

三菱 UFJ 年金情報

Mitsubishi UFJ Pension Report

2023 年 8 月号

世界が進むチカラになる。

三菱UFJ信託銀行



《次期年金改革に向けて その5》 社会保障審議会「第4・5回年金部会」及び「第3・4回年金財政における 経済前提に関する専門委員会」の概要 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》 年金 ALM 分析～積立水準に応じた期待収益率水準の考え方～ 年金コンサルティング部 コンサルティング&ソリューション推進室 チーフコンサルタント 小西 拓也	9
《人財育成会議への深化》 人的資本経営を意識した人財育成会議へ 年金コンサルティング部 人事コンサルティンググループ チーフコンサルタント 上辻 秀宜	15
《サステナブル投資》 NZAM(ネットゼロ・アセットマネジャー・イニシアチブ)とは サステナブルインベストメント部 岡本 卓万	21
《時事のつぶやき》 ポイント付与を考える アナリスト 久野 正徳	30

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>

社会保障審議会「第 4・5 回年金部会」及び「第 3・4 回年金財政における経済前提に関する専門委員会」の概要

年金コンサルティング部 上席研究員 菅谷 和宏

社会保障審議会年金部会は、第 4 回（本年 5 月 30 日）、第 5 回（同 6 月 26 日）が開催され、年金財政における経済前提に関する専門委員会（以下、専門委員会）は、第 3 回（同 4 月 5 日）、第 4 回（同 6 月 30 日）が開催されました。

年金部会では、次期公的年金改正の作業スケジュールと今後の検討項目が明示され、個別の議論に入りました。また、専門委員会では、有識者ヒアリング及び「総投資率と利潤率の関係」「運用利回りの設定」の議論が行われ、引き続き、経済前提に関する各項目の考え方についての議論が進められていきます。

本稿では、年金部会と専門委員会での議論の概要についてお伝えします。

1. 第 4 回年金部会の概要

2023 年 5 月 30 日、第 4 回年金部会が開催され、次期公的年金改正に向けた作業スケジュールが事務局から示されました。

来年の春頃に、専門委員会で議論された、次期公的年金財政検証における経済前提が年金部会に報告され、2024 年公的年金財政検証が実施されます。

2024 年夏頃には、2024 年公的年金財政検証結果が年金部会に報告され、その結果を基に、2024 年末までに、次期公的年金改正に関する議論の取りまとめが年金部会で行われ、2025 年の通常国会に、次期公的年金改正法案が提出される見込みです（図表 1）。

(1). 次期年金制度改正に向けた主な検討課題

第 3 回年金部会で示された委員からの意見のとりまとめ結果（本誌 2023 年 6 月号参照）を基に、「次期公的年金改正に向けた主な検討事項（案）」が事務局から示されました（図表 2）。これら検討事項（案）について、今後の年金部会において、順次、検討が行われていく予定です。

(2). 被用者保険の適用拡大（勤労者皆保険）

第 4 回年金部会では、さっそく「被用者保険の適用拡大」についての議論が行われました。基本的な考え方としては、①被用者にふさわしい保障の実現（被用者でありながら国民年金に加入する者に対して厚生年金の保障を確保する）、②働き方や雇用の選択を歪めない制度の構築（労働者の働き方や企業の雇い方の選択について社会保険制度における取扱いにより歪められたり不公平を生じたりしないようにする）、③社会保障の機能強化（適用拡大により定額の基礎年金に加え報酬比例給付による保障を受けられるようになること、また、基礎年金の水準の確保につながり所得再分配機能の維持に資すること）が明示されました。

次期年金改革に向けて その5

(図表 1) 2024 年公的年金財政検証に向けた作業スケジュール

	年金部会	年金財政における経済前提に関する専門委員会	その他の予定	
(第1回) 2022年10月25日	・年金制度の意義・役割とこれまでの経緯 ・経済前提に関する専門委員会の設置	(第1回、2022.11.18) ・前回財政検証の経済前提		
(第2回) 2023年3月28日	・年金制度を取り巻く社会経済状況の変化 ・全世代型社会保障構築会議の議論	(第2回、2023.2.24) ・経済指標の動向		
(第3回) 2023年5月8日	・年金部会における委員の主な意見のまとめ ・前回年金制度改正法等の課題	(第3回、2023.4.5) ・総投資率と利潤率の関係		
(第4回) 2023年5月30日	・年金部会における議論の進め方 ・被用者保険の適用拡大			
(第5回) 2023年6月26日	・第1号被保険者への育児保険料免除 ・障害年金	(第4回、2023.6.30) ・運用利回りの設定		
2023年夏	・課題について議論 ①総論的な事項 ②現役期と年金制度の関わり ③家族と年金制度の関わり ④その他の高齢期と年金制度の関わり	経済前提に関する基本的な考え方のとりまとめ		(独)労働政策研究・研修機構 「労働力需給推計」 内閣府「中長期試算」
2024年1月	・専門委員会の経過報告 ・オプション試算について議論	議論のとりまとめ		
2024年春	・専門委員会からの結果報告 (厚生労働省による検証作業)			
2024年夏	・2024年財政検証結果の報告 ・公的年金改正内容について議論			
2024年末	・年金部会での議論のとりまとめ			
2025年	・国会に改正法案を提出予定			

出所：厚生労働省「第4回社会保障審議会年金部会」資料1等より筆者作成

(図表 2) 次期公的年金改正に向けた主な検討事項 (案)

①総論的な事項

- ・公的年金の役割
- ・多様なライフコースに応じた年金の給付水準の示し方
- ・公的年金と私的年金の連携
- ・制度の周知、広報・年金教育

③家族と年金制度の関わり

- ・公的年金制度における次世代育成支援の取組
(第1号被保険者の育児期間中の保険料免除)
- ・遺族年金 ・第3号被保険者制度 ・加給年金
- ・女性の就労の制約と指摘される制度等
(いわゆる「年収の壁」等)

②現役期と年金制度の関わり

- ・被用者保険の適用拡大(勤労者皆保険)
- ・子育て支援等
- ・障害年金
- ・標準報酬月額の上限

④その他の高齢期と年金制度の関わり

- ・高齢期の働き方(在職老齢年金制度等)
- ・基礎年金の拠出期間延長
- ・マクロ経済スライドの調整期間の一致
- ・年金生活者支援給付金

出所：厚生労働省「第4回社会保障審議会年金部会」資料2等より筆者作成

適用拡大に関しては既に、2019 年公的年金財政検証の「オプション試算 A」として、所得代替率が 0.5%~4.8%程度増加する効果があることが示されています^{注1}。今回改めて、短時間労働者に対する被用者保険の適用拡大に向けて、「企業規模要件」「時間要件」「賃金要件」等の見直し検討が考えられることが事務局より示されました（図表 3）。

（図表 3）短時間労働者に対する被用者保険の適用要件の見直し項目

項目	現状要件	要件設定時の考え方
①労働時間	週20時間以上であること	・被用者保険の適用対象にふさわしい「被用者」としての実態を備えているか判断する基準として一定の労働時間を基準とし、雇用保険法の適用基準の例を参考に設定
②賃金	月額8.8万円(年収106万円相当)以上であること	・国民年金第1号被保険者の負担や給付の水準とのバランスを図る観点から、一定額以上の賃金を得ていることを基準として設定
③学生除外	学生を適用対象外とすること	・学生はパート労働市場における重要な労働供給源であるが、短期間で資格変更が生じるため手続きが煩雑となるとの考えから、適用対象外としている
④企業規模	従業員50人超であること	・事業規模が小さいほど事業所の負担が大きくなると考えられることから、中小事業所への激変緩和措置として設定(本要件は当分の間の経過措置として規定)

出所：厚生労働省「第4回社会保障審議会年金部会」資料3より筆者作成

なお、「全世代型社会保障構築会議 報告書（2022年12月16日）」の中から「働き方に中立的な社会保障制度の構築」に向けて取り組むべき課題として、①短時間労働者への被用者保険の適用に関する企業規模要件の撤廃について早急に実現を図ること、②常時5人以上を使用する個人事業所の非適用業種^{注2}の解消を早急に図ること、③週労働時間20時間未満の短時間労働者への適用拡大についても、実務面での課題や国民年金制度との整合性等を踏まえつつ検討を進めるべきであること、④フリーランス・ギグワーカーについて労働基準法の労働者に該当する場合は被用者性が認められるため、被用者保険が適用される旨を明確化した上で、必要な対応を早急に講ずべきこと、が事務局から説明されました。

これらの事務局からの説明に対して、委員から次のような意見が出されました（図表 4）。

（図表 4）第4回年金部会における出席委員からの主な意見

出席委員からの主な意見
<p><次期制度改正に向けた主な検討事項について></p> <ul style="list-style-type: none"> ✓ 将来世代を考え、世代間格差をなくす議論も入れるべき ✓ 人口減少が進む中、全世代型社会保障制度の構築も入れるべき <p><被用者保険の適用拡大について></p> <ul style="list-style-type: none"> ✓ 企業規模要件の撤廃、個人事業所の非適用業種の見直しは、賛成多数で大きな反対意見はなし ✓ 就業状況等が変わってきており、非適用業種の規定について見直しが必要 ✓ 適用拡大には、給付水準の引上げと将来世代の負担軽減効果があることを認識すべき ✓ 適用拡大に際しては、事業主の事務負担の軽減等の検討も必要 ✓ 過去の適用拡大では、就業者による就業調整等の回避行動が見られたため、今後の適用拡大では回避行動に対する対策の検討が必要 ✓ 適用拡大の際に回避行動が起きるのは、税・社会保障制度の設計が原因であり、中立的な制度とすべき ✓ 就業調整の回避行動に対しては、適用拡大による給付増のメリットをもっと広報すべき ✓ 賃金要件 8.8 万円の根拠について、合理的理由があるのか再検討が必要

出所：厚生労働省「第4回社会保障審議会年金部会」を視聴して筆者作成

2. 第 5 回年金部会の概要

2023 年 6 月 26 日、第 5 回年金部会が開催され、次期制度改正に向けて、「公的年金制度における次世代育成支援の取組（国民年金第 1 号被保険者の育児休業期間保険料免除措置の創設）」と「障害年金制度」についての議論が行われました。

(1). 国民年金第 1 号被保険者の育児休業期間保険料免除措置の創設

政府「全世代型社会保障構築会議 報告書（2022 年 12 月 16 日）」において、「自営業者やフリーランス等の多様な働き方と子育ての両立支援という観点から、現行の産前・産後期間の保険料免除制度や厚生年金保険の育児休業期間の保険料免除措置を参考に、国民年金第 1 号被保険者についても、育児期間に係る保険料免除措置の創設を進めるべきである」と明記されていること、また、政府「こども未来戦略方針（2023 年 6 月 13 日）」においては、「国民年金の第 1 号被保険者について育児期間に係る保険料免除措置の創設について、2026 年度までの実施を目指す」ことが明記されていることから、国民年金第 1 号被保険者の育児期間の保険料免除措置を創設する際の論点が、事務局から提示されました。

その主な内容は、①保険料免除となる対象者、②保険料免除の対象期間、③保険料免除期間の基礎年金への反映方法、などとなっています（図表 5）。

（図表 5）育児期間の国民年金保険料免除を創設する際の主な論点

主な論点	論点の内容
①対象者	・保険料免除の対象となる「子を養育する親」の範囲をどのように定めるか（休業を要件とするか、両親ともに対象とするか等）
②対象期間	・保険料免除の対象となる育児期間をどのように定めるか
③給付への反映	・保険料免除期間に対応する基礎年金給付の水準をどのように設定するか

出所：厚生労働省「第 5 回社会保障審議会年金部会」資料 1 より筆者作成

「①対象者」については、厚生年金保険の育児休業等期間の保険料免除者は、育児・介護休業法の育児休業等を取得する被保険者であり、休業している事実を明確に把握できませんが、自営業者や無業者等の第 1 号被保険者には、明確な「休業」が発生せず、休業の発生を把握することが困難であり、休業した場合でも育児休業給付による所得保障を受けられないこと等を踏まえ、休業を要件とすべきかどうかの検討が必要となります。「②対象期間」については、育児休業制度および雇用保険による育児休業給付金の対象期間が、原則として子が 1 歳に達するまでとなっていることを踏まえ、第 1 号被保険者の育児期間中の国民年金保険料免除の対象期間をどう考えるのか、「③給付への反映」については、国民年金の産前産後期間の保険料免除制度では、免除期間に対応する基礎年金給付が満額で保障されていること、厚生年金保険の産前産後休業・育児休業等期間の保険料免除における給付への反映方法を踏まえ、育児期間の国民年金保険料免除における給付の在り方について検討が必要となります。

(2). 障害年金制度の見直しについて

障害年金は、被保険者期間中の傷病によって日常生活能力や労働能力などが制限されるような障害の状態になった場合に、生活の安定を図るための給付です。通常は加齢に伴って起こる稼働能力の喪失が、現役期に障害状態となることで早期に到来することに対応するものとして、その保険事故に対して、一定の所得保障を行うことを目的とするものです。

2019年12月27日に取りまとめられた「社会保障審議会年金部会における議論の整理」においても、「社会経済状況の変化に合わせて見直しを行う必要がないか検証し、その結果に基づいた対応についての検討を進めていくべき」と明記されており、事務局から今後の障害年金のあり方について、どのように考えるべきかとの課題が示されました。

併せて、これまでの年金部会で出された委員からの意見の取りまとめ結果が、事務局から示されました（図表6）。

（図表6）障害年金に関するこれまでの年金部会における委員からの主な意見

これまでの年金部会における主な意見

- ✓ 障害年金の目的と認定基準との関係について議論する必要がある
- ✓ 支給要件をどうするのか、給付水準が妥当なのかといった論点がある
- ✓ 受給者の中心が身体障害から精神障害に変化している中、制度見直し要否について検討余地あり
- ✓ 保険事故の発生が厚生年金の被保険者期間中でなくても、退職後それほど期間が経過していなければ給付の対象にすることも検討余地あり
- ✓ 障害基礎年金、障害厚生年金のどちらを適用されるかは、初診日にいずれの被保険者であったかで決まり、それが生涯続くことの弊害が出ている
- ✓ 障害厚生年金の方が給付額が多く、より軽い障害でも給付が受けられる等の差がある

出所：厚生労働省「第5回社会保障審議会年金部会」資料2より筆者作成

これらの事務局からの説明に対して、委員から次のような意見が出されました（図表7）。

（図表7）第5回年金部会における出席委員からの主な意見

出席委員からの主な意見

<国民年金第1号被保険者の育児休業保険料免除措置の創設について>

- ✓ 概ね賛成する意見が多数
- ✓ 財源の検討及び公平な負担の在り方の検討が必要（複数委員から同様意見あり）
- ✓ 対象者は両親ともが適切ではないか（複数委員から同様意見あり）
- ✓ 休業は要件としない（所得制限しない）のが適切（複数委員から同様意見あり）
- ✓ 免除期間については1歳までとする意見と3歳まで認めるという意見あり。また、両親合わせて12カ月とする意見もあり

<障害年金制度について>

- ✓ 障害基礎年金と障害厚生年金の認定基準・等級を合わせていく必要がある（障害基礎年金にも3級を創設など）
- ✓ 障害認定基準については客観的・適正な判断基準とすることが必要
- ✓ 初診日要件の見直しが必要（一方、現状通り初診日で認定すべきとの意見もあり）
- ✓ 保険制度は加入していた制度からの給付が原則である
- ✓ 障害者就労が進んでいること、精神障害が増えていることから、就労所得とゆるやかに調整することも考えられる（複数委員から同様意見あり）
- ✓ 一方、拋出型保険に所得制限を設定するのはいかがなものか、認定した障害給付に対して就労による調整は障害年金の意義から外れるのではないかと意見もあり
- ✓ 障害者の実態に合わせた議論が必要
- ✓ 制度が複雑になりすぎないよう実務を考えた対応も必要

出所：厚生労働省「第5回社会保障審議会年金部会」を視聴して筆者作成

3. 第3回 専門委員会の概要

2023年4月5日、第3回専門委員会が開催され、日本の賃金変化と労働生産性に関して有識者からのヒアリングおよび「総投資率と利潤率の関係」についての議論が行われました。

(1). 日本の賃金変化と労働生産性について

有識者からのヒアリングについて、東京大学公共政策大学院川口大司教授より「日本の賃金の変化」について、①賃金は非正規社員については短期の労働需給で決まるが、正社員については短期の労働需給で決まるものではない、②近年、勤続年数は短期化、賃金カーブは平坦化（特にキャリア中盤以降）の傾向にある、③今後の女性中心の賃上げは男女間賃金格差の解消に、非正規中心の賃上げは雇用形態間の賃金格差の解消に繋がることなどが説明されました。

続いて、委員でもある学習院大学滝澤美帆教授からは、「日本の労働生産性に関するデータの整理」と題して、①労働生産性の伸びは近年低下傾向にある、②賃金上昇は労働分配率の高低ではなく労働生産性の高低による、③労働生産性は資本装備率と正の相関を有する、④経済価値の源泉及び生産性向上の要因として無形資産（特に人的資本投資）の役割が重要である、⑤日本は諸外国と比べて人的資本投資（対GDP比）の割合が少ない、⑥教育訓練は企業の生産性に正の寄与がある（特に非製造業で顕著）、⑦人的資本投資と労働生産性は正で相関がある、といった内容が説明されました。

(2). 総投資率と利潤率の関係について

総投資率と利潤率の関係については、①2019年財政検証データでは、総投資率と利潤率はほぼ同じ動きで、総投資率は利潤率に少し遅れて動くこと、②総投資率と利潤率の相関を確認した結果、近年、相関が弱くなっていること、③総投資率と利潤率に一定の相関があることを踏まえ、前年の利潤率から当年の総投資率を推計するよう総投資率の設定を見直した場合、総投資率と利潤率の動向が概ね同様のものになったことなどが事務局から説明され、総投資率の設定を見直すことについてどう考えるかとの課題が提起されました。

また、第2回専門委員会が出された委員からの要望への回答として、労働生産性と実質賃金上昇率の差の要因分解において「税・補助金」は $\Delta 0.1\%$ 、「自営業者、混合所得」は $\Delta 0.1\%$ であることが事務局から説明されました。

これらの事務局からの説明に対して、委員から次のような意見が出されました（図表8）。

（図表8）第3回専門委員会における出席委員からの主な意見

出席委員からの主な意見

- ✓ 非正規労働者の割合増加などの雇用形態の変化が労働分配率へ影響している
- ✓ 労働の分業化（アウトソース化）による低賃金化の影響が考えられる
- ✓ 賃金決定に際しては、非正規労働者による賃金上昇圧力がある一方、正社員の賃金体系の決定が引き続き大きな割合を占める
- ✓ 資本装備率、労働効率化を上昇させることにより、労働生産性は上昇する
- ✓ 総投資率と利潤率の関係について、資本係数が低い産業の割合が増加しており、産業構造の構成割合の変化を考慮する必要がある
- ✓ 総投資率と利潤率の設定方法見直しについては事務局の提案で良いのではないかと（複数委員から同様の意見あり、ただし、さらに精緻に検討との意見もあり）

出所：厚生労働省「第3回専門委員会」を傍聴して筆者作成

4. 第4回 専門委員会の概要

2023年6月30日、第4回専門委員会が開催され、前回に引き続いての有識者ヒアリング「スウェーデンの賃金・雇用システムとわが国への含意」および「運用利回りの設定」についての議論が行われました。

(1) スウェーデンの賃金・雇用システム

有識者からのヒアリングについて、法政大学経営大学院山田久教授より、「スウェーデンは、2010年以降の主要先進国の労働生産性の伸び率、実質賃金上昇率、雇用伸び率を総合すると世界でもトップクラスにあること。スウェーデンが労働生産性と実質賃金の好循環を維持できた背景として、①グローバル環境・技術環境に応じて産業・雇用構造がダイナミックに変化してきたこと、②労働分配率の低下を回避し生産性向上に応じた賃金上昇が実現できたこと」が説明されました。また、「産業・雇用構造の変化は、①労働組合等による賃金底上げの適度のプレッシャー、②低生産性部門から高生産部門への円滑な労働移動（積極的労働市場政策）、③労働移動を支える能力開発（再就職支援・高等教育機関が行う職業教育）がセットになることで実現できたこと」が説明されました。

また、スウェーデンの雇用システムの強みとして、「スウェーデンの労使自治の精神を基礎として、企業間労働移動を労使で推進し、労働者も変化を前向きに捉えていることが、生産性の高パフォーマンスの背景にあり、企業は古い技術を捨て新しい技術を取り入れ、労働者も職を変わることにこだわりがなく、労働装備率が高いことが背景にある」ことが説明され、日本への示唆として、企業は新しい技術を積極的に取り入れ、成長分野への労働移動とその支援策が必要であるとししました。

(2) 運用利回りの設定について

事務局から、GPIFを含む国内外の年金基金等（6カ国、15基金）について、運用利回りの実績比較を実施した結果（2001～2022年）、GPIFは他の年金基金等よりもリスク性資産の保有比率が比較的小さいため、運用利回りが低い傾向にあるが、変動幅も小さいことが示されました。また、GPIFの運用利回りについて、運用開始時から現行基本ポートフォリオ（国内債券、外国債券、国内株式、外国株式を各25%）により運用していた場合の運用利回りとの比較（バックテスト）を実施したところ、実績値よりも運用利回りが高く変動幅も大きい結果となったことが示されました。

その他、第3回年金部会（2023年5月8日）でも説明された、国立社会保障・人口問題研究所の「将来推計人口（2023年推計）の概要」について、事務局から説明されました（詳細の内容は本誌2023年6月号を参照ください）。

これらの事務局からの説明に対して、委員から次のような意見が出されました（図表9）。

（図表9）第4回専門委員会における出席委員からの主な意見

出席委員からの主な意見

- ✓ バックテストで現行の基本ポートフォリオにより変動幅は大きくなるものの、十分な運用成果が得られることが分かったので、次回の財政検証においても運用実績を使用することで良いと考える
- ✓ バックテスト結果から、現行基本ポートフォリオよりも株式の割合を高めるケース設定も考えられるのではないか

- ✓ 将来推計人口を公的年金財政検証にどう反映させていくかの検討が必要。特に外国人の入国超過による影響（保険料収入と給付）を見極める必要がある
- ✓ 今後、外国人の入国が年間 16 万人超過とすると 2070 年には約 800 万人増加となり、これは日本人口の 10%弱、生産年齢人口の約 15%となる
- ✓ 外国人の入国超過（年間 16 万人）については楽観的な数値と考えられるため、詳細の確認が必要（複数の委員から同様の意見あり）

出所：厚生労働省「第 4 回専門委員会」を傍聴して筆者作成

今後、年金部会については、第 4 回年金部会で示された「次期公的年金改正に向けた主な検討事項（案）」（図表 2）の項目に沿って、順次、議論が進められていくものと見込まれます。また、専門委員会についても、引き続き、2024 年公的年金財政検証に向けて、経済前提の議論が進められていくものと見込まれます。

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 1：2019 年公的年金財政検証のオプション試算 A では、① 企業規模要件を廃止して、短時間労働者 125 万人に拡大するケースでは、所得代替率は 0.5～0.6%上昇、② ①に加えて賃金要件 8.8 万円を廃止して短時間労働者 325 万人に拡大するケースでは、所得代替率は 0.9～1.1%上昇、③ 賃金 5.8 万円以上の全ての被用者に適用して短時間労働者 1,050 万人に拡大するケースでは、所得代替率は 4.3～4.9%上昇することが示されている。

注 2：常時 5 人以上を使用する個人事業所のうち法定 17 業種（厚生年金保険法第 6 条第 1 項第 1 号に規定する業種、2022.10.1 に土業が追加された）については、法人事業所と同様に厚生年金保険の強制適用事業所となるが、それ以外の業種においては、強制適用となっていない。

<参考資料>

- ◆厚生労働省社会保障審議会「第 4 回年金部会」（2023 年 5 月 30 日）
https://www.mhlw.go.jp/stf/shingi2/nenkin_230530.html
- ◆厚生労働省社会保障審議会「第 5 回年金部会」（2023 年 6 月 26 日）
https://www.mhlw.go.jp/stf/shingi2/nenkin_230626.html
- ◆厚生労働省社会保障審議会「第 3 回年金財政における経済前提に関する専門委員会」（2023 年 4 月 5 日）
https://www.mhlw.go.jp/stf/newpage_32362.html
- ◆厚生労働省社会保障審議会「第 4 回年金財政における経済前提に関する専門委員会」（2023 年 6 月 30 日）
https://www.mhlw.go.jp/stf/newpage_33599.html
- ◆内閣官房 全世代型社会保障構築会議「全世代型社会保障構築会議 報告書」（2022 年 12 月 16 日）
https://www.cas.go.jp/jp/seisaku/zensedai_shakaihoshokochiku/dai5/bessi.pdf
- ◆内閣官房 こども政策担当大臣「こども・子育て政策の強化について（試案）」（2023 年 3 月 31 日）
https://www.cas.go.jp/jp/seisaku/kodomo_seisaku_kyouka/pdf/kyouka_siryou1.pdf
- ◆国立社会保障・人口問題研究所「日本の将来人口推計（令和 5 年推計）」（2023 年 4 月 26 日）
https://www.ipss.go.jp/pp-zenkoku/j/zenkoku2023/pp_zenkoku2023.asp

（注）上記 URL については今後、URL 先の都合により削除・移動する可能性がある点にご留意下さい。

年金 ALM 分析 ～積立水準に応じた期待収益率水準の考え方～

年金コンサルティング部 コンサルティング&ソリューション推進室
チーフコンサルタント 小西 拓也

これまで3回にわたり、年金 ALM の意義と分析方法等につき解説をして参りました。確定給付企業年金の運用にあたっては負債を意識する必要があり、特に期待収益率水準を適切に設定することが重要です。そこで今回は、年金財政の積立水準に応じた期待収益率水準の考え方について、一例を解説します。

1. 年金財政の振り返り

確定給付企業年金（以下「DB」）では、掛金と運用で将来の給付を賄うための年金資産を積み立てます。掛金の計算においては、今後の運用収益の見込みを「予定利率」として設定します。予定利率を高く設定すると掛金は少なくなりますが、その分高い運用収益を得ないと将来の給付が賄えなくなり、運用リスクも大きくなることに留意が必要です。

したがって、運用における期待収益率は、掛金計算に用いる予定利率（負債）とバランスをとって設定する必要があります。

(1) 予定利率と期待収益率の関係

掛金計算の際、行政宛てに「財政再計算報告書」を提出します。年金数理人は、掛金計算が適正な年金数理に基づいて行われていることを確認しますが、予定利率設定については、以下のポイントに基づき確認します。

- ・ 原則として期待収益率を上回らないこと
- ・ 上回る場合でも、予定利率がリスク充足額等に照らして適切な水準であること、その他合理的な理由により設定されたものであること

予定利率を期待収益率に対して過度に高く設定し、掛金を少なくすると、将来の給付を賄うことができなくなるため、適正な年金数理に基づく掛金設定ではないと判断されます。一方で、基金・事業主が適切な範囲で運用リスクを許容し、期待収益率を予定利率より高く設定することは問題ないと考えられます。（ただし資産構成のリスクが異常に大きく、財政運営上の支障が予想される場合、年金数理人は助言を行う場合があります。）

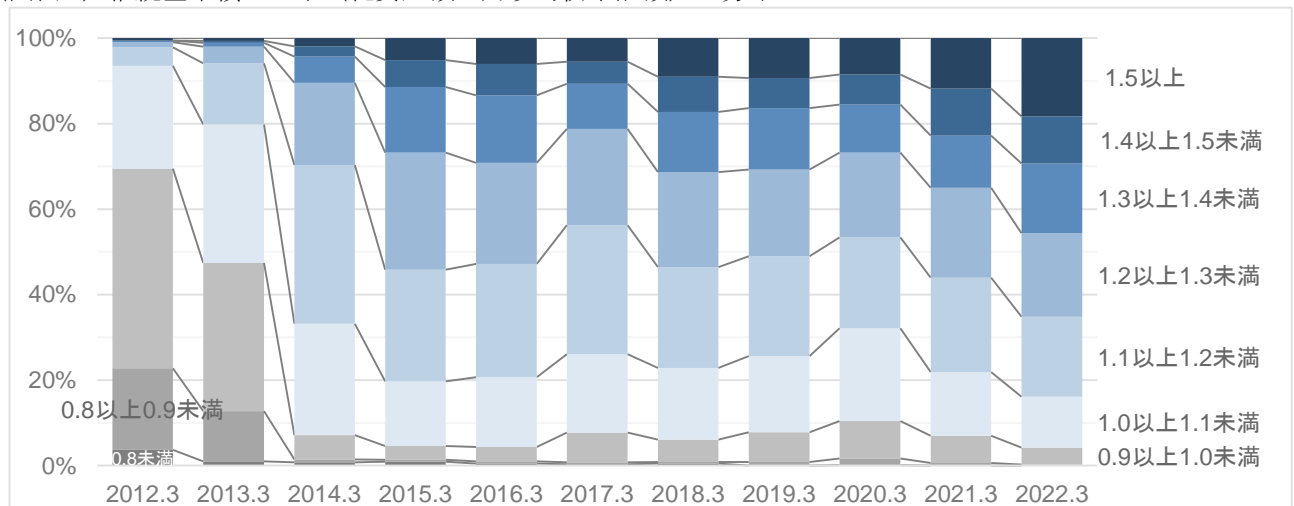
また、年金財政上の剰余金（リスク充足額）がある場合、一定の範囲で目標リターンを予定利率から引き下げることが可能です。（2023年7月号を参照）

上記のポイントを踏まえると、積立比率やリスク許容度によって、予定利率と期待収益率の適正な範囲は変わるといえます。

(2) 積立比率・予定利率の過去推移

DB の予定利率と期待収益率の平均は、長期にわたり低下傾向が続いています。この要因を DB の財政状況と運用環境から振り返ります。

(図表 1) 継続基準積立比率（純資産額÷財政均衡下限額）の分布

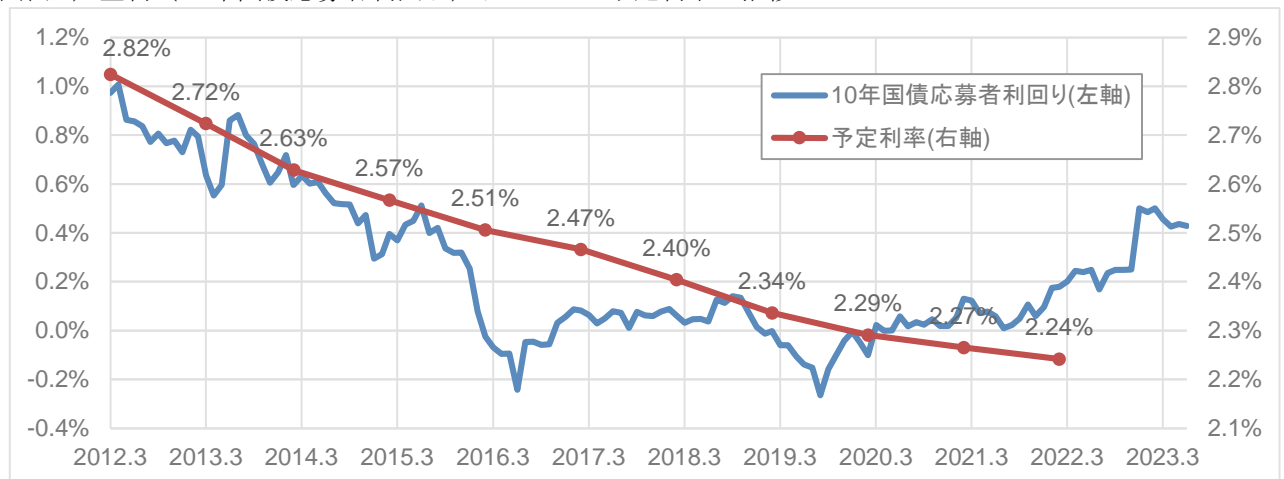


出所：弊社総幹事先 DB の統計情報をもとに筆者作成

(図表 1) は DB 積立比率分布の推移です。足下では、積立不足（積立比率が 1.0 未満）の制度はわずかであり、半数近くが積立比率 1.3 以上と十分な剰余金を保有しています。しかし過去に遡ると、約 10 年前の 2012 年 3 月期では約 7 割の制度が積立不足でした。

その後、積立不足解消に向けた掛金引き上げと運用環境の好転等により、2015 年 3 月期には積立不足が概ね解消されました。その過程で予定利率は順次引き下げられ、保守的な財政運営が推進されてきました。さらに 2016 年に「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」が導入され、国内債券でリターンの確保が困難になると、引き続き予定利率は引き下げられました。(図表 2)

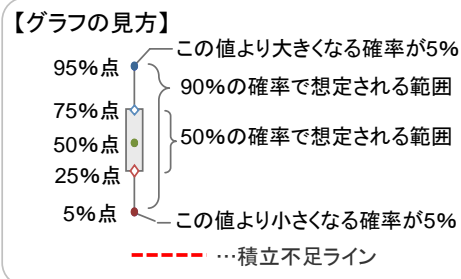
(図表 2) 金利（10 年国債応募者利回り）および DB 予定利率の推移



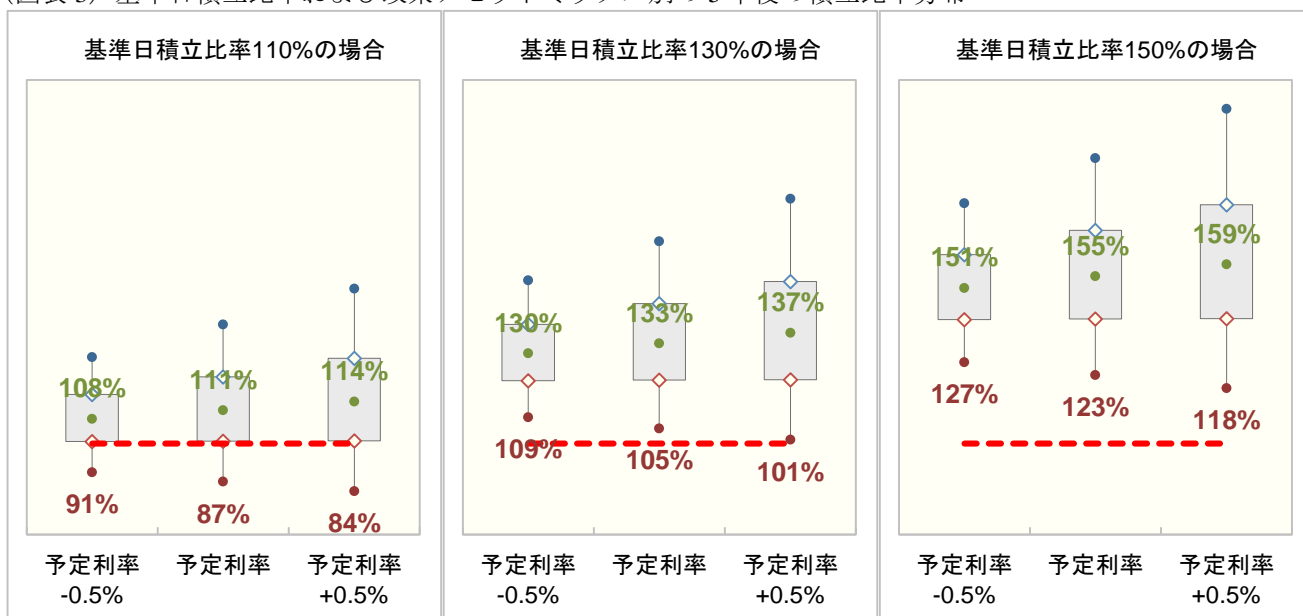
出所：財務省ホームページおよび弊社総幹事先 DB の統計情報をもとに筆者作成

2. 積立比率の将来予測

図表 3 は分析基準日時点の積立比率の水準別に、5 年後（次回財政再計算時点）の積立比率の分布を表しています。ここでは予定利率を固定し、期待収益率（コスト控除後）を予定利率およびその±0.5%としてアセットミックスを設定しています。予定利率と期待収益率の関係性により将来の積立比率がどのようになるかを確認してみましょう。



(図表 3) 基準日積立比率および政策アセットミックス別の 5 年後の積立比率分布



基準日積立比率	特徴	まとめ
110%の場合 (リスクへの備えが十分でない場合)	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 積立不足となる確率は、いずれのアセットミックス案でも 25%程度で大差なし ✓ 過度なリスクテイクは、運用環境悪化時に積立比率の低下が著しい ✓ 過度なリターン抑制は、運用環境が安定していても積立比率が低下(長期的な積立不足発生リスク) 	リスクテイク、リターン抑制ともに過度にならないよう留意が必要
130%の場合 (リスクへの備えが十分である場合)	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 積立不足となる確率は、いずれのアセットミックス案でも低い ✓ 適度なリスクテイクであれば、積立比率をさらに引き上げることも可能 ✓ 適度なリターン抑制であれば、運用環境が安定している場合の積立比率を維持することが可能 	積立比率を維持するためのリターン抑制は有効だが、適切な範囲でリターンを引き上げることも可能

150%の場合 (リスクへの備えを大きく上回る場合)	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 積立不足となる確率は、いずれのアセットミックスでも極めて低い ✓ 適度なリスクテイクであれば、130%のケースよりも積立比率を引き上げることも可能 	リスクが許容できる範囲内で、リターンを引き上げることも可能
-------------------------------	--	-------------------------------

出所：筆者作成

積立比率が 110%程度の場合、剰余金が財政悪化リスク相当額（今後想定される最大の運用損失）を下回っている状態とされます。これは、厳しい運用環境のもとでは剰余金が消滅し大きな不足を抱える可能性があることを意味するため、過度な運用リスクを取ることは避ける必要があります。

一方でリスクを恐れてリターンを抑制しすぎることにも留意が必要です。年金制度は現在の新入社員（や今後入社する社員）の老後にも備えるべく、何十年にもわたり運営を続けることが前提ですが、運用環境が安定していても積立比率や剰余金が減少することは、たとえ単年度の減少幅がわずかであったとしても、超長期的には積立不足発生リスクを抱えることになり、足下のリスク回避のために将来世代に負担を転嫁する危険性を含んでいます。

積立比率が 130%程度ある場合、一般的には剰余金が財政悪化リスク相当額を上回っている状態とされます。これは、厳しい運用環境のもとであっても積立不足になる可能性が低いことを意味します。図表 3 の分析のとおり、リスク・リターンを抑制することも、予定利率程度のリターンを取りに行くことも可能であり、基金・事業主のリスク許容度とメリット・デメリット（後述）の優先順位次第で選択の幅が広がるものと考えます。

積立比率が 150%程度と極めて高い場合は、年金財政の観点（受給権保護の観点）では積立不足となるリスクがほとんどないため、さまざまな選択肢をとることができます。

3. リターン水準設定のメリット・デメリット

ここで、積立比率が 130%程度ある場合（年金財政面では当面積立不足に転じる可能性が低い場合）に、リスク・リターンを抑制する場合とリターン水準を高める場合のメリット・デメリットを整理します。

（図表 4）リターン水準設定のメリット・デメリット（会計基準は日本基準を採用している場合）

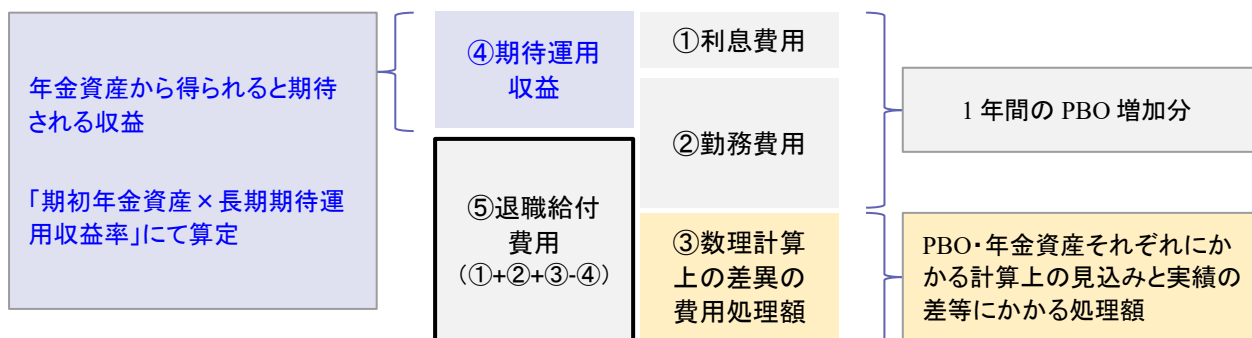
	リスク・リターンを抑制する場合	リターン水準を高める場合
メリット	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 積立不足になる確率が低くなる ✓ 退職給付会計上の「数理計算上の差異」の発生を抑制し、退職給付費用が安定する 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 退職給付会計上の「長期期待運用収益率」を高く設定することができ、退職給付費用の削減につながる ✓ あわせて予定利率を引き上げることで、掛金水準を引き下げることが可能
デメリット	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 退職給付会計上の「長期期待運用収益率」を低く設定することになり、退職給付費用が高くなる ✓ あわせて予定利率を引き下げた場合、掛金水準が引き上がる 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 積立不足になる確率が若干高くなる ✓ 退職給付会計上の「数理計算上の差異」が大きくなり、費用のブレが大きくなる ※費用処理年数が長い場合は、複数年度間で差異が相殺するため影響は軽減

出所：筆者作成

年金財政面では当面、積立不足に転じる可能性が低いため、リターン水準を高める場合にまず留意すべきリスクは、退職給付会計上の「数理計算上の差異（運用の見込みと実績の差等）」発生による費用のブレであると考えます。数理計算上の差異の費用処理年数を長く設定している場合であれば、複数年度間で発生した数理計算上の差異が相殺され、各年の費用処理額は比較的安定するものと思われそうですが、単年度としている場合は運用収益のブレが費用に直結するため、リターン水準の引き上げには慎重になるものと推察します。

リターン水準を高めることのメリットとして、まず退職給付会計上の「長期期待運用収益率」を引き上げることによる費用削減が挙げられます。退職給付会計では、年金資産から見込まれる期待運用収益を控除して退職給付費用を算定することとなっているため（図表 5 参照）、期待運用収益の算定に用いる「長期期待運用収益率」を引き上げることが費用削減に繋がります。長期期待運用収益率は基本的に年金運用の期待収益率に平仄をとって設定しているケースが多いため、期待収益率の引き上げにあわせて引き上げるケースが多いものと考えます。ただし、長期期待運用収益率の設定は、担当の監査法人と協議いただく必要があります。

（図表 5）退職給付費用の内訳



出所：筆者作成

次のメリットとして、予定利率を引き上げることによる掛金水準の引き下げが挙げられます。ただし、この場合は、掛金の引き下げを目的として過度に運用リスクを負う事態に陥らないよう、受給権保護について十分に説明できるガバナンス態勢を整えることが必要です。具体的には、予定利率や運用リスクを引き上げた場合に、運用環境の悪化を想定しても積立不足に陥る可能性が低いことを説明し、それでも積立不足に陥った場合には事業主等が追加掛金の負担を行うことを加入者・受給権者等にあらかじめ約束することが考えられます。

最後にリスク・リターンを抑制する場合のメリットとして、会計上の「数理計算上の差異」発生を抑制することでの費用の安定化が挙げられます。ただし、あわせて退職給付会計上の長期期待運用収益率を引き下げた場合、期待運用収益による費用削減効果が減少する点に留意が必要です。

4. 終わりに

ここまで、足下の良好な積立比率を背景としたリターン水準の引き上げについて論じてきました。最後に2点、私見を述べて本稿の結びとします。

1点目は、これまでリスク抑制に注力してきたことと反するようにも見えるリターン水準引き上げ戦略を、どのような整理に基づき採用するかです。冒頭申し上げたとおり、10年前は

積立不足からの回復に注力、5年前はマイナス金利導入と、受給権を保護するためにリスクを取る選択は難しかったことが再確認できます。一方、足下では十分な積立水準を背景に、年金財政面で積立不足となるリスクが十分低いこと、また運用環境に変化が見られることから、受給権保護という年金財政の目的は不変ながらも、従前と異なる戦略を採用すると整理することは可能と考えます。

2点目は、リターン水準の引き上げは必須ではないということです。本稿では、リターン引き上げの可能性・メリットについて紙面の多くを割きましたが、言うまでもなく、許容できるリスクの範囲内で対応策を検討いただくことが大前提です。運用見直しによるリスクや効果の把握には、年金 ALM などの分析をご活用いただければと思います。

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。

人的資本経営を意識した人財育成会議へ

年金コンサルティング部 人事コンサルティンググループ チーフコンサルタント 上辻 秀宜

企業を取り巻く経営環境が大きく変化して人的資本経営が叫ばれる中、人事評価制度が十分に機能しているかを確認する必要が出てきています。特に「人」を経営に活かせるかどうかは企業の発展だけではなく、存続にまで大きな影響を与えると云っても過言ではありません。「人」の持つ可能性は無限大であり、これに対する期待と信頼をベースに、企業価値を改めて問い直す必要があるのではないのでしょうか。

そこで本稿では、従来の「人事評価調整会議」を深化させた「人財育成会議」に焦点を当てます。人財育成会議は従業員の評価と成長の促進を目的とした重要な場です。以下、実施にあたってのポイントをご紹介します。

1. 従来の人事評価調整会議の課題

人事パーソンに対する人事評価の課題に関するアンケート（図表 1）によると、「特に重要だと考える課題」および「そのうち取り組めていないもの」のいずれについても、「人事評価の納得性向上」と「評価結果の人材育成や能力開発への活用」が最上位に挙げられています。これは、評価の「仕組み」ではなく、評価を「議論」する場である「人事評価調整会議」において、本来の課題が適切に議論されていないことを示唆しています。

（図表 1）「人事の課題と未来」に関するアンケート（回答社数：185 社、二つまでの複数回答）

【評価】特に重要だと考える課題		【評価】左記のうち取り組めていないもの	
(1) 人事評価の納得性向上	60.0%	(2) 評価結果の人材育成や能力開発への活用	51.4%
(2) 評価結果の人材育成や能力開発への活用	40.0%	(1) 人事評価の納得性向上	50.5%
(3) 各人の成果・業績の適正評価	32.4%	(3) 各人の成果・業績の適正評価	45.0%
(4) 各人の行動の適正評価	23.2%	(4) 各人の行動の適正評価	39.5%
(5) 各人の能力の適正評価	22.2%	(5) 各人の能力の適正評価	24.4%
課題はない	1.6%		

出所：労政時報 第 4052 号

現在、多くの企業で行われている人事評価調整会議における課題として、評価基準の一貫性や評価者間の公平性が確保されていないことが挙げられます。評価のばらつきは組織内の公平感を損ない、従業員のモチベーションや組織への信頼感の低下をもたらす可能性があり、さらには主観的な評価結果に基づく一方的なフィードバックやその質・頻度の不足も課題となっています。

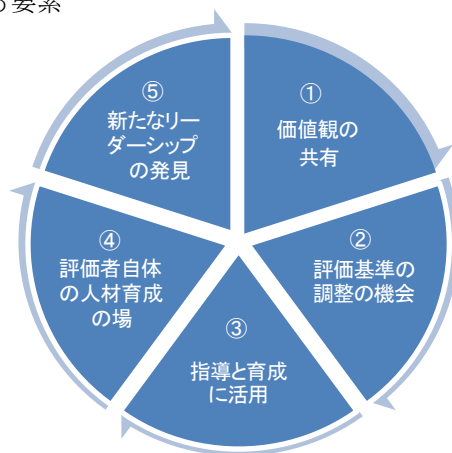
その結果、従業員は自身のパフォーマンスを正確に理解し、自己改善に取り組む機会を奪われ、中・長期的なキャリア成長の妨げとなる可能性があります。

このように、人事評価調整会議の評価プロセスは従業員の中・長期的な能力開発やキャリア成長を十分に考慮していないと言えますが、これらは「人財育成会議」への移行や改善策の導入により、従業員の成長や組織ニーズへの適応性をより効果的にサポートできるようになります。

2. 人財育成会議の意義

人財育成会議は評価査定だけではなく、人材の才能と潜在能力を引き出す重要な役割を果たします。各部門の責任者が参加し、他部門の視点を理解しながら全社視点で人材開発を進める場となります。役割、責任、期待値を明確にして組織と社員の目標を一致させることで、全体調和と個人目標の一貫性を保つことも可能となります。人的資本の最大化という観点からは、図表2の5つの要素を通じて、企業の持続的な成長を実現する重要な役割を果たすと考えます。

(図表 2) 人財育成会議を構成する要素



出所：筆者作成

- ① 企業全体や部門内の価値観を共有する場所
経営理念やビジョンに基づき求める人材像を描き出し、それが技術的なスキルだけでなく、リーダーシップやコミュニケーションなど、経営理念に基づき従業員が持つべき価値観（振る舞いも含む）を共有する場です。これにより組織文化の醸成が図られます。
- ② 評価基準の調整の機会
段階的に各部門の責任者が参加し、評価基準の共通理解を深め、評価基準に対する一貫した解釈を得ることができます。人材の評価が適切かつ公正に行われるようになり、組織全体の成果やパフォーマンスの向上につながります。
- ③ 社員一人一人の強みと課題を理解し、指導と育成に活用するための環境作り
他部門の社員に対する関心を高め、全員の成長と発展を支援する文化を醸成します。人材が最大限に活用され、組織全体のパフォーマンス向上に寄与します。
- ④ 評価者自体の人材育成の場
評価者自体が上司や経営層から具体的な育成指導を受けることで自己成長を遂げ、組織全体の人材開発の質を高めることができます。

⑤ 新たなリーダーシップの発見と育成の場

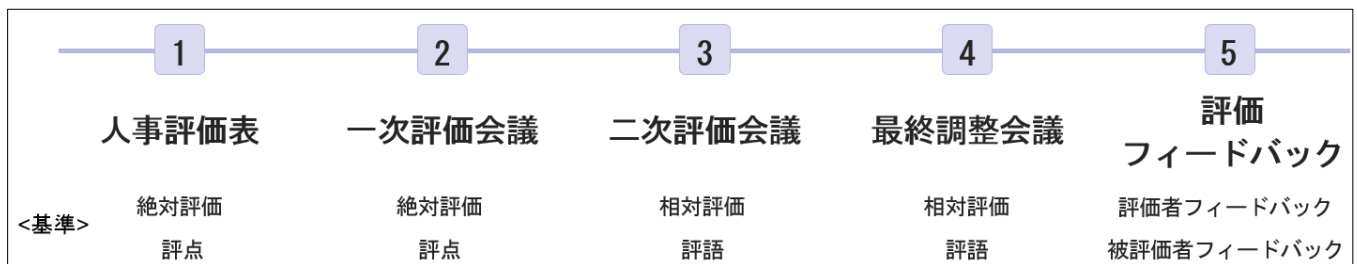
経営層や各部門の代表者が一堂に会することで、新たなリーダーを見つけ出し、被評価者の育成を促進する機会を提供します。これは、人的資本の有効活用と組織の持続的な成功にとって不可欠な「リーダーシップの継承」を確保することにつながります。

このように、人財育成会議は、人材の才能と潜在能力を引き出す役割を果たします。各部門責任者による他部門視点の理解と共有された評価基準により、人的資本経営と組織全体の持続的な成長が促進されます。

3. 人財育成会議の運用事例

人財育成会議の運用事例を図表 3 に示します。まず、評価者が人事評価表を用いて評価を行った後、一次評価会議、二次評価会議を経て、最終調整会議で結果を確定し、被評価者に成長計画を含めた具体的なフィードバックを行います。

(図表 3) 人財育成会議の運用事例



出所：筆者作成

① 人事評価表

まず、評価者は人事評価制度に基づき、人事評価表を使って行動評価と成果評価を行います。行動評価は従業員の行動態度、成果評価は業績を基準にします。この過程では評価バイアスを避けることが重要で、公平性と客観性を確保する必要があります。

② 一次評価会議

評価基準に基づく絶対評価を行う重要な場であり、これは企業が進める人的資本強化戦略の核心部分とも言えます。この会議では、従業員のパフォーマンスや成果を事前に定められた基準に基づいて評価します。その結果、公平性と客観性が確保され、各従業員の強みや課題が明確化されます。

③ 二次評価会議

一次評価の結果に基づき、従業員間でのパフォーマンスと成果の相対評価を行う場です。ここでは、従業員個々のスキルや成果を組織全体の基準に照らし合わせて評価し、個々のパフォーマンスを整理します。これにより、従業員の成長を促進し、モチベーションの向上を奨励するとともに、評価者自身も自己改善の機会を得ることができます。相対評価は、企業全体のパフォーマンスの水準を明確にするとともに、競争意識を高め、組織全体としての成長を促します。

④ 最終調整会議

一次評価会議と二次評価会議の結果を元に、総合的な評価を行う場です。ここでは、従業員の絶対評価と相対評価の両方を踏まえて、総合的に評価を確定します。横断的な組織運営や抜擢人事などの検討、報酬体系の調整など、組織の重要な決定を下すための基盤になります。

⑤ 評価フィードバック

従業員の成長を促す重要なプロセスです。評価結果に基づいて具体的かつ建設的なフィードバックを提供し、従業員の強みと改善点を明確にします。その結果を基にアクションプランを策定し、中・長期的に従業員の成長とスキルの発展を支援します。

人財育成会議の評価プロセスは、従業員の成果、スキル、努力、そして組織への貢献度が明確にされ、公正に評価されることで、従業員の信頼とモチベーション、更には組織全体のパフォーマンス向上につながります。特に、フィードバックが公正かつ適切に行われ、従業員が自身の評価プロセスを理解し、自己成長の道筋を自身で描けるようにすることが重要です。

4. 現状ステージに応じたプロセスアプローチ

また、人財育成会議の効果を最大化するためには、図表 4・5 に示す現状ステージに応じた運営と、会社全体・組織内の人材育成を向上させるための優れたフレームワークの提供が重要となります。

(1) 公正・公平な評価の実施

(図表 4) 現状ステージに応じた人財育成会議の運営のポイント (評価の実施)

ステージ	状態	内容	ポイント
ステージ1	公正・公平な評価の確立が不十分な状態	評価基準に対する理解が浅く、評価ミスが頻繁に発生している。さらに、評価の基準となる事実が適切でない状況	この初期段階では、組織は評価プロセスの問題を認識し、評価の基準や方法について理解を深めることに焦点を当てるべき
ステージ2	公正・公平な評価が可能な状態	評価基準を適切に理解し、評価項目と行動の事実が一致している。また、評価の段階も適切	この段階では、評価の信頼性と公平性が保証される。組織は評価基準を明確に理解し、評価の対象となる行動を適切に把握している。さらに、評価のステップやプロセスも適切に管理されている。
ステージ3	公正・公平な評価が行われ、育成課題が明確になっている状態	ステージ2の内容に加え、被評価者の育成上の課題が明確になっている	この段階では、評価者は公平で信頼性のある評価を通じて、個々の被評価者の育成課題を明確化できる。組織は個々のスキルや能力を強化し、全体的なパフォーマンスを向上させるための具体的な行動計画を策定できる

出所：筆者作成

人事評価の存在意義は、公正・公平に処遇を行い、人材を育成し、企業文化を築くという、深遠で重要な目的にあります。これは、組織運営をスムーズに進める手段として、管理者の視点からも見過ごせない要素です。とりわけ、人材育成におけるその役割は、企業価値の向上と連動する重要性を持っています。効果的な人材育成を実現するためには、評価者が対象者の日々の業務を適切に理解し、公正かつ公平に評価を行うことが求められます。

(2) 評価フィードバック

(図表 5) 現状ステージに応じた人財育成会議の運営のポイント (評価フィードバック)

ステージ	状態	内容	ポイント
ステージ1	評価フィードバックが不十分な状態	評価フィードバック方法にばらつきがあり、適切なフィードバック方法が確立されていない状況	この初期段階では、フィードバックの方法に不均一性があり、一貫性や適切性に欠ける場合が多い。組織は評価フィードバックのプロセスと方法を見直し、整備し直す必要がある
ステージ2	適切な評価フィードバックが可能な状態	評価結果として良かった点、改善すべき点をフィードバックし、本人から納得を得ている状況	このステップでは、適切なフィードバックプロセスが確立され、良好な結果と改善の必要性を的確に伝えることが可能となっている。フィードバックの受け手は評価内容を理解し、それに対して納得している
ステージ3	上司評価と自己評価が一致する評価フィードバックが可能な状態	ステージ2の内容に加え、被評価者自身の自己評価と一致した納得感のあるフィードバックができている	この上級ステップでは、評価フィードバックが被評価者の自己評価と一致し、強い納得感をもたらしている。評価内容が高いレベルで理解共有され、フィードバックが個人と組織両方の成長に寄与していることを示す
ステージ4	上位の組織目標に対して、率先垂範で目標設定している状態	被評価者が自律的な積極姿勢を現し行動している	この最終ステップでは、被評価者が自分自身の成長を目指し、自主的かつ積極的に行動するようになる。被評価者は自分自身をリードし、個人の能力向上と組織全体の目標の達成に向けて行動する

出所：筆者作成

各ステージに応じた課題を克服するためには、上記だけではなく、1on1 等の場で被評定者に対して定期的にフィードバックを提供し、成果を共有したり、成長に向けた具体的な改善点をアドバイスすることも大切です。評定者はフィードバックの質を向上させるために、具体的かつ建設的なフィードバックを提供するスキルを向上させるトレーニングや指導を行い、研鑽を積むことも重要となります。

このように現状ステージに応じた適切な手段を講じることで、人財育成会議を実施する上での課題を克服し、より効果的な会議を実現することができます。これが従業員の成長と組織の発展を促進し、組織全体のパフォーマンスの向上にもつながります。

5. まとめ

人財育成会議は、個々の従業員と組織、双方の持続的な成長を両立させるための重要な手段です。従業員は自身のスキルや知識を向上させ、新たなことにチャレンジしたり、より広範囲の責任を果たすことで専門性と能力が向上し、組織の期待に応えることができます。同時に、組織は従業員の成長をサポートすることで、組織や企業の人的資本の価値を最大化し、組織全体のパフォーマンスを向上させ、競争力を高めることができます。

更に、将来的には、人財育成会議をより効果的に運営するために、HR テックやオンラインツールを活用することにより、時間や場所に制約されずに大量のデータを活用して人財育成の効果进行评估し、改善のためのアクションを実施し続けることも重要になると想定されます。

本稿では、従来の「人事評価調整会議」を深化させた「人財育成会議」に焦点を当て、検討のポイントについて解説しました。

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。

NZAM(ネットゼロ・アセットマネジャー・イニシアチブ)とは

サステナブルインベストメント部 岡本 卓万

NZAM (ネットゼロ・アセットマネジャー・イニシアチブ) は、GFANZ の連合を構成するイニシアチブの一つで、実体経済の脱炭素化に貢献しようとする資産運用会社によるイニシアチブです。本稿では NZAM の概要とその目標について解説するとともに、資産運用会社が実体経済の脱炭素化に向けて果たす役割について考えます。

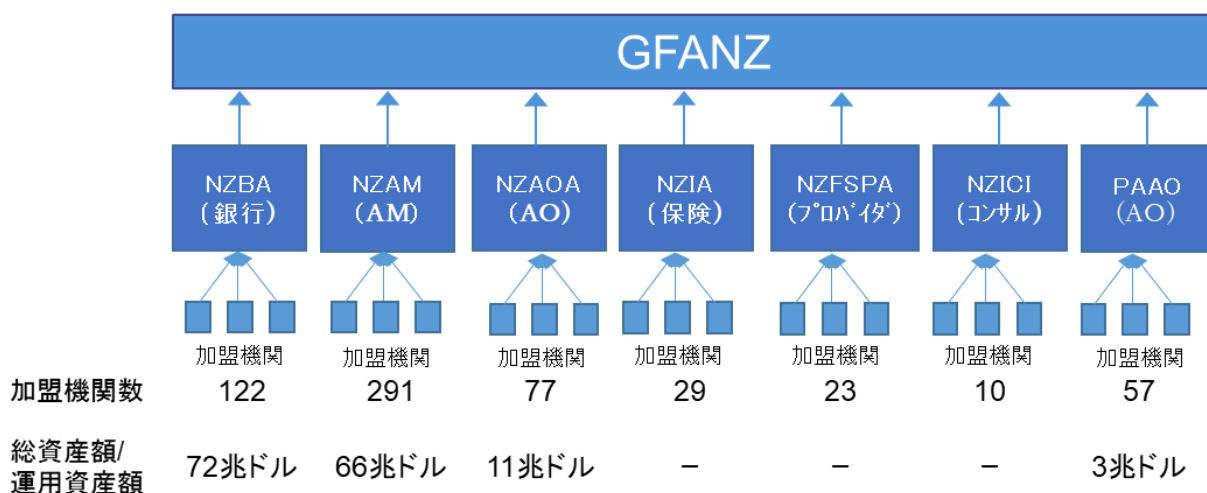
1. NZAM の設立と概要

(1) 投資家イニシアチブによる設立

前月解説した、GFANZ (Glasgow Financial Alliance for Net Zero: ネットゼロのためのグラスゴー金融同盟) に続き、今月は GFANZ の連合のうち、運用会社によるイニシアチブである NZAM (Net Zero Asset Managers Initiative : ネットゼロ・アセットマネジャー・イニシアチブ) について解説します。

前月のおさらいも含めて解説します (図表 1) 。 GFANZ は業態別に 7 つのイニシアチブで構成される連合体です (最近ベンチャーキャピタルのイニシアチブである VCA (The Venture Climate Alliance) が加わり 8 つになったようです) 。各イニシアチブは独立したものであり、それぞれが個別にネットゼロに向けた施策を検討・決定しています。

(図表 1) GFANZ の構成



出所：各種資料より筆者作成

(2) NZAM の設立経緯と概要

NZAM は、運用会社によるイニシアチブで、2050 年またはそれ以前に温室効果ガス排出量をネットゼロとする目標を支援することを目的としています。

NZAM の設立は 2020 年 12 月です。GFANZ の設立がアナウンスされたのは 2021 年 4 月ですから、GFANZ の設立に呼応する形で、それより一足早く設立されたこととなります。

NZAM の創立パートナーは気候変動問題に関して以前から活動する投資家や企業を中心に構成される 6 つの団体からなります。この 6 つの団体についてみていきます。

まず、IIGCC、IGCC、AIGCC はそれぞれ、欧州、豪州、アジア地域の運用会社のグループで、運用における気候変動への対応を促す活動を行っています。活動の歴史は古く、IIGCC に至っては 2001 年から活動しています。CDP は英国の NGO による設立で、企業に対し気候変動その他に関する開示の拡充を促しています。日本でも多くの企業が CDP の活動に応え、温室効果ガス排出量などの開示を行っています。その歴史は古く、2000 年から活動を行っている団体です。CERES は北米の運用会社、アセットオーナー、企業による連合で、環境に責任をもった企業活動を推進する団体です。創設は 1989 年、石油タンカーの原油漏れ事故が契機になっており、気候変動問題に取り組むイニシアチブの中でも最古参の部類でしょう。PRI（責任投資原則）は有名ですが、国連が主導して設立したアセットオーナーと資産運用会社を中心とするイニシアチブです。

CDP を除く 5 つの団体は Climate Action 100+ (CA100+) ^(注1) の創設パートナーとそのまま一致します。CA100+ はグローバルなイニシアチブとして温室効果ガス排出量の多い 100 以上の企業に対し、排出量減少に向けたエンゲージメントを行っています。このことから、NZAM はそれまで気候変動への取り組みを活発に行ってきた CA100+ の枠組みを利用して、GFANZ の資産運用会社セクターの活動の受け皿としたようにも見えます。

(図表 2) NZAM の概要

名称	NZAM(The Net Zero Asset Managers initiative)
設立	2020年12月
目的	2050年またはそれ以前に温室効果ガス排出量をネットゼロとする目標を支援
創立パートナー[設立年] (ステアリングコミッティーを構成)	IIGCC(The Institutional Investors Group on Climate Change) [2001年] IGCC(Investor Group on Climate Change) [2005年] AIGCC(Asia Investor Group on Climate Change) [2016年] CDP(旧Carbon Disclosure Project) [2000年] Ceres(Coalition for Environmentally Responsible Economies) [1989年] The PRI(Principles for Responsible Investment) [2006年]
アドバイザーコミッティー	ステアリングコミッティーに対し助言する組織。署名機関から選出。 現在、6つの資産運用会社から各 1 名が個人の資格で参加

出所：各種資料より筆者作成

この創立パートナーの代表はステアリングコミッティーを構成しています。ステアリングコミッティーは運営委員会と訳されることが多いですが、組織の意思決定機関にあたるものと言えます。

また、アドバイザリーコミッティーというのもあります。アドバイザリーコミッティーは NZAM に署名する運用会社から 6 名が参加しています。アドバイザリーコミッティーの役割は、ステアリングコミッティーに対して実務家の見地から助言を行うこととなります。

2. NZAM の活動

(1). NZAM コミットメント

NZAM に署名する運用会社は、世界の気温上昇を 1.5°C 以内に抑える努力として 2050 年までに温室効果ガス排出量ネットゼロの目標を支援するためのコミットメントを行うことが義務付けられます。

これが NZAM コミットメントと呼ばれるもので、各署名機関が全部で 13 の項目についてコミットするものです。具体的な項目を図表 3 に示しますが、最初の 3 項目(a~c)が顧客であるアセットオーナーとの協働および、ネットゼロ達成に向けて運用される資産割合についての宣言。残りの 10 項目が具体的にどんな施策を実行するかについての内容となっています。

(図表 3) NZAM コミットメントの概要

加盟運用会社のコミットメント

- a. 運用資産全体で 2050 年までのネットゼロ達成と整合する脱炭素目標について、アセットオーナーと協働する。
- b. 運用資産のうち、2050 年までのネットゼロ達成と整合的に運用される資産割合について中間目標を設定する。
- c. 上記資産割合を 100% まで段階的に引き上げることを目指し、最低 5 年毎に中間目標を見直す。

上記 b. に該当する資産についての施策

1. IPCC の 1.5°C シナリオの約 50% 削減と一致した 2030 年までの中間目標を設定(定量目標)
2. ポートフォリオスコープ 1, 2 を考慮、重要なスコープ 3 は可能な限り考慮(スコープ 1, 2, 3)
3. 投資しているセクターおよび企業における実体経済脱炭素化を優先
4. オフセットを使用する場合は、技術的・金融的に実行可能な代替案がない時に限り、長期的な脱炭素化に投資
5. 必要に応じ、2050 年ネットゼロに整合的な投資商品を開発、ネットゼロへの投資拡大を促進

運用資産全体についての施策

6. アセットオーナー宛に、ネットゼロ投資と気候変動のリスクと機会に関する情報と分析を提供
7. 2050 年以前の全運用資産ネットゼロの目標と整合的かつ、明確なエスカレーションおよび議決権行使の方針を伴うスチュワードシップ・エンゲージメント戦略を実施
8. 主要な投資関係者^{*}と連携し、ネットゼロの目標に整合的な商品・サービスを投資家に提供
9. 直接的・間接的な政策提言が 2050 年以前のネットゼロ達成を支持することを確認

説明責任

10. 年次で気候行動計画を含む TCFD 開示を公表しレビューを受ける

^{*} 信用格付機関、監査法人、証券取引所、委任状発行機関、投資コンサルタント、データ・サービス提供者など

出所：NZAM より筆者作成

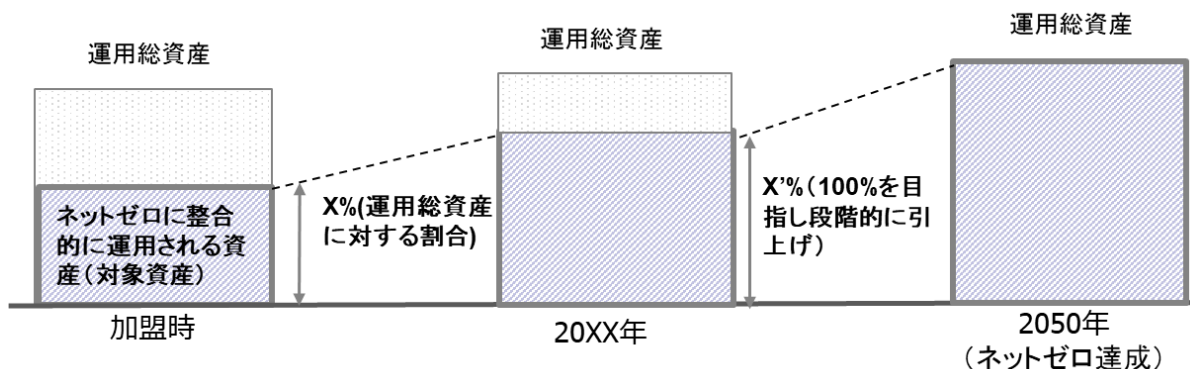
(2) 署名運用会社の目標設定

署名運用会社が具体的にどのように運用資産の脱炭素目標を設定するのか、もう少し詳しく解説します。まず、コミットメント項目の b、c にある、「ネットゼロ達成と整合的に運用される資産割合」についてです。

図表 4 をご覧ください。運用会社は当初、総運用資産額の X% について、「ネットゼロに整合的に運用」することをコミットし、この部分の資産について、ネットゼロに整合的になるような運営を行います。この比率は段階的に引き上げることとされ、最終的に運用資産全体をネットゼロに整合的に運営することを目指します。

なぜ最初から 100% ではないのかということ、国債（ソブリン債）やオルタナティブなど一部の資産については、ネットゼロと整合的な運営かどうかを判定する方法論が現状確立していないことがあげられます。また顧客（委託者）の運用指図（マンドート）上、ネットゼロと整合的な運営の判断が難しいケースもあり得ます。今後、方法論の開発が進むこと、あるいは顧客（委託者）の運用指図の問題がクリアになることで、この比率は段階的に引き上げられることが期待されます。

（図表 4）「ネットゼロに整合的な運用を行う資産」の割合について



出所：各種資料より筆者作成

次に「ネットゼロに整合的な運用を行う資産」についてポートフォリオの脱炭素化に向けた 2030 年における中間目標を設定することとされています（コミットメント 1）。どのような指標を中間目標として設定するかについてはいくつかの選択肢があります。設定可能な指標の例を図表 5 に示します。これによると、ポートフォリオの投資先における温室効果ガスの排出量や排出量原単位、あるいは投資先のうちどのくらいがネットゼロ経路への整合を表明しているか（ネットゼロ整合割合）、といった指標のいずれかを選択することになります。実際には GHG 排出削減（経済的原単位）を指標とする運用会社が比較的多いようです。

選択した指標によって中間目標の設定の仕方はやや異なります。例えば GHG 排出削減（経済的原単位）を指標とした場合は、基準となるベース年度を定めた上でベース年度比何%削減するかを目標として定めることとなります。

(図表 5) 「ネットゼロに整合的に運用される資産」 についての中間目標の設定

2030年までの 中間目標の指標	中間目標設定(例)
ネットゼロ整合AUM%	対象資産のXX%がネットゼロ経路への整合性を達成
GHG排出削減(絶対値)	ベース年度(20YY年)比で、対象資産のGHG排出量をXX%削減
GHG排出削減(物理的原単位)	ベース年度(20YY年)比で、対象資産のGHG排出量物理的原単位(CO ₂ 換算トン/Kwh等)をXX%削減
GHG排出削減(経済的原単位)	ベース年度(20YY年)比で、対象資産のGHG排出量経済的原単位(CO ₂ 換算トン/投資残高等)をXX%削減
エンゲージメント目標	対象資産のXX%がSBT目標(承認済)を設定

原単位: 排出量を投資残高、企業価値(経済的原単位の場合)や産出エネルギー(物理的原単位の場合)などで割ったもの

出所: 各種資料より筆者作成

中間目標として設定される目標数値は、2050年のネットゼロに整合的であることが求められるわけですが、そのためには信頼できる目標設定の方法論(メソドロジー)を使用することが求められます。NZAMから3つの方法論が推奨されています。具体的にはNZIF(Net Zero Investment Framework: PAAOの前身であるPAIIというイニシアチブが公表したもの)、TSP(Target Setting Protocol: NZAOAが公表するガイドライン)、SBTi(Science Based Targets Initiativeによるガイドライン)の3つになります。

(3) NZAM コミットメントの事例

NZAMでは署名各運用機関の策定したコミットメントの内容をWebで公表しています(<https://www.netzeroassetmanagers.org/signatories/>)。どのような形で公表されているのか、ここでは弊社を含むMUFGの資産運用会社で構成される、MUFGアセットマネジメントのコミットメント(抜粋)を図表6で紹介します(実際の内容は英語ですが、ここでは日本語に翻訳しています)。

これを見ますと当初、総運用資産額の55%の部分を対象にネットゼロに沿った管理を開始したことがわかります。なおこの割合は2年ごとに見直す(引き上げを検討する)としています。

次にそれら資産の脱炭素中間目標としては、2019年をベースラインとして、2030年時点で50%削減することを定量目標として掲げています。この定量目標は、当面はGHGのスコープ1,2(注2)をカバーしますが、適切なデータが得られるようになり次第、スコープ3も導入するとしています。

(図表 6) NZAM コミットメントの事例 (MUFG アセットマネジメント)

当初目標開示: 2022/11月	
総運用資産額の55% 2999.3億USDドル	
ネットゼロに沿って管理する資産についての中間目標	<p>ベースライン: 2019年 ポートフォリオ脱炭素化の参照ベースラインとする。 2年ごとにネットゼロに沿って管理する資産の割合を見直す</p> <p>目標: 2030年 ポートフォリオの脱炭素化参照目標 ポートフォリオのGHG排出を経済原単位で見て50%削減する</p> <p>含まれるGHGのスコープ(範囲): 上記目標はスコープ1, 2をカバーする。適切なデータが得られるようになり次第、スコープ3を導入</p> <p>方法論(メソロジー): NZIF(Net Zero Investment Framework)を使用</p> <p>シナリオ: IPCC 1.5°C SR (P2)</p>
追加的情報	<p>総運用資産に対してコミットする割合: 隔年で見直しを行う</p> <p>石炭および他の化石燃料投資への方針: 化石燃料への方針は策定していない。エンゲージメントやスチュワードシップを通じて、石炭や化石燃料へのエクスポージャーを縮小し、投資先企業のエネルギー移行を支援するよう尽力する。これら活動は長期的に実体経済の脱炭素化をもたらすと考える。</p>
<p>詳細情報: 目標については外部の第三者による検証を受けていない</p>	

出所: NZAM Web サイトより筆者作成

(4) コミットメントの比較可能性

ご覧いただいたように各社のコミットメントの内容については、Web で公表されています。今後、目標に対する進捗状況も公表されるようになると思われます。

とはいえ、各社のコミットについて目標の置き方、使用するシナリオや方法論は異なります。目標の置き方でいえば GHG 排出の経済的原単位で設定するところがあれば、ネットゼロ整合資産割合で設定するとこともあるわけです。

そのため、資産運用会社間でコミットメントの“野心の程度”を比較するといった使い方をするのは難しそうです。また、各社のコミットメントの総計をとることが難しいため、業界全体での脱炭素化コミットメントやその進捗を定量的に把握することも難しいでしょう。

一つできるとすれば、個社のコミットメントに対する進捗状況をモニタリングすることで、各社のコミットメント達成状況（超過達成、達成、未達など）を見ることでしょう。コミットメントの内容は各社異なるものの、それら目標は 1.5°Cシナリオ（2050年ネットゼロ達成）に基づいて設定されるはずで、厳密な比較はできないにせよ、会社のポートフォリオが 1.5°Cシナリオに沿っているかは把握できますし、全体として何%の会社（あるいは資産額）で、ネットゼロに沿ったポートフォリオの脱炭素化が進んでいるかを見ることはできそうです。

(5) 投融資の脱炭素化と実体経済のずれ

NZAM の究極的な目標は実体経済の脱炭素化にあります。これに向けて NZAM の署名機関はその投資ポートフォリオについて、定量的な中間目標を定め、脱炭素化を進めていきます。この投資ポートフォリオの脱炭素化指標と実体経済における脱炭素化にはずれがあることに留意が必要です。

例えば、ポートフォリオの GHG 排出量を減らすには、鉄鋼、エネルギー、電気・ガスセクターを中心に GHG 排出量の大きい銘柄を投資除外（ダイベストメント）したポートフォリオに組み替えることで、比較的容易に達成できます。しかしこの場合、除外した銘柄の所有者が他の誰かに移るだけで当該企業が GHG 排出を抑制しようと行動しない限り、実体経済の方は少なくとも短期的には何も変わらない可能性が高いといえます。銘柄の入替えて「投資ポートフォリオの脱炭素化を達成した」とするのは、「自分の庭先だけ掃除」する行為にも見えます。

実体経済の脱炭素化を進めるためには、出遅れた企業に対してエンゲージメントを行い脱炭素化の加速を促すことが有効です。エンゲージメントには地道な努力が必要で、かつ企業行動が変化するには年単位の時間がかかるため、ポートフォリオの脱炭素化が数値として現れるまでにはさらに時間がかかると思われれます。しかしながらこれは確実に実体経済の脱炭素化につながります。

今後、NZAM の中間目標について、各社からその進捗の状況についてレポートが行われるものと思われれますが、前者のように実体経済の脱炭素化につながっていないのに脱炭素化目標に向けて進捗しているかのような報告が出てくる恐れがあると筆者は危惧しています。こうした誤解を招く報告を防止するためには、ポートフォリオの組み換えによる脱炭素化効果と、投資先企業の脱炭素進捗による効果を分解して見せるといった報告上の工夫が必要と考えます。

3. 運用を通じた脱炭素化の在り方

(1) 持続的成長と脱炭素化の相互強化

運用会社は顧客から委託を受けた資産を運用しています。脱炭素化に貢献するからと言って収益性の乏しい投資に資産を振り向けることはできません。脱炭素化に向けた投資を行うのは、それが持続的な成長を通じて企業価値向上につながる可能性が高いと判断されるときに限ります。受託者責任を負っている以上、投資家としてのリターン・リスクの判断がそこにはあります。

とはいえ、経済の脱炭素化の加速は持続的な経済成長に向けた必要条件です。長期的にみれば企業価値の成長と脱炭素化はトレードオフ関係にあるものではなく、相互に強化される関係にあると言えます。脱炭素の動きに遅れまいと世界中の企業がビジネスモデルの変革に動いており、先行する企業はその果実を得つつあります。資産運用会社としても、産業界全体に広がる変革の動きをさらに加速する触媒として機能することが大きな役割と捉えられます。

(2) ユニバーサルオーナーとしての働きかけ

ユニバーサルオーナーとは、巨額の資産を持ち幅広い資産や証券に分散投資を行っている長期投資家を表現した言葉です。巨大な公的年金などがこれにあたりとされますが、世界中の公的・私的年金等のアセットオーナーが保有する運用額の合計を考えれば、世界市場全体のかなり大きなスライスを保有していると言え、総体としてユニバーサルオーナーを構成すると考えても良いでしょう。

ユニバーサルオーナーは、事実上市場全体のスライスを保有した状態にあるため、個々の投資先企業の業績・株価だけでなく、経済社会全体の持続的成長や、市場機能の健全性向上が自身にとっての利益につながります。

パッシブ運用における脱炭素化を促すエンゲージメントアプローチは、市場全体の底上げをはかり経済社会全体の持続的成長に繋がるという意味で、ユニバーサルオーナーの利害と一致するものと考えられます。NZAMのようなイニシアチブによって協働エンゲージメントなどが促され、市場全体への働きかけがより効率的に行われるようになると期待できます。

懸念点として、市場底上げのメリットをユニバーサルオーナー以外の投資家が、エンゲージメントの努力をせず得てしまう、いわゆるフリーランチの問題点が指摘されています。この問題については、できるだけ多くのアセットオーナーが協働することで、これらオーナーが保有する市場のスライスを大きくすることで緩和されるものと期待されます。

(3) 政策・行政とのエンゲージメント

投資家側からの働きかけのみでは、市場原理を超えるスピードでのポートフォリオの脱炭素化は望めません。市場原理だけでは2050年ネットゼロのような政策目標の達成が困難であるとすれば政府による適切な介入が必要になります。具体的には脱炭素に向けた投資の促進の施策、炭素税の導入などです。

脱炭素化を加速するために政府の介入が必要なのか、またどのような介入があれば、脱炭素化への投資が加速するかについて適切なシグナルを出していくことはNZAMのようなイニシアチブが果たすことのできるもう一つの役割だと考えられます。

例えば、各社が策定したNZAMの中間目標の達成度をモニタリングすれば、投資ポートフォリオにおいて脱炭素化に求められるGHG排出の移行経路と実際のポートフォリオの達成度の間のギャップを認識できるでしょう。これをもとに、今後必要な脱炭素への投資促進策について、政策当局に対しエンゲージメントを行うわけです。NZAMも図表3で見たように、コミットメント9においてネットゼロを支援する政策提言について言及しています。投資戦略と当局の政策がかみ合うことで、脱炭素に向けた実体経済の歯車が回りだすと言えましょう。

本稿ではGFANZの連合体の一つであるNZAMについてその概要とコミットメントの内容について解説しました。NZAMのような資産運用会社によるイニシアチブは、持続的な成長と脱炭素を同時に達成すべく活動を行うこと、エンゲージメントを通じた市場の底上げや政策当局とのエンゲージメントを通じて実体経済の脱炭素化における触媒の役割を果たすことが期待されます。まだ立ち上がって間もないイニシアチブですが、今度の展開に注目したいと思います。

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 : Climate Action 100+ : PRI (国連責任投資原則) とアセットオーナー、運用機関によるイニシアチブで、温室効果ガス排出量の多い企業に対し、TCFD に沿った気候変動関連情報開示とガバナンスの対応を求め、エンゲージメントを実施しています。

注 2 : スコープ 1,2,3 : 温室効果ガス排出量のうち、スコープ 1 は事業者自らによる温室効果ガスの直接排出、スコープ 2 は他から供給された電気、熱・蒸気の使用に伴う間接排出、スコープ 3 はスコープ 1,2 以外の間接排出 (サプライチェーンなど事業者の活動に関連する他者の排出) を指します。

<参考文献>

- GFANZ、” The Glasgow Financial Alliance for Net Zero 2022 Progress Report”、2022 年 11 月
- NZAM、Web サイト <https://www.netzeroassetmanagers.org/signatories/>、2022 年 6 月
- NZAM、” The Net Zero Asset Managers Commitment”、2021 年 12 月

ポイント付与を考える

現在では、様々な企業や店舗がポイント付与サービスを展開している。筆者の場合、積極的にポイ活（ポイント活動）をしているわけではないが、数種類のカードは持っているし、CD等を購入するオンラインショップでもポイントを利用している。なにより頂いたものは使わないと損である。

ポイントを付与するのは、売り手にとっては、実質的な値引きによる売上げの促進や顧客の囲い込みを含めた将来の売上増が期待できることなどが理由と考えられる。買い手側も、特にポイントに利用期限がある場合などは、期限内に使ってしまおうという意識が働くと考えられる（実際、筆者も8月末に期限が到来するオンラインショップのポイントがあり、期間内に何か購入しようと考えている）。また、ポイントは自社のポイントが付与されるだけでなく、他社のポイントが付与されることもあり、かなり複雑になっている。

購入者の立場から言えば、“お得”であれば何も考える必要はないのだが、長年アナリストとして企業のBSやPLと向かい合ってきた立場からは、この事象を会計上どのように取り扱うかは気になるところである。実は、ポイントについての会計基準はつい最近まで正式な定めがなかったが、2021年から適用が開始された「収益認識に関する会計基準」でようやく定められた。この会計基準では、ポイントは「収益の繰延」と認識し、ポイントの付与時点で繰延収益として公正価値で評価することになっている。その公正価値（＝繰延収益）は予想される引替率を基に算定し、売上に計上する額は、実際の売上から繰延収益を差し引いた額となる（繰延収益は負債として計上）。そして最終的にポイントが利用あるいは期限切れになった時点で収益が認識されたものと考え、負債計上した額を売上に振り替える（ちなみに、この基準が適用される以前は、期末時点のポイント残高を引当金として計上する方法が一般的であったという）。なお、ポイントは入会や来店など販売に基づかず付与されるものもあるが、これらは費用として処理して引当金を計上することになる。

公正価値で評価する点は退職給付会計と同様であり、また一步、会計処理の複雑化が進んで難解になったと感じるかもしれないが、経済活動自体が複雑化しておりやむを得ない側面はある。もっとも、ポイントの利用率は結構高いと考えられるし、最近では永久ポイントなど期限なしのポイントも多いように思われるため、引替率100%を設定するなら退職給付債務より見積もりは容易だろう。

前述のとおり、ポイントは本来、企業が売上を拡大する目的のために付与するものである。しかし、夏本番を迎える中で、節電のために消費を抑制すればポイントを与える電力会社もあるそうだ。営利を追求する観点において複雑な思いもあると思うが、安定的な供給に向けた需給調整も必要となるという電力の特殊性を考慮すると仕方のないことなのだろう。

2023年7月26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、企業動向の変化や相場変動、労働法制、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、弊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・社会保険労務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、弊社は一切責任を負いません。

本資料の著作権は三菱 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。



三菱UFJ信託銀行株式会社 年金コンサルティング部
〒100-8388 東京都千代田区丸の内 2-7-1 三菱 UFJ 銀行本館ビル

www.mufg.jp