

# 三菱 UFJ トータルリワードレポート

Mitsubishi UFJ Total Reward Report

2025 年 12 月号

人をつなぐ。未来をつなぐ。

三菱UFJ信託銀行

世界が進むチカラになる。



《次期年金改革に向けて その 2 4》 <a href="#">厚生労働省「第 1 回企業年金の加入者のための運用等の見える化等に関する懇談会」の開催内容について</a> トータルリワード戦略コンサルティング部 上席研究員 菅谷 和宏	1
《確定給付企業年金の財政状況》 <a href="#">2024 年度の財政決算の状況</a> トータルリワード戦略コンサルティング部 リサーチ&開発部門 青木 詠三子	12
《サステナブル投資》 <a href="#">英国 DB 職域年金の SIP（運用基本方針）</a> サステナブルインベストメント部 岡本 卓万	22
《誌上年金カレッジ》 <a href="#">年金 ALM 分析②～分析の流れと負債分析～</a> トータルリワード戦略コンサルティング部 企業年金室 大石 咲	33
《時事のつぶやき》 <a href="#">株価急騰に思う</a> アナリスト 久野 正徳	38

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.mufig.jp/houjin/jutaku/nenkin.html>

# 厚生労働省「第1回企業年金の加入者のための運用等の見える化等に関する懇談会」の開催内容について

トータルリワード戦略コンサルティング部 上席研究員 菅谷 和宏

## 要旨

- 10月7日「第1回企業年金の加入者のための運用等の見える化等に関する懇談会」（以下、懇談会）が開催され、DB・DCの情報開示方法（案）と開示項目（案）が提示されました
- 情報開示については、「2027年度中の開始」を目指し、厚生労働省は、新システム「企業年金総合情報管理システム」の構築に向けて準備を開始します
- 新システムの稼働後は、各DB・企業型DCから、毎年度提出している「事業報告書」「決算報告書」等の提出が、オンライン化される見込みです
- また、懇談会において、事務局から、「企業型DCの適切な商品選択のための取組・推進」と、「DBにおけるインフレ抵抗力の確保の観点からの取り組み事例等」について、説明されました

本稿では、これらの報告内容について、その後に厚生労働省から公表された資料も含めて解説します。

## 1. 懇談会の目的と開催主旨

本懇談会は、「企業年金の加入者のための運用等の見える化」の施策を具体化するために厚生労働省に設置された有識者会議です。

見える化については、岸田政権時代の2023年に策定された「資産運用立国実現プラン」<sup>注1</sup>の中に、「アセットオーナーシップ改革」のひとつとして、「加入者のための運用の見える化の充実」が明示されたことに始まります。

その後、政府「新しい資本主義のグランドデザイン及び実行計画2024改訂版」<sup>注2</sup>において、資産運用立国の推進として「資産運用立国実現プランの実現」施策が明示され、「DBの運用状況や専門人材の活用に係る取組状況を含む情報を他社と比較できる見える化（情報開示）を行うため、厚生労働省がこれらの情報を集約し公表する等の取組を行うこととし、次期年金制度改正に併せて所要の措置を講じる。」とされ、DCについても、「事業主ごとの指定運用方法や運用商品の構成、運用状況等を含む情報を他社と比較できる見える化（情報開示）を行うため、厚生労働省がこれらの情報を集約し公表する等の取組を行うこととし、次期年金制度改正に併せて所要の措置を講じる」ことが明記されました。

そして、2025年6月13日に「社会経済の変化を踏まえた年金制度の機能強化のための国民年金法等の一部を改正する等の法律（以下、年金改正法）」<sup>注3</sup>が成立し、同6月20日に公布された本改正法の第28条（確定給付企業年金法の一部改正）及び第29条（確定拠出年金法の一部改正）に、それぞれ「厚生労働大臣は、報告書（DB法第100条に定める事業及び決算に関する報告書、DC

法第 50 条に定める事業主報告書) の提出を受けたときは、厚生労働省令で定めるところにより、当該報告書の記載事項のうち厚生労働省令で定めるものを公表するものとする」と規定されました。

そのため、年金改正法に規定された厚生労働省令で規定する具体的な公表項目について、関係者及び有識者の意見交換を行う場として「懇談会」が設置されました（図表 1）。

(図表 1) 見える化の議論の経緯

【2023年12月13日】内閣官房「資産運用立国実現プラン」策定

- ・ アセットオーナーシップ改革として、「加入者のための運用の見える化の充実」が明示
- 【DB】加入者の最善の利益のために、事業主と加入者等が、運用の方針等を含め制度の必要な見直しを行うにあたって、他社と比較できるよう、見える化を進めていくことが有用
- 【DC】他社や他の運営管理機関との比較の視点も含めて、事業主と加入者等が、適切に運用の方法を比較・選定できるよう見える化を進めていくことが有用

【2024年6月21日】内閣官房「新しい資本主義のグランドデザイン及び実行計画2024改訂版」閣議決定

- 【DB】運用状況や専門人材の活用に係る取組状況を含む情報を他社と比較できる見える化(情報開示)を行うため、厚生労働省がこれらの情報を集約し公表する等の取組を行うこととし、次期年金制度改革に併せて所要の措置を講じる
- 【DC】事業主ごとの指定運用方法や運用商品の構成、運用状況等を含む情報を他社と比較できる見える化(情報開示)を行うため、厚生労働省がこれらの情報を集約し公表する等の取組を行うこととし、次期年金制度改革に併せて所要の措置を講じる

【2025年6月20日】「社会経済の変化を踏まえた年金制度の機能強化のための国民年金法等の一部を改正する等の法律」公布

- (第28条「確定給付企業年金法の一部改正」及び第29条「確定拠出年金法の一部改正」)
- ・ 「厚生労働大臣は、報告書(DB法第100条に定める事業及び決算に関する報告書、DC法第50条に定める事業主報告書)の提出を受けたときは、厚生労働省令で定めるところにより、当該報告書の記載事項のうち厚生労働省令で定めるものを公表するものとする」

【2025年10月7日】「第1回加入者のための運用の見える化懇談会」開催

- (1) 企業年金の加入者のための運用等の見える化の具体化
- (2) 企業型DCの適切な商品選択のための取組・推進
- (3) DBにおけるインフレ抵抗力の確保の観点からの取り組み事例の整理等

出所：筆者作成

第 1 回懇談会では、(1)「企業年金の加入者のための運用等の見える化」以外に、政府「新しい資本主義のグランドデザイン及び実行計画 2025」<sup>注 4</sup>において明示された、(2)企業型 DC の適切な商品選択のための取組・推進、(3)DB におけるインフレ抵抗力の確保の観点からの取り組み事例の整理等についても議題とされました。以下、順番に解説します。

注 1：内閣官房「資産運用立国実現プラン」（2023 年 12 月 13 日公表）p6~7 参照

([https://www.cas.go.jp/jp/seisaku/atarashii\\_sihonsyugi/bunkakai/sisanunyou\\_torimatome/plan.pdf](https://www.cas.go.jp/jp/seisaku/atarashii_sihonsyugi/bunkakai/sisanunyou_torimatome/plan.pdf))

注 2：内閣官房「新しい資本主義のグランドデザイン及び実行計画 2024 年改訂版」（2024 年 6 月 21 日）p53~54 参照 ([https://www.cas.go.jp/jp/seisaku/atarashii\\_sihonsyugi/pdf/ap2024.pdf](https://www.cas.go.jp/jp/seisaku/atarashii_sihonsyugi/pdf/ap2024.pdf))

注 3：「社会経済の変化を踏まえた年金制度の機能強化のための国民年金法等の一部を改正する等の法律」厚生労働省年金制度改革法（2025 年 6 月 20 日公布）（第 28 条及び第 29 条参照）(<https://www.kanpo.go.jp/old/20250620/20250620g00137/20250620g001370012f.html>)

注 4：内閣官房「新しい資本主義のグランドデザイン及び実行計画 2025」（2025 年 6 月 13 日）p70,p74 参照  
 ([https://www.cas.go.jp/jp/seisaku/atarashii\\_sihonsyugi/pdf/ap2025.pdf](https://www.cas.go.jp/jp/seisaku/atarashii_sihonsyugi/pdf/ap2025.pdf))

2. 企業年金の加入者のための運用等の見える化の具体化

見える化の目的は、加入者・受給者等や企業年金の担当者が、自社の企業年金の理解を深めるとともに、他社との比較を通じて、よりよい企業年金の運営につなげることです。これは、他社の情報を参考にするこ  
 とで、新たな気づき生まれ、自分たちの企業年金をより良い制度とすることができるようにするためです。

そのため、開示方法は、インターネット上で、誰でも見られる形で開示される予定です。さらに、企業名・基  
 金名での検索の他、設立・実施形態、加入者規模、資産規模、予定利率等の条件での検索もできるよ  
 うにする予定です。

また、自社の企業年金が、他の企業年金（全体平均や性質の近い企業年金の平均的な状況等）と  
 比較して、どういった状況にあるのかをグラフ等により開示することや、自社以外の企業年金との比較分析が  
 可能となるよう、企業年金全体の他、加入者数規模別、資産規模別、予定利率、成熟度等の階層別デ  
 ータや、運用利回り等の統計情報の拡充と開示も考えられています。

開示項目は、自社の企業年金の基本情報や制度設計の詳細情報が確認できるように、各企業年金の  
 最新の事業報告書等の項目を基に、企業年金の制度設計、DB 給付実態、資産運用状況等が参照で  
 きるようになる予定です（図表 2）（図表 3）。

開示対象は、事業年度ごとの報告内容に基づき判断され、加入者 100 名以上又は資産額 10 億円  
 以上の DB となる見込みです。なお、開示基準に満たない DB については、「基本情報」（図表 2）のみが  
 開示される見込みです。

また、個人情報保護の観点から、事業年度ごとの報告内容に基づき判断し、対象者が 10 人未満の項  
 目については「非開示」として、「\* 表示」する予定です。

（図表 2）DB の開示項目案 【注】赤字は報告書に新たに追加される項目（予定）

開示項目	開示項目	開示対象
基本情報	基金名・事業所名、 <b>設立・実施形態（総合型・総合型以外）（※1）</b>	全DB
	制度開始月、実施事業所数、加入者数	
制度設計	年金支給期間、一時金の選択の可否、給付設計、予定利率、 <b>他制度掛金相当額</b>	加入者 100名以 上又は 資産額 10億円 以上
給付実績	給付件数（ <b>新規最低件数含む</b> ：老齢年金、老齢一時金、脱退一時金別に）、給付総額	
財政状況	積立状況（積立金、責任準備金及び責任準備金に対する積立金の率、最低積立基準額及び最低積立基準額に対する積立金の率）	
	掛金拠出状況（標準掛金、特別掛金等）、成熟度（給付額÷掛金額）	
資産運用 状況	<b>運用方針（運用の基本方針（※2）、期待収益率、リスク）</b>	
	資産構成割合（国内株式、外国株式、国内債券、外国債券、一般勘定、短期債券、その他資産）	
	自家運用の有無、運用実績（報酬控除前後の運用利回り：単年度及び5年平均）	
	実施体制（総幹事会社名、資産運用委員会の有無、運用コンサル会社の活用有無）	
	<b>専門性の確保・向上の取組（専門資格の有無、研修受講の有無、実務経験3年以上の有無）</b>	

※1：総合型とは人的関係や資本関係が緊密でない複数の厚生年金適用事業所で設立・実施されるものをいう。  
 人的関係や資本関係が緊密である連合型は「総合型以外」に分類される。

※2：運用の基本方針は事業報告書に添付する形式とする。

出所：厚生労働省「第 1 回加入者のための運用の見える化懇談会」（2025.10.7）資料 1 より筆者作成

今回追加される予定の「運用の基本方針」については、報告書等の提出時に PDF 形式で添付し、それがそのまま開示される見込みです。また、気になる追加項目として、「専門資格の有無」がありますが、例えば、日本証券アナリスト協会認定アナリスト等の資格が明示され、「有」の場合は、具体的な資格を記載することになる予定です。「研修受講の有無」については、例えば、企業年金連合会が実施する管理運用業務に関する研修等が明示され、「有」の場合は、受講した研修名を記載することになる予定です<sup>注5</sup>。

注5：厚生労働省 事務連絡「確定給付企業年金の事業及び決算に関する報告書の様式及び提出方法の見直しの予定について」（2025 年 11 月 14 日）（三菱 UFJ 信託銀行 年金ニュース No.566 ご参照）

（図表3）DCの開示項目案【注】赤字は報告書に新たに追加される項目（予定）

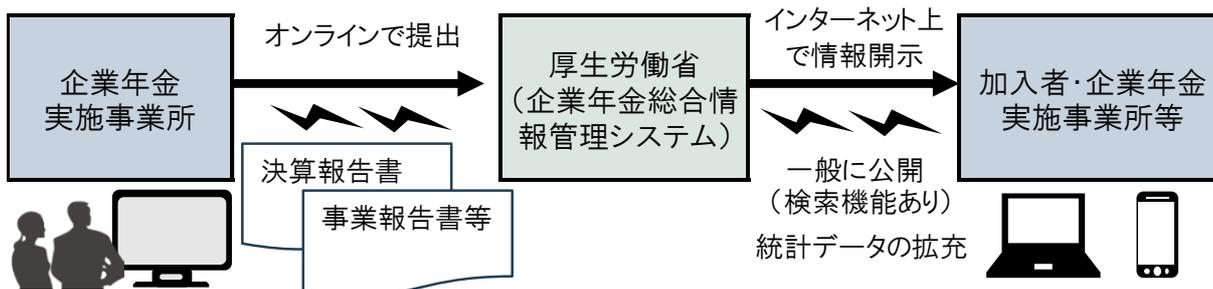
開示項目	開示項目
制度情報	規約名、規約承認番号、 <b>制度開始月</b> 、事業年度開始年月日及び終了年月日、 <b>実施形態（総合型・総合型以外）（※1）</b> 、 <b>運用関連運営管理機関名</b> 、記録関連運営管理機関名
	加入者数、加入者の平均年齢、運用指図者数
運用状況	掛金総額（事業主掛金、加入者掛金別に）、加入者掛金拠出人数、加入者掛金拠出者の割合
	運用の方法ごとに、商品名/元本確保型か否かの分類/種類/資産額/ <b>加入者数/運用指図者数/選定年度（将来分のみ）/除外済か否か</b>
指定運用方法の状況	<b>運用実績（DC全体の運用利回り平均）</b>
加入者資格喪失者（離転職者）の情報	提示の有無、商品名、種類、指定運用方法の適用人数、 <b>指定運用方法の適用資産額</b> 、当該指定運用方法を選定した年
その他	加入者資格喪失者（離転職者等）に占める特定運営管理機関に自動移換された者の割合
	<b>事業所の所在地（都道府県）</b>

出所：厚生労働省「第1回加入者のための運用の見える化懇談会」（2025.10.7）資料1より筆者作成

### 3. 企業年金総合情報管理システムの構築

厚生労働省は、企業年金の加入者のための運用等の見える化を実現するための仕組みとして、新たに「企業年金総合情報管理システム」を構築するとしています。これにより、全ての企業年金は、毎事業年度の報告書の提出が、紙からオンラインでの提出に変更される予定です。具体的には、オンライン又は CSV ファイルをインポート入力したものを所定レイアウトの CSV データにより、電子的に提出することが検討されています（図表4）。

（図表4）「企業年金総合情報管理システム」の概要



出所：厚生労働省「第1回加入者のための運用の見える化懇談会」（2025.10.7）資料1より筆者作成

具体的な開示項目は 2025 年度中に確定させ、2026 年度からシステム開発に着手、2027 年度中のシステム稼働を目指すとしています。11 月 14 日発出の事務連絡「確定給付企業年金の事業及び決算に関する報告書の様式及び提出方法の見直しの予定について」<sup>注5</sup>で、2027 年 6 月 1 日以降を基準日とする財政決算・財政再計算報告書より、新様式でのオンライン提出が予定されています（図表 5）。

（図表 5）企業年金の加入者のための運用等の見える化のスケジュール案

2025年度中	・新システム設計・開発のための要件整理等
2026年度～	・新システム設計・開発、テスト等の実施 ・企業及び年金基金、受託機関、運営管理機関でのシステム対応等準備
2027年度	・新システム稼働、DBは2027年6月1日以降を基準日とする報告書より新様式でのオンライン提出を予定（DCは未定）

出所：厚生労働省「第 1 回加入者のための運用の見える化懇談会」（2025.10.7）資料 1 及び「確定給付企業年金の事業及び決算に関する報告書の様式及び提出方法の見直しの予定について」（2025.11.14）より筆者作成

2024 年 8 月に公表された、「アセットオーナー・プリンシプル」<sup>注6</sup>の原則 4 では、「アセットオーナーは、ステークホルダーへの説明責任を果たすため、運用状況の情報提供（「見える化」）を行い、ステークホルダーとの対話に役立てるべきである。」としています。補充原則 4-1 では、「説明責任を果たす上で必要な情報を適切な方法で提供すべきである。」として、その注釈では、「広く情報提供する（ホームページ等で一般的に閲覧できる状況にする）ことも考えられる」と記載しています。なお、補充原則 4-2 では、「数値のみで単純比較されることは望ましくなく、運用方針等を踏まえ、総合的に比較できるよう工夫することが望ましい。」とも記載しています。また、現在 DB 法令（DB 法 73 条及び DB 施行規則 87 条等）では、「毎事業年度 1 回以上、一定の事項を加入者に周知する」ことが規定されています（図表 6）。

（図表 6）現行 DB 法令における加入者への業務概況の周知

### DB法第73条第1項「業務概況の周知」

- ・ 事業主等は、厚生労働省令で定めるところにより、その確定給付企業年金に係る業務の概況について、加入者に周知させなければならない。

### DB法施行規則第87条第1項「業務概況の周知」

- ・ 事業主等が、法第73条第1項の規程に基づき、DBに係る業務の概況について加入者に周知させる場合においては、**毎事業年度一回以上、当該時点における次に掲げる事項を加入者に周知するさせるものとする**
  - ① 給付の種類ごとの標準的な給付の額及び給付の設計
  - ② 加入者の数及び給付の種類ごとの受給権者の数
  - ③ 給付の種類ごとの給付の支給額その他給付の支給の概況
  - ④ 事業主が資産管理運用機関等に納付した掛金の額、納付時期その他掛金の納付の概況
  - ⑤ 積立金の額と責任準備金の額及び最低積立基準額との比較その他積立金の積立ての概況
  - ⑥ 積立金の運用収益又は運用損失及び資産の構成割合その他積立金の運用の概況
  - ⑦ 運用の基本方針の概要（受託保証型DBを除く）
  - ⑧ 調整率の推移その他調整率に関する事項（リスク分担型企業年金のみ）
  - ⑨ その他確定給付企業年金の事業に係る重要事項

今後、厚生労働省が事業報告書等の項目を開示することになるため、開示された内容が正しく加入者に理解されるよう、法令で規定された周知項目以外にも、解説すべき事項などを事前に確認・整理して、自社（基金）の HP 等で加入者等への情報開示の充実を検討しておくことが大切であると考えます。

また、「運用の基本方針」の記載内容が、現在の運用手法や運用機関の評価方法と整合性が取れているかどうかの確認と見直しも必要です。

なお、厚生労働省での情報開示に先んじて、基金の運用状況等（資産運用割合、運用利回り、委託運用機関ごとの資産残高等）の詳細情報を公表している基金も出てきています。企業年金の制度内容を加入者等に理解してもらうことは、従業員エンゲージメントの向上と人的資本経営にもつながるものと考えます。加入者等の最善の利益を勘案した情報開示が求められています。

注 6：内閣官房「アセットオーナー・プリンシプル」（2024 年 8 月 28 日）p9,原則 4 参照

([https://www.cas.go.jp/jp/seisaku/atarashii\\_sihonsyugi/pdf/assetownerprinciples.pdf](https://www.cas.go.jp/jp/seisaku/atarashii_sihonsyugi/pdf/assetownerprinciples.pdf))

#### 4. 企業型 DC の適切な商品選択のための取組・推進

懇談会での議題の 2 つ目は、「企業型 DC の適切な商品選択のための取組・推進」です。

2023 年「資産運用立国実現プラン」<sup>注 1</sup>の中で、「アセットオーナーシップ改革」のひとつとして、「適切な商品選択に向けた制度改善」が挙げられました。「企業型 DC では、運営管理機関、事業主、加入者本人の各段階における適切な運用の方法の選定が重要である」とされ、現状の課題として、「適切な運用の方法の選定にあたっては、物価や賃金が上昇している経済環境を踏まえると、インフレリスク（将来の実質的な購買力を確保できない可能性）を十分考慮する必要があるが、現状では元本確保型のみで運用している加入者が約 3 割である」とし、「労使合意に基づき指定運用方法の投資性商品への変更や運用商品の商品構成の改善など、運営管理機関・事業主・加入者本人の各段階において運用の方法の適切な選択がなされるよう関係者と連携すること、継続投資教育、取組事例の横展開等の取組を促進するなどの方策を講じ、物価が上昇する市場環境下において、必要に応じて運用商品の構成の見直しを行うよう、事業主に促すことが考えられる。」と明記されました。

その後、政府「新しい資本主義のグランドデザイン及び実行計画 2024 年改訂版」<sup>注 2</sup>において、企業型 DC の改革として、「指定運用方法の投資性商品への変更や運用商品の商品構成の改善など、運営管理機関、事業主、加入者の各段階において運用の方法の適切な選択がなされるよう、関係者と連携し、継続投資教育、取組事例の展開等を促進する」、「元本確保型商品を指定運用方法に選択している場合は、物価が上昇する市場環境下では実質的な購買力を確保できない可能性があることについて、丁寧に加入者に説明するとともに、必要に応じて運用商品構成の見直しを行うよう事業主に促す。」ことが明記されました。

さらに、政府「新しい資本主義のグランドデザイン及び実行計画 2025」<sup>注 4</sup>において、「企業型 DC について、足元の物価が上昇する市場環境下において、元本確保型商品では実質的な購買力を確保できない

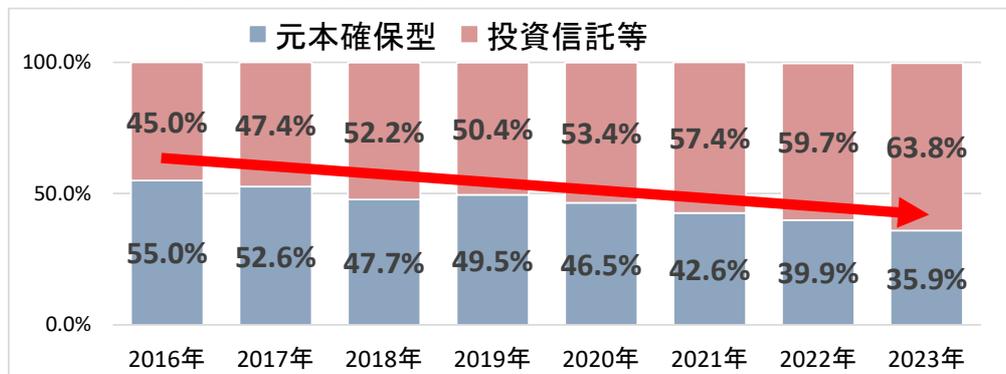
可能性があることについて、事業主は加入者に対してより丁寧に説明するとともに、必要に応じて指定運用方法を含めた運用商品の構成の見直しを検討するよう促す。」と明記されました。

これまでも、「継続投資教育の努力義務化」、「運用商品提供数の 35 本の上限設定」、「商品除外規定の緩和」、「デフォルト商品規定の法令化」、「運営管理機関の定期的な評価」（各 2018 年施行）等の制度改善が実施されてきており、近年、加入者の商品選択状況も、投資信託等の割合が増加傾向にあります（図表 7）。また、事業主の投資教育の実施率は約 8 割（図表 8）で、商品のモニタリング実施率は約 3~4 割、運営管理機関の定期的な評価も約 4~5 割となっています。今回の懇談会では、DC の適切な商品選択に向けて、投資教育を推進するための事例も提示されました（図表 9）。

さらに、厚生労働省は、企業型 DC に関して事業主がどのような役割や責任を果たすことが求められているのか、事業主が取り組むべき事項を整理した「適切な商品選択に向けた取り組みのためのガイドブック」を策定・公表しました<sup>注 7</sup>。適切な商品選定の方法、投資教育のポイント、運営管理機関の評価項目や方法等について解説しています。

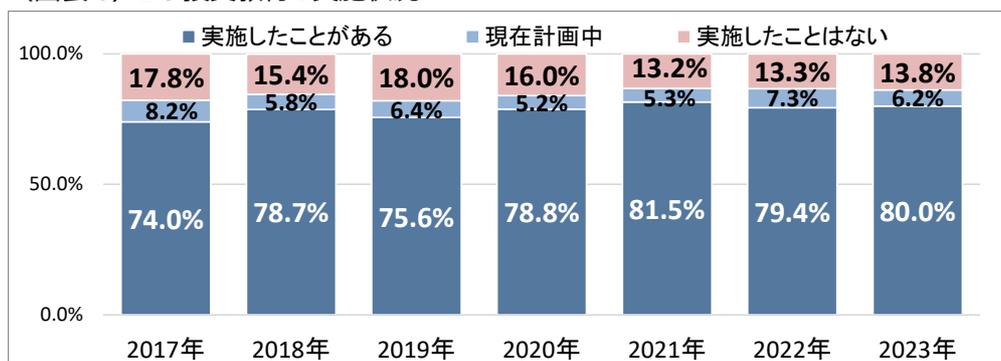
注 7：厚生労働省「適切な商品選択に向けた取り組みのためのガイドブック」  
<https://www.mhlw.go.jp/content/10600000/001574876.pdf>

（図表 7）DC 掛金ベースの資産配分



出所：企業年金連合会「確定拠出年金実態調査結果（概要）」より筆者作成

（図表 8）DC 投資教育の実施状況



出所：企業年金連合会「確定拠出年金実態調査結果（概要）」より筆者作成

(図表 9) DC の適切な商品選択に向けた投資教育の事例

ケース1	【概要】自身の状況を把握できるよう加入者毎に自身の資産残高と運用利回りを個別に資料配布専用サイトのログインパスワードを個別配布、その場で運用方法の変更方法を説明 【効果】セミナー実施後に、加入者全体の投資信託での運用割合が約2倍に増加
ケース2	【概要】DC制度の動画を企業のHPに掲載し、掛金配分指定書を従業員全員に配布・回収 【効果】加入者の掛金投資信託配分比率が約30%⇒約60%に増加
ケース3	【概要】ウェブで自身の運用実績と社員全体の運用実績を比較する機能を作成し、自分の位置を把握できるようにした。また、自社のモデル昇格パターンによる掛金上昇等を考慮できるようにし、定年時の受取可能額の精度の高いシミュレーションを実施 【効果】実施後約4カ月で、従業員の3分の1が商品の見直しを実施
ケース4	【概要】社用スマホにDCアプリを自動でダウンロード、必要な情報をポップアップ表示した元本確保型商品のみには、バランス型投資信託の情報を提供
ケース5	【概要】5つの質問の回答により加入者のリスク許容度を判定。その結果を踏まえ資産配分バランスを提案するロボアドバイザーを導入。加入者が「何を選べばよいか分からない」と迷うことがないよう、資産配分を実現するための具体的な商品一覧を表示

<適切な商品選択に向けた投資教育に関する事例紹介>

- ① 事業所が全国に点在しており、オンラインでの研修（ライブ配信）を実施
- ② 参加できなかった社員のための録画配信を実施
- ③ 双方向型研修を行うことで理解度を向上
- ④ 全員受講の義務付け、eラーニングでの実施、社内メールでの定期配信を実施
- ⑤ 社内報、個人宛ニュースレターの利用により無関心層への働きかけを実施
- ⑥ 毎月社内掲示板（イントラネット）に掲載したうえで、メール案内を実施

出所：厚生労働省「第1回加入者のための運用の見える化懇談会」（2025.10.7）資料2より筆者作成

5. DB におけるインフレ抵抗力の確保の観点からの取り組み事例の整理等

懇談会の議題の3つ目は、「DB におけるインフレ抵抗力の確保の観点からの取り組み事例の整理等」です。DB では、1980 年代後半以降、財政的理由と能力主義的人事制度への転換を背景に、従来の「給与比例制等」から、給付額と賃金改定との連動をなくして別建てとする「ポイント制」等の導入が進み、賃金改定と別建てとする制度の割合は、近年、約8割まで増加しています（図表10）。その後、長らくデフレ環境下での金融緩和による低金利政策が続いたため、DB ではリスクを抑えて財政の健全性を確保することに主眼を置いた制度運営が行われてきました。

しかし、2022 年以降、インフレに転じ、2023~2025 年までの合計賃上げ率は平均で14.95%まで上昇する一方（図表11）、DB では賃金改定と切り離れたポイント制等の制度設計が主流となっており、インフレに対してDBの給付の実質価値を維持できない状況が多いと思われます。

そのため、政府「新しい資本主義のグランドデザイン及び実行計画2025」<sup>注4</sup>において、「給付の在り方等は労使で検討されるべきものであるが、加入者の退職後の生活におけるインフレ抵抗力が確保されるよう、

DB の運用の在り方を含め、事例を整理・公表する。」と明記され、懇談会での議題とされたものです。事務局からは、DB の給付設計の見直し事例が紹介されました（図表 12）。

DB では、これまで健全な制度運営に主眼を置いて制度運営をしてきており、近年の好調な経済環境を背景に、剰余金が増加している DB 制度もあると思います。今後も金利上昇が見込まれる中、更なる剰余金の発生、積立上限額への抵触<sup>注 8</sup>への懸念も考えられるため、剰余金等を活用した DB の給付改善も候補になるかもしれません。

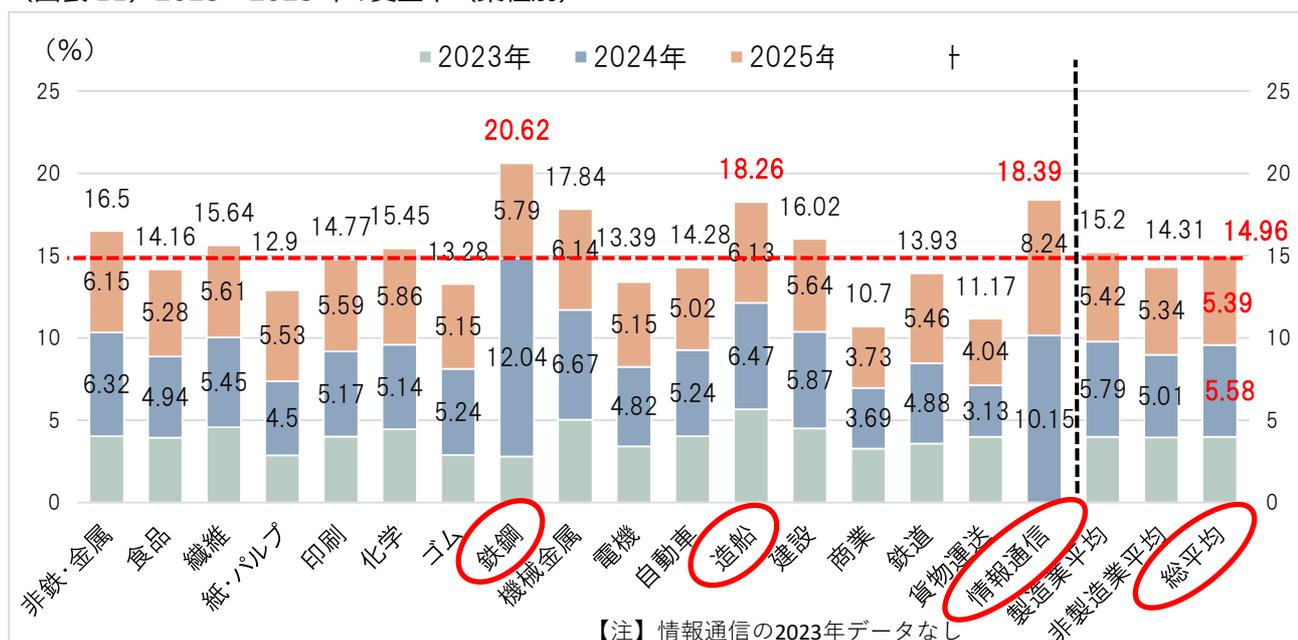
注 8：積立金が積立上限額を超えた場合は、超過額に応じて掛金を減額または停止しなければならない。積立上限額は、死亡率等を保守的に設定した数理債務又は最低積立基準額のいずれか大きい額に 1.5 を乗じた額となる

（図表 10）賃金改定と退職金基礎額との関係（2012～2021 年の時系列変化）



出所：経団連・東京経営者協会「退職金・年金に関する実態調査結果 2021 年 9 月度」より筆者作成

（図表 11）2023～2025 年の賃上率（業種別）



【注】情報通信の2023年データなし

出所：経団連「2023 年～2025 年春季労使交渉・大手企業業種別妥結結果（加重平均）」より筆者作成

(図表 12) DB におけるインフレ抵抗力の確保の観点からの取り組み事例

- ① 給付額の基礎を実際に支払った賃金を基礎とする「平給与比例」「最終給与比例方式等」の採用
  - ② 物価指数や国債金利等の経済指標を用いて再評価を行う「CBプラン」の採用
  - ③ 「リスク分担型企業年金」や運用実績を用いて再評価を行う「CBプラン」の採用
  - ④ 次のような方法による給付改善
    - ・ 給付額の基礎となる「基準給与・支給乗率」の引上げ
    - ・ ポイント制における「ポイント単価」の増額
    - ・ CBプランにおける「拋出クレジット」や「再評価率（又は上下限）」の引上げ
- 【注】DB制度が退職金の内枠である場合、DB制度の給付増額が必ずしも退職給付制度全体の増額にならないことや、DBにおける給付額の変動に伴って掛金が増額する点に留意が必要

出所：厚生労働省「第 1 回加入者のための運用の見える化懇談会」（2025.10.7）資料 3 より筆者作成

金融庁は、今年 6 月に、「資産運用サービスの高度化に向けたプログレスレポート 2025」<sup>注 9</sup>を公表しました。この中で、「物価や賃金が上昇する経済環境が見込まれていく中で、今後は、物価上昇による給付価値の目減りへの対応について考慮することも重要になってくると考えられる」、「給付改善を行う目的や実現方法は企業によって様々であると考えられるものの、政府において物価高を上回る持続的・構造的な賃上げを目指す中、DB 等の退職給付水準においても、物価上昇・賃上げの状況も踏まえた給付改善が期待されている。」と明記しています。給付原資としては、①剰余金の活用、②掛金増額、③運用のリスク・リターンの見直し等が考えられますが、金融庁が総幹事先に実施したヒアリング調査では、給付改善を行った DB のうち、約 2 割弱が剰余金の活用、約 8 割が掛金増額で対応しています（図表 13）。

また、「定年延長を実施した従業員 300 名以上の企業の約半数で、60 歳以降の DB 給付水準を引き上げる制度改正を行っている。」との報告も記載されています（図表 14）。労働力確保の観点から、定年延長を実施する企業が増加している中、DB 給付改善の検討も必要と考えられます。今回の懇談会の出席者からは以下のような意見が述べられました（図表 15）。

注 9：金融庁「資産運用サービスの高度化に向けたプログレスレポート 2025」（2025 年 6 月 27 日）p93-96 参照  
<https://www.fsa.go.jp/policy/pjlamc/20250627/01.pdf>

(図表 13) DB 給付改善の原資



出所：金融庁「資産運用サービスの高度化に向けたプログレスレポート 2025」（2025 年 6 月 27 日）p96,図表 3-20 より筆者作成

(図表 14) DB 給付改善の状況と事例

<定年延長に併せた給付改善事例>

- ・定年延長に際して、退職給付制度も一体で検討し、シニア層のモチベーション維持向上の観点から、DB給付水準の引上げを実施
- ・給付改善を行った 290 制度のうち、定年延長等の退職給付制度自体の変更を契機に給付改善を行ったDBは、202 制度（約7割）
- ・定年延長を実施した従業員300名以上の企業の約半数（64 制度）で、60 歳以降のDB給付水準を引き上げる制度改正を実施

<CBに関する給付改善事例>

- ・当初想定した給付額を下回る給付が続いており、最低保証利回りの引上げや、指標を消費者物価指数等へ変更

出所：金融庁「資産運用サービスの高度化に向けたプログレスレポート 2025」（2025 年 6 月 27 日）p94-95 より筆者作成

(図表 15) 出席した構成員からの主な意見

出席構成員からの主な意見

- ・情報開示の目的が加入者のためであることを法令等に明記すべき
- ・情報開示の目的外使用の禁止について規定し HP 等で明示すべき
- ・加入者の理解を深めるため、情報開示項目の説明を明記すべき  
(複数の構成員から同様の意見あり)
- ・DB 給付額や掛金を開示すると、総額と加入者数から 1 人当たりの金額が把握できてしまう、  
これらは企業の報酬戦略であり一般に開示すべきものではない
- ・DB 給付額は退職金の移行割合に、掛金は予定利率により異なるものであり他との比較は  
加入者に誤認を与える可能性があり開示は妥当ではない
- ・DB は労働条件に関する開示であるが、加入者目線で考えると関心が高い項目と考える
- ・加入者にとって何がメリットになる項目かを今後検討していく必要がある
- ・DC の情報開示は事業主や加入者の行動変容に繋がるものでなければ意味がない
- ・情報開示については事業主の負荷も考慮する必要がある

出所：厚生労働省「第 1 回加入者のための運用の見える化懇談会」を視聴して筆者作成

インフレに転じた環境下、人的資本投資の観点からも、賃上げと同様に、給付水準の実質的価値の確保及び引上げを検討することが求められています。

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。

<参考資料>

- ◆厚生労働省「第 1 回加入者のための運用の見える化懇談会」（2025 年 10 月 7 日）

([https://www.mhlw.go.jp/stf/newpage\\_64227.html](https://www.mhlw.go.jp/stf/newpage_64227.html))

注記：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。

## 2024 年度の財政決算の状況

トータルリワード戦略コンサルティング部 リサーチ&開発部 青木 詠三子

### 要旨

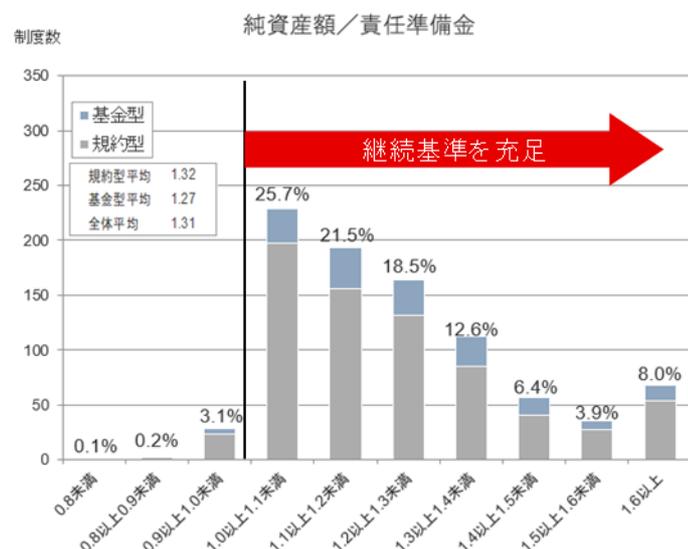
- 弊社で総幹事を受託している確定給付企業年金（以下、DB）について、2024 年 4 月から 2025 年 3 月までの 1 年間に財政決算を迎えた 892 制度を対象に集計した結果をご案内します
- 集計対象とした 892 制度の DB の内訳は、規約型が 721 件（80.8%）、基金型が 171 件（19.2%）です
- 昨年に比べて積立水準（平均）は、継続基準、非継続基準ともに上昇しました

### 1. 継続基準の積立水準

継続基準では、責任準備金に対して純資産額（時価）がどれだけ積み立てられているかを検証します。「純資産額÷責任準備金」が 1.0 を下回ると継続基準に抵触することになりますが、平均は 1.31（規約型 1.32、基金型 1.27）であり、全体の 96.5%（前年は約 95%）の制度が継続基準を充足しました（図表 1）。また、実質的な積立比率である「純資産額／財政均衡下限額※」の全体平均は 1.46 となり、前年度平均の 1.39 から上昇しました（図表 2）。

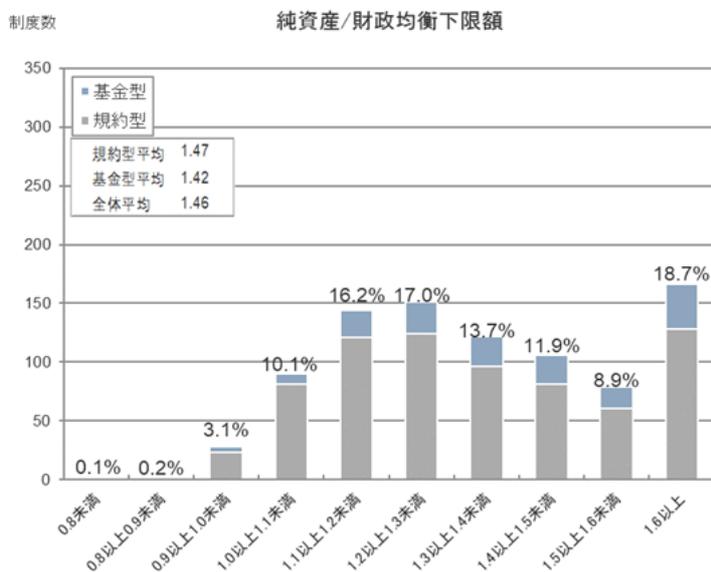
※「数理債務－特別掛金収入現価－リスク対応掛金収入現価」（以下「財政均衡下限額」という）を使用しています

（図表 1）「純資産額／責任準備金」



出所：各種資料より筆者作成

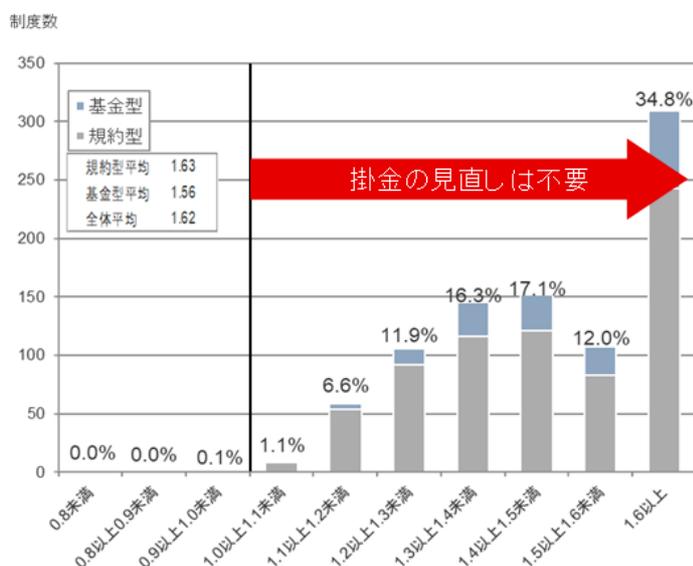
(図表 2) 「純資産／財政均衡下限額」



出所：各種資料より筆者作成

次に、掛金見直しの判定基準となる「 $(\text{数理上資産額} + \text{許容繰越不足金}) \div \text{財政均衡下限額}$ 」の積立水準を見ると、平均 1.62（規約型 1.63、基金型 1.56）となっており、この比率が 1.0 を下回ると、次回の再計算を待たずに掛金の見直しが必要となりますが、99.9%の制度で掛金の見直しは不要との結果になりました（図表 3）。なお、前年は平均 1.55（規約型 1.54、基金型 1.58）でした。

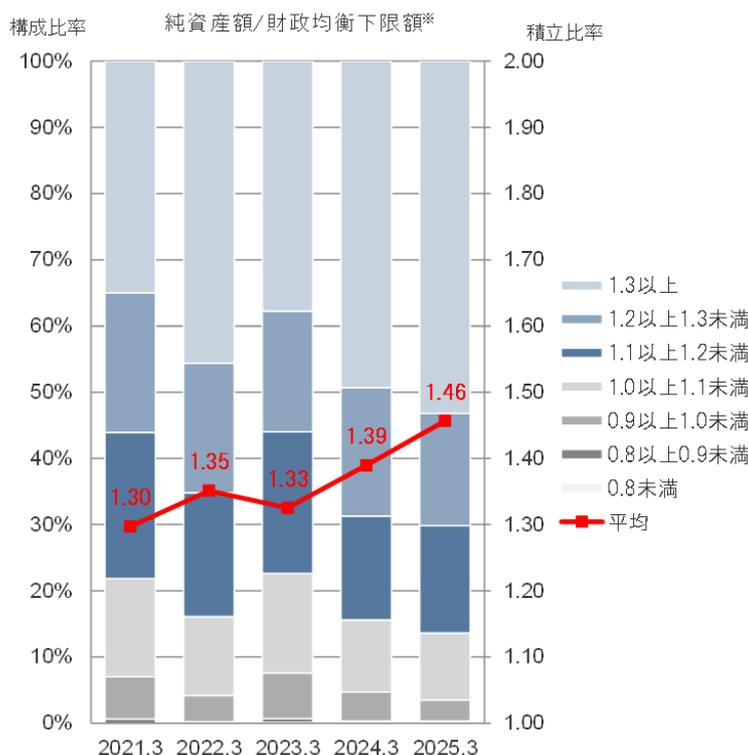
(図表 3) 「 $(\text{数理上資産額} + \text{許容繰越不足金}) / \text{財政均衡下限額}$ 」



出所：各種資料より筆者作成

また、継続基準の積立水準を時系列で見ると、2022 年度（2023 年 3 月期）は僅かに低下した後、2023 年度（2024 年 3 月期）以降は上昇しています（図表 4）。

（図表 4）継続基準の財政検証結果の時系列推移（「純資産額／財政均衡下限額」）



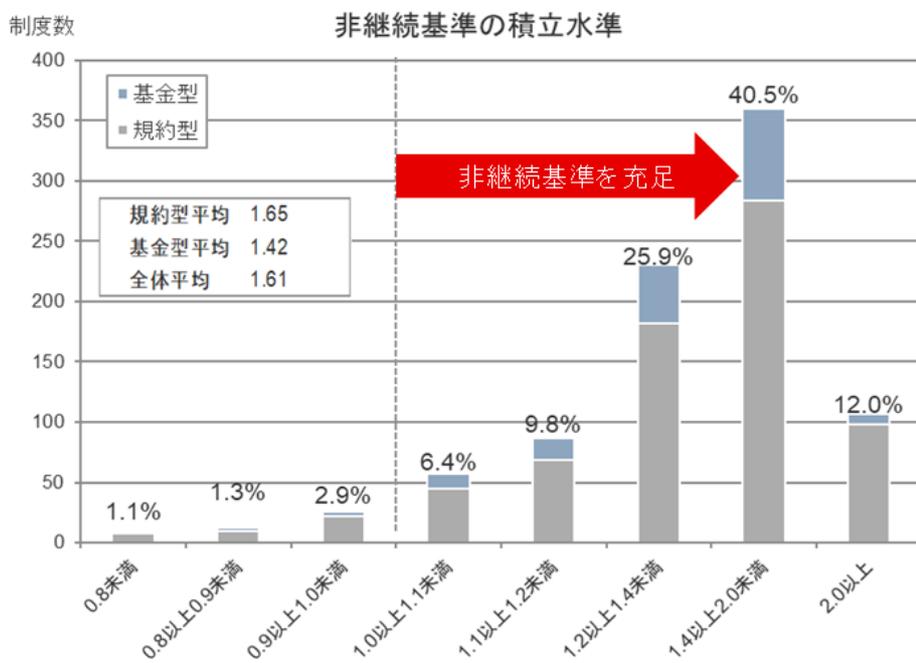
出所：各種資料より筆者作成

## 2. 非継続基準の積立水準

非継続基準では、最低積立基準額（未認識額控除<sup>※</sup>後）に対する純資産額の積立水準を検証します。集計の結果、積立水準の平均値は、1.61（規約型 1.65、基金型 1.42）でしたが、基準を充足している制度の比率は 94.6%と、継続基準に比べて低くなっています（図表 5）。

※非継続基準では、5 年を限度として、厚生年金基金からの承継や給付改善等にかかる過去勤務債務の額を段階的に最低積立基準額から控除する取扱いが認められており、当該控除額が未認識額となります

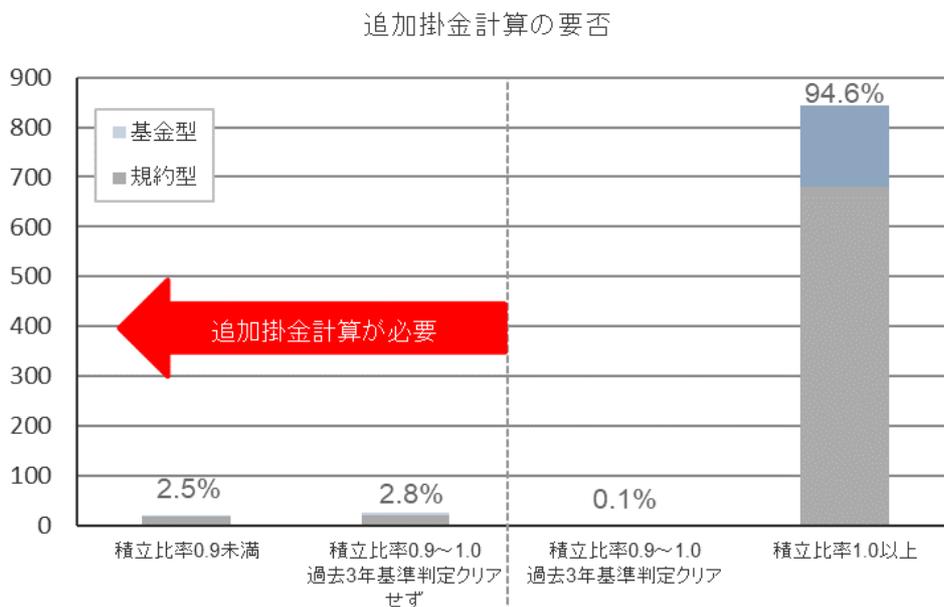
(図表 5) 非継続基準の積立水準



出所: 各種資料より筆者作成

非継続基準では、積立水準が 0.9 を下回った場合の他、積立水準が 0.9 以上 1.0 未満の場合であって、過去 3 年間のうち 2 回以上基準に抵触した場合に、追加掛金（特例掛金）の計算が必要となりますが、このような特例掛金の計算が必要な制度は 5.3% でした（図表 6）。

(図表 6) 追加掛金計算の要否比率



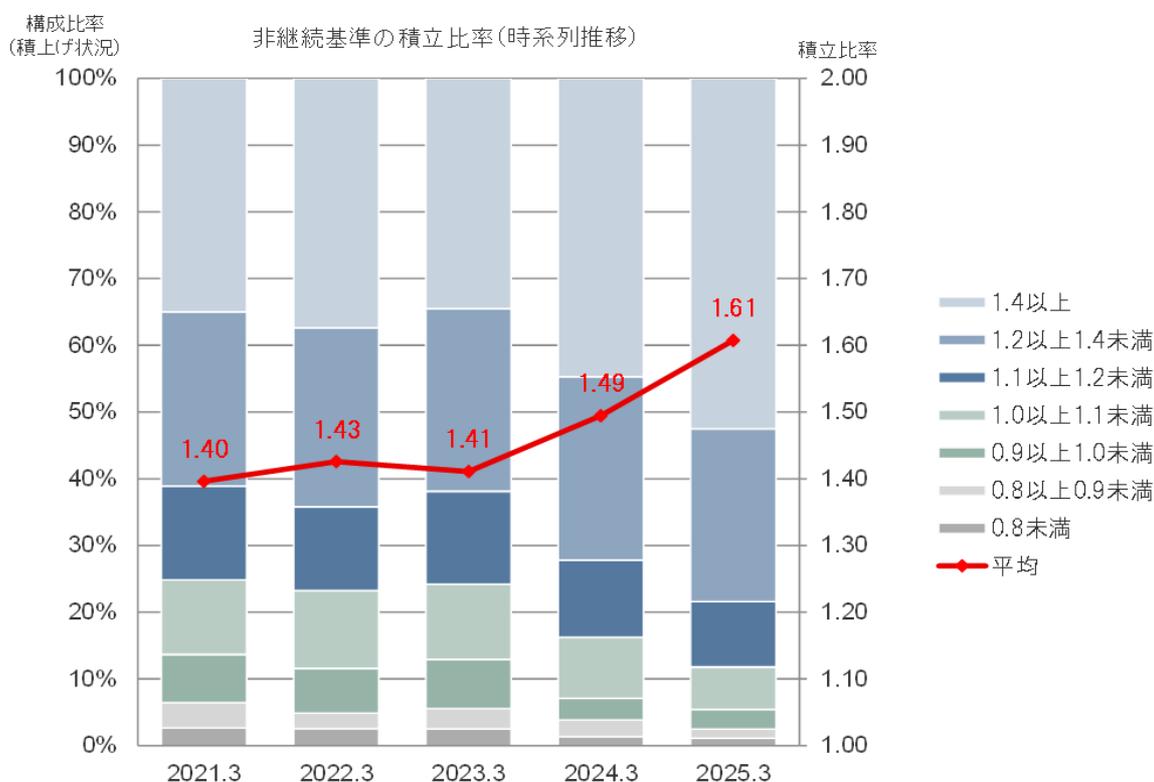
出所: 各種資料より筆者作成

非継続基準の積立水準の平均は 1.61 と 1.0 を大きく上回っており、この 5 年間は安定的に高い水準を維持しています（図表 7）。

継続基準と非継続基準の積立水準の違いの一つは、債務を評価する予定利率の違いにあります。

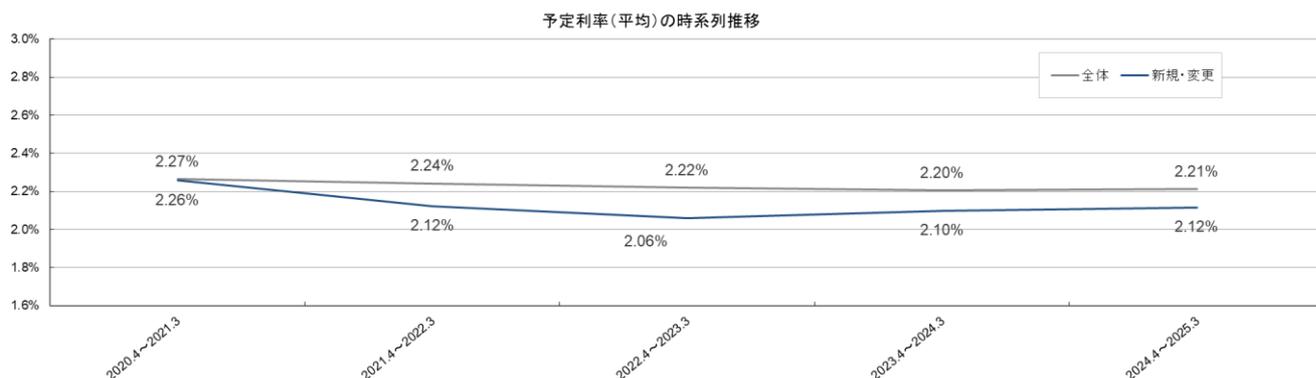
継続基準の予定利率は長らく低下傾向であったところ、2024 年度に 0.01 ポイントではありますが増加し、2.21%となりました。過去 5 年で見ると 0.06 ポイントと、わずかな低下です（図表 8）。一方、非継続基準の予定利率は 2022 年度から上昇傾向が継続しています（図表 9）。

（図表 7）非継続基準の積立水準の推移



出所：各種資料より筆者作成

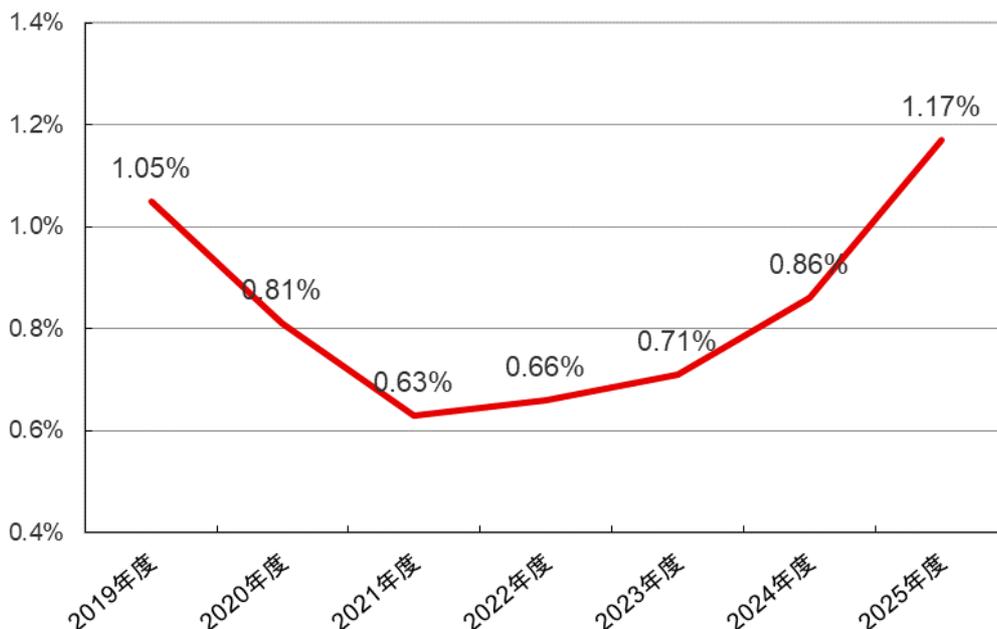
（図表 8）継続基準の予定利率の推移



出所：各種資料より筆者作成

(図表 9) 非継続基準の予定利率の推移

非継続基準の予定利率(告示の率)



出所：各種資料より筆者作成

継続基準の予定利率は、制度を実施する事業主あるいは基金が主体的に決めます。予定利率を引下げれば、将来の運用収益の見込みが減少するため、掛金の負担が増加します。事業主や基金は運用環境や財政状況に照らして、予定利率の引下げを判断します。従って、継続基準の予定利率が低下するのは、事業主や基金による年金財政の安定化の試みと言えます。

これに対して非継続基準の予定利率は、30年国債利回りの直近5年間の平均を勘案して国が決定します。継続基準の予定利率は、事業主や基金の意図に基づき変動することに対し、非継続基準の予定利率低下は外的要因で決定すると言えます。

30年国債の年平均利回りは、2022年は1.130%でしたが、2023年は1.498%と上昇しました。過去5年平均で算出される非継続基準の予定利率は2021年度まで低下し続けてきましたが、2022年度より上昇基調にあります。予定利率の上昇により債務額が減少しますので、非継続基準に抵触する制度は、資産運用の結果次第の部分もありますが、来年度以降も減少する可能性があります。

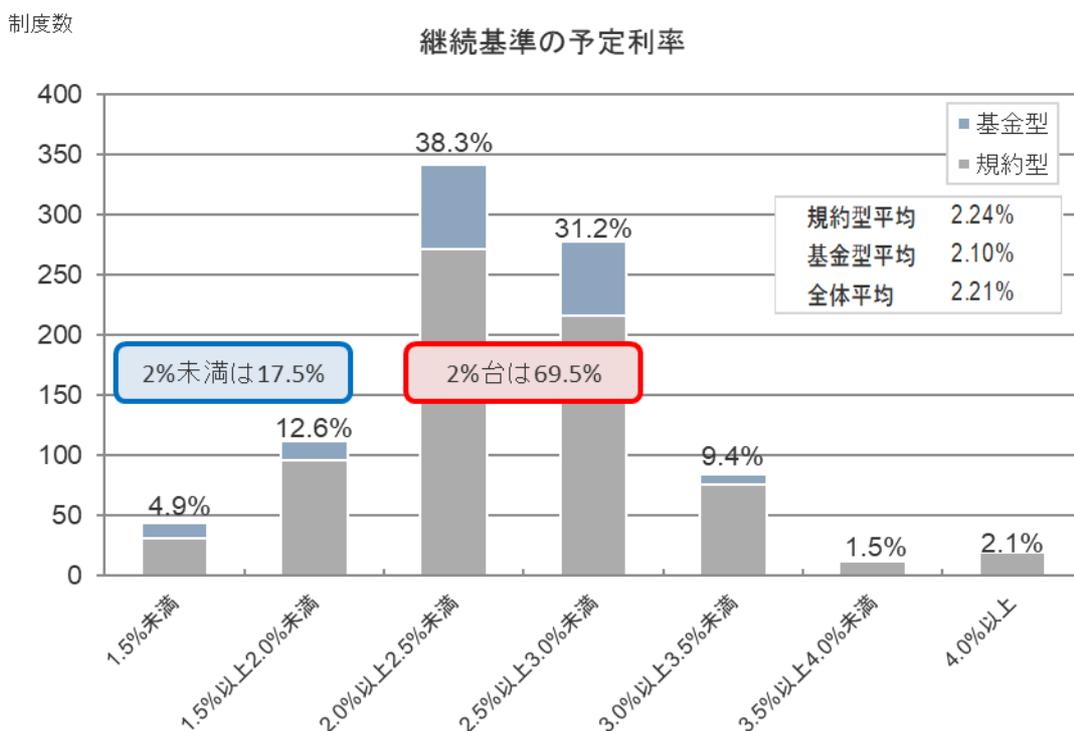
検証時点で制度終了を前提とする非継続基準は、現実的でないという意見があるかもしれませんが、受給権保護という観点から重要な基準であることは間違いありません。そのため、非継続基準の積立水準が芳しくない制度においては継続基準の予定利率の引下げ、あるいはリスク対応掛金の拠出等による年金資産の積増し等によって、積立水準の改善を検討することが必要です。

## 3. 予定利率（継続基準）

図表 8 では予定利率の時系列推移として、全制度の平均値と、新規発足または制度変更を行った制度の平均値をそれぞれ示しました。この図表から、①予定利率は概ね低下傾向であること、②新規発足または制度変更により新たに設定した予定利率はその年の全制度の平均値を下回っていること、が分かります。予定利率は退職給付債務の割引率とは異なり、毎年変更するわけではありませんので、財政再計算等で予定利率を下げた制度が増加し、全体の予定利率が低下傾向を示していると想定されます。ただし、2024 年度の予定利率が 0.01 ポイント増加した背景には、1.0%程度の低い予定利率を 2.0%程度まで引き上げた制度の存在があげられます。

予定利率（継続基準）の分布を見ると 2.0%以上 3.0%未満が中心となっています。予定利率を 2%台としている制度の比率は 69.5%、2%未満は 17.5%であり、予定利率 3%未満の制度が 87%を占めています。平均は 2.21%ですが、基金型が 2.10%、規約型が 2.24%と、設立形態によって大きな差異はありません（図表 10）。

（図表 10） 予定利率（継続基準）の設定状況



出所：筆者作成

次に、年金財政上の予定利率と企業会計上の長期期待運用収益率を比較したのが、図表 11 です。長期期待運用収益率を開示している企業の予定利率の平均は 2.07%ですが、長期期待運用収益率の平均は 2.21%と、予定利率と期待運用収益率は概ね同程度となっています（なお、図表 11 は、図表 8 および図表 10 の予定利率とは集計対象が異なります）。

(図表 11) 予定利率と期待運用収益率

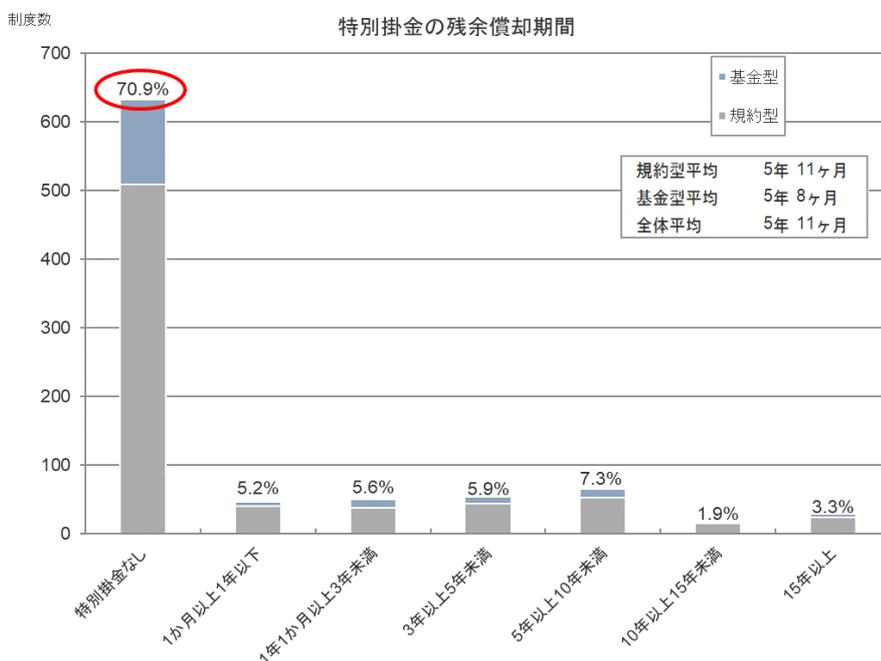
予定利率 期待運用収益率	1.5%未満	1.5%以上 2%未満	2%以上 2.5%未満	2.5%以上 3%未満	3%以上 3.5%未満	3.5%以上 4%未満	4%以上	合計
1.5%未満	8	5	11	1	1	1	0	27
1.5%以上2%未満	2	12	16	5	1	0	0	36
2%以上2.5%未満	0	8	51	15	4	1	1	80
2.5%以上3%未満	0	6	16	15	2	0	0	39
3%以上3.5%未満	2	1	8	6	2	0	0	19
3.5%以上4%未満	0	0	1	2	0	0	0	3
4%以上	0	0	8	5	0	0	0	13
合計	12	32	111	49	10	2	1	217

出所：日経メディアマーケティング株式会社のデータベース（日経 NEEDS データ）より筆者作成

## 4. 特別掛金の状況

最後は、特別掛金の残余償却期間の分析結果です。特別掛金がない、つまり未償却過去勤務債務がない制度が約 7 割存在し、未償却過去勤務債務がある制度の残余償却期間の平均は 5 年 11 ヶ月でした（図表 12）。

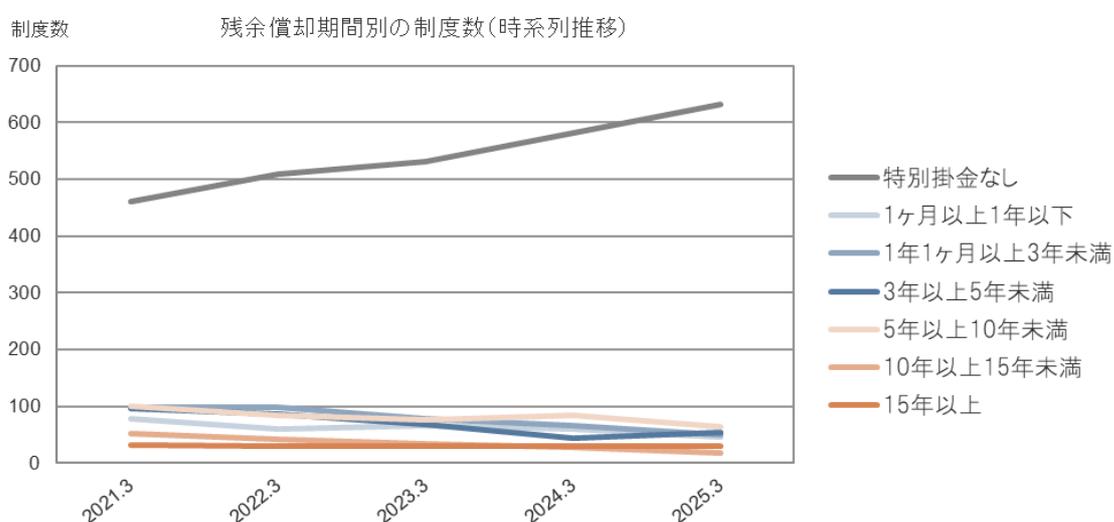
（図表 12）特別掛金の残余償却期間



出所：筆者作成

図表 13 では残余償却期間別の制度数を時系列で示しています。2021 年 3 月には特別掛金なしの制度は 460 件でしたが、2025 年 3 月には 632 件まで拡大しています。掛金は、将来の給付を賄うために拠出する標準掛金と積立不足を補填するための特別掛金の他に、2017 年からは将来の財政悪化リスクに対応するためのリスク対応掛金の拠出も認められるようになりました。

(図表 13) 残余償却期間別の制度数(時系列推移)



出所：筆者作成

本稿でご案内した以外の項目についても、各種集計した「DB 年金統計情報」をご用意しております。ご関心をお持ちいただけましたら弊社営業担当宛てご用命ください。

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。

## 英国 DB 職域年金の SIP (運用基本方針)

サステナブルインベストメント部 岡本 卓万

### 要旨

- 英国の職域年金では、SIP (日本の運用基本方針に相当) を策定・公表しています
- SIP への記載事項として、投資対象や資産配分の記載の他、ESG の考慮やスチュワードシップに関する事項が義務付けられています
- 代表的な DB 職域年金について SIP の記載内容をみると以下の特徴がみられます
  - ・目的別資産配分が導入されるなど、負債と資産双方のリスクが意識されている
  - ・いずれの制度でも財務的に影響のある ESG 要素を考慮することが明記されている
  - ・加入者の価値観といった非財務的事項を投資方針に組み入れるケースはほとんどない
- 日本の企業年金を取り巻く環境も変化している。英国の SIP を参考に運用基本方針の点検を行うのも一考と言えます

本稿では、英国の DB (確定給付型) 職域年金の SIP (Statement of Investment Principles、日本の年金基金における運用基本方針にあたるものです。本稿では以降“SIP”と呼びます) について、資産配分やスチュワードシップの取組方針、サステナブル投資や加入者の倫理観、価値観といった非財務的事項の取り扱いについてどのように記載されているかを見ることにします。併せてスチュワードシップ活動についてもどのように取り組もうとしているか確認します。

本邦では、AOP (アセットオーナー・プリンシプル) が策定され、署名する企業年金も増加しています。AOP ではサステナビリティの考慮やスチュワードシップへの取組みも重要視されています。英国の SIP の在り方は AOP に準拠しようとする際の参考になると思われます。

### 1. 英国職域年金の現状

#### (1) 60:40 から資産・負債リスクを意識した保守的運用へ

英国では 2000 年代初頭の退職給付会計の導入により、DB 年金制度の負債リスクが母体企業の財務リスクとして顕在化しました。また退職給付会計導入後、趨勢的に長期金利の低下基調が続き (2000 年代初頭は 5% 以上あった長期金利が、2020 年には 0% 台まで低下しました。なお足元はインフレ率の上昇や財政悪化懸念から 4% 程度まで上昇しています)、年金債務の膨張に悩まされること

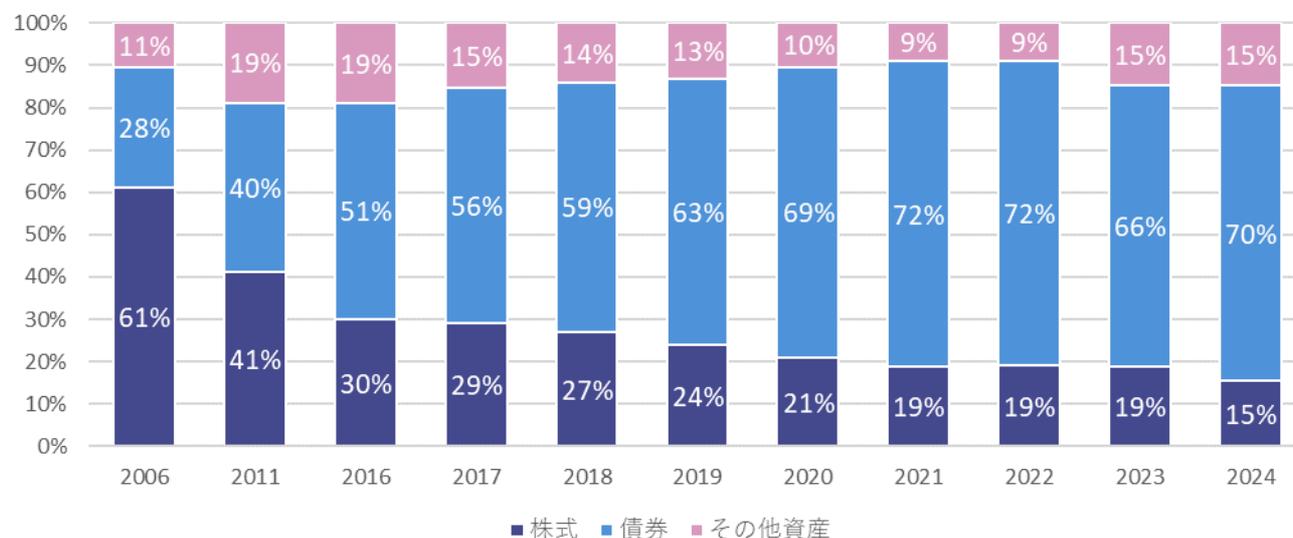
になりました。また、2007 – 2008 年の金融危機の際には、保有するリスク資産が大きな損失をこうむるなど、資産リスクにも翻弄されてきました。

こうした環境下、英国職域年金は LDI（負債対応投資）の導入とリスク資産の抑制が大幅に進みました。図表 1 は資産配分の時系列推移を示すものですが、債券の構成割合が、直近で 7 割程度まで増加していることがわかります。債券の内訳は、約半分が物価連動債等、固定利付国債が 3 割強、社債が 2 割程度となっており、少なくとも社債を除く部分は LDI として運用される部分といえるでしょう。物価連動債が多いのが特徴ですが、これは英国の職域年金制度の給付が物価に連動することから、インフレヘッジのために物価連動国債を組み入れているものです。この物価連動国債ですが、やはり特に市場にストレスがかかった際の流動性には問題があり、2023 年の財政懸念に起因する長期金利の急騰時（トラスショックと呼ばれ、ご記憶の方も多いと思います）、流動性リスク顕在化による大きな価格変動に見舞われ、資産側の価値の変動に繋がりました。

リスク資産に目を移すと、2006 年には 61%あった株式の構成比率は直近ではわずか 15%しかありません（なお、このグラフでは PE（非上場株）も株式に含まれます）。その他資産は 15%ありますが、そのうちキャッシュなどを除いたいわゆるオルタナティブに分類される資産は 10%以下です（不動産とヘッジファンド等が主体です）。

本邦の企業年金も、2000 年以降次第にリスクを抑制していますが、平均でみると直近で株式を 20%以上、オルタナティブを 10%以上組み入れています。英国の職域年金は本邦以上にリスク抑制的に運営されていると言えるでしょう。その昔、英国の企業年金では、株式と債券の比率を“60:40”とするのが常識的だったのですが、隔世の感があります。

（図表 1）英国職域年金の資産配分推移



出所：Purple Book 2024

## (2)DB から DC へ

もう一つ、英国の職域年金を特徴づけるのが、DB から DC（確定拠出年金）への流れです。日米英いずれにも共通するのですが、退職給付会計の導入により企業年金の積立リスクが母体企業の財務リスクとして認識されるようになって以来、各国の企業年金は DB から DC への流れが進んでいます。

英国においては、2008 年年金法が DC への流れを加速する要因になりました。これは、(1)職域年金への自動加入義務化、(2) NEST（国家雇用貯蓄信託）の設立、(3)DC 年金におけるデフォルト運用方法設定の義務化の三つの柱で構成されています。

(1)職域年金への自動加入は 2012 年以降、大企業から中小企業へ順次実施されましたが、その際に制度として想定されたのが DC でした。職域年金の提供を事業主に義務付ける一方で年金の積立リスクが母体企業の財務の負担にならないように配慮したものです。実際その当時、多くの職域年金で新規加入者の受入れを停止（クローズ）している状況でしたので、DC での受け入れが現実解でもあったのです。

(2)の NEST は、国主導による公的な DC 年金の運営機関です。主に自社で年金制度を設立運営することが困難な中小企業や、低給与の従業員を多く抱える企業の年金加入支援策として設立されたものです。

(3)のデフォルト運用方法ですが、年金やその運用に関して十分な知識を持たず、運用商品の選択が適切に行えない人々に対し適切な運用を提供するために設定が義務付けられたものです。実際のところ加入者の大半がデフォルト運用を選択するようです。

2008 年年金法により、英国の職域年金は DB から DC への流れが決定づけられました。現在、英国の DB 職域年金のほとんどは、新規加入者の受け入れを停止しており、新たな加入者は基本的に DC に流れます。とはいえ資金残高でみると、2023 年の時点で、DB 職域年金の資産残高は約 1.7 兆ポンド、DC 年金の資産残高は 0.6 兆ポンドで、DB の方がまだかなり大きい状況ではあります。

## 2. SIP(運用基本方針)に定めるべき要件

英国の職域年金は、1995 年年金法によって、SIP（Statement of Investment Principles）を定めることが義務付けられました。これは日本の企業年金における「運用基本方針」に当たるものといえるでしょう。日本の厚生年金保険法で「運用基本方針」の策定が義務付けられたのが、1994 年ですので、実は日本の方が早かったことになります。

## ■SIP に定めるべき内容

SIP に定めるべき内容は、2005 年職域年金（投資）規則第 2 条 3 項で以下のように定められています。また、運用基本方針は少なくとも 3 年おき、または方針に大きな変更があった際に、専門家の助言を受け従業員に相談しながら、見直すことになっています。

### A) <分散投資、適合性、専門家の助言、SIP の遵守の原則>

1995 年年金法第 36 条に準拠するためのトラスティの方針

### B) <投資意思決定> 以下に関するトラスティの方針

1. 保有する資産
2. 資産間のバランス
3. リスクの特定、測定、管理方法
4. 投資の期待収益
5. 投資の実現（売却など）
6. ESG 要素を含む財務的に重要な要素（投資においてどのように勘案されるか）
7. （もし考慮するならば）非財務的要素が投資においてどの程度考慮されるか

### C) <スチュワードシップ> 以下に関するトラスティの方針

1. 投資に付随する権利（議決権を含む）の行使
2. 投資に関するエンゲージメント活動

### D) <アセットマネジャーの監督> 資産運用会社との契約に関するトラスティの方針

1. トラスティの投資方針と整合する戦略・判断を行うよう運用会社を促す仕組み
2. 中長期的な財務・非財務パフォーマンスに基づいて判断し、発行体とエンゲージメントを行うよう運用会社を促す仕組み
3. トラスティの方針と整合する運用会社の評価方法・報酬体系
4. ポートフォリオの回転率（売買頻度）とその管理方法
5. 資産運用会社との契約期間

（<> 内は筆者による注記）

## ■SIP におけるサステナビリティの定め

1999 年には SIP において、「投資において、社会、環境、またはもし倫理的な考慮を行うならばその行う程度」を記載することが定められました。この頃は ESG の考慮は「しても良い」というスタンスだったと言えるでしょう。2018 年には、財務的に重要な ESG の考慮（投資においてどのようにそれらの考慮が勘案されるのかを含む）について、SIP への記載が義務付けられました。また、非財務的な事項の勘案を（もしするならば）する程度についても記載することになりました。ここで「非財務的な事項」とは、加入者等の見方を意味し、倫理的な見方、社会や環境への影響などを含むものです。

## ■ DC プランでのトラスティ設定

英国の職域年金では、加入者の利益保護と制度の透明性・説明責任を確保するため、DC においてもトラスティ（受託者）が設定されています（信託型の場合）。DB プランの職域年金においてはもとよりトラスティがあったわけですが、DC プランが導入された際にもその枠組みが維持されたものです。なお、DC プランにおいても SIP を策定する必要があります。日本の感覚からすると、DC の運用は加入者個人の自己責任のはずで、なぜトラスティがあったり SIP の策定が必要だったりするのか不思議に思われるでしょう。これについては来月号で解説します。

## 3. 資産配分とサステナブル投資への取組み

ここからは、代表的な英国 DB 職域年金の SIP に具体的にどのような内容が記載されているか見ていくことにします。これまで述べたように DB は、2000 年代以降デリスキング（リスクの抑制）が続いてきました。また、英国の年金は負債対応投資（LDI）に積極的という特徴があります（2023 年のトラスショックでは保有する物価連動債の価格が暴落する事態もありました）。英国は言うまでもなくスチュワードシップ先進国であり、サステナブル投資にも積極的に取り組んでいます。こうした活動が各職域年金の SIP（運用基本方針）に具体的にどう組み込まれているかを見るのが、本稿の目的です。

## ■ 分析対象とした職域年金（DB）

今回分析対象としたのは、以下の 4 つの基金です。いずれも英国の職域年金では、大手に属するものです。なお、USS を除く 3 つの職域年金は、すでに新規加入の停止や凍結を行っています。英国の職域年金の多くが、DC 制度への移行を行っており、それら DB の方は数十年かけて資産が消滅する過程にあります。

### ■ 分析対象

USS	: 大学退職年金基金、英国の大学および高等教育機関の職員向け退職年金基金
BTPS	: ブリティッシュテレコム・グループ職域年金（2018 年に凍結 <sup>※</sup> ）
TESCO	: 大手スーパーマーケットチェーンである TESCO の職域年金（2015 年に凍結 <sup>※</sup> ）
SCPF	: 石油メジャーの一つである Shell の年金ファンド（2013 年に新規加入停止）

<sup>※</sup>凍結：制度への新規加入の停止と既加入者の将来勤務部分の給付発生の停止の両方を行い、受給権者のみの制度とすること

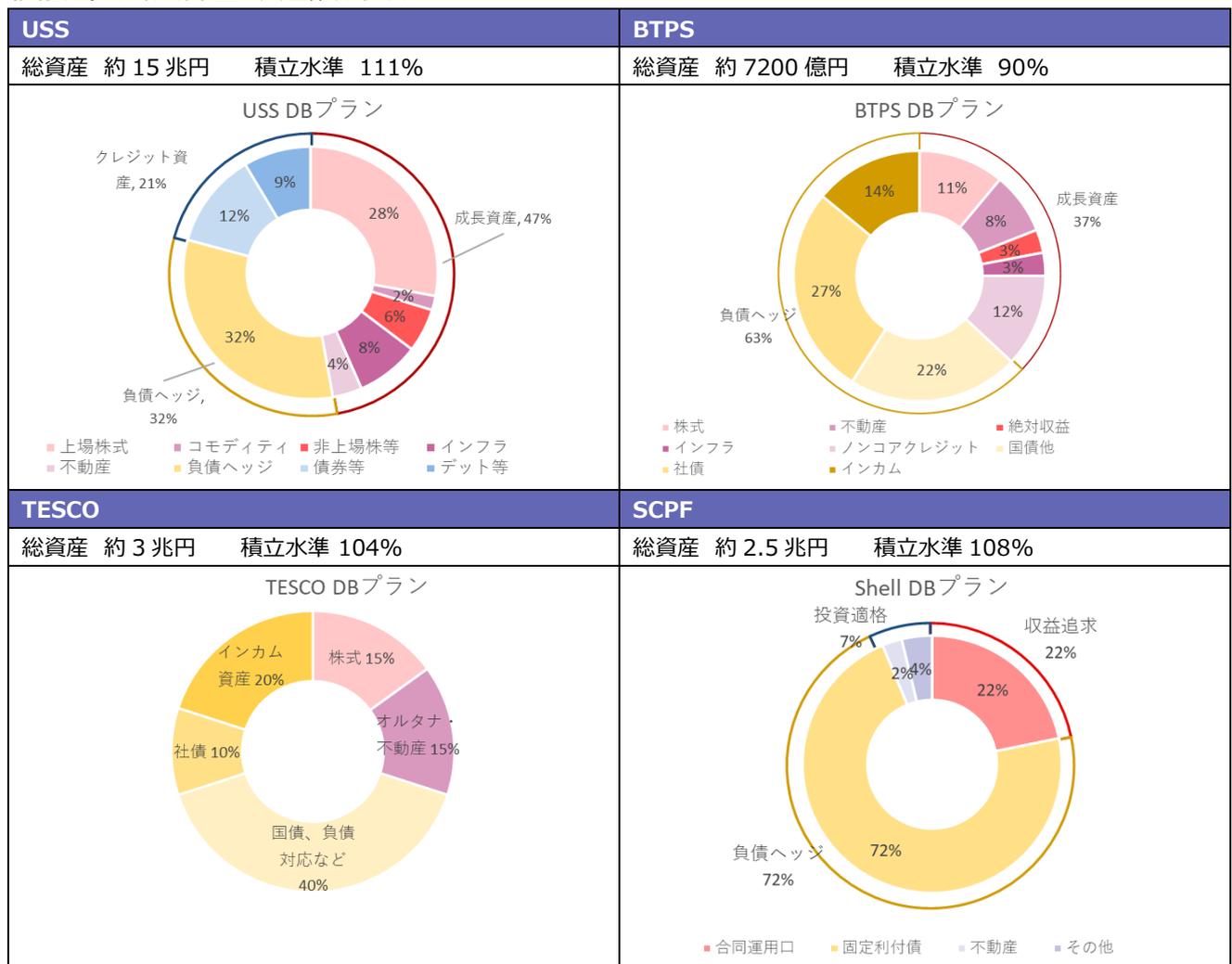
## ■ 資産配分状況

まず、これら職域年金がどのような資産に投資しているか、どのような配分になっているかを見てみます。SIP には投資対象となる資産について記載されていますが、戦略的資産配分比率については必ずしも掲載されていないので、ここではアニュアルレポートから年度末の資産配分実績を取材しています。

図表 2 に各職域年金の資産配分状況を示します。英国の職域年金の一つの特徴は、資産をその地域や種別ではなく、成長資産、クレジット資産、負債ヘッジ資産といった投資目的別に大きくくりにした管理、いわゆる目的別資産配分による管理を行っているところが多いことです。TESCO を除く 3 つの職域年金で目的別資産配分を採用しています（TESCO の場合も“負債対応”、“インカム資産”といった資産クラスが見られることから、目的別資産配分による管理を一部導入しているとも言えます）。

目的別資産配分を採用する背景には、英国の職域年金が日本と比較して年金資産規模が比較的大きく（英国の DB 職域年金資産の合計は約 1.2 兆ポンドで GDP の半分強あります。日本の企業年金・厚生年金基金の合計は 80～90 兆円で、GDP の 15% くらいです）、また終身年金でかつ給付がインフレ連動するなど、年金債務のリスクが比較的大きくなる傾向があり、資産リスクに加えて負債リスクの管理が重要視されていることがあります。

(図表 2) 各職域年金の資産配分状況



出所：各職域年金のアンニュアルレポート等より

目的別資産配分を採用する理由として、多くの職域年金が凍結あるいは新規加入の停止の状況にあり、制度終了に向けたリスク管理を意識していることがあげられます。BTPS や SCPF は、今後負債ヘッジ部分を増やし、長い時間をかけて負債とほぼマッチングした（財政上のリスクが極小になります）ポートフォリオへ移行する目標を SIP において掲げています。こうした徐々に資産側のリスク特性を収益追求から負債マッチング重視へと変化させるマネジメントを行うためにも目的別資産配分が有効といえます。

目的別資産配分の中身を細かく見ると、上場株式、債券、不動産、インフラといった我々にもなじみのある資産クラスが登場します。これら資産への配分は、政策アセットミックス策定の一環としてではなく、実践ポートフォリオの見直しとして、より機動的に行えるようになっている場合が多いようです。また、資産クラスには国内外の区分がありません。少なくとも見かけ上はホームバイアスがなくなっています（投資理論上はホームアセットバイアスの解消は望ましいですが、政府サイドからみると職域年金が国内に投資してくれないという悩みがあるようです）。

英国の職域年金はポートフォリオのレバレッジ（借り入れやデリバティブによって投資ポジションを増やすこと）が認められています。実際、これら 4 つの職域年金のアンニュアルレポートを見ると、いずれも総資産額に対して 2-3 割程度の負債（借入）があり、全体の投資ポジションを増やしています。（図表に表示しているのはグロスの投資ポジションにおける資産配分です）。これは、主として負債ヘッジのポジションを増やすための借り入れだと考えられますが、デリバティブなどを活用したポジションであることから、市場の急変時には影響を受けやすいことに注意が必要です。実際 2022 年のいわゆるトラスショックでは、英国債市場の急落を受けて、デリバティブ取引の追加担保の必要性から、意図せぬ資産売却に追い込まれる年金基金が続出し、バンクオブ・イングランドが国債の緊急買い入れを行うなどの事態に発展し、レバレッジを行う年金基金の脆弱性が顕在化しました。

## ■サステナブル投資への取組み

ご存じの通り、欧州の年金はサステナブル投資に対し非常に積極的で、英国の職域年金も同様です。ここでは、サステナブル投資への取組みがどのように運用基本方針に定められているかを見ることにします。

図表 3 は、各職域年金において、ポートフォリオのネットゼロ目標や投資における ESG の考慮、スチュワードシップへの取組み方針が、SIP や RI Policy(責任投資方針)にどう記載されているかを整理したものです。

まず、「ポートフォリオのネットゼロ目標」については、全ての職域年金が定めています。中でも BTPS は 2035 年のネットゼロ達成を目標としています。ほとんどの職域年金が、気候リスクは財務的なリスクであることを強調しています。ポートフォリオのネットゼロを目指す理由は何よりもまず、投資のリターン/リスク改善のためだというわけです。

ただし、職域年金によって「実世界での（ネットゼロ）移行」の重要性や、スチュワードシップ活動を通じ企業の実際の排出量抑制を促すことを強調しているところもあります。単にポートフォリオの排出量を抑制

するだけならば、高排出企業からダイベストメント（投資撤退）すればよいのですが、それでは実世界の排出量減少にはつながりません（そのため、ポートフォリオの排出量抑制のことを「ペーパー・デカーボナイズーション」と呼ぶことがあります）。スチュワードシップ活動を通じた投資先企業の排出量抑制の表明は、実世界の排出量減少と、持続可能な投資リターンの同時達成ができるという投資信念を表明したものであると思われれます。

また、TESCO においては、脱炭素の目標自体が変更される可能性について言及しています。2050 年のネットゼロ達成という超長期のタイムホライズンにおける不確実性を踏まえると、今後の環境の変化に応じて計画を見直す余地を残すという意味だと理解できます。

次に「ESG の考慮」について見てみます。いずれの年金も ESG 要因が財務的に重要な要素であると位置づけたくうえで投資判断に統合するとしています。

「スチュワードシップ」については、いずれの年金も議決権行使と共にエンゲージメントを重視する姿勢を打ち出しています。USS と BTPS は他の投資家との連携や協働エンゲージメントについて言及しています（USS は自家運用を行っています）。Tesco や SCPF はスチュワードシップにおける重点テーマを SIP において明記し、運用会社に対してこれら重点テーマについてのスチュワードシップへの取組と報告を促しています。

(図表 3) SIP 記載内容 (サステナブル投資関連)

	USS	BTPS	TESCO	SCPF
① ポートフォリオの ネットゼロ目標	<ul style="list-style-type: none"> <li>ネットゼロ目標あり(2050 年)</li> <li>気候リスクを財務的に重要な要因として考慮</li> <li>スチュワードシップ活動の他、政策提言を通じた気候変動に関する市場の変革に取組む</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>ネットゼロ目標あり(2035 年)</li> <li>気候リスク低減と投資成果向上を目的に 2035 年までにネットゼロを目標</li> <li>気候リスクを「長期的かつ構造的リスク」と認識し、リスクレジスターで定期的にモニタリング</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>ネットゼロ目標あり(2050 年)</li> <li>NZIF (ネットゼロ投資フレームワーク) を活用して目標を設定</li> <li>気候リスクを財務的に重要な要因として考慮</li> <li>目標が変更される可能性</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>ネットゼロ目標あり(2050 年)</li> <li>ポートフォリオのネットゼロではなく、実世界での移行を重視</li> <li>スチュワードシップを通じて、投資先企業のネットゼロ整合性を高めることを重視</li> <li>排出量、整合性、エンゲージメントに関する中間目標を設定</li> </ul>
② ESG の考慮	<ul style="list-style-type: none"> <li>ESG (環境・社会・ガバナンス) 要因は財務的に重要な要因として、投資判断に統合</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>ESG 要因は財務的に重要な要素として、投資判断に統合。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>ESG 要因は財務的に重要な要因として、投資判断に統合</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>ESG 要因は財務的に重要な要因として、投資判断に統合</li> </ul>
③ スチュワードシップ	<ul style="list-style-type: none"> <li>ユニバーサルオーナーとしての立場からアクティブなエンゲージメントを行う</li> <li>他の長期投資家と協働してリスク低減に取組む</li> <li>ポリシーエンゲージメントを通じ経済市場の機能促進を図る活動を行う</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>議決権行使とエンゲージメントを通じ、リスク調整後リターン向上を目指す</li> <li>必要に応じ、他の投資家との連携、株主提案の提出などエスカレーション手段を活用</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>議決権行使と企業とのエンゲージメントを重視</li> <li>重点テーマ：気候変動、生物多様性、人権、人的資本、コーポレートガバナンス</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>スチュワードシップ・サービス・プロバイダーを通じて、議決権行使と企業とのエンゲージメントを実施</li> <li>重点テーマ：気候変動、コーポレートガバナンス、人的資本と人権</li> </ul>

出所：各職域年金の SIP 等より作成

また、USS のようにユニバーサルオーナーとしての立場を表明するところもあります（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。

ユニバーサルオーナーは資産が巨額のため、事実上、経済・市場全体を保有していると言え、そのため個々の投資先企業の業績・株価だけでなく、むしろ経済社会全体の持続的成長や、市場機能の健全性といったことに強い関心を持つのが特徴です。USS の場合、ポリシーエンゲージメントにも取り組み、市場環境の整備を図ろうとしています。

## ■エクスクルージョン、非財務的事項

「エクスクルージョンやダイベストメント」について比較します（図表 4）。SCPF が「非人道兵器」に関係する企業を除外する以外、明確な除外やダイベストメントの基準は見受けられませんでした（委託先のアセットマネジャーのダイベストメント基準は原則容認するようです）。ダイベストメントは大陸欧州の公的年金などが化石燃料企業について行うケースが見受けられますが、英国の職域年金は除外やダイベストメントに対しては総じて慎重です。

投資理論上は、特定の業態の銘柄を一律に除外あるいはダイベストメントする手法は、投資効率性を引き下げる可能性があると考えられています。また、化石燃料企業を除外またはダイベストメントしても、それら企業が化石燃料とのかかわりをやめるわけではなく、むしろ投資家としてそれら企業に働きかける手段を失うことから、脱炭素化を促進する効果がないという指摘があります。むしろ保有を続けた上でエンゲージメントを通じて脱炭素化を促す方が効果的だというわけです。英国の DB 職域年金はエンゲージメントを通じて、投資先企業に対し排出量抑制を促すことを重視していると言えるでしょう。

（図表 4）SIP 記載内容（投資除外、非財務的事項関連）

	USS	BTPS	TESCO	SCPF
④ ダイベストメント/ エクスクルージョン	<ul style="list-style-type: none"> <li>■エクスクルージョン 財務的に重大な ESG リスクがある場合に限り検討</li> <li>■ダイベストメント 財務的に重大な ESG リスクがある場合に限り検討</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■エクスクルージョン (明記せず)</li> <li>■ダイベストメント ESG リスクが財務的に重大である場合、ダイベストメントを検討する</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■エクスクルージョン ・原則として特定業種の一律除外はおこなわず</li> <li>■ダイベストメント ・ESG リスクが財務的に重大である場合、ダイベストメントの可能性はある</li> <li>・エンゲージメントを優先し、企業が長期的な目標に応じない場合はダイベストメントも検討</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■エクスクルージョン 非人道兵器に関与する企業</li> <li>■ダイベストメント 段階的なプロセス： エンゲージメント→エスカレーション→ダイベスト</li> </ul>
⑤ 非財務的事項	<ul style="list-style-type: none"> <li>・投資判断は財務的利益を最優先する必要があると認識</li> <li>・以下の場合非財務的事項を考慮することがある。 ①考慮しても重大な財務的損失のリスクがない、②加入者間で広く共有された懸念があると判断できる</li> <li>・加入者またはその代表者から ESG に関する意見を収集</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・原則として財務的に関連する場合に限り考慮する</li> <li>・加入者代表や労働組合、加入者アンケートなどを通じ、加入者の価値観を集約的に理解し ESG やスチュワードシップ方針に反映</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・財務的に関連する場合は投資において考慮する</li> <li>・非財務的事項は原則として投資判断に反映しない</li> <li>・現状、加入者個別の意見は投資戦略に反映せず</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・財務的に関連する場合に限り投資において考慮する</li> <li>・加入者の意見を直接投資に反映することはしていない</li> </ul>

出所：各職域年金の SIP 等より作成

最後に「非財務的事項（Non-financial matters）」です。非財務的事項というのは、加入者の価値観や倫理観（例えば、たばこやギャンブルといった業態と関わりたくないという要望）のことを指します。こうした投資のリターン/リスクと直接関連しない（が加入者の心理的な利益になる）要素を投資においてどう考慮するかということです。各年金とも、財務的に関連しない限り非財務的事項は考慮しないことを原則としていますが、加入者の意見をある程度投資に反映させようとするところと、加入者の意見は投資活動においてノイズになりかねないとして受け付けないところとで対応は分かれます。

## 4. 本邦の年金基金運営への示唆

英国の職域年金の SIP は、負債リスクを意識したポートフォリオの構成を導入していることと、サステナブル投資への取組みを相当程度重要視していると言えます。本邦の「運用基本方針」とずいぶん異なると感じた方も多いのではないのでしょうか。

英国職域年金の SIP も最初からこうだったわけではないと思います。しかし、2000 年代に入ってから退職給付会計の導入によって年金債務リスクのマネジメントの重要性が増したこと、また経済・環境・社会のサステナビリティの重要性の増大といった環境変化を受けて、SIP への記載も変わってきたのでしょう。

職域年金のトラスティとして、超長期投資家であること、受託者責任を意識することは変えてはいけないうスタンスです。とはいえ閉鎖型の年金制度においては、制度終了に向けて負債のリスク特性は徐々に変化していきます。これに対応していくためには、負債リスクを意識したポートフォリオ管理が有効です。また受託者責任を確実に果たしつつサステナビリティを意識する意味で、サステナビリティに関する問題を財務的に重要な ESG 要因と、（加入者の価値観や倫理観といった）非財務的事項に分類したうえで、前者については全て投資判断に反映するとし、後者については原則投資判断に反映しない（または条件付きで反映することがある）と、明確に扱いを分けていることは注目に値します。今回の SIP の分析では、受益者の経済的利益最大化という方針を堅持しつつ、変化する環境に柔軟に適用しようとする英国の職域年金の姿が浮かびあがってきたように思います。

翻って、我が国の年金基金の運用基本方針はどうでしょうか。英国に先んじて制定され、受託者責任を踏まえた運用目的、運用目標、分散投資を意識したポートフォリオ構成などが定められたことは、当時としては先進的な取り組みであったことでしょう。

一方で、基本方針を策定した当時とは、企業年金を取り巻く環境がずいぶん変化しているのではないのでしょうか。経済環境でいえば長期にわたるデフレ経済を脱却し、“金利ある世界”に移行しつつあります。制度を取り巻く環境では、老後の生活資金の担い手が、DB 年金から DC 年金、あるいは NISA などを通じた個人の資産形成を加えた複数の手段で支える方向に移りつつある中、従業員の DB 年金への期待も変化してきているのではないのでしょうか。

資産運用におけるサステナビリティへの取組みをどう整理するかも重要な課題です。米国ではサステナビリティが政争化しましたが、その中ではサステナビリティと経済がトレードオフの関係にあるとして議論されているようです。しかし、長期的な視点でいえば持続可能な経済成長のためにこそサステナビリティが重要であるはずで、サステナビリティへの逆風が吹く中、取組みに関して加入者の間でも意見の相違があると思われます。ステークホルダーに対し、企業年金のサステナビリティへの取組みをしっかりと説明していく必要があります。

サステナビリティへの従業員の関心が高まる中、個人の価値観といった非財務的事項に対し企業年金がどのように応えることができるのかといった課題もあるでしょう（個人の価値観などに運用が影響されるべきではないという考え方もあります）。実は、英国の DC 職域年金においては、非財務的事項に関して、より踏み込んだ取組みが見られます。今回はそのことも含め、DC 職域年金における SIP の具体事例を見ることにします。

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。

#### 参考文献：

各職域年金（USS、BTPS、TESCO、SCPF）の SIP（運用基本方針）、RI Policy（責任投資方針）、Annual Report（年次報告書）など、大沼貴幸（2016）、「DC 年金改革—英国の例にみる日本への示唆」、三菱 UFJ 信託資産運用情報 2016 年 7 月号

福山圭一（2019）、「イギリス職域年金における投資規則等の改正について—運用基本方針への ESG 及びスチュワードシップ関連記載の観点から—」、年金シニアプラン総合研究機構年金調査研究レポート

## 年金 ALM 分析②

### ～分析の流れと負債分析～

トータルリワード戦略コンサルティング部 企業年金室 大石 咲

#### 要旨

- ALM 分析においては分析対象の決定、前提条件の設定が分析結果に大きく影響するため、十分な検討が必要です
- 負債の将来推移は、将来のキャッシュフロー予測を用いて算出することができます
- ただし、キャッシュバランス制度では、給付額が経済指標に連動するため、当該経済指標の変動を織り込むことが出来るモンテカルロシミュレーションの活用が候補になります

#### 1. 年金 ALM 分析の流れ

年金 ALM 分析は、図表 1 に記載のステップで実施します。

(図表 1) 年金 ALM 分析の流れ

項目	内容	
1. 分析対象の決定	・年金財政のみを分析対象とするか、退職給付会計も含めるかを決定	
2. 資産クラスの選定	・オルタナ枠やマルチアセット枠の設定、目的別ポートフォリオの採用有無を踏まえ、資産クラスを決定	
3. 年金 ALM 分析	(1) 前提条件の協議	・負債や資産の将来予測をするうえでの前提条件を設定
	(2) 前提条件の確認	・(1)で設定した前提条件を基に、加入者等の将来予測を行い、前提条件を確認
	(3) 負債分析	・年金負債や、掛金額や給付額といったキャッシュフローの将来予測を行い、負債サイドのリスクを把握
	(4) 資産分析	・複数のアセットミックスで運用した場合の年金資産の将来予測を行い、資産サイドのリスクを把握
	(5) 総合分析	・「(3) 負債分析」「(4) 資産分析」の結果を総合的に分析し、制度運営上のリスクを把握し、最適と考えられるアセットミックスを検討

出所：筆者作成

## 1. 分析対象の決定

年金 ALM 分析を始めるにあたって、まずは分析対象を決定します。具体的には、年金財政上の負債のみを分析対象とするか、退職給付会計上の負債も含めるかを検討します。年金財政における分析では責任準備金や最低積立基準額を、退職給付会計における分析では退職給付債務（PBO）を負債とします。

これまでは年金財政の割引率にあたる予定利率よりも、退職給付会計の割引率にあたる国債や社債の利回りが低水準で推移し、責任準備金に比べて退職給付債務が大きくなり、年金財政上と退職給付会計上の積立状況の差が拡大する傾向がありました。この場合、年金制度が企業会計に与える影響を把握し課題解決を図ることを目的とし、退職給付会計の観点を取り入れた年金 ALM 分析を実施している企業も見られました。

しかし、足もとは債券利回りの上昇局面であること、また、ALM の目的は「資産と負債のバランスを長期的に維持する」ことですが、ここでいう負債は通常年金財政上の責任準備金や最低積立基準額を指していることから、純粋な年金 ALM の財政分析という観点では必須ではありません。

## 2. 資産クラスの選定

分析対象を決定したら、次は資産クラスを選定します。具体的には、伝統四資産（国内債券・外国債券・国内株式・外国株式）以外にオルタナティブ（代替資産）やマルチアセット等を独立した資産クラスとして設定することの有無や、目的別ポートフォリオ（例えば給付の支払いや収益の追求といった目的ごとにポートフォリオを構築し、その各目的を確実に達成することを目指すもの）を採用するか等を検討します。いずれの場合もまずは現状の政策アセットミックスを出発点とし、現状を維持するか、選定した資産クラスに方針を変更するか、比較・検討することになります。

## 3. 年金 ALM 分析

分析対象の決定、資産クラスの選定を踏まえ、年金 ALM 分析に入ります。年金 ALM 分析は資産と負債の将来予測をするため、予測に用いる前提条件として、資産分析における各資産クラスの金融変数（期待リターン、リスク、相関係数）や、負債分析における人員計画や年金受給権者のうち選択一時金を選択する割合等を検討します。

以上述べた図表 1 の赤枠部分（分析対象の決定・資産クラスの選定・前提条件の協議）は分析結果に大きな影響を与えるため、十分に検討する必要があります。

次に、前提条件を基に作成した政策アセットミックス候補や加入者・受給権者推移等を確認し、違和感がなければ分析に入ります。分析では負債分析、資産分析を経て、総合分析を行います。今回は負

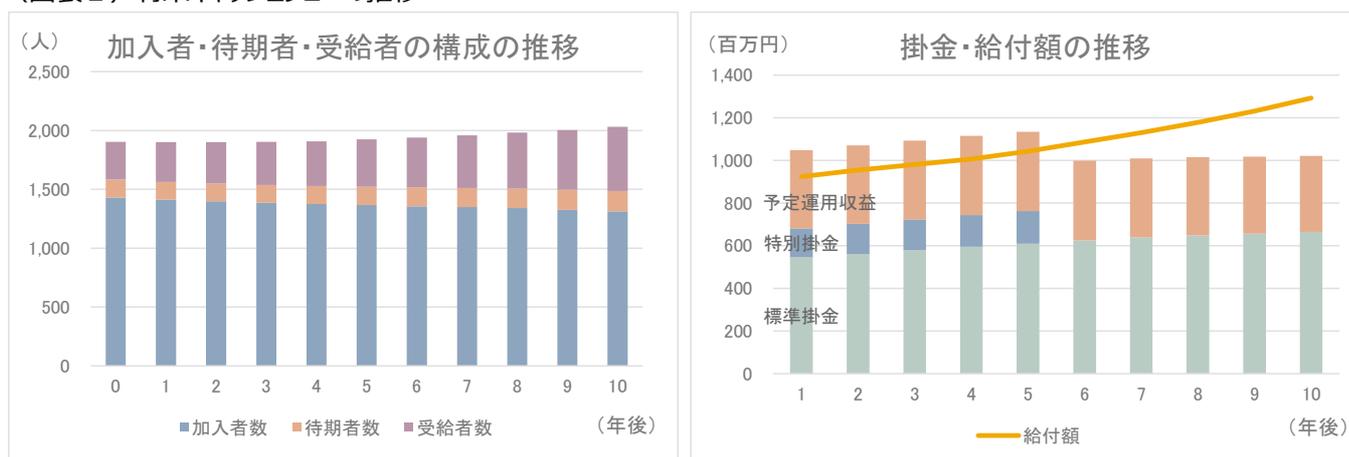
債分析に重点を置き、第 2 章にて通常の負債分析、第 3 章ではキャッシュバランス制度における負債分析について解説します。

## 2. 負債分析

負債の分析方法について解説します。

負債の将来推移はキャッシュフローの見込み、つまり掛金および給付の見込みに基づいて作成されます。一般的に、負債とは将来予定されている支出見込みから収入見込みを控除した額を現時点において評価したものです。そのため、将来発生するキャッシュフローを予測することで、負債の将来推移を作成することができます。(図表 2)

(図表 2) 将来キャッシュフローの推移



出所：筆者作成

将来キャッシュフローを予測する方法として、2 つの方法を紹介します。

1 つ目は人員構成の変化に着目してキャッシュフローを予測する方法です。

手順としては、現在の加入者、待期者、受給者の人数を基に、予定脱退率および予定死亡率、並びに、今後の採用計画等に基づいた新規加入者数の見込みから、将来の人員構成を予測します。その上で制度情報に基づき、今後の掛金額および給付額を予測します。

この方法は、人員構成の変化を確度高く予測できることから、精緻な分析を行うことが可能です。ただし、必要となる情報が多いため、主に年金制度の制度管理業務を受託する機関が年金 ALM 分析を行う際に用いる分析手法となっています。

2 つ目は過去実績からキャッシュフローを予測する方法です。具体的には、標準掛金額および給付額が直近の傾向を維持しながら推移することを前提とし、特別掛金やリスク対応掛金等の拠出計画がある場合は、その影響を別途織り込んで予測します。

この方法の利点としては、詳細な人員データを必要としない点が挙げられます。一方で、過去実績における毎年の掛金額もしくは給付額の変動が大きいと確度の高い予測が難しいという欠点もあります。例えば、年金ではなく一時金での受け取りを選択する傾向にある場合、退職者数に連動して毎年の給付額が大きく変動するので、過去実績から将来の傾向を予測することは難しいといえます。

入手可能なデータによって上記の方法を使い分け、キャッシュフローを予測することで、様々な制度における負債の将来推移を作成することが可能となります。

### 3. キャッシュバランス制度における負債予測の難しさ

キャッシュバランス制度においては、掛金・給付のキャッシュフローから直接負債の将来推移を作成することが困難となることに留意が必要です。

#### ■キャッシュバランス制度

キャッシュバランス制度（以下、CB）とは、あらかじめ定めた経済指標の実績に連動して給付額が変動する仕組みです。具体的には、加入者個人ごとに仮想個人勘定残高を設け、そこに「持分付与額」と「利息付与額」を積上げていきます。「持分付与額」は給与やポイントに基づき一定割合で付与されますが、「利息付与額」は国債利回りや物価指標などの経済指標に基づいて付与されます。

給付額が経済指標に連動することから、インフレや金利変動といった経済動向を給付額に反映させることが出来るという特徴がある一方で、経済指標の変動を織り込まない単純なキャッシュフローからでは、負債の将来予測に対応できないという側面があります。

#### ■モンテカルロシミュレーションの活用

こうした不確実性に対応するためには、モンテカルロシミュレーションを活用した負債の将来分析が有効で  
モンテカルロシミュレーションでは、金利やインフレ率などの変数に対して確率分布（正規分布）に基づいて将来のシナリオをランダムに生成し、これを数千から数万試行することで将来における経済指標や負債の分布を得ます。これにより、平均値のみならず最悪ケースや信頼区間を把握することができ、単純なキャッシュフロー予測では織り込むことのできないリスクを定量化できます。

### 4. まとめ

年金 ALM 分析を実施する際は制度特徴を踏まえた分析方法を選択することが肝要です。特に、キャッシュバランス制度においては、再評価率・指標利率の将来変動を織り込まなければ精緻な分析が出来ないため、特にご留意ください。

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。

## 株価急騰に思う

あつという間に日経平均株価が 5 万円を突破した。原稿の締め切りから発行までのタイムラグがある程度ある本誌では、相場動向に関することは書きにくい。先月号も株価に関することを書いたが、執筆時は新政権発足前で不透明感が漂っており、その後短時間で急騰するとは正直、思わなかった。

日経平均が 4 万円、5 万円の節目を突破することが話題になる通り、株式市況の動向は日経平均の数値で伝えられることが多い。市場の動きを示す指標は、日経平均の他にも東証株価指数（TOPIX）があるが、ニュースなどではもっぱら日経平均が使われる。両者は算出方法に違いがあり、日経平均株価は採用銘柄（225 社）の単純平均を基に除数で修正するなどして算出される。除数は構成銘柄の入れ替えや株式分割あるいは有償の割当て増資があった場合などの修正を行うためのものである。一方、TOPIX は時価総額の指数であり、マーケット全体のボリュームを表していると考えられる。

日経平均と TOPIX は、各々合理的に算出された指標であり、どちらが優れているというものではないが、このところ両者の上昇幅には乖離が見られる。日経平均は 2025 年年初が 3 万 9,945 円で、TOPIX は同じく 2,792 ポイントであった。2025 年 10 月末時点で、日経平均は 5 万 2,000 円を超え、3 割以上の上昇となっているのに対し TOPIX は 3,300 ポイントと 18% の上昇にとどまっている。日経平均は一部の値がさ株の影響を受けやすいと言われており、そうした影響が一因であるのかもしれない。

冒頭にあつという間という表現を使ったが、最近は上昇するにせよ下落するにせよ、値動きがかなり激しいように感じている。もちろん、指標水準が上昇すれば、同じ率の騰落率でも値動きが大きくなるのは当然ではあるが、株式の需給の構造にも原因があるのではないかと思う。筆者が気にしているのは日銀が ETF を通じて保有している株式の影響である。本稿で日銀の政策についての是非を問うつもりはないが、株式の需給に関して影響を与えているのは事実であろう。かつては、企業の持ち合い株式が株式需給に影響を与えていると言われてきたが、その持ち合いが解消されつつある中での新たな課題である。日銀は市場への売却は簿価ベースで 37 兆円保有する ETF を年間 3,300 億円（時価ベースではその倍程度）売却するとしている。その程度なら市場の下押し圧力とはならないと市場関係者は判断しているという。先月号でも触れたが、株価上昇は結構なことであると思う。しかし、株価の上昇が国民生活の向上に直結するわけではない。株価上昇はあくまで企業収益拡大に対する期待であり、その期待が現実になることが重要である。

2025 年 11 月 10 日

アナリスト 久野 正徳



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ものです。その内容の正確性・完全性を保証するものではありません。施策の実行にあたっては、実際の会計処理・税務処理等につき、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

トータルワード戦略コンサルティング部  
〒100-8212 東京都千代田区丸の内 1-4-5

[www.mufg.jp](http://www.mufg.jp)