

確定拠出年金制度における インフレ対応に関する考察

MUFG 資産形成研究所
所長 日下部朋久
2023年11月22日

はじめに

日本では、長く続いたデフレ・低インフレ時代から、継続的なインフレが意識されるようになってきた。賃金の上昇が持続的なものとなり、企業が増加した労務費を適切に販売価格に転嫁する流れが定着すれば、賃金と物価の好循環となりデフレに後戻りすることのない経済環境が整っていくことが期待される（注1）。

物価上昇はそれ以上の賃金上昇があってこそ好循環であるが、年金生活者はどうであろう。公的年金は少子高齢化の影響により所得代替率は低下していく見込みであるものの、基本的には物価・賃金スライドが組み込まれている。一方、私的年金（企業年金・個人年金・貯蓄等）では、物価スライドは組み込まれていないケースが多いものと思われる。本稿では老後資金として私的分野におけるインフレ対応のあり方について、確定拠出年金（DC）制度にフォーカスして検討するものである。

DC 制度におけるインフレの影響

DC 制度は掛金を積立てつつ運用を行うことで残高を増やし 60 歳以降に給付を受ける仕組みである。給付は年金、もしくは一時金の形態で受給することになる。インフレが進むと将来の給付額の実質価値が低下するため、その価値を維持しようとすると、何らかの対応が必要となる。

図表1 DC 制度の積立て運用・取崩しのイメージ



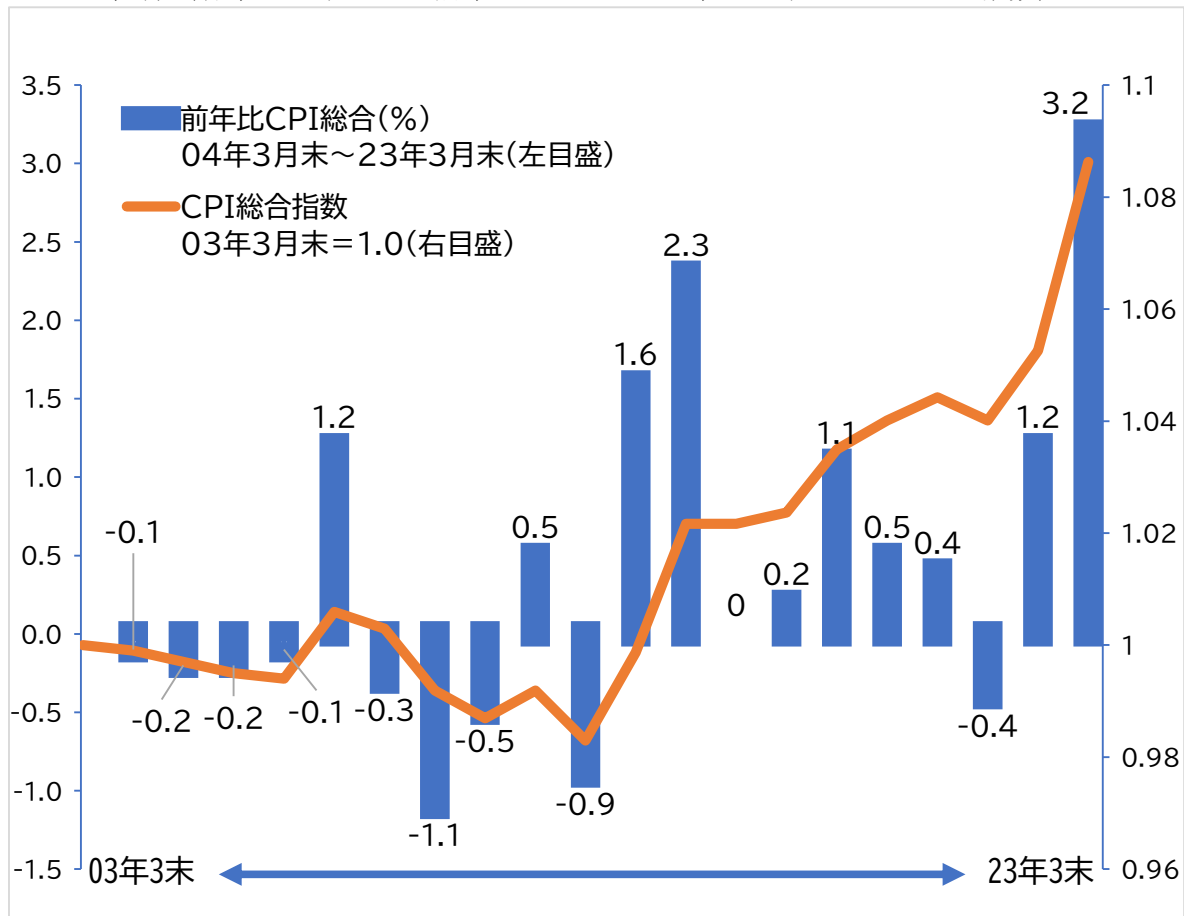
（出所）筆者作成

DC 制度の給付額を構成する要素は掛金（元本）とその運用収益のみであり、この 2 要素についてインフレにどう対応すれば実質価値が維持できるのか検討する。なお、本稿ではインフレ対応としていわゆる物価スライドをイメージしているが、生産性の向上などにより賃金はインフレ率より上昇することが考えられ、給付水準を現役賃金に連動するよう賃金スライドを検討することがありうるが、ここでは物価スライドを少なくとも目指すという前提で論を進める。

消費者物価上昇率（総合）の推移

インフレの影響を議論するにあたって、この 20 年の消費者物価（総合）の状況を確認する。インフレ・デフレを繰り返し、累積で見ると 20 年間で 10% 程度の上昇であり、ほとんどインフレを意識する必要がなかったと言える。ただし 22 年 3 月末・23 年 3 月末の前年比上昇率は大きく、それぞれ 1.2%、3.2% となっており、デフレ経済もいよいよ変換点かどうかという状況になっている。このままインフレが定着する可能性があり、本稿では定着することを前提に、DC 制度における影響と対応を論じる。

図表 2 CPI 総合（各年 3 月末時点の前年比および 2003 年 3 月末を 1.0 とした指数）



(出所)リフィニティブのデータより筆者作成

掛金を物価スライドするには

給付額が物価スライドするには、給付額の構成要素である掛金額がインフレ率に応じて増加することが必要となる。掛金の決定方法を大別すると、「基準給与×掛金率」もしくは「定額」となる。

「定額」の場合、企業型、個人型いずれにおいても、自動的に物価スライドをすることはない。定額掛金を物価スライドしようとする、例えば 1 年ごと定額掛金額をインフレ率に応じて見直すことになる。特に企業型での選択制 DC 制度における拠出やマッチング拠出、および個人型 DC における拠出は、本人の意思で掛金額を設定できるものの、自ら手続きを行う負担が生ずる。また、掛金設定の刻みがあらかじめ定められているため、細かな水準調整はできず、何年かに一度調整するなど大まかな対応とならざるを得ないなど実務的な課題がある。

「基準給与×掛金率」の場合、さらに 2 つに大別される。基準給与が賃金改定と連動しているか否かである。賃金改定と連動している場合には、賃金改定に少なくとも物価上昇分が加味されていれば物価スライドされていることになる。一方で、賃金と連動しない基準給与の場合は、基準給与改定を別個に行わない限り、物価スライドとはならない。この分類にはポイント×単価を給与とするポイント制給与を使用している場合も含む。

図表 3 は経団連等の退職金調査でどのような基準給与（退職金基礎額）が使用されているか示したものであるが、8 割以上が賃金改定額とは関係なく別建てとなっている。この調査は退職金という名目

で調査されており、確定拠出年金に限ったものでないものの、企業型 DC 制度では退職金から移行するケースが多いことから、この傾向は DC 制度に限っても変わらないと推察される。このケースで物価スライドをするには、基準給与をインフレ率と連動するよう調整率を乗ずる（ポイント制の場合はポイント単価を改定する）などの工夫が必要である。

図表 3 賃金と退職金算定給与の関係

賃金改定額と退職金基礎額との関係 - 全産業 -

単位：%

| 暦年 | 賃金改定額が基礎額に 繰り入れられる | | 賃金改定額とは関係なく 別建てとなっている | | | その他 | |
|-------------|-----------------------|------------|--------------------------|--------------------------------|--------------------------------|------------------------------|------------|
| | 全 部 | 一 部 | ポイント方式 (点数×単価) | 別テーブル 方式 | その他 | | |
| 2012 | 14.1 | 7.3 | 75.9 | 65.0 (85.6) | 8.6 (11.4) | 2.3 (3.0) | 2.7 |
| 2014 | 12.3 | 7.8 | 76.2 | 65.6 (86.0) | 8.2 (10.8) | 2.5 (3.2) | 3.7 |
| 2016 | 9.9 | 6.1 | 80.2 | 65.4 (81.6) | 11.0 (13.7) | 3.8 (4.7) | 3.8 |
| 2018 | 8.0 | 5.3 | 84.0 | 69.9 (83.2) | 10.6 (12.6) | 3.5 (4.2) | 2.7 |
| 2021 | 9.0 | 3.5 | 82.4 | 63.1 (76.7) | 14.5 (17.6) | 4.7 (5.7) | 5.1 |

注：(1)集計企業数を 100.0 とした割合
 (2)小数点第 2 位以下四捨五入のため、合計が 100.0 にならない場合がある
 (3) () 内は退職金が「賃金改定額とは関係なく別建てとなっている」と回答した企業数を 100.0 とした場合の割合
 (4)別テーブル方式とは、退職金算定のために賃金表とは別に退職金算定基礎額表を設けるものをいい、算定基礎額を賃金と分離し、別の体系やテーブルにしている方法

(出所)2021 年 9 月度 退職金・年金に関する実態調査結果(日本経済団体連合会・東京経営者協会)

以上が掛金を物価スライドしようとした場合の方法論であるが、DC 制度には拠出上限が定められており、これを超過するスライドはできない。拠出上限を超過する部分の考え方については物価スライドの問題に限らず、本来退職給付として拠出したい掛金が限度額を超過する場合の対応と同じになる。通常、企業型の場合は超過部分について前払い退職金として給与とともに支払われるケースが多い。マッチング拠出や個人型 DC 制度においても同様の問題が生ずる。超過した分については課税関係が異なるが、本人の意思で NISA などの他の積立て手段を利用するほかない。

企業型掛金を物価スライド型にすることは可能か

企業型 DC 制度における事業主拠出掛金については、そもそも企業が物価スライドする意思があるかどうかの問題がある。では、現在物価スライドとなっていない掛金決定方法を見直すインセンティブは企業サイドにあるのであろうか。図表 3 で示されるように、退職給付は賃金改定と切り離されているケースが 8 割以上である。過去においては賃金改定と連動する退職給付制度が多くあったと記憶しているが、賃金改定により過去期間分の給付も引き上がることによる後発債務の負担が大きいことから、切り離し型が徐々に増加してきた経緯がある。

また、低インフレ・デフレ経済の継続により、この切り離し型であっても実質的価値の低下が顕著にみられなかったことにより、水準見直しが労使の争点となりにくかったと思われる。さらには、低金利下において企業年金の想定する運用利回りが大幅低下し、年金財政の悪化や企業会計上の債務の増加により、企業のコスト負担が急増することとなった。これを受け物価スライドどころか、給付の

切り下げが進む時代が続いた。このような経緯の中、退職給付の水準に物価スライドを求める労使間の協議はますます後回しになっていったと考えられる。

時代は変わり、インフレおよび賃上げが好循環するとなれば、退職給付をそれと切り離しつつけることができるかどうかのポイントなる。昨今の人的資本経営において従業員エンゲージメントを重視する傾向が継続するものと考えたときに、企業が積極的に退職給付の水準のあり方を検討していくことが考えられる。前払い退職金という概念も導入されている中、掛金と給与は少なくとも労働の対価として連動することが社会的に要求されていくように考えられる。昨今の健康経営の潮流のように、多くの企業がそれを標榜し福利厚生に関する見直しをする中、それと同様に掛金の物価スライドはベーシックな機能として定着していく可能性があり、それを先駆的に取り組む企業があるとすれば意義深い。

DC 制度は、将来の掛金部分と支払い済みの積立て金部分を分離して考えることができる。企業が物価スライドに対応すべきは、今後の掛金の増額についてである。過去に支払った掛金には及ばない。インフレにより企業活動（売上高、利益など）は名目値でみると拡大することが考えられ、掛金の見直しをしない場合は実質的にコストダウンになっている可能性すらある。

一方で積立金の部分は、従業員への掛金として清算済みであり、受取後は従業員が自ら対応をとる必要がある。企業が直接関与することはない。一般的な確定給付型でこの物価スライドに対応しようとすると、過去の勤務期間分についても増額する必要が生ずる。これが確定給付型から確定拠出型に変更する際に生ずる、企業から従業員へのリスク移転である。

なお、DB 制度においてはキャッシュバランス（CB）制度のように過去部分について再評価を行う仕組みがある。これを利用し再評価がインフレ連動に適した方法がとられ、裏付けとなる年金資産の運用もこれに連動するような制度設計、たとえば運用実績連動型 CB 制度のような場合では、長期的にインフレ対応が可能な上、従業員へのリスク転嫁が抑制される特徴を有しているものもある。

さらなる企業の役割

では、企業はせいぜい掛金の物価スライドに対応すれば良いのか。このようなリスク移転があった場合、いや移転がないとしても、従業員が適切に資産運用できるように教育・情報提供を行うべきと考える。DC 法第 22 条では資産の運用に関する基礎的な資料の提供等を継続的に行う努力義務や、資産の運用に関する知識向上への配慮義務が謳われている。これらの教育・情報提供は、投資の基本的な考え方を伝えるに留まるケースが多いが、インフレへの対応についてもしっかりと伝えることが必要であろう。教育の観点については、DC 制度に限らず、政府の進める資産所得倍増プランにおいて、金融経済教育が強力に推し進められようとしており、その中心に職域における教育が取りざたされている。このような背景のもと、企業の投資教育等の責務は必然と高まるものと考えられる。

運用収益を物価スライドするとは

では、給付を構成する要素である運用収益を物価スライドするにはどうすれば良いのか。つまり、インフレ率に応じて名目の収益率を引き上げるにはどのような運用をすれば良いのか。一般にインフレになると、タンス預金では保有資産の実質価値は低下するので、インフレ耐性のある資産、すなわちインフレ率を超える収益を発生する資産への投資が勧められる。一般的に耐性があると言われる株式や債券なら本当にインフレに対抗できるのか。元本確保型商品ではどうなのか、実際、インフレに対応するほどの利回りは発生していないが、デフレ経済においては安定して実質価値の向上に貢献したとも言える。インフレが発生した場合、元本確保型はそれを上回る収益をもたらしてくれるのだろうか。以下、これらの点を検討する。

目標額の設定とインフレとの関係

DC 制度による老後資産形成において、目標額を定めることがある。もちろんなくても良いのだが、例えば退職一時金制度から DC 制度に移行した場合は、企業は移行前の退職金水準程度にはなるよう制度設計を行うことが多い。その場合キーとなるのが、掛金をどのくらいの利回りで運用できるのか仮定をおくこと、いわゆる「想定利率」の設定である。つまりその利率で運用ができれば、目標額（移行前の退職金水準）に到達するという利率だ。そして想定利率で運用できれば目標水準となるような掛金額を決めることになる。想定利率の決め方の議論は本論の目的ではないので、ここでは所与のものとする。たとえば想定利率が 1.5% とすると、本人は 1.5% の運用成果が実現できるよう運用すれば良いのであろうか。もし、移行前の退職金水準が 10,000 千円であったとすれば、図表 4 の前提 A のように掛金を年 426 千円として 1.5% の運用をすれば 20 年間で確かに 10,000 千円の運用成果が得られることになる。

図表 4 インフレ率の見込みの違いによる掛金と残高シミュレーション

単位: 千円

| 年数 | A: インフレ率の見込み0% | | B: インフレ率の見込み1.0% | | 参考: 前提Bで掛金増なし | |
|----|----------------|--------|------------------|--------|---------------|--------|
| | 掛金額 | 期末残高 | 掛金額 | 期末残高 | 掛金額 | 期末残高 |
| 1 | 426 | 432 | 426 | 437 | 426 | 440 |
| 2 | 426 | 871 | 430 | 889 | 426 | 895 |
| 3 | 426 | 1,317 | 435 | 1,357 | 426 | 1,364 |
| 4 | 426 | 1,769 | 439 | 1,841 | 426 | 1,850 |
| 5 | 426 | 2,228 | 443 | 2,342 | 426 | 2,351 |
| 6 | 426 | 2,694 | 448 | 2,860 | 426 | 2,868 |
| 7 | 426 | 3,167 | 452 | 3,395 | 426 | 3,403 |
| 8 | 426 | 3,647 | 457 | 3,949 | 426 | 3,956 |
| 9 | 426 | 4,134 | 461 | 4,521 | 426 | 4,526 |
| 10 | 426 | 4,628 | 466 | 5,113 | 426 | 5,116 |
| 11 | 426 | 5,130 | 471 | 5,724 | 426 | 5,725 |
| 12 | 426 | 5,640 | 475 | 6,355 | 426 | 6,354 |
| 13 | 426 | 6,157 | 480 | 7,007 | 426 | 7,004 |
| 14 | 426 | 6,682 | 485 | 7,680 | 426 | 7,675 |
| 15 | 426 | 7,214 | 490 | 8,376 | 426 | 8,368 |
| 16 | 426 | 7,755 | 495 | 9,093 | 426 | 9,085 |
| 17 | 426 | 8,304 | 500 | 9,834 | 426 | 9,824 |
| 18 | 426 | 8,861 | 505 | 10,599 | 426 | 10,589 |
| 19 | 426 | 9,426 | 510 | 11,388 | 426 | 11,378 |
| 20 | 426 | 10,000 | 515 | 12,202 | 426 | 12,194 |

前提A: インフレ率の見込み0%とし、一定の掛金額を毎年1.5%で運用

前提B: インフレ率の見込みを1%とし、掛金額は前年の1%増に、運用利回りを2.515%として残高を算定

参考: 掛金額を増加させずに運用利回りの引き上げ(3.3%)で20年後、約12,202千円となる

(出所)筆者作成

さて、ここから物価スライドをどう考えるかである。10,000 千円はあくまで現在価値であるから、たとえば、インフレ率が毎年 1% で、20 年後に実質価値で 10,000 千円が必要と考えるならば、名目金額としては 12,202 千円必要となる ($10,000 \times 1.01^{20}$)。つまり前提 A の掛金や 1.5% の運用では足りないのである。まず、毎年の掛金額については物価スライドした金額が必要となる。次に、想定利

率である 1.5% は実質必要利回りであり、インフレ下においては名目必要利回りを考える必要がある。インフレ率の見込みが 1% であれば、これを想定利率に加算して、2.5% の名目利率が必要となる（正確には掛け算となるので $1.015 \times 1.01 = 1.02515 \Rightarrow 2.515\%$ ）。図表 4 前提 B のとおり、掛金を 426 千円からスタートし、毎年 1% ずつ増やし、20 年後は 515 千円まで引き上げつつ、毎年 2.515% のリターンをあげれば、20 年後には 12,202 千円の残高を得られることになる。

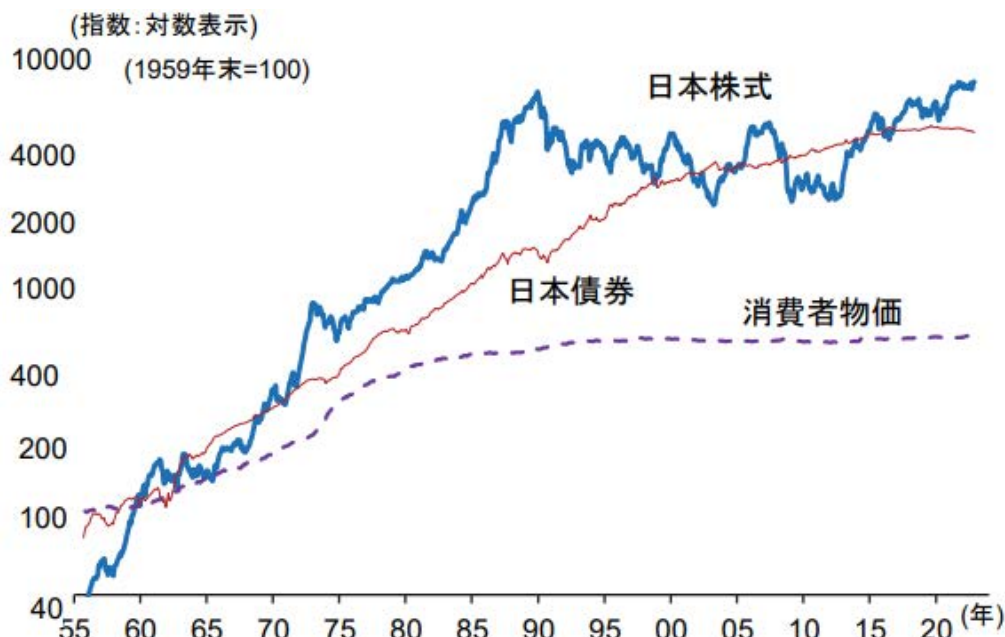
参考までに、もし前提 B において掛金の引き上げなしに運用利回りのみでインフレ対応しようとする場合、逆算すると 20 年間、毎年約 3.3% のリターンが必要となる。

現状の運用対象資産にインフレ耐性はあるか

実質の目標額とインフレが発生した場合の名目の目標額との関係をこれまで示したが、名目の目標額を獲得するにはどのような運用が必要なのか。

先ほどの例ではインフレ率 1% としたが、あくまで見込みを立てただけであり、実際どうなるかはわからない。インフレ率が実際変動するたびに運用方法を変えることは難しいし、何より後追いになる。そこで、現在、一般に利用されている運用対象資産が実績としてインフレ耐性があったのか確認する。まず、日本株式および債券についてだが、図表 5 のとおり、長期で見ると消費者物価を凌駕していることがわかる。

図表 5 日本の株式と債券の累積投資リターンと消費者物価 (注 2)



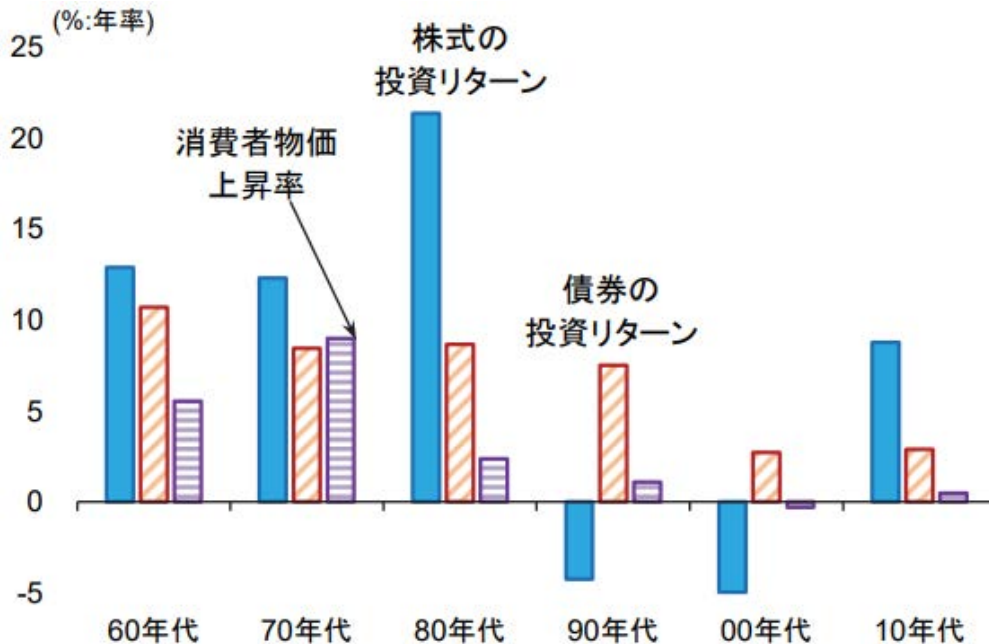
(注) 投資リターンは株式が TOPIX (配当込み)、債券が NOMURA-BPI 総合から算出

(1964 年以前は利付電々債利回りから推計)。1959 年末=100 とした累積値。

(出所) 東証、総務省、野村総合研究所の資料より三菱 UFJ 信託銀行作成

これを図表 6 のように 10 年単位で区切ってみると、各資産の累積収益率は各年代で必ずしも消費者物価上昇率を凌駕していない点は留意が必要である。一方で、消費者物価上昇率が株式・債券双方の累積リターンを超えることはない。すなわち分散投資をすることで、10 年単位でインフレ率を凌駕するポートフォリオの組成が考えられる。

図表 6 日本の年代別株式と債券の累積投資リターンと消費者物価上昇率 (注2)

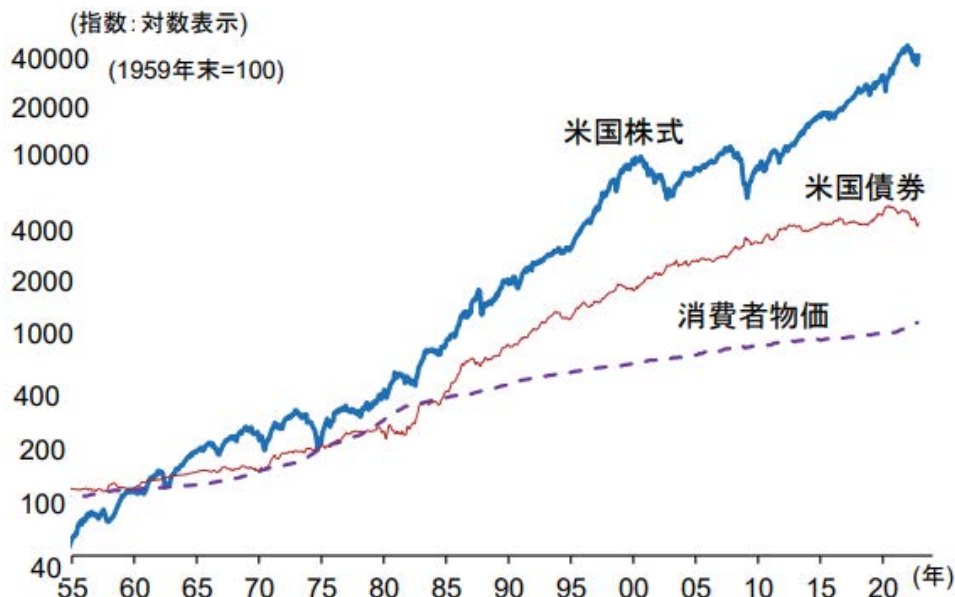


(注) 投資リターンは図表 4 と同じ。対象期間は 1960 年から 2019 年。

(出所) 東証、総務省、野村総合研究所の資料より三菱 UFJ 信託銀行作成

次に米国の株式・債券の状況を確認すると、長期で見ると債券で一時期消費者物価を下回るものの、基本的に日本と同様に消費者物価上昇率を株式・債券の累積リターンが大きく凌駕している。

図表 7 米国の株式と債券の累積投資リターン (注2)



(注) 投資リターンは株式が S&P500(配当込み)、債券が財務省証券(10 年)利回りから推計。1959 年末=100 とした累積値。

(出所) 米国労働省、FRB、S&P 社の資料より三菱 UFJ 信託銀行作成

これらの実績データから、株式や債券はインフレ耐性がそれなりあると確認できる。これを理論的に整理する考え方を以下に紹介する。

ビルディングブロック方式で考える

ここで投資理論の基本に立ち返ってみると、投資対象の各資産の期待収益率は以下のように分解できる。これはビルディングブロック方式と呼ばれる方法である。

$$\text{各資産の期待収益率} = \text{無リスクレート} + \text{各資産のリスクプレミアム}$$

無リスクレートは、価格変動のない無リスクの短期金利である。これをベースに株式であれば株式リスクプレミアムが、長期債であれば金利変動リスク+信用リスクなどのリスクプレミアムを加算することで、期待収益率が算定できる。加算されるプレミアムについては過去データの実績などから予測することになる。

ここで、無リスクレートに着目すると、投資家は無リスクの運用であっても、実質価値を維持できる以上のリターンを要求すると考えられること、また中央銀行は物価と経済成長を考慮して政策金利を決めていることなどから、無リスクレートには期待インフレ率が内包されていると考えることが妥当であろう。そうすると、無リスクレートは期待インフレ率と期待実質金利に分解することができ、期待収益率は以下のように式が展開できる。

$$\text{無リスクレート} = \text{期待インフレ率} + \text{期待実質金利}$$

$$\text{各資産の期待収益率} = \text{期待インフレ率} + \text{期待実質金利} + \text{各資産のリスクプレミアム}$$

$$\text{各資産の期待収益率} = \text{期待インフレ率} + \text{期待実質収益率}$$

以上のように、ビルディングブロック方式によれば株式や債券などの資産クラスの期待収益率は期待インフレ率と期待実質収益率に分解して考えることができる。この期待実質収益率を用いて、想定利率もしくは目標とする収益率が実現可能な運用ポートフォリオを設定すれば良いことになる。そうすれば、名目の期待収益率は期待実質収益率に期待インフレ率が上乗せされた率となり、各資産のリスクプレミアムが変動しなければ、インフレ率に応じて収益率が増減することになり、物価スライドに対応したことになる。

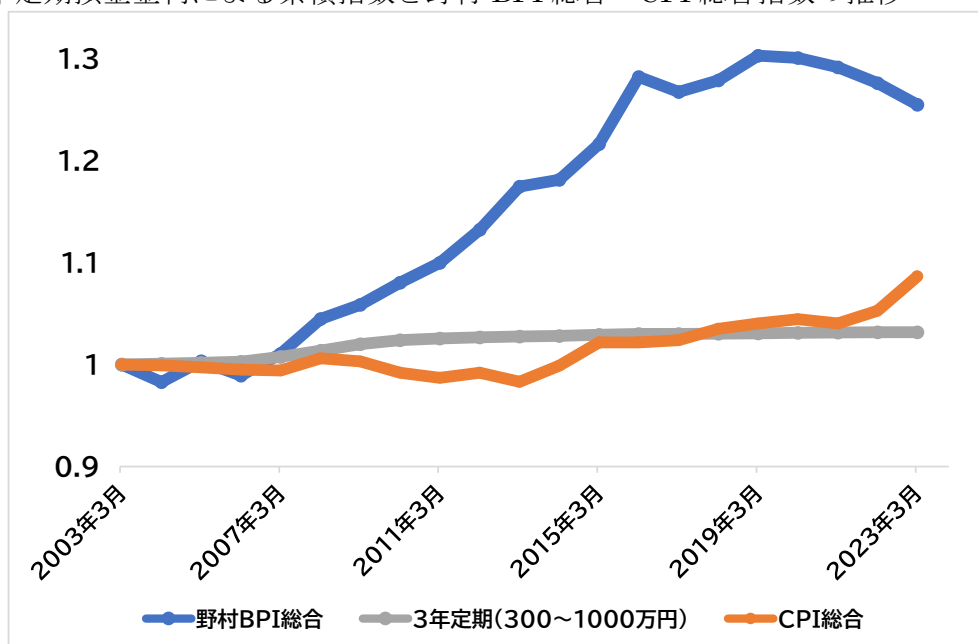
ただし期待収益率は字のごとく期待値であり、実際にはインフレ率が上昇すれば瞬時に名目上の収益率が上昇するわけではない。たとえば、短期的にはインフレ率の上昇による業績悪化懸念などで株価が下落したり、インフレ率の上昇による金利上昇により債券価格が下落したりする。これに対して長期的な視点に立つと、インフレを克服した企業が名目上の売り上げ・利益を伸ばし株価をあげたり、債券は高いクーポン（金利）のついたものが発行されるという形でインフレ分がカバーされるようになると考えられる。つまり長期的にみればインフレはカバーされるはずということになる。このように期待インフレ率がビルトインされていると考えられる資産クラスに長期投資を行うことが、インフレ対応となるのである。

では、元本確保型の商品はどうであろうか。これらの商品もある程度インフレ率に連動することになる。インフレにより債券金利が上がれば、預金の金利もある程度上昇する。しかし、銀行等が元本確保のために一定の留保を行うなど、マイナスのプレミアムが発生する場合も考えられ、インフレ率をすべてカバーできるかどうか分からない。図表 7 では 3 年定期預金金利で作成した指数と CPI 総合

指数を比較したが、20年間ではCPI総合指数が上回っている。株式などの組み合わせとして利用は考えられるが、物価スライドという観点において預金等100%では、効果が小さいと考えられる。

以上の考え方は年金受給時の資産運用についてもあてはまる。ただし、受給時は資産取り崩しをしながらの運用であり、その期間も限りがあることから、積立時と同じポートフォリオで対応が可能かどうかは考慮が必要であろう。取崩し期においては長寿リスクについての検討が合わせて必要であり、これらの検討については別稿にて行う。

図表8 3年定期預金金利による累積指数と野村BPI総合・CPI総合指数の推移



(出所)リフィニティブのデータより筆者作成

長期・積立・分散投資の実践

まとめると、短期的な視点でインフレ対策となるような投資手法はDC制度では実現は難しく、あくまで長期的な視点でインフレに打ち勝つととらえる必要がある。そして長期投資においては実質価値の維持（インフレ対策）にとどまらず、前述の想定利率の実現など実質価値を増加させることが重要であることから、リスク資産を取り入れることが必要となる。

各投資対象資産の名目期待収益にはインフレ率の期待値が織り込まれていると整理できたゆえ、まずは目標とする収益率実現のために期待実質収益率を利用して運用ポートフォリオを組成する。そうすれば名目上の期待収益率は期待インフレ率を加えたものとなり、長期的視点でのインフレ対応の運用が実現する。このポートフォリオを用いて、一般に確定拠出年金制度で推奨される、長期・積立・分散の基本原則による運用を行うことがその対策となっていると考えられる。

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る。

(注1) 令和5年度 年次経済財政報告（経済財政政策担当大臣報告）

https://www5.cao.go.jp/j-j/wp/wp-je23/index_pdf.html

(注2) 図表5~7は三菱UFJ信託資産運用情報2023年1月号「インフレ経済と株式投資」に掲載のもの

https://www.tr.mufig.jp/houjin/jutaku/pdf/u202301_1.pdf

MUFG資産形成研究所について

わが国では人口減少や高齢化の進展、低金利の継続等、さまざまな環境変化が起こっています。これらの環境変化に伴い、国民の自助努力による資産形成がますます求められる時代となりました。


このような状況下、当研究所は資産形成のための手段としての投資を身近でなじみやすいものにし、長寿化に伴う資金枯渇を防ぐためにはどうすれば良いのか等、実践的かつ効果的な情報提供を中立的な立場で行うことを目的に活動しております。

MUFG資産形成研究所：www.tr.mufg.jp/shisan-ken/



MUFG資産形成研究所

現役時代から退職後の時代までを対象に、資産形成・資産運用に関する調査・研究、レポート作成など、実践的かつ効果的な情報提供を中立的な立場で行うことを目的に活動しております。



MUFG 資産形成研究所
〒100-8212 東京都千代田区丸の内 1-4-5

www.tr.mufg.jp/shisan-ken/

MUFG 資産形成研究所は、三菱UFJ 信託銀行が資産形成・資産運用に関する調査・研究等の活動を対外的に行う際の呼称です。