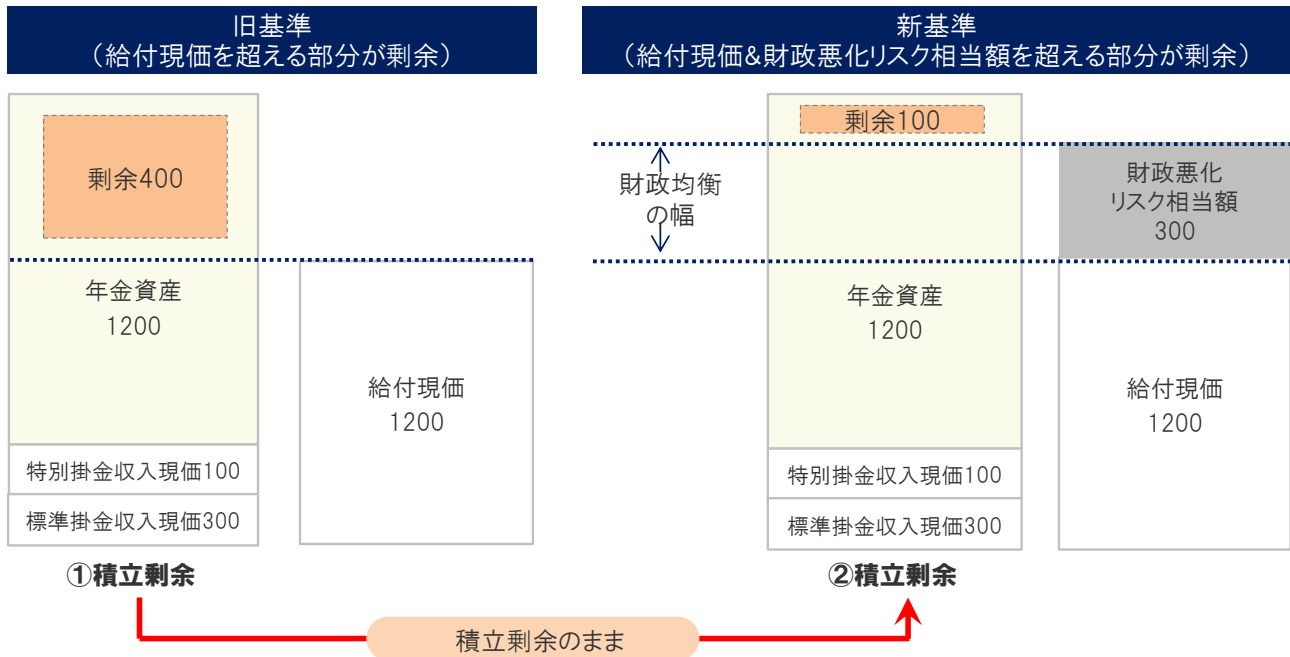


下図は、旧基準で剰余金 400 の積立剰余状態①から新基準へ移行するケース。

旧基準での剰余金 400 が財政悪化リスク相当額 300 を超えているため、引き続き積立剰余状態。

- ①②とも積立剰余で、実態も同じだが、剰余金の水準が異なる
- ②は剰余が減少するが、もともと相当高い積立レベル(財政悪化リスクを賄って余りあり)

(注)本ケースでは、リスク対応掛金の拠出上限がゼロとなるため、リスク対応掛金を拠出できない



このように、新基準へ移行すると、“実態は同じなのに見え方は異なる”あるいは“実態は異なるのに見え方は同じ”という状況がありうるため、財政状況を適切に把握するのは容易ではない。

旧基準においては、財政状況を把握するための指標として「責任準備金」を用いてきた。責任準備金と年金資産の大小を比較する、それらの比率を積立比率として表現する等の使い方である。

では、新基準において責任準備金を用いたらどうなるだろうか？

## (2) 新基準における責任準備金

旧基準の責任準備金は、給付現価から掛金収入現価を控除した額。これは、“現時点で責任準備金相当の年金資産を保有していれば、将来の掛金収入と併せて、将来の給付を過不足なく賄うことができる”という意味である。したがって、旧基準では、責任準備金を年金資産の積立目標とし、“現時点で実際に責任準備金相当の年金資産を保有しているか否か”を確認するために、責任準備金と年金資産を比較していたのである。また、旧基準の責任準備金は、財政状況にかかわらず金額が同じ。

一方、新基準の責任準備金は、給付現価から掛金収入現価を控除した額ではなく、新基準における財政検証の姿になるように逆算して定義したものである。実際には、追加拠出可能額現価等の概念を使用して定義されるが、おおまかなイメージは下図表のとおり。新基準の責任準備金は、新基準の 2 つの視点(給付への備え、財政悪化リスクへの備え)を責任準備金という概念の中に押し込めているため、財政状況によって定義を使い分けている。その結果、財政状況によって金額が異なるため、年金資産の積立目標とは言い難い。

財政状況	責任準備金の定義	なぜそのように定義するか？
積立不足	給付現価－掛金収入現価	年金資産が責任準備金を下回る額が不足金となるように
財政均衡	年金資産と同額	財政均衡の幅の中で、いかなる状態であっても年金資産と責任準備金が一一致し、剰余金/不足金ともにゼロとなるように
積立剰余	財政悪化リスク相当額＋給付現価－掛金収入現価	年金資産が責任準備金を上回る額が剰余金となるように

**旧基準**

1つの視点(給付への備え)

責任準備金 = 年金資産の積立目標

責任準備金 = 給付現価 - 掛金収入現価

財政状況にかかわらず金額が同じ

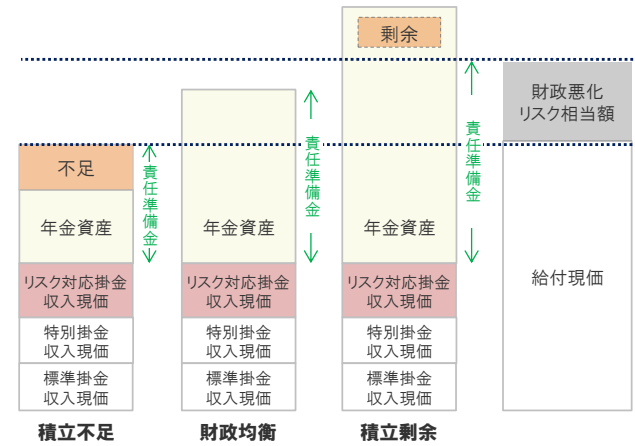
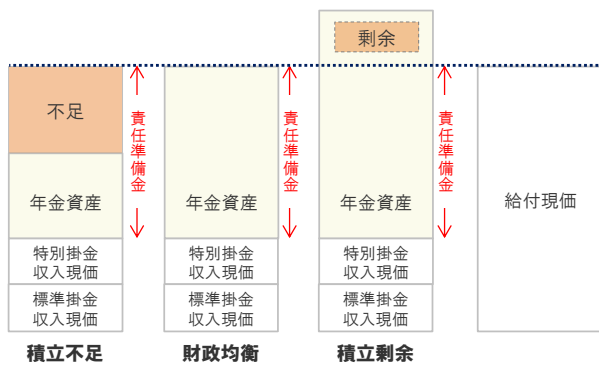
**新基準**

2つの視点(給付への備え、将来の財政悪化リスクへの備え)

責任準備金 ≠ 年金資産の積立目標

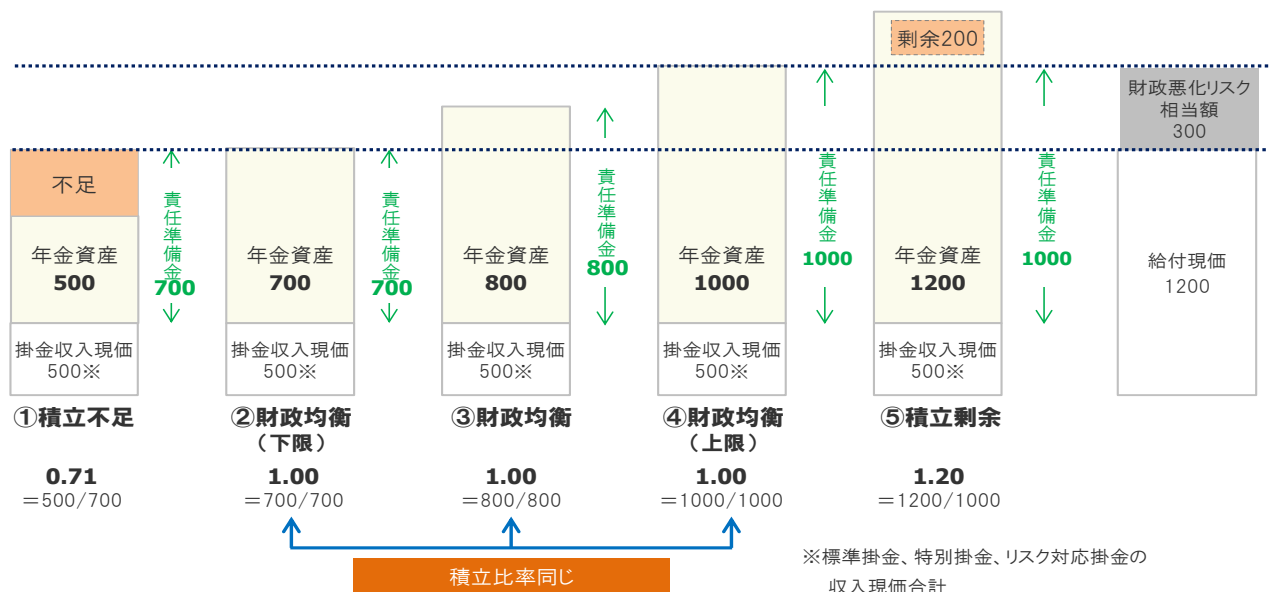
責任準備金 ≠ 給付現価 - 掛金収入現価  
= 下図のようになるように逆算して定義したもの

財政状況によって金額が異なる



下図は、新基準において「責任準備金」を用いて積立比率を表現したものです。

- 積立比率の横比較にあまり意味はない(財政状況によって、積立比率算定上の分母が相違)
- 財政均衡状態にある②～④の実態の差が見えない

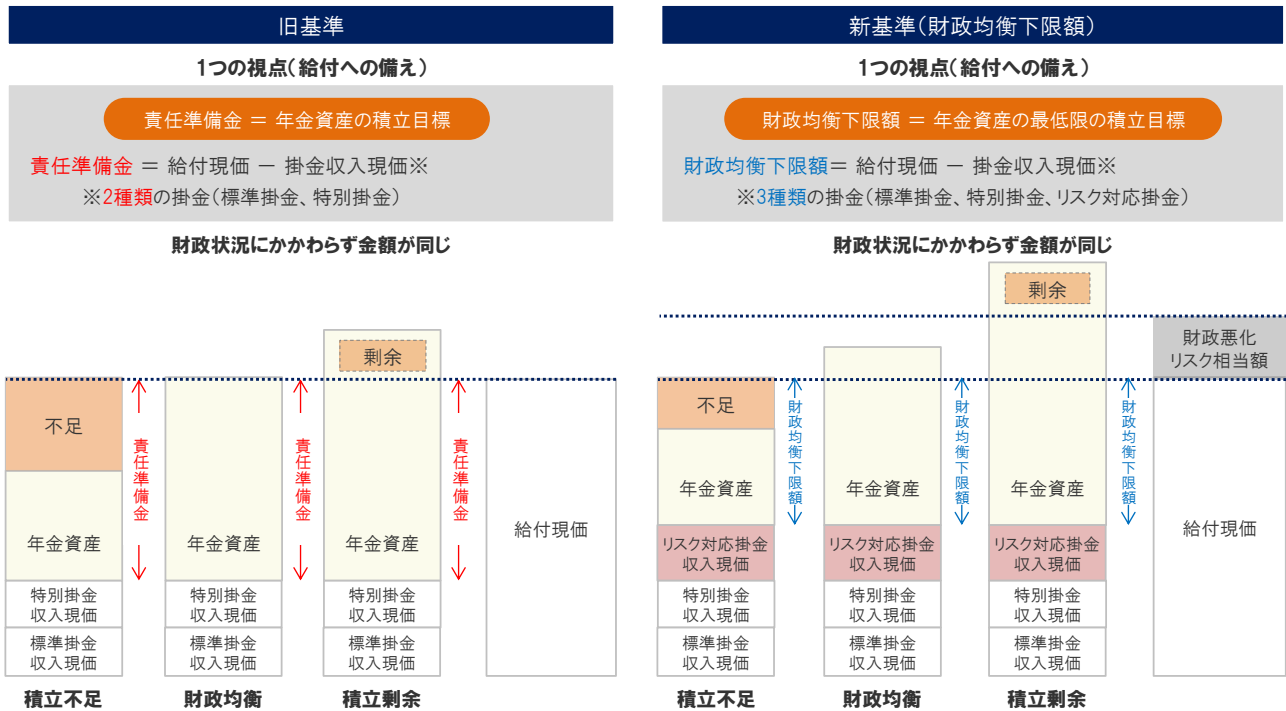


### (3) 責任準備金に代わるアイデア「財政均衡下限額」

では、旧基準の責任準備金と同様、1つの視点(給付への備え)に絞った概念で捉えたらどうなるか? 給付現価から掛金収入現価を控除した額を「**財政均衡下限額**」(法令用語ではなく、弊社の造語)と定義してみる。

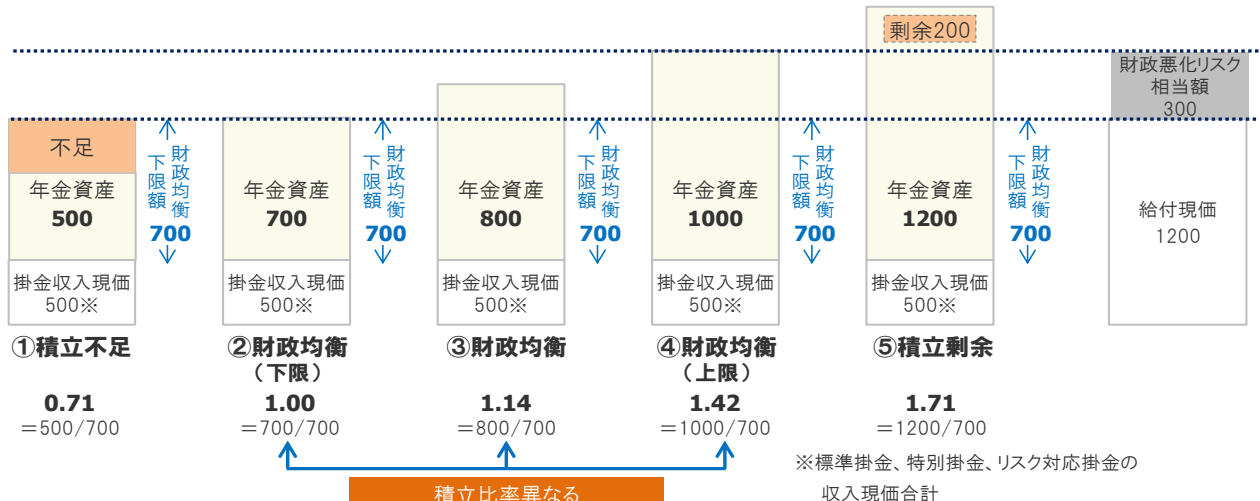
下図のとおり、旧基準の責任準備金と新基準の財政均衡下限額の違いは、掛金の種類が増えるだけ。

- 財政均衡下限額の意味は、“現時点で財政均衡下限額相当の年金資産を保有していれば、将来の3種類(標準掛金、特別掛金、リスク対応掛金)の掛金収入と併せて、将来の給付を過不足なく賄うことができる”つまり、年金資産＝財政均衡下限額の時、財政均衡の下限の状態になる…**財政均衡下限額**という造語の起源
- また、財政均衡下限額は、旧基準の責任準備金と同様、財政状況にかかわらず金額が同じ



下図は、新基準において「財政均衡下限額」を用いて積立比率を表現したものの。

- 積立比率の横比較に意味がある(いかなる財政状況であっても、積立比率算定上の分母が同じ)
- 財政均衡状態にある②～④の実態の差が見える
- “積立比率=1.00の時、給付を過不足なく賄える”という意味になり、積立比率の意味を理解しやすい



## 6. 新基準での運用を考える

このように、新基準において「財政均衡下限額」を用いると、年金資産との大小関係や積立比率に意味を持たせることができる。また、財政均衡下限額は、運用を考える上でも非常に有用である。

### (1) 一般的には“目標リターン≧予定利率”だが…

運用を考える上での一般的な考え方は、“ポートフォリオ全体の目標リターンを予定利率以上とする”である。これは、資産の伸びが負債側の伸びを下回らないようにし、年金財政上、恒常的な不足要因とならないようにするためである。

しかしながら、“資産の伸びが負債側の伸びを上回る必要はなく、資産の伸びが負債側の伸びと一致する運用(以下「伸びが一致する運用」という。)をすればよい。そうすれば、資産全体について予定利率を目指す必要はない。”という考え方もある。本稿ではこの考え方について紹介したい。

### (2) 旧基準における「伸びが一致する運用」の考え方

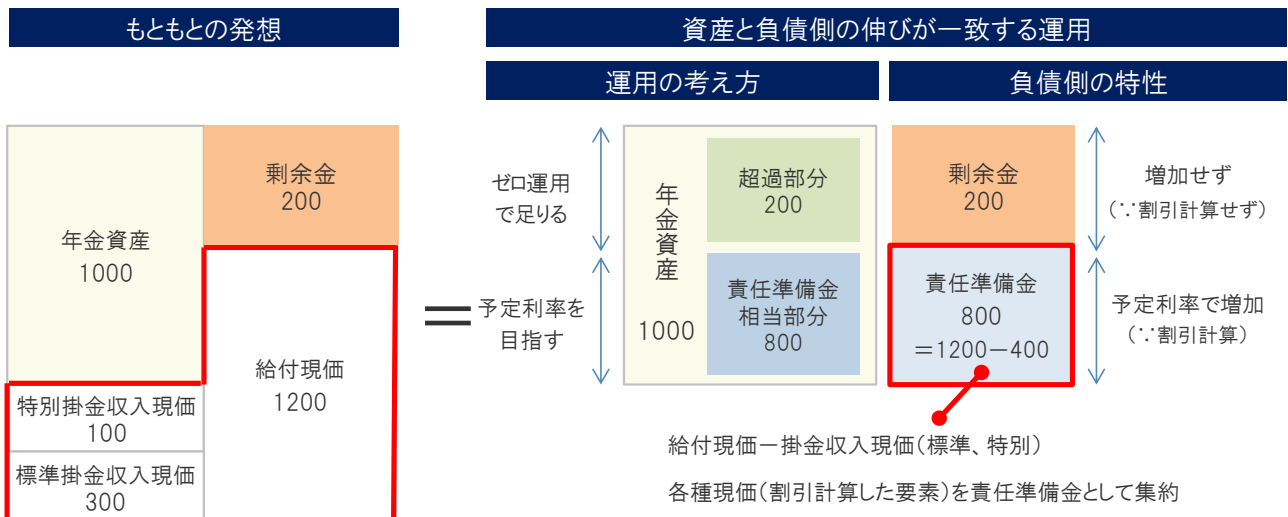
「伸びが一致する運用」という考え方は、新基準移行に伴い新たに生まれたものではなく、実は旧基準においても採り得たものである。“剰余金を活用すれば、目標リターンを引き下げ、リスクを抑制できる”という話を聞いたことがあるであろう。一般に「剰余金を活用した運用」と言われるものである。これはどういう仕組みか？

下図は、旧基準における「伸びが一致する運用」の考え方。

左図は旧基準での積立剰余状態を示したもの、右図は左図の太枠で囲んだ部分を「責任準備金」に置き換えただけで、左図と本質は変わらない。

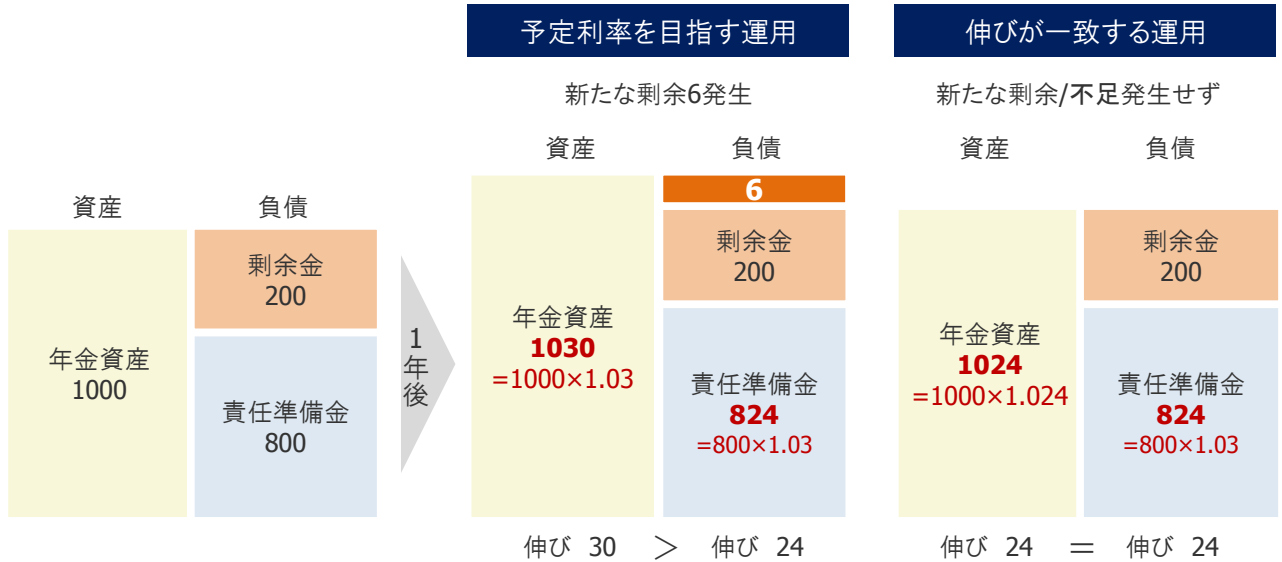
ここで、右図において、負債側の特性を考える。責任準備金 800(=給付現価-掛金収入現価)は、予定利率で割引計算した要素から構成されるため、時間の経過に伴い、予定利率で増加する。剰余金 200 は、割引計算をしているわけではないので、時間が経過しても増加しない。

次に、「伸びが一致する運用」を考えると、年金資産全体 1000 のうち、責任準備金に相当する 800 は予定利率を目指す必要があるが、残りの 200 はゼロ運用で足りる。つまり、「伸びが一致する運用」を行うのであれば、年金資産全体 1000 に対して予定利率を目指す必要はなく、もっと目標リターンを引き下げ、リスクを抑制しても、剰余金水準を維持できるのである。





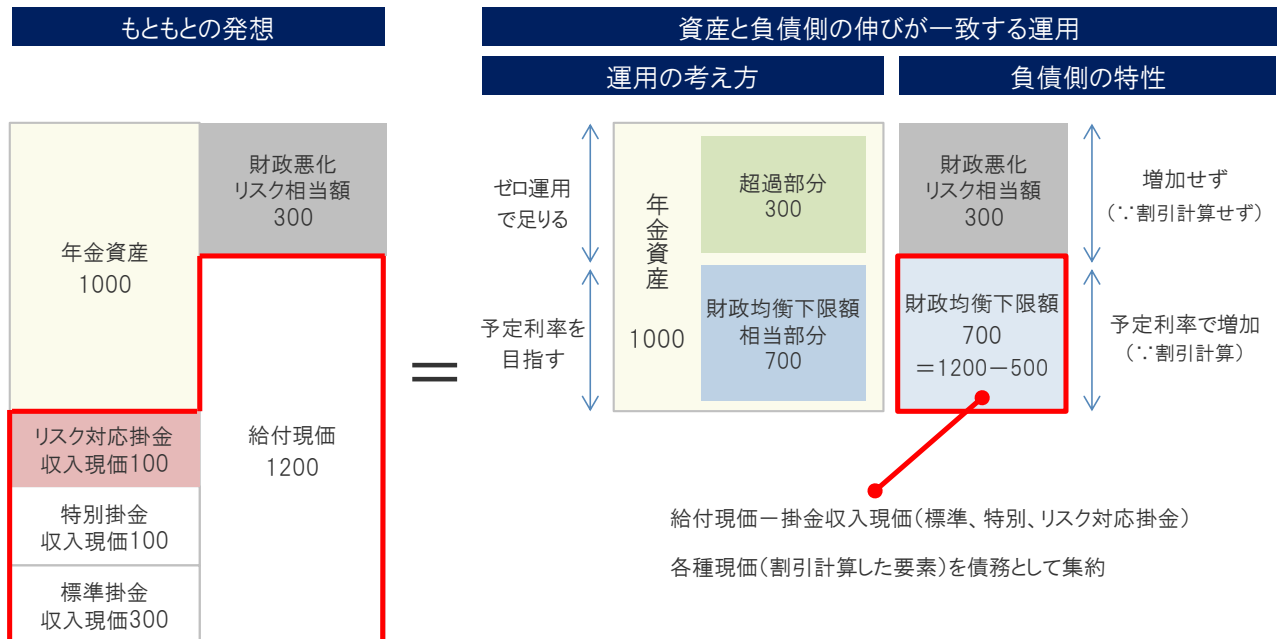
たとえば、予定利率が3%の場合、1年後に負債側は24(=責任準備金 800×1.03)伸びる。  
資産と負債側の伸びを一致させるには、資産全体 1000 の目標リターンを 2.4%(=24÷1000)にすればよい。



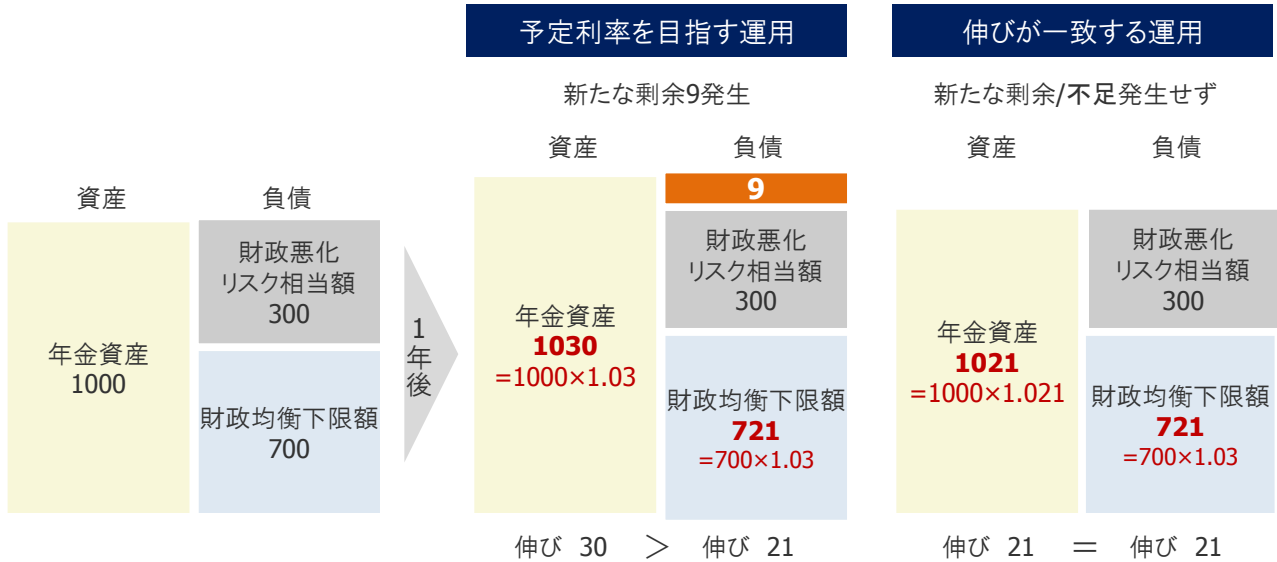
### (3) 新基準における「伸びが一致する運用」の考え方

基本的な考え方は、旧基準と同じ。掛金の種類が2種類から3種類に増えるだけと捉えた上で、P14の5(3)の「財政均衡下限額」(弊社の造語)を用いる。

下図は、新基準においてリスク対応掛金を上限まで拠出した場合の「伸びが一致する運用」の考え方。「伸びが一致する運用」を考えると、年金資産全体 1000 のうち、財政均衡下限額に相当する 700 は予定利率を目指す必要があるが、残りの 300 はゼロ運用で足りる。

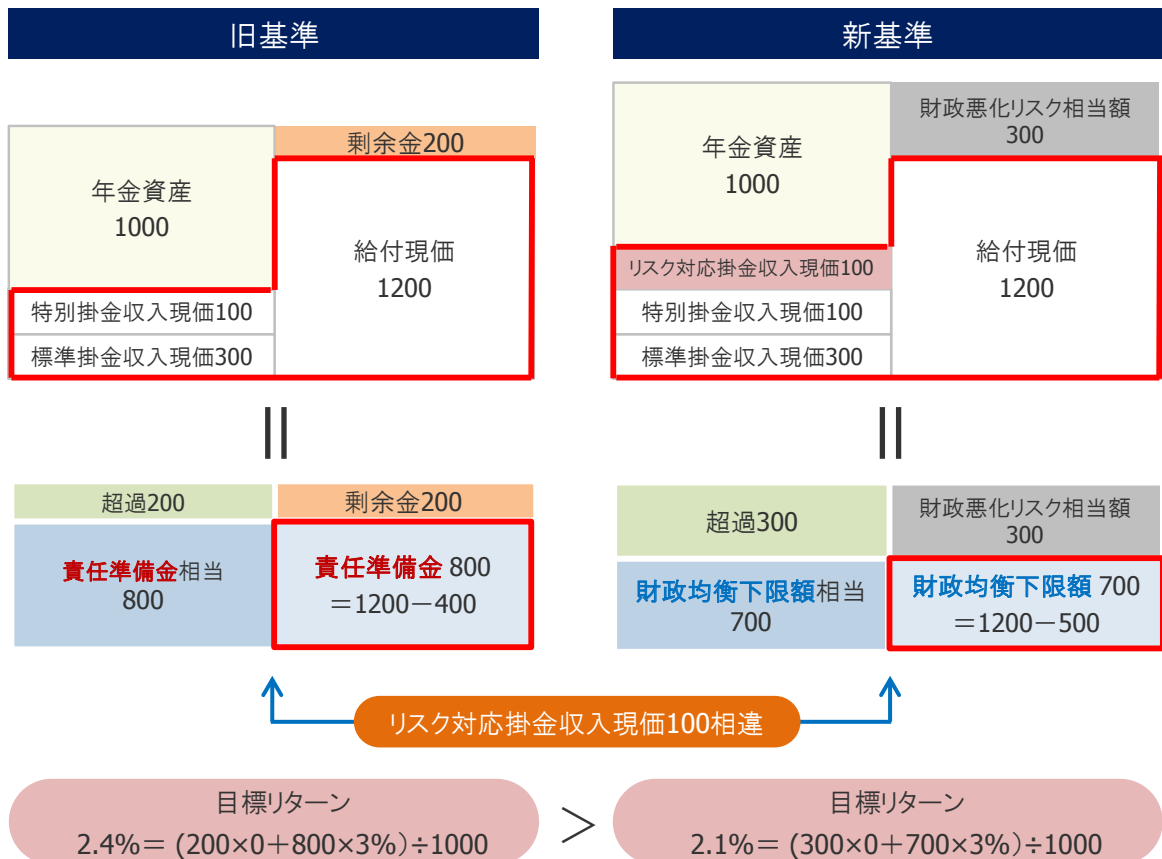


たとえば、予定利率が 3% の場合、1 年後に負債側は 21 (= 財政均衡下限額 700 × 1.03) 伸びる。  
資産と負債側の伸びを一致させるには、資産全体 1000 の目標リターンを 2.1% (= 21 ÷ 1000) にすればよい。

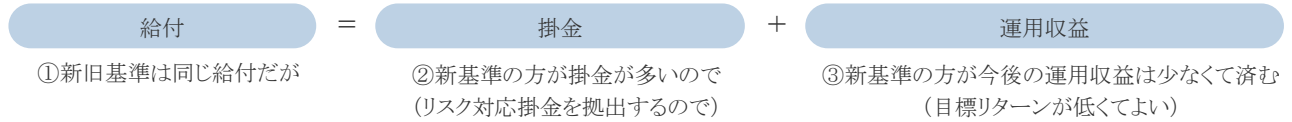


このように、伸びが一致する運用の考え方は、新基準、旧基準とも同じである。ただし、「リスク対応掛金収入現価 100」の有無に起因して、数値が若干異なっている。

新基準は、旧基準と比較して、将来の掛金収入見込が 100 大きいため、財政均衡下限額相当部分(予定利率を目指すべき資産)が 100 小さい。その結果、目標リターンが低くてよい。



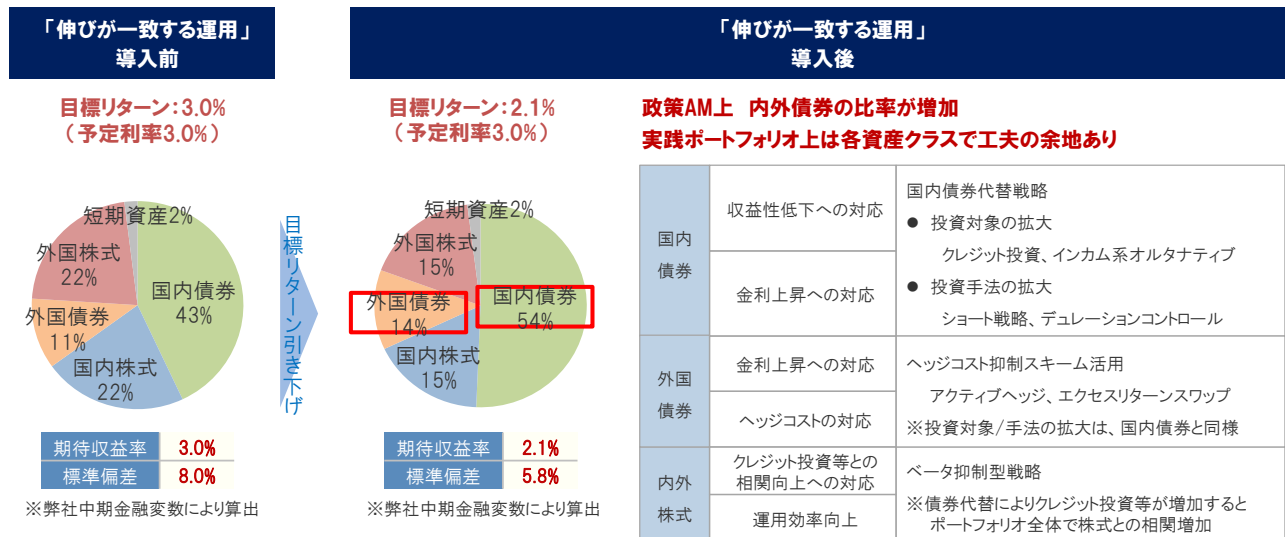
これをもっと直感的に理解するためには、「給付＝掛金＋運用収益」という関係に着目するとわかりやすい。  
“新旧基準を比較すると、給付は同じだが、掛金と運用収益の配分(内訳)が異なる”ということである。



#### (4) 新基準における「伸びが一致する運用」～概要、戦略例～

伸びが一致する運用の導入(目標リターンの引き下げ)に伴い、政策アセットミックスを見直すと、内外債券の比率が増加する。もちろんプレーンな内外債券(NOMURA-BPI(総合)、FTSE 世界国債インデックス等)に投資しても差し支えないが、足下の市場環境(債券利回り低下、金利上昇リスク等)を勘案すると、実践ポートフォリオ上では、債券資産クラスにおける債券代替戦略として、投資対象の拡大(クレジット投資、インカム系オルタナティブ等)、投資手法の拡大(ショートを活用したデュレーションコントロール等)を検討することとなる。

また、債券資産クラスにおいてクレジット投資等が増加すると、ポートフォリオ全体で株式との相関が高まるため、株式資産クラスにおいて、ベータ抑制型戦略等の運用効率の向上を狙った戦略も視野に入る。



#### (5) 新基準における「伸びが一致する運用」～財政状況の変化に応じた目標リターン見直し～

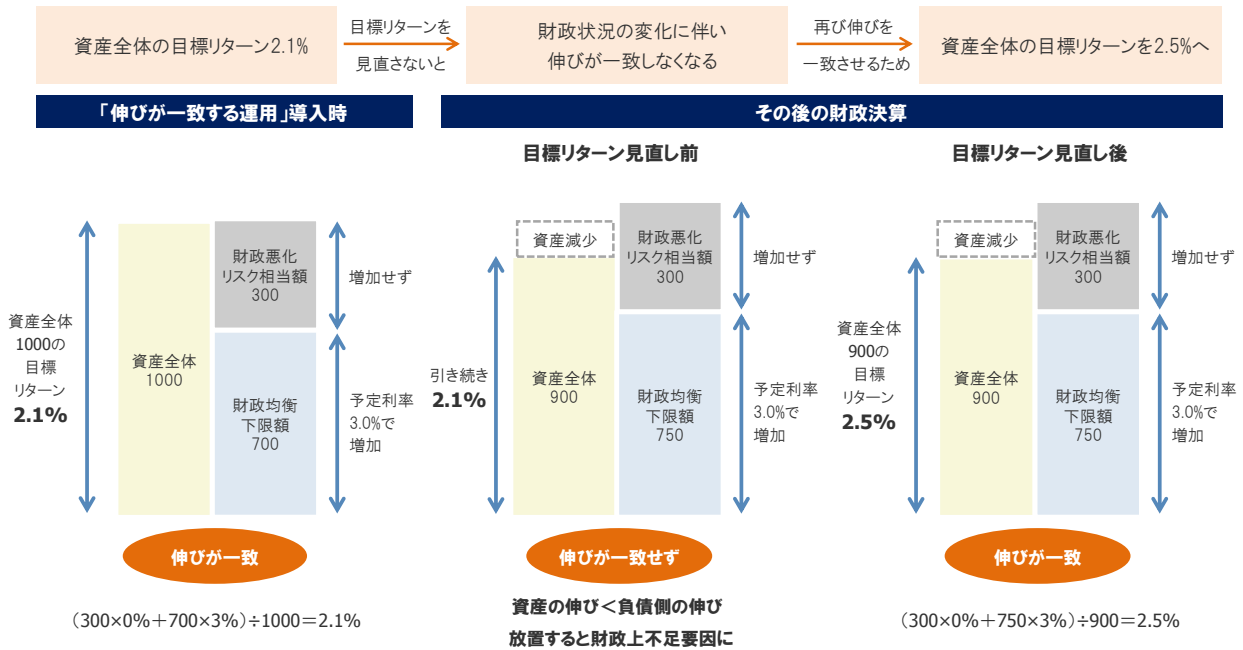
伸びが一致する運用導入時に設定した目標リターンは、その後の財政状況に応じて見直す必要がある。

下図は、伸びが一致する運用導入時に、資産全体 1000 に対する目標リターンを 2.1% と設定し、その後の財政決算で、資産は 900 に減少、財政均衡下限額は 750 に増加したケース。

目標リターンを見直さないと、中央の図のように、資産と負債側の伸びが一致しなくなり、年金財政上の不足要因となる。

したがって、右図のように、改めて負債側の特性を勘案し、目標リターンを見直す必要がある。

財政均衡下限額 750 は時間の経過に伴い予定利率で増加、財政悪化リスク相当額は時間が経過しても増加しない。伸びが一致する運用を考えると、資産全体 900 に対する見直し後の目標リターンは 2.5% (= (300×0% + 750×3%) ÷ 900) となる。



では、目標リターンはいつ見直すべきか？

理屈どおりに考えれば、“財政決算確定次第、速やかに見直す(年1回)”ということになる。

ただ、これ以外にも“財政決算確定次第、速やかに見直す。ただし、見直し前後の目標リターンが〇%以上乖離した場合に限る。”、という取扱い等、見直しの頻度、手法等には様々ありうる。

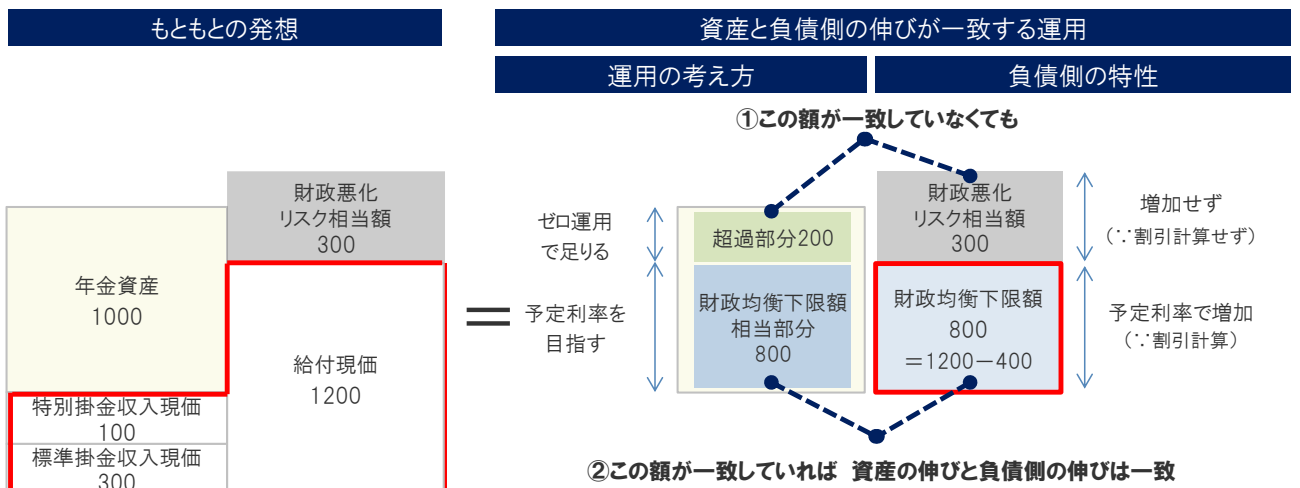
いずれにしても、“目標リターンを一切見直さない”あるいは“見直し前後の目標リターンの乖離すら把握しない”という取扱いは、年金財政上問題になる虞があるので避けるべきである。

**【ご参考】新基準においてリスク対応掛金を拠出しない場合の「伸びが一致する運用」**

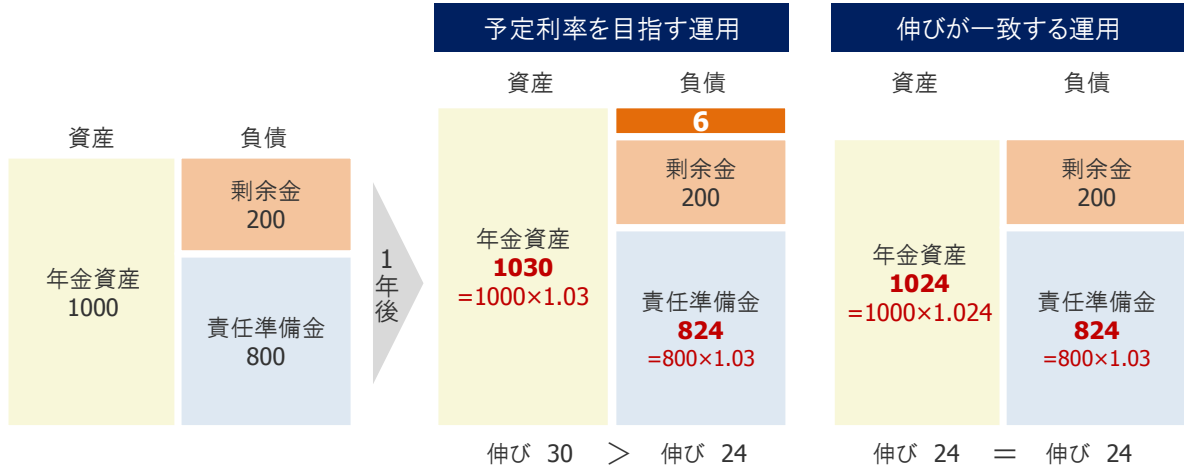
これまででは、新基準においてリスク対応掛金を上限まで拠出した場合の話であった。

では、新基準においてリスク対応掛金を拠出しない場合はどうなるか？ポイントは以下のとおり。

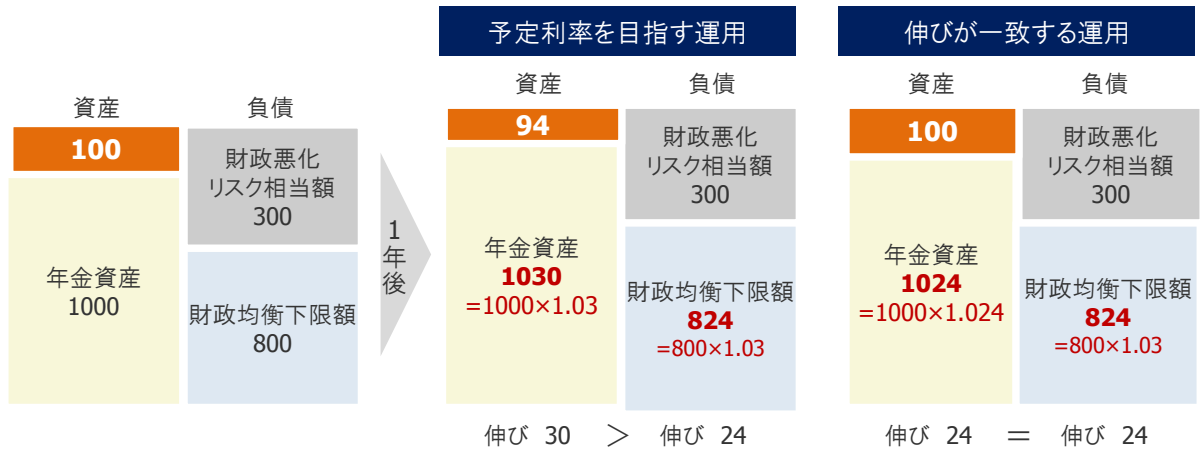
- リスク対応掛金がないので、リスク対応掛金収入現価はゼロ
- 新基準の財政均衡下限額 = 給付現価 - (標準掛金収入現価 + 特別掛金収入現価) = 旧基準の責任準備金
- したがって、新基準においてリスク対応掛金を拠出しない場合は、旧基準と全く同じ



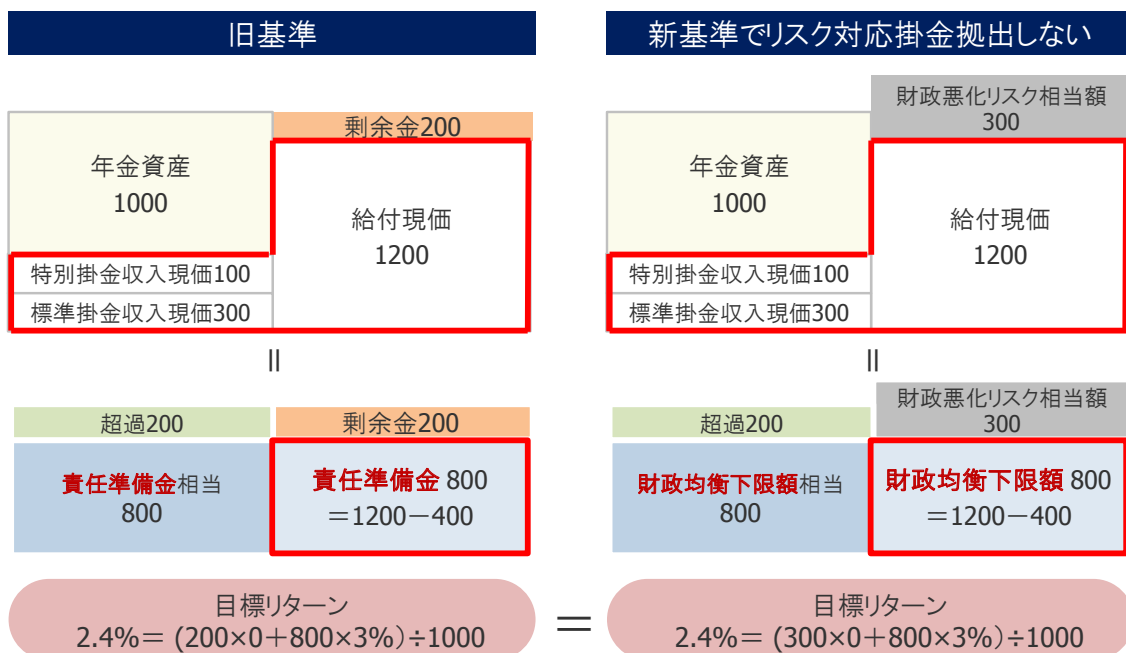
◆旧基準における「伸びが一致する運用」



◆新基準においてリスク対応掛金を拠出しない場合の「伸びが一致する運用」



◆比較



## 7. 期待リターンと予定利率の関係

### (1) 新基準移行に伴う変更概要

新基準移行に伴い、法定の再計算様式(様式 C4-ウ)が変更される。

当該様式には、もともと予定利率を記載する欄があったが、様式変更に伴い期待リターン(一般的には政策アセットミックススペース)も記載することとなった。たとえば、平成 30 年 3 月末基準で再計算に該当する場合、必ず新基準へ移行するため、当該再計算から変更後の様式が適用される。

年金数理人は、再計算様式に基づき、“再計算結果が適正な年金数理か否か”をチェックする立場にある。したがって、そのチェックの一環として、期待リターンと予定利率の大小関係について、“年金財政上、今後恒常的な不足要因となるような関係になっていないか”といった観点でチェックすることになる。

当該様式上、期待リターン<予定利率という逆転現象が生じている場合、外形的には年金財政上問題があるように映る。この時、年金数理人は、外形のみを以て「適正な年金数理ではない」と判断するだろうか？

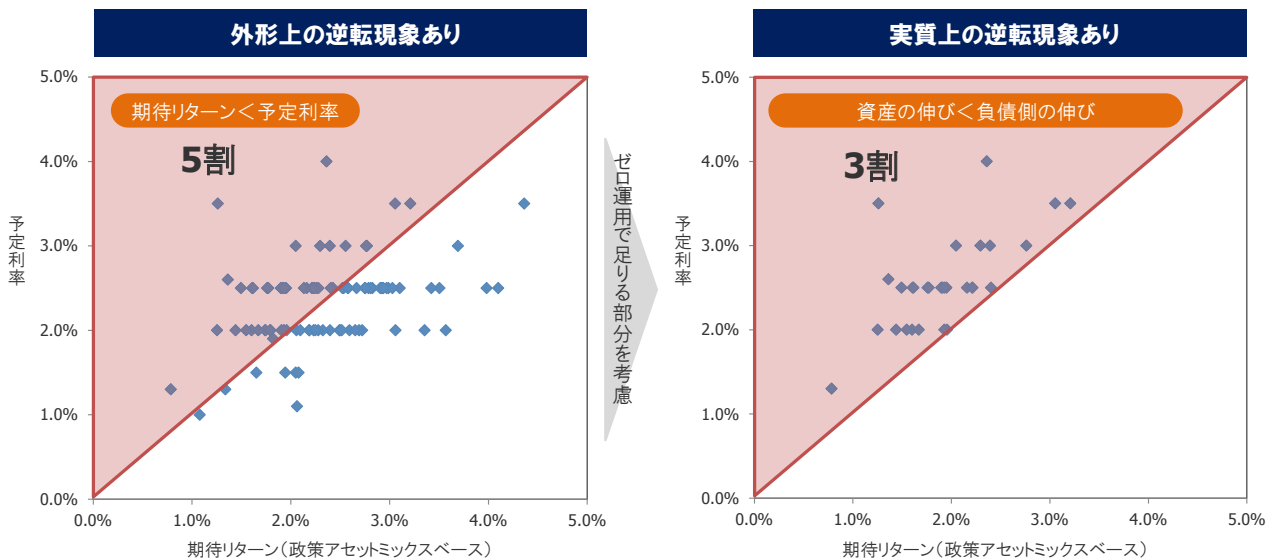
### (2) 外形上、期待リターン<予定利率であっても、問題ありとは言い切れない

下の左の図は、弊社で ALM 分析を実施した制度にかかる期待リターンと予定利率の分布である。期待リターン $\geq$ 予定利率という関係にある制度は、逆転現象が生じていないため問題なし。

一方で、期待リターン<予定利率という関係にある概ね 5 割の制度は、外形上逆転現象が生じているため、問題があるように映る。しかしながら、「ゼロ運用で足りる部分を考慮すれば、資産の伸び $\geq$ 負債側の伸び」という状況であれば、実質上逆転現象は生じていないので問題はない。

右の図は、「ゼロ運用で足りる部分を考慮しても、資産側の伸び<負債側の伸び」という実質上逆転現象が生じている制度に限定したものであり、概ね 3 割が該当する。

すなわち、もともと外形上の逆転現象が生じていない制度、実質上は逆転現象が生じていない制度を除くと、概ね 3 割まで限定されるわけである。では、残った 3 割の制度は問題ありという判断になるのだろうか？



(出所) 弊社で ALM 分析を実施した制度(98 社)

期待リターンは、政策アセットミックスを基に弊社中期金融変数により算出

### (3) 期待リターン<予定利率であっても、実態として様々な状況がある

政策アセットミックスベースで逆転現象が生じているとしても、実際の運用の現場には様々な状況がある。

#### 例1 実践ポートフォリオベースでは、期待リターン $\geq$ 予定利率

政策アセットミックスベースでは逆転現象が生じているが、実践ポートフォリオベースでは逆転現象は生じていないというケース。運用の現場ではごく当たり前に見られるケースであり、実質的に大きな問題はないと考えられる。

#### 例2 速やかに政策アセットミックスを見直し、期待リターン $\geq$ 予定利率という関係に是正する予定である

再計算様式作成時点では、逆転現象が生じているが、今後速やかに運用の見直しを検討し、逆転現象を是正する予定であるというケース。

本来は“まず、運用を検討した上で、リスク許容度等を勘案し、予定利率を決定する”という順番が筋なのであろうが、実際には“再計算は検討事項が多いので、運用の見直しは再計算終了後じっくり検討”という段取りは多く見られる。論点となるのは、この逆転現象が一過性の問題(タイムラグの問題)と言えるか?ということであろう。

いずれにしても、適正な年金数理か否かの判断は、個々の年金数理人に委ねることとなるが、おそらく年金数理人は様式上の限定的な情報に基づく判断に留まらず、ゼロ運用で足りる部分を考慮する他、必要に応じて、追加情報(例1における実践ポートフォリオベースの期待リターン等)を入手する等、様々な工夫を試みるであろう。

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る。

- 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ものです。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。