

# インフレ時代の私的年金制度の在り方

MUFG 資産形成研究所 日下部 朋久

アセットマネジメントOne 株式会社 荻原 健

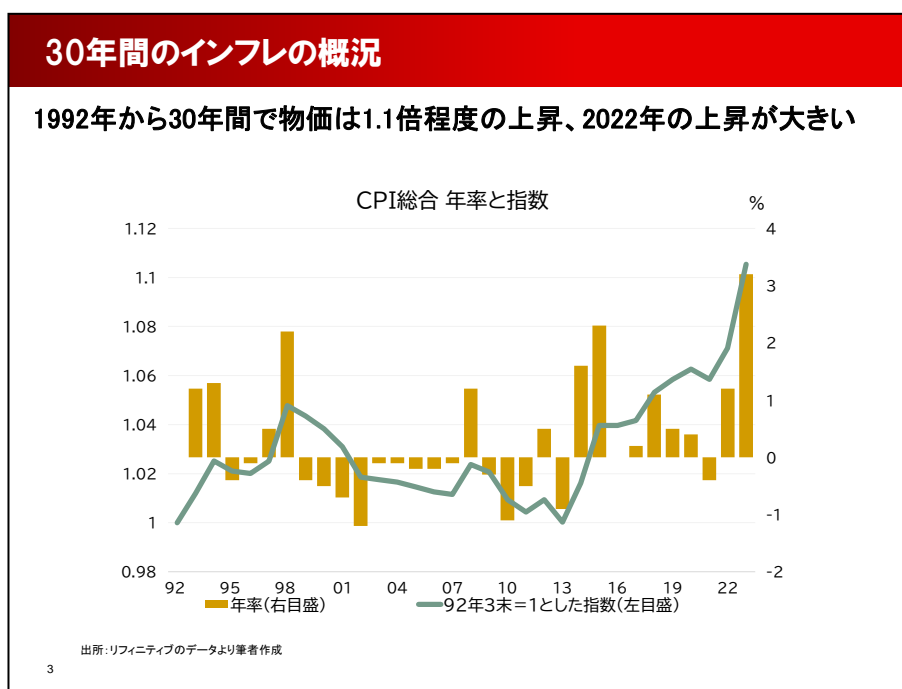
株式会社りそな銀行信託 秋山 佑介

有限責任監査法人トーマツ 飯塚 裕

日下部 では、本日最後のセッションになります、パネルディスカッション、「インフレ時代の私的年金制度の在り方」を始めたいと思います。私は、本パネルの司会を務めます、MUFG 資産形成研究所の日下部でございます。どうぞよろしくお願いいたします。

本日のディスカッションの論点は、インフレが今後定着するきざしが見える中、私的年金はこれに対応できているのか、どのような課題があって、どのような対応策があるのかということについて議論していきたいと思っております。

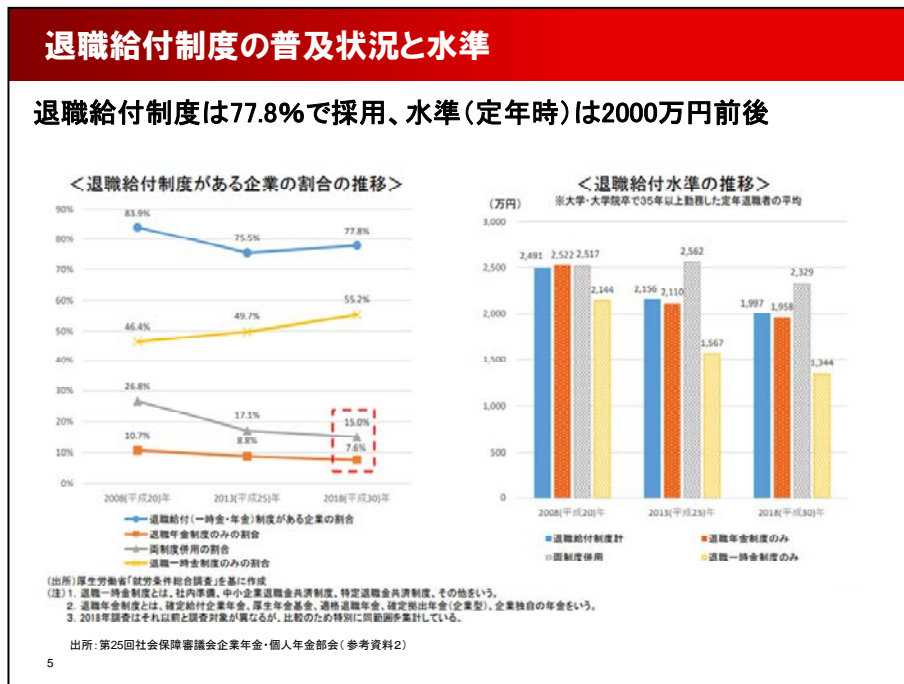
本日の流れですが、まず私の方から議論の前提となる事項をご説明した上、各パネリストから基調講演をいただきます。いくつかの論点についてパネリストの方々に議論していただいた後、視聴者のみなさまから意見・質問・感想をいただこうと思っております。よろしくお願いいたします。



この30年間のインフレの概況ということですが、皆さん、ご実感のとおり、緩やかなインフレとデフレを繰り返してきており、30年間で見て、CPIは1.1倍程度の上昇という状況です。ただ、この直近2年のCPIの上昇が大きく、政策と相まってインフレが継続するのではないかという見立てが出てきたということです。

本日、この私的年金制度のあり方ということですが、主にDB、DC、それから退職金を中心に議論を進めたいと思っています。その退職給付制度がどのような普及状況かといいますと、少し減少してきてはいますが、8割近くの企業で採用されており、DB、DCも一定の割合がある。それから、水準は定年時

で2,000万円前後、この水準は最近少し下がってきているものの、それなりの水準ではありますので、検討すべき対象であるということだと思います。



退職給付制度のインフレ対応についてここが大事なのですが、この退職金の算定基礎額というものが、賃金とどのような関係になっているか、これは経団連等がお調べになっている結果です。賃金改定とは関係なく、別建てにしているというような企業が82.4%です。つまり、インフレ起因で賃金が上がったとしても、退職金は自動的にそれに連動して増えない、という現状があるということです。

### 退職金算定基礎額と賃金改定

#### 退職金算定基礎額は賃金改定額とは関係なく別建てが8割強

賃金改定額と退職金基礎額との関係 - 全産業 -

単位: %

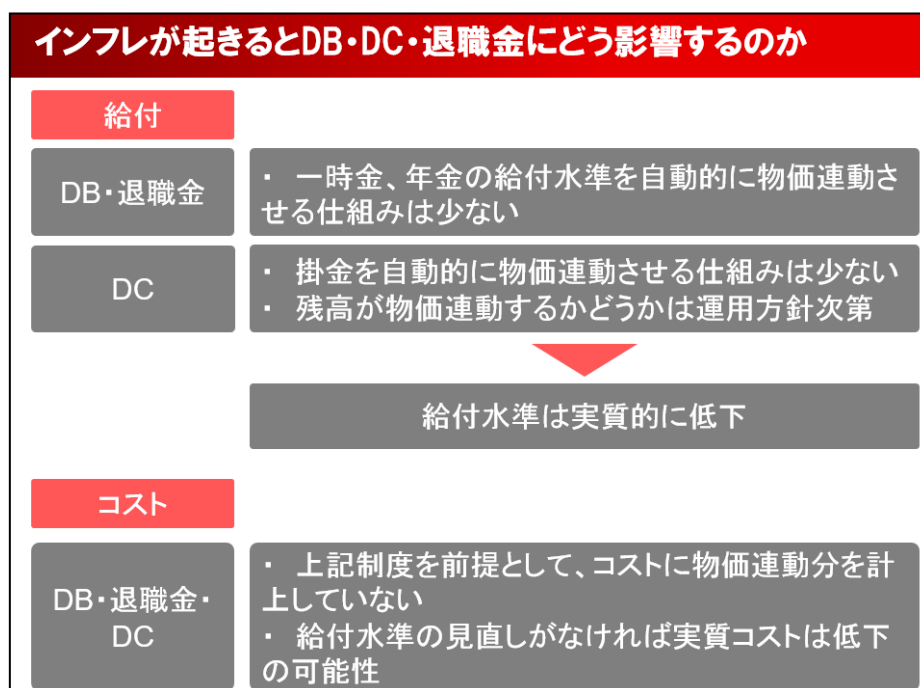
暦年	賃金改定額が基礎額に繰り入れられる		賃金改定額とは関係なく別建てとなっている				その他
	全部	一部		ポイント方式 (点数×単価)	別テーブル方式	その他	
2012	14.1	7.3	75.9	65.0 ( 85.6 )	8.6 ( 11.4 )	2.3 ( 3.0 )	2.7
2014	12.3	7.8	76.2	65.6 ( 86.0 )	8.2 ( 10.8 )	2.5 ( 3.2 )	3.7
2016	9.9	6.1	80.2	65.4 ( 81.6 )	11.0 ( 13.7 )	3.8 ( 4.7 )	3.8
2018	8.0	5.3	84.0	69.9 ( 83.2 )	10.6 ( 12.6 )	3.5 ( 4.2 )	2.7
<b>2021</b>	<b>9.0</b>	<b>3.5</b>	<b>82.4</b>	<b>63.1</b> ( 76.7 )	<b>14.5</b> ( 17.6 )	<b>4.7</b> ( 5.7 )	<b>5.1</b>

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)

このような状況でインフレが起きると、DB・DC・退職金にどう影響するのかというのを簡単にここ

に記載しています。DB・退職金は、今言ったように、自動的に物価連動するような仕組みは少ないということ、DCでも退職金からの移行が多いことを考えると、掛金を自動的に物価連動させるような仕組みは、少ないと考えられます。残高の方は、運用次第ということになるかと思いますが。結果的に、給付水準は実質的に低下するのではないかとということが一つの見立てです。一方で、コストはどうなっているかといいますと、今申し上げているような前提に立てば、そのコストは物価連動分を計上していないということになりますので、給付水準の見直しがなくインフレが進めば、実質的なコストは低下していくのではないかと。そのような可能性もあるということだと思います。



公的年金の方は、ご承知のとおり、物価、賃金スライドをしておりますから、これに対して私的年金はどうかというような議論を進めたいと思います。

ここで、本日のパネリストのご紹介をいたします。まず、りそな銀行の秋山佑介さんです。秋山さんは、りそな銀行の信託年金営業部コンサルティング室の上席数理役で、当会の正会員です。2006年入行以来、企業年金の数理計算業務やコンサルティング業務に従事されておりました、企業年金全般のスペシャリストということでお呼びをしております。

次に、飯塚裕さんです。飯塚さんは、有限監査法人トーマツのRA事業本部シニアマネージャーをされており、当会の正会員であります。2004年より、現職にて年金コンサルティング業務に従事されておりました、途中、英国のDeloitte Total Reward and Benefitsに出向されて、在欧州日系企業の年金制度に関するアドバイスをされるなど、海外事情に精通されております。

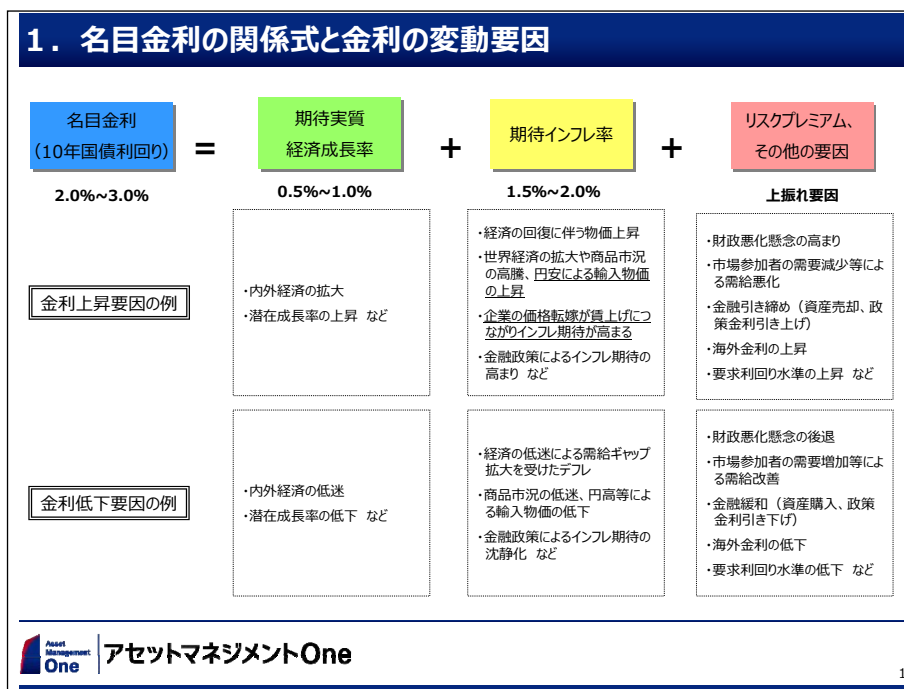
次に、荻原健さんです。荻原さんはアセットマネジメントOne株式会社調査グループでチーフストラテジストをされておりまして、1986年より資産運用業務に従事され、主に年金資産の運用で、国内株式や投資戦略立案などの運用業務を担当されております。経済、運用のプロフェッショナルとして本日はお呼びをしております。

最後、私ですけれども、現在、MUF G資産形成研究所で所長をしております。三菱UFJ信託銀行に入社以来、企業年金の数理やALM、コンサルティング等をやっております、昨年4月より現職についております。

では、前置きはこれぐらいにしまして、各パネリストの方から10分ぐらいずつ、基調講演をしていただきたいと思っております。まずは、荻原さんです。よろしくお願いいたします。

荻原 ただいま紹介いただきました、アセットマネジメントOneの荻原と申します。本日は、よろしくお願いいたします。本日、私の方からお伝えしたいテーマは主に二つです。資料に入ります前に、その点について触れさせていただきます。

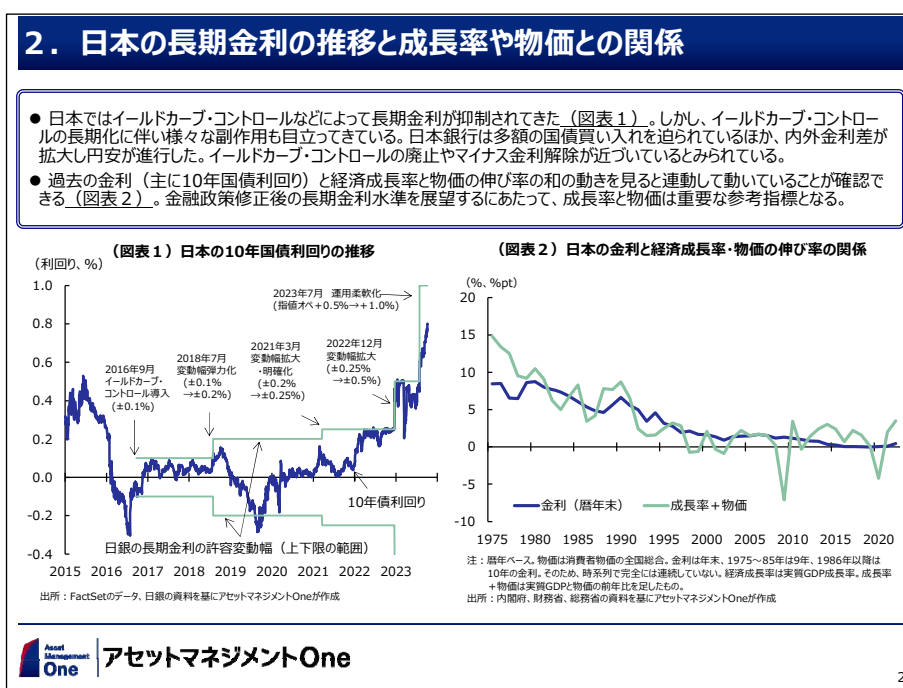
最初は、日本経済が長く続いたデフレの時代からインフレの時代に転換しつつあると考えているということです。デフレの時代では、日本では、金利がない、インフレがない、賃金が上がらないという、ある意味、先進国では特殊な経済ということでした。インフレの世界では、ある程度の金利と、ある程度のインフレ、それに賃金が上がる。言い換えると、普通の先進国の経済ということになりますけれども、そのような状態になりつつあると考えております。このことは、これまで長く続いたデフレからインフレへの転換という、大きな転換になりますので、デフレ的な考え方、デフレマインドから、インフレ的な考え方、インフレマインドに転換するということが非常に重要だと考えています。2点目は、日本でインフレが定着した場合に、日本の金利水準がどれぐらいになるかということです。日本では、インフレが定着しても、依然、先進国の中では低い金利水準になるのではないかと、この2点についてお伝えしたいと思っております。



こちらは、一番上に簡単な式があるのでありますが、金利を分解したものです。これは、10年国債利回りと書いてありますが、金利を分解すると、簡単に言うと、成長率+インフレ率ですね。それに、今はリスクプレミアムがありますけれども、この二つで成り立っているということになります。これまで日本はデフレでしたので、成長率0、期待インフレ率0、ゆえに金利0が成り立っていたということなの

ですけれども、これからは、インフレの世界になってくるということです。ちょうど一昨日、日銀の政策決定会合があって、植田総裁が会見で答えられていましたけれども、インフレの経路には2段階あるというように言っていて、こちらのちょうど下線を引いてあるところなのですけれども、第1段階が、円安による輸入物価の上昇ということです。第2段階が、企業がそれを価格転嫁することによって、収益を確保して賃上げをする、その賃上げが次のインフレにつながってくる。ここが第2段階という呼び方をされていました。日銀は、この第2段階が定着すれば、インフレが定着すると考えているということなのですけれども、恐らくですけれども、定着しつつあると考えています。

一方、期待成長率の方は、日本では非常に低いという状況はこれからも変わらないだろうと考えております。単純な式ですけれども、日本で、日銀の言う2%インフレが定着したとしても、日本の金利としては10年金利ですけれども、2%から3%ぐらいではないかということで、先進国の中では比較的低い金利水準ではないかと考えています。

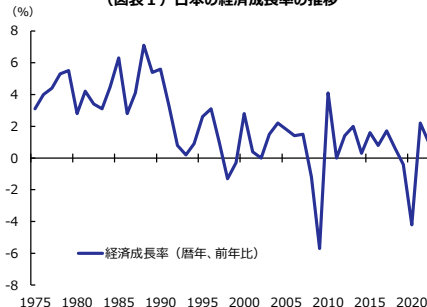


左側が、直近のこの10年の金利、利回りと、日銀のターゲットを入れているのですけれども、今、日銀はイールドカーブ・コントロールで、上限1%だったものを目途ということにして、柔軟化したわけですが、金利は1%に向かって上がっていているということで、日銀の金融政策正常化の時期も近いと考えています。これは日銀が、まさに日本にインフレが定着すると認めるということになりますので、転換点は近いと考えています。日本でも、過去を振り返ってみますと、金利＝成長率、物価、もうこの関係は概ね成り立っているというところを示しています。

### 3. 日本の経済成長率と潜在成長率

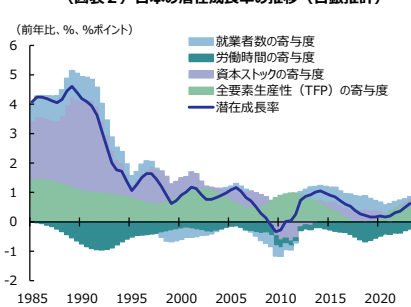
- 日本の経済成長率の推移をみると、バブル崩壊（1990年代前半）までは相対的に高い成長率が続いていたが、このころは低めの成長率となっている（図表1）。
- 日銀による潜在成長率の推計では、足元は0.5%程度となっている（図表2）。

（図表1）日本の経済成長率の推移



注：暦年ベース。経済成長率は実質GDP成長率。  
出所：内閣府の資料を基にアセットマネジメントOneが作成

（図表2）日本の潜在成長率の推移（日銀推計）



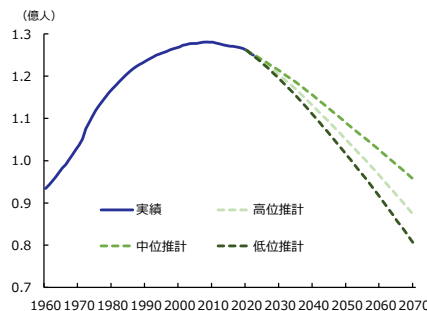
注：年率半期ベース。2020は2020年度上半期（2020/4/1～9/30）を示す。  
ただし、2023年度上半期は4-6月期のみ。  
出所：日銀のデータを基にアセットマネジメントOneが作成

日本の成長率は、長らくずっと低成長だったということはお案内のとおりですけれども、潜在成長率はいろいろな計算の仕方があるのですけれども、日銀自身は、0.5%ということ、かなり低く見積もっているということです。いろいろな要因があるのですけれども、やはり、大きな要因は、日本では人口が減っていくということです。人口が減少する経済、社会では、潜在成長率は上がりにくいということが言えると思います。日本は、すでに人口減の世界に入っているということです。

### 4. 日本の将来の人口

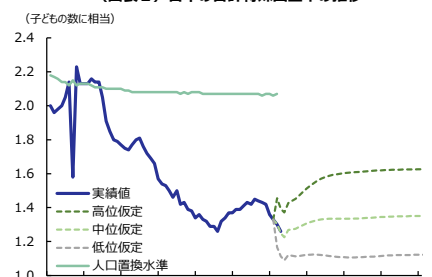
- 日本の将来の推計人口は大きく減少する見通しとなっている（図表1）。
- 日本の合計特殊出生率は、人口を維持することができる人口置換水準を大きく下回り、足元ではコロナ禍の影響もあって一段と落ち込んでいる（図表2）。

（図表1）日本の将来推計人口の推移



注：死亡率の仮定は中位のものを、各年10月1日時点、2023年推計。  
出所：総務省、国立社会保障・人口問題研究所のデータを基にアセットマネジメントOneが作成

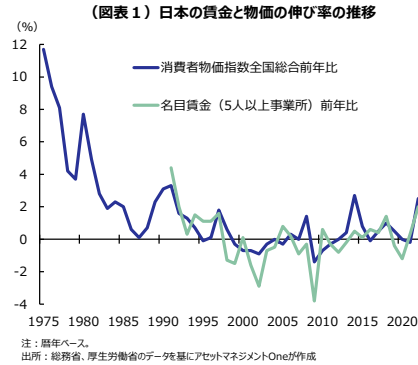
（図表2）日本の合計特殊出生率の推移



注：合計特殊出生率とは一人の女性が一生の間に生む子どもの数に相当するもの。中位、高位、低位の仮定は国立社会保障・人口問題研究所による2023年の日本の将来推計人口の仮定。人口置換水準とは人口が均等する合計特殊出生率。  
出所：厚生労働省、国立社会保障・人口問題研究所のデータを基にアセットマネジメントOneが作成

## 5. 日本の物価動向と日本銀行の見通し

- 日本の消費者物価指数1990年代半ば以降、弱い動きが続いていたが、足元では輸入品の価格上昇などを背景に上昇している（図表1）。
- 日銀は2023年7月の経済・物価情勢の展望で消費者物価の前年度比（委員見通しの中央値）を2024年度は+1.9%、2025年度は+1.6%としており、物価目標である2%を下回る水準となっている（図表2）。



**(図表2) 日銀政策委員の大勢見通し**

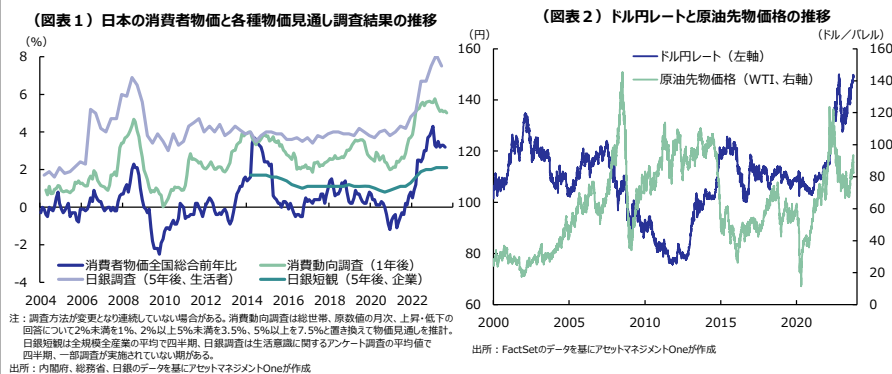
(%)	実質GDP	消費者物価指数 (除く生鮮食品)	消費者物価指数 (除く生鮮食品・エネルギー)
2023年度	+1.2~+1.5 <+1.3>	+2.4~+2.7 <+2.5>	+3.1~+3.3 <+3.2>
前回	+1.1~+1.5 <+1.4>	+1.7~+2.0 <+1.8>	+2.5~+2.7 <+2.5>
2024年度	+1.0~+1.3 <+1.2>	+1.8~+2.2 <+1.9>	+1.5~+2.0 <+1.7>
前回	+1.0~+1.3 <+1.2>	+1.8~+2.1 <+2.0>	+1.5~+1.8 <+1.7>
2025年度	+1.0~+1.2 <+1.0>	+1.6~+2.0 <+1.6>	+1.8~+2.2 <+1.8>
前回	+1.0~+1.1 <+1.0>	+1.6~+1.9 <+1.6>	+1.8~+2.0 <+1.8>

出所：日銀の資料に基づきアセットマネジメントOneが作成  
注：2023年7月時点。対前年度比。「前回」は4月時点の見通し。<>内は政策委員見通しの中央値。「大勢見通し」は、各政策委員の見通しの数値について、最大値と最小値を1個ずつ除き、幅で示したものを。

物価の方はどうかといいますと、日本は長らくゼロインフレということで、物価は、「失われた30年」などと言いますが、長らく0近辺で推移したものが、足元は、ご案内のとおり、インフレも賃金も明確に上に上がってきているということです。右側に日銀の見通しで、これは一昨日更新されたものは間に合っていないのですけれども、少し口頭で申し上げますと、日銀では、直近の見方は、23年度のインフレは、2.8に上方修正しています。24年度は1.9から2.8、これも大きく上方修正してまして、日銀自身も日本でも2%を大きく超えるインフレが続いていくというような見方を今、しているということです。

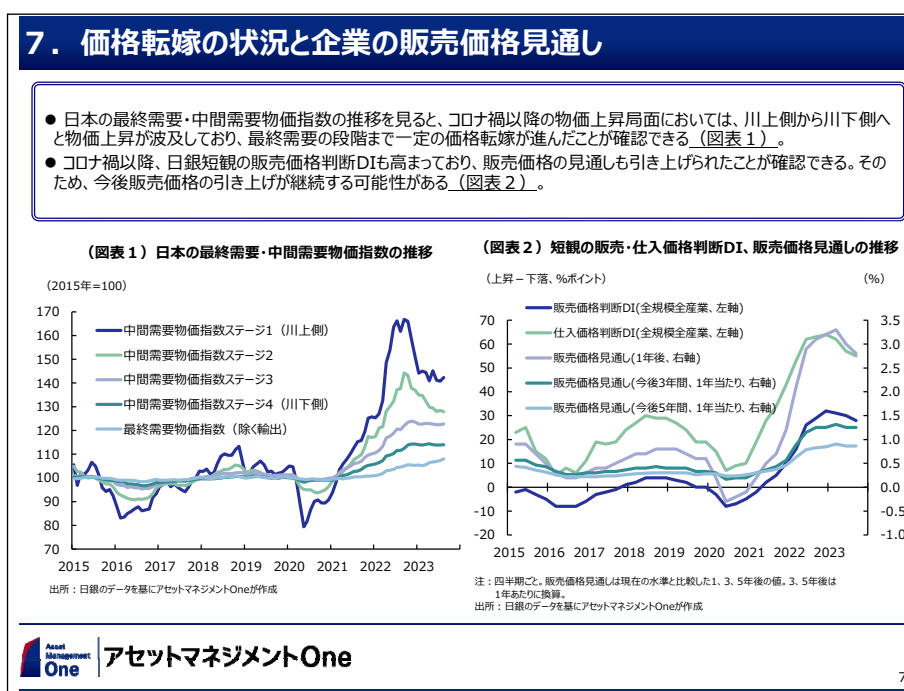
## 6. 日本のインフレ期待と為替・商品市況の物価への影響

- 各種調査による物価見通しは実際の消費者物価の動きと連動する傾向があり、現実の物価の動きがインフレ期待に強く影響するとみられ、足元では家計や物価のインフレ期待は高まっている（図表1）。
- 日米金利差の拡大を背景に円安ドル高傾向が続いていることも物価上昇圧力となっている。現在の日本銀行は為替動向を金融政策を判断する上で重視している可能性がある。また、原油価格も強含みの推移となっている（図表2）。



これは期待インフレを見たものです。日本ではなかなか期待インフレを明確に測る指標がないのですが、物価と、日銀が調べている、生活者に聞いたもの、企業に聞いたものということで、消費者の期待インフレというものは大きく上がっています。数字も高いので、どちらかという、食品価格の上昇につられた動きになっているということです。一方で、より慎重な見方をしている企業の見方も、5年後のインフレというものが、日銀のターゲット、2%に向かって上がっていつているということで、企業、消費者もインフレ期待は上がっていつているということです。

右がドル円と原油ですけれども、冒頭で申し上げた第1段階のところになりますけれども、円安イコール輸入物価が高いということになります。エネルギー価格も足元上がってきていまして、そのような意味では、輸入物価の上昇圧力、これも継続しているという見方をしています。



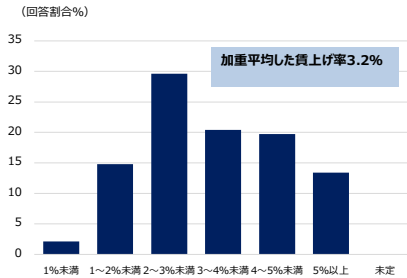
次に重要なことは、企業がきちんと価格転嫁して、適正な収益を確保できるかということなのですが、左側は、いろいろな材を川上側、つまり原材料価格で、一番下、最終需要、販売価格に近いところで分解したものなのですが、川上の原材料価格は大きく、輸入物価の高騰で上がった。ただ今回は、それが徐々に下りていって、最終の販売価格まで上がってきているという動きが出ております。これまで全く、企業側は販売価格を一切動かさなかったところが、明確に上がってきています。つまり、価格転嫁をしているということです。右が日銀短観ですけれども、これがアンケートになりますけれども、企業側の販売価格見通し、これは1年、3年、5年とありますけれども、これも明確に上がってきておまして、企業側が販売価格を引き上げる、これが持続する可能性が強いということもあるのではないかと考えております。



## 8. 企業の賃上げ見通し

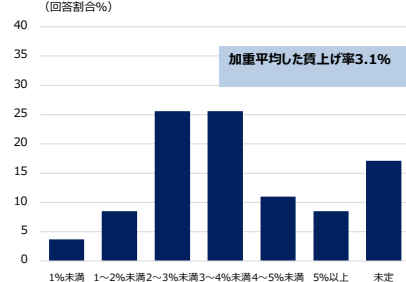
- 今年2月の経済同友会のアンケート調査によれば、2023年度の賃上げ率想定は3.2%。それを受けた2023年の春闘賃上げ率は、連合の集計では+3.58%（ベースアップ+2.12%）と、1993年以来の高水準であった。（図表1）。
- 今年6月の経済同友会のアンケート調査によれば、2024年度の賃上げ率想定は3.1%と2023年度と同程度が想定されている。連合は2024年の春闘に向けた「基本構想」を公表し、定期昇給分を含む賃金の目標を、2023年の「5%程度」から2024年には「5%以上」へと引き上げた。参考にされる2023年度のコアCPI見通しが3%となることも下支え要因となり、2024年度の賃上げ率も少なくとも3%を超える高水準が期待できる。（図表2）。

（図表1）2023年度賃上げ率についてのアンケート結果  
（調査時期：2023年2月）



出所：経済同友会のデータを基にアセットマネジメントOneが作成

（図表2）2024年度賃上げ率についてのアンケート結果  
（調査時期：2023年6月）



出所：経済同友会のデータを基にアセットマネジメントOneが作成

アセットマネジメントOne

8

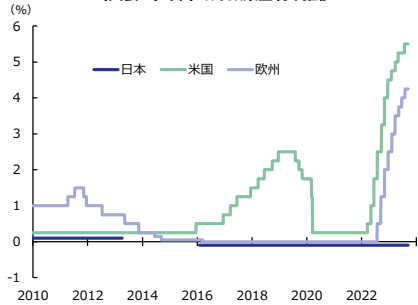
そうしますと、次の段階は、では、これが賃金上昇につながるかということになるわけです。こちらは、挙げていますものが、経済同友会がアンケートを取ったもので、企業に。左側が、2023年、今年の春闘の前にアンケートを取ったものです。このときの結果が、加重平均で3.2%の賃上げという企業側の答で、実際の春闘は3.6%、連合の集計でした。同じアンケートを今年6月に取ったものがあって、「来年度の春闘はどうですか、賃上げはどうですか？」と聞いたものなのですけれども、これは3.1です。ほぼ同水準の賃上げ意向ということで、未定の企業も多いのですけれども、少し上の上昇のところ、3%、4%のところも少し増えてきたような形で、恐らく、次の春闘でも今年程度の賃上げが見込めるのではないかと考えています。そうしますと、来年も同じぐらい上がれば、いよいよインフレに、かつ賃金上昇ということになりますので、この賃上げが次のインフレにつながる循環、このパスが見えてくるのではないかと考えておりました、冒頭にも言いました、日本でもインフレが定着する道筋が見えてきていると、そこにつながるお話となります。

最後に、少し日本は特殊な要因の部分もあるのですけれども、金利を考える上で、上乘せ金利のところ、リスクプレミアムのところについて、日本は金利上昇要因が多いということだけ、少し簡単に触れて終わりにしたいと思います。あたりまえの話なのですけれども、右側のグラフですけれども、日本でもいよいよ金利が復活してきています。金利が復活した世界では、日本の金利もほぼ先進国の金利と連動する動きになります。今、海外で金利が上がっていますので、海外金利が上がれば日本の金利も上がりやすいという、単純なルートです。

## 9. 日米欧の政策金利と国債利回り

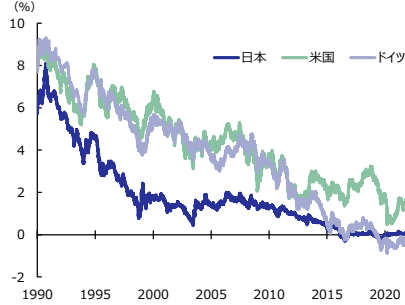
- 米国、欧州は物価上昇を抑えるために積極的な利上げを行ってきた（図表1）。
- 利上げに伴い米国や欧州では10年国債利回りが上昇している。海外金利の上昇は日本の金利の上昇要因になるとみられる。また、拡大する内外金利差は円安要因にもなっている（図表2）。

（図表1）日米欧の政策金利の推移



注：日本は2013年4月まで無担保コール翌日物金利、2016年1月からは政策金利残高適用金利。  
出所：FactSetのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

（図表2）日米欧の10年国債利回りの推移



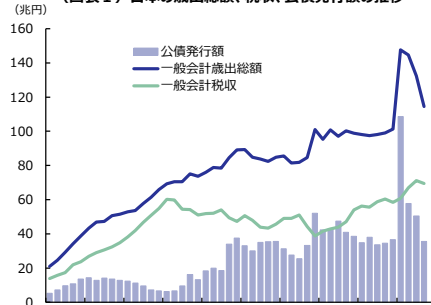
出所：FactSetのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

これが一つあるということと、あとは日本の財政に絡んだところ。日本は税収不足で国債を大量に発行しています。単純な需給の問題で、国債が大量に発行されるという需給、これも金利押し上げ要因になります。

## 10. 日本の歳出と歳入の推移と国債保有者

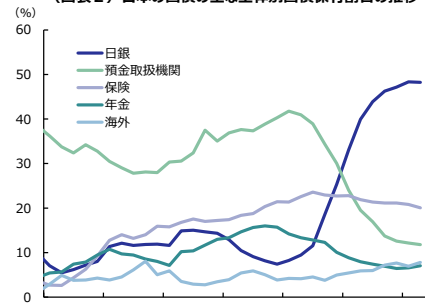
- 日本の一般会計歳出総額は増加傾向が続いているが、一般会計税収の伸びが追いついておらず、毎年多額の公債発行を行っている（図表1）。
- 日銀は黒田総裁（2013年3月～）の下で、大規模な国債の買入れ、マイナス金利の導入、長短金利操作（イールドカーブ・コントロール）の導入などの金融緩和を実施してきた。日銀の金融緩和に伴い、2013年以降日銀の国債保有割合は大幅に増加した（図表2）。

（図表1）日本の歳出総額、税収、公債発行額の推移



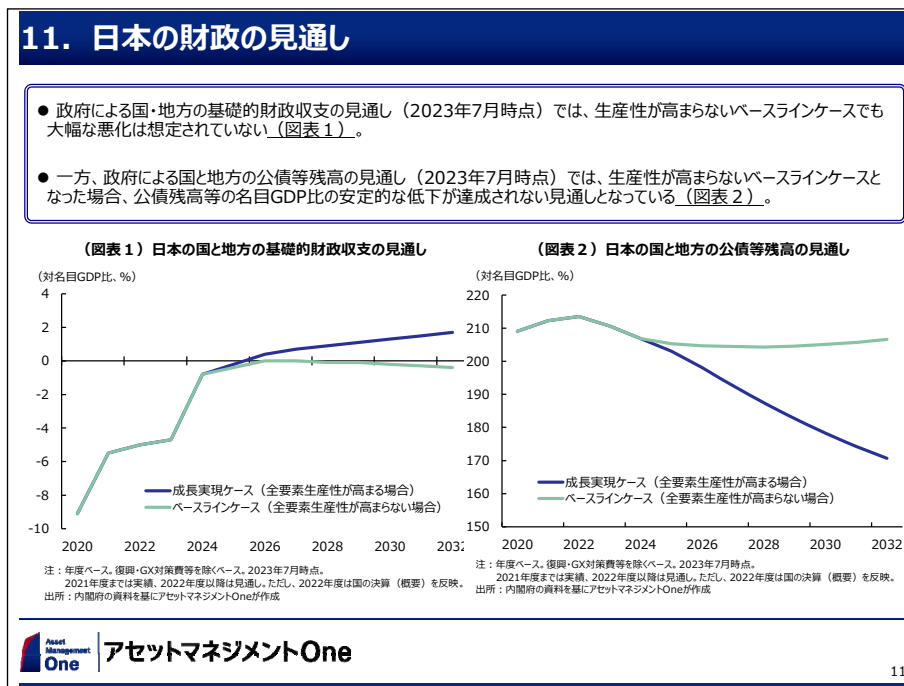
注：年度ベース。2021年度までは決算、2022年度は決算（概要）、2023年度は予算。  
出所：財務省のデータを基にアセットマネジメントOneが作成

（図表2）日本の国債の主な主体別国債保有割合の推移



注：各年度末（3月末）。国庫短期証券を含まず財投債を含む。  
出所：日銀のデータを基にアセットマネジメントOneが作成

本質的にやはり一番大きいものが、日本の財政の問題です。日本の財政状況が悪いということはお案内のとおりですけれども、プライマリーバランスもまだプラスになってない中で、将来的な日本の財政不安というところがクローズアップされますと、思わぬ金利上昇を招く、このようなルートもあるということ、日本の場合は上乘せ金利、上振れ要因になりやすいということに触れまして、私からの話は終わりにさせていただきます。ご清聴ありがとうございました。



日下部 ありがとうございました。続いて、秋山さんです。

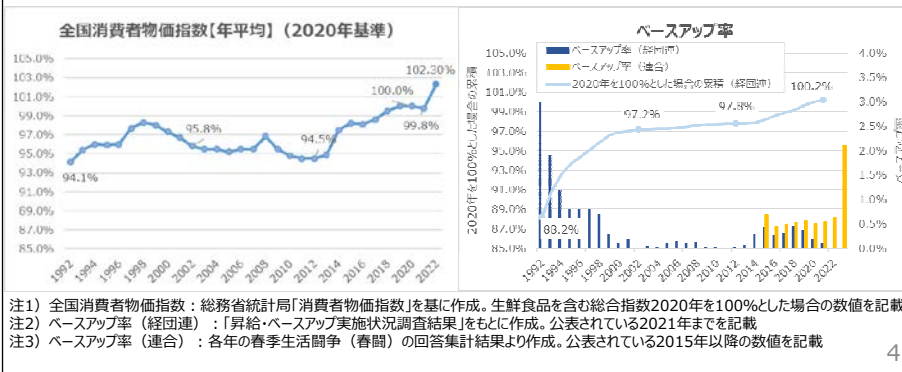
秋山 りそな銀行の秋山と申します。皆さん、本日はよろしくお願いいいたします。私からは、「私的年金制度におけるインフレ状況下での対応の整理」ということで、簡単に、今の私的年金制度の特徴など、そのようなところと、今後、インフレが継続するという状況を踏まえて、どのようなことが想定されるのかというところを、簡単に説明させていただければと思っています。こちらは、ディスカッションのための論点の整理をしたものでございます。何か、具体的な解決策をご提示できるものではないというところは、大変恐縮ですけれども、ご了承いただければと思っています。

先ほど、荻原さんの方からインフレについてご解説いただいたと思うのですが、ベースアップというところの観点から、少し私からも補足させていただければと思っています。

# ①-1インフレが退職給付制度に与える影響

## インフレとベースアップ

- 全国消費者物価指数は、過去30年間で8%程度、過去20年間で約6%程度上昇
- ベースアップは過去30年で約14%程度、過去20年間で約3%程度上昇（経団連）
- 物価上昇の傾向やそれに追隨した賃金上昇の傾向



こちらの資料、左側が全国消費者物価指数の年平均を取ったものです。過去30年間でだんだんと上昇している中、こちらの右側、ベースアップ率を軸に取ったものなのですが、こちらも、過去の年間のところで、やはり、物価の上昇に応じて次第に上がってきているところは見取れるかと思えます。こちら、途中、データがなくて大変恐縮なのですが、オレンジ色の線は連合で取ったベースアップ率で、直近のもので、これもやはり2%を超えるようなものになってきていて、この物価の上昇と、それに伴う賃金の上昇というような特徴が、見て取れます。

# ①-2インフレが退職給付制度に与える影響

## インフレが退職給付制度に与える影響

- インフレ率による改定義務はなく、また給付設計として一般的にインフレを直接的に給付に織り込むことはない。
- 賃金を基準給与に用いた制度の場合、ベースアップを通してインフレが一部給付に反映されると考えられる。

	制度の種類	給付への影響	財政およびコスト等への影響
が基準給与に反映される	最終給与比例制度	• インフレ水準に見合う昇給であれば実質価値を維持	• 財政負担およびコスト増加への影響は最も大きい
	累計給与比例制度	• インフレ水準に見合う昇給であれば勤務提供時点での実質価値は維持	• 将来分のみのコスト増であり、影響は最終給与比例制度より限定的
が基準給与に反映されない	勤続期間別定額制度	• インフレ状況下では実質価値が毀損	• 影響なし
	ポイント制度 その他賃金に連動しない制度		

続きまして、インフレが退職給付制度に与える影響はどのようなものがあるのだろうかというところで

ざいます。これは、皆さんご承知のとおりかもしれないですが、インフレ率による改定義務は今のDB制度の中にはなくて、また、一般的に、自動的にインフレを制度の中に織り込むということをやっている先は、ほぼないと思っています。主に大企業さんはもうポイント制に移行したり、ポイント制のキャッシュバランス型制度に移行したり、そのようなところもあるのですが、一方で、例えば、中小企業さんを中心に、最終給与比例制度など、そのようなものを採用している場合は、インフレが一部給付に反映されているところも、あると思っています。やはり、制度の形態によって、基準給与にベアが反映される制度と、反映されない制度というところで、大きく給付への影響や財政への影響などが異なってきているという点が、まず一つ、整理として挙げられるものと思っています。

①-3インフレが退職給付制度に与える影響

インフレが退職給付制度に与える影響（キャッシュバランス型制度）

- キャッシュバランス型の制度では指標に応じた再評価が行われる。
- 採用している指標がインフレ水準と中長期的な相関性があると考えられるものであれば再評価率を通じてインフレ水準が給付に反映されることが想定される。

拠出付与額	給付への影響	財政およびコスト等への影響
拠出付与額にベアが反映される（賃金等を使用）	<b>【拠出付与時点】</b> ・ インフレ水準に見合う昇給であれば実質価値を維持 <b>【拠出付与後】</b> ・ 再評価率がインフレ水準に見合うものであれば実質価値を維持	・ 指標の設定方法により影響は異なるが、一般的に非キャッシュバランス型と比較し、影響は小さい傾向
拠出付与額にベアが反映されない（ポイント等を使用）	<b>【拠出付与時点】</b> ・ 実質価値が毀損 <b>【拠出付与後】</b> ・ 再評価率がインフレ水準に見合うものであれば実質価値を維持	・ 上記と比較し、将来分の影響はない

なお、給付設計時の想定再評価率にインフレの要素が内包されていた場合、実質価値が維持できないといった論点もあり、指標の設定にあたっては留意が必要(15頁ご参照)

6

続いて先ほど申しあげました、キャッシュバランス型制度というようなお話でございます。キャッシュバランス型制度は、指標に応じた再評価が行われているというところでございます。こちらの指標は、一般的には国債の金利に連動している設計が多いかと思っておりますけれども、これがやはり、先ほど、荻原さんのお話でもあったように、長期金利と物価上昇率の連動性が強いというところであれば、インフレの水準が給付に一定程度反映されることが想定されるというところでございます。本資料では、キャッシュバランス型制度でも、拠出付与額において、そもそもベアが反映される賃金等を直接使っているような制度と、そうではなくて、ポイント等を使用している制度というところで、少し給付への影響等も異なってきていますという点を、記載しています。

賃金の一定割合を拠出付与額にしているような先だと、インフレ水準に見合う昇給であれば、そこは、拠出付与時点でも実質価値を維持できます。一方、例えば、ポイント制度をベースにキャッシュバランス型制度を作っているのであれば、拠出付与の時点で実質価値が毀損してしまうところがやはり少しあるので、そのようなところも踏まえて、いろいろと影響等を考えて行かないといけないというところではございます。

## ①-4インフレが退職給付制度に与える影響

### DC制度への影響

- DC掛金拠出時においては事業主掛金の設定方法により影響が異なる。
- DC掛金拠出後の実質価値維持は従業員個々の選択・判断に委ねられる。  
(DB制度のようなインフレに応じた過去分を含めた増額といった対応は想定されていない)
- 法令解釈通知において、加入者等に提供すべき具体的な投資教育の内容として示されている資産運用の基礎知識の中にインフレリスクも含まれているが、今後、重要性が増す可能性も想定される。

事業主掛金の設定方法	給付への影響	コスト等への影響
給与比例	インフレ水準に見合う昇給であれば拠出時点での実質価値は維持	将来分のコストのみが増加 過去分のコストには影響しない
定額	実質価値は毀損	影響なし
ポイント制度		

7

あとは、企業年金制度としては、DC制度への影響というところで、DCの掛金拠出時では、事業主の掛金の設定方法によっても少し異なってくるという特徴がございます。給与比例制度、給与の一定割合をDC掛金に設定しているような制度であれば、拠出した時点では、インフレ水準に見合う賃金の上昇であれば、実質価値の維持はできていると考えられる。一方で、期間別の定額やポイント制度に応じてDC掛金を設定している場合は、その時点でもう実質価値は毀損してしまっている。拠出後の実質価値の維持は、加入者さん、従業員さんの個々の選択、判断に委ねられてしまうという点は、DC制度の特徴の一つであると思います。

法令解釈通知ですけれども、やはり、インフレリスクについては、投資教育としてしっかりやりなさいということが記載されています。今後、その重要性が増してくることも想定され、DC制度における論点になってくるものと思っています。

## ①-5インフレが退職給付制度に与える影響

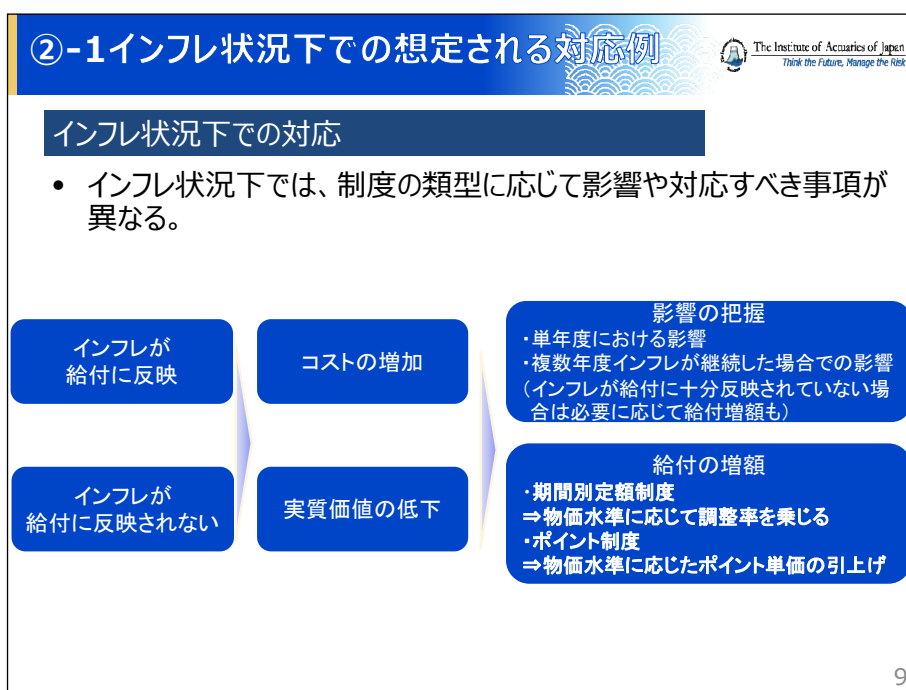
### インフレが退職給付制度に与える影響（退職後）

- 退職後においてもインフレ率による改定義務はなく、また給付設計として一般的にインフレを直接的に給付に織り込むことはない。
- 退職者に対する対応のため、企業側としては負担するインセンティブが働きにくい恐れもあり。(まずは加入中者に対する議論が優先か)

	制度の種類	給付への影響	備考
DB制度	下記以外	据置利率や年金給付利率による付利(固定)	インフレへの連動はなし。 実質価値は毀損。
	CBプラン または CB類似プラン	指標に応じた利率による付利	使用する指標によってはインフレに連動
DC制度		個々の運用収益による資産残高の増加	個人毎の対応に委ねられる
退職一時金制度		インフレへの連動なし	退職一時金を原資とした運用 (即時に消費なら対応不要)

8

少し駆け足で恐縮ですが、インフレが退職金制度に与える影響ということで、退職後のことについても少し触れさせていただければと思っています。退職後についても、制度上、インフレ率というものを改定するような義務はなくて、制度設計としても、インフレを直接制度に織り込んでいる、受給者の改定などに織り込んでいる制度というのは、もう本当に、ほぼほぼないものと思っています。このようなところも、今後、インフレが継続していく中では論点の一つになってくるかと思うのですが、やはり、退職者に対する対応となりますので、企業側としては、負担するインセンティブがやはり少し働きにくいというような恐れもある。まずは加入中者に関する対応や議論が優先されてしまうところは少し危惧をしています。すみません、表ではいろいろ制度の内容について書いていますが、ここでは詳細は割愛させていただきます。



先ほど見たように、インフレの状況下におきましては、制度の類型に応じて、影響や対応すべき事項は異なってきているところがございます。先ほど、インフレが給付に反映するような最終給与比例制度の場合には、やはり、コストの増加が少し論点になってくるというところでは、そのような場合の影響の把握ということで、まず単年度では、今回のインフレでどれぐらいの影響があるのかというところを把握して関係者に説明する。それが今後、複数年度生じたときに、どのような影響が生じるのかを考えていかなければいけないということは、必要な対応の一つとして考えられます。一方で、ポイント制度など、インフレが給付に反映されないような制度では、実質価値の低下というところが、どうしても起きてしまう。例えば、勤続期間別定額制度では、それに対応するために、物価水準に応じて調整率を乗じることで、勤続期間別の定額を増額してあげる。また、ポイント制度においては、その物価水準に応じて、ポイント単価を引き上げていくといった対応も、今後、インフレが継続する中では考えていかなければいけない課題になってくるものと、想定しています。

## ②-2インフレ状況下での想定される対応例

### 個社の反応例

#### ポイント制度・定額制度採用先

- 現時点においては労使ともに現実的な問題として認識されているケースは少ない。

#### 最終給与比例制度⇒ポイント制

- 最終給与比例制度からポイント制への移行を検討している過程においてベースアップなどが発生。
- 制度検討や労使交渉の中で、将来のポイントについて新制度が賃金引上げを反映できないことが論点に。
- 当初設計からの見直しや追加試算等も発生。

賃金引上げが反映されないといった特徴は当然ながら従業員として無条件に受け入れられるものではなく、今後、インフレやそれに伴う賃金と引き上げが継続する場合、定額制度・ポイント制度採用先でも、実質価値の維持は論点となる可能性がある。

10

個社の反応例というところで、少しご紹介させていただきたいと思います。ポイント制度、定額制度を既に採用しているような先ですと、今の時点で、労使ともに、このインフレへの対応が、現実的な問題として認識されているケースは、まだ少ないと思っています。企業さん側から何か、「今、ポイント制度を採用してるんですけども、ちょっと、インフレに対応できてないのが問題ですよ」と、そのようなご相談を受けることは、まず私の中では少ないかと思っています。「論点の一つとして、今後このようなこともありえます。」というところで、われわれの方から提示していくようなイメージです。一方で、資料右側の最終給与比例制度からポイント制度に変更を検討している、これはインフレとは関係なく、人事制度の見直し等で、ポイント制への移行を検討している企業があるのですが、その検討期間中において、ベースアップを実施されたという企業がございます。その労使交渉の過程において、ポイント制度が将来の賃金の引き上げを反映できないという点が組合から問題視されるような事態もありました。その結果、当初の設計からの見直しや、追加の試算等も発生するなど、追加での対応が発生したケースが、私のコンサルティングの先でもございました。

これらのことから言えることは、インフレやそれに伴う賃金引上げが退職給付側に反映されないということは、やはり従業員として無条件に受け入れられるものでもないということでございます。今後、インフレなどの状況が継続するような場合には、先ほどご紹介したような問題がクローズアップされた例以外にも、既にポイント制度、定額制度を採用している先についても、実質価値の維持というところが制度の論点になってくる可能性は、十分あるものと思っています。

費用負担の担い手というところで、制度変更を行わない場合、制度の種類において、先ほど見たような最終給与比例制度では、給与の増加など、費用負担増加などが想定されます。一方、定額制度、ポイント制度では、実質的な価値の減少という影響が想定されます。最終給与比例制度であった場合、企業がそれを負担するにあたってのインセンティブは何なのか、あるいは、定額制度、ポイント制度であった場合、給付の増額をするにあたってのインセンティブはどのようなものがあるのか。逆に、対応しないとした場合、実質的な価値の毀損を従業員が受け入れるにあたって、何か納得性などはどのようなものがあるのかというところも、論点になるものと思います。



### ③-1 その他の論点

#### 費用負担の担い手は？

- 制度変更を行わない場合、制度の種類に応じて、給与の増加を通じた費用負担の増加や実質的な価値の減少が生じる。
- 企業が負担するにあたってのインセンティブは？
- 実質的な価値の毀損を従業員が受け入れるにあたっての納得性？

制度の種類	影響
最終給与比例制度	賃金引上げを通じて事業主が負担 (掛金負担増もしくは予定利率に対する超過収益などで原資を確保)
累計給与比例制度	賃金引上げを通じて一部は事業主が負担 (掛金負担増もしくは予定利率に対する超過収益などで原資を確保) 給付額の一部において実質的な価値が毀損
勤続期間別定額制度	給付額の全額において実質的な価値が毀損
ポイント制度	

11

少し簡単に触れさせていただければと思うことは、DCの拠出限度額も、DC制度の導入当初以降、物価が上昇しており、今後、物価上昇が継続した場合は、実質価値の低下が顕著になる可能性もあるというような問題があると考えています。また、そもそも賃金と退職給付の関係において、物価上昇に対応するための賃上げ以外にも、いろいろな、人材戦略上の観点から昇給額を決定するケースも今後は想定され、それが、退職給付制度との関係において人事戦略上そぐわない形になってないかということも、見ていけないといけない可能性もあると思います。

### ③-2 その他の論点

#### その他想定される論点

- 次のような点にも留意が必要ではないか。


論点	
DC拠出限度額	DC制度導入当初2001年からの物価上昇(累積)は約6%程度。 物価上昇が継続した場合、実質価値の低下が顕著となる可能性。
賃金と退職給付	物価上昇に対応するための賃上げ以外にも人事戦略上や人材獲得戦略上等の理由で昇給幅を設定するケースも想定される。 退職給付制度が当該戦略にそぐわない形となっていないか検証することも重要。

12

最後に、このインフレへの対応にあたって考えられるところとしまして申し上げます。賃金は、現時点での消費あるいは貯蓄に対応するものなので、現時点での物価水準に対応して決まります。一方で、その

退職給付というものは退職後の消費に対応するので、そこは、やはり退職後の物価水準に対応していくということが潜在的には求められているものと思っています。そのようなニーズを踏まえた上で、退職給付制度の目的や企業の人材戦略など、各制度の特徴を踏まえた上で今後の対応を検討していくことが必要になってくるものと思います。以上で私の方の発表を終了させていただきます。ご清聴、ありがとうございました。

**おわりに**


The Institute of Actuaries of Japan  
Think the Future, Manage the Risk

**インフレへの対応にあたって**

- 退職給付は退職後の消費を前提としており、退職後の物価水準に対応することが（潜在的に）求められる。
- そうしたニーズを前提に退職給付制度の目的・企業の人材戦略・各制度の特徴を踏まえたうえで対応を検討することが重要ではないか？

**（潜在的な）ニーズ**

賃金：現時点の消費（+貯蓄） ⇒ **現時点の物価水準**に対応  
 退職給付：退職後の消費 ⇒ **退職後の物価水準**に対応

**退職給付制度の目的**

- 退職後の生活の一助
- 会社への貢献に対する報奨
- 社員のモチベーション向上

**企業の人材戦略**

- 長期勤続による生産性の向上
- 人材流動化への対応
- 人材獲得のための優位性の確保

**各制度の特徴**

- DBの各類型における特徴
- DBとDCの特徴の違い

**給付設計  
財政運営**

13

日下部 秋山さん、ありがとうございました。最後は、飯塚さん、お願いします。

飯塚 ありがとうございます。有限責任監査法人トーマツの飯塚と申します。よろしく願いいたします。私の方からは、国内の事情というところから少し離れて、海外の事情ということで、北米や欧州の国における私的年金制度において、インフレがどのように取り扱われているかということを紹介させていただいて、今回の議論の一助になればと考えております。いくつかご参考になるような事例や、あとは、あまり日本の制度に当てはまらないので、ここは考え方を変えた方がいいというところはあるかと思いませんけれども、一度、現状がこうなっていますという紹介をさせていただければと思っております。

あらかじめお断りですが、本発表の中で私が申し上げる意見は個人的なものでございまして、法人を代表するものではないということは、ご承知置きいただけましたらと存じます。よろしく願いいたします。

早速ですが、目次は飛ばさせていただいて、今回、主に取り上げるのはアメリカとドイツとイギリスになっています。一応、このスライドではアメリカとカナダ、北米の大きな先進国ということで取り上げさせていただきますけれども、カナダについては、アメリカとインフレに関する対応はほとんど同じということもあって、アメリカの方で一度ご紹介させていただいて、カナダは割愛という形にさせていただきますことをご承知置きいただければと思います。

## 各国のDB制度の仕組み(1/2)

### アメリカ、カナダ

	アメリカ	カナダ
DB制度の仕組み	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 一般的に、通常引退年齢から死亡するまで終身にわたり支給される</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 一般的に、通常引退年齢から死亡するまで終身にわたり支給される</li> </ul>
	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 最終平均給与比例の制度の給付計算式(例)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 最終平均給与比例制度の給付計算式(例)</li> </ul>
	$1.25\% \times \text{最終平均給与} \times \text{勤続期間(年数)}$	$1.5\% \times \text{最終平均給与} \times \text{勤務期間(年数)}$
	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 定額の制度の給付計算式(例)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li> <ul style="list-style-type: none"> <li>➢ “ホワイトカラー”において比較的一般的</li> <li>➢ 最大給付発生率は税法上2%に制限</li> </ul> </li> </ul>
	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 支給開始後にインフレーションによる年金額調整はない</li> <li>■ 一時金給付や配偶者生存年金といったオプションが含まれることがある</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li> <ul style="list-style-type: none"> <li>➢ “ブルーカラー”において比較的一般的</li> <li>➢ インフレーションに追従するよう都度交渉される</li> </ul> </li> <li>■ 通常、支給開始後にインフレーションによる年金額調整はない</li> <li>■ 一時金給付や配偶者生存年金といったオプションが含まれることがある</li> </ul>

3 インフレ時代の私的年金制度の在り方: 海外事情

まず、アメリカもカナダも実は制度の形はほとんど同じで、この少し色付けしてあるところをご覧ください。例えば、1.25%、1.5%×給与、これは平均給与だったり、最終給与だったりするので、何パターンかあるのですけれども、それに勤続年数を掛けたものが金額になる。何の金額になるかという、年金額です。年額の年金額という形で、つまり、給与の1.25%、1.5%を毎年、年金額として獲得していく。勤続年数が増えれば、当然、その分だけ大きな金額になっていくという形の制度になっております。他にも、定額制度というケースもございますが、ほとんどが、私の知っている限りは、給与に比例する制度で、最近では、最終給与に替わって平均給与を使うというケースが増えてきているところですが、上の算式が当てはまるケースがほとんどだと思っていただければと思います。

本日のテーマのメインのところですが、少し太字になっているところ、分かりにくいかもしれませんが、下から二つ目、アメリカの方をご覧くださいと、支給開始後にインフレーションによる年金額の調整はないというように書いてございます。アメリカでは私的年金の方で、支給開始ないし、支給前でもですが、物価を、その価値を維持するために調整するという仕組みは実は求められてはいません。企業が任意でやることは可能ですが、求められていない。カナダの場合も同様という形になっております。

## 各国のDB制度の仕組み(2/2)

### ドイツ、イギリス

	ドイツ	イギリス
DB制度の仕組み	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 確定給付制度はドイツでは“古典的な”年金制度と考えられる</li> <li>■ 給付計算式(例)               <ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; <b>最終給与の0.5% × 勤続年数</b> (年金保険料算定基礎上限額まで)</li> <li><b><math>0.5\% \times \text{最終給与} \times \text{勤続期間(年数)}</math></b> (年金保険料算定基礎上限額まで)</li> <li>&gt; <b>最終給与の1.5% × 勤続年数</b> (年金保険料算定基礎上限額超)</li> <li><b><math>1.5\% \times \text{最終給与} \times \text{勤続期間(年数)}</math></b> (年金保険料算定基礎上限額超)</li> </ul> </li> <li>■ <b>支給開始後にインフレーションによる年金額調整がある</b></li> <li>■ 最終給与比例制度から以下の制度への移行が進んでいる               <ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; 拠出クレジットベースの確定給付型制度</li> <li>&gt; 平均給与制度</li> <li>&gt; 年率1%保証のついた現行DC制度</li> </ul> </li> <li>■ <b>社外積立をしない制度の方が多い</b></li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 引退時、退職時または死亡時までの勤務期間および給与によって給付額が決まる 給付計算式(例)</li> <li><b><math>1/60 \times \text{給与} \times \text{勤務期間(年数)}</math></b></li> <li>■ 給与は、最終給与あるいは平均給与を含む様々な方法で規定される</li> <li>■ <b>支給開始後にインフレーションによる年金額調整がある</b></li> <li>■ 従業員は給与の一定率を年金制度に拠出する場合がある(掛金がゼロの場合もある)</li> </ul>
	4 インフレ時代の私的年金制度の在り方: 海外事情	

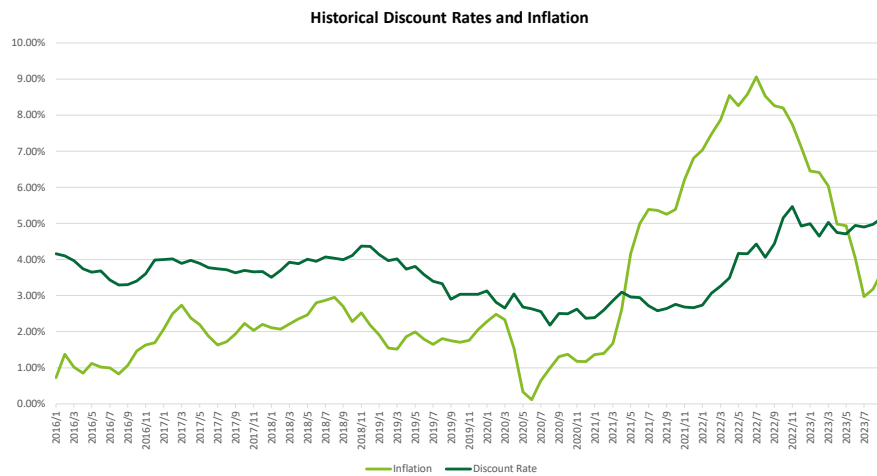
翻ってというところがございますが、欧州の方はどうなっているかということでご紹介させていただきます。まず、ドイツとイギリスに関して、給付算定式というところ、大体、アメリカ、北米と似たような形式になっているということがご覧いただけるとと思います。ドイツの場合は、少し、公的年金の保険料の算定基礎額の上限というところと、上限を超えたところで異なるケースが多いので、二つ算式が、0.5%掛けているものと、1.5%掛けているものなどがありますけれども、原則的には、この比率に給与と勤続年数を掛けるという形式は同じです。こちらも年金年額がこのように計算されるという形になります。

イギリスの方、青い方の色付けしているところをご覧くださいますと、例えば、60分の1、90分の1、120分の1という指標になります。ここが、ドイツなどで言うと、この0.5や1.5、アメリカなどで言うと、この1.25%などというところと代替になるのですけれども、基本的な考え方はほとんど同じで、勤続年数に対して、毎年一定割合を獲得していくというような形で年金額が計算されます。それぞれ、今回も、インフレにどのように対応しているかということをご紹介させていただくと、ドイツもイギリスも、支給開始後にインフレーションによる年金額の調整があります。これは、基本的に法令で求められておりますという制度になっています。北米の2か国は、そのような私的年金にインフレーションによる年金額の調整、購買力を維持するための調整は求めていないのですけれども、欧州の2か国、実はオランダもそうで、オランダも求めているので、欧州は基本的には、私的年金の確定給付型制度においては、インフレーションによる年金額の調整は求められるとさせていただければと思っております。

次から、アメリカをまず先なのですが、アメリカ、ドイツ、イギリスの、直近といいますか、歴史的なインフレの状況と、あとは実際、実務的にどのような指標が使われているのかというようなことを、少しご紹介させていただければと思っております。

### アメリカのDB制度とインフレ率

アメリカのインフレ率の指標としてCPI-Uが使用される  
近年はインフレ率が5%を超える時期も多い



(出展) : Deloitte Consulting

5 インフレ時代の私的年金制度の在り方:海外事情

まず、アメリカの制度について、こちらでご紹介です。2016年からなので、もう少し古いところから取った方がという意見もあるかと思いますが、ここ数年の間で、黄緑の方がアメリカにおけるインフレーションというところで、インフレの指標としては、CPI-Uというものが使われます。次のページで少し書いていますけれども、The Consumer Price Index For All Urban Consumers ということで、都市部の方の物価上昇率というものを、反映してインフレ率を測定するということが多いです。5%を超えるような率になっている例も近年ではあるので、この辺は、結構大きな課題ではあると思います。

### アメリカのDB制度とインフレ率

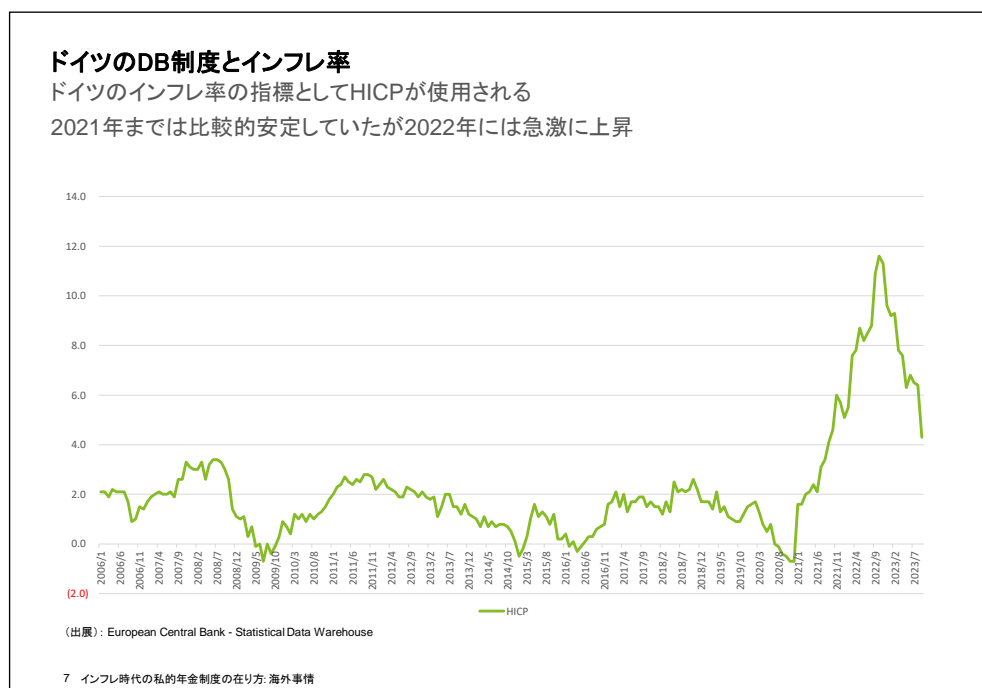
項目	内容
現役時のインフレ反映	最終給与比例制:賃金上昇率により反映
	平均給与比例制:通常は再評価しない
退職後のインフレ反映	待期中:インフレ率による改定の義務はなし
	受給中:インフレ率による改定の義務はなし
使用するインデックス	CPI-U (Consumer Price Index for All Urban Consumers)
上限	なし
下限	なし
会計上のインフレ率の参照指標	CPI-Uの期待値

6 インフレ時代の私的年金制度の在り方:海外事情

先ほどもご紹介したとおり、アメリカの私的年金においては、この表の真ん中あたり、待期中や受給中

というところをご覧いただければと思うのですが、インフレ率による改定の義務がないという形になっております。この辺は前のページで、直近で5%や8%を超えるようなCPI-Uの水準からすると、年金の価値が実質的には毀損していると言えるのかと思います。先ほど申し上げたように、アメリカでは、基本的に求められてはいないのですが、インフレ連動させることはできるということにはなっています。あまりやっているケースはないということが、弊社のアメリカのチームから聞いている話でございます。

もう一つ重要な指標は、秋山様でも取り上げていらっしゃいましたけれども、現役時代の賃金、現役時代のインフレ対応というところですが、最終給与比例制度であれば、通常、あたりまえですが賃金上昇率に反映された制度になります。平均給与比例制度の場合どうかというと、アメリカでは通常は再評価しないということで、そのような意味では、退職後も現役中も、基本的には物価の調整というものを、私的年金におけるDB制度には持ち込んでいないことがアメリカの特徴かと思っております。



次に少し、ドイツを簡単にご紹介させていただきますと、ドイツはインフレ率の指標として、HICP というものが使われます。Harmonized Index of Consumer Prices というものを使っているのですが、少しいろんな指標を統合したものだとも聞いています。ドイツにおいても、インフレ率は、比較的安定していた時期があるのですが、直近では10%を超えるような水準に上がっているということもあります。ここは、規模は少し別として、インフレ率の対応というものは、日本と同じように、考え方は整理しないといけない時期になりつつあるのかもしいないかと思っております。

## ドイツのDB制度とインフレ率

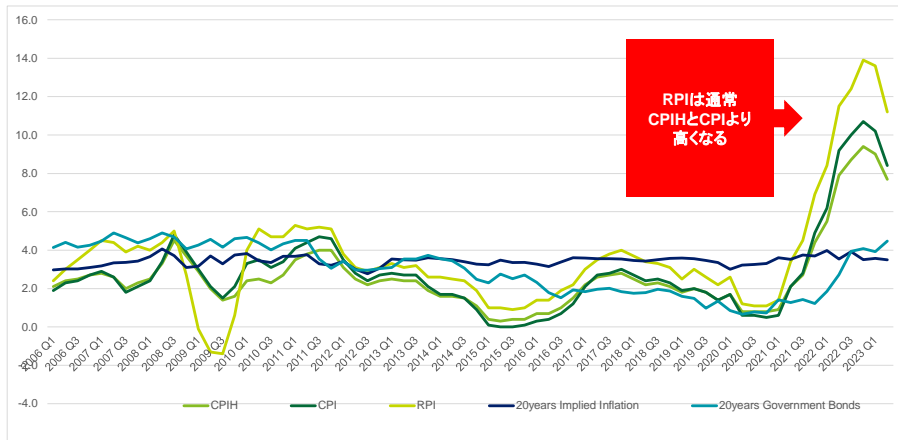
項目	内容
現役時のインフレ反映	最終給与比例制:賃金上昇率により反映
	平均給与比例制:(制度設計次第)
退職後のインフレ反映	待期中:インフレ率により改定の義務はなし
	受給中:インフレ率により改定または1.0%固定
使用するインデックス	HICP (Harmonized Index of Consumer Prices)
上限	なし
下限	なし
例外措置	財務状況が悪い場合はインフレ増加を停止可能
会計上のインフレ率の参照指標	HICPの長期期待率

8 インフレ時代の私的年金制度の在り方:海外事情

ドイツも、実際、制度上どのように反映されるかということの説明させていただきます。こちらは、先ほどもご紹介したように、真ん中あたり、退職後のインフレ反映というところでは、受給中に関してはインフレ率による改定、または1%固定と、制度によって、1.0%を保証すればいいですというような制度も、制度の開始のタイミングによっては、そのような制度の選択もできるということもあったのですが、基本的には、インフレ率による改定が求められています。一方で、待期中は要りませんと、つまり、年金をもらい始めてからは購買力を維持させないといけません、それ以外は特に義務はありません。現役時代に関してはどうかというと、実は現役時代も、平均給与比例制度のところでは設計制度次第と書かせていただいているとおり、基本的に義務としてはありませんという状況になっております。

## イギリスのDB制度とインフレ率

イギリスのインフレ率は歴史的にRetail Price Index (RPI) が使用されてきたがConsumer Price Index (CPI)の使用に変わりつつある。2030年からはCPIに家賃等のhousing要素を加えたCPIHが使用される予定



(出展) : Office for National Statistics - Inflation and price indices

9 インフレ時代の私的年金制度の在り方:海外事情

イギリスの方が、本日、大きなテーマに近いところかと思うので、ご紹介させていただきます。イギリスは少し指標がRPI、CPI、CPIHといくつかあって、若干複雑なのですが、基本的には、今まで、伝統的にはRPI、Retail Price Indexが使われていましたけれども、最近になってCPIというものが使われてもいいですというようになっています。この表題のところ少し書いてあるのですが、RPIが、統計としてもう実際にあまり使われていないのではないかと、実は、これは年金制度にかかわらずなのですが、イギリスの統計局としてRPIをもう算定しなくなることを決定しています、2030年からはCPIHという、ハウジングを加えたCPIというもので評価されることになって、年金制度もそちらに準拠するということが言われております。ただ、ご覧いただきますように、この黄緑のところはインフレ率に関連した指標ですが、近年、10%を超えるような指標になっていまして、非常に大きな影響があるというところでございます。



## イギリスのDB制度とインフレ率

項目	内容
現役時のインフレ反映	最終給与比例制:賃金上昇率により反映
	平均給与比例制:過去分はインフレ率により再評価
退職後のインフレ反映	待期中:インフレ率により改定
	受給中:インフレ率により改定
使用するインデックス	RPI、CPI(2011年から使用可能)、CPIH(2030年からCPIを代替予定)
上限	1997~2004:5.0%以上で設定可能
	2004~:2.5%以上で設定可能
下限	なし
会計上のインフレ率の参照指標	20年 期待インフレ率 (Bank of England 20 years inflation)

10 インフレ時代の私的年金制度の在り方:海外事情

イギリスの場合は、もっと、一番、今まで紹介した中では、インフレに対して非常に、受給者保護という意味では堅固な形になっていまして、退職後のインフレ反映というところでご覧いただきますと、待期中も受給中も基本的にインフレ率の改定をなささいというようになっています。現役時代も、基本的に、最終給与比例はいいとして、平均給与比例制の場合も、過去に付与した、過去の期間の給与を使う場合は、それはインフレ率によって再評価してください、リバリュウしてくださいというようになっています。そのような意味で、イギリスは非常にインフレ率に対して敏感といいますか、私的年金制度でその辺の購買力を維持するということは、非常に強固にやっています。

先ほどもご紹介したように、使用するインデックスとしてはRPIというものがあったのですが、RPIから、2011年以降はCPIというものが使用可能となり、CPIHは名称といいますか、指標自体が変わるという話なので、具体的に、何と言いますか、救済的な措置というわけではないのですが、実は上下限も、イギリスの場合設けられていまして、私的年金である以上、やはり、企業の負担ということにも配慮して、上下限の設定が可能になっています。上下限については、1997年から2004年までに獲得した給付に関しては5%以上で設定可能、つまり、5%を超えるインフレになった場合は、5%が使用できるというもの、それも、2004年以降は2.5%以上というところまで引き下げてきていることがあります。イギリスは非常に厳しくインフレ率を反映するというようにはなってはおりますけれども、あくまでも私的年金である以上、企業の負担ということにも配慮した、実務的な、実用的な制度運営がなされているのかと考えております。

海外の事情は、以上のような形でご紹介させていただきました。ありがとうございました。

### Question1

### 今後、想定されるインフレ

日下部 ありがとうございました。では、お三方からお話を伺いましたので、これからディスカッションに入ります。

私の方からいくつか問いを事前に用意しましたので、一応、それに従いつつも、皆さん、ご自由に討論いただければと思います。まず、今後想定されるインフレということで、今、荻原さんの方からお話がありましたけれども、われわれ素人だと、本当に2%が続くのか、ハイパーインフレのようなことまで気にしなくていいのかなど、そのようなことが気になります。議論の前提として、どのようなインフレを想定しておけばいいのかというところをコメントいただければと思います。

荻原 はい。インフレ定着と申し上げたのですけれども、日本の場合は、基本的にやはり、モデレートなインフレということになると思います。一つは、日銀の2%が目標とありますが、ターゲットだと思えますけれども、この2%は、いわゆるグローバル・スタンダードとありますが、アメリカも欧州もターゲット2%で、それに向けてやっているということになります。ハイパーインフレは、その国の財政が極端に悪くなって、通貨の価値が大きく毀損した場合に起きますので、現在では、先進国でハイパーインフレが起こるという可能性はほとんどないと考えています。

#### Question2 DB/退職金制度の給付面に起きる課題

日下部 分かりました。そのようなインフレを前提として、私的年金に発生する問題について、もう一度、秋山さんの方から、DBと退職一時金制度の支給額の観点で、どのような問題があるか整理していただけますでしょうか。

秋山 そうですね。私の資料ですと、5ページ目になるのですけれども、この中でやはり、DB制度、退職一時金制度にかかわらず、いわゆる基準給与にベアが反映されているかどうかというところで、対応が分かれています。最終給与比例制度ですけれども、これまでの傾向からすると、ある程度インフレ水準に見合う昇給というところは、全体的な流れとしては、今のところは追随されているというところで、実質的な価値を維持していると考えられると思っています。あとは、累計給与比例制度ですけれども、その昇給がインフレ水準に見合っているというところで、勤務提供時点での実質価値は維持、少し将来のところでは、だんだんと過去の累計していく部分というのが毀損していくのですけれども、今の時点では、そこまでの大きな毀損というところはないのかと考えています。一方、大企業を中心としてポイント制度などに移行されている企業も多いかと思います。そのような先ですと、やはり、基準給与にベアが反映されない制度では、インフレ水準上昇下では実質価値は毀損していく。これが今後継続していくのであれば、それがどんどんもっと顕著になっていくというところの一つ、課題となってくるものと思います。

日下部 ありがとうございます。冒頭ご紹介した数値にありましたけれども、基準給与の8割方は賃金とは連動しないということですし、ポイント制は非常に多いですけど、ポイント単価の改定などはあまり聞いたこともないので、そのような現状があるということだと思います。飯塚さん、今の観点で、欧米の整理をもう一度お願いできますでしょうか。

飯塚 そうですね。欧米の方は、ご承知だと思うのですけれども、基本的には、年金支給というものがベースになっていまして、一時金での受け取りということは、オプションではあるのですけれども、基本的な路線ではないということもある。やはり、年金額が老齢での生活を主に支えるもののかかなりのポーショ

ンを占めるということもあって、特に欧州では、そのような考え方、きちんと年金額は価値を維持しないといけないという考え方は非常に強いのかと思います。そのようなところからも、やはり、インフレに対して、マネトリにインフレ連動させないといけないということが原則になっている形になっています。そのような意味では、日本と比較する場合には、支給形態というところは少し意識して考えていかなければとは思っています。

日下部 欧米では、インフレ連動は原則的な考え方であり、さらに連動すべきは年金額という点が比較の上で、意識しないといけないということですね。

日本でも賃金改定に連動する最終給与に比例していれば、その部分是对応されていると言えそうな気がしますが、賃金の改定とインフレ率の関係について、マクロ的な視点でみると、荻原さん、どのように理解をしておけばよろしいでしょうか。

荻原 そうですね。賃金上昇というと、一般的には春闘やベースアップなど、そのようなところを思い浮かべるとは思いますけれども、結局、判断は最終的に個々の企業ということになります。その企業がきちんと生産性を上げられているか、人材確保のために労働分配率をどうするかなど、そのようなインフレ以外の要素も当然絡んできます。そもそも賃上げするためには、収益が確保されているということが前提です。インフレのときに企業が価格を引き上げて、賃上げの原資を確保してということであれば、賃金とインフレが結びつく循環ということになりますけれども、これまで日本の企業は、なかなかコストアップ分を価格転嫁しなかった。その場合は、インフレでコストアップしても、逆に収益は悪くなりますので、賃金に関しては下方圧力が掛かるという逆の結果になりますので、企業がきちんと価格転嫁して、それを賃上げするという循環が重要になってくると考えています。

日下部 そうしますと、賃金に連動していたからと言っても、必ずインフレに対応できているかどうかは、また少し別問題があるわけですね。インフレと賃金上昇の好循環というものが前提になるということが理解できました。

秋山さんにお尋ねしたいのですが、欧米と違って、先ほど挙げたように、DB制度や退職金制度で、インフレ対応していないというところは多い、ビルトインされていない、そのような状況になっているのはなぜかというご見解はありますか。

秋山 そうですね。いろいろな見方はあるかと思うのですが、元々、恐らくそのポイント制度を導入される前は、日本の退職金は定額制度、あるいは最終給与比例制度が中心であったと認識しています。そのところで、ベースアップなりといったところの影響や、あとは、人事制度の成果主義への移行というようなところのトレンドの中で、ポイント制度が中心になっていったこと、あとは物価の上昇率について、低インフレのところの影響がちょうど重なるなど、いろいろな要因があって、ポイント制度に移行した際のインフレ水準、物価水準等がそこまで大きく伸びてこなかったのも、インフレヘッジされていないという点が大きな問題にはなっていないという経緯があるのかと、私個人としては理解をしています。また、給付設計において、いわゆる賃金との連動性が低いのでポイント制度に移行しましょうなど、いろいろな複数の要因があって、このような、今の、物価連動していくというところの考えが、やはり少し薄

いような形、全体としてそのような形になってきているのかと思っています。

日下部 確かに、私も年金制度のコンサルティング業務に従事していましたが、ポイント制へ変更し、企業の後発負担の抑制を推奨してきたことから、同感です。

では、荻原さんにお聞きしたいのですけれども、日本では低インフレのおかげで、このような設計でも順応できたのではないかという話だったのですけれども、この欧米のインフレと日本のインフレは、何か違いがあるのですか。

荻原 はい。これは結構違いがありまして、そのインフレを、単純にモノの価格とサービス価格に分けると、モノの価格はある程度、循環性がどの国もあるのですけれども、海外は、特に欧米は、賃金が上がって、それがサービス価格に反映されて、サービス価格が上がっています。賃金は上がり続けているので、基本的にサービス価格も上がり続けているということになります。一方、日本は、プレゼンで言ったように、賃金が上がっていませんので、賃金が上がらなくて、サービス価格は全く上がってない。ゆえに、日本はずっと低インフレできていると、そのような背景があります。

### Question3 DC制度の給付面に起きる課題

日下部 よく分かりました。では、今、DB・退職金の話でしたけれども、DCについては、問題点として、秋山さん、どのような点になりますでしょうか。

秋山 DCも、先ほどの分類の7ページ目ぐらいですか。こちらはやはり、DCも、拠出時の問題と、あとは拠出後の問題があると思います。拠出時は、給与比例のようなDC掛金でないと、実質的な価値は維持できないところは問題として少し出てくる。拠出後の問題点として、どうしても個人の資産運用に委ねられてしまうというところはやはり出てくるので、そこは、われわれ制度を提供する側でも、投資教育を通じて、このインフレリスクの重要性などをお伝えするというのも、今後必要になってくるものと考えます。

日下部 飯塚さん、欧米でのDCはどのような感じですか。

飯塚 そうですね。欧米は、DCの掛金を基本的にベースサラリーの何%というように設定されることが多いですので、そのような意味では、拠出時の物価水準は維持するという仕組みが、自動的に織り込まれているのかとは思いますが。

日下部 掛金が物価連動して上昇する場合、日本では掛金の上限額も問題になると思いますが、欧米ではどうですか。確か米国の上限額は、とても払えないぐらいの金額ですよ。

飯塚 そうです。イギリスなども拠出上限額がありますけれども、基本的にはとても高く設定されて、イギリスなどは今年4月からまた上がったぐらいなのです。そのようなところもあって、その上限額が何か影響を与えるということは、多分、想定されないかと思っています。

日下部 では、少し話を変えて、コストの面で問題点ということで、もう一度、秋山さんに整理していただけますか。

秋山 そうですね。コスト面での課題ということですが、私の資料だと5ページ目のところ、本当に簡単にしか書いてないのですが、財政面およびコストへの影響という点では、やはり、最終給与比例制度というところで、財政負担が最も大きくなります。要は、将来分、過去分ともにインフレに対して対応していく制度では、やはり財政負担が大きくなって、累計給与比例制度では、過去分のところは対応しないので、その部分はある程度、最終給与比例制度よりは抑えられるだろうというところ。あとは、定額制とポイント制では、そこは影響ないので、一方で、実質的な価値は毀損していくというところは、やはり、そこは大前提になってくるというところでございます。これをどうやって、そのコストを捻出していくかというところや、あとは、最終給与比例制度であれば、どの程度のコストアップにつながっていくのかというところを、関係者の中で共有していくということが大事になってくるものと思っています。

日下部 そうですね。私も書きましたけれども、結果的に、給付が増えなければ、実質的に、企業としてはコストが減っていると考えていいと思うのです。

秋山 そうですね。特にポイント制度など、同じ掛金の水準を出していますけれども、その企業としては、値上げなどを通じて、売上高の向上などそのようなところで、実質的には今までの掛金、退職給付費用であれば、コスト的には下がっているという、そのような解釈もできなくはないかとは思いますが。

日下部 DCについても、同じような感じですか。

秋山 DCですとやはり、企業にとっては掛金がコストとなるので、DBよりはやや単純かなというところはあるのです。DC制度においては、最終給与比例制度のコストの増加と、あとは、ポイント制度、定額制度については、少しそこはインフレ状況下では、実質的なコストというところは低下していくので、逆にそのインフレにより、その実質的な価値を毀損しているところをどう企業として見るかという論点も出てくるものと思います。

日下部 ありがとうございます。そうすると、また飯塚さんの出番ですが、欧米ではコストについてはどのような認識を持たれているのですか。

飯塚 そうですね。主に欧州の話になりますけれども、先ほどもイギリスのところでご紹介したように、やはり、キャップ、上限を設けたり、その上限も引き下げたりということで、企業がDB制度、特にインフレに連動するということも、言ったように、負担が重いということは、事業主もそうですけれども、監督機関も認識はしている。結局もう、私的年金でやっている以上は100%事業主の負担になりますので、

制度を破綻させる、つぶしてしまうよりは、何とか維持していこうという考え方があるなど、インフレ率の上限の引き下げなどもやられてきてはいるのです。とはいえ、ご承知のように、欧州でもDB制度からDC制度に切り替えが進んでいるということがありまして、その大きな要因としては、インフレのみではないですけれども、インフレということも十分に、企業としては、やはり、そこの負担が大きいということはあるのだらうと思います。

余談ですけれども、欧米の場合は日本と違って、過去分をDC制度に移管するということではできません。一度約束した給付は、過去分のDBについてはずっと引き続き維持していかなければいけない。インフレについても付き合っていかなければいけないということもあります。結構その辺のコストに対しては、特にイギリスやドイツはかなり頭が痛いというような印象で、皆さん、取り組まれている印象を持っています。

日下部 なるほど。欧米も、日本に変わらず大変だということですね。

飯塚 そうですね、はい。

#### Question5

#### 課題に対するソリューションについて ～ DB/退職一時金制度 ～

日下部 ではここで、インフレによって発生する課題、今まで挙げていただきましたけれども、ソリューションといいますか、どうしたらいいのかというところを、また皆さんにお聞きしたいと思います。まず秋山さん、どうですか、ソリューションという観点では。

秋山 そうですね。インフレに対して、DB制度を中心にどのような対応が考えられるかという点については、やはり、給付の算定式によって少し異なってくるかというところです。今、映していただいているもの（9ページ）は、最終給与比例制度等賃金の基準に連動するような制度において、インフレに見合う昇給であれば、実質価値を維持するというのが一つで、もしそこが足りないようであれば、何らかの増額も必要になってくる。一方、勤続期間別定額制度、ポイント制度では、インフレの状況下においては、その実質の価値は毀損してしまうので、これは類型に応じて、そこは調整率を掛けるなどして対応していくことが、対応の一つとして考えられます。

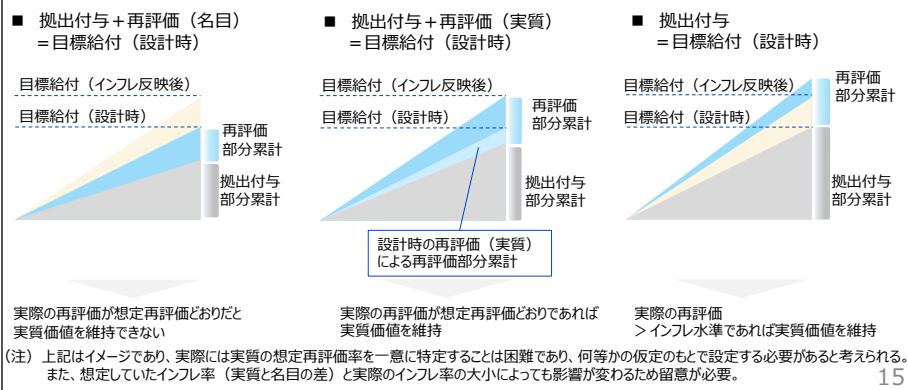
あとは、キャッシュバランス制度についてですけれども、こちらは先ほど、いろいろなこれまでの議論の中で、再評価率については、長期金利などがインフレに対してある程度対応している。それに応じて増額を見込めるというところなのですけれども、このようなところも利用していくことが考えられます。私も、キャッシュバランス型制度についていろいろ考えていく中で、本資料のなお書きにも書かせていただいたのですが、想定再評価率をどう決めるかというところも、実は一つ論点になってくるのかと思っています。仮にインフレの要素が再評価率に内包されていた場合、元々インフレを見込んで給付の設計を行っていた場合は、実質価値が維持できないというようなところも少し考えられるので、この手法の設定に当たっては留意が必要と考えています。

日下部 なるほど。今のキャッシュバランスのところは結構難しいですね。使用する再評価率の指標の中にインフレ率の要素が内包されていた場合、設計時の想定しだいで状況が変わってくるということですね。

## ①'-1キャッシュバランス型制度

### CBプランの再評価率の設定について

- インフレ対応にあたっては設計時の再評価率の設定も重要。
- 設計時に目標給付を設定し、拠出付与と再評価により目標給付に到達するように設計することも行われるが、名目の再評価（物価上昇率を控除する前）を使用して設計した場合、実質価値を維持できないことも想定されるため留意が必要。



秋山 本紙の資料の中ではないのですが、15 ページの中で、キャッシュバランス型制度の再評価率の設定について、キャッシュバランス型制度を作るときには、設計時に目標給付額を設定して、決められた再評価率に基づき、それに対して拠出付与がいくら必要かというところを組み立てていく設計をよくやるものと思います。その際、名目の再評価率を使って設計した場合、この図で言うと、一番この左側のところ、目標給付額に再評価部分の累計と拠出付与部分の累計が一致するような形で、再評価率何%で、それで得られる再評価分がこれなので、ここの目標値に到達するには拠出付与額いくらですと、そのような形での設計を仮に行った場合、インフレ反映後の目標給付に届かないというような事象が起こります。こちらの真ん中のように、拠出付与と再評価、実質での再評価、インフレ率を除いた再評価率を用いて設計時に作っていかないと、実際のインフレが生じたときに、目標到達額を維持できないというようなところが、少し論点として考えられるのかと思っています。

ただ、少し留意が必要なことがあります。実際に、実質の再評価率をどう決めるのかということは非常に難しいと思っていて、それを何らかの形で一意に、何%ですとすぐ特定することは難しく、インフレ率は平均でこれぐらいなので恐らくこれぐらいだろうと決めていくような形で設計をしないといけないところも、キャッシュバランスプランを扱う上での難しさであると考えます。また、実際のインフレ率の大小関係でも変わってくると思うので、そこが少し難しいと思っています。

日下部 今、私が理解したところだと、設計するとき、再評価率の指標を、例えば 10 年国債の利回りを想定した場合、設計時点の利回りが 1.5%であったとして、その利回りの中にインフレ見合い分が入っているのではないかと、インフレ率分が 0.5%とすれば、実質利回りは 1%ということになる。その 1%を想定再評価率として制度設計しておけば、インフレが 0.5%発生すると、利回りは 1.5%となり、インフレが 2%発生すれば、利回りは 3%となり、インフレ対応ができるのではないかと、そのようなことですか。

秋山 もちろん、必ずしも設計どおりにということはなかなか行かないですけども、概念上はそのようなところも考慮して設計することが望ましいと思います。

日下部 今、キャッシュバランスプランの設計の話が出ました。設計自体、単純な話ではないということは今、お話しいただきましたが、それを別にしても、持ち分をインフレで目減りさせないという観点で言いますと、例えば、再評価率の指標として何を採用すべきかというような観点で、荻原さん、何かアドバイスはありますか。

荻原 そうですね。インフレ対比という点で考えると、やはり、CPIそのものを使うということが、非常に単純明快ではないかとは考えます。いろいろな利回りがあると思うのですが、例えば、期待インフレ、インフレ連動債で表される期待インフレなど、そのようなものがありますけれども、日本ではまだマーケットが少し不十分で、正確に期待インフレを表してないというように見られています。あとは、国債利回りという考え方もあると思いますけれども、説明しましたように、国債利回りの中にはインフレが内包されているということでもありますけれども、利回り自体は市場で決まるものですので、当然、インフレ以外の要因で動くということで、短期的には連動しないということがあります。運用実績そのものを使うという考え方もあるようではありますが、こちらも各資産の中には、期待収益の中にはインフレは内包されているということですが、プライスはマーケットで決まりますので、当然、それ以外の要因があって、短期的には連動しないということです。マーケットで決まるものに関しては、当然ながら変動が大きいということですので、CPIが単純明快かと思います。

#### Question6

#### 課題に対するソリューションについて ～ DC制度 ～

日下部 ありがとうございます。今、DB、退職金に関するところをお聞きしましたが、DCにおけるソリューションは、秋山さん、いかがですか。

秋山 DCでも、例えば、想定利回りなどを用いて設計するときに、キャッシュバランス型制度と同じようなやり方で設計されると思います。先ほど申し上げた再評価率に関して、いわゆる、DCにおける想定利回りを名目上のもので定義してしまうと、今後、加入者がその名目3%で運用を達成した場合であっても、目標給付額には届いてはいますが、では、実際のインフレが反映されている給付額に対しては、それは実は届いていないというようなところはやはり生じます。設計のときに再評価率というところも、できるだけDCは実質的な再評価率、インフレの影響をなるべく排除した後の再評価率を、非常に技術的には難しいと思いますが、そのようなところを意識して、給付設計を行っていく必要があると思っています。あとは、われわれのところでは、投資教育などにおいて、インフレのリスクも踏まえて、インフレプラス、想定利回りを達成するようといったところを、従業員の皆様にお伝えしていくということも、必要になってくるのではないかと考えています。

日下部 DCはまたさらに難しくなりますね。どのぐらいのインフレを織り込んで掛金が設定されている



のかということも、理解が必要だということですね。そうしますと、DCにおいて、個人がうまくインフレも考えて対応していこうと思ったときに、何を意識して運用すればいいのか、どのような実践をすればいいのかという視点で、荻原さん、お願いできますでしょうか。

荻原 はい。そうですね、基本的には、実質価値が目減りしないためには、インフレより高い収益を目指すということが基本になると思います。ただ、各投資対象、各アセットクラスは、通常、ビルディング・ブロックの考えで行くと、リスクフリーレートに、リスクプレミアムを乗せたものですが、リスクフリーレートは短期名目金利なので、インフレが内包されているということですから、インフレが上がると、基本的には各資産の期待収益率は上がるということにはなりません。ただ、最終的には、やはりポートフォリオになると思いますので、リスクフリーレートに応じたポートフォリオ、期待収益は長期のもので、それは長期的な視点で達成していくと、そのようなことが重要かと思います。

日下部 運用対象の資産にはインフレの要因が内包されているとしても、短期的に達成できるものではないから、やはり長期視点でやらないといけないということですね。

荻原 おっしゃるとおりです。ですから、長期で運用するために、やはり、リスクでももちろんブレしますので、それをどのぐらいまで許容できるかということが重要になってくると思います。

日下部 飯塚さん、秋山さんからは投資教育が重要だという話だったのですが、欧米で、このような観点で投資教育などは進んでいるのでしょうか。

飯塚 そうですね。やはり、特にアメリカなどは、DC・401Kがかなり普及していますので、国家的に結構その辺は力を入れてやっているということだと思います。イギリスでも2019年から、MaPsという、労働年金省が出資して作ったような組織で、このような啓蒙活動、啓発活動しているという事は結構やられています。あとは、インディペンデント・ファイナンシャル・アドバイザー、独立のファイナンシャル・アドバイザーの方に、個人の方が意見を求められるような仕組みを、結構提供しているような制度が多かったりします。DBから何か変更するというようなときによく使われることもあるのですが、DCの運用アドバイスなどにも、このようなインディペンデントのファイナンシャル・アドバイザーを起用するというケースも結構あって、そのようなところでのサポートは進んでいるのかなという印象です。

日下部 日本でも、来年に、金融経済教育推進機構が創設され、金融経済教育がより推進されることになりそうです。

飯塚 そうですね。そのような仕組みが広がっていくと、カバーされやすくなるのかと、われわれといいますか、運営管理機関の負担も、ある程度小さくなっていくのかもしれないです。

Question7

インフレ対応のコストは誰が負担

日下部 では、最後の問いなのですけれども、今、いろいろお伺いしたインフレ対応のコスト、これは誰が負担するのがいいのかというところで、秋山さん。

秋山 正直まだ、誰が負担するかというところのコンセンサスは、十分得られてないと思います。そこは企業の考え方、人材戦略や競争力などをどうしていくのかというところや、あとは、人的資本の関係で、エンゲージメント向上の施策、企業年金をどう考えているかなど、そのようなところに応じて決まってくるものと思います。また、前提として、先ほど私がスライドの中で申し上げたとおり、退職給付というのは、やはり、退職後の消費に対して行うもの、対応するものなので、そのインフレの対応は、結構ニーズとしては潜在的には強いのではないかと考えています。では、それをどのように、企業が確保していくのかというところは、非常に難しい問題だと思っていますところではございます。

例えば、運用の観点からはこれまでに制度上に生じた剰余でインフレ対応を行うという、そのようなところも一つ考えられるかとは思っています。あとは、継続的にインフレに対する原資を確保するためにどうやっていくのかという、財政運営のところでも工夫が少し必要かと思っています。例えば、予定利率を設定する際に、名目上の運用利回りではなくて、実質的な、インフレを除いた運用利回りを使って予定利率を設定して、その結果、その実際の運用との間に、インフレに関する利差益のようなものを継続的に得られるようにしていくといった対応が考えられます。また、逆に、予定利率プラス物価上昇率を基本として、それを長期期待収益とするようなポートフォリオを組んでいくなどが一つ、対応としては考えられます。

日下部 それに関連して、最近、新聞などで報道されていますが、資産運用立国の文脈からと思いますが、DBの資産運用をもっと積極的にやったらどうかということが話題になっています。運用をより積極的にして、その収益を原資にインフレ対応をするという考えはありますか。

秋山 いろいろ、先ほどの予定利率の話や、あとは、収益をインフレ対応の原資にするという考え方だと、やはり、消費者物価指数に連動だと少し、従業員にとってもそれほどまみもない。あとは、長期金利というところでは、先ほど荻原さんに解説していただいた資料で、それほど高くもならないというお話があったかと思うのです。そういった観点からは、例えば、キャッシュバランス型制度における再評価率の指標を、運用成績に連動させて運用実績を従業員に還元していく制度設計というところも考えられます。その給付設計を採用する場合でもやはり、その再評価率の設計次第かなというところは思っています、実質的な運用利回りを給付の設計に織り込んで、名目上のインフレに対応する部分は外に出して、従業員がきちんと受け取れるようにする。概念上、給付の増加にきちんと反映できるようにするというところは対応の一つとして考えられるかなと思っています。

日下部 最後、飯塚さん、欧米からの視点で何かコメントはありますか。

飯塚 そうですね。イギリスなどは、運用の方でやはり、もうインフレヘッジということはかなり進んでやっています。ある程度、もちろん積立状況が良くないと、ヘッジ比率を高めるためにかなりデリバティブを入れないといけないというようなリスク増につながってしまうのですけれども、そのようなところで、

コストをなるべく企業に直接転嫁しないような仕組みは工夫されています。あとは少し、ドイツの例では、ドイツは基本的に外部拠出をしていない制度が多いので、インフレをする、しないによって、企業の財務状況にかなり直接的な影響が与えられることもある。逆説的な意味で言うと、企業の財政状況が悪い場合には、インフレの支給を一時的に止めるという施策もやるなどしています。そのような意味で、コストの負担は、結局、私的年金である以上、事業主が負担するのですけれども、従業員との間である程度折半するような仕組みは考えていかないと、持続的な制度にはなりにくいのかという、そのような教訓の一つなのかと捉えています。

Question

会場・WEBからのご意見・ご質問

日下部 ありがとうございます。一応、私たちの方での議論はこのぐらいを想定していましたので、会場の皆様方から、ぜひともご意見、ご感想、ご質問等ございましたら、お願いしたいと思います。

清水 清水と言います。興味深い議論をありがとうございました。やはり、振り返ってみると、今、シニアの方の現役時代といいますか、若い頃は、みんなデフレ時代のコンサルをやってきたわけです。ポイント制で連動しないようにしろなど、何かそのようなことばかり考えてきたのだけれども、ある程度考え方を変えていかないといけない世界もあるかと。だから、給付改善も積極的に考えていく必要がある。ただ、それは本当に自動連動ということは難しいけれども、アドホックに給付改善するようなことを考えていて、やはり、人手不足の時代にもなるわけだから、そのようなことを考えていく。そうすると、給付改善すると、過去勤務債務が出ますね。でも、それが出ても、資産が結構貯まっていると、最近、ROICで評価しますね。そうすると、かえって収益率は上がるのではないかというような、会社の。そのような気もしなくもないですし、あるいは、DCの場合は、昔の掛金が足りなかったからと言って、修正できませんね、もうそここのところは。DBは少し厳しいので、やはり、もう少しDC掛金の余地を広げていくということも必要だし、給付改善するにあたっては、リスクを将来的に分担できる仕組みのようなものも、もう少し工夫していく必要があるのではないかという印象を持ちました。以上です。

日下部 ご感想いただき、ありがとうございます。では、次に坂本さん、お願いいたします。

坂本 非常に重い課題を取り上げられて、本当によく検討されたと思います。この問題につきましては、その国の公的年金制度がどうであるか、そして、労使関係がどうであるかということが、非常に大きく影響するように思うのです。同じヨーロッパでも、オランダやスウェーデン、このようなところは非常に労使関係が社会の細部まで入り込んでいるという感じがあって、それは、このようなインフレに対する年金の価値を保っていく労使協約ができあがっていくという、かなり、そのような意味では、使用者の方は労働組合に押されるという、そのような形で成り立っているのではないかと思うのです。日本の場合は、やはり、何と言いますか、個別、企業内組合の形ですね。そのような形、このような形はどうなのでしょう、やれるところはやれるかもしれませんが、やらない、「いや、もうこれはちょっとコストがかかりすぎるから」という、これまでどおりベア跳ねを抑えるという形で臨むと、何となく、うまく進まないような感じがするのですが、そこはどのようなのでしょうか、現実には。

日下部 どうですか、どなたかご見解を。

秋山 とりあえず日本につきましては、まさに労働組合の性格の違いは、正直、私もあるかとは思っています。やはり、日本の労働組合では、海外の事情と比べて、まだ、社会的にもそもそもこの課題に対してあまり認知されていない事情があります。それを今後、各企業の意思決定に委ねていかなければいけないというところはあって、実際には労働組合のところの声も、まだそれほど大きく声が上がることがないというところが今、日本の現状になっているかと思っています。今後それが、ではどうなるのかとなると、やはり、個別の企業の対応になってしまって、なかなか横並びで一斉になるというところが難しいかと、そのような気はしています。逆にそのようなところは、われわれの企業年金関係者などが、実はそのような問題があるのだというところを提起していくことで、今後、なるべく労働組合や企業の皆様に気付いていただけるというところも必要になってくるのではないかと、私自身、考えています。

坂本 ありがとうございます。

日下部 ありがとうございます。では、スライドの方がだいぶ集まっているようですので、お願いいたします。

井出 スライドの方は私から少しまとめて、ご質問させていただきます。まず、これは、荻原さんになると思います。国の財政上、国債の金利水準を上げられないと聞きますけれども、そうすると、インフレ上昇による両者のかい離の継続は問題にならないでしょうか。インフレ上昇というものは限定的にならざるをえないように思いますが、いかがでしょうか。

荻原 そうですね。国の借金が多い国策をしているということで、金利が上がれば財政破綻ということになりますので、そこは、懸念はあります。上乘せ金利が日本は大きい場合があると申し上げたところの一つなのですけれども、日本の場合はそれを国内で消化することによって、金利が一定程度抑えられているという形になっています。その状況はこれからもまだ続くと思いますので、海外のマネーで国債を買ってもらおうと、マーケットの動きによって大きく跳ねることがありますけれども、今、日本は、日銀がたくさん買っているということもありますし、国内で消化していますので、インフレはあるにしても、国債の金利は比較的、安定的に今は推移しているという背景もあると思います。

井出 ありがとうございます。もう一つだけ、同じような質問があるので、まとめてお話しさせていただきます。過去、インフレ率が高い時代もありましたけれども、そのようなときには、日本の企業年金にインフレ率は盛り込まれていなかったと思います。ただ、運用収益を原資として、資産運用の成果をフィードバックする形で、給付を引き上げていた時代もあると思うのです。そのようなところは、最終給与比例が多かったから問題にならなかったということもあるのでしょうかけれども、実際には、リターンを返していた時代もあると思うのです。その点については、いかがお考でしょうか。秋山さん、お願いします。

秋山 恐らく、リターンを還元してというところは、最近も少し例があるというようなことは伺っていま

すけれども、過去のところは、相当昔、恐らく昭和の頃のお話かと思っています。確かに、最終給与比例制度で、ポイント制度よりも、先ほど見ていただいたように、インフレと、賃金もインフレの水準によってその当時も上がっていたかと思しますので、ある程度そこでは、対応していたというところはあるかと思っています。質問の回答になっているかと言うと、少し怪しいのですけれども。

井出 すみません、そのような意味では、インフレ率が上昇することで収益が上がってくると、その運用収益について、運用成果が上がるということで、それをフィードバックするという考え方はないのかという、同じ、昔の考え方はどうでしょうかと、そのような感じです。

秋山 そこは、年金財政の予定利率等の設定と収益率の関係になってくるとは思うのです。予定利率に対して収益率、名目のその収益率が、実質的な予定利率に対して、そのインフレの部分を、利差益のような形で得られるような財政的な構造が維持できているのであれば、中長期的には、その利差益は得られてくるということは、論理的な考え方になってくるのかとは思っている。それを原資にして給付改善に充てていくというところも、一つの財政の運営の仕方の考え方にはなってくるかとは思っています。

井出 すみません。ありがとうございます。

日下部 まだ、たくさんご質問をいただいているので恐縮なのですが、終了時刻となりました。今日のパネルで、インフレによる課題が明らかになったと思いますし、それに対する対応策がいろいろ出たと思います。ぜひとも皆様方の今後のお仕事にも、ご活用いただければと思います。本日はどうもありがとうございました。