

三菱 UFJ 年金情報

Mitsubishi UFJ Pension Report

2021年4月号

《目次》

《海外年金の動向》 OECD 諸国における DB・DC の潮流について 年金コンサルティング部 上席研究員 菅谷 和宏	… 1
《誌上年金カレッジ》 企業年金制度の概要～①日本の年金制度～ 年金コンサルティング部 リサーチグループ 中原 由紀子	… 8
《70 歳雇用時代の人事対応 その1》 70 歳までの雇用形態と人事制度 年金コンサルティング部 顧問 堀田 達也	… 13
《年金運用マネジメント》 年金ポートフォリオのマネジャー・ストラクチャー 受託運用部 フェロー 岡本 卓万	… 20
《時事のつぶやき》 When I'm 64～65 アナリスト 久野 正徳	… 27

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>

海外年金の動向

OECD 諸国における DB・DC の潮流について

年金コンサルティング部 上席研究員 菅谷 和宏

日本の企業年金では、代行返上や DB 移行がほぼ終了し、DB の加入者数は約 940 万人で頭打ちとなる中、企業型 DC の加入者数は 723 万人と増加傾向にあります（2019 年度末）。しかし、資産残高ベースで見ると、DB の 61.2 兆円に対して、企業型 DC は 13.5 兆円（2019 年度末）で、まだまだ DB が主流と言えます。

諸外国でも、DB から DC への移行が進んでいるという印象がありますが、実際は各国の社会保障政策により様々です。アメリカとイギリスでは、2000 年代以降の経済環境の悪化と積立基準の強化等により、DB を閉鎖・凍結して、DC へ移行する流れが起きました。一方、オランダ、ドイツ、スイスなどでは、DB が主流であり続けています。

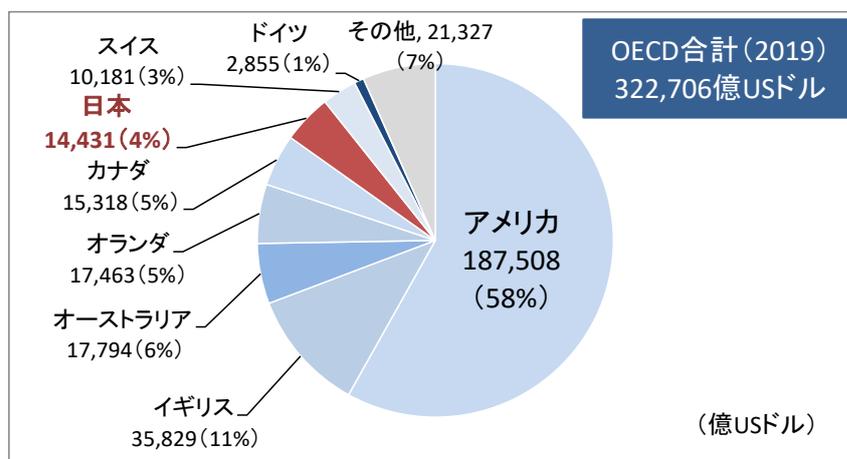
企業年金は、その国の社会保障政策や公的年金の給付水準および企業年金に求められる役割等により異なります。本稿では、OECD 諸国における企業年金の動向を解説します。

（2021.3.3 終値、1US ドル=107 円、1 ポンド=149 円、ユーロ=129 円、1 豪ドル=83 円）

1. OECD 諸国の私的年金資産規模

OECD「経済協力開発機構」^{注1}の加盟 37 カ国における私的年金（個人年金は含まない）の資産規模は、近年増加を続けており、32.3 兆 US ドル（3,456 兆円）（2019 年）まで増加しました（昨年比 4.7 兆 US ドル増加）。内訳を見ると、アメリカの私的年金資産額が最も多く 18.8 兆 US ドル（約 2,012 兆円）で、OECD 全体の 58%を占めます（図表 1）。

（図表 1）主な OECD 諸国の私的年金資産額（2019 年）



（出所）OECD「Pension Funds in figures」June 2020 より筆者作成

第2位はイギリス（3.6兆USドル）、第3位は近年、スーパーアニュエーションによる私的年金の資産額の伸びが著しいオーストラリア（1.8兆USドル）で、以下、オランダ（1.7兆USドル）、カナダ（1.5兆USドル）と続きます。日本は第6位1.4兆USドル（約150兆円）ですが、他国の資産残高が直近10年間で約1.7～2.1倍に増加している中、日本は約1.1倍に留まっています（図表2）。

（図表2）2009年⇒2019年の私的年金資産残高の増加割合

アメリカ	1.9倍	オーストラリア	2.1倍	カナダ	1.7倍
イギリス	2.0倍	オランダ	1.8倍	日本	1.1倍

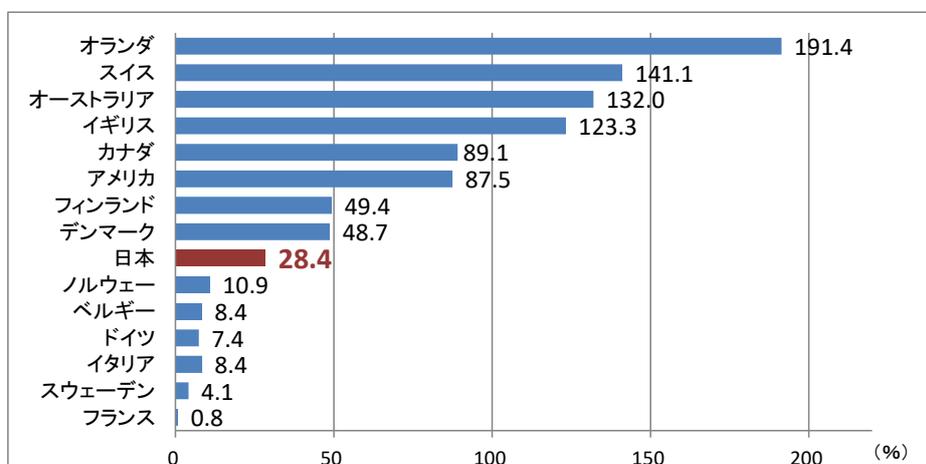
出所：OECD「Pension Funds in figures」 June 2020 より筆者作成

2. 私的年金資産額の対GDP比

私的年金資産額が多いアメリカ、イギリス、オーストラリア、カナダでは、公的年金の財政負担への懸念から、公的年金は必要最低限度の給付水準とし、私的年金で代替する政策がとられています。私的年金の資産規模は、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付けや私的年金の創設からの経過年数、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。私的年金を推進している国では、資産規模も大きく、対GDP比でも高い水準となっています。特に、オーストラリアでは、公的年金の財政負担を抑える一方、社会保障を充実させるために、私的年金である「スーパーアニュエーション」を1992年に創設し、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、企業に対して給与の9.5%^{注2}の拠出を義務付けています（詳細は本誌2019年5月号参照）。

これにより被用者の約9割が加入し、対GDP比で約132%（2019年）まで拡大しています（図表3）。オーストラリア経済の好転を背景に、資産額は増加傾向にあり、2020年2月で2兆9,520億豪ドル（約245兆円）まで増加しています。

（図表3）主なOECD諸国の企業年金残高の対GDP比（2019年）



（出所）OECD「Pension Funds in Figures」 June 2020（Pension funds of GDP）より筆者作成

オランダ、スイスでも、私的年金の実施を企業に義務付けており、対GDP比ではそれぞれ、191.4%、141.1%と高い水準となっています。一方、ドイツ、イタリア、フランスなどの公的年金の給付水準が高い国では、私的年金の資産規模が比較的小さく、対GDP比も低い水準に留まっています。日本の企業年金は労使合意に基づいて企業が任意で実施するものとされており、対GDP比でも28.4%の低い水準となっています。

3. 私的年金における所得代替率

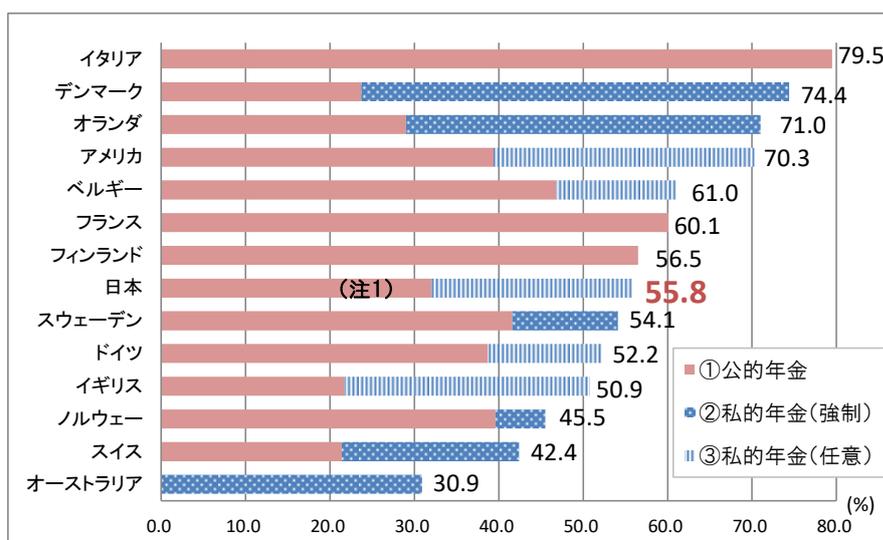
私的年金における所得代替率^{注3}は、その国の公的年金の給付水準や私的年金に求められる役割等により異なります。

イタリアは、公的年金のみで老後所得を確保するため、公的年金の所得代替率は79.5%と高い水準となっています。フランスやフィンランドも同じような考え方の下、公的年金の所得代替率は約60%の水準が確保されています（図表4）。

一方、老後所得は公的年金と私的年金で合わせて行うものと考えられている、デンマークやオランダでは、公的年金と私的年金の合計で所得代替率は約71~74%の水準を確保しています。両国とも私的年金は労働協約により実施されますが、労働協約対象者には加入が義務付けられます（オランダの私的年金についての詳細は本誌2016年7月号参照）。

またに、アメリカ、イギリスでは、公的年金と私的年金で合わせて老後所得保障を行うと考えているものの、私的年金の実施は任意とする一方で、税制優遇による私的年金の推進を実施しています。なお、日本では標準世帯（夫婦2人）において公的年金と私的年金と合わせて約6割の所得代替率を確保すべき目標給付水準としています。

（図表4）主なOECD諸国の公的・私的年金給付額の所得代替率（2019年）



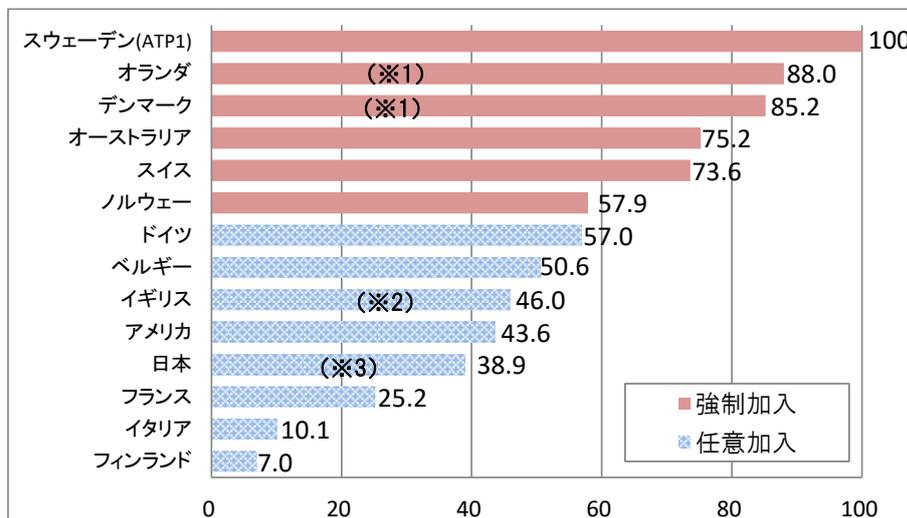
※1：OECD統計での日本の公的年金は、①単身モデル、②20~64歳まで厚生年金加入の所得代替率（出所）OECD「Pensions at a Glance 2019」Table5.3より筆者作成

4. 私的年金の適用率

私的年金の実施方法は、各国によって様々です。スウェーデンでは団体協約に基づいて実施され、団体に加盟する被用者が強制加入となります。オランダ、デンマークは実施は任意ですが労働協約に基づき実施され、労働協約対象者が強制加入となります。オーストラリアでは、スーパーアニュエーション保障法により、一定の要件を満たす全ての被用者が強制加入となります。私的年金の実施、加入が義務化されている国では、就業者に占める私的年金加入者の割合（適用率）は高くなっています（図表 5）。

一方、アメリカ、イギリス、日本などでは、企業年金の実施は企業の任意とされており、適用率は総じて低い状況となっています。なお、イギリスでは 2012 年に私的年金がない被用者が自動加入となる（任意で脱退することは可能）「国家雇用貯蓄信託（NEST）」を創設しました（詳細は本誌 2016 年 2 月号参照）。

（図表 5）主な OECD 諸国の私的年金の適用率（2019 年）



(※1) 労働協約により実施は任意であるが労働協約対象者は強制加入となる

(※2) イギリスは自動加入（任意脱退可）含む

(※3) 厚生労働省「第 1 回社会保障審議会企業年金・個人年金部会」資料 1 の数値で補正

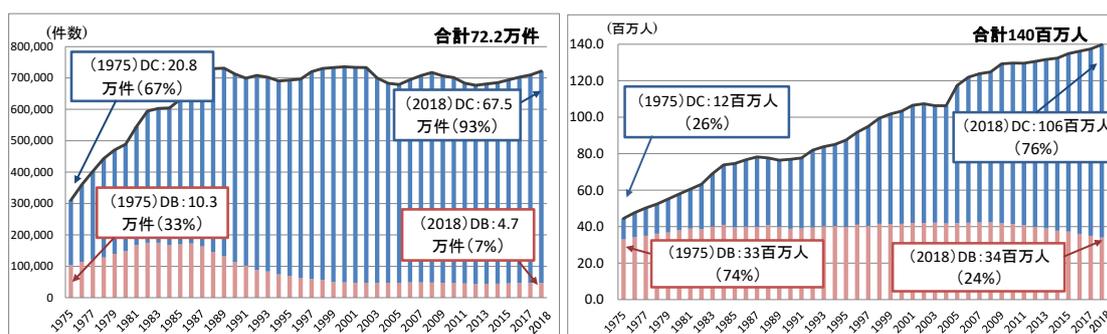
(出所) OECD「Pensions at a Glance 2019」Table 9.1 より筆者作成

5. アメリカの私的年金の動向

ここまで私的年金の実施状況を概観してきましたが、DB から DC への移行が進んでいるアメリカとイギリスについて、その背景を見ていきます。アメリカでは、DB は、19 世紀後半以降、鉄道業、運輸業、鉄鋼業を中心に設立され、1940 年代以降、政府の税制優遇策と企業の組合運動により拡大しました（いわゆる「ペンション・ドライブ」）。しかし、受給権の保護と積立資産の安全性が不十分であり、1974 年に「従業員退職所得保障法（エリサ法）」が制定され、年金受給権保護のための最低積立基準が設定されました。一方、DC では、1978 年の内国歳入法（IRC）改正により本人拠出をメインとして所得控除が適用される 401(k)が創設されました（詳細は本誌 2016 年 11 月号参照）。1985 年の「米国財務会計基準

「SFAS87」の導入により、退職給付の債務と費用の認識がなされましたが、2001年にエンロン事件等の不正会計事件を契機に会計基準の見直しが行われ、2006年「米国財務会計基準（SFAS158号）」では、数理計算上の差異の即時認識が求められるようになりました。さらに、同年、「年金保護法（PPA）」が制定され、積立基準が「非継続基準」に一本化され、積立目標債務（Funding Target）が、90%から100%へ引き上げられました。積立不足（リスクあり：at Risk）の状態については、2段階で規定され、第1段階の積立水準が80%未満の場合（危機状態）には、積立改善計画の作成が求められ、第2段階の同65%未満等の場合（危篤状態）には、回復計画の策定が義務付けられました。これにより、DBの新規加入を停止するなど、DBからDCへの将来分の制度移行が行われるようになり、2018年には、プラン数の割合を見ると、DBは7%まで減少し、DCは93%まで増加しました。加入者数の割合もDBは24%まで減少、DCは76%まで増加しており、DBからDCへの流れが見て取れます（図表6）。

（図表6）米国DB/DCプラン数・加入者数の推移（1975～2018年）



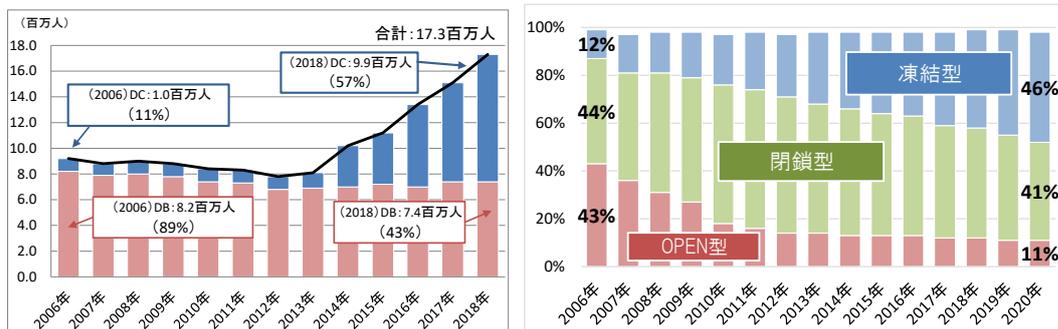
（出所）米国労働省「Private Pension Plan Bulletin Abstract of 2018 Form 5500 Annual Report」January 2021より筆者作成

6. イギリスの私的年金の動向

イギリスにおいても、1990年以降の株式市場の高騰により「オーバーファンディング（積立超過）」となり、「いわゆるコントリビューション・ホリディ（掛金停止）」を享受しました。1995年年金法で、最低積立規制（Minimum Funding Requirement）が義務付けられ、①3年毎に年金数理人による評価を実施し5年間の掛金拠出計画を策定、②積立水準が90%を下回った場合1年以内に解消、③積立水準が100%を下回った場合は5年以内に解消すること、が求められました。2004年年金法により、DB終了時の積立水準が「フル・バイアウト」水準に変更されました。また、「年金保護基金（Pension Protection Fund）」の創設に伴い、保険料の拠出が義務付けられ、DBのコストが増加することとなりました。2005年に退職給付会計基準「財務報告基準FRS17（Financial Reporting Standard 17）」が導入され、資産と年金債務の差額を企業のB/Sに計上し、数理計算上の差異の即時認識が求められるようになり、DBの積立不足への対応として、DBの新規受入停止（閉鎖、凍結）とDCの設立が進みま

した。2006年にはDBの56%で新規加入が停止され、更に2020年には、87%まで増加しました（図表7右側）。なお、アメリカ、イギリスでは、過去に発生したDBの年金受給権については変更（給付減額等）ができないため、将来分のDCを設立しても、過去分は閉鎖型DBとして継続することとなります（図表7左側を見ても、DB加入者数はあまり減少していないことが分かります）。そのため、DBの債務リスクを削減する方法（De-Risking）が必要となり、閉鎖した過去分のDBの債務を削減する方法として、「年金バイアウト」「年金バイイン」「長寿スワップ」^{注4}が実施されるようになりました。

（図表7）英国DB / DC加入者数およびDBの閉鎖・凍結状況



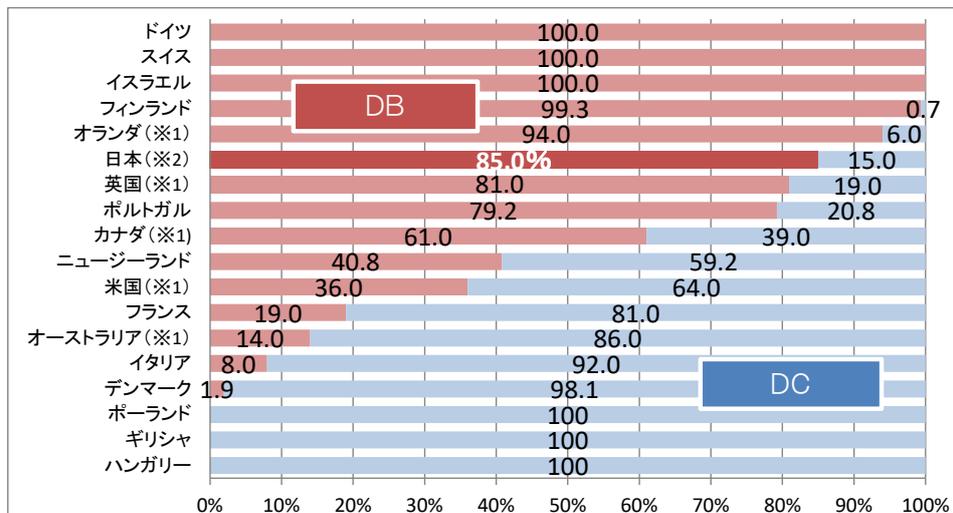
（出所）左図：英国PPI「PPI 2020」、右図：英国年金保護基金「The Purple Book 2020」より筆者作成

7. まとめ

アメリカ、イギリスでは、積立基準と退職給付会計の強化（数理計算上の差異の即時認識）により、DBは新規加入停止（閉鎖または凍結）し、将来分をDCとする流れが起きましたが、イギリスのDB残高はまだ81%を占めています（図表8）。

オランダでは、2002年にEUでのIFRS（国際会計基準）導入決定を受け、DBの積立基準を強化するため、2007年に、「財務評価フレームワーク（FTK）」を制定、全てのDBに対して、①最低でも年金負債準備金（日本の最低積立基準額に相当）の105%以上の積立資産を保有すること、②DBのリスク量に応じた十分なリスクバッファー（1年後の積立率が105%を下回る確率が2.5%以下とする）を持つことを義務付けました。この基準（①②）を満たせずに、年金資産（時価換算）が積立基準を下回った場合には、一定期間内に積立基準を達成させる回復計画を監督当局（オランダ中央銀行）に提出することを義務付けました。回復計画は、①掛金の増額、②物価・賃金スライド停止、③年金額の削減のいずれかを実施することとなります。オランダの積立基準は通常時でも105%以上を確保しなければならないという世界的に見ても最も厳しい積立基準です（詳細は本誌2016年7月号参照）。なお、オランダでは、DCや集団型DC（日本のリスク分担型DB導入時に参考とされた制度）への移行は進んでおらず、DBが主流です。また、ドイツやスイスでもDBは堅持されています。

(図表8) DB/DC実施状況(資産残高ベース)



※1: Wills Towers Watson 「Global Pension Asset Study 2021」よりデータ抜粋

※2: 信託協会「企業年金の受託概況(2020.3末)」よりデータ抜粋

(出所) OECD 「Pension Market in Focus 2017」 Figure 5 より個人年金を除いて再集計して筆者作成

DBとDCの実施状況については、その国の社会保障制度の仕組みや公的年金との関係性(適用範囲、給付水準、支給開始年齢と引退年齢の関係等)、企業年金の位置付け(強制/任意、規制、税制優遇策等)、DBの積立基準、会計基準の取り扱い、さらに、企業が従業員の老後所得保障をどのように考えるのか、企業年金のリスクシェアをどう考えるのか等の、企業理念や企業経営の観点からも異なっており、一概にDBからDCへの流れが起きている状況ではありません。その国の社会保障制度の中で、労働政策上の観点を含めて私的年金がどうあるべきかを考え、その国の社会保障制度の中で相応しい制度としていくことが必要と考えます。

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。

注1: 世界経済の発展に貢献することを目的に1961年にOECD(Organisation for Economic Co-operation and Development)が設立、日本は1964年に加盟、現在37カ国が加盟

注2: スーパーアニュエーションの拠出率は、2021年に10%、その後毎年0.5%ずつ引き上げられ、2025年7月1日に12%となる予定

注3: 年金の給付水準を示す指標で現役の平均手取り収入額に対する年金支給額の比率

注4: 年金バイアウトは、DBの資産と債務を一定の手数料を上乗せして保険会社に移転、保険会社が加入者・受給者への年金給付を実施する。年金バイインは、年金負債の一部に見合う保険契約を保険会社から購入し、保険契約を年金資産の中で保有する仕組み。長寿スワップは、長寿リスクに対して、長寿リスクのみを保険会社に移転(スワップ)し、平均余命以降の給付は保険会社で実施する仕組み

<主な参考資料>

- OECD 「Pension Funds in figures」 June 2020、OECD 「Pensions at a Glance 2019」
- 米国労働省 「Private Pension Plan Bulletin Abstract of 2018 Form 5500 Annual Report」 Jan 2021
- 英国年金保護基金 「The Purple Book 2020」
- オーストラリア ASFA 「Superannuation Statistics」 February 2020

誌上年金カレッジ

企業年金制度の概要～①日本の年金制度～

年金コンサルティング部 リサーチグループ 中原 由紀子

弊社では、「三菱 UFJ 年金カレッジ」と称し、企業年金の制度設計・運用・管理（規約の解釈や業務監査）など、幅広い内容を解説するセミナーを実施しています。

今般、「誌上年金カレッジ」を3年ぶりに復活し、企業年金制度の基礎的な内容について、連載で解説していきます。

今回は、「企業年金制度の概要」の第1回目として、日本の年金制度の全体像と公的年金制度の仕組みについて解説します。

1. 日本の年金制度の体系

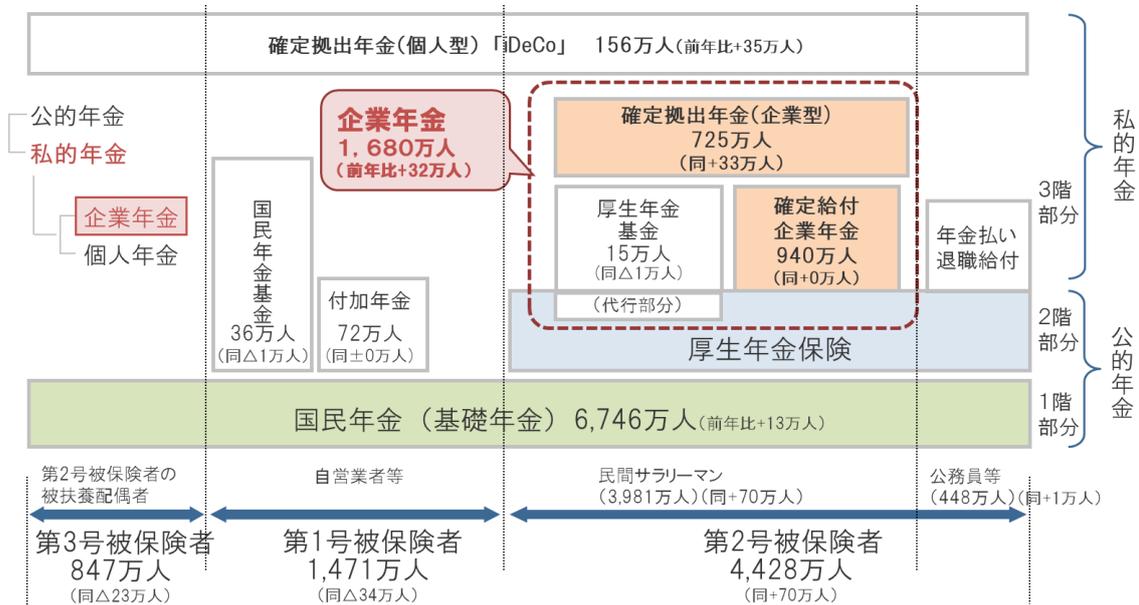
日本の年金制度は、国が実施する「公的年金制度」と、企業または個人が任意で実施または加入する「私的年金制度」からなる3階建ての制度です。

日本の「公的年金制度」は2階建てで、1階部分の「国民年金（基礎年金）」は、原則として日本に居住する20歳以上60歳未満の全ての人が加入する義務があります。「国民年金（基礎年金）」には3つの種別に分かれ、自営業者や学生等の「第1号被保険者」、会社員や公務員等被用者の「第2号被保険者」、そして、第2号被保険者に扶養される配偶者の「第3号被保険者」です。

2階部分の「厚生年金保険」は、一定の要件に該当する会社員や公務員等の第2号被保険者が加入する義務がある制度です。そのため、第2号被保険者は、「国民年金（基礎年金）」と「厚生年金保険」から年金給付を受けることができます。第1号被保険者は、「厚生年金保険」に該当するものとして、一定の拠出限度額の範囲で、任意に「国民年金基金」または「付加年金」に加入することができます。

そして、この上に、3階部分として「私的年金制度」があり、企業が任意で実施する「企業年金制度」と、個人が任意で加入する「個人年金」があります。日本の「企業年金制度」には、確定給付企業年金・確定拠出年金（企業型）・厚生年金基金の3種類があります。「個人年金」には、「確定拠出年金（個人型）」（以下 iDeCo）や生命保険会社等が実施している「個人年金保険」などがあります。「iDeCo」は、職業を問わず、原則として全ての第1～3号被保険者が加入できる制度です。ただし、現在では確定拠出年金（企業型）加入者でその年金規約に iDeCo への加入できる旨の規定がない場合は加入できません。（図表1）

(図表1) 日本の年金制度の体系



(出所) 確定給付企業年金、厚生年金基金、確定拠出年金 (企業型) は信託協会「企業年金の受託概況 (2020年3月末)」、確定拠出年金 (個人型) は厚生労働省「確定拠出年金の施行状況 (2020年3月末)」、その他は企業年金連合会「企業年金に関する基礎資料 (令和元年度版)」をもとに弊社作成

2. 日本の年金制度の歴史

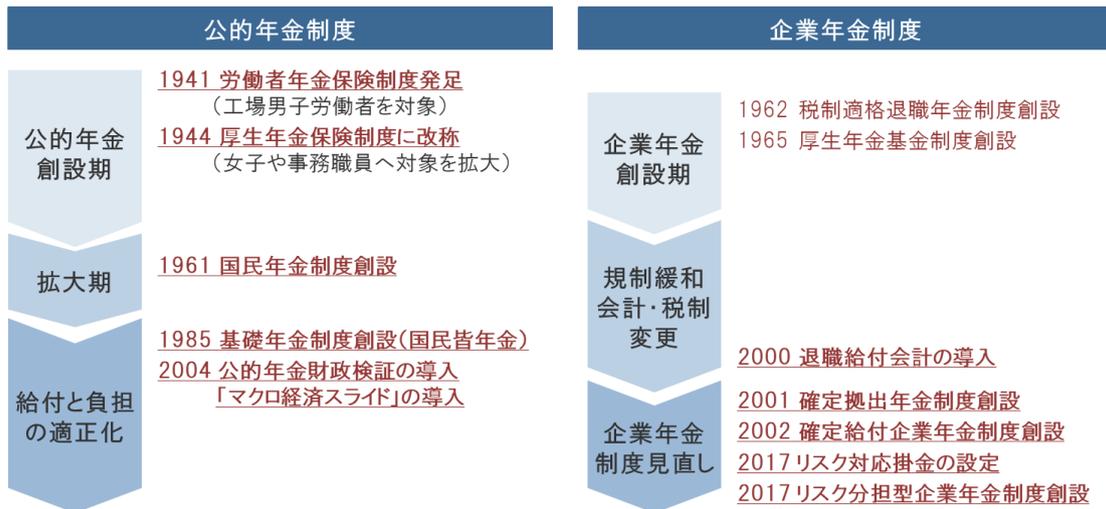
日本における退職給付制度の始まりは、江戸時代の「のれん分け」と言われています。店主が奉公勤めの明けた者へ「のれん分け」をする際に、長年の功労として資金を渡すことが始まりと言われています。

日本の公的年金制度としては、1941年に工場男子労働者を対象とした「労働者年金保険制度」が創設されました。その3年後の1944年には対象を女子・事務職員へ拡大し、「厚生年金保険制度」に改称されました。その後、1961年に、自営業者等を対象とする「国民年金制度」が任意加入の制度として創設されました。そして、1985年に、この「国民年金制度」と「厚生年金保険制度」を、前述のような2階建制度に再編し、1階部分を「国民年金 (基礎年金)」として全国民を対象として加入を義務化、その上に、「厚生年金保険」が乗る形に制度改正されました。これにより、国民皆年金が実現しました。

一方、企業年金制度が発足したのは、1962年に「税制適格退職年金制度」、1965年に「厚生年金基金制度」が創設されました。そして、退職給付債務を企業の財務諸表に反映する仕組みを整えるため、2000年に「退職給付会計」が導入されました。その後、経済環境の悪化を背景に、「税制適格退職年金制度」の廃止と、厚生年金基金の代行部分を国に返上することが認められ (いわゆる「代行返上」)、企業年金の受給権を保護することを目的に、2001年に「確定拠出年金制度」、2002年に「確定給付企業年金制度」という新たな企業年

金制度が創設されました。これらに伴い、「厚生年金基金制度」は減少していきました。その後、企業年金の持続可能性を高めるために、将来のリスクを見据えた「リスク対応掛金」の拠出と、将来のリスク負担を企業・従業員で分担する「リスク分担型企業年金制度」が2017年に創設されました（図表2）。

（図表2）日本の年金制度の歴史



（出所）弊社作成

3. 公的年金制度の役割と特徴

国が管理・運営する「公的年金制度」は高齢期における稼得能力の減退・喪失に対し、社会全体で支える仕組みです。特徴として、①国民皆年金、②社会保険方式、③世代間扶養の3点が挙げられます。①国民皆年金は、原則として日本国内に住む20歳以上60歳未満の人は全て公的年金に加入する義務があり、保険料を拠出し、将来、年金の給付を受ける仕組みです。これにより、安定的な保険集団が構成され、社会全体で老後の所得を確保していくことが可能になります。②社会保険方式は、加入者が保険料を拠出し、それに応じて年金の給付を受ける仕組みで、保険料の額や拠出した期間に応じて年金額が決定します。なお、国民年金（基礎年金）については、保険料以外に、給付費用の2分の1を国庫負担（税財源）により補っています。③世代間扶養は、現在の年金受給者の給付は現在の現役世代が負担する保険料が財源となる仕組みで、これを「賦課方式」と言います（図表3）。

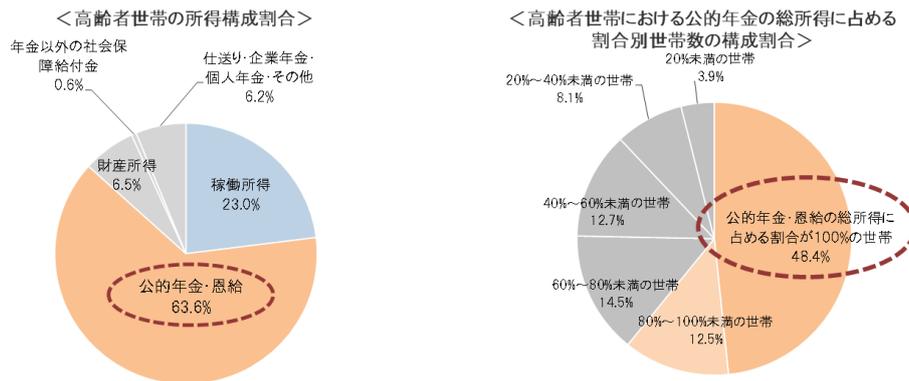
（図表3）公的年金制度の特徴

① 国民皆年金	<ul style="list-style-type: none"> 原則として日本国内に住む20歳以上60歳未満の人は全て公的年金に加入する義務があり、保険料を拠出し、年金の給付を受ける仕組み 国民皆年金によって安定的な保険集団が構成され、社会全体で老後の所得を確保していくことが可能
② 社会保険方式	<ul style="list-style-type: none"> 加入者が保険料を拠出し、それに応じて年金の給付を受ける仕組み 給付は、保険料の額や拠出した期間に応じて年金額が決定 ただし、2分の1の国庫負担(税財源)あり
③ 世代間扶養	<ul style="list-style-type: none"> 現在の年金受給者の給付は現在の現役世代が負担する保険料が財源となる → 「賦課方式」

（出所）弊社作成

公的年金制度は国民の老後生活の大切な役割を担っており、現在、高齢者世帯の所得のうち、公的年金が約6割を占めています（図表4左側）。また、高齢者世帯のうち公的年金のみで生活を維持する世帯は約5割存在しており（図表4右側）、高齢者世帯では、公的年金に頼っている傾向が見られます。

（図表4）高齢者世帯の現状

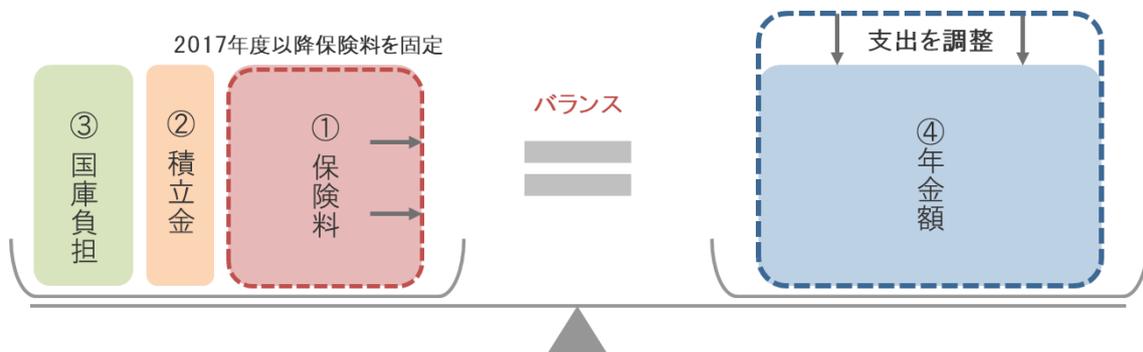


（出所）厚生労働省「2019年 国民生活基礎調査の概況」より弊社作成

4. 公的年金制度の仕組み

公的年金制度は、④年金額と、①保険料②積立金③国庫負担がバランスするように運営しています（図表5）。しかし、少子高齢化の進展により④年金額が増加し、持続的にバランスを保つことが難しくなってきました。そのため、2004年の年金法改正により、①保険料の上限を2017年度以降固定し、将来にわたって「給付」と「負担」が均衡するよう、決められた財源（①保険料、②積立金、③国庫負担）の範囲内で④年金額を調整する仕組みに変更しました。年金額の調整方法として、「マクロ経済スライド」という仕組みを導入しました。「マクロ経済スライド」とは、「労働人口の減少」と「平均寿命の伸び」に応じて、給付水準を自動的に調する仕組みです（図表6）。

（図表5）公的年金制度の仕組み①



（出所）弊社作成

(図表6) 公的年金制度の仕組み②

① 保険料	保険料上限は、2017年度以降、 厚生年金は18.3%(労使折半) 、国民年金は17,000円で固定 ^(※) (※)2004年度法定保険料額は2019年4月から「第1号被保険者に対する産前産後保険料免除制度」施行に伴い100円加算されて17,000円となりました。なお、実際の国民年金保険料額は2004年度価格水準を維持するため、名目賃金の変動に応じて毎年改定され、2019年度は16,410円
② 積立金	財政均衡期間終了時に給付費1年分程度が残るよう、運用収益と積立金の取崩しを活用 年金積立金管理運用独立行政法人(GPIF)で資産を運用、 資産額は約164兆円(2020年6月末)
③ 国庫負担	国民年金(基礎年金)の 2分の1を国庫(租税)から充当 (2009年4月以降実施、2014年4月以降恒久化)
④ 年金額	あらかじめ決められた負担の①～③の範囲内で財政の均衡が図れるよう給付水準を自動調整 ～ マクロ経済スライド・・・「労働人口の減少」と「平均寿命の伸び」に応じて年金額を自動的に調整する仕組み

(出所) 弊社作成

また、2004年の年金法改正で、「公的年金財政検証」が導入されました。「公的年金財政検証」とは、5年毎に公的年金の財政状況および将来の見通しを検証するものです。直近では、2019年に第3回財政検証が実施され、所得代替率は61.7%と示されました。将来の経済成長と労働参加見通しによる6つのシミュレーションが行われ、2040年半ばには所得代替率が50%程度に低下することが示されました(本誌2019年10月号参照)。公的年金制度の持続可能性を高めるための年金改正が今後行われていく予定です(本誌2020年2月号参照)。

5. 厚生年金保険制度の支給開始年齢

現在、厚生年金保険制度の支給開始年齢は、生年月日に応じて60歳から段階的に65歳に引き上げられています(図表7)。これに合わせて、年金の支給開始時期と被用者の退職時期が整合するように、「高年齢者雇用安定法」により、企業には生年月日に応じた65歳までの継続雇用義務があります。今後も、雇用終了と年金の支給開始時期については、整合性を取った改正が望まれます。

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。

(図表7) 厚生年金保険の支給開始年齢について



(出所) 弊社作成

70歳雇用時代の人事対応 その1

70歳までの雇用形態と人事制度

年金コンサルティング部 顧問 堀田 達也

「高年齢者等の雇用の安定等に関する法律」（以下、高年齢者雇用安定法）は、70歳までの高年齢者に就業確保措置を講ずることを企業の努力義務とする改正がなされ、2021年4月1日から施行されました。これまで同法は65歳までの雇用確保を義務付けていましたが、今回はこれを強化する方向で改正されたものです。

いよいよ70歳雇用時代の到来といえますが、雇用形態・人事制度・活用方法等について慎重に検討すべきことが多くありますので、2回に渡って考察します。

1. 高年齢者雇用安定法の要請

高年齢者雇用安定法は、少子高齢化、人口減少が進む中で働く意欲のある高年齢者が活躍できる環境を整備することを目的の一つとした法律です。

これまでの65歳までの雇用確保措置（義務）と、今回の70歳までの就業確保措置（努力義務）について、下表の通り比較してみます。

（図表1）高年齢者雇用安定法の主な改正内容

	2020年改正より前 [施行日は2021年3月31日以前]	2020年改正 [2021年4月1日から施行]
確保措置	65歳までの雇用確保措置（義務）	65歳までの雇用確保措置（義務）に加え、70歳までの就業確保措置を講ずる努力義務を新設
具体的な確保措置の内容 (いずれかの措置を講ずる)	65歳までの定年引き上げ	70歳までの定年引き上げ
	定年制の廃止	定年制の廃止
	65歳までの継続雇用制度の導入 (特殊関係事業主<子会社、関連会社等>に限る)	70歳までの継続雇用制度の導入 (特殊関係事業主に加えて、他の事業主によるものを含む) 70歳まで継続的に業務委託契約等を締結して就業を確保する制度の導入 70歳まで継続的に「事業主が自ら実施する社会貢献事業」、「事業主が委託、出資（資金提供）等する団体が行う社会貢献事業」に従事できる制度の導入

（出所）弊社作成

2021年4月1日施行の高年齢者雇用安定法改正では、65歳までの雇用確保措置（義務）に加え、努力義務として就業確保措置を5つの中から選択することが要請されました。

65歳までの確保措置でも認められた定年引き上げ、定年制の廃止、継続雇用制度（再雇用制度・勤務延長制度等）導入の他に、直接雇用によらない創業支援等措置、具体的には

高齢者が希望する場合に 70 歳まで継続的に業務委託契約を締結する制度や、さらに社会貢献事業に従事できる制度が付加されたのが大きな特徴です。個人との、いわばフリーランス契約の締結、個人の社会貢献活動参加への支援等が可能になりました。今後想定される、高齢者の意識の多様化にも対応していこうとの考えが伺えます。

2. 70 歳雇用のメリット・デメリット

70 歳雇用により想定される主なメリット・デメリットは下表の通りです。

雇用形態・人事制度にメリット・デメリットはつきものであるため、見直す場合はメリットを最大限享受して、デメリットを最小限に抑え克服していくことが重要です。

(図表 2) 70 歳雇用のメリット・デメリット

	主なメリット	主なデメリット
従業員にとって	<ul style="list-style-type: none"> ・ 高齢者のモチベーション向上 ・ 高齢者の収入確保と生活安定化 	<ul style="list-style-type: none"> ・ 若手層等のモチベーション低下 ・ 高齢者の安心感蔓延による活力低下
企業にとって	<ul style="list-style-type: none"> ・ 人材・人員の安定的な確保 ・ 高齢者の戦力化 ・ 若手層等への知見・ノウハウ移転の推進 ・ 先んじた 70 歳定年延長導入で企業 PR 	<ul style="list-style-type: none"> ・ 労務構成の歪みの顕在化 ・ (生産性が低い場合の) 人件費の負担増 ・ 賃金課題を解決する人事制度立案の難しさ ・ 高齢者に適する職務の用意の困難さ
社会にとって	<ul style="list-style-type: none"> ・ 超高齢社会の活性化への寄与 ・ 年金以外の収入がある人口割合の増加 	<ul style="list-style-type: none"> ・ 企業勤務を継続する者が増加し、将来高齢者になる人材の独立・起業が遅れる

(出所) 弊社作成

従業員にとっては、70 歳まで働くことが可能になれば高齢者のモチベーションが向上し、60 歳以降の生活の安定化にプラスになるメリットがある一方で、デメリットはポスト不足への対応を含め若手層・中堅層等の活躍の道が狭まり、また高齢者に安心感が蔓延すると従業員全体の活力を低下させるという懸念があります。こういったデメリットが大きくならないよう、例えば、若手層等は職業キャリアを自ら描きレベルアップに努め企業はこれを支援し、高齢者は業務に精励し知見・ノウハウの移転を進めること等が望まれます。

企業のメリットとしては、人材・人員の安定的確保、高齢者を戦力化できることに加え、例えば業界で先駆けて 70 歳定年制を導入すれば企業 PR ができること等が挙げられます。一方で、高齢者の割合が増えて発生する労務構成の歪み、高齢者の生産性が上がらない場合の人件費負担増といったデメリットがありますが、人材戦略・人材ポートフォリオを抜本的に見直すこと、例えば成果主義、ジョブ型への転換を目指す人事制度改定等により克服していくことが考えられます。

社会的な観点では、高齢者の多くが元気に働き収入を得ることは社会全体の活性化につながり、また国の年金財政を支えるというメリットがありますが、高齢者自身が、将来高齢者になる人材の独立・起業を妨げたり遅らせることがないようにしていくことが重要です(今回、創業支援等措置で一部対策済)。

今後、企業が70歳雇用を経営戦略の実現に活かそうとする度合によって、就業確保措置（努力義務）が実行に移される時期やその内容は大きく異なってくるでしょう。

次に、70歳雇用に向けての雇用形態・人事制度のあり方等について記述します。

3. 70歳雇用に向けた雇用形態

まずは、企業の人材マネジメントの変化を概観するとともに、長期に就業する上での従業員のキャリア設計にも触れながら、70歳雇用に向けた雇用形態のあり方を整理します。

3-(1)人材マネジメントの変化

昨今、「新卒一括採用・終身雇用・年功賃金」といった従来型人材マネジメントをどのように変革していくかについて、各所で様々な議論や取り組みが行われています。例えば、高年齢者の就業機会をさらに確保しようとする一方で、中途採用・経験者採用や副業・兼業を促進しようという動きがあります。

今後の人材マネジメントを概観しますと、企業は従来型人材マネジメントから、第2段階として「業務委託・副業等を含め社外人材をより活用する人材マネジメント」に、第3段階として「企業経営が高度化し案件・プロジェクトの都度必要な人材の多くを社外から調達する人材マネジメント」に、長期的には第4段階として「雇用の概念が薄まり企業形態の進化・変容にあわせた一層柔軟な人材マネジメント」に大きく様変わりをするかもしれません。

現時点では、多くの企業が従来型人材マネジメントから抜け出して第2段階に向かっており、一部企業の特定期間で第3段階に到達しているといったところでしょうか。

70歳雇用を目指す場合に、企業ごとに、あるいは企業内の事業部門ごとに、現在は人材マネジメントがどの段階にあり、どんなスピードで移行していくかを想定しておくことが重要です。

3-(2)70歳雇用に向けたキャリア設計

70歳雇用では、従業員は新卒から約50年という長い期間、就業することになります。10年を1つの年代とすると5つの年代です。重点的に育成され活躍を始める20代（若手層）から、実力がつき個人の貢献度が大きくなる30代（中堅層）、20年の社会人経験で人や業務の優れた取りまとめができる40代（マネジメント層・高度専門職層）、第一線として活躍し企業貢献度が大きくなる50代（成熟期）、そして60～65歳と65～70歳の再活躍期です。

一方で、人生の前半に集中的に仕事をして資産を蓄積し、30代～50代に仕事を離れる「アーリーリタイア（完全リタイア）」、定年退職前に退職し自分の生活・時間を楽しみながら仕事で収入を得る「セミリタイア」の他、昨今は貯蓄と投資による利息収入を前提に早期退職を目指す「FIRE（Financial Independence, Retire Early）ムーブメント」が注目されるなど、

従業員は職業キャリアの選択肢を自ら検討できるようになってきました。

今後、70歳雇用に向けて企業は様々な雇用形態（雇用以外を含む）を検討していくこととなりますが、従業員はこれまで以上に『自分のキャリアは自分で創る』といった意気込みでキャリア設計を考える必要があります。自分の『市場価値』を高める努力をする一方、少なくとも高年齢者になってからの職務は『自分で見つけ自分で用意する』、こうありたいものです。

3-(3)雇用形態のあり方

まず、企業にとって70歳雇用の目的を明確にする必要があります。社会的要請だからやむを得ないということではなく、例えば、経営戦略の実現にどう貢献してもらいたいかといった観点です。

一例を紹介すると、20代・30代・40代・50代・60代前半・60代後半のそれぞれの年代に区分して、期待する役割・活躍領域、異動・配置、処遇、育成等を明らかにしていきます。従業員数・事業部門数が多い企業では、年代と職種で区分して、または年代と事業部門で区分して整理していきます。そうすると求める人材タイプが明確になり、雇用形態が定まっていきます。

就業確保の方法について、企業にとっての主な選択肢は次のものが考えられます。

- | | |
|----------------------------|------------------------|
| (a)定年制の廃止 | (b)70歳定年 |
| (c)66～69歳定年 + 継続雇用制度[4～1年] | (d)65歳定年 + 継続雇用制度[5年] |
| (e)61～64歳定年 + 継続雇用制度[9～6年] | (f)60歳定年 + 継続雇用制度[10年] |

上記の中では、「(d)65歳定年+継続雇用制度[5年]」、「(f)60歳定年+継続雇用制度[10年]」が多くなると考えられます。

65歳定年延長の実施を検討したある企業においては、高年齢者の戦力化・モチベーション向上、人材の安定的確保を重視すると定年延長が優先とされ、個別雇用条件の設定のしやすさを重要として人件費負担増のリスクを抑えるなら継続雇用制度が優先とされました。

65歳雇用ですと役職定年ともされやすい55歳あたりから自分の経歴等を見つめ直し、約10年間担当できる職務をさがそうという取り組みが想定されますが、70歳雇用では55歳あたりからの約15年間は長くなり過ぎるため、その間に職務を再設定し直す等、もう一段の取り組みが必要と考えられます。

雇用形態はこれまで定年延長なら正社員、継続雇用制度なら嘱託・パートタイマー等の非正規社員（再雇用者、基本的には1年の雇用契約）とすることが一般的であり、今後もこの傾向が続くでしょう。今後、継続雇用制度が10年と長くなる場合は、嘱託・パートタイマー等にも区分を設け細分化すると管理しやすくなります。一方で今回の就業確保措置で示された業務委託の契約者（フリーランス等）や社会貢献事業の団体職員のように、前述の「3-(1)人材マネジメントの変化」で述べた第2段階以降、企業が求める都度、人材を社外から調達するのに相応しい契約形態が生まれることも考えられます。

4. 70歳雇用に向けた人事制度のあり方

次に、「(d)65歳定年 + 継続雇用制度[5年]」、「(f)60歳定年 + 継続雇用制度[10年]」を例に人事制度のあり方等について検討してみましょう。

4-(1) 「65歳定年+継続雇用制度[5年]」の人事制度

65歳まで定年延長をする際、多くの企業は旧定年年齢の60歳を基準として、主に2つのタイプから人事制度を選択しました。

[A]60歳以降を60歳前と賃金以外は同一の人事制度とし、賃金は減額

- ・特に役割価値・職務価値を重視した等級制度・人事評価制度・賃金制度では、60歳前と60～65歳を同一の制度とするのが比較的容易です。通常、60歳以降に任される役割価値・職務価値は引き下げられますので、賃金は減額になることが多くなります。
- ・実力主義が徹底されている企業ほど導入しやすいのが特徴で、人件費の大幅増にならないように60歳前の賃金カーブを調整してその原資を60歳以降に移行するケースや、60歳到達時の賃金に一律の減額率を乗じたり、金額を減らしたりするケースもあります。
- ・65歳定年の後は5年の継続雇用制度に移行しますが、65歳以降は雇用区分や担当職務が変わり、また個人の間で実力等の様々なバラツキが生じる可能性が高いこともあり、人事制度の見直しが望まれます。例えば、65歳前の正社員時代よりも役割価値・職務価値を厳密に測定し、それに相応しい賃金を支給します。この場合、賃金は60代前半と比べて減額になります。

[B]60歳以降を60歳前とは別の人事制度とし、異なる考え方で賃金を支給

- ・60歳までの等級制度・人事評価制度・賃金制度を引きずらず、60歳以降は別の人事制度とし、「何に対して賃金を支払うか」という根本的な考え方を変えて賃金を支給します。
- ・60歳で処遇をリセットしますので、賃金を比較的大きく減額することができます。例えば、60歳までは能力重視の職能資格制度のもと、蓄積した能力を反映した能力給とし、60歳以降は職務等級制度のもと、職務価値を反映した職務給とすることで、個人別に賃金にバラツキを持たせます。
- ・65歳以降の継続雇用制度における人事制度について、60歳で処遇をリセットしていればその考え方を継続します。例えば、65歳以降取り組む職務を選定しその職務価値を評価した上で、職務給の考え方に基つき賃金を支給します。多くのケースで65歳以降の職務価値は下がりますので、賃金の減額が多くなります。

4-(2)「60歳定年+継続雇用制度[10年]」の人事制度

続いて、60歳定年のまま、5年の継続雇用制度を10年に延長する場合を検討してみます。60歳前は正社員、60～70歳は嘱託等と雇用区分が異なるので、60歳前の正社員の人事制度は変更しにくいです。そのため10年と長くなった継続雇用制度の内容を見直すことになり、主に次の論点が考えられます。

[C]5年の継続雇用制度をそのまま10年に延長

- ・継続雇用制度の骨格はそのままとする方法です。
- ・高齢者は通常、10年続けて同じ職務を担当するのは難しいため、担当する職務の内容・難易度、組織への貢献度が大きく変わる場合は、賃金を合理的に変更することができるよう整備しておく必要があります。具体的には、60代後半になると個人によってやむを得ない心身の機能低下が生じることがあり、職務遂行度合に大きなバラツキが生じることもあるため、担当する職務内容の見直しと賃金を変更する仕組みを用意しておくべきです。

[D]65歳までの継続雇用制度と異なる65歳以降の継続雇用制度の導入

- ・継続雇用制度が5年か10年に延長するという労働条件改善と引換に、65歳以降は異なる考え方の人事制度を導入する方法です。
- ・例えば、60～65歳は定年前に担当していた職務を引き続き担当することが多かった企業でも、65歳からは職務等級制度を導入し職務評価を実施します。嘱託等（再雇用者）の実力判定を行った上で改めて職務に配置し、職務評価に基づいて賃金を支給します。
- ・高齢者が担当する職務のそれぞれについて職務評価を実施するため、事前に基本的な賃金幅を設定し開示しておく方が望ましいです。

[E]60歳からの継続雇用制度を全面的に見直す

- ・これまでの60歳から65歳までの継続雇用制度に基づく人事制度を廃止し、60歳から70歳の継続雇用制度として新たな人事制度を導入する方法です。
- ・60歳前の職務・賃金との連続性を一旦切り離し、不利益変更にならないように新たな人事制度を導入します。その例は上記[D]と同様です。

高齢者の人事制度改定のポイントは、従業員へ企業の期待を明示しそれに相応しい制度とするとともに、引き続き企業に貢献するというやりがいを持ってもらうことです。また、65歳以降にキャリアチェンジが起こりやすくなりますので、ある程度想定しながらやむを得ない離職も認めるような人事制度にしておくことも必要です。

さらに、勇退（退職）後の生活設計という観点では、雇用制度と企業年金制度の連続性が重要ですので、目的を再確認し制度を慎重に見直していくことも必要になってきます。

最後に、「人生 100 年時代」を見据えると、70 歳雇用は人材マネジメント変革の大きな経過点になります。70 歳雇用の検討をきっかけに自社の経営・人事に関する課題を再整理した上で、新たな人事戦略を打ち出し最適な人材マネジメントに変革し、それに相応しい人事制度に改定することが肝要です。

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。

<参考文献>

- ・厚生労働省ホームページ 「雇用・労働 高年齢者雇用安定法の改正～70 歳までの就業確保～」

年金運用マネジメント

年金ポートフォリオのマネジャー・ストラクチャー

受託運用部 フェロー 岡本 卓万

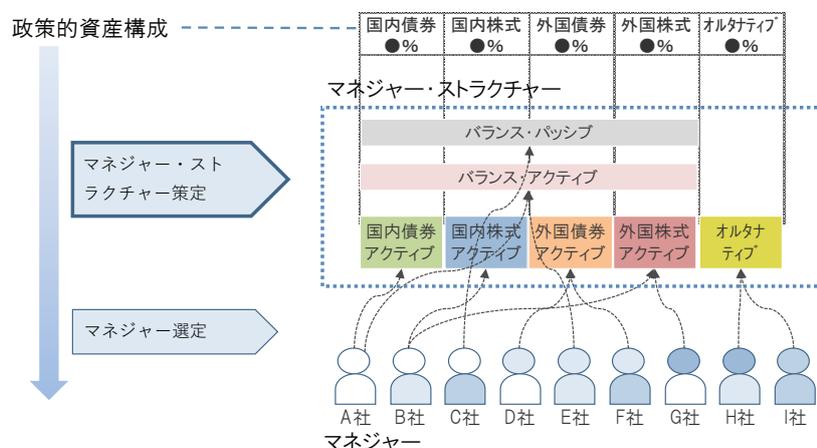
マネジャー・ストラクチャー（運用機関構成）は運用資産をどのような種類の運用機関（マネジャー）にどれだけ配分するのかという構成のことです。年金ポートフォリオのマネジャー・ストラクチャーにはいくつかのタイプがありますが、それぞれ一長一短があり、基金のリスク管理負担能力などを踏まえて、適切なマネジャー・ストラクチャーを選択する必要があります。また、最近ではオルタナティブ投資やマルチアセット運用を組入れるケースも増えていますが、これらを組入れた場合のマネジャー・ストラクチャー構築方法についても解説します。

1. マネジャー・ストラクチャーとは

年金運用において、政策的資産構成から実践ポートフォリオ（実際のファンドが組み入れられたポートフォリオ）を策定するステップは、マネジャー・ストラクチャー策定と、マネジャー選定に分けられます。（図表1）

マネジャー・ストラクチャー策定では、資金全体をどのような役割（種類）の運用機関にどれだけ配分するかを決定します。そして決定された役割に見合ったマネジャーを選定することになります。年金のように複数資産で構成されるポートフォリオの場合、バランス型/特化型、アクティブ/パッシブといった特性の異なるマネジャーをどのように組み合わせるかが、マネジャー・ストラクチャー策定における論点になります。

（図表1）実践ポートフォリオ構築のステップ



（出所）筆者作成

年金ポートフォリオは、資産配分管理、個別資産運用双方の機能を備える必要があります。マネジャー・ストラクチャーの設計が適切でないと、個々のマネジャーがいくら優秀であっても、ポートフォリオ全体が有効に機能しないかもしれません。また、マネジャー・ストラクチャーをあまり複雑にすると、基金の管理負担が過大になるかもしれません。

また、低金利環境が継続する中、相対的に高いリターン獲得が期待できるとされるオルタナティブ投資の割合が増加しています。また、マルチアセット運用と呼ばれる、複数資産にわたり機動的な運用を行う運用商品の採用も増えています。これらの運用を資産クラスとしてどう扱うか、またどのようなマネジャー・ストラクチャーを適用し運営するか、疑問を感じている方もいらっしゃるのではないのでしょうか。

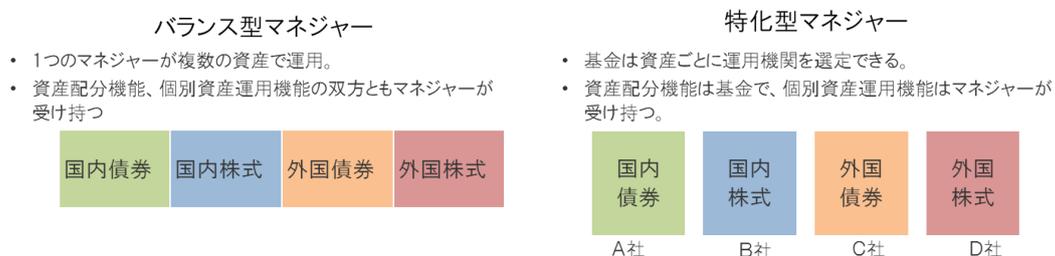
本稿では年金ポートフォリオにおけるマネジャー・ストラクチャーの策定について解説します。ストラクチャーを主要な3つの類型に分類し、それぞれのメリット・デメリットを比較します。また、オルタナティブ投資やマルチアセット運用が組み入れられた場合のストラクチャーについても検討します。

2. バランス型と特化型

マネジャー・ストラクチャーを検討するにあたり、まずは個々のマネジャーの二つの類型について、その機能を検討・比較します。一つは複数資産の運用を行うバランス型マネジャー、もう一つは単一資産の運用を行う特化型マネジャーです。(図表2)

バランス型マネジャーは1つで全ての伝統資産の運用を管理できます。ポートフォリオに求められる資産配分機能、個別資産運用機能の両方をカバーすることになります。大手信託銀行各社は看板商品としてバランス型運用を提供しています。複数資産で運用されるだけでなく個別の資産の中身も運用スタイルの異なる複数のファンドが組み入れられておりリスク分散に配慮したものとなっています。商品にもよりますが、一つの運用商品に数十ものファンドが組み入れられているケースもあります。

(図表2) バランス型マネジャーと特化型マネジャー



(出所) 筆者作成

バランス型マネジャーにガイドラインとして資産構成割合を提示しておくことで、バランス型マネジャーはガイドラインに従ってファンドの資産配分管理を行います。一方でバランス型では資産ごとに自由にファンドを選ぶことができないのが難点です。

なお、バランス型運用商品で、個別の資産についてはパッシブ運用を行う場合があります（バランスパッシブ）。この場合、資産配分機能は担いますが、個別資産において超過収益の獲得は目指さないことになります。

特化型マネジャーは特定の資産の運用を専門とするマネジャーです。ポートフォリオ全体をカバーするには、資産ごとに基金がマネジャーを選定する必要があります。ポートフォリオの個別資産運用機能の強化という意味では申し分ないですが、資産配分機能については、各マネジャーへの委託シェアを調整する形で基金側が受け持つ必要があります。

このように、バランス型マネジャー、特化型マネジャーはそれぞれ長所短所があります。年金ポートフォリオのマネジャー・ストラクチャー構築では、それぞれの長所を生かせるように、特性の異なるマネジャーを組み合わせる工夫が必要です。

3. ストラクチャーの類型

ここからは、実際に年金基金で採用されるマネジャー・ストラクチャーを類型化して、その長所短所を見ていきます。（図表3）

総資産100億円程度までの一般的な年金基金で多く採用されているのは、複数のバランス型マネジャーを採用するバランス並列型ストラクチャーではないでしょうか。バランス並列型では、基金は各マネジャーに対し政策的資産構成の資産配分をそのままガイドラインとして提示します。各マネジャーはそれぞれ独自に資産配分機能と個別資産運用機能を担います。したがってポートフォリオ全体でも資産配分機能と、個別資産運用機能が発揮されることになります。

バランス並列型ストラクチャーのメリットは、マネジャー間の横比較が容易で結果的に競争原理が働きやすいことです。長期的にパフォーマンスを比較することで、マネジャーの運用の巧拙や特性がある程度把握できるようになります（短期間での比較ではあまり意味がありません。少なくとも3年以上のパフォーマンスで比較することが重要です）。マネジャー側も、パフォーマンス低迷が続かないよう組入れファンドの見直しなど必要な対策を打ちます。横比較が容易なことは、マネジャー間の競争を促しポートフォリオ運営の改善努力が期待できるメリットがあります。一方で、資産ごとに得意なマネジャーを選定することができず、個別資産運用機能の発揮という点では限界があります。

次に、バランス並列型に一部特化型のマネジャーを追加する、（バランス並列＋特化）型を見てみます。特化型の部分はマネジャー選択の自由度が高く、ポートフォリオ全体での個別資産運用機能が強化されると言えます。一方で資産配分機能はバランス型マネジャーの部分だけしか働かないので、やや低下してしまいます。

なお、バランス型マネジャーに提示する資産配分のガイドラインは、特化型マネジャー

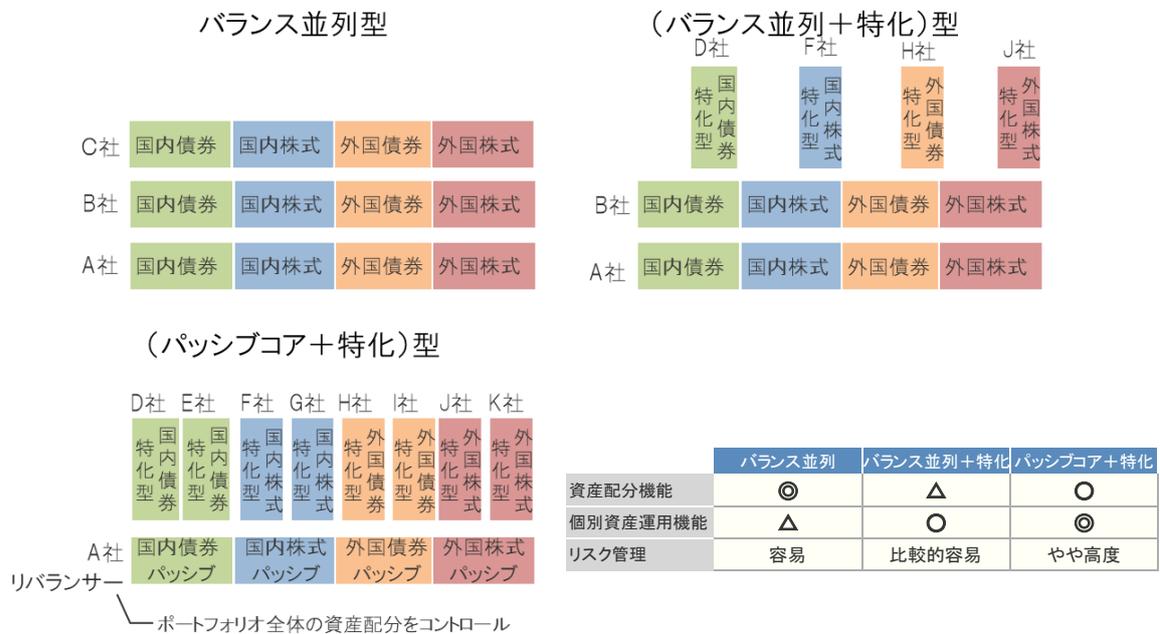
の保有資産を踏まえ調整の方が望ましいでしょう。

最後に紹介するのは、(パッシブコア+特化)型ストラクチャーです。これは運用自由化が進展した2000年代以降、資産規模の大きい基金で多く採用されているストラクチャーです。個別資産運用機能を担う特化型マネジャーと資産配分機能を担うバランスパッシブ型マネジャーとに明確に役割分担してポートフォリオを構築します。

基金はポートフォリオ全体の資産配分をモニタリングし、政策的資産構成とのずれが大きくなったら、全体の資産配分を元に戻すように、バランス型マネジャーへの資産配分ガイドラインを変更します。この変更をリバランスと呼び、この役割を受け持つマネジャーをリバランス・マネジャー（あるいはリバランサー）と呼びます。リバランス・マネジャーは、個々の資産をパッシブ運用としているので、取引コストを抑えた効率的なリバランスが可能です。

(パッシブコア+特化)型ストラクチャーでは、マネジャーの機能分担が明確になり、各機能が有効に発揮できることが特徴です。個別資産運用機能は最大限強化でき、総資産数100億円以上の基金であれば十分なマネジャー分散を図ることも可能でしょう。また、ポートフォリオ全体での資産配分機能も効率的になります。ただし、リバランス・マネジャーの投資判断は、アクティブな資産配分の判断までは行わず、基金のガイドラインに従うパッシブなものにとどまることにご注意ください（それでも大いに意味があります）。

(図表3) マネジャー・ストラクチャーの類型



(出所) 筆者作成

それぞれのストラクチャーのメリット・デメリットを図表3右下にまとめました。個別資産運用機能を最大限強化できるのは（パッシブコア+特化）型ストラクチャーですが、資産配分リスクのコントロールという点では、比較的小規模な基金が採用するバランス並列型ストラクチャーの方が管理は容易で機能も優れている点もあると言えます。

4. オルタナティブを組入れた場合

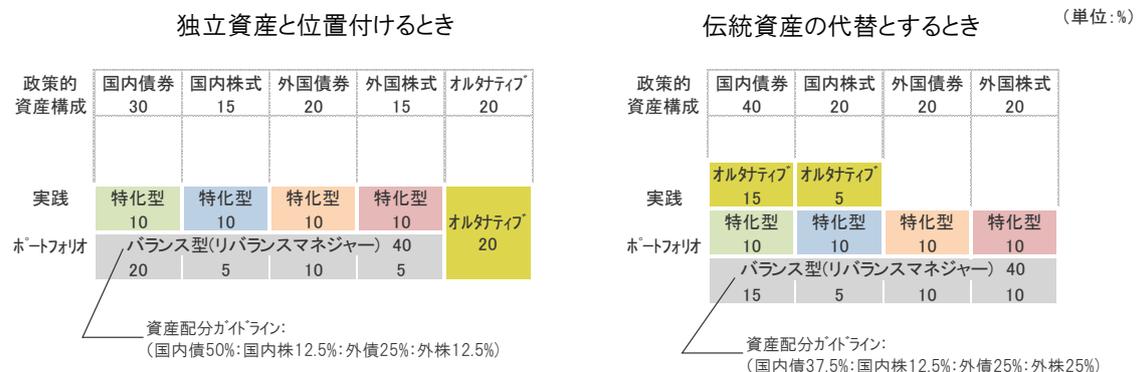
年金基金のオルタナティブ投資の割合が増加しています。最近ではポートフォリオの2割を超える部分が伝統資産以外のオルタナティブ投資になっているケースも珍しくなくなりました。

オルタナティブ投資の多くは流動性が乏しく、資産配分の変更には時間が必要または困難です。構成割合がわずかであれば、別枠管理としてポートフォリオの資産配分管理の対象から外してしまうことも可能ですが、10%程度以上になる場合、何らかの方法で資産配分をコントロールすることが望ましいでしょう。

そこでオルタナティブ投資を含むポートフォリオの資産配分管理を検討します（図表4）。まず、オルタナティブを独立資産と位置付けた場合は、残りの伝統資産部分で資産配分をコントロールします。政策的資産構成上のオルタナティブの構成割合が2割だったとすると、残りの伝統資産の部分について、各資産の構成割合が合計で100%になるように修正したうえで、リバランス・マネジャーに提示する資産配分ガイドラインを算出します。

運用しているうちに、全体に占めるオルタナティブの比率は当初とずれてきます。オルタナティブの比率が小さくなった場合にはオルタナティブ商品への追加投入を検討し、オルタナティブの比率が大きくなってしまった場合には、オルタナティブ商品の一部解約を検討することになります（追加投入や解約ができるのはヘッジファンドなど一部に限られます）。

（図表4）オルタナティブを含むポートフォリオの管理



（出所）筆者作成

次に債券代替など、オルタナティブを特定の資産クラスの一部として組入れる場合です。その場合は、オルタナティブは当該資産の中で特化型マネジャーとして組み入れているかのように扱うことができます。組入れたオルタナティブも含めた資産配分比率をモニタリングしたのち、リバランス・マネジャーに提示する資産配分ガイドラインを算出します。ただし、この場合もオルタナティブの追加投入、解約には制限がある場合が多いことには留意する必要があります。

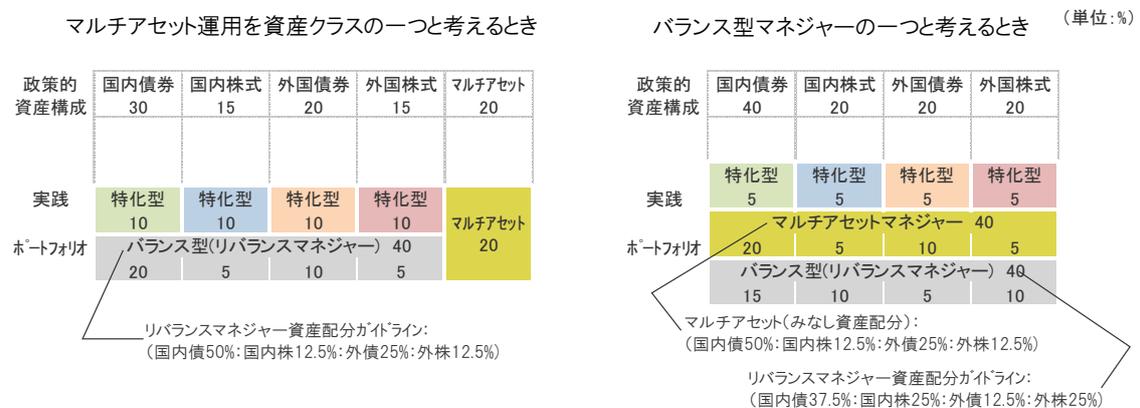
また、オルタナティブの多くは、時価を把握するタイミングに伝統資産とのラグがあります。ヘッジファンドは時価を把握できるまで1か月程度のタイムラグがあるものが珍しくありませんし、不動産ファンドのように、保有物件の鑑定評価が原則年1回しかファンドに反映しないものもあります。そのためオルタナティブ投資を含むポートフォリオは資産配分のコントロールに限界があることに留意が必要です。それでもリバランスを行わないより行った方がはるかに望ましいと言えるでしょう。

5. マルチアセット運用を組入れた場合

マルチアセット運用とは、複数資産への運用を指しますが、従来のバランス型マネジャーとの違いは、資産クラスをヘッジファンドやオルタナティブ投資に広げている、あるいは動的な資産配分戦略を取り入れているといったところにあります。従来のバランス型マネジャーと比較して、資産クラスの拡張や動的な資産配分によるアルファ（超過収益）追求など収益源泉を分散し、リスクを管理しながらリターンを生み出すことを狙いとしています。

マルチアセット運用のリスク特性は、その投資対象とする資産、採用する資産配分戦略によって千差万別であり、ポートフォリオ上の位置づけやマネジャー・ストラクチャーをどうするか、悩ましいところではあります。マルチアセット運用組入れ時のポートフォリオ管理の考え方は大きく分けると二つの考え方があります（図表5）。

（図表5）マルチアセット運用組入れの場合のポートフォリオ管理



（出所）筆者作成

一つは、マルチアセット運用を、あたかも一つの資産クラスのように扱う方法です。左の図のようにマルチアセット運用の構成割合が2割だったとすると、残り8割の伝統資産部分について、各資産の構成割合が合計で100%になるように修正したうえで、リバランス・マネジャーに提示する資産配分ガイドラインを算出します。

もう一つの方法は、マルチアセット運用をバランス型マネジャーの一つとして考える方法です。マルチアセット運用に資産配分比率の基準やベンチマークとなるものが示されている場合、これをみなしの資産配分として、ポートフォリオ全体の資産配分の状況を把握し、リバランス・マネジャーに提示する資産配分ガイドラインを算出します。

6. まとめ

本稿では、年金ポートフォリオのマネジャー・ストラクチャー構築について解説しました。単一資産の場合と異なり、良いマネジャーを集めるだけではなく、資産配分機能と個別資産運用機能双方を各マネジャーにうまく役割分担させることがポイントとなります。

具体的なマネジャー・ストラクチャーとしては、バランス並列型、(バランス+特化)型、(パッシブコア+特化)型が代表的な類型になります。それぞれメリット・デメリットがあり、どの類型を選択するかは、基金の規模、リスク管理能力、資産配分機能と個別資産運用機能のどちらをより重視するかなどをもとに検討する必要があります。

最近オルタナティブ投資やマルチアセット運用の組入れが増加しています。本稿ではこれらを組入れた際のマネジャー・ストラクチャー構築における工夫についてもお伝えしました。基金運営において参考になれば幸甚です。

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。

<コラム>時事のつぶやき

When I'm 64~65

この原稿を提出した段階では満 65 歳を迎えている。3 月末で雇用延長期間が終了するため、会社を退職し、念願(?)の年金生活者となる。

Beatles の “When I’ m sixty-four” を最初に聴いたのは 50 年以上前の中学生の頃であったが、当時は 64 歳の自分を想像したこともなかった。Paul McCartney は「髪の毛は無くなるが、誕生日の贈り物はワインかな？」と歌っていたが、私の場合は真っ白ではあるが髪の毛は存在している。また、誕生日ではないが、退職祝いに地酒やビールに加え、花束も頂いた(感謝)。もっとも、私の 64 歳は、コロナの一年であったことは間違いない。かつて所属企業が破綻し、入社しても仕事が無いという極めて特殊な状況を経験したが、サラリーマン生活最後の年には、逆に入社しないのに仕事をするという在宅勤務を経験することになった。

退職すると “毎日が日曜日” 状態となる。幸か不幸かコロナ禍で過ごした一年は、平日に我が家にいることに慣れさせてくれることに役立った。もっとも、この生活はこれから長期間にわたって継続することになり、これからの本番である。

妻からは、「週に 2 日くらいは、外で昼食を摂ってくれ」と言われている。確かに食事を準備する立場からは、朝は定番のメニューで済ませて夜は何か考えるにしても、昼食までメニューを考えるのは難儀である事は間違いない。食事する側にしても、バラエティが豊富なのはありがたい。在宅ではパスタを含めた麺類かパンなどメニューが限定されがちだが、社員食堂は日替りである。実際、ここ 1 年を振り返ると入社する日の昼食はそれ以前に比べ楽しみであった。ステイホームが美德である現時点では、家で食事しても妻の不満は抑えられているが、コロナが一服したら考慮しなくてはならなくなるだろう。

私は勤務期間を通じて調査業務に従事してきた。古くは企業や産業の調査、ここ 20 年は年金関係の制度や会計基準等について調査し、レポートを書いてきた。調査は新しい情報や知識に触れることで刺激があるが、勤務を離れてしまうとその刺激がなくなり、老いが加速してしまうことが懸念される。しかし、ありがたいことに岩井先生に代わって本冊子の巻末コラムを書く機会を与えていただいた。前任の岩井先生ほどの見識はないが、今月から駄文を掲載させていただく。何卒、よろしく願いたい。

2021 年 3 月 24 日
アナリスト 久野正徳

- 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、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。