

# DCにおけるインフレ・ヘッジの必要性

## －指定運用方法の活用－

アライアンス・バーンスタイン株式会社

AB 未来総研所長

後藤 順一郎

### 1. はじめに

私は2020年5月に設置された「すべての人に世界の成長を届ける研究会」（通称：つみけん）に客員研究員として参画し、その後、2021年7月に設置された「つみけん2021」にも継続して参画している。「つみけん」では研究会の成果として「つみけん Targets2041」を掲げ、「つみけん2021」では成果として「つみけん Actions」をまとめ、個人、職場、金融関係者、行政のそれぞれに行動してもらいたい事項をまとめた。研究会では、積立投資を通じて“すべて”の人が将来に備えることができ、今この時間を大切に生きることにつながると考えているが、資産運用会社に所属する私の立場としては、我々、運用プロフェッショナルが多くの国民の資産形成のために、もっとやれることがないのかと考えている。もちろん、Action5で掲げられている顧客本位の金融教育の実践や情報・商品の提供、アドバイスについても資産運用会社がやれることは多いと思うが、資産運用の観点から改めて「つみけん Actions」を俯瞰してみると、やはり運用会社が強みを発揮できるのは、Action7の中で記載されている「指定運用方法の見直し」ではないかと考える。また、Action5の「長期的視点に立った商品提供」の観点にも通じる。これまで、指定運用方法（デフォルト商品とも言う）については、指定運用方法を設定するかどうか、元本確保型か（リスクのある）投資信託かといった「入口」の議論で終わっており、どのような運用が確定拠出年金（以下、DC）の加入者にとって適切なかの議論が十分になされていないように感じていた。

そんな中、新型コロナウイルスの感染拡大に伴うサプライ・チェーンの混乱を発端として、徐々に高まっていたインフレが、ロシアによるウクライナ侵攻によって2022年から米国のみならず世界各国で急激に高まり、「インフレから資産を守る」という資産運用において最低限達成しなければならないことへの関心が高まっている。DCにおいて「インフレから資産を守る」運用が適切に提供されているのかを考える良いタイミングではないか。

そこで当レポートでは、「Action7」の指定運用方法の議論及び「Action5」の長期的視点に立った商品提供に関連させる形で、DCでの資産運用におけるインフレ・ヘッジの必要性について議論したい。

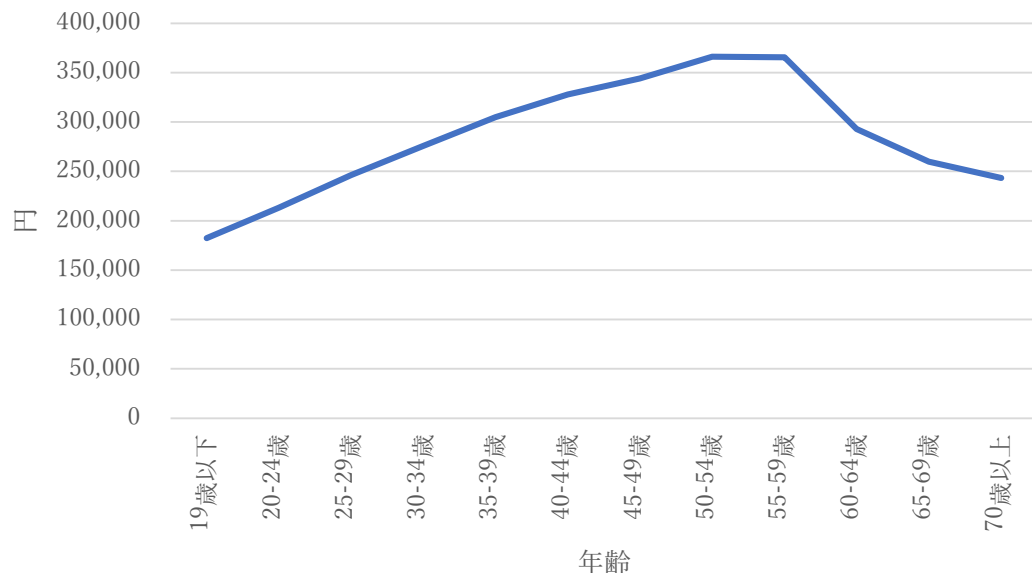
### 2. 退職一時金制度はインフレ・ヘッジ機能を内在する優れた制度

実はインフレ・ヘッジについては、過去のインフレ局面（1980年代－1990年代）の勤労世代

はあまり深く考える必要はなかった。なぜならば、基本的には、インフレ率よりも賃金上昇率の方が高かったため、日常生活においては給料で十分にインフレに対応できていたからだ。退職金についても、退職一時金制度であれば定年退職時点の給与（もしくはその前の何年かの平均等）をベースとして退職金額が決められる最終給与比例制度である場合が多く、給与が賃金上昇によってしっかりと上がっていけば、おのずと退職金額もそれに伴って上がっていく仕組みとなっていた。

ここで読者の理解を促すために、平均的な日本人の給与を用いて考えてみる。図表 1 は、令和 3 年の賃金構造基本統計調査のデータに基づく、所定内給与額を年齢別に表したものだ。日本企業の特徴である年功序列によって徐々に給与が上がっていき、ピークは 50 歳代、そして 60 歳になると急激に減少していることが確認できる。

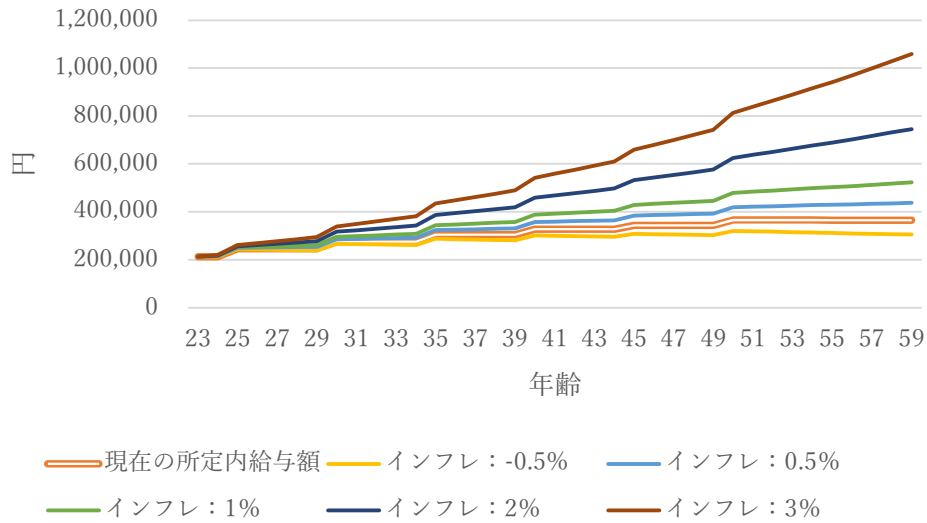
【図表 1 所定内給与額】



(出所) 令和 3 年賃金構造基本統計調査に基づきアライアンス・バーンスタイン (以下、AB) が作成

賃金構造基本統計調査では、年齢幅が 5 歳刻みでしかまとめられていないため、便宜的にこの 5 年間は賃金が一定と仮定した上で、インフレが起こった時にはベアによってその分、給与が増えるとした場合の所定内給与額を算出したのが図表 2 だ。大学卒業直後の 23 歳から定年退職直前の 59 歳までで、デフレの場合 (インフレ率 = -0.5%)、およびインフレの場合 (インフレ率 = 0.5%、1%、2%、3%) の所定内給与額を示した。

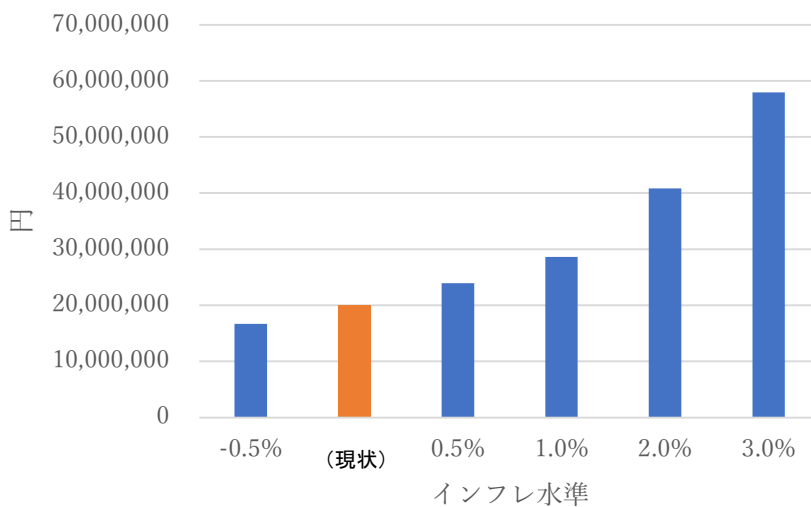
【図表2 インフレ・シナリオ別の賃金カーブ】



(出所) 令和3年賃金構造基本統計調査に基づき AB が作成

次に、退職金額が全国平均並の2,000万円とした上で、現在の所定内給与額から退職金乗率を逆算したところ、約55と計算されるため、この乗率と、図表2で計算したインフレ調整後の所定内給与を用いて、インフレ調整後の退職金額を計算した。これをまとめたのが図表3だ。これを見ると、退職金額はデフレで給与が減れば低下し、インフレで給与が増えれば上昇することを示している。

【図表3 インフレ・シナリオ別の退職一時金額】



(出所) 令和3年賃金構造基本統計調査に基づき AB が作成

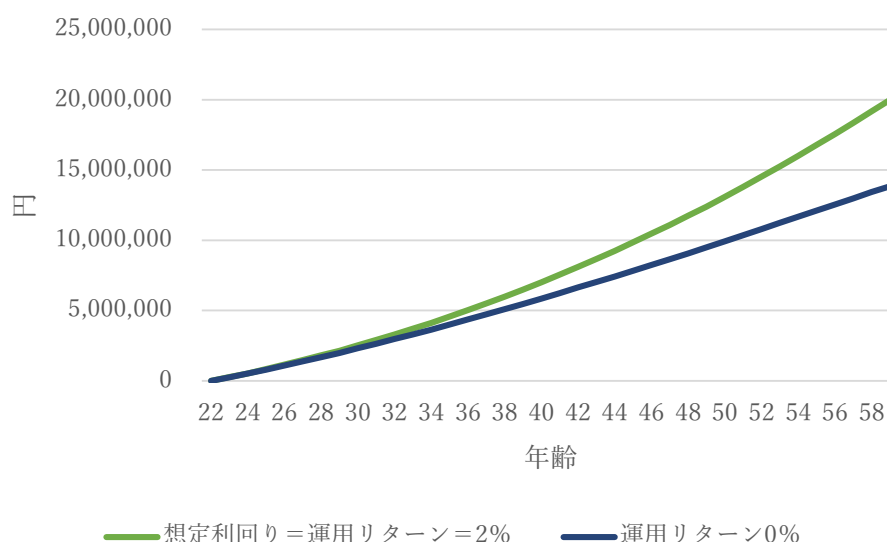
これは当たり前のようだが、実は非常に大事なポイントだ。つまり、インフレに合わせて賃金が増えると仮定するならば、退職一時金制度では退職金額も増加するため、自然にインフレ・ヘッジができていくということだ。

なお、ここではインフレ時には、それと同水準の賃金上昇が起こるとの仮定を置いているが、この前提に無理があるのではないかと思う人もいるかもしれない。だが、実はこれはかなり保守的な前提だと思われる。というのも、厚生年金の2019年の財政検証においては、賃金上昇率（対物価）は、最も望ましくないシナリオ（ケースVI：経済成長と労働参加が進まないケース）であっても+0.4%であり、インフレ率よりは高くなるとの前提を置いているからだ。

### 3. インフレがDCに与える影響

次に、インフレのDCに対する影響を考えてみる。ここでは前提として、先ほどの退職金2,000万円をすべてDCに移行した場合を考えてみる。企業年金連合会が実施した2020年度決算の確定拠出年金実態調査結果によると、想定利回りの平均が1.97%となっているため、ここでは想定利回りを2%としてDCを設計した。用いた賃金カーブは、図表2の現在の所定給与額である。この前提で拠出率を算出すると約10%と計算される。その10%の拠出率と2%の想定利回りで、算出した退職金カーブは図表4のとおりとなる。想定利回りが2%ということは、実際に運用リターンが2%となれば、退職一時金制度と同水準の退職金額になるが、運用リターンがそれより低い場合（例えば、0%）には、その水準を大きく下回ることになる（退職一時金制度の約69%）。

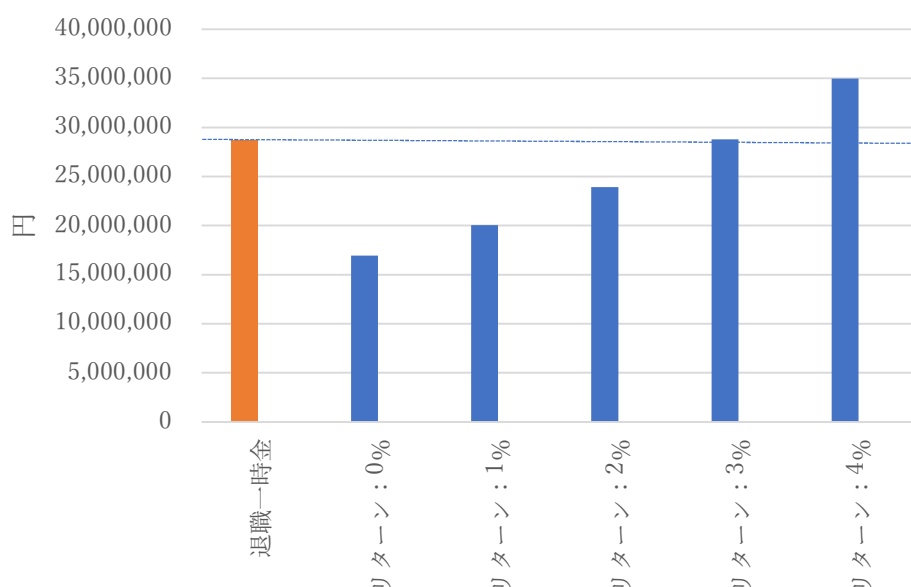
【図表4 DCにおける退職金カーブ】



（出所）令和3年賃金構造基本統計調査に基づき AB が作成

ここまでの分析で準備が整ったため、これらに基づきインフレが起こった場合に DC 残高がどのように変わるかを考えてみよう。ここではインフレが 1%と 2%となった場合に、DC 残高がどのように変わるのかを、運用リターン別に算出し、同時に退職一時金制度におけるインフレ調整後の退職金額との比較を行った。

【図表 5 インフレが 1%の場合の DC 残高】

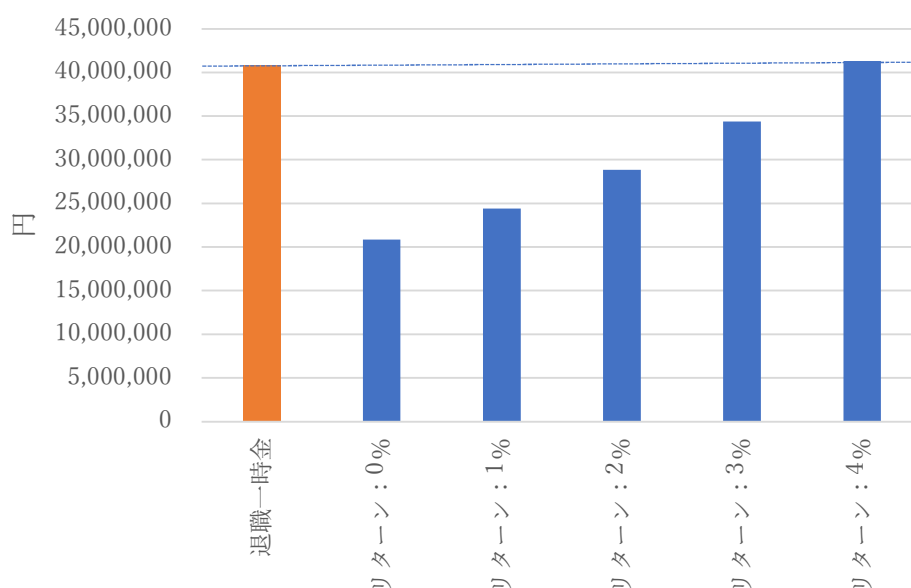


(出所) 令和 3 年賃金構造基本統計調査に基づき AB が作成

図表 5 をみると、退職一時金制度においてはインフレが 1%の場合、退職金額が 2,862 万円まで増加するが、DC において、元本確保型に放置した結果、運用リターンが 0%だった場合には、1,693 万円と退職一時金制度のわずか 59%にしかならない。低リスク・低リターンで手堅く運用をした結果、想定利回りである 2%を達成したとしても、DC 残高は 2,391 万円にしかならず、退職一時金の 84%にしかならない。想定利回りの 2%にインフレの 1%を足して運用リターンが 3%になったときにはじめて、退職一時金制度と同水準の残高になっていることが確認できる。

図表 6 も同様であり、想定利回り 2%にインフレ 2%を足した 4%の運用リターンを得てはじめて、退職一時金制度と同水準になっている。

【図表 6 インフレが 2%の場合の DC 残高】



(出所) 令和 3 年賃金構造基本統計調査に基づき AB が作成

これらの分析から分かることは、大きく 2 つある。1 つは、DC では想定利回りを目指すことが目標と言われているが、それは退職一時金額と“名目上”同じ金額となるためには必要なことではあるものの、退職一時金水準と“実質的”に同じ価値を達成する場合には、必ずしも十分ではないということだ。実質的に同じ価値となるには、想定利回りにインフレを加えたリターンを達成しなければならず、インフレが高い場合においては、目標達成へのハードルは上がってしまう。もう 1 つは、退職一時金制度では、インフレと賃金上昇率が同水準ならば、仕組み上、インフレ・ヘッジ機能が組み込まれており、あらためてインフレ・ヘッジを考える必要はなかったが、DC では仕組み上のインフレ・ヘッジ機能はないため、その責任は DC 加入者に転嫁されていると言えるだろう。

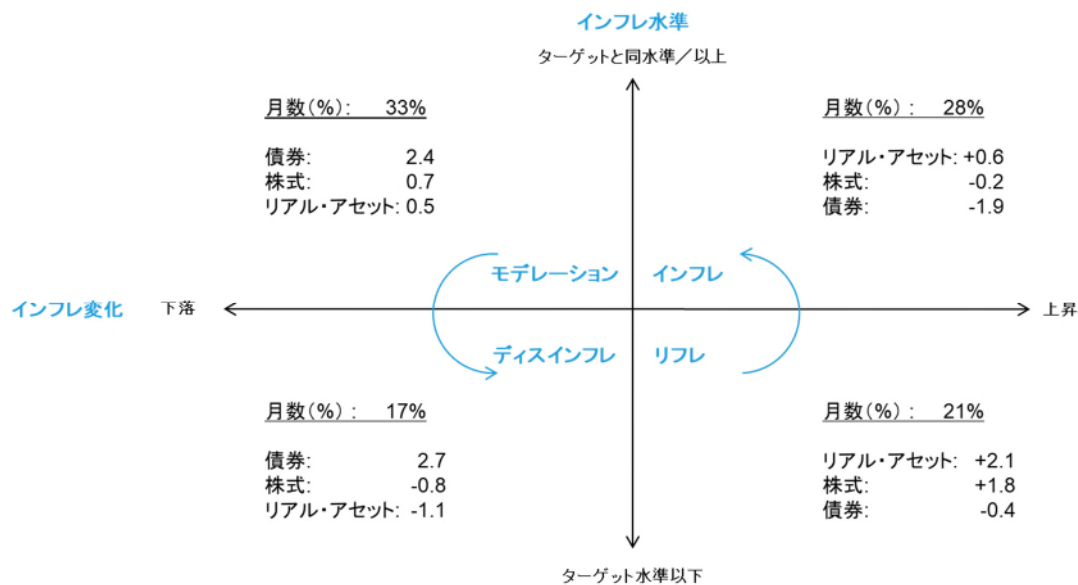
となると、大事な点は、DC 加入者がインフレ・ヘッジをするのに十分な運用商品がラインナップされているか、という点だろう。

#### 4. DC での資産運用におけるインフレ・ヘッジを考える

ここまでで述べたとおり、DC の問題は、退職一時金制度と異なり、仕組み上、インフレ・ヘッジが組み込まれていない点にある。インフレをヘッジするには、DC 加入者が適切な運用をするしかないのだが、残念ながら、現在の DC の一般的な商品ラインナップをみると、インフレ抵抗があるものが多いとは言えない。しかし、より根本的な問題は、DC 加入者の中にはインフレ・ヘッジのための運用方法を理解し、適切に実行できる人がほとんどいないということだろう。これに対しては、「インフレ・ヘッジは簡単で、単に株式を持っていれば十分ではないか」との反論もあると思うが、私は必ずしもそうは言い切れないと考える。

実際、図表 7 の景気局面別の各資産のシャープ・レシオを見ても、株式は、デスインフレ局面のみならず、インフレ局面でも苦戦をしている。逆に、インフレが高まる局面では、「リアル・アセット」と呼ばれる不動産やエネルギー関連株式、コモディティ先物等が効果を発揮している。

【図表 7 景気局面別の各資産の実績（リスク調整後リターン）：1971 年 10 月-2021 年 12 月】



※リアル・アセットは、コモディティ先物 30%、コモディティ・プロデューサーズ 20%、REIT30%、グローバル株式 20%（米国 CPI インフレ・スワップ・オーバーレイ）。インフレ水準とその変化は、米国のインフレ率の市場指標、すなわち 1998 年以降はブルームバーグによる米国 10 年ブレイク・イーブン・インフレ率（BEI）、1998 年以前は、NY 連銀による米国 10 年物名目利回りと米国 10 年物実質利回りをを用いて算出。インフレ局面とは、米国の 10 年物 BEI が CPI2.3%（PCE（個人消費支出）2%：過去の CPI-PCE の差が 30bps）以上であり、かつ上昇している期間と定義されます。

（出所）ブルームバーグ、ファクトセット、MSCI、NY 連銀、 AB

なぜ、このようなことになるかと言えば、株式は、インフレに対しては必ずしも感応度が高くないからだ。むしろ、インフレによって金利が上がる場合、評価モデル上の割引率が上がるために、株式のバリュエーションは下がってしまう。短期的には、インフレに対する感応度は高いどころかマイナスかもしれない。一方、図表 8 にまとめているとおり、インフレ対応資産に候補として挙がるコモディティ先物や金は、確かにインフレに対する感応度は高く、インフレ上昇時にはプラスのリターンになる傾向があるが、これらの資産は配当や利息などのインカムを何も産み出さず、長期的には株式よりも低いリターンとなる傾向がある。これらへの大幅なシフトは、株式に長期で運用していたら得られるであろうリターンを放棄していることを意味するため、機会コストが高いと言える。また、これらコモディティ先物や金は、大きなインフレ時には対応でき



るが、ノイズが大きく、そこまで大きくないインフレには追随せず、信頼度（インフレ時の勝率）もそこまで高くない。逆に、資源関連株式などは、インフレ感応度は多少落ちるものの、機会コストはそこまで高くなく、信頼度もコモディティ先物等よりは高い。

このように、それぞれの資産で強みと弱みがあるため、効率的なインフレ・ヘッジを実現するには、これらを組み合わせることが必要となる。問題は、これらを投資対象とする商品がラインナップにあるのかという点と、ラインナップにあったとしても、加入者が適切に組み合わせることができるのか、という点だろう。ゆえに、こんなに面倒なことをせずに株式でいいのではないか、との意見が出てくるのかもしれない。

【図表 8 各資産のインフレ対応力】

ポートフォリオ	構成要素	インフレ感応度	信頼度	コスト効率性 (機会コスト)
リアル・ボンド	中期インフレ連動債			
リアル・アセット	リアル・アセットからなるポートフォリオ			
個別のリアル・アセット	不動産関連株式			
	資源関連株式			
	インフレ対応株式			
	コモディティ先物			
	金			

高 ● ● ● ● ● 低

(出所) AB

確かに、若い時（若年世代、ミドル世代）には短期的にはインフレに対応できなくても、最終的に高いリターンを得ることで長期的にはインフレをヘッジできる株式中心で十分かもしれないが、投資期間が徐々に短くなる50代以降については、株式だけにインフレ・ヘッジを頼るのは危険ではないだろうか。別の言い方をすれば、インフレ・ヘッジにも年齢に合ったやり方が必要ではないかということだ。

図表9に、ライフ・ステージの各局面における考慮すべきリスクをまとめている。若年世代は、成長リスク、つまり十分にお金が増えないリスクを考えるべきであり、ミドル世代になると変動性も抑えなければならないため、成長リスクに加えて市場リスクも考慮する必要があるだろう。退職後世代以降は、資産形成局面から資産引出し局面となるため、成長リスクはなくなるものの、代わりにインフレ・リスクと長生きリスクが主なリスクとして加わってくる。特に退職後世代、シニア世代においてインフレ・リスクは優先順位の高いリスクとなっているが、この世代は既にリタイアしており、長期の投資期間があるわけでもなく、かつすでに引出し局面に突入していることもあり、大きな変動性には耐えられない。インフレ時においてたとえ短期的であっても株式



や債券で大きなマイナスを被ることは避けたいだろう。

そこで出てくるのが、図表 8 で示した不動産関連株式（REIT 等）、資源関連株式、インフレ対応株式、コモディティ先物、金、インフレ連動債などの選択肢だ。ただし、選択肢を用意したとしても、DC 加入者が適切に組み合わせることができない可能性が高いだろう。そこで、これらに分散投資する「インフレ対応投信」をラインナップに加えたり、指定運用方法の中でこのような高度なインフレ・ヘッジを提供するのも一案なのではないか。特に、既存の伝統 4 資産中心の既存のバランス型ファンドでは、この点が考慮されておらず、インフレが進む現在のような環境においては改善が必要だと考える。

【図表 9 ライフ・ステージにおけるリスク・ヘッジの考え方】

	資産形成局面		資産引出し局面	
	勤労期間中に退職後資金を最大化		極力資産を長持ちさせる	
	若年世代 (25-45歳)	ミドル世代 (45-65歳)	リタイアメント世代 (65-80歳)	シニア世代 (80歳超)
貯蓄の状況	・ 貯蓄額は小-中程度	・ 貯蓄額は増加	・ 貯蓄額が最大	・ 貯蓄枯渇の可能性
対応すべきリスク	・ 貯蓄不足リスク	・ 貯蓄不足リスク ・ 市場リスク	・ 市場リスク ・ インフレ・リスク ・ 長生きリスク	・ インフレ・リスク ・ 長生きリスク ・ 市場リスク
投資目的	・ 貯蓄の成長を最大化	・ 力強い成長を求めつつも 変動性を減らす	・ 分散しつつ成長を狙うこと で、大きな市場の下落 を回避	・ 購買力を保ち、大きな損 失を被る可能性を最小化
主なソリューション	・ 株式	・ ハイイールド債券 ・ REIT	・ コア債券	・ 短期債券／キャッシュ
インフレ対応	・ 株式	・ 株式 ・ REIT	・ インフレ連動債 ・ リアル・アセット	・ インフレ連動債 ・ リアル・アセット

(出所) AB

## 5. 指定運用方法を活用してインフレ・ヘッジを提供

ここまで議論してきたとおり、インフレ高進の環境においては、DC 残高の実質価値の毀損という形で DC 加入者が損失を被る可能性がある。この点は非常に重要なポイントだ。なぜならば、DC は確定給付企業年金（以下、DB）と違って受託者責任の失敗が直接、DC 加入者へのダメージとなり得るからだ。よって、米国では DC の受託者責任は、DB の受託者責任より重いとの考え方もある<sup>1</sup>。インフレ期に適切な運用商品がラインナップの中に用意されておらず、何をやってもリターンが上がらないといった状況になれば、それこそ DC 加入者から不平・不満がでてくるかもしれない。

<sup>1</sup> 高松博之「DC の受託者責任」『年金と経済』41 巻 1 号、(2022 年 4 月発行) 24 頁。

一方、適切なラインナップを揃えればそれで十分かと言えば、そうとも言えないのではないか。上述のとおり、インフレ・ヘッジを適切に実行するのは非常に難しく、単にコモディティ先物を商品ラインナップに入れるだけでは、分散するどころか 100%それに投資してしまう DC 加入者も出てきてしまうかもしれない。その DC 加入者がコモディティ先物の大きな変動性によって損失を被った場合、その商品をラインナップに加えた責任を問われる可能性もある。

これらのリスクを回避しつつ、DC 加入者に適切なインフレ・ヘッジを提供するには、指定運用方法を通じて、運用プロフェッショナルが管理しているバランスの取れたポートフォリオにインフレ・ヘッジを組み込むのが適切だと考える。その際、既存のバランス型ファンドを活用するのではなく、その企業にあった指定運用方法を資産運用会社とのパートナーシップの下で開発・提供するの、今後は有力な選択肢になり得るのではないか。特に DB を有しており、企業基金において年金の管理運用体制が整っている場合には、このようなアイデアは進めやすくなるだろう。最近、大手企業を中心に DC 比率が上がっており、DC で成果を残すことを求められている加入者にとっても、ありがたいことであり、十分検討に値すると考える。

結果として、これまでのバランス型ファンドのようにシンプルではなくなるかもしれないが、運用の世界では必ずしもシンプル・イズ・ベストが良いとは限らない。個々の DC 加入者が個別に投資する場合にはシンプルさは重要だが、当アイデアでは間に年金管理者が入るので、複雑でもしっかりと分散されているものが望ましいと考える。

冒頭でも述べたとおり、これまでは指定運用方法を設定したかどうか、それを投資信託にしたかどうか、という「入口」の議論が中心だったが、DC 加入者の成果を考えるならば、指定運用方法を自社の加入者の目的に沿うような形でどのように設計するか、という議論を深めていくべきだと考える。結果的に DC での受託者責任を果たすことにもつながる。Action7 で指定運用方法の見直しの提案をしているが、その実現にかかわらず、DC 比率が高まっている今、資産運用会社は DC 向けのソリューション提供、これはすなわち、Action5 で提案されている長期的視点に立った商品提供にも通じ、これらのことにもっと積極的に取り組むタイミングでないかと考える。