

# 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8月号

## 《目次》

### 《データで見る年金》

2018年「就労条件総合調査」結果の概要

年金コンサルティング部 リサーチグループ 久野 正徳 … 1

### 《海外主要企業の退職給付の現状 その1》

退職給付債務と主要経営指標

年金コンサルティング部 リサーチグループ 久野 正徳 … 6

### 《分散投資の再考 その6》

TAAと政策資産配分 ver.02 との違い

年金運用部 顧問 大輪 秋彦 … 12

### 《アドリブ経済時評》

お盆に考える

元青山学院大学教授・経済学博士 岩井 千尋 … 18

## データで見る年金

# 2018 年「就労条件総合調査」結果の概要

年金コンサルティング部 リサーチグループ 久野 正徳

厚生労働省は、主要産業における労働時間制度、賃金制度等に関する総合的な調査を実施し、その結果を毎年「就労条件総合調査」として公表しています。また、その中で 5 年毎に「退職給付についての調査結果」を公表しており、本稿では、2018 年の「退職給付についての調査結果」の概要について解説します。

退職年金の実施割合は、従業員数が少ない企業を中心に低下傾向にありますが、従業員の老後所得保障機能あるいは給付原資の保全を目的に、退職年金の実施割合の向上が望まれます。

### 1. 退職給付制度の実施状況

退職金・年金に関する調査結果は 5 年に一度公表され、2018 年 10 月に公表された「平成 30 年就労条件総合調査」の内容を基

に、退職給付制度の実施状況および各企業における退職給付制度の見直し動向等についてお伝えします。

(図表 1) 退職給付制度の実施概況

(単位：%)

	退職給付制度がある企業				退職給付制度がない企業	制度がある企業(再掲)	
	退職給付制度がある企業	退職給付制度の形態				退職一時金	退職年金
		退職一時金のみ	退職年金のみ	両制度併用			
1000人以上	92.3	27.6	24.8	47.6	7.7	75.2	72.4
300~999人	91.8	44.4	18.1	37.5	8.2	81.9	55.6
100~299人	84.9	63.4	12.5	24.1	15.1	87.5	36.6
30~99人	77.6	82.1	5.4	12.5	22.4	94.6	17.9
合計	80.5	73.3	8.6	18.1	19.5	91.4	26.7
建設業	87.5	70.5	7.3	22.2	12.5	92.7	29.5
製造業	88.4	69.8	9.7	20.5	11.6	90.3	30.2
情報通信業	86.1	51.4	18.0	30.5	13.9	82.0	48.6
卸売業・小売業	78.1	65.1	12.9	22.1	21.9	87.1	34.9
金融業・保険業	88.6	39.4	19.2	41.4	11.4	80.8	60.6
宿泊業・飲食サービス業	59.7	81.0	9.0	10.1	40.3	91.0	19.0
医療・福祉	87.3	88.6	3.8	7.6	12.7	96.2	11.4
2018年調整後(※)	77.8	70.9	9.8	19.3	22.2	90.2	29.1
2013年調査合計	75.5	65.8	11.6	22.6	24.5	88.4	34.2

※2018年は複合サービス事業を含んでおり、2013年との比較用に、複合サービス事業を除いた数値

(注1)退職給付制度の形態は実施企業を100とした場合の実施比率

(注2)業種は主な業種を抜粋している(実際の調査では16業種に分類して数値を表示)

出所：厚生労働省「平成 30 年就労条件総合調査」より筆者作成

退職給付制度（退職一時金および退職年金）の実施概況は、図表 1 のとおりです。退職一時金または退職年金のいずれかの退職給付制度を実施している企業は 80.5%となっています。実施割合は従業員数が多い企業ほど高く、従業員 300 人以上の企業では 9 割超となっているのに対して、99 人以下の企業では 77.6%にとどまっています。

実施企業における実施制度の割合をみると、退職一時金のみを実施している企業の割合は 73.3%、退職年金のみを実施している企業の割合は 8.6%で、両制度を併用している企業は 18.1%です。従って、退職一時金がある企業は 91.4% (73.3%+18.1%) で、退職年金がある企業は 26.7% (8.6%+

18.1%) となります。

制度別の実施状況を従業員規模別にみると、従業員が多い企業ほど退職一時金のみの実施割合が低く、逆に退職年金の実施割合が高いことがわかります。退職年金は従業員数 1,000 人以上の企業の 72.4%で実施されているのに対し、従業員数 99 人以下の企業では 17.9%で実施されているにすぎません。

業種別にみると、退職年金の実施割合は、金融・保険業で高く、医療・福祉、宿泊業・飲食サービス業などで低くなっています。

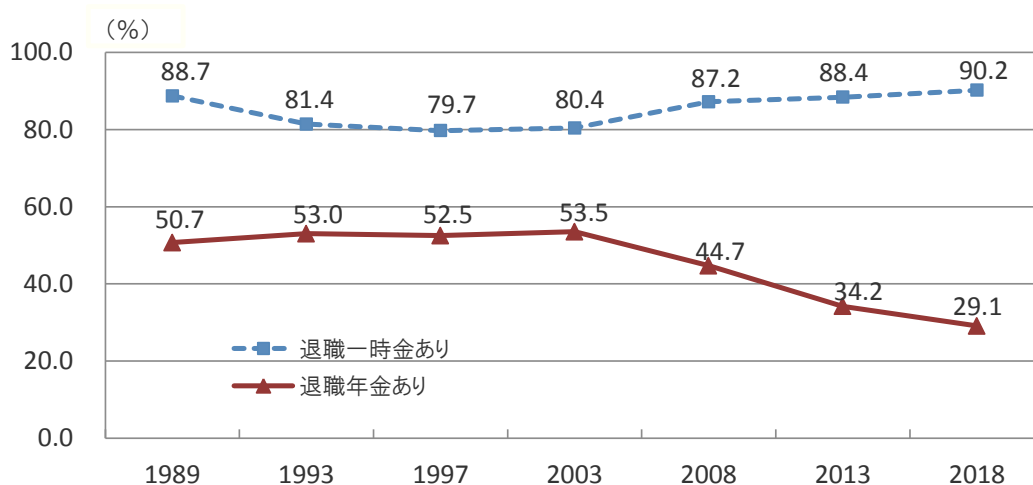
また、退職年金の実施状況を 2013 年と比較すると、2013 年の 34.2%から 2018 年は 29.1%と、5 ポイント低下しました。

## 2. 退職一時金と退職年金の実施推移

図表 2 では過去の就労条件調査を基に 1989 年からの退職一時金と退職年金の実施割合の推移を示しました。2008 年に調査の対象範囲が拡大されているため、2003 年以

前の数値とは必ずしも数値の連続性はありませんが（2003 年の調査対象に対応する 2008 年の実施割合は 46.9%）、2003 年を境に顕著に低下していることがわかります。

(図表 2) 退職一時金と退職年金の実施状況推移 (1989~2018 年)



(注) 2018 年は複合サービス事業を含むため、過去分との比較用に複合サービス事業を除いた調整後数値

出所：厚生労働省「平成 30 年就労条件総合調査」および過去分の調査結果より筆者作成

これは、近年 10 数年の間に、退職年金の実施割合の低下を余儀なくさせる 2 つの出来事があったことが原因と考えられます。ひとつは税制適格退職年金の廃止で、2002 年に 10 年以内に制度を廃止させることとされ、2012 年 3 月末に廃止されました。さらに、2013 年の厚生年金保険法改正により、新たな厚生年金基金の設立が出来なくなり、

一定の要件を満たさない厚生年金基金は存続できなくなり、代行返上や解散が相次ぎました。代行返上や解散時には、規模の小さい企業は自力で年金制度を維持することを断念したケースも多いと考えられます。その結果、従業員規模の小さい企業における退職年金の実施割合が低下したのと思われる。

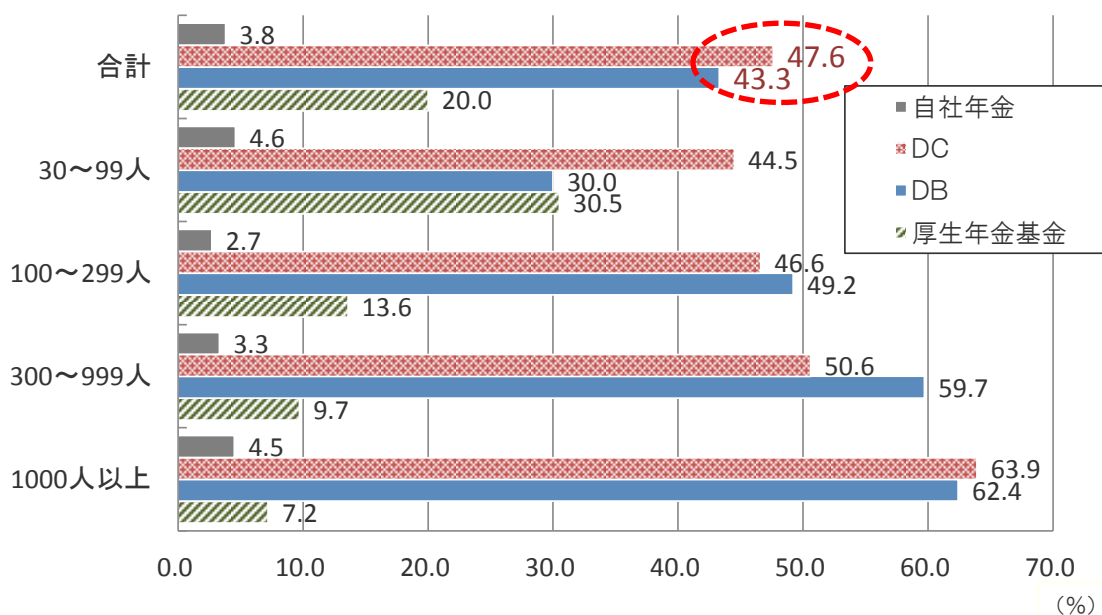
### 3. DB と DC の実施状況

退職年金を実施している企業について、実施制度の内訳をみると、最も多いのが企業型確定拠出年金（以下、DC）、次いで確定給付企業年金（以下、DB）、以下、厚生年金基金と企業独自の年金が続きます。

退職年金を実施している企業のうち DC

を実施している企業は 47.6%と DB を実施している企業の 43.3%を 4.3 ポイント上回りました（図表 3）。なお、2013 年の調査では DB の実施割合 35.6%、DC の実施割合 35.9%でした（2018 年は複合サービス事業を含むため、2013 年集計数値とは異なる）。

（図表 3）退職年金の種類別実施割合（従業員規模別）



出所：厚生労働省「平成 30 年就労条件総合調査」より筆者作成

また、従業員規模 1,000 人以上と 99 人以下の企業では DC の実施割合が DB の実施

割合を上回っていますが、100 人以上 299 人以下および 300 人以上 999 人以下の企業

ではDBの実施割合の方が高くなっています。この傾向は、①従業員規模の小さい企業では複数制度の提供が困難で、制度の運営・管理等が複雑なDBではなくDCを選択する傾向が高い、②従業員規模の大きい

企業ではDB、DC両制度を併用しているケースが多い、③中間の企業では、DCの採用も進んでいるが従来から実施しているDBの実施割合が依然として高い、ということが理由と考えられます。

#### 4. 退職給付制度見直し状況

##### (1)退職一時金の見直し概要

退職一時金について、過去3年間に制度見直しを行った企業の割合は9.3%でした(図表4)。5年前の2013年調査と比べて制度の見直しを行った企業の比率は若干低下しています。見直しの内容としては、「新たに導入又は既存の制度の他に設置」という回答が最も高く28.8%で、特に従業員規模99人以下の企業では31.3%と高くなっています。これは、厚生年金基金の解散等が進み、厚生年金基金からの給付がなくなる分

について、退職一時金での見直しが行われたのではないかと考えられます。

「算定基礎額の算出方法の変更」については、16.9%の企業で実施されました。「全部又は一部を年金へ移行」は、1,000人以上の従業員規模の大きい企業で18.7%と高くなっていますが、DCの実施割合が高くなっていることから、DCへの制度移行が中心だったのではないかと考えられます。

(図表4) 退職一時金の制度見直しの内容

(単位：%)

	見直しを行った、行う予定がある	変更内容					支給率	
		新たに導入、既存制度に追加	全部又は一部を年金に移行	算定基礎額の算出方法の変更	特別加算制度の導入	増加	減少	
過去3年間	1000人以上	11.3	8.6	18.7	30.4	-	7.4	10.3
	300~999人	10.1	17.8	14.4	20.4	2.3	20.3	17.6
	100~299人	8.7	27.1	5.2	30.9	4.2	18.6	11.1
	30~99人	9.4	31.3	7.2	11.9	1.2	17.5	8.3
	合計	9.3	28.8	7.7	16.9	1.8	17.7	9.7
	2018年調整後(※)	8.8	29.5	10.0	17.1	2.4	22.0	4.5
	2013年調査計	11.3	22.7	9.2	14.2	2.5	12.8	8.7
今後3年間	1000人以上	9.4	13.1	14.3	26.8	3.2	4.3	22.4
	300~999人	7.0	7.1	17.0	24.1	2.9	15.6	17.6
	100~299人	5.9	28.7	7.0	25.1	7.8	18.8	8.1
	30~99人	7.9	38.0	6.1	10.2	-	28.4	5.7
	合計	7.4	33.6	7.2	14.2	1.6	25.2	7.4
	2018年調整後(※)	7.0	39.2	9.1	14.7	1.0	26.8	1.3
	2013年調査合計	6.8	25.5	4.8	21.1	0.7	15.2	5.7

※2018年は複合サービス事業を含んでおり、2013年との比較用に、複合サービス事業を除いた数値

出所：厚生労働省「平成30年就労条件総合調査」より筆者作成

(2)退職年金の見直し概要

退職年金での制度の見直しは、「新たに導入又は既存のもの他に設置」が30.8%、「他の年金制度へ移行」が32.0%となっており、これらは従業員規模に関わらず高くなっています。

退職年金での制度の見直しについても、

新たに追加された制度は、退職一時金と同様にDCが中心であると思われ、「新たに導入又は既存のもの他に設置」についても、従業員規模の小さい企業では厚生年金基金の解散等に伴う代替措置によるものと思われます（図表5）。

(図表5) 退職年金の制度見直しの内容

(単位：%)

		見直しを行った、行う予定がある	制度の見直し内容						
			新たに導入、既存のもの他に設置	全部又は一部を退職金に移行	他の年金制度へ移行	制度の廃止	算定基礎額の算出方法の変更	支給率	
								増加	減少
過去3年間	1000人以上	15.1	25.9	3.4	27.6	1.6	11.7	4.0	7.8
	300～999人	8.7	34.0	1.6	37.6	3.0	5.7	10.1	3.9
	100～299人	4.7	31.8	8.7	32.1	3.9	11.9	4.2	4.1
	30～99人	4.5	30.3	14.6	31.4	6.6	12.4	7.9	0.2
	合計	5.1	30.8	11.0	32.0	5.3	11.4	7.2	2.0
	2018年調整後(※)	5.5	32.9	12.4	26.8	5.5	12.8	8.0	1.6
	2013年調査計	7.1	19.3	10.2	49.1	7.3	9.4	1.2	5.8
今後3年間	1000人以上	9.6	22.7	6.7	24.1	3.7	16.4	10.7	6.7
	300～999人	5.1	41.7	1.3	22.3	-	12.7	0.6	2.4
	100～299人	3.1	27.8	7.0	20.7	4.6	11.6	0.1	8.2
	30～99人	2.0	72.6	3.2	0.5	2.6	5.0	15.7	3.2
	合計	2.6	52.7	4.2	10.7	2.8	8.7	9.2	4.6
	2018年調整後(※)	2.7	51.7	4.5	12.1	3.1	10.6	10.7	4.8
	2013年調査合計	2.5	25.7	1.7	10.4	9.6	5.0	5.3	4.4

※2018年は複合サービス事業を含んでおり、2013年との比較用に、複合サービス事業を除いた数値

出所：厚生労働省「平成30年就労条件総合調査」より筆者作成

税制適格退職年金の廃止と厚生年金基金の大幅な制度縮小の結果、特に従業員規模の小さい企業において退職年金の実施割合が低下してきました。1990年代の「就労条件総合調査」では、退職一時金、退職年金を合わせた実施割合は9割弱の水準を確保していましたが、現状は冒頭で紹介したとおり8割となっています。

定期的に安定した給付が行われる退職年金は、従業員の老後所得保障の観点から見

て優れた制度であると言えます。一方、退職一時金は、事前積立制度ではないため、給付の支払いの都度、給付原資が必要となります。企業年金の実施を推進するためには、従業員規模の小さい企業でも企業年金の実施割合を高めるような環境整備が必要と思われます。

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。

## 海外主要企業の退職給付の現状 その1

### 退職給付債務と主要経営指標

年金コンサルティング部 リサーチグループ 久野 正徳

今月号から新たに、海外主要企業の退職給付の現状についてお伝えします。海外の主要企業では、総資産や売上高に対する退職給付債務の比率が総じて高くなっています。いわゆる、レガシーコスト(過去の遺産)が相対的に大きく、その分だけ企業が抱えるリスクやコストは大きいと言えます。ただし、海外の主要企業は、そのコスト負担に対応できる収益力を確保していることに加えて、運用収益の獲得や、制度運営面での効率化により、退職給付費用の圧縮を図っています。

#### 1. はじめに

企業年金は欧米で発展を遂げたこともあり、欧米のトレンドが注目されています。DB 年金の凍結と DC 移行、あるいは年金バイアウトの実施などが注目を集めています。その背景には、企業経営に与える確定給付型の退職給付制度のリスクがあると考えられます。

このような海外企業の動きが、どのような背景から発生しているかを知るためにも、その実態を把握しておくことが必要となります。今後、日本において退職給付制度を見直していく場合は、単に海外の潮流であるという理由ではなく、海外の事情をよく理解して、日本の企業年金との違いも考慮

して検討していくことが必要です。

本稿では、欧米を中心に海外の主要企業の退職給付の現状について、データを基に確認していきます。

なお、集計した海外の主要企業は極めて知名度の高い巨大企業であり、日本法人を有している企業も少なくありません。また、海外へ事業展開をしている日系企業が、ライバル視している企業も含まれます。これら海外の巨大企業の状況が、その国のその他の企業と同じ状況であるとは限りませんが、各国のリーディングカンパニーの状況を知ることは、大変意義のあることと考えます。

#### 2. 退職給付債務の現状

「Forbs Global 2000」<sup>注1</sup>に掲載された中から日本でも認知度が高い海外の主要大規模企業 70 社(金融は除く)を集計しました(対象企業は図表 6 に掲載)。一部を除いて 2018 年 12 月決算の数値です。

海外の主要企業 70 社の 2018 年末の退職給付債務の合計は約 188 兆円です。日本の

東証 1 部上場会社(金融関係を除く)(以下、日本企業)の退職給付債務が 2017 年度(2018 年 3 月期までの 1 年間の決算の集計)末で約 78 兆円ですから、わずか 70 社で日本企業の 2.4 倍の規模となっています(金融関係を含めた日本企業合計は約 90 兆円)。同様に 70 社の年金資産の合計は約 156 兆円

で、日本企業の合計約 58 兆円の約 2.7 倍と  
なっています。

70 社の退職給付費用の合計は DB 費用が  
2.9 兆円、DC 費用が 1.8 兆円、合計で 4.7  
兆円となっています。退職給付費用のうち、  
DB が約 6 割、DC が約 4 割です。これに対  
して、日本企業の合計は、DB 費用が 3 兆円  
弱と海外の主要企業と同程度、DC 費用は 1  
兆円弱と海外の主要企業を下回っており、  
退職給付費用合計約 4 兆円のうち、DB 費用  
の割合は 75%です。

なお、2016 年に今回と同じ対象企業<sup>注 2</sup>  
を集計した際（本誌 2016 年 1 月号参照）に  
は、DB : DC の費用構成は海外企業が 7 : 3、

日本企業が 8 : 2 でした。

図表 1 では、退職給付債務や費用を業種  
別に集計していますが、DB と DC の費用の  
比率には、ばらつきがあります。なお、通  
信（5 社）で、DB 費用の比率が極端に低く  
なっていますが、これは特殊要因によるも  
ので、米国 AT&T 社が数理計算上の差異を  
発生時点で全額費用処理する会計処理を行  
い（885 億円の巨額の数理計算上の利益を  
計上）、DB 費用が 740 億円の利益となつた  
理由からです。もっとも、その影響を排除  
しても（A） / （C）は 37.6%で、通信は DC  
費用の比重が高いと言えます。

（図表 1）海外主要企業 70 社の退職給付状況

（単位：億円）

	退職給付 債務	年金資産	DB費用 (A)	DC費用 (B)	(C)=(A)+ (B)	(A) / (C)
食品(10社)	130,870	120,061	1,653	776	2,430	68.0%
医薬品(9社)	199,014	165,872	3,032	625	3,657	82.9%
石油(4社)	214,808	187,239	5,693	1,444	7,137	79.8%
資源・素材(8社)	161,749	125,136	1,782	1,359	3,141	56.7%
製造業(14社)	456,697	376,267	8,788	6,110	14,898	59.0%
自動車・部品(10社)	356,146	261,819	5,286	3,903	9,189	57.5%
通信(5社)	188,516	165,343	194	1,785	1,979	9.8%
IT関連(8社)	142,999	127,583	2,137	1,985	4,122	51.8%
その他(2社)	32,872	26,155	544	494	1,038	52.4%
合計(70社) ①	1,883,672	1,555,474	29,109	18,481	47,591	61.2%
日本企業計(除く金融) ②	781,328	577,056	29,360	9,886	39,246	74.8%
① ÷ ②	2.4	2.7	1.0	1.9	1.2	0.8

（注）為替レートは、1 ドル=109 円、1 ユーロ=122 円、1 ポンド=138 円、1 スイスフラン=109 円  
1 スウェーデンクローナ=11 円、1 ウォン=0.09 円で計算（2019.6.28 時点）

出所：「2019 Forbs Global 2000」より筆者作成

### 3. 経営指標と退職給付との関連

図表 2 は、70 社の主要な経営指標と退職  
給付との関連を表示しています。70 社の総  
資産、自己資本および売上高は、日本企業  
の約 9 割ですが、当期純利益は 70 社の方が、

日本企業を 3 割近く上回っています。70 社  
は海外の超一流の巨大企業を集計した数値  
であり、収益力が高いのは当然ですが、総  
資産利益率（以下、ROA）<sup>注 3</sup>や自己資本利



益率（以下、ROE）<sup>注4</sup>は、日本企業を大きく凌駕しています。ROE に関しては、日本企業も上昇していますが、70 社は日本企業を 4 ポイント近く上回っています。ちなみに、ROE はいわゆるデュポンシステム<sup>注5</sup>で分析されることが一般的で、ROE（当期利益÷自己資本）を、資産の活用状況を示す総資産回転率（売上高÷総資産）と売上高の採算性である売上高利益率（当期利益÷売上高）、負債の活用度合を示す財務レバレッジ（総資産÷自己資本）の掛け算に分解しますが、総資産回転率および財務レバレッジでは、さほど差がないため、ROE の較差は専ら売上高利益率の差(図表2中-(a))に基づくものと判断できます。

70 社の退職給付に関しては、積立比率(年金資産／退職給付債務)が、日本企業よりも 9 ポイント近く高くなっています。日本では非積立型の制度（退職一時金制度）が一般的ですが、ドイツを除いた海外では非積立型の制度は一般的ではありません。このような退職給付制度の実施形態の違いから、海外での積立比率が高くなるのは当然

ですが、日本では退職給付信託で積立を底上げしているため、さほど大きな差とはなっていません。

一方、70 社で目立つのは、総資産や売上高に対する退職給付債務の比率が非常に大きいことです。例えば、総資産に対する退職給付債務の比率は、70 社では 18.7%と日本企業の 6.6%に対して3倍近い水準となっています。退職給付債務は過去の勤務に対する未払い報酬であり、そのためレガシーコスト（過去の遺産）と呼ばれることがあります。現役従業員の分も含まれるため、すべてが過去の遺産とは言えませんが、過去の勤務で発生した支払債務が大きいことは経営の効率性にとってプラスに働くとは考えられません。

しかし、70 社はこのような負担を抱えつつ、DB に関する費用負担が日本企業よりも低くなっている点が注目されます（図表 2 中-(b)）。積立や運用により退職給付費用の圧縮に力を注いでいること、さらには前述の通り事業自体の採算性が高い（売上高利益率が高い）ことが理由と考えられます。

(図表 2) 主要経営指標と退職給付の比較

(単位：兆円、%、倍率)

	総資産	自己資本	売上高	当期純利益	ROA (総資産利益率)	ROE (自己資本利益率)	売上高利益率
海外主要企業計 ①	1,005	335	593	44	4.4	13.3	(a) 7.5
日本企業計(除く金融)②	1,183	363	640	35	3.0	9.6	5.5
①÷②	0.85	0.92	0.93	1.27	1.50	1.38	1.37
	積立比率	退職給付債務 ／総資産	退職給付債務 ／売上高	DB費用/ 当期純利益	DC費用/ 当期純利益	退職給付費用/ 当期純利益	退職給付費用/ 売上高
海外主要企業計 ①	82.6	18.7	31.8	(b) 6.6	4.2	10.7	0.8
日本企業計(除く金融)②	73.9	6.6	12.2	8.4	2.8	11.2	0.6
①÷②	1.12	2.84	2.61	0.78	1.49	0.96	1.33

出所：「2019 Forbs Global 2000」より筆者作成

なお、総資産に対する退職給付債務の比率について、各社の比率を単純平均すると

70 社では 27.3%、日本企業では 7.5%となります。表示しておりませんが、100%を越

す企業、すなわち総資産より退職給付債務が大きいという企業も70社では2社ありま

した（日本企業ではこのような企業はありません）。

#### 4. 米国企業は期待運用収益で費用を圧縮

欧州企業はIFRS、米国企業は米国会計基準を適用していますが、IFRSと米国基準では退職給付費用の算定方法が異なります（詳細は本誌2019年5月号「退職給付に関する主要基準の差異②」参照）。そのため、退職給付費用を適用する会計基準毎に集計しました（図表3）。

IFRSは発生した再測定について発生した期に包括利益計算書にその他の包括利益として計上しますが、その後、損益計算書に

は反映しません。すなわち、損益計算書に計上される退職給付費用は、勤務費用と利息費用及び年金資産×割引率で求める利息収益のみとなります。利息費用と利息収益との関係は、積立超過であれば「利息費用<利息収益」となり、積立不足であれば「利息費用>利息収益」となります。IFRS企業合計では、積立不足であるため「利息費用>利息収益」となっています。

（図表3）海外主要企業70社の退職給付費用の構造（会計基準別）

（単位：億円）

	年度	勤務費用 (A)	利息費用 (B)	利息収益 (C)	期待運用 収益(D)	過去勤務 費用(E)	数理計算上の 差異の処理額 (F)	(A)+(B)+(C)+ (D)+(E)+(F)
IFRS	2017	13,700	17,840	▲ 13,849				17,691
	2018	13,145	17,287	▲ 14,091				16,341
勤務費用=100		100	132	▲ 107				124
米国	2017	16,118	36,484		▲ 58,200	262	18,032	12,697
	2018	15,602	35,852		▲ 59,432	555	20,306	12,882
勤務費用=100		100	230		▲ 381	4	130	83

出所：「2019 Forbs Global 2000」より筆者作成

米国基準は退職給付費用の算出方法が日本基準と概ね同じです（コリドールールが適用される点が異なる<sup>注6</sup>）。米国基準適用企業は積立不足ですが、利息費用を大幅に上回る期待運用収益を計上し、費用負担を軽減させる構造となっています。数理計算上の差異の費用処理負担はありますが、リスクを負担し運用収益で費用を圧縮する戦略が功を奏していると言えます。

また、適用している会計基準毎に、勤務

費用を100とした各費用要素の比率を記載しています。IFRS適用企業は利息費用を利息収益で吸収することができず、勤務費用100に対し、退職給付費用総額は124となります。これに対して、米国基準適用企業は利息費用負担が230と極めて高いにもかかわらず、期待運用収益で利息費用を完全に吸収しています。さらに、数理計算上の差異の費用処理を吸収し、退職給付費用計は勤務費用を割り込む水準となっています。

なお、米国基準の企業で勤務費用に対して利息費用の水準が極めて高いのは、一部企業でDB年金が凍結され、勤務費用が計

上されないケースがあることが一因と考えられます（年金パイアウトを実施した場合は、勤務費用も利息費用も計上されません）。

## 5. 費用構造は日本企業と大きく相違

費用構造について70社と日本企業を比較してみます（図表4）。まず、勤務費用と利息費用の関係が大きく異なり、日本の勤務費用を100とすると利息費用はわずか25で、海外企業（IFRSと米国基準合計）は185となります。

大きな差が生じる原因は2つ考えられます。1つは海外では多くの受給者あるいは受給待期者を抱え、勤務費用が生じない（利息費用のみを生じさせる）退職給付債務が大きいという点です。これは欧米では年金給付、しかも終身年金が主体であること、さらに一部の企業はDB制度の凍結で勤務費用が発生していないことが理由と考えられます。日本は終身年金が少ないうえ、一時金給付が多く、退職給付債務の積み上がりが抑制されることも利息費用が低水準にとどまる理由と言えます。もう1つは割引率の水準です。割引率が高いと勤務費用は小さく、逆に利息費用は大きくなります。

割引率については、日本は1%強、海外ではIFRS適用企業が2.4%、米国基準適用企業が3%となっています。

期待運用収益の水準も海外と日本では大きく異なります。ここではIFRS適用企業を含めて集計していますが、日本の期待運用収益率が平均1%強であるのに対して、米国基準適用企業では6.5%と高水準となっています。日本と米国ではマーケットの状況が大きく異なるため、日本で高い運用収益率を目標とするのは困難だとは思いますが、また、日本独自の要因として株式版退職給付信託など期待運用収益を織込みにくい年金資産を保有している事情もあります。

しかし、割引率と期待運用収益率との乖離幅の違いを見ると、運用収益で費用の圧縮を図っている米国企業とリスク回避を優先する日本企業との姿勢が表れていると考えられます（図表5）。

（図表4）海外主要企業70社と日本企業の費用構造比較

（単位：億円）

	年度	勤務費用 (A)	利息費用 (B)	期待運用 収益(C)	過去勤務費 用の処理額 (D)	数理計算上の 差異の費用処 理額(E)	(A)+(B)+(C) +(D)+(E)
日本企業 (A)	2016	28,675	6,832	▲ 10,181	▲ 1,571	6,863	30,618
	2017	28,777	7,190	▲ 10,378	▲ 1,600	5,372	29,361
費用構成(勤務費用=100)		100	25	▲ 36	▲ 6	19	102
欧米主要企業 (B)	2017	29,819	54,324	▲ 72,049	262	18,032	30,388
	2018	28,746	53,139	▲ 73,523	555	20,306	29,223
費用構成(勤務費用=100)		100	185	▲ 256	2	71	102

出所：「2019 Forbs Global 2000」より筆者作成

(図表5) 海外主要企業70社と日本企業の割引率・期待運用収益率の比較 (単位: %)

年度	割引率		期待運用収益率	
	2017	2018	2017	2018
日本企業	0.53	0.52	1.92	1.89
IFRS	2.46	2.41		
米国	3.25	3.04	6.97	6.48

出所: 「2019 Forbs Global 2000」より筆者作成

(図表6) 本稿における「2019 Forbs Global 2000」集計対象70社

食品(10社)	Nestle, Coca-Cola, PepsiCo, Unilever, Mondelez, Kraft, General Mills, Kellogg, AB InBev, Heineken
医薬品(9社)	Pfizer, Novartis, Roche, Sanofi, Merck, GlaxoSmithKline, Johnson&Johnson, AstraZeneca, Eli Lilly
石油(4社)	Exon Mobil, BP, Chevron, Royal Dutch Shell
資源・素材(8社)	BASF, Riotinto, Bayer, Dow, du Pont, LyondellBasell Industries, Linde, Glencore International, Syngenta
製造業(14社)	General Electric, Siemens, Boeing, United Technologies, Caterpillar, Honeywell, 3M, Lockheed, Rolls Royce, Phillips, Raytheon, Northrop Grumman, Xerox, Volvo
自動車・部品(10社)	Volkswagen, General Motors, Ford, FCA, 現代自動車, BMW, Daimler, Bosch, Johnson Controls, Continental AG
通信(5社)	AT&T(※), Verizon, Vodafone, Deutsche Telekom, BT
IT関連(8社)	Microsoft, IBM, Intel, HP, Hewlett Packard Enterprise, Cisco Systems, Ericson, Oracle
その他(2社)	P&G, Walt Disney

(注) 下線のある企業はDB未実施企業

出所: 「2019 Forbs Global 2000」より筆者作成

今月号は、退職給付債務や年金資産の状況、退職給付費用の状況について解説しました。次号では、前回2016年の集計数値との比較や個別企業の動向等を含めて、海外での退職給付への取組み状況を解説します。

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。

注1: 2003年から米国の経済誌であるフォーブス誌が毎年発表している世界の公開会社(public company)上位2000社のランキングリストで、Sales(売上高)、Profits(利益)、Assets(資産)、Market Value(市場価値)の4

つの要素に基づいてランキングされている

注2: 2016年(74企業)と今回の集計対象企業は同じですが、合併等により今回は70社となっています

注3: 総資産に対してどれだけの利益が生み出されたかを示す財務分析の指標

注4: 自己資本(純資産)に対してどれだけの利益が生み出されたかを示す財務分析の指標

注5: 1919年に米国の化学会社E.I.デュポン社によって考案された財務管理システムで、経営改善の目標を自己資本純利益率(ROE)の上昇とするもの

注6: コリドールールは、数理計算上の差異の残高が退職給付債務及び年金資産いずれか大きい方の10%を超過した場合、超過部分を平均残存勤務年数で費用処理する方法です。継続適用を前提に、より早期に償却する方法は認められません。前述のAT&Tの処理方法が該当します。

## 分散投資の再考 その6

### TAAと政策資産配分 ver.02 との違い

年金運用部 顧問 大輪 秋彦

前号では「分散投資とそれを実践する資産配分の改善ポイント」の第2のテーマに関して、「政策資産配分 ver.02」を概観しました。前号からの宿題は、担当者が「静態的な政策（戦略的）資産配分（以下、SSAA/Static Strategic Asset Allocation）」から一步踏み出す場合の一助となるように、「戦術的資産配分（以下、TAA/Tactical Asset Allocation）」と「政策資産配分 ver.02」の違いを明確にすることでした。

その目的に最も合うのは、慣れ親しんでいるSSAAを両者に加えての三者一組の空間をイメージし、その中での相互位置関係（距離の遠さ：相違点、近さ：共通点）を眺めてみるのだと思います。そこで今月号では、先ず「距離の近さ」（共通点）について考えてみたいと思います。

#### 1. 頭に浮かぶ飛行士のイメージ

「目立ちたがり屋になってはならない。帰還ができなくなるほど尊大になることは絶対にだめだ。年とった飛行士も、大胆な飛行士もいるだろう。だが、年とった大胆な飛行士はいないのだ。(No Old, Bold, Pilots) 注1」

どういうわけか、「分散投資」や「リスクマネジメント」と聞くと、条件反射のように決まって頭に浮かぶのは、「嵐や乱気流を避けて飛ぶ」飛行士と、「嵐や乱気流に毅然・悠然と突っ込んで行く」飛行士という、二つの飛行士のイメージです。（しかも、「パイロット」ではなく、古風な趣の「飛行士」です。）

飛行機の乗客としては、嵐や乱気流を避けてはもらいたいのは当然です。しかし、出発が大幅に遅延したり、遠回りでありにも時間をロスすることや、到着地が変更

になってしまうこと、極端な場合にはフライトがキャンセルになったりすることも、やはり困ります。（命と引き換えにするほどのことではないことは、もちろんですが。）

残念なことに、もともと嵐や乱気流の発生や進路を完全に予測することはできないので、予想外の嵐や乱気流に遭遇してしまうことがあることは分かっているわけです。

従って、乗客としては大方の嵐や乱気流にはビクともしない強度である、機体・機器はきちんと装備されており、飛行士には十分な飛行技術が備わっている等、準備は万全だと考えて（自分を納得させて？）心配しないようにする他にはありません。

そうでなければ、飛行機にはとても乗れません。（もちろん、そのようなことを全く考えもしない、という人もいるでしょう。）

このイメージと今月号のテーマとの関連は、後述します。

## 2. 距離の近さ

### (1) 三者に共通する根本的なこと

「政策資産配分 ver.02」、「政策資産配分 (SSAA)」、「戦術的資産配分 (TAA)」<sup>注2</sup>の三者に共通する根本的な点は、担当者が運用パフォーマンスの評価をする際の基準となる、何らかの「基本のポートフォリオ」(これを何と呼ぼうとも)が、通常の場合では概念的に存在するということです<sup>注3</sup>。(今月号でも前号と同様に、「政策資産配分 = 戦略的資産配分」とします。)

言わずもがなですが、前述の2つの「政策資産配分」では、この「基本のポートフォリオ」を政策資産配分と呼びます。(政策

資産配分 ver.02でもこう呼ぶことにします。)

一方TAAでは、この「基本のポートフォリオ」は、何らかの情報・判断に基づき、パフォーマンスに有利だと判断する方向に資産の配分を傾けていく際の出発点、基地的存在の「ベースライン・ポートフォリオ」を指すこととなります。もし、何ら特別な情報がない場合には、このポートフォリオの資産配分で待機し(に戻り)出番を待つということで、野球の「ウエイトイング(ネクストバッターズ)サークル」というイメージとなります。

### (2) 政策資産配分 ver.02 と政策資産配分 (SSAA) の共通点

ネーミングから容易に想像がつくとおり、この両者の共通点は「政策資産配分」を持つということです。「政策資産配分 ver.02」は本稿での勝手な「呼び名」ですので、何と命名しても良いのですが、運用政策に基

づくルール化された(政策化された)資産配分・構成(アセットミックス)を、予め定めるという点は同じですので(図表1)、こう呼ぶことにします。

(図表1) 政策資産配分 ver.02 と政策資産配分 (SSAA) の違い

政策資産配分 ver.02	政策資産配分 (SSAA)
・ 複数の資産構成(アセットミックス)を政策的な資産配分として予め策定する	・ 単一の資産構成(アセットミックス)を政策的な資産配分として予め策定する

出所：筆者作成

### (3) 政策資産配分 ver.02 と TAA の共通点

両者に共通するのは(そしてそのことが、両者の識別を妨げる原因ともなるのですが)、運用にあたり「固定的」ではなく、「可変的」な資産配分を採用したポートフォリオ運営を行うことです。

後に述べますように、両者の行動原理の拠って立つところは、大きく異なりますが、

運用ポートフォリオの運営を「静的(スタティック)」ではなく、すなわち「動的(ダイナミック)」に行うのかと問われたならば、答えは”YES”となります。

そして、このことが示唆している興味深いと思われる点は、「静的運営・固定的資産配分 = 政策資産配分※」vs.「動的運

営・可変的資産配分 = 戦術的資産配分」という従来からの構図は、今や陳腐化しているのではないかと、ということです。(※「政策資産配分」より「戦略的資産配分」とする方が、語感としてシックリとくるかもしれませんが。)

もちろん、戦略的（政策）資産配分の定義を従来の SSAA（クラシックな政策資産配分、政策資産配分 ver.01）に限定するのであれば、引き続き、かの対立図式は有効性を保つこととなります。以上、(1)から(3)を簡単にまとめると図表 2 のようになります。

(図表 2) 政策資産配分 ver.02、政策資産配分 (SSAA)、戦術的資産配分 (TAA) の比較表

	政策資産配分 ver.02	政策資産配分 (SSAA)	戦術的資産配分 (TAA)
基本のポートフォリオ (その資産配分の性格)	ある (政策的)	ある (政策的)	ある (ベースライン)
資産の配分	可変的	固定的	可変的
ポートフォリオ運営	動的	静的	動的

出所：筆者作成

### 3. 距離の遠さ

共通する点の概観をした直後では、なおさら政策資産配分 ver.02 と TAA は似たものの印象が強まるかもしれません。確かに TAA から見ると、SSAA より政策資産配分 ver.02 に近いのかもしれませんが。

しかし、政策資産配分 ver.02 から見た場

合はどうでしょうか？ SSAA と TAA のどちらに近いと言えるのでしょうか？ その判断はひとまず棚に上げるとして、以下に (1) 政策資産配分 ver.02 と TAA、(2) 政策資産配分 ver.02 と政策資産配分(SSAA)の相違点について考えます。

#### (1) 政策資産配分 ver.02 と TAA の相違点

先ほどは、可変的な資産配分を実践するために、ポートフォリオの運営を動的に行うことが、両者の共通点であることを確認しました。この両者は、「何に基づき」、

「何のために」資産配分の調整・変更（可変的な資産配分）を行うのでしょうか？

この点について、本稿の考えをまとめたのが図表 3 です。(注 2 もご参照)

(図表 3) 政策資産配分 ver.02 と戦術的資産配分 (TAA) の相違点

政策資産配分 ver.02	戦術的資産配分(T A A)
<ul style="list-style-type: none"> <li>・「ルール」に基づく</li> <li>・市場の「状態」<sup>注 4</sup>に左右されず、実務的に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)に「心地のよい」リスクとリターンを維持</li> <li>・市場の「状態」と資産の配分を対応させるため、資産配分は「既知」</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・「スキル」に基づく</li> <li>・「基本のポートフォリオ」に対する超過収益の獲得</li> <li>・収益の獲得機会の経路に依存するため、資産配分は「未知」</li> </ul>

出所：筆者作成

図表 3 は、両者の行動原理の拠って立つところが明確に異なること、すなわち両者の相違点を端的に示しています。順番を変えて TAA から説明を加えます。

(1-1) TAA: 「ベースライン・ポートフォリオ」に付加価値を付ける(超過収益)ことを求められる TAA は、宿命的に「リターン・ドリブン」です。そして、相対的に有利なリターン獲得のチャンス(この場合は、「マーケット・タイミング」です)があると判断すれば、どこにでも出張る、自在な「リターン・ハンター」というのが、TAA の「原風景的」イメージです。(もちろん、何らかの「しぼり」はあるかもしれません。)

従って、いかなる手法を用いて資産クラス・運用戦略の相対的有利度の判断をするにせよ、「リターンへの嗅覚」が絶対的に必要となります。しかも、その「嗅ぎ分け力」=「スキル」は、「戦術的投資家が戦略的投資家を上回る成績を収めるには、年次ベースで高い精度をもってマーケットが上下に動くタイミングを巧みに利用できる(“time the market”)能力が必要とされる。最低でも、10 回中 7 回以上は正しく利用できる精度が必要である<sup>註 5</sup>。」と指摘されるとおり、かなり高度のものが要求されます。

また、当然のこと超過収益のチャンスが

どこに出るかは、事前には予定できません。つまり、チャンスの兆しを捉えて「狩っていく」こととなりますので、必然的にチャンスの出るところ、そしてその順番(「経路」)に依存することになります。このことは、TAA では、資産配分を事前に予定しない(できない)ことを意味します。

(1-2) 政策資産配分 ver.02: 担当者に許されたリスク量(リスク・バジェット)を使い、市場の「状態」如何に関わらず、その環境下で担当者にとって最も適切な(必ずしも「高い」ということではない、ことに注意を要します)リターンの獲得を目指すものと考えます。まずは、「財布の中身(残額)を確認」することから入るという意味で、「リスク・ドリブン」と言えるでしょう。

そして、どのような市場の「状態」になったら、どう行動するかを、「スキル」に委ねる TAA とは異なり、予め運用政策に基づき「ルール化」しておきます。資産配分の調整・変更を担当者の目の届くところにおいておくのです。このことを、市場の「状態」と資産の配分を「ルールにより紐づけ」して、予め「既知」にしておく(見える化)と考えた時、資産配分が事前には「未知」とならざるを得ない TAA との違いは明らかとなります。

## (2) 政策資産配分 ver.02 と政策資産配分(SSAA)の相違点

上述した「ルール」という観点から、押えておきたい政策資産配分 ver.02 と SSAA

の相違点は図表 4 のとおりです。

(図表 4) 政策資産配分 ver.02 と政策資産配分 (SSAA) の相違点

政策資産配分 ver.02	政策資産配分 (SSAA)
・ 資産配分決定時のポートフォリオの「リスクバジェット」に戻す	・ 資産配分決定時のポートフォリオの「資産構成(アセットミックス)」に戻す

出所: 筆者作成



政策資産配分 ver.02 のルールは、前号で述べた 4 つの市場の「状態」（「図表 5」、前号より再掲）に対応して定めておいた資産配分の運用ポートフォリオ、よって複数の「政策資産配分 S」に「リバランス」することです<sup>6</sup>。

一方、政策資産配分（SSAA）のルールでは、予め定めた単一の資産構成（「The 政策資産配分」）を維持するよう「リバランス」することは、ご案内のとおりです。

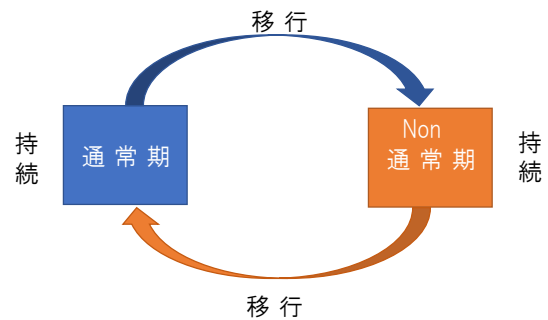
(2-1) 政策資産配分（SSAA）は、固定的資産配分の静態的ポートフォリオ運営であり、  
① 今この「状態」が市場を支配していて、現下の運用ポートフォリオのボラティリティがどうであっても、市場の「状態」の如何に関わらず（というよりも、そのようなことに「惑わされず」、と言う方が正確なのかもしれません）、想定した状態（各種期待値）に回帰すると考えます。（前号で述べた、「お釈迦様の手のひらの上理論」です。）

② それゆえ、運用政策に基づき予め定めた（政策化された）資産配分が、目標とする運用リターン達成のために最良のものと考え、その資産配分を固定して静態的ポートフォリオ運営を行うという「合理性」（stay the course）に、その本質があります。

(2-2) 政策資産配分 ver.02 は、可変的資産配分の動態的ポートフォリオ運営であり、

① 運用ポートフォリオのボラティリティは市場の「状態」如何、つまり、どの「状態」が市場で支配的になるかで大きく左右

（図表 5）市場の基本的状態のイメージ図



出所：筆者作成

される点に着目します。

② それゆえ、運用政策に基づき予め定めた（政策化された）運用ポートフォリオのボラティリティを維持し、その市場の「状態」を勘案しての最も適したリターンを獲得するためには、市場の「状態」に応じて運用ポートフォリオの資産配分を変更・調整（リバランス）する必要があると考えます。

つまり、目的遂行のためにルール化された（政策化された）可変的資産配分の動態的ポートフォリオ運営を行うという「合理性」に、その本質があることとなります。

ただし、可変的資産配分とは言っても、本稿で考える政策資産配分 ver.02 が資産配分を変更する場合は、上記から明らかなおお、最大で 4 通りに限定されます。

さらに、政策資産配分 ver.02 の資産配分の変更頻度は、超過リターンの獲得を行動指針とする TAA に比べて、はるかに少なくなると考えます。もしそうでないのなら、TAA は活躍できていないと言えます。

#### 4. 飛行士のイメージ

冒頭で異なる飛行士のイメージを二つあげました。「嵐や乱気流を避けて飛ぶ」飛行

士と、「嵐や乱気流に毅然・悠然と突っ込んで行く」飛行士という二つのイメージです。

やはり、理想的なのは、「嵐や乱気流を避けて飛ぶ」イメージなのでしょう。ただし、「出来ればね」との大きな条件（”Big IF”）がつくものかと思えます。（前に挙げた細かい付帯条件は無視します。）

このことは、前述で説明してきた政策資産配分 ver.02、政策資産配分（SSAA）と戦術的資産配分（TAA）の三者についても当てはまります。

(1) つまり、TAA の目指す成果を上げ続ける（もちろんコスト等控除後、リスク調整後で）「スキル」をどこかに見出したのであれば、その担当者にとって合理的なのはTAA の採用となるでしょう。これは、「嵐や乱気流を避けて飛ぶ」の実践です。ただし、その「キャパシティ」に制限があるような場合は、それを考慮する必要があります。

(2) 前述の「スキル」に疑念がある・見出すことができない場合、その担当者にとって合理的な選択は、（今までは）当然ながらSSAA となります。この場合は、「嵐や乱気流に突っ込んで行く」気や予想は、予め念頭にあるわけではないので、嵐や乱気流に遭遇してしまったら、「これは、滅多にないこと」と諦めたり、「運の悪さ」を恨んだりするでしょう。

(3) そして、そのどちらの極にも与えることができないと考える担当者にとっては、追求する価値のある「第三の選択肢」になり得るのが、政策資産配分 ver.02 であると考えます。そして、この「第三の選択肢」を選択する担当者は、我々は残念ながら完璧な予測能力を持たないとの前提で行動せざるを得ない以上、「嵐や乱気流に鉢合わせてしまう」ことに予め備えておくことは絶対

に必要であり、それができてこそ、鉢合わせてしまった嵐や乱気流にも「毅然・悠然」として、飛行を続けることができる（続けたい）と考えるでしょう。

これができて、初めて”Old, Bold, Pilots”として生き残り、長く飛行ができるのです。準備もせず（無責任？）に嵐や乱気流に突っ込んで行くことは絶対に避けたいものです。乗客としては、「論語」の「暴虎馮河（ぼうこひょうが）<sup>注7</sup>の勇」を連想させる、「根拠のない妙な自信」だけの、ただやみくもに「大胆な」な飛行士、「Bold なだけで Old になれそうもない」飛行士は避けたいものです。次号は、今月号で何回か言及した、政策資産配分 ver.02 の「ルール」について解説します。

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。

注1：E. Hamilton Lee（飛行士）の言葉とされます。米国では郵便メールを運ぶため、1918年から1926年の間に雇われた飛行士200名少しの内、35名が業務中に命を落しました。彼等の仕事は、当時の米国中の飛行士から「自殺クラブ」と呼ばれ、恐れられたということです。

注2：本稿でTAAとは、多くの担当者に共通するであろう、クラシック・典型的なイメージのTAAです。

注3：このポートフォリオにどれほど束縛された運用となるかは、その存在自体の議論とは全く別の議論です。

注4：市場の「状態」に関しては、前号「4. 政策資産配分 ver.02」を参照ください。

注5：Sharpe, W. “Adaptive Asset Allocation Policies.” *Financial Analysts Journal*, Vol. 66, No. 3 (2010).

注6：この場合、「リアロケーション」と呼ぶ方が適切ではないかとも思いましたが、予め定められた資産配分に戻すというニュアンスで、「リバランス」を使います。

注7：虎に素手で向かい大河を徒歩で渡る意で、自分の力量をかえりみず、血気にはやって向こう見ずな行動にすること。

<コラム> アドリブ経済時評

「お盆に考える」

千年以上も続くお盆は、日本古来の祖霊信仰と、仏教の盂蘭盆会（うらぼんえ）が合わさった行事だそうである。盂蘭盆はサンスクリット語に漢字をあてたもので「逆さ吊りの刑」というなんとも恐ろしい言葉であり、そこから、「逆さ吊りにされているような苦しみにあっている人を救う法要」になった。

お釈迦様の十大弟子の中の目連尊者（もくれんそんじゃ）が、亡き母の死後を得意の神通力で確認したところ、母君は生前よりもさらに貪り（むさぼり）<sup>注1</sup>の心を強くして餓鬼道に落ちて苦しんでいた。尊者がお釈迦様に相談したところ「母を救うことだけに必死になって神通力を使うのではなく、同じ苦しみを持った全ての人々を救おうと思う気持ちを持ちなさい」とおっしゃり、「7月15日に僧に百味の飲食を供養して功德を積むとよい」とお教えになった。

目連尊者はそのとおりに法会を営んだところ、母君をはじめ餓鬼道で苦しんでいる人々はみな安らぎの世界に行くことができた、という。

さて、仏教では、底の知れない欲の心や、怒りの心、恨みや妬みの愚痴の心が、苦しみを生み出していると説かれているが、これらの心をさらによく見ていくと、その本性は「我利我利（がりがり）」であると言われる。そして、人間はもともとダメな存在だが、高尚なものに憧れて許しを得ることができる、と説く。

さて、昭和25年生まれの日本の実業家・著述家・歌人である「執行 草舟（しぎょう そうしゅう）」氏は、「現在の世界の問題はその根本に、人々が我利我利亡者になってしまったこと、またそれを「幸福の追求」などといって無限に追及することを奨励すらしていることだ」と言っている（WEB、著書など多数）。同氏は、「今の人間は動物化している、自分が一番大事、人類が人類でなくなった」とし、「人類は滅びる」とまで主張している。

考えてみれば、既に人間はとんでもない領域に突入している。

自分が一番大事、という「ミーイズム」は地球上に蔓延し、老若男女、地域から国家単位までに広がってきた。欲望を無限に追及するという姿勢から、経済成長（至上主義）と基本的にリンクする”CO2”の排出量が増え続け、温暖化、気候変動（風水害巨大化）がおさまりそうにない。火炎地獄は、あろうことかすでに人類が握っている。

執行草舟氏の紹介を、断片的に紹介するのは気が引けるが、次の言葉が頭に残る。

- ・「政治家は芸能人化している、人気だけを追いかける」
- ・「矜持（きょうじ）<sup>注2</sup>のある実業家がいなくなった」
- ・「『命より大切なものがある』というのが武士道」
- ・「価値のために死ぬのが人間、そうでないのが動物」。

注1：満足することなく欲しがること

注2：自信や誇り（プライド）

2019年7月29日

元青山学院大学教授・経済学博士 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。