

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

2019年5月号

《目次》

《制度変更インタビュー その1》

富士通株式会社／リスク分担型企業年金の導入

年金コンサルティング部 年金 ALM グループ 中沢 文洋 … 1

《企業年金の資産運用の歴史 その3》

市場変動性の高まりへの対応(2000～2007年)

受託運用部 主席投資コンサルタント 岡本 卓万 … 8

《海外年金の動向》

オーストラリアの私的年金制度について

年金コンサルティング部 リサーチグループ 菅谷 和宏 … 14

《会計基準の差異が与える影響 その2》

退職給付に関する主要基準の差異②

年金コンサルティング部 リサーチグループ 久野 正徳 … 21

《分散投資の再考 その4》

ポートフォリオの構築への適用

年金運用部 顧問 大輪 秋彦 … 26

《アドリブ経済時評》

MMT(現代貨幣理論)

元青山学院大学教授・経済学博士 岩井 千尋 … 32

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：<https://www.tr.mufg.jp/houjin/jutaku/nenkin.html>

制度変更インタビュー その 1

富士通株式会社／リスク分担型企業年金の導入

年金コンサルティング部 年金ALMグループ 中沢 文洋

弊社がコンサルティングを担当させて頂きました企業年金の制度変更事例につきまして、お客様とのインタビュー形式でご紹介いたします。

第 1 回は、2018 年 6 月に「リスク分担型企業年金（以下、リスク分担）」を導入した富士通株式会社の事例について、労政部・シニアディレクターの國本様にインタビューをさせて頂きました。

リスク分担は、会計上「DC 制度」と同じ取扱いとなるため、移行部分に係る PBO の計上が不要となります。同社は今回の制度変更に際して、2018 年度の第 1 四半期に 920 億円の清算利益を計上しています。

1. 導入の経緯

中沢 ご無沙汰しています。2018 年はリスク分担の導入で大変な 1 年間でしたね。

國本 いえいえ、昨年だけでなく、いつものことです。人事制度や年金制度は時代に則した対応が求められますので、休む暇なしですよ。

中沢 御社は事業再編なども多いので、お察しします。早速ですが、2018 年 6 月に導入したリスク分担についてインタビューをさせて頂きます。まず、検討のきっかけとなった理由についてお聞かせください。

國本 はい、実は初めからリスク分担ありきではありませんでした。増加し続ける PBO（退職給付債務）に対して何らか対策を講じるよう経営陣から指示があり、リスク分担が施行される 4 年ほど前から DC 移行の可能性を含めて検討を開始しました。

中沢 最初は DC 移行を視野に入れられていたのですね。なぜ途中からリスク分担に切り替えることになったのでしょうか。



（富士通／シニアディレクター國本様）

國本 はい、今回検討対象となったのは第 2 年金と呼ばれている部分で、退職給付全体に占める割合が最も大きい給付区分でした。従業員が自ら運用する金額としては大き過ぎるし、労働組合もかなり慎重になっていましたので、DC 移行は途中から断念せざるを得ませんでした。

中沢 そうでしたか。御社は既に、一部の従業員を対象に「選択制 DC」を導入されて

いましたので、DCに対する抵抗感はある程度払拭できていると思っていましたが、金額の大きさがネックになったのですね。電

機大手各社では、DC移行組とリスク分担移行組に分かれています。その違いはどこから来ていると思われますか（図表1）。

（図表1）電機大手各社の企業年金の実施状況

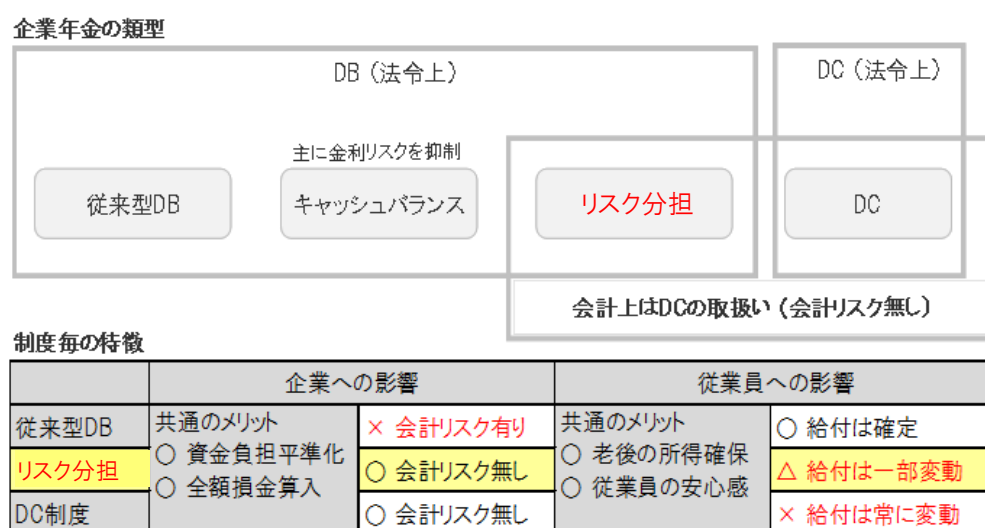
	従来型DB	リスク分担	DC	備考
富士通	○	○	○	2018/6より現役社員をリスク分担移行、920億円の清算益を計上（2018年1Q決算短信）
日立	○	○	○	2019/4より現役社員をリスク分担移行（同社ニュースリリース、2019/1/28日経新聞記事）
ソニー	○		○	2019/10より過去分を含めてDBからDCへ完全移行（2018/10/14日経新聞記事）
パナソニック	○		○	2019/7/1より過去分を含めてDBからDCへ一部移行、2019/3期に829億円の収益計上予定（同社ニュースリリース）
東芝	○		○	
三菱電機	○		○	
NEC	○		○	

（出所）有価証券報告書、ニュースリリース、新聞記事等より筆者作成

國本 他社さんのことは分かりかねますが、各社ともに先が見通しづらい経営状況かと思えますので、長期的に持続可能な企業年金の構築が課題になっていると思えます。リスク分担よりもDCの方が企業の負荷は

少ないかも知れませんが、リスク分担は一定の確定給付機能が残るので従業員にとって受け入れやすいのだと思います。法令上はDBの分類ですので、日本的なリスクシェア制度と言えます（図表2）。

（図表2）企業年金の類型と制度の特徴



出所：筆者作成

中沢 なるほど、日本的なリスクシェア制度というのはしっくり来ますね。リスク分担は掛金が固定されている制度のため、会計上は DC の取扱いとされていますが（図表 2）、DC の方が企業負担は少ないと感じられたのはなぜでしょうか。

國本 DC は継続教育などの企業負担はありますが、運用責任は従業員が全て負います。一方で、リスク分担は労使協議のうえとは言え、企業や基金が資産運用を執行するため、説明責任やガバナンス体制の構築などの企業負担が発生します。さらに、一定の範囲で確定給付となるように、導入時には「リスク対応掛金」という形の企業負

荷・資金負担も発生します（図表 3）。

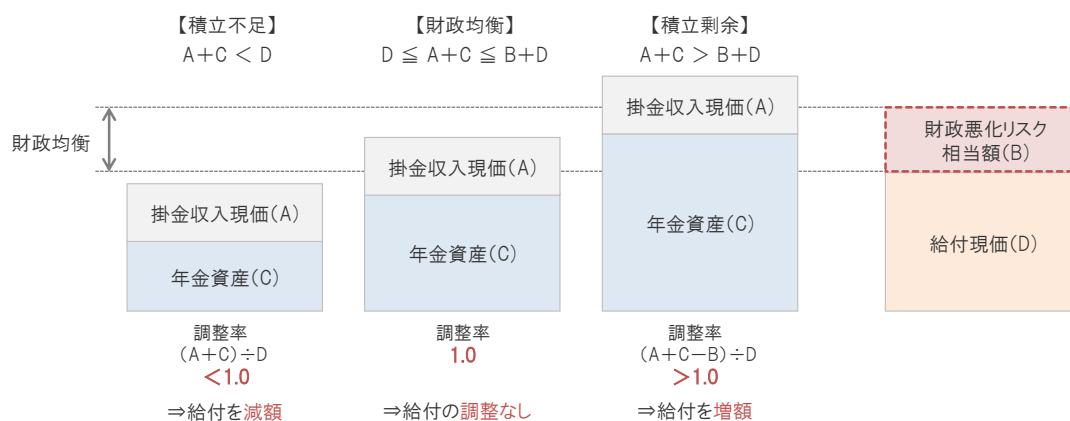
全く新たな制度を検討するということが自体も相当な負担でしたけれどね（笑）

中沢 御社は既に導入されている「選択制 DC」での継続教育の負担は発生していますので、企業側の理屈だけであれば、今般の第 2 年金もリスク分担でなく DC に移行したかった、というのが本音でしょうか。

國本 企業年金は企業側の都合だけで決められるものではありませんので、労使の対話を大事にしています。弊社にとっては、リスク分担は結果的に丁度良い制度であったということです。

（図表 3）リスク分担の仕組み

- ✓ 掛金収入現価 (A) には「リスク対応掛金」が含まれる
- ✓ 減額同意を極力回避すべく、財政悪化リスク相当額の 1/2 水準を目指して導入時の掛金を設定するケースが多い



出所：筆者作成

2. 労使交渉について

中沢 では次に、リスク分担の検討を進めるに際して会社として要した検討期間や、労使交渉に必要な期間ほどの程度でしたでしょうか。

國本 リスク分担が施行されたのは 2017

年 1 月ですが、弊社ではそれよりかなり前からリスク分担を研究し始めました。DC の検討がなかなか進まない中でしたので、リスク分担の情報については三菱 UFJ 信託さんから可能な限り収集させて貰いました。

労使協議を開始したのは2016年5月頃でしたので、妥結した2018年4月まで実質2年間ほど労使協議をしたこととなります。

中沢 労使交渉で難しかった点はどこなところでしょうか。

國本 まず、リスク分担の仕組みを理解してもらおうところです。従業員は企業年金を普段から意識しているわけではありませんので、お互いの言葉（年金用語）が通じるようになるまで、かなりの時間を要しました。特に、リスク分担は仕組みが複雑なので、給付調整のリスクがどの程度あるのか

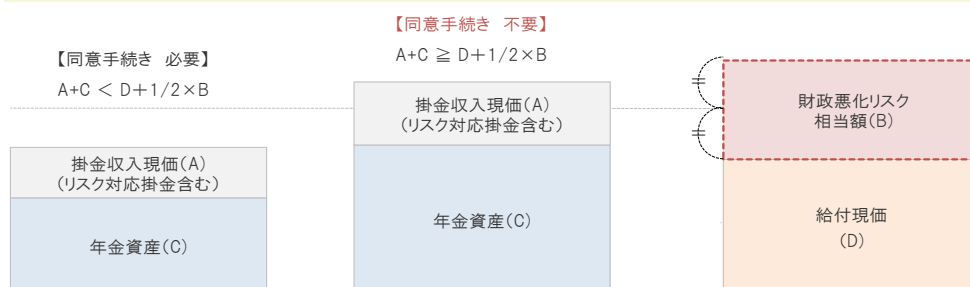
などを丁寧に説明しました。裏では、三菱UFJ信託さんのご協力を得ながら、将来シミュレーションを何度も行い、会社としてリスク量の把握に努めました。

中沢 リスク分担への移行はDB法上の給付減額に該当しますが（図表4）、労使交渉のハードルになりましたでしょうか。

國本 そうですね、財政悪化リスク相当額の1/2水準まで積立てる計画であれば、給付減額の同意取得手続きが不要とは言え、やはり将来の減額の可能性はゼロではありませんので交渉のハードルは高かったです。

（図表4）リスク分担の給付減額手続き

- 既存のDB制度からリスク分担への移行は、給付減額に該当
- ただし、制度移行時点において、下図 $A+C$ が、 B の半分+ D 以上である場合は、加入者・受給者に対する同意取得手続きは不要



※受給権者を移行対象とする場合は、図表4に関わらず受給権者全員に対する十分な説明が必要
なお、リスク分担では最低積立基準額＝年金資産となるため、移行日時時点で年金資産が最低積立基準額を下回る場合、最低積立基準額の減額（受給権者も対象とする場合は受給権者の給付減額）に該当することから、受給権者の移行は実質困難となる。
受給権者を移行対象とすることが困難な場合、加入者のみをリスク分担型の対象とすることも、可能である。

出所：筆者作成

中沢 御社ではリスク分担の移行対象を現役従業員に限定しましたが、当初から受給権者の移行は検討対象外だったのですか。

國本 全く検討しなかった訳ではありませんが、弊社にとっては歴史のある企業年金ですので、受給権者を含めた移行は現実的ではありませんでした。受給権者をリスク

分担に移行する場合には全員に対する説明も必要です（図表4の枠内※参照）。

中沢 そうですね、他社で受給権者を含めてリスク分担に移行された事例もありますが、説明にはかなり気を遣われていたようです。受給権者全員とコンタクトを取ること自体もかなりハードルが高いですね。

しかし、御社は現役従業員に限定したとは言え、7万人を超える加入者への説明はかなり大変だったのではないのでしょうか。

國本 説明はeラーニングも活用しました。当然これだけでは済みませんので、説明会を全国各地で何回も行うなど、丁寧な対応を心がけました。出席者も予想以上に多く、従業員の関心の高さが伺い知れました。

中沢 従業員、労働組合の反応はいかがでしたか。

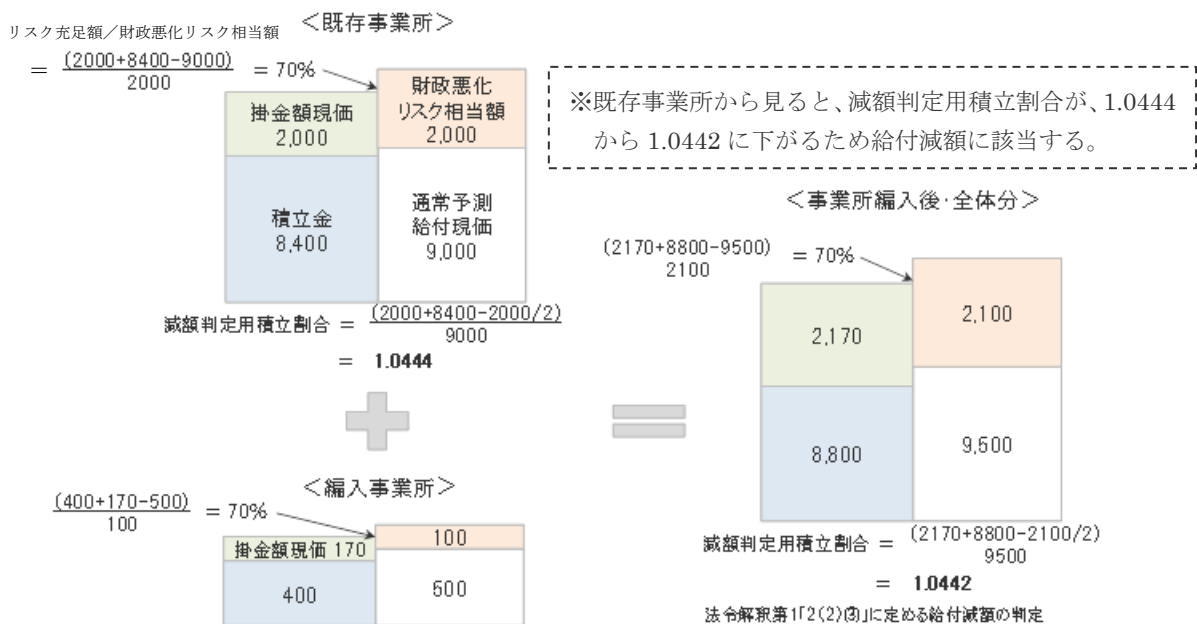
國本 はい、厳しい意見もたくさん頂きました。「なぜこのタイミングなのか、経営的な課題への対応というだけでは受け入れがたい」などと。弊社では次の成長に向けた構造改革を加速させており、企業年金の制

度改革もその1つでした。リスクのある企業年金制度では海外投資家からもネガティブに映りますし、DBの追加掛金負担は経営資源にも影響します。その辺りの背景を丁寧に説明して、何とか理解して貰うことができました。

中沢 加入事業所が多いことも労使交渉に影響したのではないのでしょうか。

國本 そうですね、おっしゃるとおりです。各事業所への説明もそうですが、リスク分担に移行した後の事業所編入・脱退もこれまでのルールと異なる取扱いとなりますので(図表5)、事業所が多いDB制度にとっては、リスク分担は導入に際して検討すべき課題が多いと思います。

(図表5) リスク分担における「事業所編入・事業所脱退時」のルール
【事業所編入時】(既存事業所が給付減額となるケース)



【事業所脱退時】リスク分担は掛金固定のため事業所減少に伴う掛金の一括拠出は認められない。

出所：筆者作成

中沢 リスク分担における労使交渉の焦点となるのは「財政悪化リスク相当額」の金

額の妥当性だと思いますが、その点はいかがでしたでしょうか。

國本 財政悪化リスク相当額には複数の算出方法がありますが、弊社では極力実態に近いリスク量を算定するよう心掛けました。資産変動リスクは TVaR（標準偏差の 2.06 倍のリスク）による方法で、負債変動リス

クには予定利率の低下リスクの他、選択一時金割合の低下リスクについても織り込みました。後からリスク量が適正でないと言われることが無いよう、細心の注意を払って算定しています。

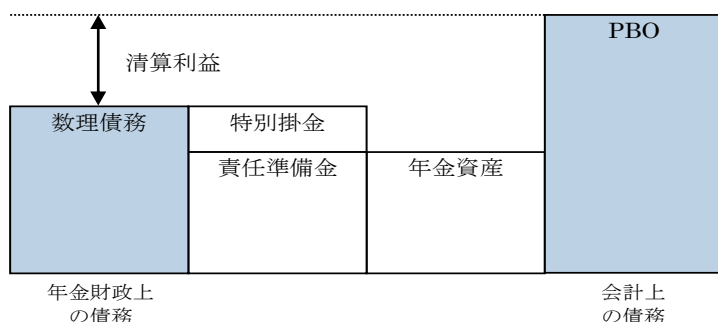
3. 財務的影響について

中沢 リスク分担の移行により、2019 年 3 月期の第 1 四半期で 920 億円の清算利益を計上されています。かなりインパクトある数値でしたね。

國本 財務的影響については、結果としてそうなったという認識です。リスク分担は会計上 DC 制度と同じ取扱いとなりますか

ら、移行部分に係る PBO（退職給付債務）の計上が不要となります。企業にとっては年金財政上の債務のみとなり、会計から財政への数値の入れ替えが発生します。今回の清算利益は、会計と年金財政の違いが表面化しただけと捉えています（図表 6）。

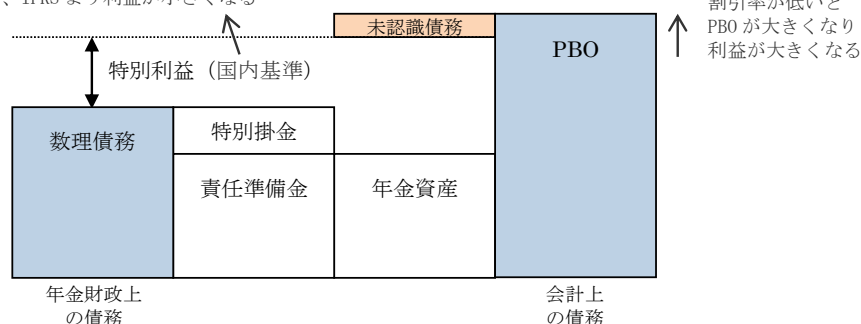
（図表 6）会計と年金財政の違いによる清算利益計上イメージ



出所：筆者作成

（図表 7）会計基準・割引率が清算利益へ与える影響

未認識債務（損）がある場合、国内基準では当該損失も清算対象となるため、IFRS より利益が小さくなる



出所：筆者作成

國本 さらに細かいことを申し上げますと、会計と年金財政の違い（≒清算利益）が大きく発生した理由は、①IFRS を採用していたこと、②足元の割引率が低かったことなどもあげられると思います（前頁図表 7）。
中沢 2019 年 4 月にリスク分担を導入された日立さんも IFRS 採用先ですね。財務的影響で決めるものではありませんが、企業にとって財務戦略としても活用できそうです。また、御社の決算短信によりますと、リス

ク対応掛金は 4 年の定率拠出とされていますが、定額拠出ではなく、定率拠出とした理由はなぜでしょうか。

國本 リスク分担におけるリスク対応掛金は企業会計上の「費用」となりますので、できるだけ早い段階で拠出を終えたいという意向がありました。結果として清算利益が計上できましたので、定率拠出での初年度費用とうまく相殺できると考えたのです（図表 8）。

（図表 8）清算利益と定率拠出の相殺イメージ



→ リスク対応掛金の償却スケジュール

出所：筆者作成

中沢 それでは最後の質問ですが、実際にリスク分担を導入してみて、これまでと変わった点などありますか。

國本 はい、企業年金の積立状況をこれまで以上に意識するようになりました。具体的には、四半期毎の積立状況を労働組合側と確認し合うなど、モニタリング体制が強化されました。労使ともに今まで以上に企業年金に関心を持つようになったのは良かったと感じています。

國本 三菱 UFJ 信託さんには、いつも無理難題を、しかも短い期限でお願いすることが多かったのですが、いつも真摯にご対応を頂き大変感謝しています。また、弊社の立場や考えを十分に理解いただいた上で、専門家として質の高い助言をして頂き、今回のリスク分担の導入は御社なくては実現できなかったと思います。リスク分担が

新しい仕組みであったので、細部の扱いについて厚生労働省に何度も照会に行きましたが、その辺りも大変頼りにさせていただきました。本当にありがとうございました。

中沢 こちらこそ、お忙しい中ご丁寧にお答えを頂きありがとうございました。

（ご参考）リスク分担の導入事例

企業名	導入時期	記事
小泉グループ	2017年10月	日経新聞(2017.7.13)
新日本空調	2018年1月	日経新聞(2018.3.16)
南都銀行	2018年4月	日経新聞(2018.4.3)
富士通	2018年6月	日経新聞(2018.4.1)
日立製作所	2019年4月	日経新聞(2019.1.28)

出所：日経記事等で公表されている情報より筆者作成

企業年金の資産運用の歴史 その3

市場変動性の高まりへの対応(2000~2007年)

受託運用部 主席投資コンサルタント 岡本 卓万

前号までは、企業年金の草創期(1962年)から2000年頃までの資産運用の変遷を振り返りました。この期間、日本の企業年金は積立金額が順調に拡大し発展してきました。1997年には予定利率の弾力化、運用の自由化、受託者責任の明確化等が行われ、現在の企業年金の運営の基本的枠組みが整備されました。2000年には、内外株式の比率が55%となり、欧米の年金基金並みのリスクをとるようになりました。

今月号は、2000年から2007年頃までの、市場変動性の高まりとこれへの対応としてオルタナティブ(ヘッジファンド)投資領域への拡大の経緯について振り返ります。

1. ITバブル崩壊

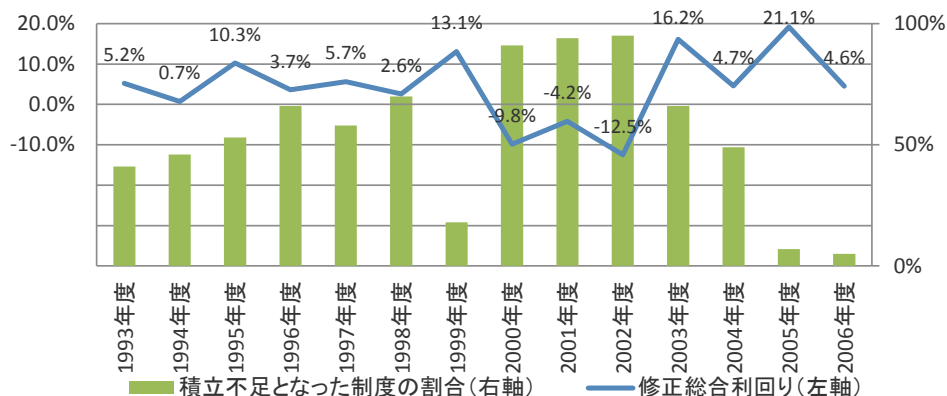
2000年に入るとITバブルが崩壊し、それ以降、市場は乱高下する局面が目立つようになりました。2000年代以降の市場危機の特徴は、グローバル経済・市場の統合が進んだことにより、危機が世界中に広がる傾向が強まったことです。その結果、株式を内外に分散投資するといった、従来では有効であった伝統資産間での分散投資が機能しにくくなり、企業年金にとっては市場変動性の高まりにどう対処していくかが重要となりました。資産構成の変化を決定づける上で重要な、①経済成長率の変化、②運用の自由化と投資対象の変遷、③投資技術の発展といった背景に着目し、資産構成の変化について見ることにします。

ITバブルでは、情報技術関連銘柄への投資ブームが起き、新規上場による資金調達盛んに行われました。ところがこれら資金を集めた会社の中には、実現可能性の少ない投資企画書に基づき設立された会社も少なくなく、結局投資ブームは2000年に入

ると終焉を迎えました。

これに加えて、2000年代の初頭、米国のエンロンやワールドコム、日本ではライブドアといった企業の会計不祥事が企業不信に拍車をかけ、株価は世界的に大幅に下落しました。日経平均株価は2000年3月の高値20,706円から、2002年11月の安値8,246円まで約6割下落、情報技術関連銘柄の多い米国NASDAQ指数は、ピークの5,132ポイントから、2002年10月の1,108ポイントまで約8割も値下がりしました。国内の企業年金の平均的な利回りは、2000~2002年度まで3年連続してマイナスに落ち込みましたが、この時は内外の株価が同様に下落したため、分散投資効果は効きませんでした。これに伴い企業年金の財政状況も急速に悪化し、1999年度末では積立不足のあった企業年金の割合が18%程度であったものが、2000年度末には91%まで増加し、ほとんどの年金基金が積立不足を抱える状況となりました(図表1)。

(図表 1) 企業年金の利回りと積立不足の推移 (厚生年金基金)



(出所) 企業年金連合会「企業年金に関する基礎資料 平成 18～23 年度版」より筆者作成

こうした状況は、米国の企業年金も同様で、3年連続でマイナス運用が続きました(米国ではこれをパーフェクトストームと呼びます)。1990年代のバブル崩壊は日本だけのローカルな現象でしたが、ITバブル崩壊は、米国を中心に世界的な広がりを見せ、それだけにインパクトは大きなものとなりました。

これに加えて、2000年に導入された退職給付会計により、市場下落による年金資産の減少が、母体企業の損益や自己資本に影響を与えることとなりました。

企業経営にとって、年金の運用リスクが看過できない状況(債務認識の厳格化)の上に、3年連続のマイナス運用が重なり、企業経営に大きな影響を与えました。

2. 代行返上と予定利率の引き下げ

2000年度からの3年連続のマイナス利回りは、市場変動性の高まりと、伝統資産だけではリスク分散効果に限界があることを認識させました。この対応策として企業年金がとった行動は、主に次の3つでした。

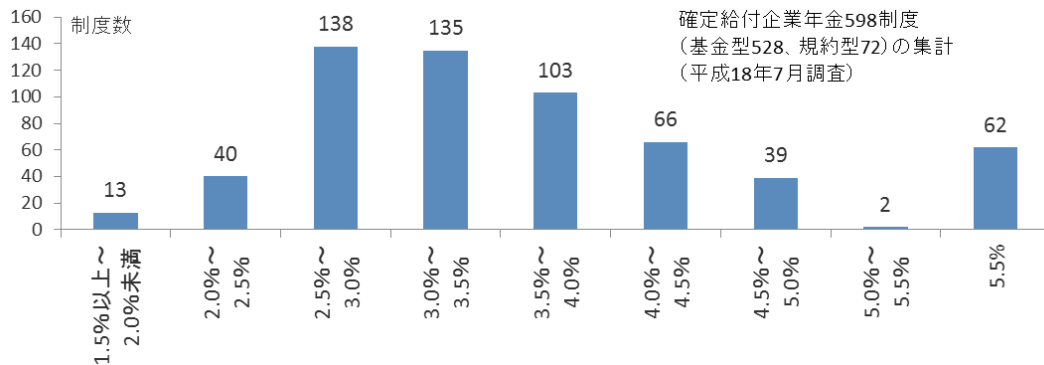
(1) 代行返上等による年金債務縮小、(2) 予定利率の引き下げによる運用リスク抑制、(3) ポートフォリオのリスク分散を図るためのオルタナティブ(ヘッジファンド)投資の導入。

2001年に確定拠出年金(DC)が、2002年に確定給付企業年金(DB)が創設されると、企業年金の債務自体を減少させる施策

として、厚生年金基金の代行部分を国に返上してDBに移行する、あるいは適格退職年金からDCに移行する動きが強まりました。DBが創設されたわずか4年後の2005年度末には、DBの積立金が厚生年金基金のそれを上回りました。

また、代行返上してDBに移行した制度の多くは、予定利率をそれまでの5.5%から3%~3.5%程度まで引き下げました(図表2)。予定利率の引き下げに伴い、株式などのリスク資産の割合を減少させるなど、ポートフォリオ全体のリスク抑制が進展しました。

(図表 2) 予定利率の状況 (確定給付企業年金)



(出所) 企業年金連合会「企業年金に関する基礎資料 (平成 18 年度版)」より筆者作成

3. オルタナティブ投資の導入

IT バブルの崩壊では、先進国の株価が軒並み下落したため、株式を内外に分散投資するだけではリスク分散効果が十分に機能しませんでした。また、2002 年度には国内債券の利回りも 1%を下回るまで低下し、国内債券への投資妙味が低下し、かつ金利上昇時への備えの必要性が認識されました。このような環境下、株式にも債券にも連動しない新たな収益源泉が必要とされ、このニーズを満たすものとして「オルタナティブ投資」、中でも「ヘッジファンドの組み入れ」が考えられるようになりました。

海外の先進的な年金基金では、当時すでにオルタナティブの組み入れが行われていました。ただし、海外でのオルタナティブ投資は非上場株 (プライベートエクイティ) のような高リターン・リスクを狙うものが主流でした。これに対して、日本の企業年金ではヘッジファンド、中でも比較的风险を抑制したアービトラージ型のヘッジファンドやファンド・オブ・ファンズが好まれました。

その理由は、二つあげられます。一つは目標リターンの違いです。海外、特に米国

の年金基金では 2000 年代の前半において、7~9%程度の目標リターン (会計上の期待運用収益率) としていました。このような高いリターンを達成するためには株式のような収益追求型の収益源泉としてのリターンがオルタナティブ投資にも求められました。一方で日本においては予定利率を引き下げたため、リターン目標が 3~4%程度になっており、組み入れるオルタナティブも高い収益よりも、伝統資産との相関が低くポートフォリオのリスク分散に資するものが求められました。このような中、リスクが抑制されたアービトラージ型やファンド・オブ・ファンズといった戦略群が組み入れに適すると考えられたものです。

もう一つは、一つ目の理由とも関係するのですが、オルタナティブが主に債券代替として組み入れられたことによります。2000 年代初頭の企業年金は予定利率 (≒目標リターン) を引き下げた結果、ポートフォリオの株式構成割合を下げ、債券構成割合を引き上げることが必要とされました。ところが、当時すでに国内長期金利は 1%を下回るまで低下しており、将来的に長期金

利の上昇リスクの懸念もありました。そのため、国内債券を増やす代わりに、国内債券と同等かそれ以上のリターンが期待でき、かつ市場の動きに影響を受けにくく、国内金利上昇リスクとの分散が図れる代替的収益源泉が求められたのです。ヘッジファンドはこのニーズにうってつけと考えられました。

オルタナティブを伝統資産の代替として位置付けるという発想は、当時、日本独自の発想だったように思われます。当時海外では、伝統資産のいずれともリスク特性が異なるオルタナティブは、独立資産として位置付けるのが妥当と考えられていたのです。そのため、伝統資産の代替という発想には批判もありました。

しかし、伝統資産において資産のベンチマークに縛られない、あるいはベンチマー

クに含まれない資産での運用を認める、いわゆる代替運用は、ここ数年ますます活用されるようになっていきます。特にマイナス金利導入後の国内債券領域においては、内外債券を一体運用と呼ばれるベンチマークを持たず内外の債券を広く組み入れる戦略や、保険戦略（オルタナティブの一種で自然災害リスク等のリスクを引き受ける代わりに受取るプレミアムを収益源泉とするもの）を代替運用として組み入れるケースが増えています。

多くの企業年金が国内債券領域での代替運用を増やしており、中にはNOMURA-BPIをベンチマークとするファンドは一つもなく、すべて代替運用としているケースも見受けられます。資産の代替という考え方の批判も最近では聞かなくなりました。

4. リスク管理技術の進展

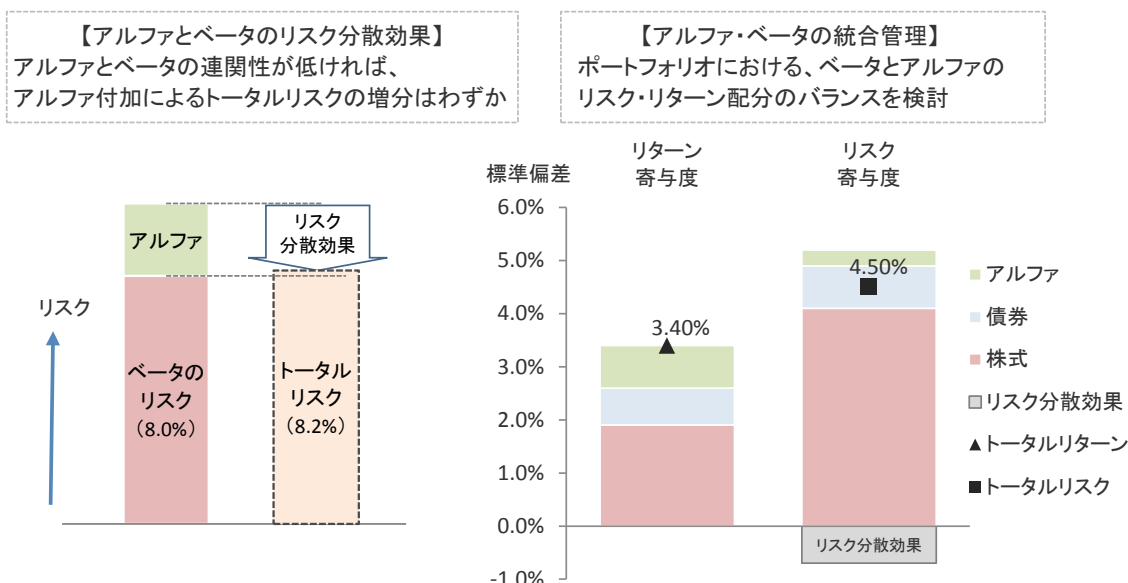
オルタナティブ（ヘッジファンド）投資の導入により、リスク管理の枠組みも新たなものが求められるようになりました。それまでのリスク管理は、政策アセットミックスを構成する各資産をそれぞれの収益源泉（資産からの収益をベータ（ β ）と呼びます）として捉え、資産構成割合に基づきポートフォリオ全体のリターン・リスクを計測することが主流でした。つまり資産のリスクしかとらえていなかったのです。

ヘッジファンドの収益源泉は、理論的にはマネジャーのスキル（予測の正しさ）であり、株式などもアクティブ・マネジャーによる超過収益（ベンチマークの収益を上回る部分）の源泉はスキルといえます。マ

ネジャーのスキルに基づく収益をアルファ（ α ）と言いますが、当時アルファとベータの相関は低く、リスク分散効果が期待でき、ポートフォリオの収益源泉にアルファを加えてもトータルリスクはわずかしか増加しないと考えられたのです（図表3左側）。

しかし、ヘッジファンドの組み入れが増加するにつれて、ポートフォリオ全体におけるアルファによる収益やリスクへの寄与度が増加していきました。このため、ポートフォリオ全体のリスク管理にも、資産（ベータ）のみでなく、アルファも含めた統合的なリスク管理が行われるようになりました。（図表3右側）。

(図表3) アルファとベータの統合的なリスク管理



(出所) 筆者作成

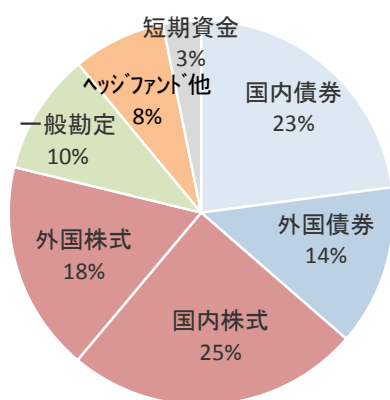
5. 2007年3月の資産構成

2000年代の前半は、ITバブルの崩壊と3年連続のマイナスリターン、代行返上、予定利率と目標リターンの引き下げ、オルタナティブの組入れの動きなど、重要な変化が立て続けに起きました。企業年金にとって激動の時期だったといえるでしょう。

2003年度以降はパフォーマンスも落ち着

き、2006年度までプラスのリターンが続きました。代行返上の流れも2005年度あたりまでには一巡します。これらの変化がある程度落ち着いた2007年3月における確定給付企業年金の資産構成は、図表4のとおりです。

(図表4) 2007年4月の資産構成（確定給付企業年金）



【ポイント】

- ①市場変動性拡大、長期金利低迷
- ②目標リターン引下げ、リスク抑制
→伝統資産相関の低い資産(ヘッジファンド)
- ③アルファ・ベータの統合管理

(出所) 企業年金連合会「企業年金に関する基礎資料 平成19年度版」より筆者作成

目標リターン（予定利率）が3～3.5%程度に低下したことを受け、リスク資産である内外株式の構成比率が43%程度まで低下しています。代わって大幅に増加したのが、ヘッジファンド他で、8%と2000年3月の1.4%と比較して5倍以上に増加しました。

2000年3月からの資産構成の変化をまとめると、①市場変動性の拡大と長期金利低迷といった環境を背景に、②ポートフォリオの目標リターンを引き下げてリスクを抑制する運営が求められた中、伝統資産と相関の低い収益源泉として新たにヘッジファ

ンドが組み入れられ、③ヘッジファンドのようにアルファ（マネジャーのスキル）が収益源泉として多く組み入れられるようになったことからアルファとベータを統合的に管理するリスク管理技術が発展した時代であったとすることができます。

今回は、2007年～2008年の金融危機以降、現在までの資産構成の変遷を解説します。

なお、本稿における意見にかかわる部分および有り得るべき誤りは、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申し添えます。

海外年金の動向

オーストラリアの私的年金制度について

年金コンサルティング部 リサーチグループ 菅谷 和宏

オーストラリアは、1908 年に公的年金が創設され、早くから社会保障制度が整備され、全て税財源により賄われ保険料の負担はありません。給付水準は、単身で平均賃金の 27.7% と、必要最低限に抑えられています。また、所得や資産が一定額以上の場合には、給付額が減額または支給停止されます。

一方、政府は私的年金による老後所得保障政策を推進しています。企業に対して賃金の 9.5% (2025 年に 12% まで段階的に引き上げ予定) を、私的年金の「スーパーアニュエーション」に拠出することを義務付け、18 歳以上で月収 450 豪ドル (約 36,000 円) 以上、週 30 時間以上の被用者 (パート労働者等含む) に対して加入することを義務付けています。

経済が順調に推移する中、その資産額は 2.8 兆豪ドルに達し、名目 GDP の約 1.5 倍にまで拡大しています。(2019.4.10 現在、1 豪ドル=80.53 円、1US ドル=111.9 円、1US ドル=1.4 豪ドル)

1. 社会保障制度の歴史

オーストラリアの面積は、日本の約 20 倍 (769 万 2,024 km²) もありますが、人口は、約 2,499 万人 (2018 年) と、日本の人口の約 1 億 2,433 千万人 (2018 年) の 2 割に過ぎません。名目 GDP は 1 兆 3,379 億 US ドル (149.7 兆円) (2018 年) で、世界第 14 位、実質 GDP 成長率は 2.9% (2018 年)、消費者物価上昇率は 2.1% (2018 年) です。

世界保健機構 (WHO) 「World Health Statistics 2018 (世界保健統計 2018)」によると、合計特殊出生率は 1.8、平均寿命は、男性は世界第 3 位の 81.0 歳 (日本は第 2 位の 81.1 歳)、女性は世界第 8 位の 84.8 歳 (日本は第 1 位の 87.1 歳) です。一方、人口は 2014 年をピークに減少に転じています。

世界有数の資源国かつ鉄鉱石、石炭、銅、ウランなどの輸出大国であり、日本への主な輸出品目は、石油・コークス、天然ガス及び製造ガス、金属鉱、牛肉等です。日本

とオーストラリアの租税協定は 1970 年、社会保障協定は 2009 年に締結されました。

1606 年にオランダ人探検家 Willem Janz がオーストラリア大陸を発見後、1788 年にイギリスからの移民が開始され、1828 年に全土がイギリスの植民地となりました。1901 年にオーストラリア連邦としてイギリスから独立、6 つの州とその他特別地域から成る連邦議院内閣制と立憲君主制の自由民主主義の政治体制を確立しました。

オーストラリアはイギリスの自治領として発展した経緯から、イギリスの社会保障政策と歩調を合わせ、1908 年に「老齢年金・障害年金」に関する公的年金制度が創設されました。保険料負担はなく全額租税を財源としています。しかし、1969 年に財政的負担への懸念から「資力調査 (Means test)」が導入され、所得および資産が一定以上の場合には、老齢年金が減額または支給停止

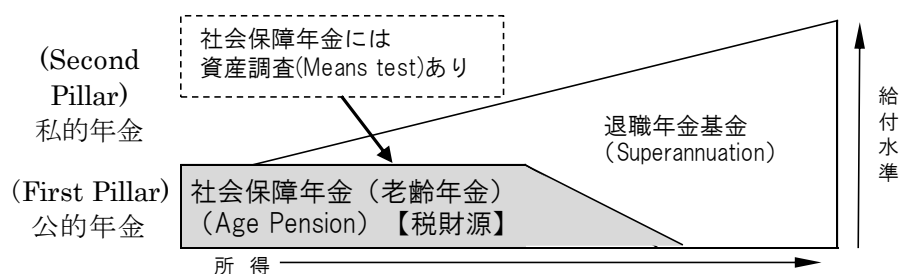
する仕組みが取り入れられました。

オーストラリアでは、労働者の賃金について、個別労働事件に関する労働条件の裁定が同一産業に適用される「仲裁裁定制度」が採用され、労働者の最低賃金は比較的高い水準となっています。労働組合は賃金の引上げを労使交渉の最優先課題としています。1970年代のインフレと失業率が高まる中、労働組合側からの賃上げ要求に対して、賃金を引き上げる代わりに退職年金として掛金を拠出する代替策が考えられました。

これに対して、政府は公的年金の財政負担を抑え、社会保障を充実させるために、

1992年に「スーパーアニュエーション保証法 (Superannuation Guarantee Administration Act 1992,SG法)」を制定し、全ての被用者(パートタイム労働者や公務員を含む)を対象に、企業に対して賃金の3%を拠出することを義務付け、退職年金制度の全産業への拡大を図りました。これにより、オーストラリアの年金制度は、租税を財源とする公的年金「Age Pension」と、企業拠出による被用者を対象とした私的年金「スーパーアニュエーション」という2本の柱からなる「Twin Pillar政策」が確立されました(図表1)。

(図表1) 豪州の年金制度



出所：筆者作成

2. 公的年金制度の概要

公的年金は1階部分(First Pillar)に位置付けられ、「①老齢年金(Age Pension)、②遺族年金、③障害年金」の3種類があります。

老齢年金は、保険料負担はなく全額租税により賄われています。国内に10年以上の居住期間を有し、年金請求時に国内に居住していることを要件に、65.5歳から支給が開始されます(2017年から2年に6カ月ずつ引き上げ、2023年には67歳支給開始となる予定)。なお、受給開始可能年齢の繰り上げや繰り下げ制度はありません。

老齢年金は、現役時代の所得や納付税額

と関係なく一定額が支給され、給付水準は単身者が平均賃金の27.7%、夫婦では41.8%とされ、年金額は単身者が2週間(fortnight)で826.20豪ドル(約66,100円)、夫婦では1人あたり2週間で622.80豪ドル(約49,800円)、毎年3・9月に消費者物価指数の変動による年金額改定が行われます(図表2)。

受給に際しては、所得調査(Income Test)と資産調査(Asset Test)があり、一定以上の所得や資産がある場合に年金額が減額または支給停止されます。所得調査では、個人の所得や贈与金額、Superannuationからの支給額(一定額までの支給額は除く)が含

まれます。所得は単身者が 2 週間で 1,938.20 豪ドル（約 155,100 円）、夫婦では 3,036.40 豪ドル（約 242,900 円）以下の場合に老齢年金が部分支給され、これ以上の場合は支給停止となります。

資産調査には、自宅用の家と土地は含ま

れず、それ以外の金融資産（預貯金、株、信託財産、生命保険払戻金、Superannuation の資産）、自動車、別荘、趣味のコレクション等が対象となります。この結果、老齢年金受給者の 2 割が支給停止され、2 割が部分支給となっています。

(図表 2) 老齢年金額 (2018 年第 2 四半期)

単身世帯 (2 週間あたり)	夫婦世帯 (2 週間あたり)
826.20 豪ドル (約 66,100 円)	(1 人あたり) 622.80 豪ドル (約 49,800 円)
	(夫婦合算) 1245.60 豪ドル (約 99,600 円)

出所：筆者作成

3. スーパーアニュエーションの仕組み

1984 年に建設産業労働組合スーパーアニュエーション基金が創設された後、政府は同様の仕組みが全産業に対しても必要と考え、1986 年にはインフレによる 6% の賃上げ要請に対して、2% の賃上げと 3% の従業員退職年金への拠出、そして 1% 分を政府が減税するという政策が行われました。

その後、従業員退職年金に関する規定整備のため、1992 年に「スーパーアニュエーション保障(管理)法 (Superannuation Industry(Supervision)Act 1993,SIS 法)」、1993 年に「スーパーアニュエーション産業監督法 (Superannuation Industry (Supervision) Act 1993,SIS 法)」を制定し、企業に対して賃金の 3% をスーパーアニュエーションへ拠出することを義務付けました。また、必要な拠出額を拠出しなかった場合の罰則規定が設けられ、不足分の拠出とそれに係る金利および罰金が科せられることとなりました。

スーパーアニュエーションは、主に確定拠出型の年金制度が主であり（確定給付型もあり）、18 歳以上 70 歳未満で月収 450 豪ドル（約 36,000 円）以上、労働時間が週 30

時間以上の被用者を加入させることを義務付け、正規社員のみならず短時間労働者（パートタイム労働者）や不定期労働者、ベビーシッターなどの家事労働者、外国人労働者などで一時的にオーストラリアに居住する労働者も含まれます。また、企業の都合等により一時的に海外で働く被用者についても、企業は拠出を続けなければならないとされました。

企業は賃金の 9.5% の拠出が義務付けられています(2013 年 7 月に 9.0% から 9.25% に、2014 年 7 月に 9.5% に引き上げ)。さらに、2021 年に 10% に、その後は毎年 0.5% ずつ引き上げ、2025 年 7 月 1 日以降は 12% となる予定です。なお、賃金には手当、賞与などが含まれますが、超過勤務手当は含まれません。また、年収 130,960 豪ドル（約 1,048 万円）を超える金額部分については、企業の拠出義務はありません。企業拠出は損金算入となり、上限額は年間 5 万豪ドル（約 400 万円）ですが（2007 年改正）、上限額を超える掛金の拠出も可能です。

一方、個人に対しては、企業が拠出した

段階で個人所得税が課税されますが、年間 2 万 5 千豪ドル（約 200 万円）まで軽減税率 15%が適用されます（平均的な所得税率 37.5%程度と比べて優遇）。これを超えて拠出した場合は、通常の個人所得税率により課税がなされます。2018 年 7 月以降、個人所得税の軽減税率が適用される拠出限度額の未使用枠について 5 年間繰り越しが可能となりました。従業員には拠出義務はありませんが、年間 15 万豪ドル（約 1,200 万円）を上限に任意で事業主拠出に上乗せして拠出することも可能です。また、自営業者や無職者等も任意で加入することが可能です。拠出は少なくとも、3 カ月ごとに支払う必要がありますが 1 カ月毎や 2 週間毎に支払うこともできます。

拠出奨励策として政府による助成制度があります。ひとつは、「Super Co-contribution」で、所得 46,920 豪ドル（約 375 万円）以下

の低・中所得者の個人掛金に対して、年度の補助率（例えば、掛金の 50%など年度により異なる）により助成する仕組みで上限補助額は 500 豪ドル（約 4 万円）までです。

もうひとつは、「積立金補助制度（LISC：Low income Super contribution）」で、所得が 37,000 豪ドル（約 296 万円）以下の低所得者に対して、スーパーアニュエーションへの拠出（企業または個人）の 15%相当額を補助し、最少額 20 豪ドル（約 1,600 円）から上限額の 500 豪ドル（約 40,000 円）までの助成が受けられます。

拠出は 1997 年に 70 歳まで、2002 年に 75 歳まで可能となりました。また、2005 年には働きながら受給ができるように「在職老齢年金制度（Transition to Retirement Pension）」が創設されています。運用時も同じく 15%の軽減税率が適用され、給付時は 60 歳以上であれば非課税で受給することができます。

4. スーパーアニュエーションの形態

スーパーアニュエーションの設立形態は、特定の産業の従業員向けの「①産業別ファンド（Industry Funds）」、各企業が個別に設立する「②企業ファンド（Corporate Funds）」、政府職員などの公務員専用の「③公的セクターファンド（Public Sector Funds）」、金融機関が提供し、個人が任意で加入できる「④リテールファンド（Retail Funds）」、自営業者等が自分や家族用に設立する 5 人未満の小規模ファンド「⑤スモールファンド（Small Funds）」があります（図表 3、4）。

「リテールファンド」は一般的に誰でも加入が可能ですが、近年、「企業ファンド」を設定していた企業が、制度運営をアウトソースするために、リテールファンドを利

用するケースもあります。「スモールファンド」には、専門的知識を持ち独自に運用を行う自己管理型の SMSF（Self Management Superannuation Fund）が多く含まれており、個別株式や不動産などへの投資が可能です。しかし、制度の運用に係る責任を自らが負うものであり、コストと手間が必要となるため、ファンドの規模は大きくなっており、SMSF の平均残高は 60 万豪ドル（約 4,800 万円）となっています。なお、SMSF の監督官庁はオーストラリア国税局（ATO：Australian Taxation Office）です。

これ以外に、1997 年に「退職所得勘定法（Retirement Saving Account Act 1997）」が制定され、「⑥退職貯蓄ファンド（Balance of

Life Office Statutory Funds)」が創設されました。これは、低所得者向けに銀行や保険会社が提供する低コストで元本保証型（預金や保険）のスーパーアニュエーションで、最低収益を提供する目的で創設されました。

従業員は 2005 年 7 月以降、どの基金に積み立てを行うかを選択することが可能となり、企業が提供する「企業ファンド」に加入せずに、金融機関が提供する「リテールファンド」に加入することも可能です。

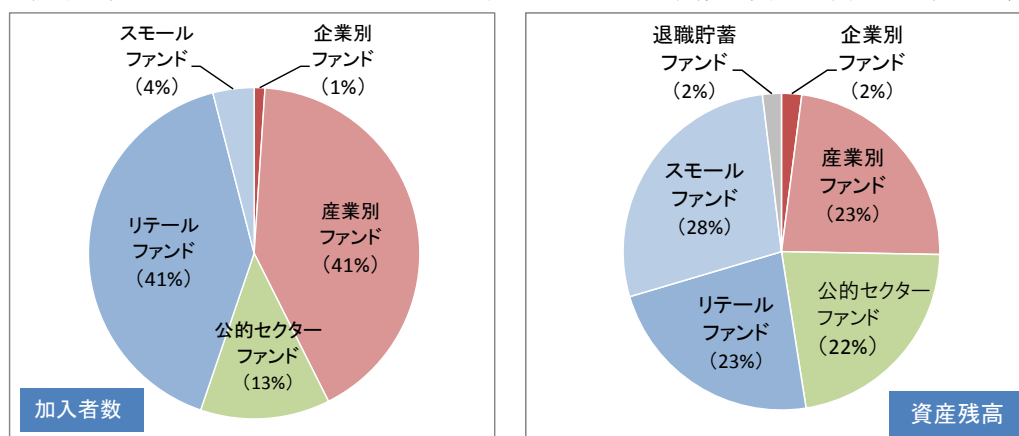
また、選択した基金を変更することも可能で（年に 1 度に限る）、1 人で複数の口座を持つこともできます。被用者の約 9 割がスーパーアニュエーション加入し、2019 年 1 月現在の資産額は 2 兆 7,590 億豪ドル（約 218.6 兆円）、名目 GDP の約 1.5 倍の資産規模まで拡大しました。年間約 1,479 億豪ドル（11.8 兆円）（2018 年）が拠出され、2035 年には資産額は 9.5 兆豪ドル（760 兆円）まで増加する見込みです。

（図表 3）スーパーアニュエーションの種類と資産残高等（2019 年 1 月）

設立形態	プラン数	加入者数	資産額
① 産業別ファンド(Industry Funds)	38	11.6 百万人	6,530 億豪ドル
② 企業ファンド(Corporate Funds)	24	0.3 百万人	240 億豪ドル
③ 公的セクターファンド(Public Sector Funds)	37	3.5 百万人	6,110 億豪ドル
④ リテールファンド(Retail Funds)	118	11.4 百万人	6,280 億豪ドル
⑤ スモールファンド(Small Funds)	598,035	1.1 百万人	7,570 億豪ドル
⑥ 退職貯蓄ファンド (Balance of Life Office Statutory Funds)	—	—	530 億豪ドル
<Total>	598,252	27.9 百万人	2 兆 7,590 億豪ドル

出所：ASFA「Superannuation Statistics」January 2019 より筆者作成

（図表 4）スーパーアニュエーションの設立形態別加入者数と資産残高比率（2018 年 6 月）



出所：APRA「Annual Superannuation Bulletin」June 2018 より筆者作成

支給開始は、退職後 60 歳に到達した場合、または就労中でも 65 歳に達した場合であり、非課税で引き出しが可能です。給付は一時金または年金を選択でき、年金で受け

取る場合は、終身年金、有期年金、平均余命年金 (Account based Pension)、配分年金 (Allocated Pension) の方式が選択できます。平均余命年金は、支給開始時の年齢

から余命を算出し、平均余命まで支給するものです。配分年金とは、あらかじめ毎年引き出す最低額と上限額が決められ、この範囲内で年金を受け取るものです。

また、中途引き出しが可能な場合として、経済的に困窮な場合、医学的治療を要する

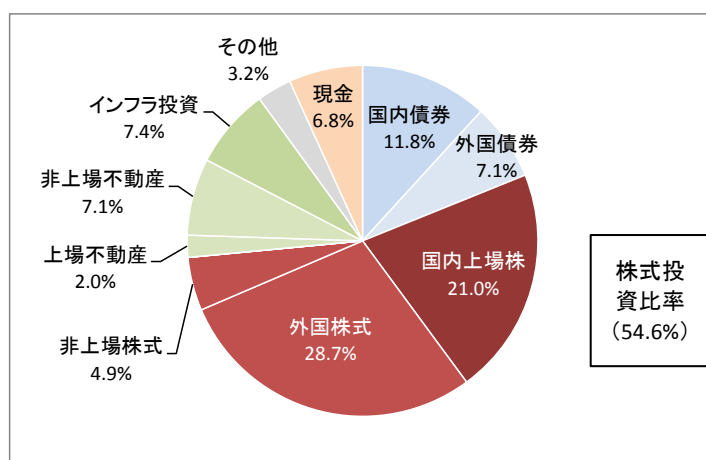
場合、一時的または恒常的な障害となった場合、死亡時、外国人労働者で完全帰国する場合などがあり、60歳以前でも支給を受けることが可能ですが、引き出し額に対して課税されます（本人拠出分については非課税）。

5. MY Superとデフォルトファンド

2008年のリーマンショック後、「個人の商品選択が適正になされているか」、「合理的な金融行動が取られているか」という課題に対して、2009年5月～2010年6月にスーパーアニュエーションレビュー（クーパー・レビュー）が行われました。当初、加入者は与えられた仕組みの中で最適な意思決定を行うと考えられていましたが、必ず

しもそれは現実的でないことが結論付けられました。加入者の約8割がデフォルトファンドに投資しており、「制度は加入者が商品選択を行いやすくするべきだが、加入者が（適切な）選択をすることを前提に設計されるべきではない」とし、シンプルでコスト効率がよく、分散されたデフォルトファンドの必要性を提言しました。

（図表5）My Superにおけるデフォルトファンドの資産構成割合（2019年1月）



出所：ASFA "Superannuation Statistics" January 2019 より筆者作成

レビューを受け、政府はスーパーアニュエーションの手数料引き下げと加入者への収益拡大を目的に、「適格デフォルトファンド」を設定した「My Super」を2012年に導入しました（2013年7月商品提供開始）。My Superは、監督局であるオーストラリア健全性規制庁（APRA：Australian Prudential

Regulation Authority）の承認が必要とされ、2014年1月以降、デフォルトファンドは、MySuper 適格商品のみが認められることとなりました。MySuper のデフォルトファンド規定としては、「①単一の分散投資された商品（バランス型ファンド）」または「②ライフサイクルに基づく投資商品群」とされ

ました。現在、My Super 商品の4分の1は「ライフサイクルファンド」で、その資産構成は、内外株式・債券、不動産などに分

散投資するバランス型ファンドが一般的です（図表5）。

6. 年金基金の資産規模の比較

OECD加盟34カ国における私的年金資産規模は、合計28.4兆USドル（前年比3兆USドル増加）（2017年）で、オーストラリアは1.7兆USドル（2.4兆豪ドル）（前年度比2.3千億USドル増加）の第3位です。

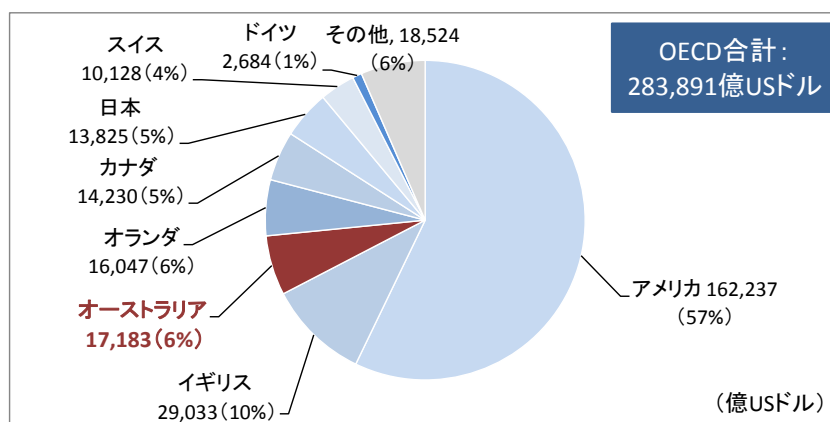
一方、日本は1.4兆USドルで第6位（前年度比300億USドル増加）です（図表6）。

オーストラリアでは、公的年金は必要最低限度の水準とし、私的年金で補完する政策がとられています。私的年金の規模は、その国の社会保障政策における公的年金と

私的年金の位置づけや私的年金の経過年数、さらにその国の人口動態や経済成長などの社会的・経済的要因にも影響されますが、スーパーアニュエーションは、政府主導で仕組みが整備され、経済環境の好転等を背景に資産額が増加し、国民に対する老後所得保障機能を高めていると言えます。

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6）OECD加盟国における私的年金の資産残高（2017）



出所：OECD（2018）「Pension Funds in Figures 2017」より筆者作成
（<https://www.oecd.org/daf/fin/private-pensions/Pension-Funds-in-Figures-2018.pdf>, 2019.4.10）。

<主な参考文献>

- 神谷哲也「オーストラリアにおけるスーパーアニュエーションの現状」『市場クォーターリー』（2008.Supring）
- 西村淳（2018）「オーストラリアの年金制度」『年金と経済』公財 年金シニアプラン総合研究機構, Vol.137.No2
- 佐川あぐり（2018）「豪スーパーアニュエーション、成功の背景は」『大和総研レポート』2018.3.26
- 徳島勝也（2016）「スーパーアニュエーションの動向」『ニッセイ基礎研究所』（2016-02-09）
- 野村亜希子（2013）「オーストラリアのスーパーアニュエーション」『野村市場クォーターリー』（2013.Autumn）
- 中川秀空（2013）「オーストラリアの年金制度の現状と課題」『レファレンス』（2013.4）
- ASFA（2019）「Superannuation Statistics」 January 2019
（<https://www.superannuation.asn.au/resources/superannuation-statistics,2019.4.10>）
- APRA（2018）「Annual Superannuation Bulletin」 June 2018
（<https://www.apra.gov.au/publications/annual-superannuation-bulletin,2019.4.10>）

会計基準の差異が与える影響 その 2

退職給付に関する主要基準の差異②

年金コンサルティング部 リサーチグループ 久野 正徳

前号は、会計基準の主な差異として、「期待運用収益の有無」、「費用の分解表示」、「米国基準におけるコリドールール」について説明しました。今月号も引き続き、会計基準の主な差異について解説します。

IFRS と日本・米国基準との大きな差異として、発生した数理計算上の差異（IFRS では再測定）をその後損益計算書に計上するか否かという点があります。IFRS では、再測定を損益計算書に計上しないため、退職給付費用は安定的になります。これに対して、日本基準では、数理計算上の差異の費用処理が退職給付費用を変動させる要因となります。これ以外に、積立超過の場合に貸借対照表に計上できる資産の上限額であるアセットシーリングや、退職給付債務の算出方法の差異である「重要性基準」について解説します。

1. 数理計算上の差異・再測定の取扱い

年金資産の時価変動（期待運用収益または利息収益と実際の収益との差）や、割引率の変更等による退職給付債務の増減は、日本基準と米国基準では数理計算上の差異、IFRS では再測定となります。いずれの基準においても発生した数理計算上の差異等は、発生した期に包括利益計算書に、「その他の包括利益（以下 OCI）」として計上します。

さらに、日本と米国基準では、OCIとして計上した数理計算上の差異を一定期間で損益計算書に費用として計上します（遅延認識）。そのため、日本と米国基準では、数理計算上の差異の費用処理が退職給付費用を変動させる要因となります。なお、このOCIを損益計算書に計上して利益剰余金に振り替える処理を「リサイクリング（組替処理）」と呼びます。

一方、IFRSでは、再測定は損益計算書へ計上しないため（リサイクリングを行わない）、「ノンリサイクリング」と呼ばれます。

再測定を損益計算書上の費用として処理しないIFRSでは、日本基準と比べて費用は安定的に推移します（OCIで処理される再測定も広義の費用と考えられますが、ここでは損益計算書への影響のみを考えるものとします）。

IFRSでも退職給付債務の額が変動すれば、利息費用が増減し、年金資産の変動に伴い利息収益が変動しますが、その影響は日本や米国基準の再測定に比べて軽微にとどまります。これは、利息費用や期待運用収益、利息収益の増減額は、変動額に割引率または期待運用収益率を乗じて算出した額となるためです。これに加えて、日本や米国基準では、数理計算上の差異の処理額は、「変動額÷処理期間」で算出するため、処理期間が10年であれば変動額の1割が退職給付費用へ影響することになり、退職給付費用を大きく変動させる要因となり得ます（数理計算上の差異の残高に一定率を乗じる方

法を選択している企業では、より大きな影響となる場合もあります)。

OCI は未実現損益であり、未実現損益は実現した時点で損益計算書に計上します。IFRS でも、この取扱いが原則ですが、再測定に関しては実現の額と時期を特定する適切な基礎が見い出せないとの理由から、損益計算書に表示することを認めていません。

確かに年金資産の運用では、常に売買が繰り返され、しかも毎日時価が変動します。損益は実現する一方で未実現損益も常に変動しており、どの時点でどれだけの損益が実現したかを特定するのは至難の業です。実現の時期や額が特定できないため、実現損益として計上しないことも、ひとつの考え方として理解できます。

これに対して、日本基準は発生した数理計算上の差異を、平均残存勤務期間以内の一定期間で費用として処理します。ただし、一定期間で処理するのは退職給付費用の平準化のために行われるわけではないという点に注意する必要があります。企業会計では、あくまで費用や損失は発生時に処理することを原則としているからです。退職給付債務の増減や年金資産の時価変動は確定した損益ではないため、発生時点で損益計算書に全額を実現損益として計上するのが必ずしも適切とは言えません。そこで、従業員の在籍中に損益が実現すると見なして、平均残存勤務年数（以内の一定期間）で費

用として計上することになっています。これは年金財政における掛金計算とは決定的に異なります。

未実現損益が、従業員の平均残存勤務年数で実現するかどうかはともかく、一定年数が経過すれば徐々に実現していくはずですので、実現損益を損益計算書に計上していくための方法として、平均残存勤務年数で費用計上していくという考え方もあり得ることになります。もともと、日本基準は平均残存勤務年数以内の一定期間とされているため、処理期間は最短 1 年から、最长は平均残存勤務年数まで各社の選択に任されています。なお、この考え方は、税制上の要請から一定期間での分割拠出が要請され、拠出が平準的になるように算出する年金掛金とは決定的に異なります。

日本基準の数理計算上の差異と IFRS の再測定との処理方法の違いは、①IFRS は実現の時期や額を特定する方法を見出せないため実現損益としない、②日本基準は実現損益を計上するためにその方法を考えている、という違いに起因しています。日本基準と IFRS とでは発想自体に隔たりがあるため、両者が折り合うのは容易ではないと思われます。しかし、次に述べることも含めて、この処理方法の違いは退職給付費用、ひいては損益にも大きく影響してくるため、企業の財務諸表を見る上で重要なポイントになります。

2. 遅延認識に関する留意点

前述のとおり、数理計算上の差異を一定期間で処理することは、費用の平準化を意図したものではありませんが、結果的に費用の安定化をもたらすことも事実です。特

に、費用処理が長期にわたれば、各年度に処理する額が小さくなり、費用変動の影響を緩和する効果があります。しかし、その場合でも不規則な費用の増減をもたらすこ

とには注意を要します。

多くの企業では、数理計算上の差異の処理について定額法を利用しています。これは各期に発生した額を予め定めた期間で按分し、毎期按分された額を定められた期間で費用として処理します。そのため、定額法では発生した数理計算上の差異の処理が開始される際と一定期間経過後に処理が終了する際に影響を受けることとなります。

また、発生する数理計算上の差異には利益と損失があります。利益処理の開始と終

了、さらに損失処理の開始と終了があるため、各年度の費用処理のパターンは4通りの組み合わせとなり、この中で最も費用の増加圧力になりやすいのは、利益の処理が終了し、損失の処理が開始するパターンです。逆に、最も費用の減少に寄与するパターンは、損失の処理が終了し、利益の処理が開始するパターンです。なお、開始、終了する損失または利益の水準が大きな影響を及ぼすことは言うまでもありません。

(図表1) 日本基準による数理計算上の差異の費用処理例

	X1年度	X2年度	X3年度	X4年度	X5年度	X6年度	X7年度	X8年度
期首年金資産	100.0	88.0	95.5	99.3	91.8	102.8	105.4	111.9
期待運用収益率	2.0%	2.0%	2.5%	2.5%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
期待運用収益	2.0	1.8	2.4	2.5	1.8	2.1	2.1	2.2
実際の運用収益率	▲12.0%	8.5%	4.0%	▲7.6%	12.0%	2.6%	6.1%	2.8%
実際の運用収益	▲12.0	7.5	3.8	▲7.5	11.0	2.7	6.4	3.1
数理計算上の差異	▲14.0	5.7	1.4	▲10.0	9.2	0.6	4.3	0.9
期末年金資産	88.0	95.5	99.3	91.8	102.8	105.4	111.9	115.0
数理計算上の差異費用処理額		3.5	2.1	1.7	4.2	▲1.6	▲0.4	▲1.1

	X1年度分	X2年度分	X3年度分	X4年度分	X5年度分	X6年度分	X7年度分	処理額
X2年度処理額	3.5							3.5
X3年度処理額	3.5	▲1.4						2.1
X4年度処理額	3.5	▲1.4	▲0.4					1.7
X5年度処理額	3.5	▲1.4	▲0.4	2.5				4.2
X6年度処理額		▲1.4	▲0.4	2.5	▲2.3			▲1.6
X7年度処理額			▲0.4	2.5	▲2.3	▲0.2		▲0.4
X8年度処理額				2.5	▲2.3	▲0.2	▲1.1	▲1.1

出所：筆者作成

図表1では、簡単なシミュレーションを行っています。発生した数理計算上の差異を、翌年度から4年間で処理するものとしています。X1年度に発生した損失14は、X2年度からX5年度までの4年間で毎年3.5ずつの費用として処理し、X2年度に発生した5.7の利益は、X3年度からX6年度までの4年間で毎年1.4ずつ費用から減額処理

していきます。

X6年度は、X1年度に発生した額の損失の処理が終了し、X5年度に発生した利益の処理がスタートします。結果的に数理計算上の差異の処理額は前年の4.2の費用増加要因から1.6の費用減少要因に転じるため、差引き5.8も費用を減少させる（利益を増加させる）こととなります。この費用変動

は、「実態とは無関係な数値の不連続性」をもたらします。費用増減が本業の好不調とは全く無関係に起こるからです。数理計算上の差異の処理年数が長ければ、1 年当たりの処理額が少なくなる分影響度は小さく

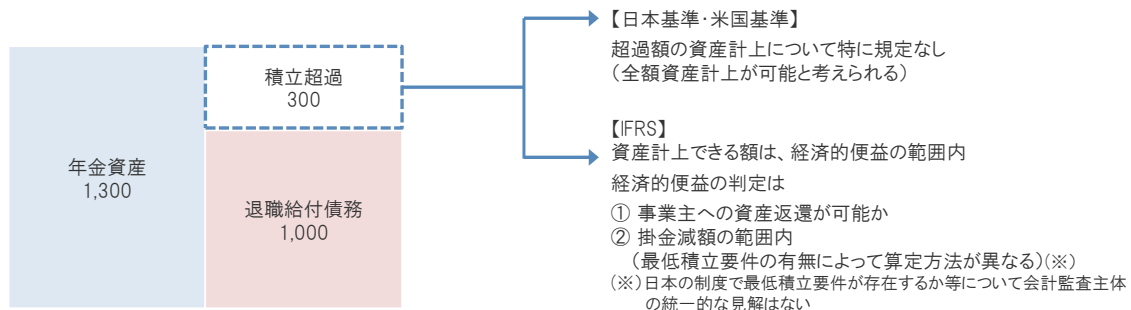
なりますが、処理期間 10 年であれば「一昔前」の未実現損益が忘れた頃に当期損益へ影響をもたらすこととなります。しかも、この費用変動は回避不能な変動でもありません。

3. アセットシーリング

日本と米国基準では、「年金資産 > 退職給付債務」の場合、その差額は貸借対照表に資産計上されます。しかし、IFRS では必ずしも超過額の全額が資産計上できるわけではなく、資産計上できる上限額が設けられており、これを「アセットシーリング」と呼びます。IFRS では、資産計上できる額は「経済的便益の範囲内」と定められており、経済的便益とは「資産の返還」と「掛金の

減額」で計測します。「資産の返還」については、制度が存続中か終了後か等の時期あるいは返還のための条件等を問いません（図表 2）。日本で言えば、受給者がいなくなった時点で事業主に資産を返還する旨を規約に記載した閉鎖型制度、あるいは積立超過の場合に資産の返還が認められる退職給付信託はアセットシーリングがかからないと考えられます。

（図表 2）積立超過時の取扱い



出所：筆者作成

一方、通常の確定給付企業年金では解散時であっても事業主に資産は返還されません。従って、計上可能な資産額は掛金減額の範囲内となります。なお、経済的便益の根拠となる掛金減額の算出方法は、制度に最低積立要件があるかどうかで異なりますが、現時点では日本の確定給付企業年金の最低積立要件の有無に関して統一的な見解は示されていません（最低積立要件の有無

による掛金減額判定方法の違い等については本稿では割愛します）。仮に、IFRS 基準でアセットシーリングに抵触し、積立超過部分の資産計上ができなくなると、利息収益の計上ができなくなります。日本や米国基準であれば資産計上され、期待運用収益が退職給付費用から差し引かれることとなるため、損益面では差が生じることになります。

4. 退職給付債務の算出の差異

退職給付債務の算出に関しては、日本基準とその他の基準で差異があります。日本基準では割引率の設定に関して、「重要性基準」があります。これは、期末の割引率で算出した退職給付債務が前期の割引率で算出した退職給付債務の額に対して10%以内の変動である場合は、割引率を見直さなくてもよいというものです（10%以上変動する場合は見直さなければならない）。

これに対して、米国基準やIFRSでは、退職給付債務の算出を対象とした重要性基準はありません。米国では每期必ず割引率を見直して債務の算出を厳密に行う代わりに、コリドールールが設けられています。また、IFRSや米国基準では、会計全般に適用される重要性基準は退職給付債務の算出にも適用できると考えられています。従って、割引率を見直しても軽微な変動にとどまる（＝重要性がない）と判断される場合には、割引率を見直さないことは可能であると考えられています。

重要性基準を適用し、割引率の変更をしなければ割引率の見直しに伴う数理計算上の差異は発生せず、数理計算上の差異の発生額を抑制することができます。ただし、10%以上の変動により、割引率を見直さなければならない状況になった場合は、費用処理額は大きくなるため注意が必要です。

さらに、割引率に関して米国基準やIFRSでは原則として優良社債の利回りを参考にして設定されます。日本基準では安全性の高い優良な債券、具体的には国債や政府保証債、優良社債の利回りで設定することが求められており、実務上では国債を参照する企業が多いようです。そのため、日本では国債の利回りがマイナスになった状況を受けて、マイナス金利の取扱いに関して企業会計基準委員会（ASBJ）による議論が行われました。しかし、決着には至らず、当面の取扱いとして、マイナス金利を適用する方法と、0%を下限とする方法のいずれも認められています。

これに対して、米国基準やIFRSでは優良社債の利回りを基準としているため、マイナス金利が想定しにくいことから、現段階ではマイナス金利の取扱いについての議論は行われていません。

これまで、2回にわたって日本基準、米国基準、IFRSの退職給付に関する取扱いの差異について解説してきました。今回は、同じ状況下における会計基準の差異によって、実際に会計数値がどの程度異なるかについて、長期のシミュレーションを行い確認します。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。

分散投資の再考 その 4

ポートフォリオの構築への適用

年金運用部 顧問 大輪 秋彦

期待する分散の効果を十分に発揮できる運用ポートフォリオの組立てには、投資対象候補の個別銘柄、資産クラス、運用戦略のリターンの振舞い、つまりリターンの形状（分布）を、どのくらい正しく捉えて（推定して）いるかが決定的に重要と考え、前号まで2回にわたり、リターンとその形状（分布）をどう捕まえるかについて「実践のための推定作業」を解説しました。さらに、前号後半では、「推定作業」自体の議論から少し離れ、推定作業のアウトプットである、より良く推定された情報の示唆するところを考えました。

今月号も、少し「寄り道」をして、まず現在の主流であるMVフレームワーク^{注1}の実務上の問題点をおさらいし、続いてMVS_Kフレームワーク^{注2}（前号参照）を機能させるために、有望な「データ活用手法」を3つ取上げ、それらを束ねたポートフォリオ構築法について概観します。

1. 現在主流の資産配分選択での問題点

現在主流とされるMVフレームワークで求められた「最適資産配分」に、違和感を覚えたことのある企業年金の資産運用・管理に責任を持つ担当者（以下、担当者）は、意外に多いのではないのでしょうか？

次の2つは、担当者が経験することの多い代表的な実務上の問題です。

① 一部の資産クラスへの偏った配分：投資対象候補の各資産クラスに設定する、M（期待リターン）、V（リスク）、相関係数・共分散の値次第で発生する。

② 大きな推奨配分の変化：獲得を目指すリターン目標のちょっとした変化が、大きな推奨資産配分の変化をもたらす。

よく言われるように、これらの根本的な原因は、「MV手法が設定されるM（期待リターン）値に高い感応度を持つ」ことです。このことは、株式などの市場環境次第で振舞いの変化が大きい資産クラスや、データ

の乏しく新しい資産クラス・投資戦略やオルタナティブ投資の採用を考える際、問題であると意識されることとなります。大きな推定誤差の可能性（①の設定値全てに）が懸念されるためです。

また、①は、「ポートフォリオ採用資産クラスの少数化」を意味することでもありません。せっかく多くの資産クラス・投資戦略を候補としてあげたのに、結果的に少ない資産クラス・投資戦略しか採用されず、残念に思った担当者も多いのではないかと思います。

「あれだけ多くの候補を対象としたのだから、選ばれたのは少数精鋭だ」と、簡単には割り切れないことでしょう。投資対象候補の資産クラス・投資戦略が多くなると、「効率的フロンティア」の下方に位置する資産クラスが増える、と感じた担当者も多いと思われます。手続上、「効率的フロンテ

「IA」から下方に乖離した資産クラス・投資戦略は「選外」となり、「推奨ポートフォリオ」に入選を果たせないことは明白です。

本稿は、このことがポートフォリオの分散効果を得るうえでの大きな障害になると考えています。事実このようなことから、担当者は「推奨結果」をどの程度重視した

ら良いのかためらうことになります。また、「重視しない」と明言する担当者もいるほどです³。

そこで、このような問題の対処を図るためのツールとして期待されるのが、以下に取上げる3つのデータ活用法です。

2. リサンプリング法（再標本化法）

最初に取上げるのは、「リサンプリング法」（再標本化法）です。本手法の「サンプル = 標本」生成についての発想は、以下に続く「ブートストラップ法」や「モンテカルロ法」の拠り所になっているという意味でも重要なものになります⁴。

本手法のリターンの分布の特徴推定プロセスは、次のとおりです。

- ① リターンの分布（「母集団」）からたまたま実現した結果としてのリターン値の一群である生の「サンプル（標本）」を、「母集団の代表」と解釈して「仮想」の母集団（「あたかも母集団」）と見なす。
- ② 次に、①の生サンプルからの「無作為反復」サンプリングを行い、人工的にリターン値を多量に作り出し、それらを「仮想再サンプル」（「あたかもサンプル」）と見なす。通常はこの時、各一回のサンプリングで、生の「サンプル（標本）」の数と同じだけのデータを取り出す。（このサンプリング作業を何度も繰り返す、リ・サンプリングをすることから、この手法はリサンプリング法と命名されたものと理解します。）
- ③ ②の多量な「あたかもサンプル」の各々において、リターンの分布で注目する特性を表現する「統計量」、例えば、 M （平

均）・ V （分散）・ S （歪度）・ K （尖度）なり何なり、を求める。従って、各「統計量」は「あたかもサンプル」の数と同数取れることになる。

- ④ ③で得た「各々の統計量」の分布から、「あたかも母集団」の特性をあぶり出す。この推定手順が依拠する理論的背景は、前述の過程を経て求められる仮想母集団の特性値が、母集団から何度もサンプリングして求めた、母集団の特性値に近いという性質です。

さて、ここで生じる自然な疑問は、この手順は理論的にOKだとしても、「なぜ、そのような迂回をわざわざ行うのか、実現した生のリターン値（統計でいう、観測した「標本」）そのものを使えば良いのではないか」、ということです。

確かに、従来の推計手法では「サンプルこそ命」で、その数の確保に腐心しなければならない、とされたことを思えば当然です。しかし、まさにこの点こそが従来の手法と異なる、本手法の「みそ」、革新的な点、と言えるのです。

- 観測される実現リターン値データの数は多い方が（極言すれば、母集団全てのリターン値が実現するという、あり得ない場合を想定すれば）、母集団であ

るリターンの分布特性推定の信頼度が高まる。「数は力なり」。

- しかしながら、このようなデータを多量に収集するには、大変な労力・コストが必要となることは想像に難くない。「トレードオフ」の存在。
- また、仮に労力・コストを掛けることができたとしても、例えば、年次・月次等の対象データを、必要な数、時間をさかのぼって集めることが可能なの

か、その前に、そもそもそれは存在するのかという懸念が生じる。このことは、伝統的資産についても該当し、オルタナティブ資産や新しい投資戦略までを考えた時に、さらに重大な問題となる。まさに、「実務的な限界」の考慮が必要。

そこで、これらの制約をクリアーできる「リサンプリング法」が有望視されることになるというわけです。

3. ブートストラップ法

この手法の特徴は次のとおりです。

- ① たまたま実現した結果であるリターン値、生の「サンプル＝標本」の分布は、リターンの分布（「母集団」）を写していると考ええる。
- ② 前述の項目 2. ②のリサンプリングの際に、重複使用（「復元抽出」）を許す。
- ③ 対象とする分布がどのようなものでも対応できる^{注5}。

若干の付言をすると、①は、リサンプリング法と同じ考え方です。「ブートストラップ法」が「リサンプリング法」に分類される所以（ゆえん）でしょう。②は、「再利用」を許すことで、多量・多様なデータ生成に有利に働きます。また、このことから各、「あたかもサンプル」に、どの「実現リターン値」、が抽出されるかはランダムになり、

全て同じ値が抽出されることも、全て異なる値が抽出されることもあり得ることになります。③は、リターンの分布の形状仮定（例えば、正規分布）に依存しない、すなわち束縛されないことを意味します。

つまり、本稿が注目する、「MV フレームワーク」から「MVSK フレームワークへの移行」を考えるには適しています。

なお、ブートストラップ法では、「みなしサンプル（標本）」のことを、「ブートストラップ標本」と呼ぶ決まりのようです。従って、ブートストラップ法では、母集団であるリターンの分布の性質の推定を、1つの「生のサンプル（標本）」（リターンの実現値データ）からリサンプリングにより多量生成した「ブートストラップ標本」の性質を使って行う、と考えることになります。

4. モンテカルロ法

この手法は、以下の特徴があります。

- ① コンピュータを使ったシミュレーションで、人工的に多量なリターン値を作り出す。
- ② そのために、「リターンの分布」の形状

を規定しておくことが必要となる。

ごく簡略化するならば、モンテカルロ法では、次の3段階のプロセスでリターンの分布の特徴推定を行うこととなります。

- 「データ発生メカニズムの決定」：人工

的に生成するリターン値が現実離れしないように、起こりやすい値やその範囲を決めることが必要。生のサンプル、つまり実際の「リターン実現値」から、「リターンの値」が沿うであろう「リターンの分布」の形状を表す「統計量」を現象に即して推定することが必要^{注 6}。
(前述②)

- 「ランダムなデータ発生」: このプロセスが、モンテカルロ・シミュレーションです。コンピュータを利用し、前述で設定した「リターンの分布」に基づくシミュレーションにより、多量のリターン値を作り出す。(上記①)
- 「注目する統計量の推定」: 前述で得た多量のデータから、リターンの分布の

特性を表すとして注目する「統計量」(例えば $M \cdot V$ なり何なり) をあぶり出す。

従って、本稿の関心に照らし合わせると、最初の「データ発生メカニズムの決定」プロセスにおいて、 $M \cdot V \cdot S \cdot K$ をきちんと織込むことが鍵(キー)となります。

さて、前号で述べたとおり、 M と V に S と K を加えることで、より良くリターンの分布の特性を捕える可能性が高まるにしても、それが分散の効果を享受する資産配分に結びつかなければ、担当者にとっては単なる「残念な」机上論にしか過ぎません。

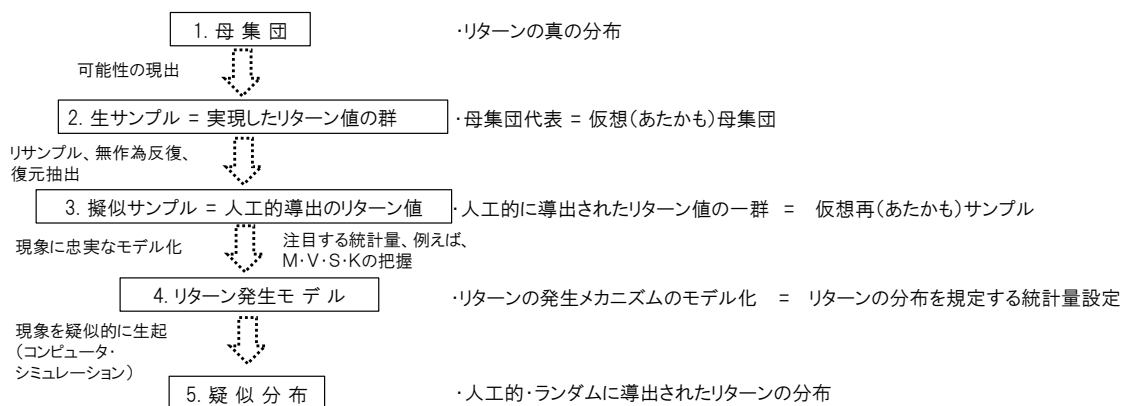
そこで、資産配分の実践に担当者が使えらると思える手法(試論)を以下に述べます。

5. MVSK フレームでの資産配分選択

本稿の考える手法は、MVSK フレームワークに、前述の 3 つの手法を束ねるものです。図表 1 と図表 2 は、そのイメージを示したものです。手順としては、今月号の紹介の順番と同様で、リサンプリングを復元抽出で行い、リターンの発生をより忠実に表現すべく選定した統計量 ($M \cdot V \cdot S \cdot K$)

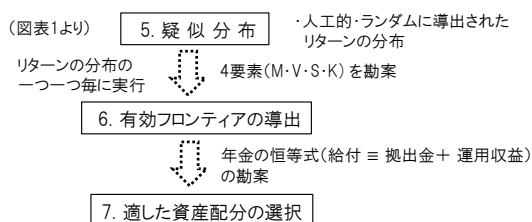
の推定を加味したモデルにより、リターンの分布をシミュレートします。そして、そこで得た多数の結果の一つ一つに有効フロンティアを導出し、そのフロンティア上の資産構成(ポートフォリオ)を「平均」することにより、頑健な資産構成を得ることを狙う手法です。

(図表 1) より分散された資産配分選択 (イメージ)



出所：筆者作成

(図表 2) より分散された資産配分選択
(イメージ) (続き)



出所：筆者作成

なお、ここでの「平均」は、有効フロンティア毎に、 M の最小のものから最大のものを順に並べ、同一順の各資産構成を単純平均することをイメージしています。もちろん、様々な平均の仕方が考えられ、例えば、 M ではなく、 $V \cdot S \cdot K$ を基準とすることもありでしょう。ここで注目いただきたいのは、この手法は「逆転の発想」で、「エラー」を利用しているということです。どういうことかと言うと、無限にシミュレーションを繰り返せば、そこで得るリターンの分布は、図表 1 の「5. 疑似分布」を得るためにコンピュータに入力した、予め設定（モデル化）しておいたリターンの分布に収斂（しゅうれん）することは明白です。しかし、シミュレーションの回数は「たくさん」とはいえ、当然のこと有限です。つまり、シミュレーションを行う回数は相対的には「少数」となり、このことから必然的に生じる無限と有限との結果の「差（エラー）」を積極的に活用するというものです。

「無限の結果」では採用されないであろう資産クラス・投資戦略が、「有限の結果」では有意に採用され、それらを平均して算出される資産構成群にも、バリエーションに富む資産クラス・投資戦略が入ることが期待されます。従って、このことがポート

フォリオの分散効果を得るうえで、MV フレームワークの制約突破の効果を持つと考えられるのです⁷。

また、本稿では言及しませんが、本手法に年金債務を組み込むことができるならば、さらに頑健な資産構成を得ることが期待できるでしょう⁸。

さて、この手法は外見上（あくまで外見上です）、「シナリオ・アプローチ」に似ていると指摘できるかもしれませんが、通常の場合のシナリオ・アプローチでは、「メインシナリオ」と「サブシナリオ」として「インフレシナリオ」や「デフレシナリオ」等の幾つかのケースを設定します。そのシナリオ毎に導出したリターンの分布の統計量（標準では、 S と V ）を、シナリオ毎に付与する異なる「出現確率」で「加重平均」（各シナリオは独立、すなわち相関係数=0 と想定）することにより単一（ワンセット）の統計量にして、最適資産構成群を求めることとなります。もし、この時に各シナリオが 100% 実現するとして、シナリオ毎の最適資産構成群を求め、それを「算術平均」するならば、一つ一つのリターンの分布が出現する確率は等しい（平等・無差別）として「算術平均」する本手法と、外見はさらに似てくることとなります。

この統計量の「平均」ということに話が及ぶと、本稿の意識は、MV アプローチの弱点の一つとして指摘の多い「一期間モデル」にも及びます。

この点の説明も含め、次号では、「分散投資とそれを実践する資産配分の改善ポイント」（2019 年 2 月号参照）の 2 つ目のテーマ、「実践のための推定作業の無限定一律の適用」について解説します。

6. その他の手法

その他の手法として、2 つのなかなか味
わいある「リターン分布の推定手法」を、
説明します。

➤ 「ブラック・リターマンモデル」:「リバ
ース・オプティマイゼーション」に「ベ
イズ統計」を組合せる点で、「リバース・
オプティマイゼーション」の応用バージ
ョンです⁹。これは、前述の項目 4.で述
べたとおり、MV アプローチが推定の最
も難しい M (期待リターン) の値に高い
感応度を持つのであれば、その推定を
「まずは市場に聞いてみようではない
か」というものです。すなわち、

- ① 現在の市場における時価 (総額) ウェ
イト (= 資産の配分割合) は、全ての
投資家による最適化の結果と考える。
- ② この「結果」にリスクと相関係数 (過去
値) を代入すれば、市場が想定する期待
リターンを、「逆算」で得ることができ
る (正にリバース・逆の発想)。
- ③ ここで得た、市場が想定する期待リター
ンに、自らが想定する見通しと確信度を
加味し、期待リターンを調整する。
- ④ このリターンからリスクと相関係数を
見直し、「市場による最適化」ではなく、
「自らの最適化」を行い資産の配分を
得る。

このモデルでは、このように「担当者自
らの意見 (見通し・確信度)」で「市場の意
見」を調整するというユニークなものです。
この手法のポイントの一つは、自らの意見
での調整を行わないにしても、市場が想定
する期待リターンを知るということは、そ
れなりに役に立つということです。

➤ 「イコール・ウェイトイング (等金額加
重) 投資」: 1/N ルールとも呼ばれます
¹⁰。これは、「一切の推定を行わないと
いう推定方針」に基づく分散投資の手法
です。1/N という呼称から連想されるよ
うに、全ての投資対象資産・銘柄を等金
額保有するというものであり、単純過ぎ
るのでは、との心配をよそに、無視し得
ない投資成果をあげています。

なお、本稿における意見にかかわる部分
および有り得るべき誤りは、筆者個人に帰
属するものであり、所属する組織のもの
ではないことを申し添えます。

注 1: 平均と分散のみに着目し、歪度や尖度を考慮しない
ポートフォリオ選択理論を「平均分散分析 (MV: Mean-Variance analysis)」と呼ぶ。

注 2: MV フレームワークに、「歪度 (Skewness)」と「尖
度 (Kurtosis)」を加えたポートフォリオ選択理論。

注 3: 印象として、「重視する度合い」は、英米よりも我
が国の担当者の方が高いように思います。

注 4: 統計学では、「ブートストラップ法やモンテカルロ
法は、リサンプリング法の一つ」であるとか、「ブートス
トラップ法はモンテカルロ法の一つ」であるとされるよ
うです。詳しくは、専門書・論文に譲りたいと思います。

注 5: 本手法は、標本 (「ブートストラップ標本」) の作り
方により、分布の形状を仮定する「パラメトリック・ブ
ートストラップ法」と、仮定しない「ノンパラメトリク
・ブートストラップ法」の 2 つに大きく区分されるよ
うです。

注 6: 「リターンの分布」の形状 (「統計量」) が予め判明
している場合は少ないと想定しました。

注 7: この手法は何も突飛なものではなく、既に MV フ
レームワークを補強するものとして一部では使われてい
ることもあります。そうであるならば、せっかく捉える
ことができる「情報」を、M と V に留めるのではなく、
S と K にも拡大して使うことを徹底しようとの提唱との
解釈もできます。

注 8: 三菱 UFJ 年金情報 2014 年 9・10・11 月号を参照

注 9: 三菱 UFJ 年金情報 2016 年 10 月号を参照

注 10: 三菱 UFJ 年金情報 2017 年 2・3 月号を参照

<コラム> アドリブ経済時評

「MMT（現代貨幣理論）」

アルファベット3文字の新理論？ MMT（Modern Monetary Theory 現代貨幣理論）が、その擁護者とともに、とうとう出てきた。

MMTは、「自国通貨を発行できる政府は、財政破綻を懸念する必要はなく、積極的にそれ（財政赤字を通貨発行で埋めること）を利用すべきである」と主張する。

わが国政府の一般会計の歳出は現在約100兆円、そのうち一版会計の税金による歳入（税金）が約60兆円であるが、その足りない部分は国債を発行して銀行などから借金している。

そして、その国債残高は、2019年度末の予想で897兆円となっており、経済規模ともいべきGDP（国内総生産、約500兆円）比でも、先進国中で「最悪」の水準にあるとされる。にもかかわらず、日本が財政破綻することはあり得ない。日本政府（とその一部である日本銀行）には通貨発行権があり、発行する国債はすべて自国通貨（円）建てだからだ。政府は、家計や企業と違って、自国通貨を発行して債務を返済できるのである。その意味では確かに、政府は、財源の制約なく、いくらでも支出できる。

ちなみに、その国債は日本のデフレ（物価下落、不景気）克服を目的とした「異次元の金融緩和」、すなわち日銀の継続的な国債買いオペによって、いま、残高の40%以上を日銀が持っている。その部分は国債利子と償還金を払うのも受け取るのも政府である。

ここで、国債を発行したとき、銀行などから受けとったおカネは政府が使って、公務員の給料や公共投資として世の中に出ていく。他方、その国債を買い取る時のおカネは、新たに通貨を印刷する。おカネがジャブジャブになるのである。手続きがややこしいが、通貨を印刷して直接使うことは財政法で禁止されている。

さらに、歴史的にみて、戦争などでジャンジャンおカネを印刷して使った国はハイパーインフレ（超物価上昇）になった。インフレは格差と経済破綻を産む。

もうひとつ、ジャブジャブになったおカネは値打ちがなくなるということで、為替の暴落（円安）にも繋がる。石油などの輸入物価が上がる。

以上のようなことから、伝統的な経済学は、財政赤字は一時的には許容されるが、長期的にはインフレを招くとして否定してきた。

MMTは、現実にインフレにならないじゃないか、とか、徴税権はインフレ阻止にもつかえるとかで、積極的に評価しようとするのである。

著者は、次の「財政規律の崩壊」ということから、これには賛成できない。

借金を気にせずに財政を支出することができるということは、選挙民に対して良い顔をしたい、全ての政治家に受け入れられやすい。そして、現政権がこれを行うと、次期政権以降でも、「我々だって、やっていけないということはない」ということに必ずなるのであって、歯止めが効かなくなるのである。一步踏み込むと帰れなくなるということである。

2019年4月24日

元青山学院大学教授・経済学博士 岩井 千尋

MEMO

MEMO

- ▶ 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、充分ご留意ください。
- ▶ 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、顧問会計士・税理士等にご確認くださいませ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。