

海外確定拠出年金の資産運用に関する調査研究

平成 30 年度 研究報告書

平成 31 (2019) 年 3 月

公益財団法人 年金シニアプラン総合研究機構

〒108-0074 東京都港区高輪 1 丁目 3 番 13 号 NBF 高輪ビル

TEL: 03-5793-9411

FAX: 03-5793-9413

URL: <http://www.nensoken.or.jp>

目 次

はじめに	1
------------	---

第 1 章 確定拠出型年金の資産運用

1 確定拠出型年金（DC 年金）の資産運用	1
2 株式組入比率	6
2.1 海外 DC 年金の株式組入比率	7
2.2 日本の DC 年金の株式組入比率	12
3 デフォルト商品のライフサイクル化	16
3.1 アメリカ	19
3.2 カナダ	20
3.3 オーストラリア	21
3.4 英国（NEST）	23
3.5 スウェーデン	24
3.6 香港	25
3.7 インド	25
3.8 中南米諸国	26
4 投資選択オプション	27
5 確定拠出型（DC）年金の拡大	32

第 2 章 ターゲット・デット・ファンド

1 ターゲット・デット・ファンドの概要	38
1.1 ターゲット・デット・ファンド（TDF）	38
1.2 TDF の基本コンセプト	39
1.3 TDF の Glide Path	40
1.4 TDF シリーズの特徴と差異	42
2 米国における TDF	45
2.1 米国における TDF の拡大	45
2.2 米国 TDF の Glide Path	48
3 TDF のパフォーマンス	53

第3章 中南米のDC年金

1 チリ	61
2 メキシコ	65
3 ペルー	69
4 コロンビア	73

第4章 中東欧諸国のDC年金

1 ポーランド	76
2 ラトビア	80
3 エストニア	84
4 リトアニア	88
5 クロアチア	90
6 ブルガリア	92

第5章 アジア・アフリカ諸国のDC年金

1 香港	94
2 マレーシア	98
3 インド	101
4 ナイジェリア	107

第6章 先進諸国のDC年金

1 オーストラリア (Superannuation)	109
2 ニュージーランド (KiwiSaver)	113
3 英国 (NEST)	117
4 スウェーデン (PPM)	120
5 アメリカ	124
5.1 Thrift Savings Plan (TSP)	124
5.2 Indiana Public Retirement System (INPRS)	125
5.3 Massachusetts Deferred Compensation SMART Plan	127
5.4 Colorado Public Employees' Retirement Association (PERA)	128

参考文献	130
------------	-----

調査研究体制

研究員	樺山 和也	主任研究員
-----	-------	-------

アドバイザー	吉野 隆之	専務理事
	秋田 倫秀	審議役

はじめに

予め定められた給付算定式に沿って年金額が決まる確定給付型年金（DB 年金）とは異なり、確定拠出型年金（DC 年金）では加入者個々人の資産運用の成果の差が、将来の年金額にそのまま跳ね返ってくる制度であるため、DC 年金における資産運用の重要性は高いものとなっている。

現状の日本では確定拠出年金法の施行からまだ日が浅いこともあり、退職した高齢者にとって DC 年金が主要な生活資金の源泉となっている事例はまだ少ないものと考えられるが、公的年金の所得代替率は将来的に低下していくことが見込まれるなかで、企業年金は DB 年金から DC 年金へのシフトが着実に進んでおり、個人型確定拠出年金（iDeCo）の拡大も含め、現在の若年層が退職年齢を迎える時代には DC 年金における運用成果の差が個々の退職者の生活水準に与える影響は大きなものとなってくることが見込まれる。

日本における DC 年金の資産運用状況をみると、預金や保険といった元本確保型の金融商品での運用比率が高く、資産の保全と安全性の確保に重点が置かれた状況となっている。

バブル崩壊以降の「失われた 20 年」の記憶とデフレあるいはデシインフレの時代の長期化を勘案すれば、「投資」へのセンチメントの弱さや、「資産形成」よりも「元本の確保」に意識が向くことには理解できる部分も多いが、DC 年金が現在の補完的役割から退職後の高齢者の生活資金の主要な部分へと変化していくことが見込まれる中では、年金としての「十分な退職後の生活資金の確保」という目的を達成できるかどうかには懸念も残る状況と考えられる。

DC 年金における資産運用のあり方には様々な考え方が存在すると思われるが、本報告書は、今後の DC 年金の制度や運用の改善を検討するための資料の一つとして、海外における DC 年金の状況を「資産運用」という視点を中心に調査を行いまとめたものである。

第1章 確定拠出型年金の資産運用

1 確定拠出型年金（DC 年金）資産運用

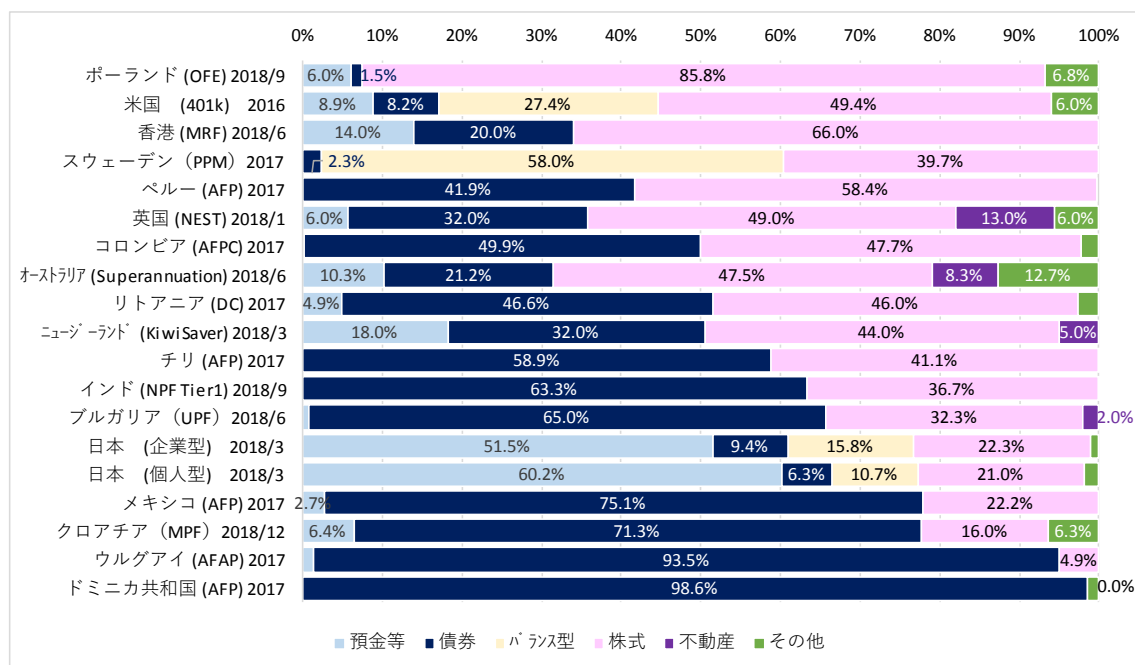
各国における DC 年金の運用資産構成比の状況は様々である。

ポーランドの Open Pension Fund (OFE) のように 80%以上が株式で運用されている DC 年金もあれば、ドミニカ共和国やウルグアイの DC 年金のように大半が債券での運用となっている国も存在している。

しかしながら、これらの差異は国ごとの DC 年金加入者のリスク選好度の差異を指し示すものでは必ずしも無く、各国の年金制度における DC 年金の位置付けや DC 年金への規制、DC 年金におけるファンド提供の手法、各種運用制限などの様々な要因からの影響が、資産運用構成比の差異を生じさせる大きな要素となっている。

また、横並びで比較可能なデータの取得は難しく、単純な横比較にはなじまないものであることにも留意が必要である。

【図表 1-1】 確定拠出型年金（DC 年金）の運用資産構成比¹



出所：各種資料から年金シニアプラン総合研究機構作成

¹ 米国（401k）と、スウェーデン、日本以外ではバランス型ファンド等は内訳となる資産構成比に分解されている

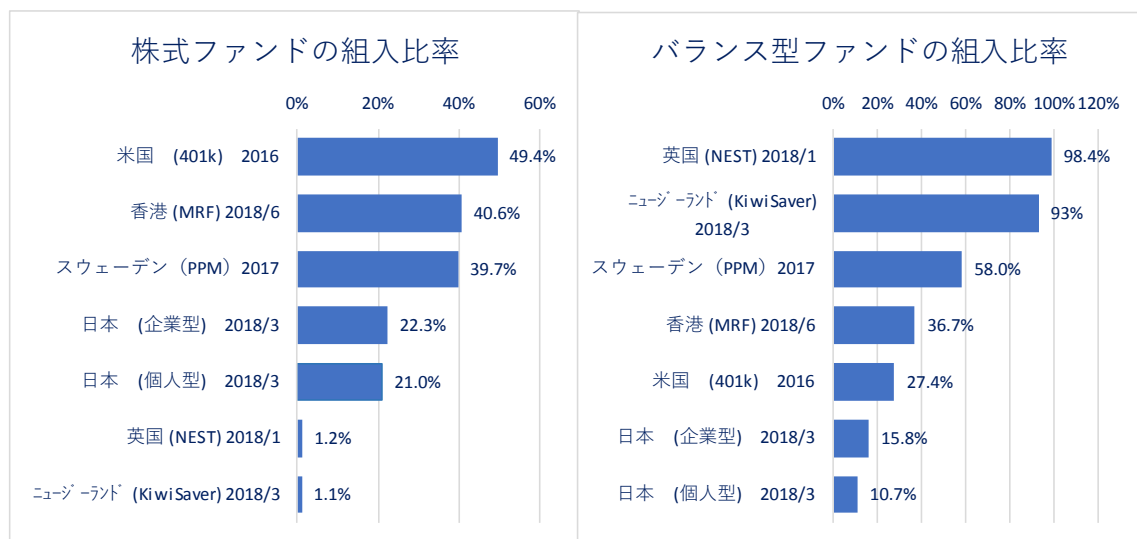
〔図表 1-2〕 確定拠出型年金（DC 年金）の運用資産構成比（表）

	預金等	債券		バランス型	株式		不動産	その他	備考
		国内債券	海外債券		国内株式	海外株式			
ポーランド (OFE) 2018/9	6.0%		1.5%			85.8%		6.8%	
米国 (401k) 2016	8.9%		8.2%	27.4%		49.4%*1	-	6.0%	*1 自社株式 5.9%
香港 (MRF) 2018/6	14.0%		20.0%	-		66.0%	-	-	
スウェーデン (PPM) 2017	-		2.3%	58.0%		39.7%		-	
ベルギー (AFP) 2017	0.0%	39.5%	2.5%	-	17.5%	40.9%	-	-0.3%	
英国 (NEST) 2018/1	6.0%		32%*3	-		49.0%	13.0%	-	*3 グロース・クレジット 8%
コロンビア (AFPC) 2017	0.2%	43.3%	6.6%	-	18.7%	29.1%	-	2.3%	
オーストラリア (Superannuation) 2018/6	10.3%	13.1%	8.1%	-	23.4%	24.1%	8.3%	12.7%*2	*2 インフラ 5.1%、PE3.8%
リトアニア (DC) 2017	4.9%		46.6%	-		46.0%	-	2.6%	
ニュージーランド (KiwiSaver) 2018/3	18.0%	14%*4	18.0%	-	15.0%	29.0%	5.0%	0.0%	*4 豪&NZ株式
チリ (AFP) 2017	0.0%	45.3%	13.6%	-	11.7%	29.4%	-	0.1%	
インド (NPF Tier1) 2018/9	-		63.3%	-		36.7%	-	0.1%	
ブルガリア (UPF) 2018/6	0.7%		65.0%	-		32.3%	2.0%	-	
日本（企業型） 2018/3	51.5%	5.5%	3.9%	15.8%	14.2%	8.1%	-	1.0%	
日本（個人型） 2018/3	60.2%	3.2%	3.1%	10.7%	12.8%	8.2%	-	1.8%	
メキシコ (AFORE) 2017	2.7%	74.0%	1.1%	-	5.9%	16.3%	-	0.0%	
クロアチア (MPF) 2018/12	6.4%	70.4%	1.0%	-	10.3%	5.7%	6.3%		
ウルグアイ (AFAP) 2017	1.4%	86.5%	7.2%	-	4.9%	0.0%	-	0.0%	
ドミニカ共和国 (AFP) 2017	0.0%	98.6%	0.0%	-	0.0%	0.0%	-	1.4%	

出所：各種資料から年金シニアプラン総合研究機構作成

日本の DC 年金の資産運用の特徴は、広く知られているように企業型 DC 年金で 51.5%、個人型 DC 年金で 60.2%という元本確保型資産（預貯金・保険等）の高さ²であるが、別の側面から見ると、バランス型ファンドの利用率の低さ（企業型；15.8%、個人型：10.7%）も日本の DC 年金の特徴となっている。

〔図表 1-3〕 海外 DC 年金の組入比率比較³



出所：各種資料から年金シニアプラン総合研究機構作成

² 運営管理機関連絡協議会（2018）、「確定拠出年金統計資料：2002年3月末～2018年3月末」

³ 英国（NEST）の株式ファンドの組入比率 1.2%には Higher Risk Fund（標準組入比率：株式 70%、不動産 15%、グロース・クレジット 15%）を含む

新興国では DC 年金の資産運用に様々な規制が課されており、規制上プレ・パッケージされたバランス型ファンドの提供しか認められていないことが多いため除外して考える必要があるが、そうした規制が存在しない国々との比較においてもバランス型ファンドの利用率は低い状況が見られている。

株式組入比率の低さも日本の DC 年金の特徴として挙げられることが多いが、「株式ファンド」への投資比率という面では、企業型で 22.3%、個人型で 21.0%となっており、米国の 401(k)などと比較すると低いことは確かであるが、英国の NEST やニュージーランドのキウィセーバー (KiwiSaver) のように「株式ファンド」の組み入れはほとんど見られない DC 年金も存在しており、海外との比較では必ずしも突出して低い状況には無い。

海外の多くの国の DC 年金における「株式」組入比率の高さは、ターゲット・デット・ファンド (TDF) を中心としたバランス型ファンドにおける「株式」の組入比率の高さによって生じている形となっている。

海外におけるバランス型ファンドの利用率の高さは、DC 年金の加入者が投資対象を選定しなかった場合に割り当てられるデフォルト商品に、ターゲット・デット・ファンドを中心としたバランス型ファンドが指定されている影響が大きい。

こうした面からすると、日本と海外の DC 年金における資産運用の差異の大きな部分はデフォルト商品の差から生じているように見える状況となっている。

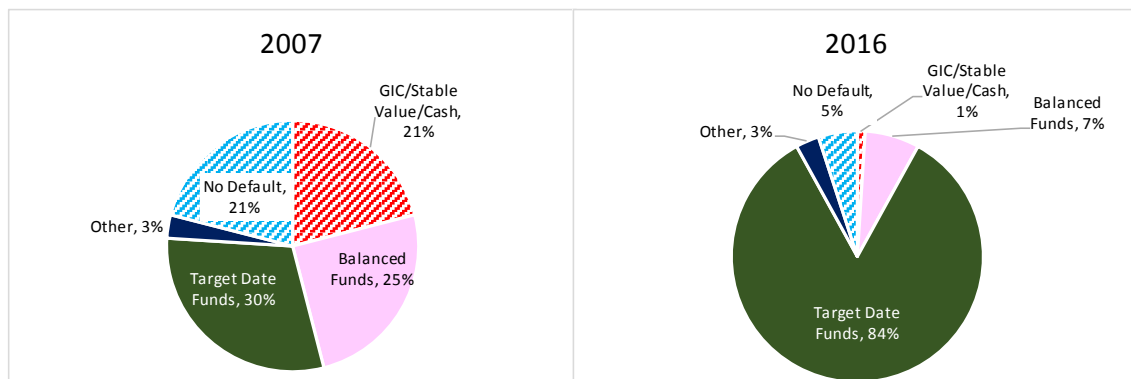
また、海外の DC 年金ではデフォルト商品のライフサイクル化の動きが強まっていることが、「株式」組入比率を高めることにつながっている。

一般的にデフォルト商品は、①安全性の重視 (預金等安全性資産または最も保守的な資産構成比を持つバランス型ファンド)、②加入者の退職までの年数等と平均的なリスク許容度を考慮したライフサイクル型 (ターゲット・デット・ファンドやリスク水準の異なるバランス型ファンドの年齢等に応じたスイッチ型等) のいずれかであることが多く、かつては海外の DC 年金でも安全性を重視した金融商品をデフォルト商品に選定することが多かったが、足元ではライフサイクル型金融商品への移行が進んできている。

こうした動きは先進国の DC 年金にとどまらず多くの新興国の DC 年金においてもデフォルト商品のライフサイクル化が進んでおり、例外的となっているのが日本とニュージーランドのキウィセーバー (KiwiSaver) という状況となっている。

キウィセーバーでは、保守的な資産構成比率を持つバランス型ファンドをデフォルト商品として指定しているが、キウィセーバーの監督当局である FMA (Financial Markets Authority) は、デフォルト・ファンドを提供しているプロバイダーに対して、デフォルト・ファンドを保有している加入者に対するエンゲージメントを義務付け、投資対象ファンドの選定を促すことを強く求めるという対応を取っており、長期間デフォルト・ファンドに資金を滞留させないという方針を強く示している。

[図表 1-4] 米国 DC 年金におけるデフォルト商品の変化



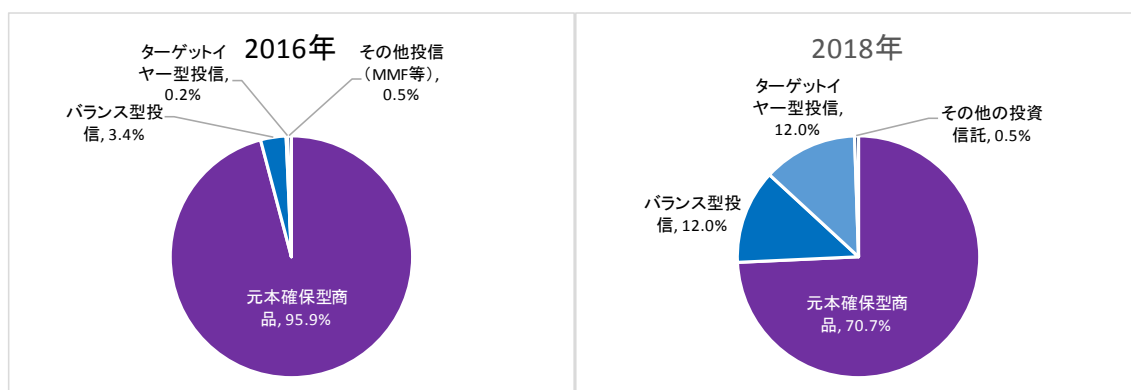
出所：CEM Benchmark⁴から年金シニアプラン総合研究機構作成

[図表 1-5] 日本の DC 年金がデフォルトファンドに指定している商品

	2018年調査		2017年調査	
	回答数 (社)	採用率 (%)	回答数 (社)	採用率 (%)
定期預金	73	34.0	95	44.0
保険商品（生保・損保）	17	7.9	26	12.0
バランス型投信	10	4.7	8	3.7
投資信託（その他）	6	2.8	2	0.9
ターゲットイヤー型投信	3	1.4	0	0.0
デフォルト商品はない	106	49.3	85	39.4
合計	215	-	216	-

出所：格付投資情報センター『年金情報』No.782－2018.11.22 号

[図表 1-6] 日本の DC 年金におけるデフォルト商品の設定状況



出所：企業年金連合会「確定拠出年金実態調査結果（概要）」

⁴ CEM Benchmark(2018)、「Defined Contribution Plans have come a long way!”

2 株式組入比率

株式の組入比率は、日本では企業型 DC 年金で 22.3% (国内株式 14.2%、外国株式 8.1%)、個人型 DC 年金では 21.0% (国内株式 12.8%、外国株式 8.2%)⁵となっている。企業型で 15.8%、個人型で 10.7%の比率を占めているバランス型の運用商品にも株式は含まれているため、「株式」の組入比率としては上昇することになるが、これを含めても世界各国の中では中位以下の水準に位置するものと考えられる。

DC 年金において「株式」組入比率が高い国には、ポーランド (OFE) の 85.8%、米国 401(k) の 67.4%⁶、香港 (MRF) の 66%、ペルーの 58.35%、英国 (NEST) の 49%、コロンビアの 47.7%、オーストラリア (Superannuation) の 47.5% (非上場株式を含めると 51.3%)、リトアニアの 46.0%、ニュージーランド (KiwiSaver) の 44%などが挙げられる。

ただし、「株式」の組入比率が高い国々においても、必ずしも「株式ファンド」への組入比率が高いとは限らない状況が見られている。

「株式ファンド」の組入比率が高い DC 年金としては、米国の 401 (k) の 49.4%、香港 (MRF) の 40.6%、スウェーデン (PPM) の 39.7%などが見られるが、英国 (NEST) やニュージーランド (KiwiSaver) などでは「株式ファンド」への投資比率は極めて小さい比率となっている。これらの国では「株式ファンド」への投資はほとんど無いが、バランス型ファンドやターゲット・デット・ファンド (TDF) などへの投資比率が高く、これらのファンドにおける「株式」への投資比率が高いために、資産クラス別に分類した場合の「株式」の組入比率が結果として高くなっており、他の多くの国でもこうした傾向が強くなっている。

また、ペルーやコロンビアなどでは、規制上「株式ファンド」の DC 年金加入者への提供はできず、DC 年金の資産運用はすべてバランス型ファンドで行われている。

尚、諸外国の状況を見るとポーランドの株式組入比率が 85.8%と極めて高くなっているが、特殊要因によるものであり、加入者の運用商品選択の結果によるものではない。ポーランドの DC 年金である Open Pension Fund (OFE) では、2011～2014 年にかけて実施された年金制度の各種変更⁷の結果として、DC 年金の運用会社に対して国内株式の組入比率を 75%以上に保つことが規制として定められていることに伴うものである。

⁵ 運営管理機関連絡協議会(2018)、「確定拠出年金統計資料-2002 年 3 月末～2018 年 3 月末」

⁶ ICI (2018)、「401(k) Plan Asset Allocation, Account Balances, and Loan Activity in 2016」

⁷ 詳細は第 4 章を参照願います

[図表 1-7] 各国の DC 年金資産運用の投資制限（上限）

	対象ファンド・スキーム	株式	不動産	国債等	社債	リート・リート投資ファンド	私募投資ファンド	貸出	銀行預金	外貨	外国株式
ポーランド	OFE	75%-100%	0%	0%*1	40%	15%	0%	1.5%	20%	30%	-
米国	401(k)	投資制限なし									
香港	MRF	100%	0%	100%	100%	100%	0%	0%	100%	70%	-
スウェーデン	PPM	投資制限なし									
ペルー	0	0%	0%	75%	75%	-	0%	0%	100%	46%	0%
	1	10%	0%	100%	100%	-	0%	0%	40%	46%	-
	2	45%	6%	75%	75%	-	15%	0%	30%	46%	-
	3	80%	8%	70%	70%	-	20%	0%	30%	46%	-
英国	NEST	投資制限なし									
コロンビア	Conservative	20%	0%	50%	30%	5%	0%	0%	5%	40%	20%
	Moderate	45%	20%	50%	30%	5%	*2	0%	5%	60%	45%
	High Risk	70%	25%	50%	30%	5%	*2	0%	5%	70%	70%
	Retirement	20%	0%	50%	30%	5%	*2	0%	5%	40%	20%
オーストラリア	Superannuation	投資制限なし									
リトアニア	Conservative	0%	0%	100%	0%	100%	20%	0%	100%	-	-
	その他	100%	0%	100%	100%	100%	20%	0%	100%	-	-
ニュージーランド	KiwiSaver	投資制限なし									
チリ	A	80%	10%	40%	30%	100%	0%	10%	60%	100%	80%
	B	60%	8%	40%	30%	100%	0%	8%	75%	90%	60%
	C	40%	6%	50%	10%	100%	0%	6%	85%	75%	40%
	D	20%	5%	70%	10%	100%	0%	5%	95%	45%	20%
	E	5%	5%	80%	3%	100%	0%	5%	100%	35%	5%
インド	MPF-Private	50%	0%	100%	100%	-	-	-	10%	0%	-
ブルガリア	UPF	36%*4	5%	100%	70%	20%	0%	0%	25%	-	-
日本	DC	投資制限なし									
メキシコ	0	0%	0%	100%	0%	0%	0%	0%	100%	0%	0%
	1	10%	5%	100%	100%	*3	10%	0%	100%	20%	10%
	2	30%	10%	100%	100%	*3	15%	0%	100%	20%	20%
	3	35%	10%	100%	100%	*3	20%	0%	100%	20%	20%
	4	45%	10%	100%	100%	*3	20%	0%	100%	20%	20%
クロアチア	A	55%	0%	100%	50%	30%	15%	0%	20%	100%	-
	B	35%	0%	100%	30%	30%	10%	0%	20%	100%	-
	C	0%	0%	100%	10%	10%	0%	0%	20%	100%	-
ウルグアイ	A	50%	0%	75%	50%	50%	0%	15%	30%	15%	0%
	B	0%	0%	90%	0%	0%	0%	5%	30%	20%	0%
ドミニカ共和国	DC	30%	*5	50%	70%	-	-	0%	75%	0%	0%

出所：OECD⁸、FIAP⁹等から年金シニアプラン総合研究機構作成

2.1 海外 DC 年金の株式組入比率

ICI のレポート¹⁰によると、2016 年末の時点の米国の 401(k)プランにおける株式ファンドの組入比率は 43.5%であるが、ターゲット・デット・ファン ド (TDF)、バランス型ファン ドなどにおける株式の組入とスポンサー企業の自社株式を加えると、平均 67.4%の資産が株式に投資されている。

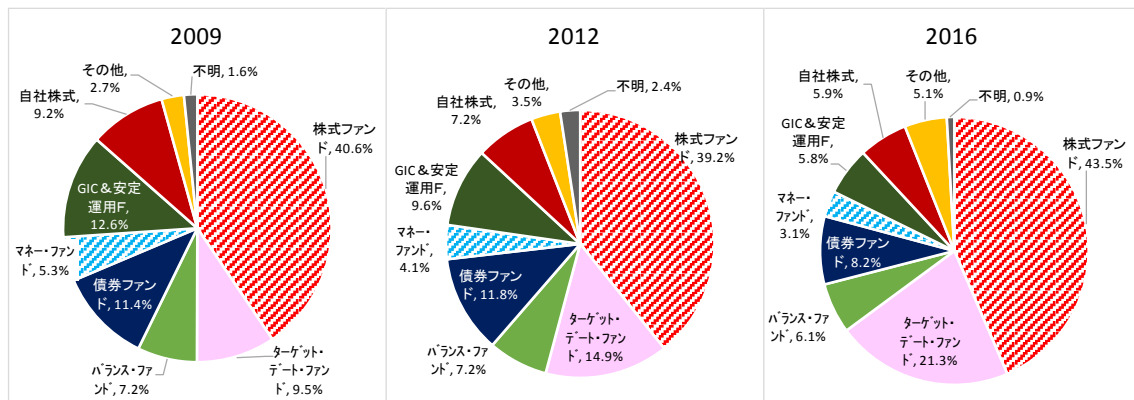
米国では標準的なポートフォリオの構成比率を株式 60%：債券 40%とする考え方が広く浸透していることに加え、ターゲット・デット・ファン ドの組入比率が若年層を中心に高いことも株式組入比率を押し上げる要因となっている。

⁸ OECD (2018-b)、“OECD Survey of Investment Regulation of Pension Funds 2018”

⁹ La Federación Internacional de Administradoras de Fondos de Pensiones

¹⁰ Investment Company Institute(2018)、“401(k) Plan Asset Allocation, Account Balances, and Loan Activity 2016”

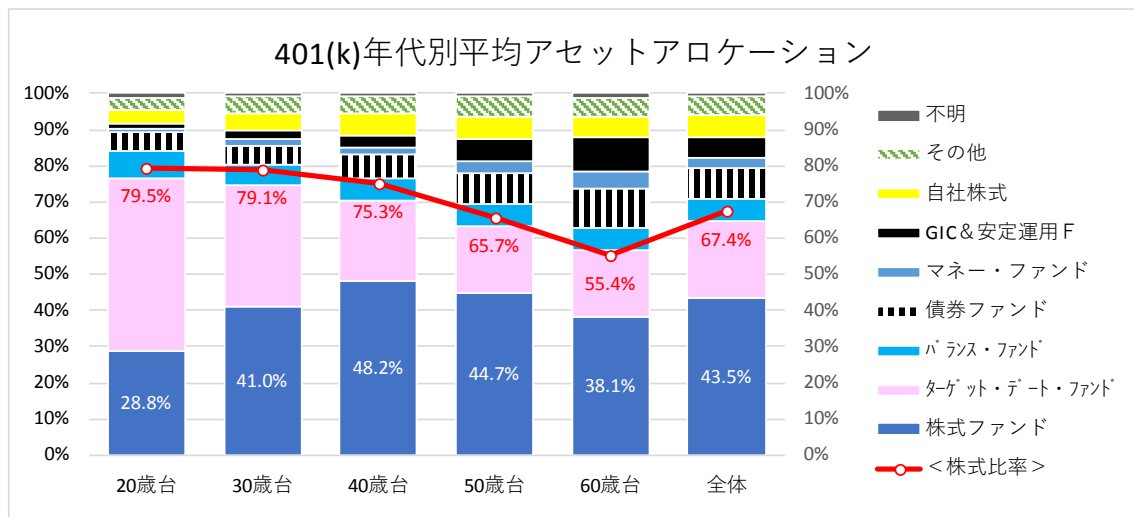
[図表 1-8] 401(k)プランにおける投資残高構成比の推移



出所：EBRI/ICI から年金シニアプラン総合研究機構作成

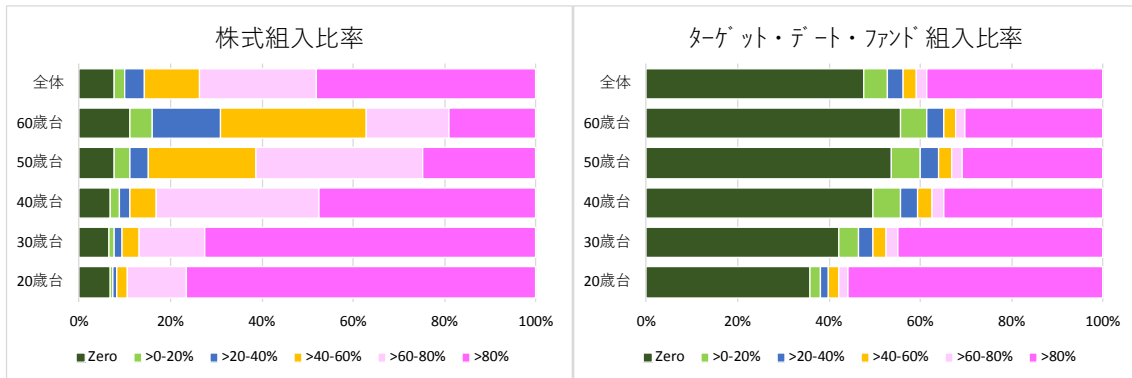
年代別で見ると、20 歳台の加入者における「株式ファンド」の組入比率はむしろ低い、若年層の DC 加入者が多く利用しているターゲット・デット・ファンドの内部での株式組入比率が高いため、株式への投資比率は 79.5%と高くなっている。世代が上昇するにつれ株式の組入比率は低下するが、50 歳台で 65.7%、60 歳台でも 55.4%と高齢層においても 401(k)資産の半分以上は株式へ投資されている。

[図表 1-9] 世代別の資産構成比



出所：EBRI/ICI から年金シニアプラン総合研究機構作成

[図表 1-10] 世代別の株式組入比率、TDF 組入比率



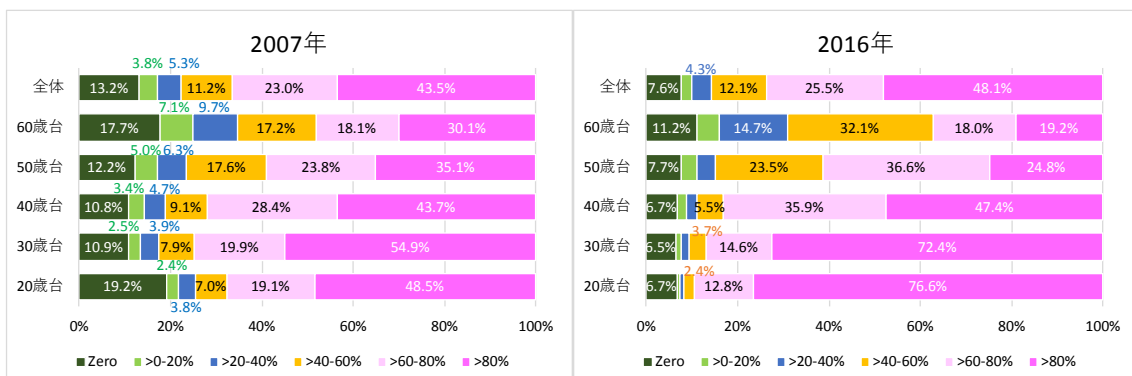
出所：EBRI/ICI から年金シニアプラン総合研究機構作成

401(k)では 48.1%の加入者が株式の組入比率が 80%以上の加入者が 48.1%、株式組入比率が 60%以上では 73.6%となっている。

なかでも 20 代では 76.6%が株式組入比率 80%以上、30 代でも 72.4%が株式組入比率 80%以上で、40 代以上になると株式組入比率が 80%以上の加入者の比率は低下している。前述のように 20 代では「株式ファンド」の組入比率は低いため、若年層における株式組入比率の高さはターゲット・デット・ファンドの利用率の高さに依存している部分が多い。

米国では高年齢層でも株式組入比率が高い状況が続いているが、金融危機前の 2007 年との比較でみると、若年層ではターゲット・デット・ファンドの利用率の上昇とともに株式組入比率が 80%以上の加入者の比率が大きく増加（20 歳台：48.5%⇒76.6%）している一方で、50 歳台や 60 歳台の高年齢層では株式組入比率が 80%以上の加入者の比率は減少しており（50 歳台：35.1%⇒24.8%、60 歳台：30.1%⇒19.2%）、退職時期が近づくにつれやや保守的な運用へとシフトする傾向はやや強まっている。

[図表 1-11] 世代別の株式組入比率の変化

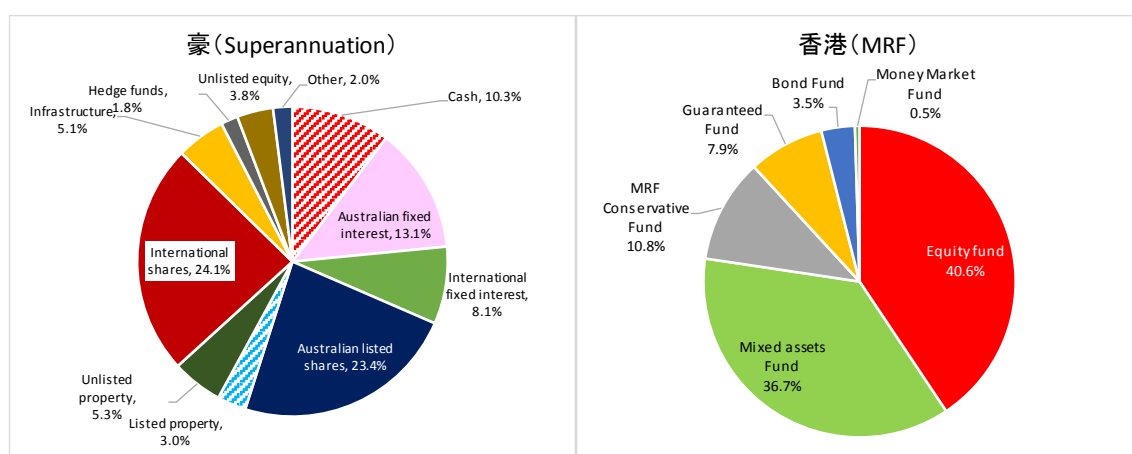


出所：EBRI/ICI から年金シニアプラン総合研究機構作成

オーストラリアのスーパーアニュエーション（Superannuation）は、バランス型ファンドに不動産（REIT を含む）とインフラストラクチャーが組み込まれていることが一般的で、プライベート・エクイティやヘッジファンドが組み込まれていることもさほど珍しくもないこともあり、株式の組入比率の 47.5%（プライベート・エクイティを含めると 51.3%）以上にリスク志向が強い資産配分状況と考えられる。

香港強制性公積金計画（Mandatory Provident Fund Scheme : MPF）は、株式ファンドの組入比率が 40.6%と高いことに加え、36.7%の組入比率を持つ混合資産ファンドの 71%が株式で構成されていることから株式組入比率が高くなっている。

【図表 1-12】 オーストラリアと香港の資産構成比率



出所：APRA、MPFSA から年金シニアプラン総合研究機構作成

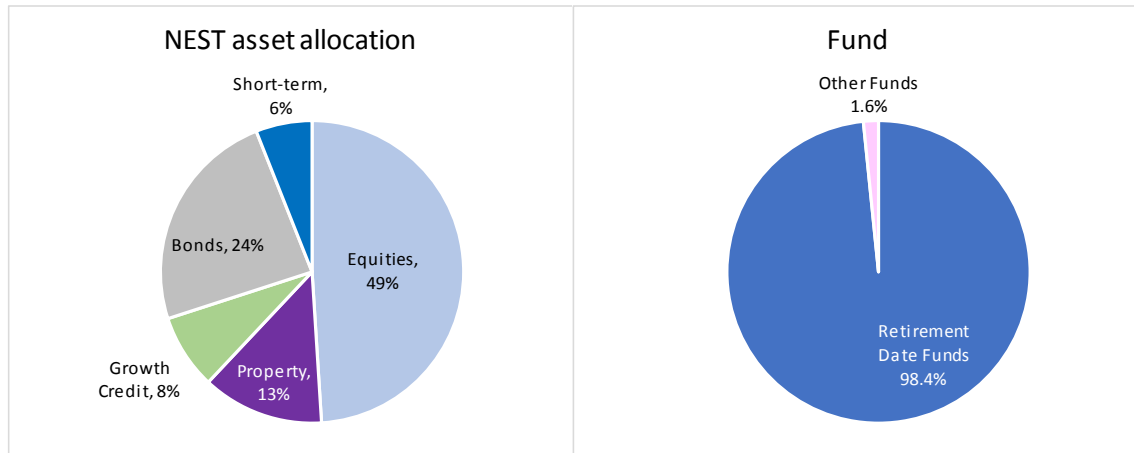
英国の職域年金を持たない企業の被用者が自動加入（任意で脱退可能）となる NEST では、デフォルト商品でもあるライフサイクル型ファンドの Retirement Date Fund が運用資産残高の 98.4%を占めていることもあり、同ファンドの資産組入比率を反映し株式組入比率が 49%を占め、REIT を含む不動産の組入比率も 13%と高くなっている。

ニュージーランドの強制自動加入方式を取る貯蓄スキームであるキウィセーバー（KiwiSaver）では、株式ファンドの組入比率は 1.1%に過ぎないが、バランス型ファンド内の株式組入比率で、株式比率は 44%となっている。

ペルーでは、リスク水準が異なる 4 つのプレ・パッケージされたバランス型ファンドのみが DC 年金の資産運用対象と規定されており、株式ファンド等個別資産に特化した運用商品の提供は認められていないが、バランス型ファンドの内訳の株式比率は 58.4%と高く、特に海外株式の比率の高さ（40.9%）は目立っている。

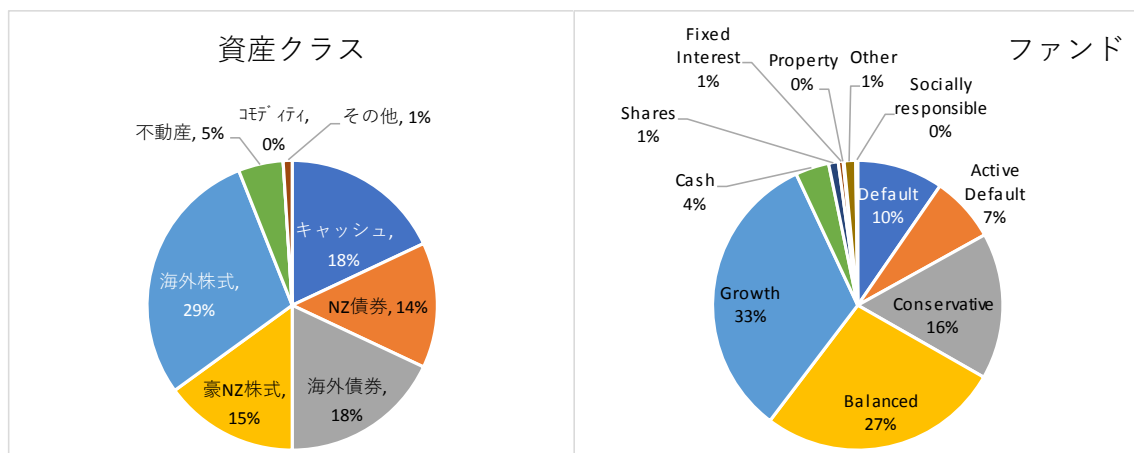
コロンビア、チリも、ペルーと同様にプレ・パッケージされた数種類のバランス型ファンドのみの提供が認められている国々である。中南米諸国では株式組入比率や外貨建て資産比率に上限が課されているが、徐々に規制上限は緩和されてきている。

〔図表 1-13〕 英 NEST の資産構成比率とファンド残高比率



出所：NEST から年金シニアプラン総合研究機構作成

〔図表 1-14〕 ニュージーランドの資産構成比率とファンド残高比率



出所：KiwiSaver アニュアルレポートから年金シニアプラン総合研究機構作成

インドの国家年金制度（National Pension System）のうち民間セクターの労働者¹¹を対象とした部分の一部である Tier1 勘定では、設定されている 4 つの資産クラス（国債および公共債[G]、社債[C]、株式[E]、オルタナティブ[A]）の組み合わせで資産運用を行う形であるが、デフォルト商品はライフサイクル型のバランス型ファンド¹²となっている。

¹¹ 公的セクター（中央政府・州政府等）の職員を対象とした部分においては各政府等が運用会社及び資産構成比率を決定しており加入者に運用の選択権は無い

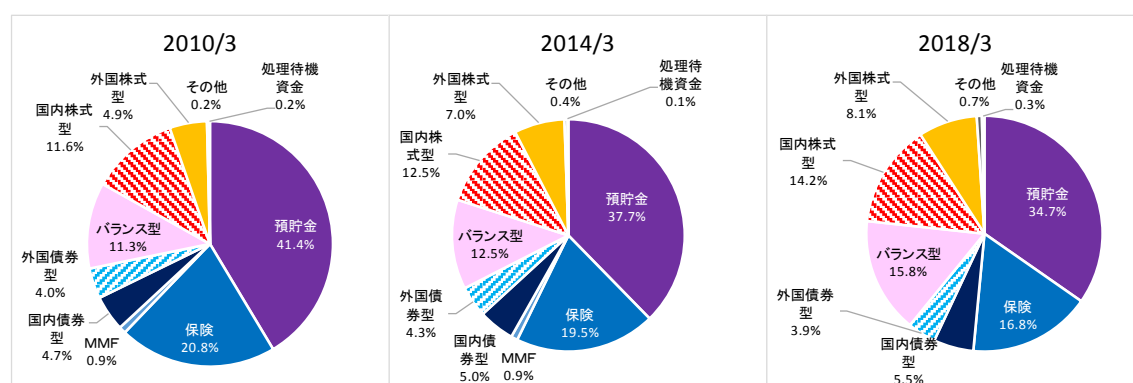
¹² バランス型ファンドにはオルタナティブは組み込まれない

2.2 日本の DC 年金の株式組入比率

運営管理機関連絡協議会の「確定拠出年金統計資料」によると 2018 年 3 月末の DC 年金の加入者数は 736 万人（企業型 649 万人、個人型 86 万人）、運用指図者と受給者を加えた総加入者数は 818 万人、資産額は 13.3 兆円（企業型 11.7 兆円、個人型 1.6 兆円）、1 人あたりの資産額は企業型が 176 万円、個人型が 115 万円となっている。

尚、個人型の 1 人あたりの資産額が企業型に比べて低いのは、加入者数が 2016 年 3 月末からの 2 年間で 3.3 倍へと急増したことにより新規加入者の比率が急速に高まったためであり、加入者数が急増する前の 2016 年 3 月末での個人型の 1 人あたりの資産額は 166 万円で、企業型（170 万円）と大きな差異はみられない。

〔図表 1-15〕 企業型 DC 年金の資産運用構成比推移



出所：運営管理機関連絡協議会から年金シニアプラン総合研究機構作成

企業型における元本確保型資産（預金+保険+MMF）の比率は、2010 年 3 月末の 63.1% から 2018 年 3 月末には 51.5%へと低下しているが引き続き過半を占める状況となっている。

元本確保型資産の比率は、企業型（51.5%）よりも個人型（60.1%）の方が高く、男性（企業型：50.5%、個人型：60.1%）よりも女性（企業型：58.5%、個人型：64.4%）の方が高い傾向が見られている。

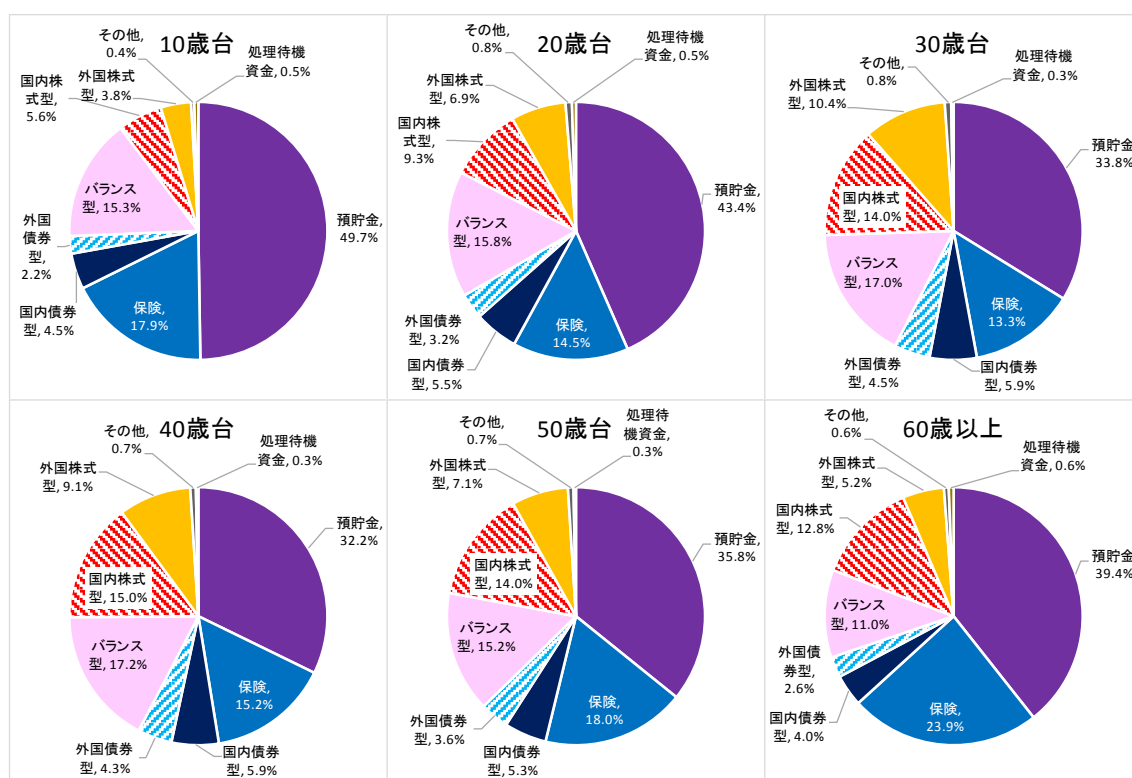
世代別の運用商品選択状況を見ると、企業型では 10 代、20 代で元本確保型資産の比率が高く、30 代と 40 代ではややリスク志向が高まるが、50 代以降で再度元本確保型資産の比率が増える傾向となっている。

個人型では企業型とは異なり 10 代、20 代で元本確保型の比率が高まる傾向は見られていないが、企業型と同様に 50 代以降では再度元本確保型の比率が増える傾向となっている。株式ファンドの組入比率を世代別で見ると、企業型では 10 歳台が 9.4%（国内株式 5.6%、外国株式 3.8%）、20 歳台が 16.2%（9.3%、6.9%）、30 歳台が 24.4%（14.0%、10.4%）、40 歳台が 24.1%（15.0%、9.1%）、50 歳台が 21.1%（14.0%、7.1%）、60 歳台が 18.0%（12.8%、5.2%）となっている。

個人型では10歳台の株式ファンド組入比率が35.9%(国内株式13.7%、外国株式22.2%)と飛び抜けて高くなっており、20歳台は24.3%(11.8%、12.5%)、30歳台が26.6%(13.1%、13.5%)、40歳台が24.1%(13.3%、10.8%)、50歳台が19.5%(12.5%、7.0%)、60歳台が17.6%(12.7%、4.9%)となっている。

個人型DC年金の2018年3月末現在の10歳台の加入者は120名(個人型加入者の0.01%)しかおらず、世代としての傾向を指し示すものとはとらえにくいですが、企業型と個人型とにおける10歳台、20歳台の株式ファンドの組入比率の差は大きくなっており、検証は不能であるが、10歳台、20歳台で個人型DC年金に加入している人々は、資産運用への意識が高いという仮定は成り立つものと思われる。

[図表 1-16] 企業型 DC 年金の世代別資産構成比率



出所：運営管理機関連絡協議会から年金シニアプラン総合研究機構作成

企業型では、若年層ほどリスクを取った資産運用が可能で望ましいという考え方とは反対に、10歳台と20歳台における株式ファンドへの投資比率は低く、預貯金等の元本確保型資産の比率が高い状況となっているが、海外のDC年金でも同様の傾向¹³は見られている。

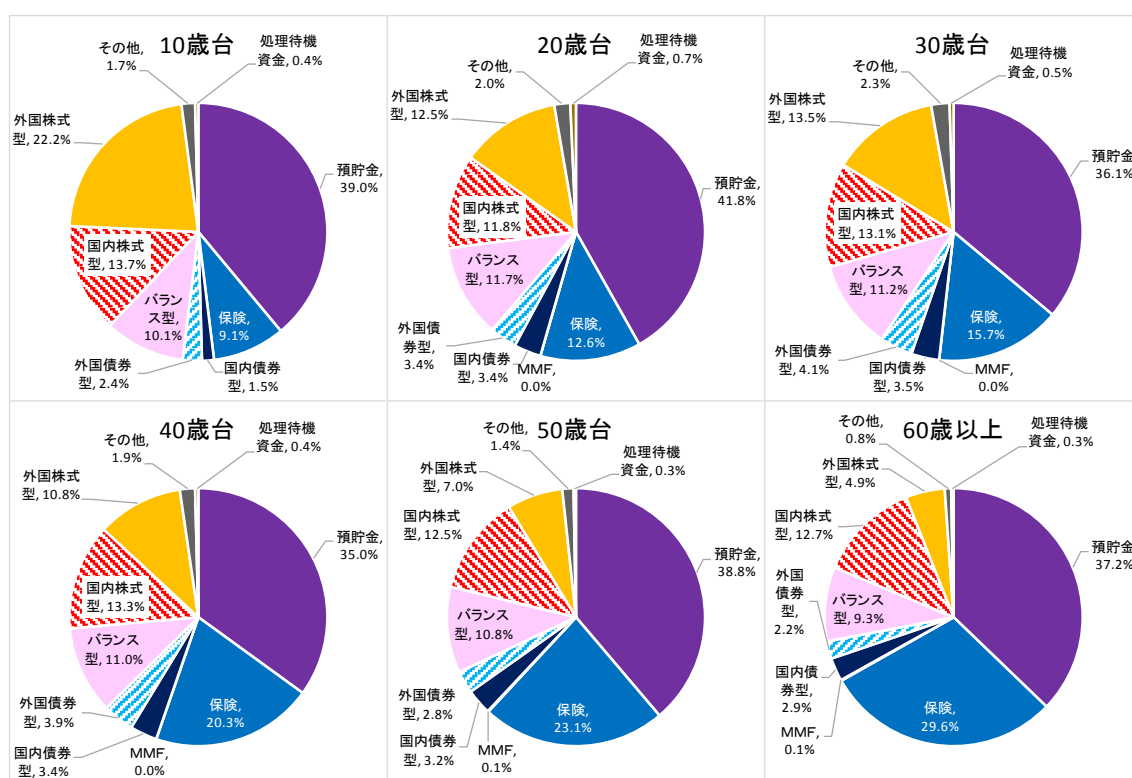
前述のように、米国の401(k)プランの世代別の「株式ファンド」保有比率を見ると、20代では28.8%と低いですが30代で41.0%、40代で48.2%へと上昇し、50代で44.7%に小幅低

¹³ 世代別の資産運用状況の開示がある国は限られるためサンプル数は少ない

下し、60代で38.1%へと低下しており、水準感は大きく異なるものの、同様の傾向は存在するものと考えられる。ただし、米国の401(k)プランでは若年層におけるターゲット・デフォルト・ファンド（TDF）の保有比率が高く、若年層が保有するTDFにおける「株式」投資の比率は極めて高いため、「株式」の保有比率は20代が79.5%と最も高い状況となっている。

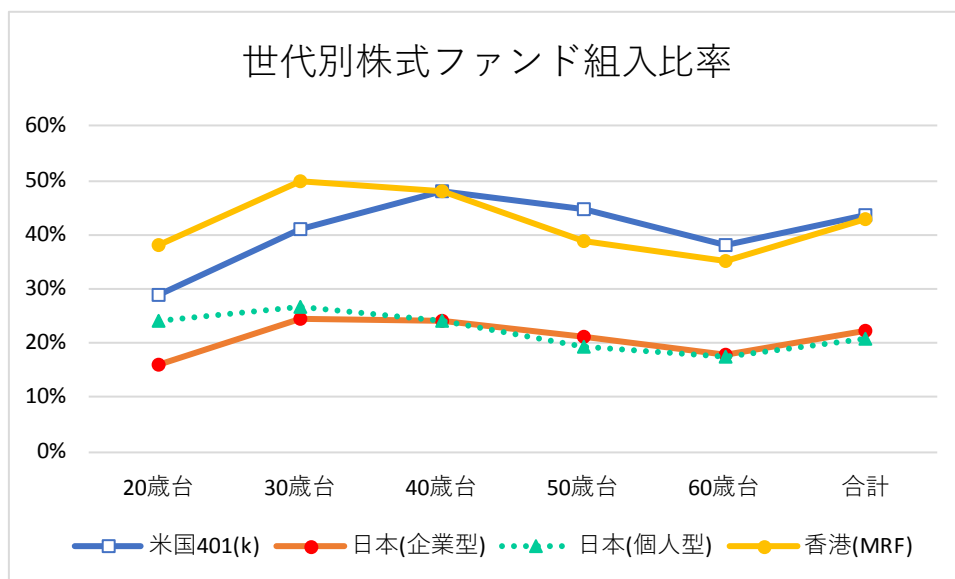
香港のMRFにおいても20歳台における株式ファンドの組入比率は低い状況となっている。

〔図表 1-17〕 個人型 DC 年金の世代別資産構成比率



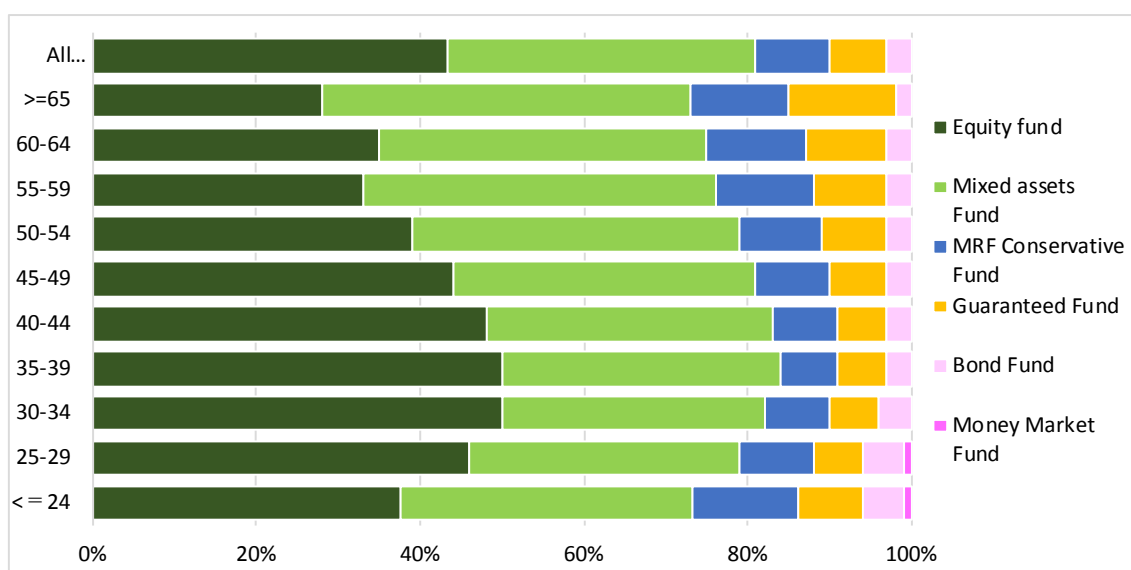
出所：運営管理機関連絡協議会から年金シニアプラン総合研究機構作成

[図表 1-18] 世代別の株式ファンド組入比率の比較



出所：EBRI/ICI、運営管理機関連絡協議会、MRF から年金シニアプラン総合研究機構作成

[図表 1-19] 香港（MRF）における世代別運用資産構成比率



出所：MPFSA から年金シニアプラン総合研究機構作成

3 デフォルト商品のライフサイクル化

海外においては、DC 年金の加入者が投資商品を選択しなかった場合に割り当てられるデフォルト商品のライフサイクル化が主流となっている。

デフォルト商品は、法令等によって商品タイプが比較的明確に規定されている場合と、規制当局等によるガイドラインを満たす商品の中から各年金ファンドのスポンサーや年金運営機関等が各々に定める場合とがあるが、規制および年金スポンサー等の選択の両面から、デフォルト商品のライフサイクル化が進んでいる。

一般的にデフォルト商品は、①安全性の重視（預金等安全性資産または最も保守的な資産構成比を持つバランス型ファンド）、②加入者の退職までの年数等と平均的なリスク許容度を考慮したライフサイクル型（ターゲット・デット・ファンドやリスク水準の異なるバランス型ファンドの年齢等に応じたスイッチ型等）のいずれかであることが多く、かつては安全性を重視した金融商品をデフォルト商品に選定することが多かったが、ライフサイクル型金融商品への移行が進んできている。

デフォルト商品を、加入者が投資対象を自主的に選択するまでの一時的資金プールとしてとらえる場合には安全性資産が指定されることが多く、投資対象を長期間にわたり（退職時まで選定が行われないことも含む）投資対象を選定しない加入者が相当数に上ることを想定する場合には、ライフサイクル型ファンドをデフォルト商品として提供するという考え方が取られることが多く見られている。

デフォルト商品のライフサイクル化の流れは、DC 年金が早い時期から導入されており DC 年金が退職者の主要な老後資金の源泉となってきた国々において、DC 年金において加入者が十分な資産運用を行ってこなかったことを一因に十分な退職後の生活資金を確保できず退職後の生活水準が低下する加入者が出現しているため、デフォルト商品に加入者の年齢と平均的なリスク許容度を考慮したファンドを指定しておき、必ずしもすべての加入者にとって適切な投資商品とはいえないまでも、デフォルト商品に加入したままであっても、平均的なリスク許容度と生活水準を持つ加入者が一般的な市場環境の中では相応の資産形成が可能な状況を提供するという考え方とされている。

各国のデフォルト商品のライフサイクル化の動きを見ると、米国では 2006 年年金保護法（The Pension Protection Act of 2006）において適格デフォルト商品（Qualified Default Investment Alternatives : QDIA）としてライフサイクルまたはターゲット・デット・ファンドが明確に例示されたことが後押しとなり、それまで主流となってきたステーブル・ファンド（Stable Fund）などの安全性を重視した金融商品から、ターゲット・デット・ファンドへのシフトが急速に進んでいる。

カナダでは、DC 年金のデフォルト商品のガイダンス変更は 2018 年になってからであったが、米国での動きに連動する形で DC 年金のデフォルト商品へのターゲット・デット・

ファンドの採用が大きく進んでいる。

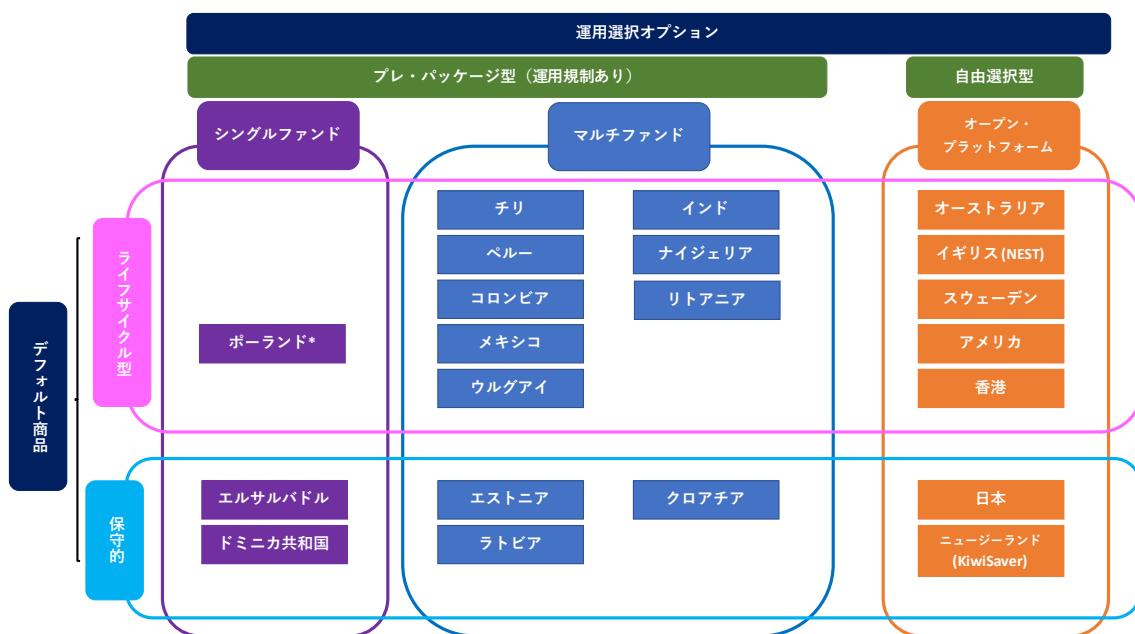
欧州では、スウェーデンが 2010 年にプレミアム年金（PPM）のデフォルト・ファンドを、ライフサイクル型の AP7 Såfa に変更、英国では 2012 年に設立された NEST がリタイヤメント・デット・ファンドをデフォルト商品に採用、オーストラリアのスーパーアニュエーションでは、2013 年にマイスーパー（MySuper）制度を導入し、デフォルト商品は分散型バランス・ファンドまたはライフサイクル・ファンドとすることが求められるようになっている。

アジアでは、香港の強制性公積金計画（Mandatory Provident Fund Scheme : MPF）が 2017 年にデフォルト商品をライフサイクル化、インドやマレーシアでもライフサイクル化が図られている。

中南米でもチリやメキシコなど DC 年金運用のマルチファンド化を実施している国々では、年齢に応じてリスク水準の異なるバランス型ファンドをスイッチしていく仕組みがデフォルト商品として採用されている。

中東欧諸国では保守的な資産構成比率を持つバランス型ファンドをデフォルト商品とする国が多かったが、リトアニアが 2019 年からライフサイクル化するなどの動きが見られている。

[図表 1-20] DC 年金の運用選択オプションとデフォルト商品のイメージ図¹⁴



出所：各種資料から年金シニアプラン総合研究機構作成

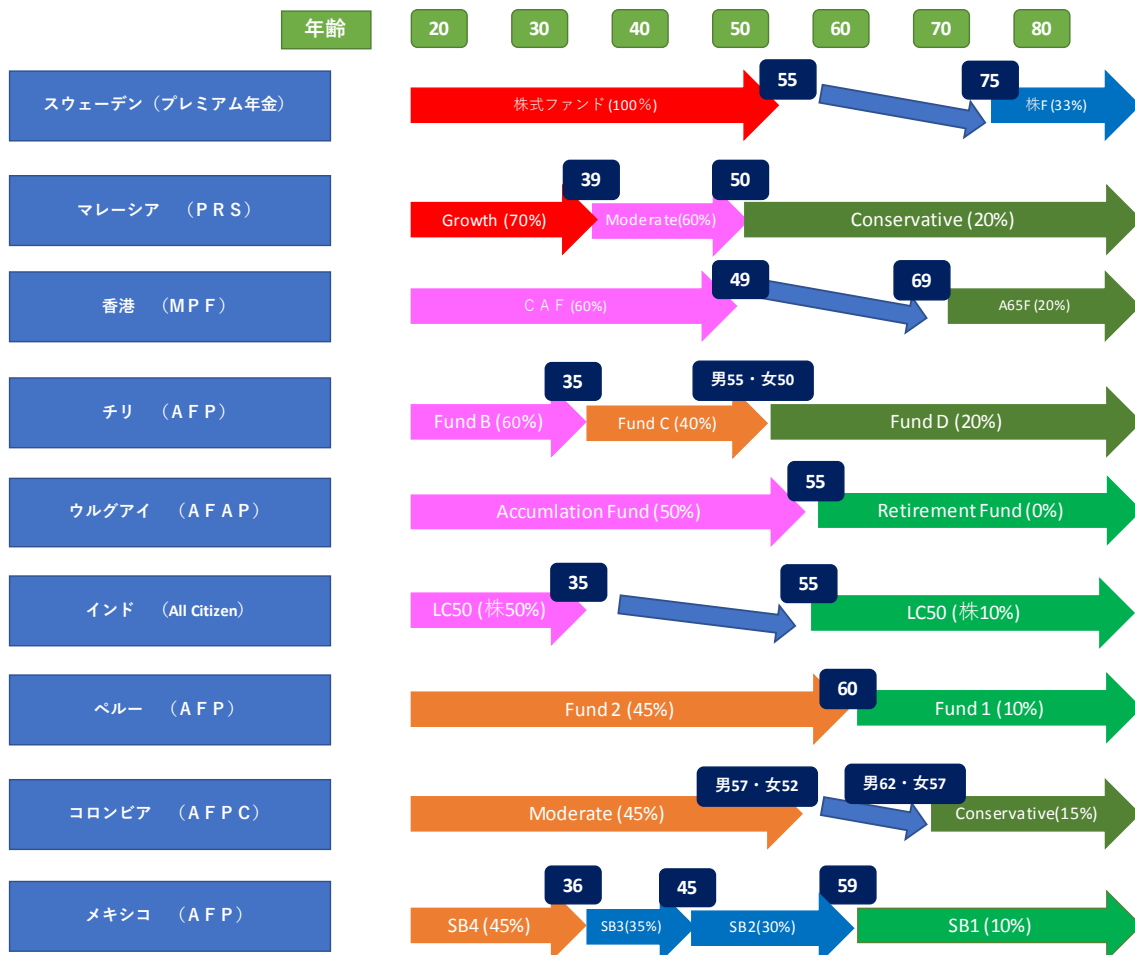
¹⁴ ポーランドは 75%以上を国内株式に投資することが求められている特殊なファンドであるが、退職 10 年前に政府 DB 年金に強制移管されることからライフサイクル型に入れている

ライフサイクル化に向けた動きを取る国々が多い中で異なった姿勢を見せているのがニュージーランドのキウィセーバー（KiwiSaver）である。

キウィセーバーでは、保守的な資産構成比率を持つバランス型ファンドをデフォルト商品として指定しているが、キウィセーバーの監督当局である FMA（Financial Markets Authority）は、デフォルト・ファンドを提供しているプロバイダーに対して、デフォルト・ファンドを保有している加入者に対するエンゲージメントを義務付け、投資対象ファンドの選定を促すことを強く求めるという対応を取っており、長期間デフォルト・ファンドに資金を滞留させないという方針を強く示している。

安全資産からライフサイクル型へのデフォルト商品の変更は幅広く見られているが、ライフサイクル型ファンドのリスクの水準やリスク水準を変更していく年齢は、国や制度によって様々であり大きな差異が見られている。

【図表 1-21】 ライフサイクル型デフォルト・ファンドの例

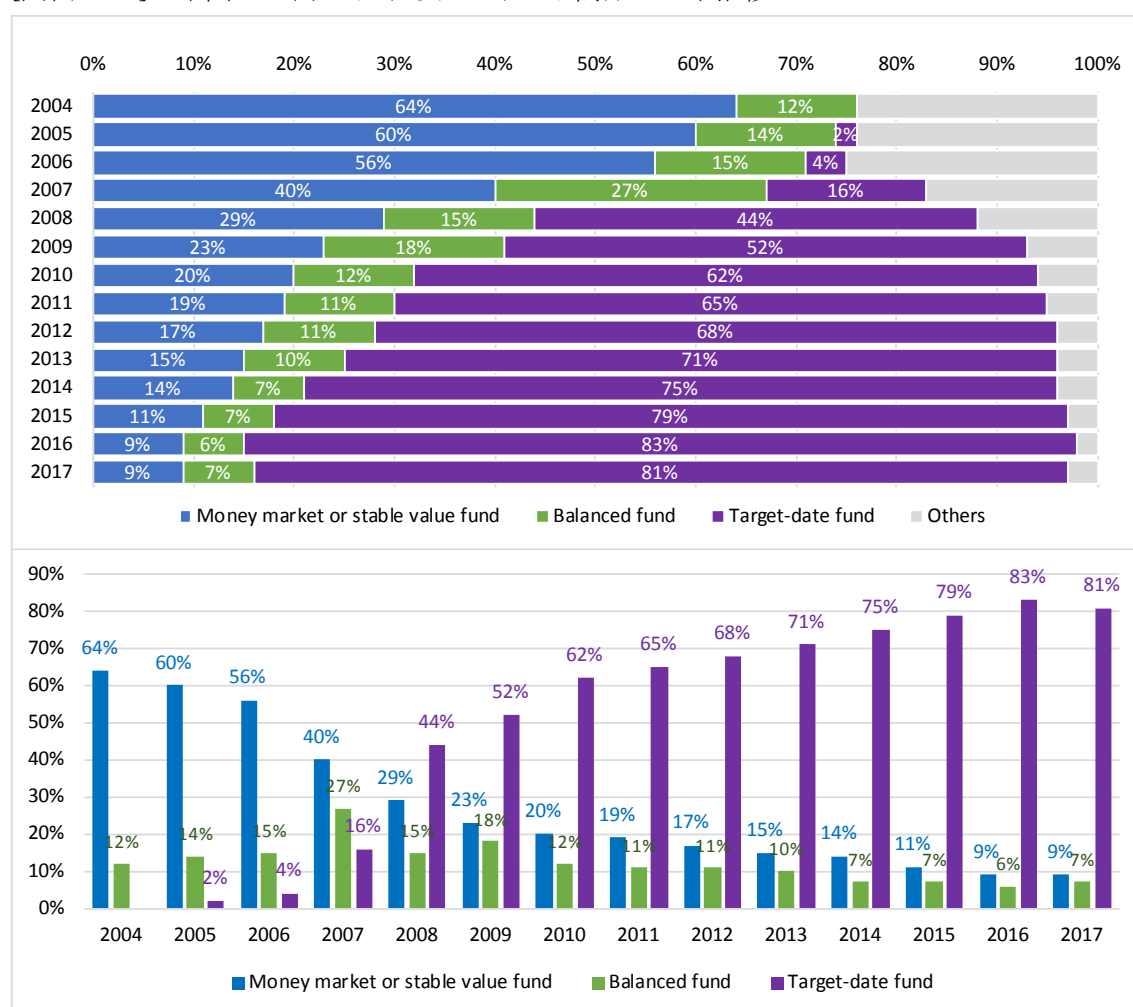


出所：各種資料から年金シニアプラン総合研究機構作成

3.1 アメリカ

米国においては、2006 年年金保護法（The Pension Protection Act of 2006）において適格デフォルト商品（Qualified Default Investment Alternatives：QDIA）としてライフサイクルまたはターゲット・デート・ファンドが明確に例示されたことが後押しとなり、それまで主流となってきたステーブル・ファンド（Stable Fund）などの保守的な資産構成比率を持つバランス型ファンドなどから、ターゲット・デート・ファンドへのシフトが急速に進んでいる。また米国では、元本確保型商品は新規加入者に対して最初の 120 日間のみデフォルト商品として提供可能という規定となっており、長期投資にそぐわない商品として位置付けられている。

[図表 1-22] 米国 401(k)におけるデフォルト商品の比率推移



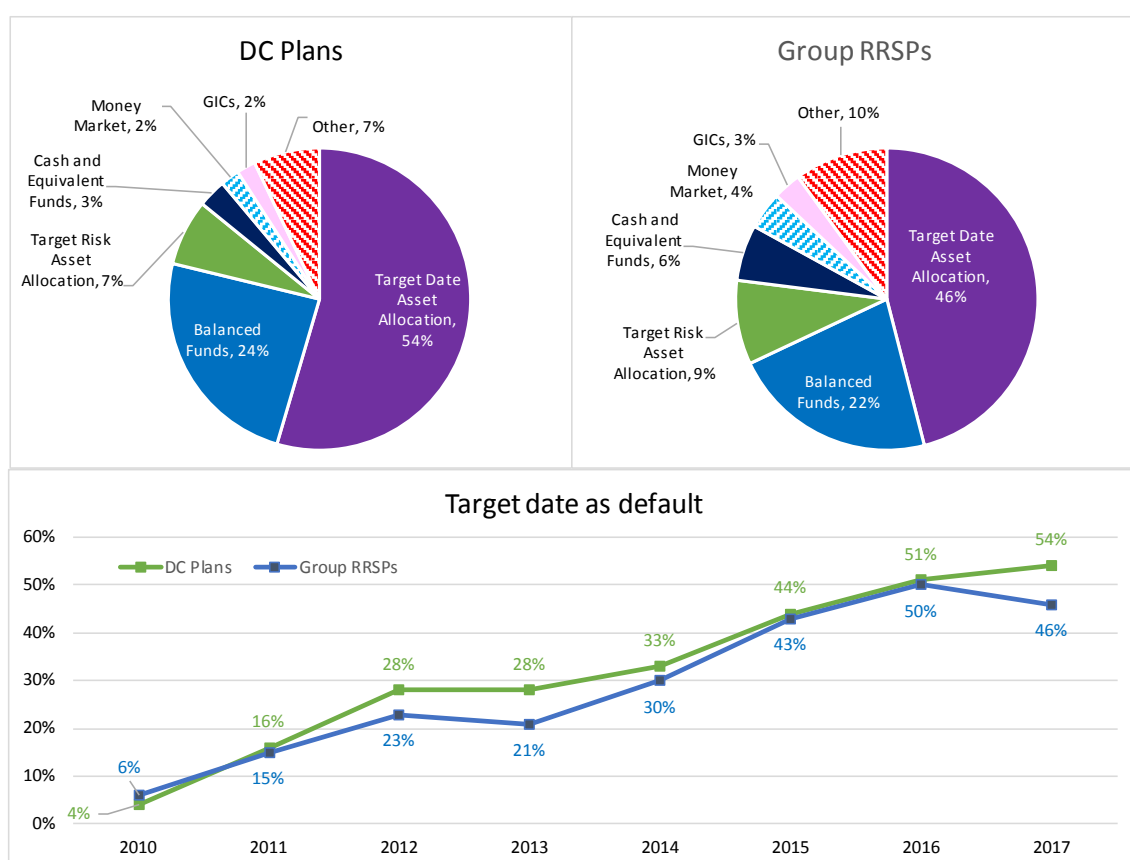
出所：Vanguard¹⁵から年金シニアプラン総合研究機構作成

¹⁵ Vanguard(2018)、“How America Saves 2018”

3.2 カナダ

カナダにおいても DC 年金のデフォルト商品へのターゲット・デート・ファンドの採用が大きく進んでいる。ただし、カナダでは OSFI（Office of the Superintendent of Financial Institutions）が DC 年金のデフォルト商品のガイダンスを変更し、DC 年金のデフォルト商品にはバランス型ファンドまたはターゲット・デート・ファンドが望ましいとしたのは 2018 年 3 月であり、必ずしも規制等の変更がデフォルト商品改革の契機として必要なわけでは無いようである。

[図表 1-23] カナダにおけるデフォルト商品の比率推移

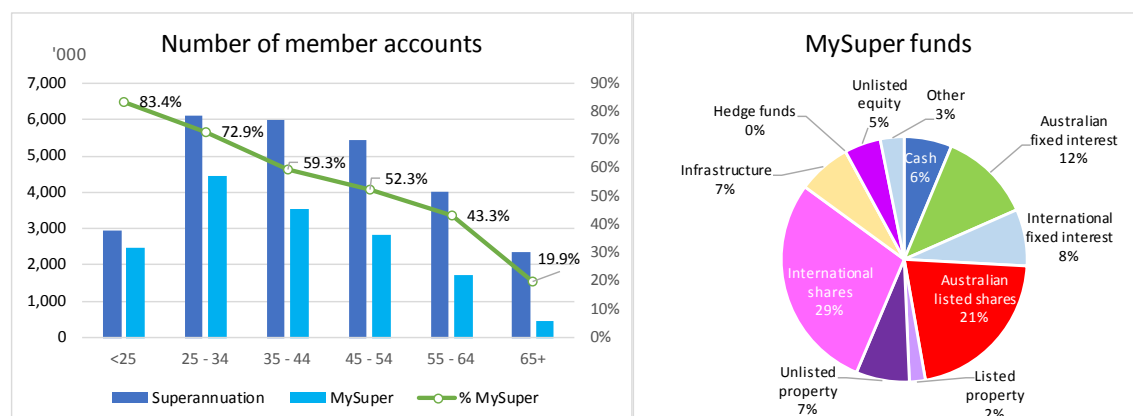


出所：2017 CAP Benchmark Report から年金シニアプラン総合研究機構作成

3.3 オーストラリア

オーストラリアの強制拠出の職域年金制度であるスーパーアニュエーションでは、2010年に実施された「クーパーレビュー」を契機にデフォルト商品改革として“**MySuper**”制度が導入され、スーパーアニュエーションにおいてデフォルト・ファンドに選定できるのは、規制当局である APRA から適格承認を取得した分散型バランス・ファンドまたはライフサイクル・ファンドである“**MySuper**”のみと変更されている。2018 年 6 月現在 106 の MySuper ファンドが提供されているが、このうち 33 ファンドがライフサイクル型とされている。

[図表 1-24] MySuper に投資する世代別加入者比率と資産配分構成比

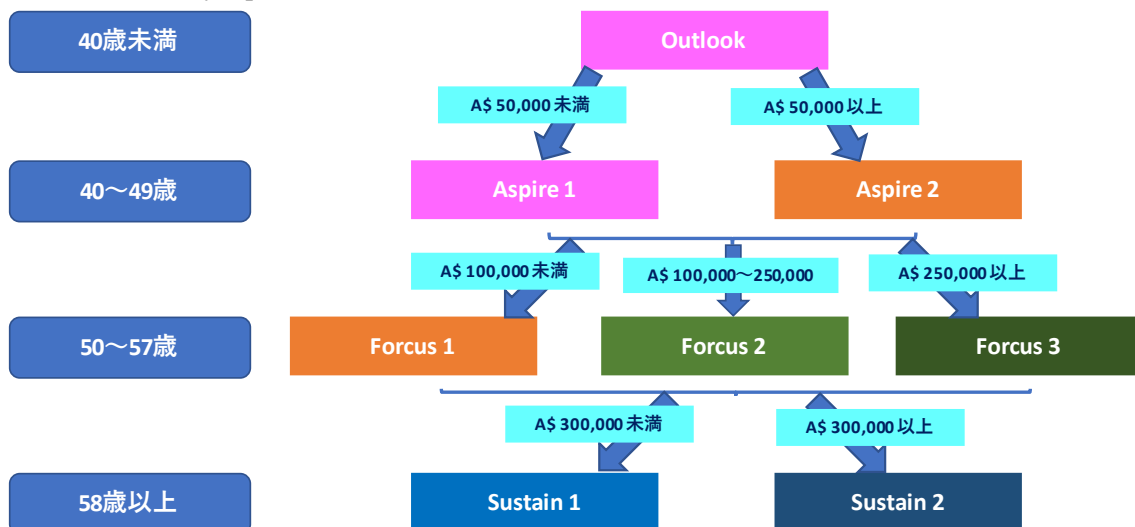


出所：APRA から年金シニアプラン総合研究機構作成

クイーンズランド州の公的セクター職員のスーパーアニュエーションである QSuper では、年齢だけではなく年齢とスーパーアニュエーション内の資産残高の組み合わせによってデフォルト・ファンドがシフトしていく仕組みを採用している。

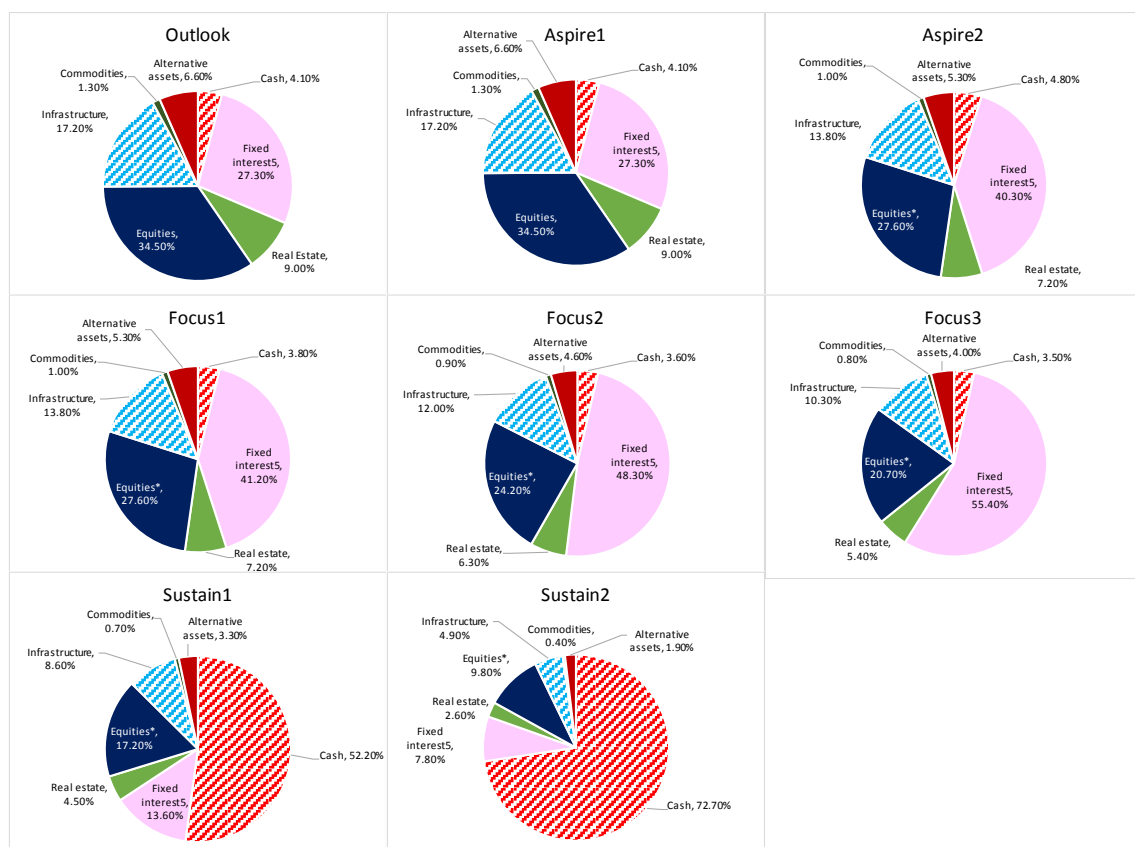
40 歳未満の加入者のデフォルト・ファンドは“**Outlook**”一つであるが、40 歳時点では、スーパーアニュエーション内の資産残高が 5 万 A\$未満の場合には“**Outlook**”と同一の資産構成比を持つ“**Aspire 1**”に、5 万 A\$以上の場合にはややリスク水準を落とした“**Aspire 2**”に資産は移管される。50 歳の時点では、資産残高が 10 万 4\$未満の場合には“**Aspire 2**”と同じ資産構成比を持つ“**Focus 1**”に、10 万 A\$以上 25 万 A\$未満の場合には“**Focus 2**”に、25 万 A\$以上の場合には“**Focus 3**”へと、資産残高によってデフォルト・ファンドは 3 つに分かれている。58 歳以上では、資産残高 30 万 A\$未満の場合は“**Sustain 1**”、30 万 A\$以上の場合には“**Sustain 2**”へとシフトするが、どちらのファンドもキャッシュ比率が 50%以上のファンドとなっている。

〔図表 1-25〕 QSuper のデフォルト・ファンドのスイッチ基準



出所：QSuper から年金シニアプラン総合研究機構作成

〔図表 1-26〕 QSuper のデフォルト・ファンドの資産組入比率



出所：QSuper から年金シニアプラン総合研究機構作成

3.4 英国（NEST）

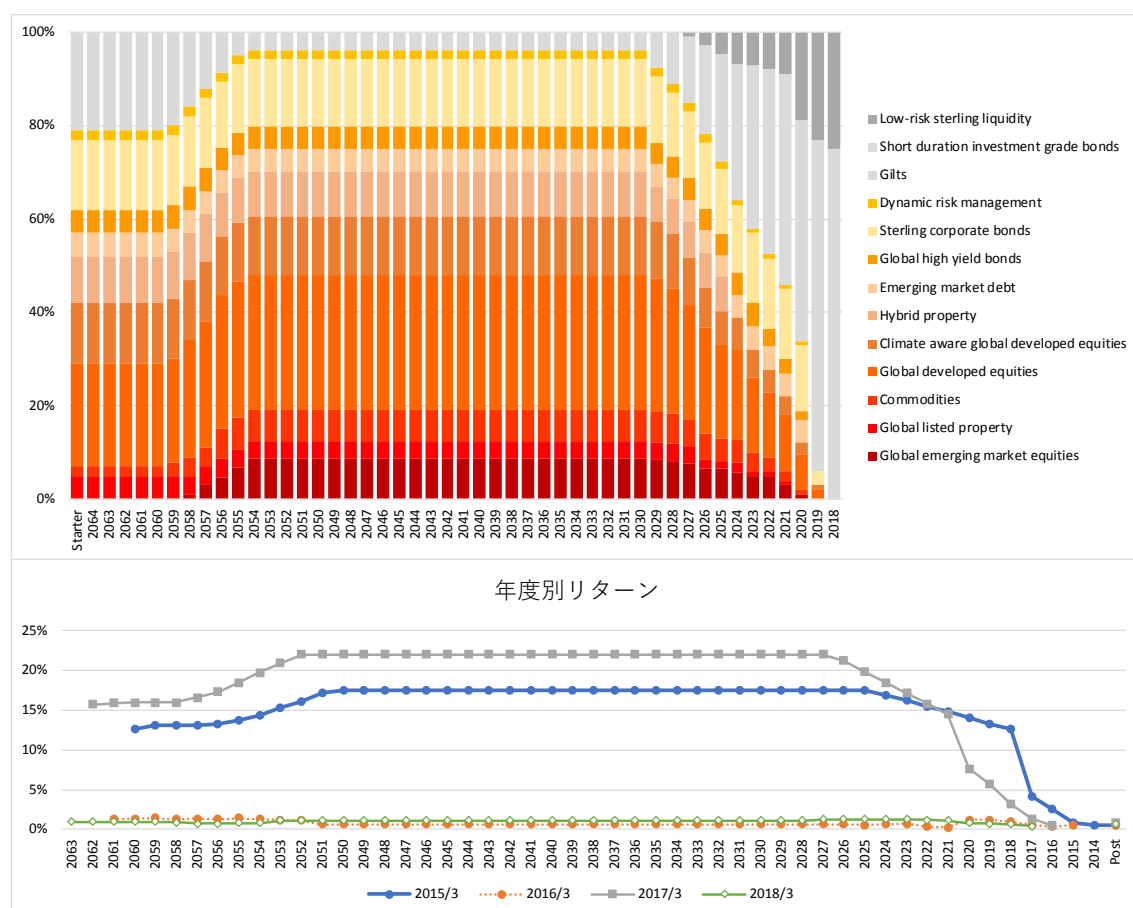
職域年金を持たない企業の被用者等を対象に 2012 年に設立されたイギリスの National Employment Savings Trust (NEST) ではリタイアメント・デート・ファンド (Retirement Date Fund) と呼ばれているターゲット・デート・ファンドがデフォルト商品として定められている。

2018 年 3 月末の資産運用残高の 98.4%がリタイアメント・デート・ファンドで占められている。

ターゲット・デート・ファンドは、5 年または 10 年毎に設定されることが多いが、NEST のリタイアメント・デート・ファンドは、退職想定年毎に 1 本ずつのファンドが設定されている。また、多様な資産に分散投資が行われている。

尚、NEST では若年層のリスクを若干下げていることが特徴となっている。

〔図表 1-27〕 リタイアメント・デート・ファンドの資産構成比変化とパフォーマンス 16



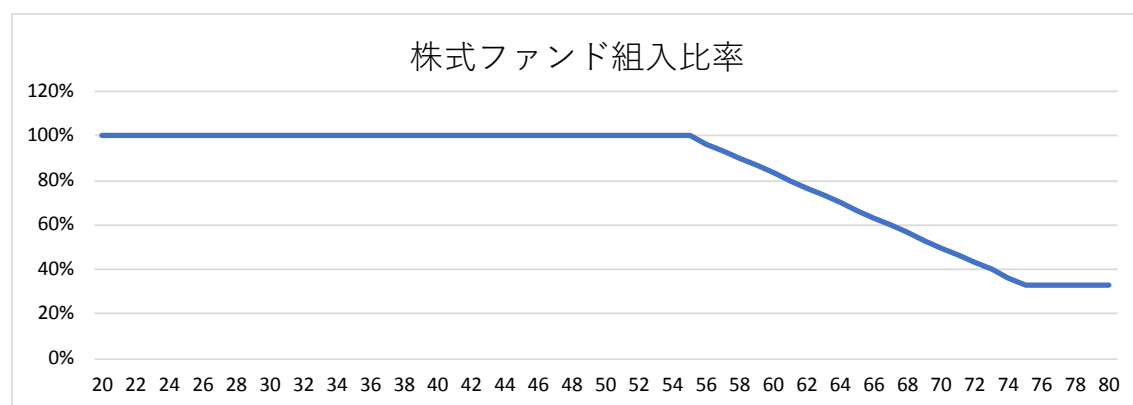
出所：NEST から年金シニアプラン総合研究機構作成

16 年度末は 3 月

3.5 スウェーデン

スウェーデンの公的年金の一部を構成する個人勘定を持つ積立型の確定拠出年金であるプレミアム年金（Premium Pension : PPM）では、2010 年にデフォルト・ファンドを変更し、ライフサイクル・ファンドである AP7 Såfa をデフォルト・ファンドとしている。公的ファンドの一つである AP7 が運用する AP7 Såfa は、株式ファンド（AP7 Aktiefond）と債券ファンド（AP7 Räntefond）の 2 つのファンドの組み合わせ比率を変更していくタイプのライフサイクル・ファンドであるが、55 歳までの株式ファンド組入比率は 100%で、56 歳以降 75 歳の組入比率 3 分の 1 に向けて株式ファンドの組入比率を引き下げていく仕組みとなっており、リスク設定も高く、リターン指向が強いことが特徴となっている。

【図表 1-28】 AP7 Såfa の加入者年齢別株式ファンドの組入比率変化



出所：AP7 から年金シニアプラン総合研究機構作成

AP7 Såfa は、スタート時点の株式ファンドの組入比率 100%は珍しく、株式ファンドの組入削減のスタート年齢の 56 歳、削減終了年齢の 75 歳はともにかなり遅く、米国等におけるターゲット・デート・ファンドの平均よりも高めのリスク設定となっている。さらに AP7 ではレバレッジを活用しており、2015 年のプレミアム年金のアンニュアルレポート¹⁷の記述によれば、レバレッジ水準は 125%で 55 歳までの実質株式組入は 125%、75 歳で 41%とされている。

また、2010 年までのデフォルト・ファンドであった Premium Savings Fund も、株式組入比率 82%、オルタナティブ 10%、債券 8%とリスク指向の強いものであった。

¹⁷ Premiepensionen - Pensionsspararna och pensionärerna 2015、P41

3.6 香港

香港の強制加入の DC 年金である強制性公積金計画（Mandatory Provident Fund Scheme : MPF）では、デフォルト・ファンドとして、2017 年 4 月から 50 歳までのデフォルト・ファンドとなるコア・アキュムレーション・ファンド（CAF）と 65 歳以上のデフォルト・ファンドとなる Age65 プラス・ファンド（A65F）を導入している。デフォルト・ファンドは、50 歳から 64 歳までの期間では、CAF と A65F の構成割合を年齢に合わせて自動的に変更することで、リスクを削減していく仕組みが取り入れられている。

[図表 1-29] 香港 MRF におけるデフォルト・ファンドの組み合わせ構成比

Age	Core Accumulation Fund	Age 65 Plus Fund
Below 50	100.0%	0.0%
50	93.3%	6.7%
51	86.7%	13.3%
52	80.0%	20.0%
53	73.3%	26.7%
54	66.7%	33.3%
55	60.0%	40.0%
56	53.3%	46.7%
57	46.7%	53.3%
58	40.0%	60.0%
59	33.3%	66.7%
60	26.7%	73.3%
61	20.0%	80.0%
62	13.3%	86.7%
63	6.7%	93.3%
64 and above	0.0%	100.0%

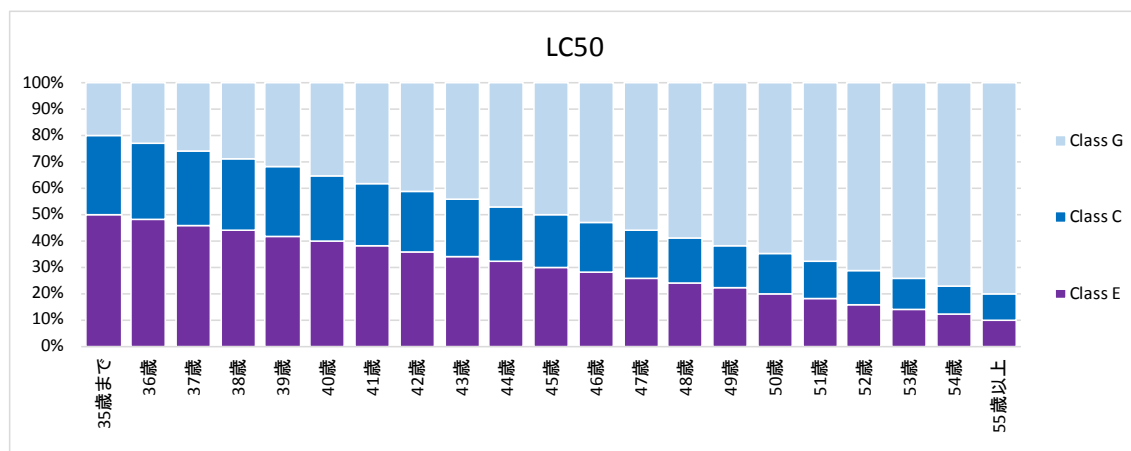
出所：MPFSA

3.7 インド

インドの国家年金制度（National Pension System）のうち加入者が自身で資産運用を選択するタイプの Tier1 勘定では、LC50 と呼ばれるライフサイクル・ファンドがデフォルト・ファンドとして指定されている。同ファンドは、国債および公共債[G]、社債[C]、株式[E]の 3 つの資産クラス別ファンドの組入構成比率を加入者の年齢に応じて自動的に変更していく形となっている。

LC50 では、35 歳までの株式ファンドの組入比率が 50%からスタートし、加入者の年齢に応じて 36 歳以降毎年自動的に株式の組入比率を低下させ、55 歳の時点で 10%へと引き下げる設計となっている。

[図表 1-30] LC50 の資産組入構成比の変化



出所：PFRDA から年金シニアプラン総合研究機構作成

3.8 中南米諸国

中南米のチリ、メキシコ、ペルー、コロンビアなどでは、リスク水準の異なる数種類のバランス型ファンドで DC 年金は運用されているが、デフォルト・ファンドとしては、年齢に応じてリスク水準が低いファンドへとスイッチしていく形態が取られている。

[図表 1-31] 中南米諸国におけるデフォルト・ファンドと運用規制

国名	ファンド名称	デフォルト・ファンドとファンド投資規制				組入上限規制		
		男女35歳以下	男性36-55歳、 女性36-50歳	男性56歳以上、 女性51歳以上		株式	不動産	外貨
チリ	A	○	×	×		80%	10%	100%
	B	★	○	×		60%	8%	90%
	C	○	★	○		40%	6%	75%
	D	○	○	★		20%	5%	45%
	E	○	○	○		5%	5%	35%
メキシコ		36歳以下	37-45歳	46-59歳	60歳以上	株式	不動産	外貨
	SB4	★	×	×	×	45%	10%	20%
	SB3	○	★	×	×	35%	10%	20%
	SB2	○	○	★	×	30%	10%	20%
	SB1	○	○	○	★	10%	5%	20%
	SB0	-	-	-	-	0%	0%	0%
ペルー		60歳以下		61歳以上		株式	不動産	外貨
	TIPO 3	○		×		80%	8%	46%
	TIPO 2	★		○		45%	6%	46%
	TIPO 1	○		★		10%	0%	46%
	TIPO 0	-		-		0%	0%	46%
コロンビア		男性54歳、女性49歳以下		男性55歳、女性50歳以上		株式	不動産	外貨
	Riskiest	○		↓ (20%)		70%	25%	70%
	Moderate	★		↓ (20%)		45%	20%	60%
	Conservative	○		★		25%	0%	40%
	Programed Retirement	-		-		0%	0%	46%

出所：各種資料から年金シニアプラン総合研究機構作成

4 投資選択オプション

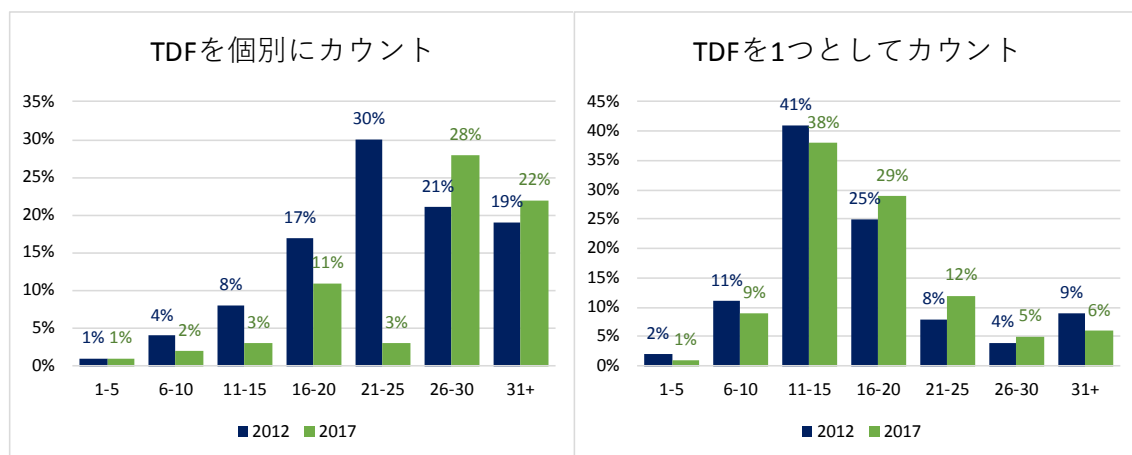
米国 401(k)では、Vanguard 社のレポート¹⁸⁾によると、平均 18.0 (TDF シリーズに含まれるファンドを個別にカウントした場合 27.2) のファンドが DC 年金加入者に対して投資選択オプションとして提供されており、加入者の投資ファンド数の平均は 2.5 ファンドとされている。

ファンドの平均提供数は 2002 年の 15.3 から 2011 年に 18.9 まで増加したが、その後はやや減少し、18 ファンド前後での推移となっている。

DC 加入者の平均投資ファンド数は、2002 年の 3.2 ファンドから 2005～2007 年には 3.6 ファンドへと増加後は減少に転じている。ターゲット・デット・ファンドのみに 100%投資する加入者が増加していることが、DC 加入者平均の投資ファンド数減少の主因と考えられる。1 つのファンドにしか投資していない加入者の比率は、2012 年の 41%から 2017 年は 57%にまで増加しているが、大多数はターゲット・デット・ファンドの利用によるものと見られる。

米国 401(k)で加入者に投資対象として提供されているファンド数の分布を見ると、TDF シリーズを一つのファンドとしてみた場合、最も多いのは 11～15 ファンドとなっている。2012 年の Vanguard 社のレポート¹⁹⁾と比較すると、31 以上のファンドを提供する DC 年金の比率が減少したが、1～15 ファンドの比率でも低下が見られ、提供ファンド数は削減一方でも無いようである。

[図表 1-32] 米国 401(k)における提供ファンド数の変化



出所：Vanguard から年金シニアプラン総合研究機構作成

¹⁸⁾ Vanguard(2018)、“How America Saves 2018”

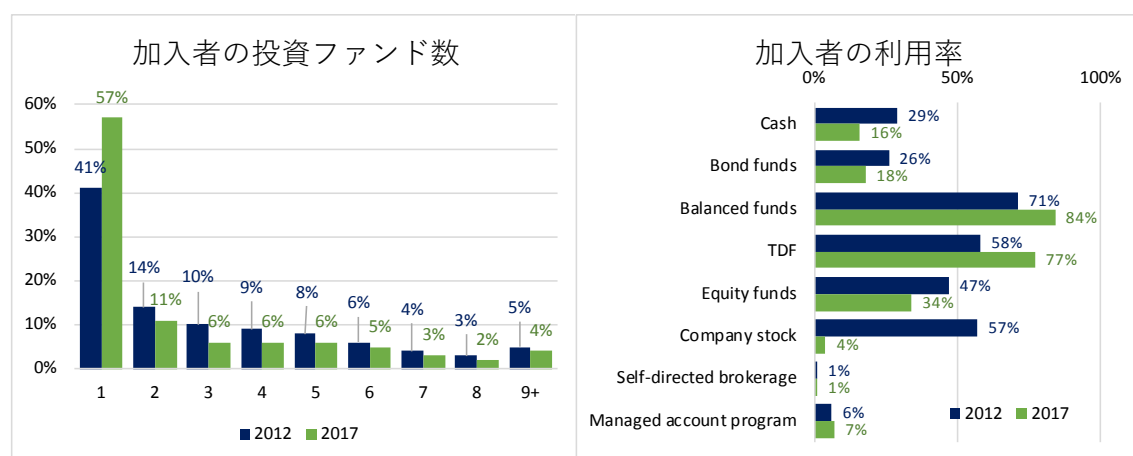
¹⁹⁾ Vanguard(2012)、“How America Saves 2012”

米国では、規模別（大型株・中型株・小型株）、バリュー株・グロース株、業種セクター別など、株式ファンドの品揃え数が多いことが特徴として見られている。

また、DC 年金が提供する投資選択オプションにとらわれずに自由に投資を行いたいとする加入者向けに、証券会社口座経由で自由に投資が可能²⁰な Self-directed Brokerage Account を提供する DC 年金も見られている。SDBA を提供している 401(k) の数は全体では 18% に過ぎないが、加入者数 5,000 名超では 32% と約 3 分の 1 で提供が見られている。

オーストラリアのスーパーアニュエーションでは、制度設計から運用・管理までを自由に設定可能な SMSF (Self Managed Superannuation Fund)²¹ という制度も設けられている。2017 年 6 月末現在での SMSF の数は 59.6 万に達しており、加入者数は 112 万名、総資産残高は 6,967 億 A\$ で、加入者数ではスーパーアニュエーションの 3.9% だが、総資産残高では 27.8% と大きな地位を占めている。

[図表 1-33] 米国 401(k)における投資ファンド数と利用率



出所：Vanguard から年金シニアプラン総合研究機構作成

米国地方公務員年金は大半が DB 年金であるが、一部で提供されている DC 年金における投資選択オプションの提供数は以下の表のとおりである。

TDF シリーズを除いた一般ファンドの提供数は、コロラド州の PERA とインディアナ州の INPRS における 7 ファンドから、メリーランド州の Optional Retirement Program の 32 ファンドまで幅が見られている。

ファンド数が少ないコロラド州の PERA とインディアナ州の INPRS などでは、資産クラスによっては、数社のファンドを組み合わせたファンドを DC 年金加入者に提供する形を取って投資選択オプションの数を減らしている。

また、ワシントン州のハイブリッド型年金である Plan3 の DC 年金部分では、DB 年金の

²⁰ 個別株式や投資信託等様々な金融商品に投資可能であるが、空売りや信用取引、先物・オプション等、DC 年金としての長期投資の考え方になじまない金融商品の利用は禁じられていることが多い

²¹ 加入者の上限 4 名まで、上限引き上げの議論も見られている

ポートフォリオを Total Allocation Portfolio (TAP) ファンドとして DC 年金加入者の投資選択肢の一つとして提供している。

2018 年 12 月末現在、Plan3 の DC 年金部分の資産運用残高のうち、Teachers' Retirement System (TRS)では 63.57%、School Employees' Retirement System (SERS)では 75.82%、Public Employees' Retirement System (PERS)では 61.03%が、TAP ファンドへと投資されている。

[図表 1-34] 米地方公務員年金 DC プランのファンド・ラインナップ

	コロラド PERA	インディアナ INPRS	ワシントン州 Plan3 DC	フロリダ Investment Plan	マサチューセッツ SMART Plan	テネシー Hybrid Plan	メリーランド Optional
米国株式	②	②	②	③	⑥	⑨	⑭
大型株	①	①	①	①	④	⑤	⑧
中小型株	①	①	①	②	②	④	⑥
海外株式	①	①	①	③	②	②	⑥
新興国株式	-	-	①	-	-	-	-
REIT	-	-	-	-	①	-	-
債券	①	①	①	③	④	②	④
インフレ連動債	①	①	-	-	①	-	②
短期債-マネーマーケット	-	①	①	①	-	-	①
ステープル	①	①	-	-	①	①	①
バランス型	-	-	-	①	-	②	②
ESG / SRI	①	-	①	-	-	-	②
その他	Brokerage	-	① TAP	Brokerage	-	④ Brokerage	-
TDFシリーズ	①	①	①	①	①	①	②
TDFファンド	⑩	⑩	⑫	⑪	⑮	⑪	26
ファンド数合計	⑦+①TDFシリーズ	⑦+①TDFシリーズ	⑧+①TDFシリーズ	⑪+①TDFシリーズ	⑮+①TDFシリーズ	⑮+①TDFシリーズ	32+②TDFシリーズ

出所：各州年金ホームページから年金シニアプラン総合研究機構作成

スウェーデンの PPM は、スウェーデンの国民全体を一つでカバーする形態の DC 年金であるため、PPM に登録されているファンド数は 2018 年末で 801 (2017 年末 831) ファンドと多く、内訳は株式ファンドが 544 (564)、債券ファンド 125 (138)、バランス型ファンド 95 (93)、ライフサイクル型ファンド 36 (35)、AP7 のデフォルト・ファンド 1 (1) となっており、加入者は最大 5 つまでのファンドに投資可能とされている。

スウェーデンの PPM は加入者が自由に運用対象ファンドを選択できることを重視した設計となっており、登録ファンドへの運用制限も無かったが、800 を超える登録ファンドからの運用商品選択は多くの加入者にとっては難しく、新規加入者の大多数がデフォルト・ファンドである AP7 Såfa に組み込まれる状況となっていたことに加え、「詐欺的」ファンドにより加入者の年金資産が失われる事件²²が発生したことから、運用規制の変更・強化が進められている。

²² 22,000 名の加入者の 24 億 SEK の資産を 3 つのバランス型ファンドで運用していた Falcon Funds のサブ・ファンド (運用はマルタ籍の Temple Asset Management) の資金が行方不明となり、加入者の運用資金に損失が発生したものの

改革は2段階で行われる予定で、フェーズ1（2019年11月）では登録ファンドの規制強化が行われ、フェーズ2では新設される政府機関により公式にファンドが選定される形態となる予定である。

新興国においては中南米諸国を中心に、プレ・パッケージ化された一つまたは複数のバランス型ファンドのみがDC年金の選択対象とされていることが多く見られている。

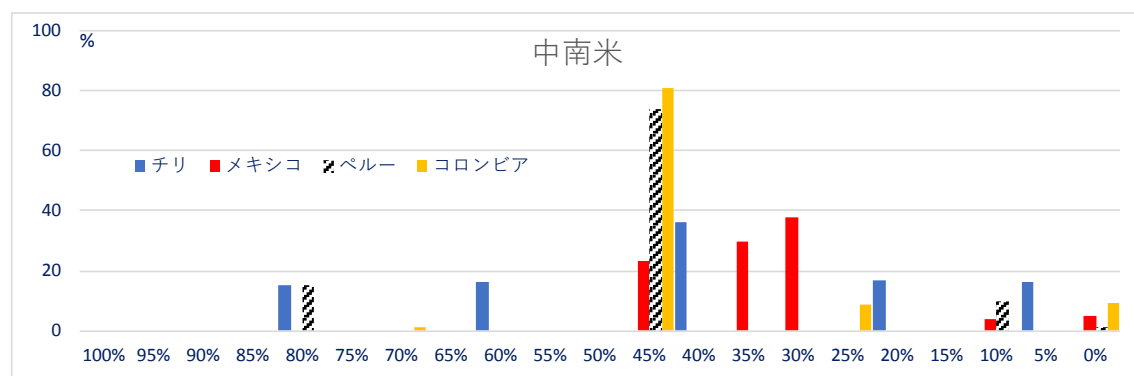
【図表 1-35】 中南米諸国のDC年金

国名	制度開始年	マルチファンド化 開始年	ファンド数	運用資産残高(US\$ MLN)			運用会社数			株式組入上限	
				2008/9	2018/9	増加率	2007/12	2017/12	増減数	コンサハ'	アグレッシブ'
中南米											
チリ	1981	2002	5	92,329	204,020	121%	6	6	0	5%	80%
ペルー	1993	2005	4	17,975	47,717	165%	4	4	0	10%	80%
コロンビア	1994	2011	3	25,870	79,443	207%	6	4	-2	20%	70%
ウルグアイ	1996	2014	2	3,739	15,562	316%	4	4	0	0%	50%
ボリビア	1997	-	1	3,641	16,610	356%	2	2	0	NA	
メキシコ	1997	2005	4	81,534	184,913	127%	21	11	-10	10%	45%
エルサルバドル	1998	-	1	4,473	10,718	140%	2	2	0	5%	
コスタリカ	2000	-	1	1,592	9,687	508%	8	6	-2	10%	
パナマ	2000	-	1	562	731	30%	6	4	-2	NA	
ドミニカ共和国	2003	-	1	1,253	9,114	627%	7	5	-2	30%	

出所：各種資料から年金シニアプラン総合研究機構作成

中南米諸国の株式上限比率別の残高構成比率は以下のようになっている。

【図表 1-36】 株式上限比率別の運用資産残高の分布



出所：各種資料から年金シニアプラン総合研究機構作成

ファンド・タイプが一つのシングル・ファンドの国においては、DC年金加入者の選択肢は年金運用会社を選ぶことに限られることとなる。

各国の国内資本市場が発展してくるとDC年金のマルチ・ファンド化が図られることが多くなり、それと並行して様々な形での運用規制が緩和されていく傾向が多くで見られている。

また、マルチファンド化が実施されている国においても、26ページの【図表 1-31】に見ら

れているように、加入者の年齢によりファンド選択の範囲が制限されている国も多い。

各国の DC 年金運用会社の数は、メキシコの 10 社²³を除くと 2 社から 6 社と少なく、各国政府は年金運用会社間の競争促進を進めようとしているが、新規参入よりも合併や撤退の方が多く状況が続いており、寡占化が進んできている状況が見られている。

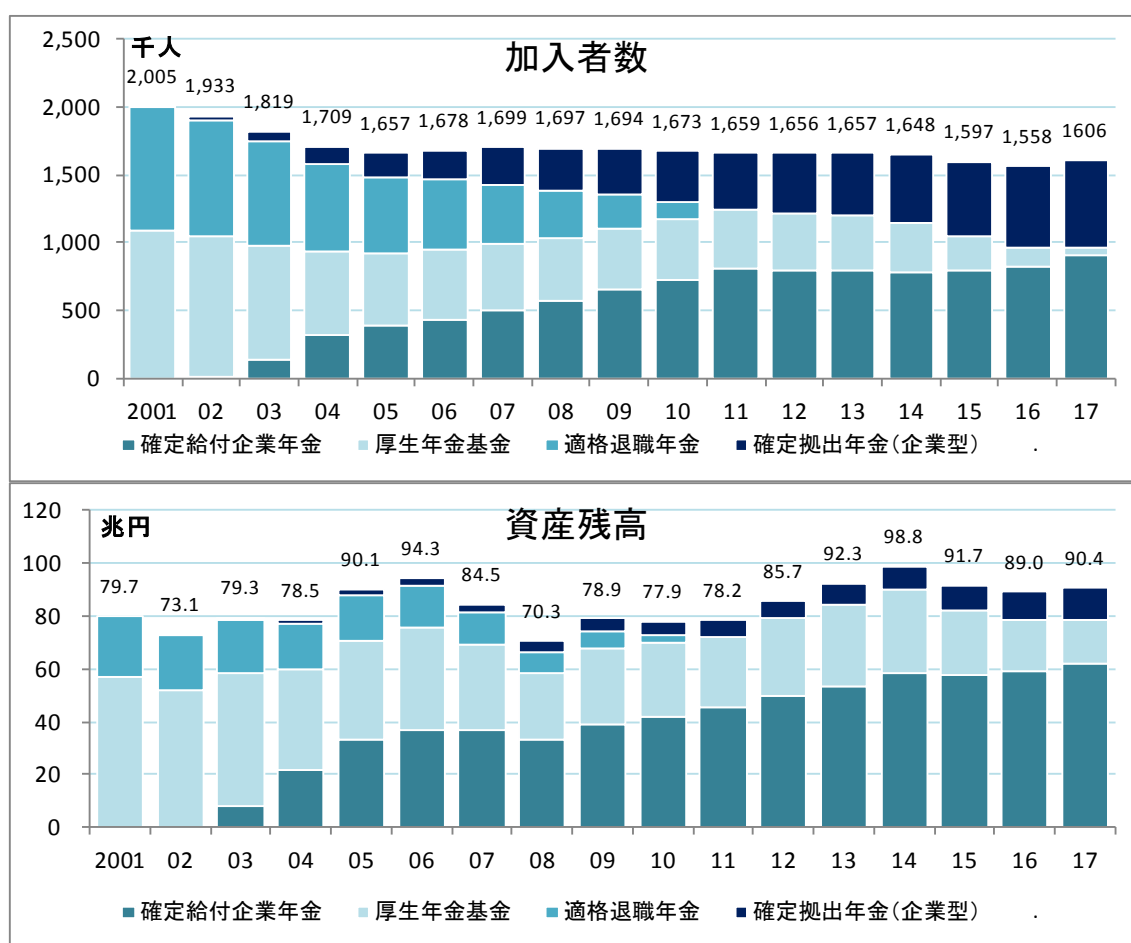
²³ 2018 年にメットライフが撤退し 10 社になっている

5 確定拠出型（DC）年金の拡大

日本における確定給付型（DB）企業年金の加入者数²⁴は2018年3月末現在、厚生年金基金が57万人、確定給付企業年金が901万人で、単純合計では958万人²⁵となっており、ピークであった1996年3月の2,571万人からは6割を超える減少となっている。

一方で確定拠出年金（企業型）の加入者数²⁶は650万人と前年比+9.7%の増加、個人型確定拠出年金（iDeCo）の加入者数は85万人で前年比2倍近い大幅増となっている。

[図表 1-37] 日本における企業年金の加入者数と資産残高の推移



出所：りそな年金研究所「企業年金ノート 2018.6.」

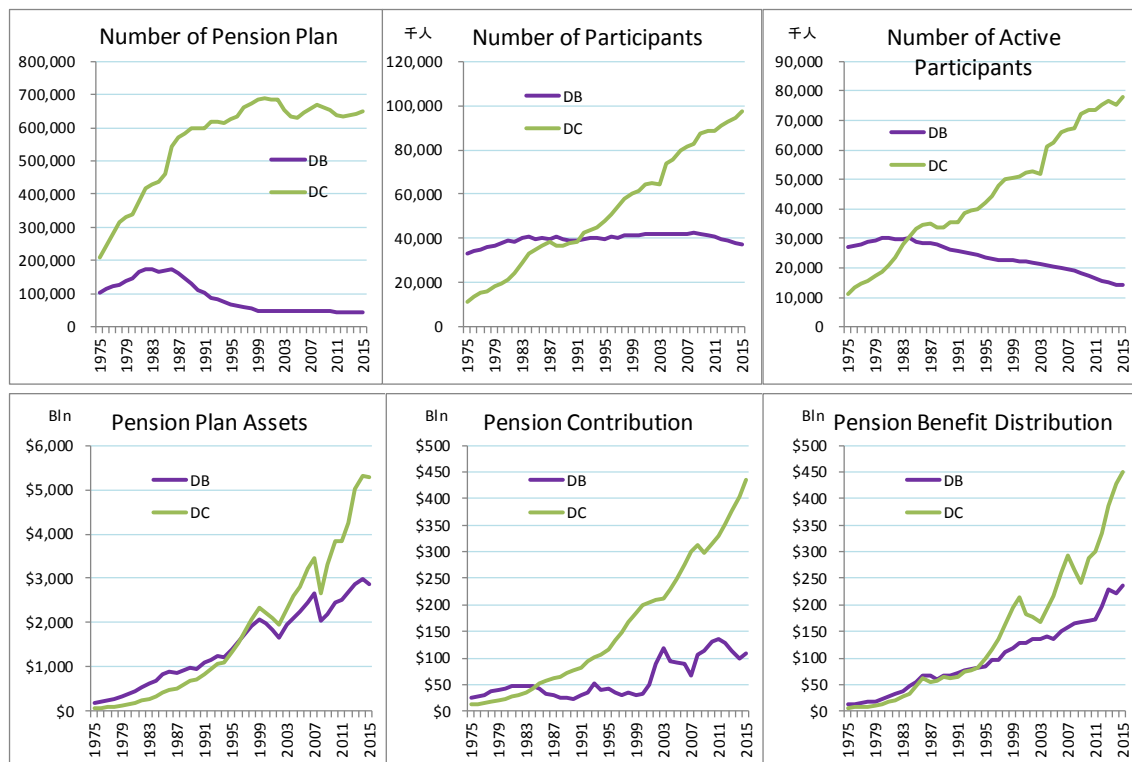
²⁴ 信託協会、生命保険協会、全国共済農業協同組合連合会「企業年金（確定給付型）の受託概況」（平成30年3月末現在）

²⁵ 実際には重複加入者が存在する

²⁶ 運営管理機関連絡協議会、信託協会、生命保険協会「確定拠出年金（企業型）の統計概況」（平成30年3月末現在）

確定拠出年金（企業型）の資産残高は 2001 年の確定拠出年金法の施行以来順調に拡大は続けているものの 2018 年 3 月末でも 11.7 兆円で企業年金の総資産残高 90.4 兆円の 12.9%にとどまっているが、今後は残高・比率ともに大きく拡大していくことが見込まれている。

【図表 1-38】 米国民間セクター年金のデータ推移



出所：米労働省・Form5500 レポートから年金シニアプラン総合研究機構作成

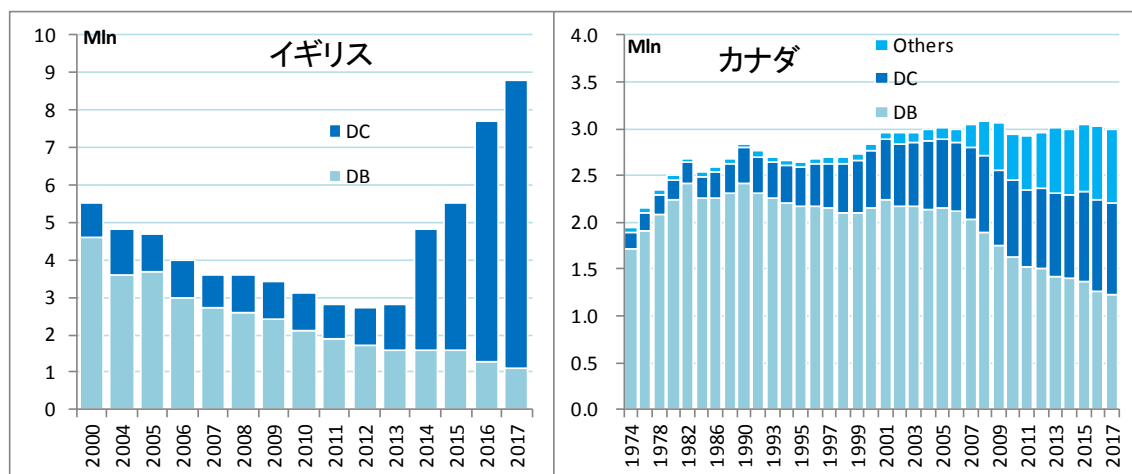
確定拠出（DC）年金が早くから導入されているアメリカでは、民間の企業年金においては既に確定拠出（DC）年金が圧倒的なウェイトを占めており、確定給付（DB）年金は縮小傾向が顕著なものとなっている。

米国労働省（Department of Labour : DOL）のデータでは、民間年金プラン（Private Pension Plan）の現役加入者²⁷数（Active Participants）は 1984 年に、総加入者数では 1992 年に、総資産残高では 1997 年に DC 年金が DB 年金を上回っている。

2015 年のデータでは、現役加入者数の 84%、総加入者数の 72%、総資産残高の 65%を確定拠出（DC）年金が占めている状況であり、拠出額の 80%が確定拠出（DC）年金に払い込まれていることから、この差はさらに拡大していく状況にある。

²⁷ 年金スポンサーの企業に勤務を続けていたとしても、年金制度が凍結される等の理由により将来の年金受給権の付与の対象で無くなれば、年金プランの現役加入者（Active Participants）とは呼ばれない。過去に発生済の年金受給権を保持しているが年金支払年齢に達していない等の理由で年金の支払が開始されていない加入者（退職者・転職者を含む）は年金待機者（Deferred Participants）と呼ばれる

[図表 1-39] イギリスとカナダにおける企業年金の現役加入者数推移

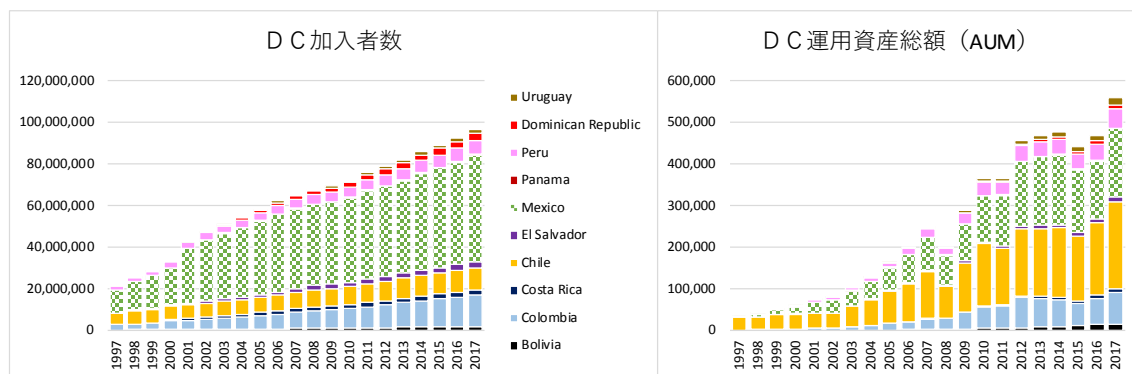


出所：Office for National Statistics、Statistics Canada から年金シニアプラン総合研究機構作成

欧州における企業年金の統計は比較可能なものとしては把握できていないが、イギリスやカナダにおいても DB から DC へのシフトは進み、企業 DB 年金への加入者数は大きく減少してきている状況で、企業 DB 年金の縮小は世界的なトレンドとなっている。

尚、イギリスにおける DC 年金への現役加入者数の急増は、国家雇用貯蓄信託（NEST：National Employment Saving Trust）への自動加入制度導入によるものである。

[図表 1-40] ラテンアメリカ諸国における DC 加入者数と運用資産総額



出所：FIAP から年金シニアプラン総合研究機構作成

過去の年金改革の結果として賦課方式の DB 年金に代わって個人勘定型の DC 年金が導入されたラテンアメリカや中東欧の一部の国々等、新興国においても確定拠出型の年金制度は相応に拡大している。

ダウ工業株 30 種平均（Dow Jones Industrial Average – DJIA）に採用されている米国の主要企業 30 社の米国における年金残高を Pensions & Investments 誌が毎年実施している The Largest Retirement Funds 調査に基づき DB 年金と DC 年金に分けてグラフ化したのが[図表 1-42]と[図表 1-43]である。

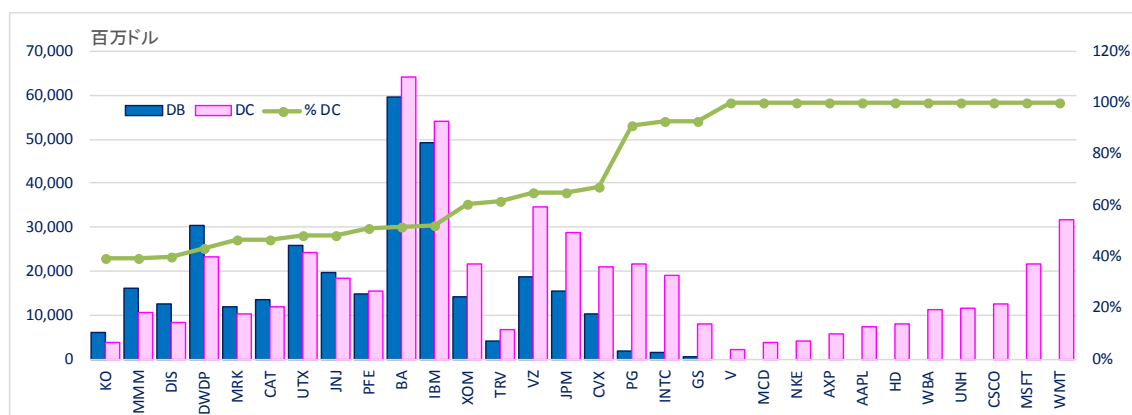
ダウ工業平均に採用されている 30 社のうち、11 社に DB 年金の残高は無く DC 年金のみであり、残りの 19 社で DB 年金残高が DC 年金残高を上回っているのは 8 社にとどまっている。

情報通信産業や小売業では DB 年金を持たない企業が多く見られており、DB 年金の残高が大きな比較的社歴の古い企業群においても、DB 年金は新規の加入者の受け入れや、新規の年金受益権の付与を停止済の DB 年金も多く、年金バイアウト（Buy-Out）等を実施して DB 年金の負債残高を圧縮する企業もあることから、DB 年金と DC 年金の残高が逆転する企業が増加している。

2006 年と 2018 年の比較では、ボーイング（BA）、I B M（IBM）、ファイザー（PFE）、ベライゾン・コミュニケーションズ（VZ）の 4 社で逆転が見られている。

[図表 1-41] ダウ工業株 30 種平均採用企業の DB 年金と DC 年金

DCのみ	DC残高>DB残高	DC残高<DB残高
・AAPL(アップル) ・AXP(アメリカン・エクスプレス) ・CSCO(シスコ・システムズ) ・HD(ホーム・デポ) ・MCD(マクドナルド) ・MSFT(マイクロソフト) ・NKE(ナイキ) ・UNH(ユナイテッドヘルス・グループ) ・V(ピザ) ・WBA(ウォルグリーン・ブーツ・アライアンス) ・WMT(ウォルマート)	・BA(ボーイング) ・CVX(シェブロン) ・GS(ゴールドマンサックス) ・IBM(IBM) ・INTC(インテル) ・JPM(JPモルガン・チェース) ・PFE(ファイザー) ・PG(プロクター&ギャンブル) ・TRV(トラベラーズ) ・VZ(ベライゾン・コミュニケーションズ) ・XOM(エクソン・モービル)	・CAT(キャタピラー) ・DIS(ウォルト・ディズニー) ・DWD(ダウ・デュポン) ・JNJ(ジョンソン&ジョンソン) ・KO(コカ・コーラ) ・MMM(3M) ・MRK(メルク) ・UTX(ユナイテッド・テクノロジーズ)



出所：Pensions & Investments 誌から年金シニアプラン総合研究機構作成

[図表 1-42] ダウ工業株 30 種平均採用企業の年金資産残高推移①



出所：Pensions & Investments 誌から年金シニアプラン総合研究機構作成

[図表 1-43] ダウ工業株 30 種平均採用企業の年金資産残高推移②



出所：Pensions & Investments 誌から年金シニアプラン総合研究機構作成

第2章 ターゲット・デート・ファンド

1 ターゲット・デート・ファンドの概要

1.1 ターゲット・デート・ファンド（TDF）

ターゲット・デート・ファンド（Target Date Fund：TDF）は、投資信託やETF等で構成されるファンド・オブ・ファンズで、時間の経過とともに資産構成比率があらかじめ定められた構成比へと自動的に変更されていくタイプの金融商品である。

TDF のコンセプトは、年齢または退職見込みの時期までの期間に合わせたファンドを選定すれば、投資家が手間暇を掛けることなく、年齢等に相応したリスク・リスク特性を持つ資産構成比へと自動的に TDF ファンド内の資産配分比率が調整されていくというものである。

TDF は、TDF-2020、TDF-2030、TDF-2040、TDF-2050 といったように、想定退職時期を示す「年」がファンド名称に付された形で、5 年毎または 10 年毎等の間隔でシリーズとして設定されていることが多く、投資家は自身の年齢または退職見込み時期に沿った年限のファンドを TDF シリーズの中から選定することが想定されている。

ターゲット・デート・ファンドは、米国の確定拠出型年金制度である 401(k)の加入者の投資を容易にする目的で 1990 年代中頃に登場している。米国等では、確定拠出型年金の新規加入者が自らの意思で投資対象を選択しなかった場合に投資対象として適用される「デフォルト」ファンドとしてターゲット・デート・ファンドを設定する確定拠出型年金が増加している。また、確定拠出型年金における投資対象として大きな比率を占める状況となっておりとともに、数多くのリテール向けのターゲット・デート・ファンドが退職貯蓄向けの金融商品として活用されている。

TDF は、個々の投資家の家計や収入、資産状況、投資家の健康状態など個々の投資家の個別の事情を反映することは無いため、すべての投資家にとって適切な投資対象であるわけでは無いが、平均的な投資家にとって年齢等に相応したリスク・リターン特性を持つ金融商品であることを目指して設計されている。

TDF の採用では米国が先行したが、現在では世界各国で DC 年金や個人の退職貯蓄向け金融商品として多く活用される金融商品となっている。

¹ 対象出生年（例えば 1981-1985）をファンド名称に付する方式も見られている

² 英 NEST のリタイアメント・デート・ファンドのように 1 年毎に設定されていたり、リトアニアのように 7 年毎といった事例も存在する

1.2 TDF の基本コンセプト

TDF の基本コンセプトは、退職までの期間が長い若年層の時期は、資産形成を進める必要があり一定程度のリスクを取ることも可能であることから、高いリターンが期待できる株式等のリスク資産のウェイトを高めとした資産配分とすることが望ましく、年齢の進行とともに退職年齢が近付き一定の資産残高が積み上がってくるにつれ、徐々にリスク資産の構成比を落とし資産保全への配慮を高めていくというものである。

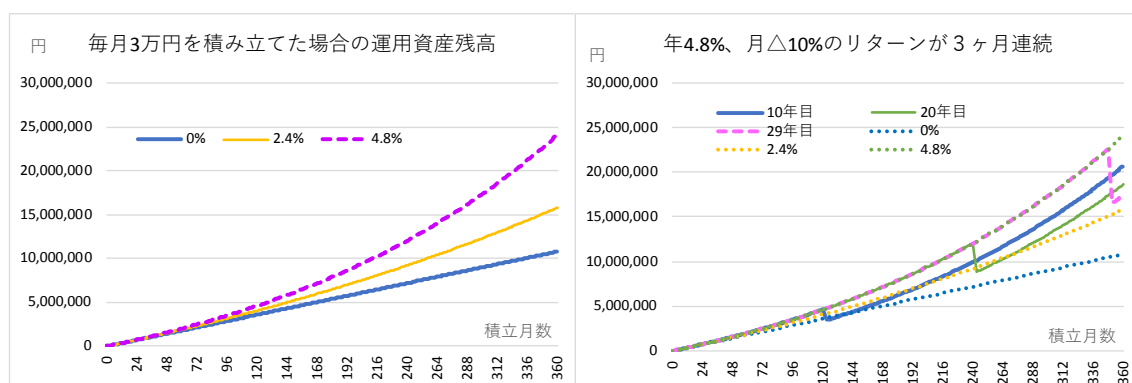
DC 年金の場合では、DC 年金が退職後の生活資金の重要な部分を占めることが見込まれる中では、相応のリスクを取り運用資産利回りの向上を図り資産形成を進める必要があるため、退職までの期間が長い若年世代においては株式等のリスク資産のウェイトを相応に高め、運用利回りの向上を図ることが望ましいが、リスクを取った運用を行う場合には損失を計上することも当然あるため、退職年齢に近づいた場合にはリスクを抑える必要があるという考え方である。

こうした基本コンセプトを計算例で示すと以下のようなものとなる。

毎月 3 万円ずつを 30 年間積み立て (DC 年金の場合には 30 年間拠出) したとする場合、運用利回りが 0%であれば 30 年後の資産残高は 1,080 万円、運用利回りが年率 2.4% (月次 0.2%) であれば計算上 1,579 万円 (約 1.4 倍)、運用利回りが年率 4.8% (月次 0.4%) であれば計算上 2,406 万円 (約 2.2 倍) となり、30 年後の資産残高は大きく異なるものとなる。

しかしながら、高い運用利回りを獲得するためには株式等のリスク資産への投資が必要であり、リスク資産の組入比率を高めれば、相場変動による資産残高の増減が生じ、相場下落によって損失が発生することも避けては通れないものである。

[図表 2-1] 毎月 3 万円を 30 年間積み立てた場合の残高シミュレーション



出所：年金シニアプラン総合研究機構作成

相場的大幅下落がいつ発生するかを予見することは困難であるが、相場下落の発生時期による最終的な資産運用残高がどのような影響を受けるのかは単なる計算として算出可能である。

仮に相場下落を月次で $\Delta 10\%$ の下落が 3 ヶ月連続で発生したと仮定すると、相場下落が運用開始から 10 年目に発生（120 ヶ月目から 122 ヶ月目に各 $\Delta 10\%$ の下落）した場合、20 年目で発生した場合、29 年目で発生した場合の 3 パターン（他の月は月次 $0.4\% < \text{年率 } 4.8\%$ で運用できたと仮定）で見ると、10 年目の場合は 2,068 万円、20 年目の場合は 1,860 万円、29 年目の場合には 1,742 万と計算される。

若い世代のうちの相場下落は、元々の資産残高の積み上がり金額がまだ少なく、相場下落の影響はその後の拠出額の累積と相場の回復で取り戻すことが可能であるが、退職間近の時期の相場下落は、最終的な資産残高への影響は大きい。

この計算例では 29 年目に相場の大幅下落が発生しても 30 年目の資産残高は年率 2.4% で運用できた場合を上回っているが、計算例のようになる保証は当然なく、退職間近までリスクの高い運用を続けたままであると、リスクを取って積み上げた資産残高を大きく失う結果となる可能性も十分にあるため、相場の大幅下落がいつ発生するかを予見することは困難である以上、退職年齢が近付いた場合にはリスクを落としておくことが望ましいということとなる。

1.3 TDF の Glide Path

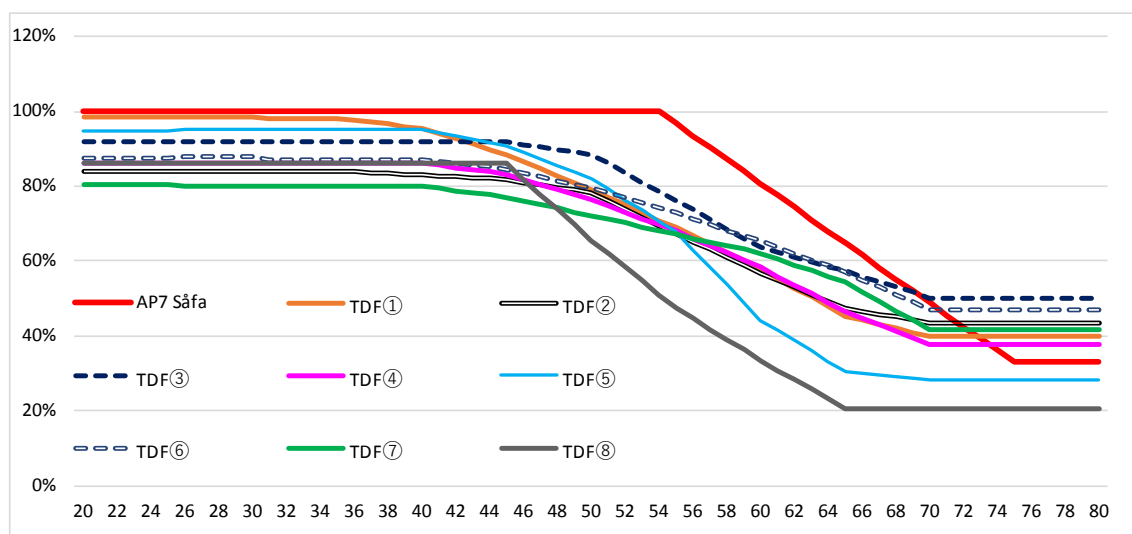
TDF における株式等リスク資産の構成比の変化は“Glide Path”と一般に呼ばれている。Glide Path（グライドパス）は、航空機の計器着陸方式で指定された着陸進入径路を指し示す機器を示す言葉で、退職年齢に向けてリスク資産の組入比率を安定した形で無事に着陸させることを指している。

TDF の Glide Path は一つの経路を示すものではなく、それぞれの TDF シリーズによって、また国によっても差異があるものとなっている。

一般的に日本で販売されている TDF シリーズの Glide Path は、スタート時点での株式等リスク資産の組入比率は海外と比較すると低く、最終的なリスク資産の組入比率の着地点も低いものとなっている。

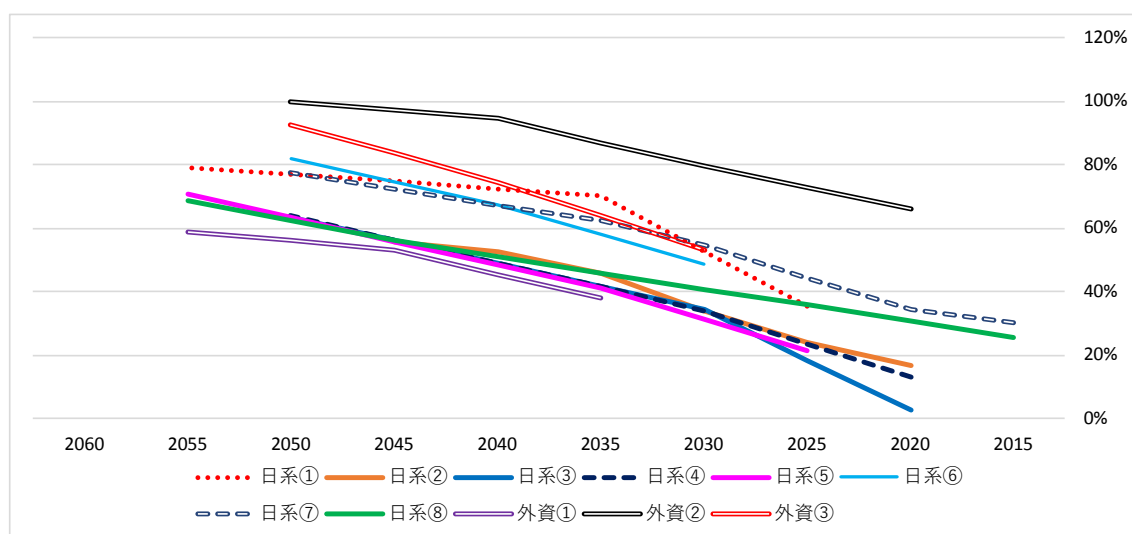
尚、日本では TDF シリーズ内の設定ファンド数が 10 年毎に 3 つから 4 つと少ない TDF シリーズが多いため、グラフ表示した場合の Glide Path はやや判りにくいものとなっている。

[図表 2-2] 海外ターゲット・デット・ファンドの Glide Path の例



出所：AP7、各社開示資料から年金シニアプラン総合研究機構作成

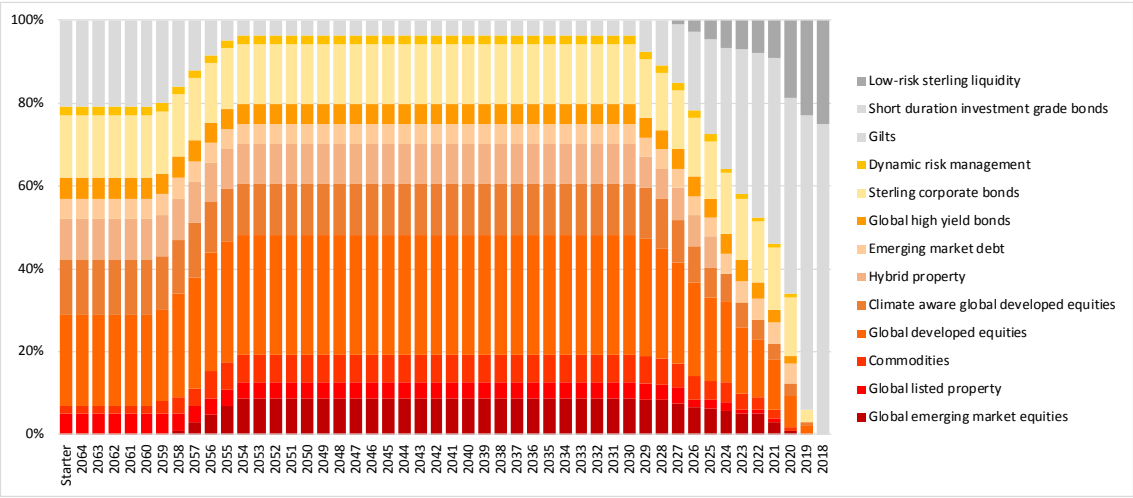
[図表 2-3] 日本で販売されているターゲット・デット・ファンドの Glide Path の例



出所：各社開示資料から年金シニアプラン総合研究機構作成

英国の NEST では、最若年層においてはリスク資産の構成比をやや抑えた形でスタートし、その後リスク資産の構成比を高め、退職年齢に向けてリスクを削減していくというやや異なる形状の Glide Path が採用されている。行動経済学的観点から、DC 年金加入後の比較的早い時期に大きな損失を被ると拠出を停止する加入者が多いことに配慮した資産構成比としているとの考え方が英 NEST からは示されている。

[図表 2-4] 英 NEST の組入資産構成比推移



出所：NEST

1.4 TDF シリーズの特徴と差異

個々の TDF シリーズの特徴と差異を分解してまとめると[図表 2-5]のようなものとなると考えられる。

[図表 2-5] TDF シリーズの特徴と差異

	項目	概要
①	"To" or "Through"	想定する退職年齢に向けてリスクを削減"To Retirement Date"するのか、退職年齢を越えても一定期間は相応にリスクを取った運用を続けながら資産を取り崩していく"Through Retirement Date"なのか
②	リスク削減の開始時期	何歳（あるいは想定退職年齢の何年前）からリスクの削減を開始するのか
③	リスクの水準	株式等リスク資産の組入比率は何%からスタートし、何%へと引き下げるのか
④	リスク削減のカーブ	リスク削減開始後早めにリスクを落としていくのか、直前になって急速に落としていくのか、直線的に削減するのか曲線的か
⑤	スタティスティックスvsダイナミック	事前に定められた基準値に沿って機械的にリスク資産の組入比率を変更していくのか、相場環境に合わせて運用会社の判断で基準値から一定範囲内での乖離させパフォーマンスの向上または下落リスクの回避を狙うのか
⑥	シンプルvs分散	TDFに組み入れる資産クラスはシンプル（例えば国内債券・外国債券・国内株式・外国株式の四資産）とするのか、オルタナティブ資産を含む多様な資産クラスに投資し分散効果を高めるのか
⑦	アクティブvsパッシブ	個別の資産の運用はアクティブ運用中心かパッシブ運用中心か
⑧	リスク削減の対象資産	リスク資産＝株式と考えるのか、より幅広い資産をリスク資産としてとらえるのか
⑨	組入比率の変更頻度	年次、半年毎、四半期毎、月次等

出所：各種資料から年金シニアプラン総合研究機構作成

“To” or “Through” は、想定される退職年齢に向けてリスクを削減していき退職年齢到達時にはリスクの削減が終了している “To Retirement Date” という形の Glide Path であるか、退職後も一定期間は相応にリスクを取って運用を続けながら資産を取り崩していくことを想定した “Through Retirement Date” という形の Glide Path かということである。米国等では、リスク資産の削減終了時点退職年齢の 30 年後に設定している TDF シリーズも相応な数で見られている。

“Through Retirement Date” 型の Glide Path は、平均余命の伸び等から退職後の生活期間が長くなり、退職後はリスクを取らない安全資産運用に徹する形では退職後の生活資金が枯渇するリスクはむしろ高まるというのがベースとなる考え方となっている。

“To” 型か “Through” 型かという問題には、DC 年金の場合には退職年齢後も DC 年金内の資産運用が継続できるかどうか、あるいは DC 年金内の運用資産を税制優遇等を継続しながら他の制度へと移管可能であるかどうかということも関わっている。

退職年齢到達時には、終身年金または有期年金での受け取りあるいは一時金での払い出しが必要で、DC 年金内での運用を引き継げる制度を持たない場合には “Through Retirement Date” 型の Glide Path はあまり意味を持たないこととなる。

ただし、この場合でも、想定退職年齢時点でのリスク資産の組入比率を “Through Retirement Date” 型における退職年齢時点と同様の高い水準で終わらせる “To Retirement Date” 型の Glide Path という設計も考えられないものではない。

スタート時点でのリスク資産の組入水準、リスク削減の開始年齢、リスク水準の削減の形状等も個々の TDF シリーズで異なるものとなっている。個々の TDF シリーズはそれぞれに過去のパフォーマンス・データによるシミュレーション等の結果等から各々の Glide Path を導き出してきているが、答えは千差万別である。

TDF では、年齢または退職までの期間に応じて組入資産の構成比率が変更されていくが、事前に定められた構成比率へと機械的に組入比率を調整していくスタティスティック型と、一定のレンジ内で相場状況や運用会社の投資判断に応じて機動的に資産組入比率を変更し、資産価値の下落リスクの回避やパフォーマンスの向上も狙っていくダイナミック型とが存在する。

TDF 内の資産運用は投資信託や ETF 等で行われていることが通常であるが、組み入れる資産クラスの対象はシンプル（例えば国内債券・外国債券・国内株式・外国株式の四資産）かつ少数のファンドとなっている TDF シリーズと、オルタナティブ資産を含む多様な資産クラスに投資し、株式等の資産も規模別（大型、中型、小型）やグロース株とバリュー株など細かく様々なファンドに投資を行い分散効果を目指す TDF シリーズとが見られている。

また、組み入れるファンドの運用手法をアクティブ運用のファンドとするのか、パッシブ運用のファンドとするのか、あるいは資産クラスによりアクティブ運用とパッシブ運用を使い分けるのか等も TDF シリーズにより異なっている。

一般的にパッシブ運用に強い運用会社が設定する TDF シリーズでは、シンプルな資産構

成での少数のパッシブ・ファンドで、アクティブ運用に強い運用会社が設定する TDF シリーズでは、様々な資産クラスと様々な運用手法に分散された多数のアクティブ運用ファンドで構成された TDF シリーズとなっていることが多い。

各運用会社がそれぞれ設定している TDF シリーズでは、自社が運用している投資信託や ETF が内訳ファンドとして組み込まれていることが多く見られている。

規模の大きな DC 年金では、既存の TDF シリーズの中から自らの DC 年金に適合した TDF シリーズを選定するのではなく、カスタマイズされた TDF シリーズを独自に設定する動きも見られている。カスタマイズド TDF シリーズでは、幅広い運用会社のプロダクトの中から各資産クラスを代表する優良なプロダクトを組み入れ、Glide Path も自らの DC 年金加入者の特性や属性に配慮した形にカスタマイズされている。

また、何を「リスク資産」と考えるかには、国によって差異が見られている。米国ではリスク資産＝株式で語られることが多く、TDF シリーズにも不動産やインフラストラクチャーなどが組み入れられることが通常となっているオーストラリアでは「グロース資産」のウェイトで考えられている。イギリスの NEST では、株式、グロース・クレジット、不動産の 3 つの資産クラスを「グロース資産」としている。

2 米国における TDF

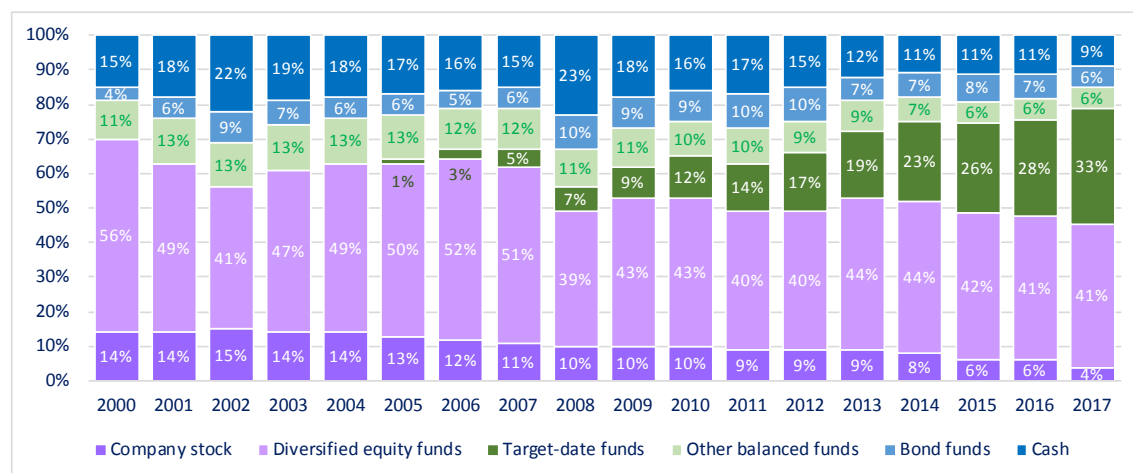
2.1 米国における TDF の拡大

米国の DC 年金では、2006 年年金保護法（The Pension Protection Act of 2006）において適格デフォルト商品（Qualified Default Investment Alternatives : QDIA）としてライフサイクルまたはターゲット・デート・ファンドが明確に例示されたことが後押しとなり、デフォルト・ファンドのターゲット・デート・ファンドへのシフトが急速に進み、リテール向けの退職貯蓄用の資産運用ファンドとしてもターゲット・デート・ファンドは大きな地位を占めるに至っている。

Vanguard 社のレポート³によると、同レポートの調査対象となっている加入者数で 490 万人以上となる米国の 10,800 以上の DC 年金では、2017 年末において TDF が、加入者数で 97%、基金数では 92%に対して投資対象商品として提供されており、TDF に投資している加入者の割合は 75%、TDF のみに投資している加入者数が 51%とされている。

TDF への投資残高は 2007 年の 5%から 33%に、拠出額のアロケーションでは 2007 年の 8%から 54%へと急拡大しており、資産残高で 3 分の 1 へと達し、拠出額のアロケーション比率では過半数を超えるまでになっている。拠出額に占める TDF の比率が高いことから、資産残高に占める比率もさらに拡大していくことが固い状況と考えられる。また、加入者数では、58%の加入者が TDF への投資を行っている。

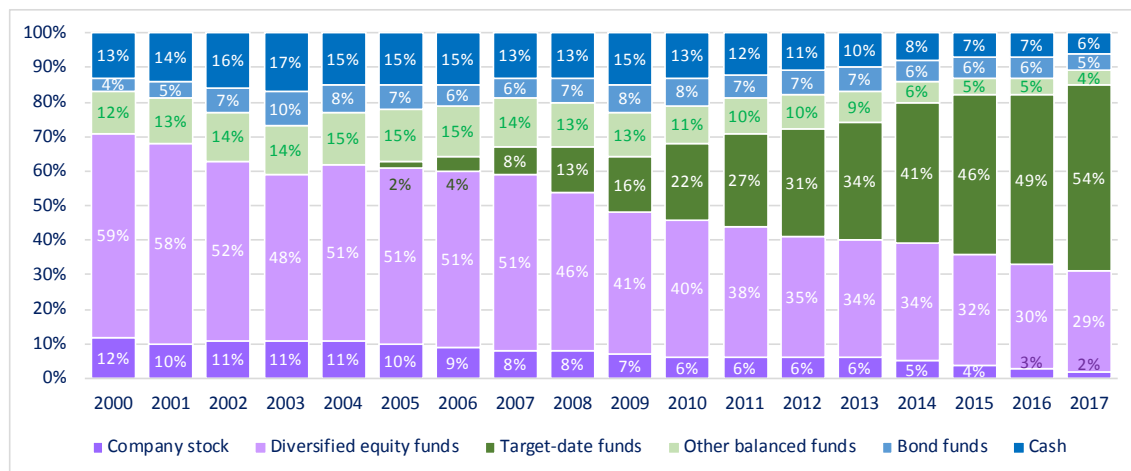
[図表 2-6] DC 年金のアセットアロケーション推移



出所：Vanguard から年金シニアプラン総合研究機構作成

³ Vanguard(2018)、“How America Saves 2018”

[図表 2-7] DC 年金の拠出アロケーション推移



出所：Vanguard から年金シニアプラン総合研究機構作成

TDF の 2017 年の加入者属性別の組入比率を Vanguard 社のレポートから見ると、年齢別では年齢が若いほど TDF の組入比率は高く 25 歳以下では 82%に達しており、年齢順に組入比率は低下している。就業年数別でもほぼ同様の傾向となっている。

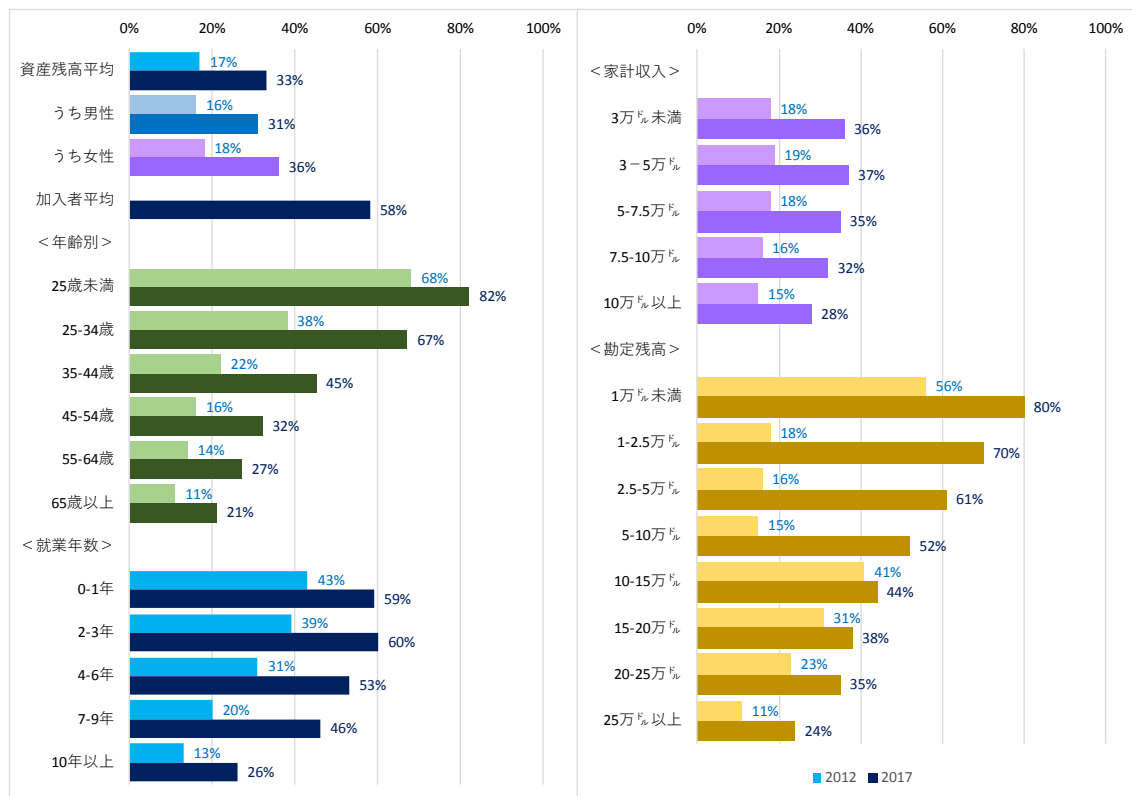
TDF の利用が盛んになってからの年数は米国でもまだ浅いので、年齢が進み資産残高が積み上がるに連れて TDF から他の投資対象に移っていく加入者が増加していくのか、退職時まで TDF の投資にとどまり続ける加入者が大半を占めるのかどうかの傾向はまだ見極めはつかない状況である。

家計収入の金額別ではあまり大きな差は見られず、DC 年金の勘定残高別では 2012 年の段階では 1 万ドルから 10 万ドルの層で TDF の組入比率が低い状況が見られていたが、TDF の利用率が大きく上昇した 2017 年では、年齢別の TDF 組入比率がそのまま反映される形で、残高がまだ少ない層ほど TDF の組入比率が高いものとなっている。

TDF を加入者に提供している基金の比率は 92%（2012 年は 84%）となっているが、基金の規模別で見ると加入者数 1,000 名以上の基金では 99%の採用率（2012 年は 93%）で、加入者数 500 名以下の基金での採用率でも 87%（2012 年は 80%）となっている。

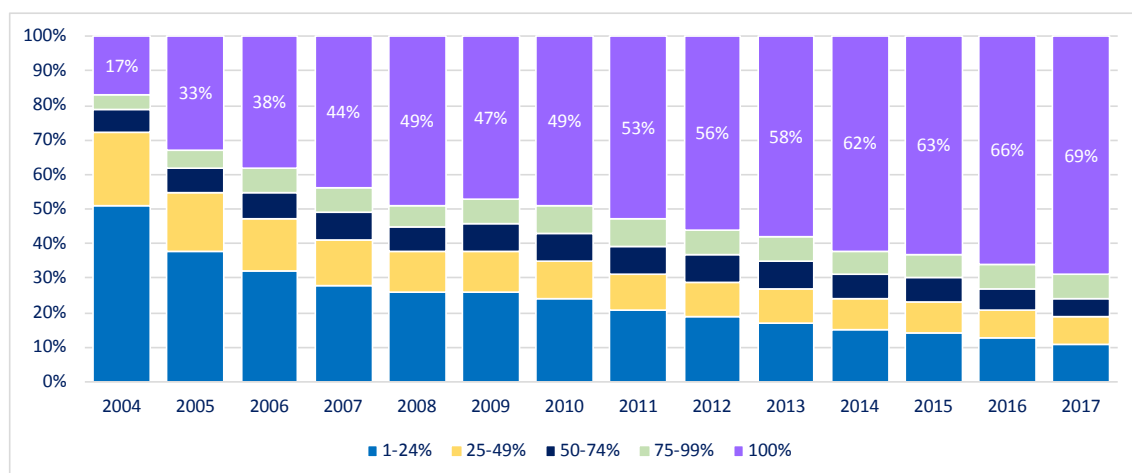
TDF の組み入れ方という面では、当初はファンド分散の一つとして TDF も組み入れるという加入者が多かったものと思われ、TDF にのみ 100%投資している加入者の比率は少なく、2004 年では 17%に過ぎなかったが、2017 年には TDF へ投資を行っている加入者のうちの 69%は、TDF のみを 100%組み入れている状況となっている。

[図表 2-8] TDF の加入者属性別組入比率



出所：Vanguard から年金シニアプラン総合研究機構作成

[図表 2-9] TDF 利用者における TDF の占める比率



出所：Vanguard から年金シニアプラン総合研究機構作成

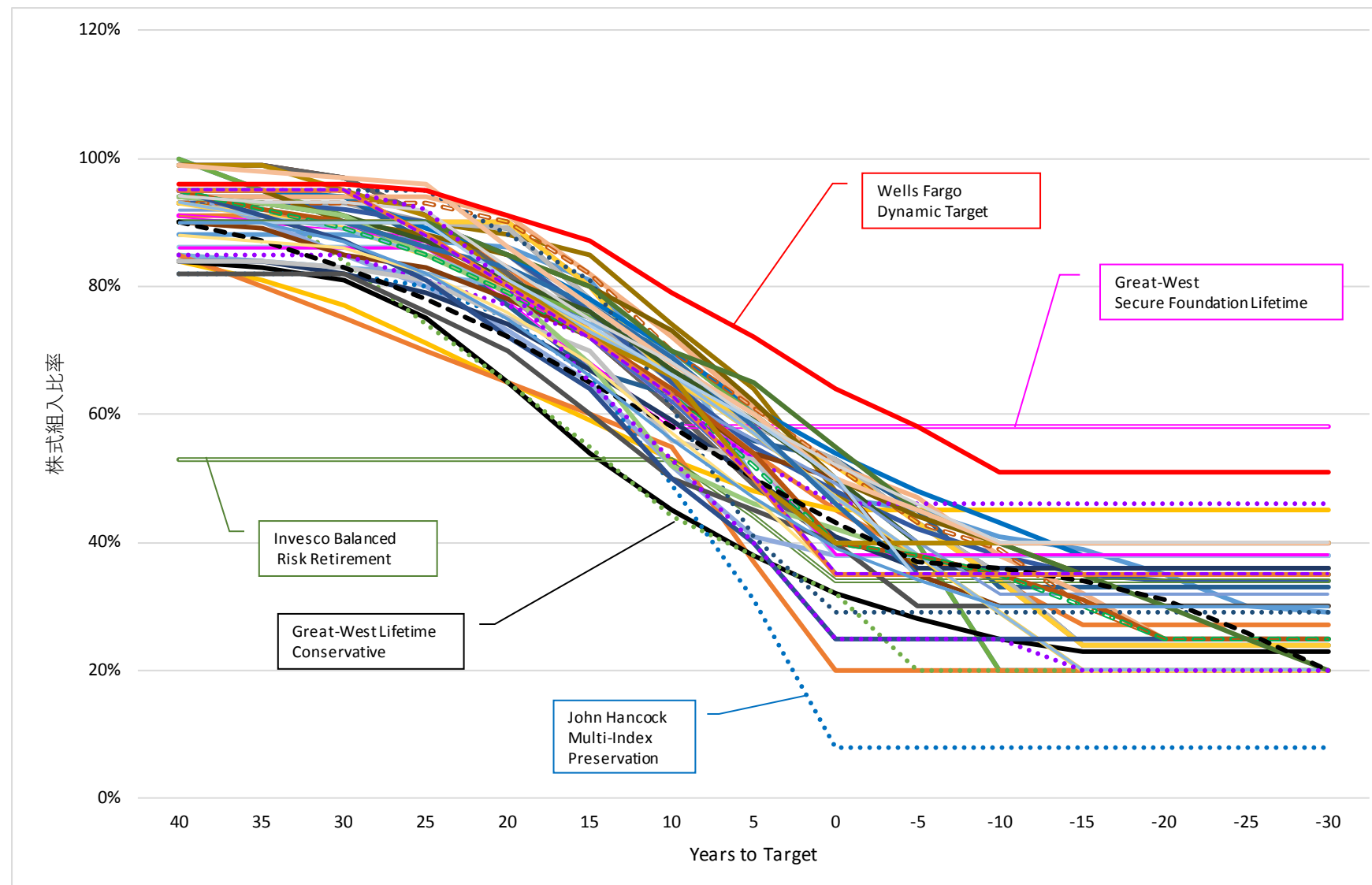
2.2 米国 TDF の Glide Path

[図表 2-10]は、米国の TDF の分析を行っているモーニングスター社のレポート⁴に記載されている米国 TDF シリーズの Glide Path をグラフ化したものである。

やや特異な Glide Path を持つ TDF シリーズについてはグラフ内に TDF シリーズの名称を挿入しているが、これらについては後述のように、それぞれ一定の理由によって特異な Glide Path を意識的に作っているものと理解できるものであるため、米国の TDF シリーズの Glide Path は、様々ではあるものの一定の範囲内に収まっている印象となっている。

⁴ Morningstar(2018)、“2018 Target-Date Fund Landscape”

[図表 2-10] 米ターゲット・デット・ファンドの株式組入比率変化



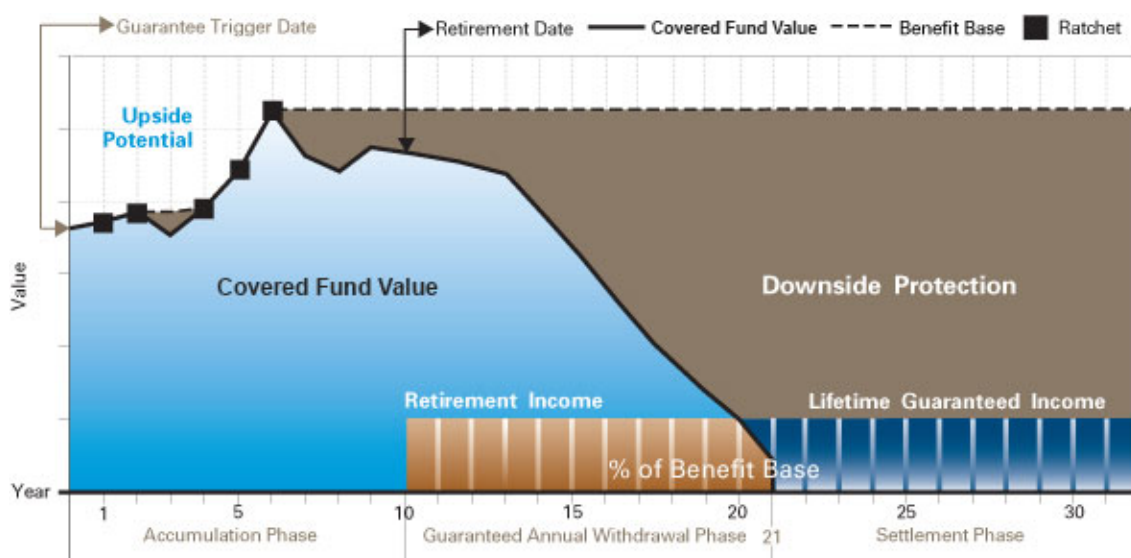
出所：Morningstar(2018)から年金シニアプラン総合研究機構作成

Great-West SecureFoundation® Funds は、[図表 2-10]では最も退職後の株式組入比率が高くなっている TDF であるが、同ファンドは終身年金が内蔵された保険商品であり、ファンドの運用資産額の最大値で終身年金の金額が固定されるという“ラチェット・アップ (ratchet up)”という仕組み⁵も組み込まれている特殊ファンドである。

同ファンドでは、終身年金の裏付けとなるファンドの運用資産が枯渇しても加入者の死亡時まで終身で固定された金額の年金が支払われるもので、退職後の株式組入比率の高低は加入者のリスクとはなっていない。

尚、特殊形態のファンドであるため、米国でもニューヨーク州など一部の州では加入できないファンドとなっている。

[図表 2-11] Great-West SecureFoundation® Funds の仕組み



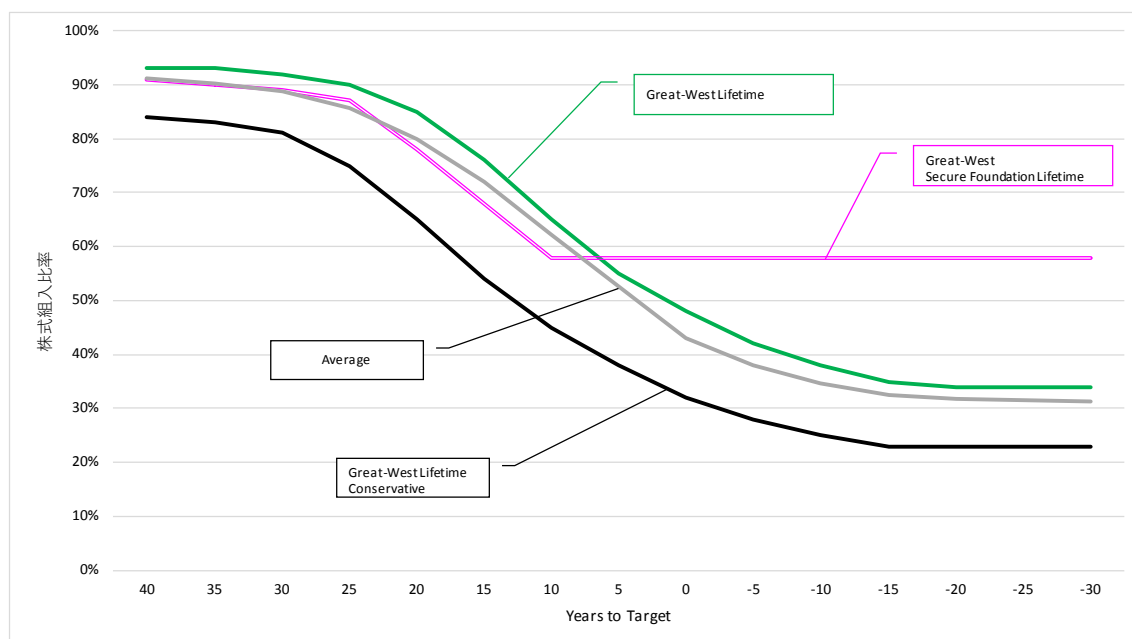
出所：Great-West Fund Inc.

また、Great-West 社の別の TDF シリーズである Great-West Lifetime Conservative は、株式組入比率が全般に低く、平均よりも早く株式組入比率が引き下げられていくタイプの TDF であるが、TDF シリーズの名称に示されている通り、Great-West 社の主力 TDF シリーズである Great-West Lifetime よりも低リスクの運用を望む加入者向けに設定されているものと考えられる。

米国の TDF シリーズとしては退職時の株式組入比率が著しく低い John Hancock Multi-Index Preservation、若年層での株式組入比率が著しく低い Invesco Balanced-Risk Retirement、逆に全般的に株式組入比率が高い Wells Fargo Dynamic Target はいずれも各社の主力の TDF シリーズとは異なるリスク水準を望む顧客向け商品となっている。

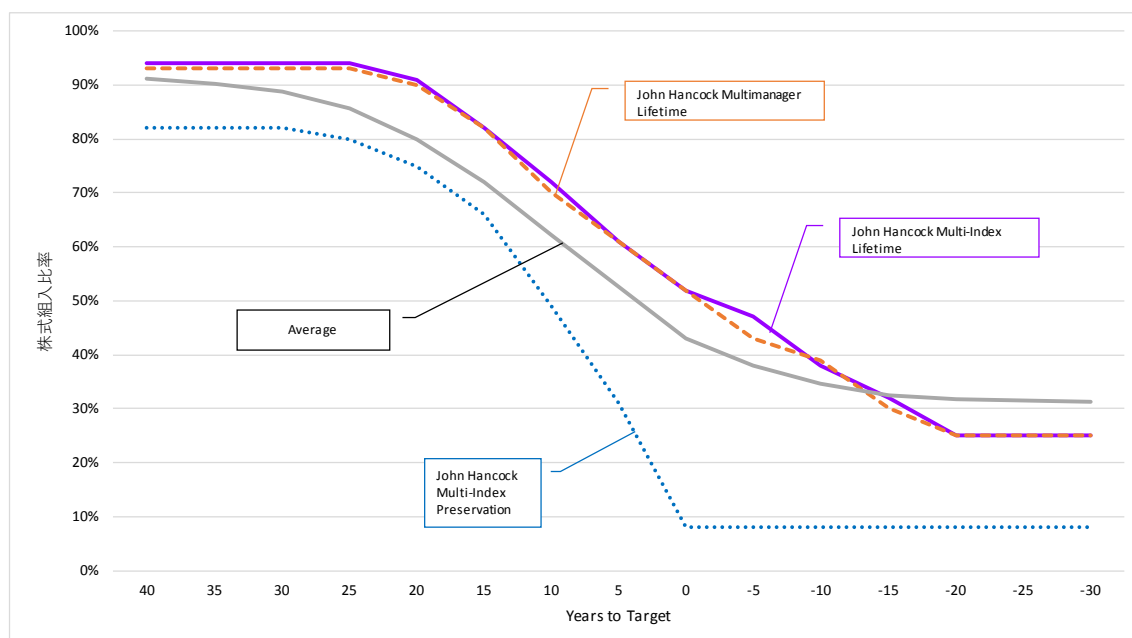
⁵ 退職時の 10 年前から退職日までの期間が終身年金の金額を決める“Accumulation Phase”となっている

〔図表 2-12〕 Great-West 社の TDF シリーズの Glide Path



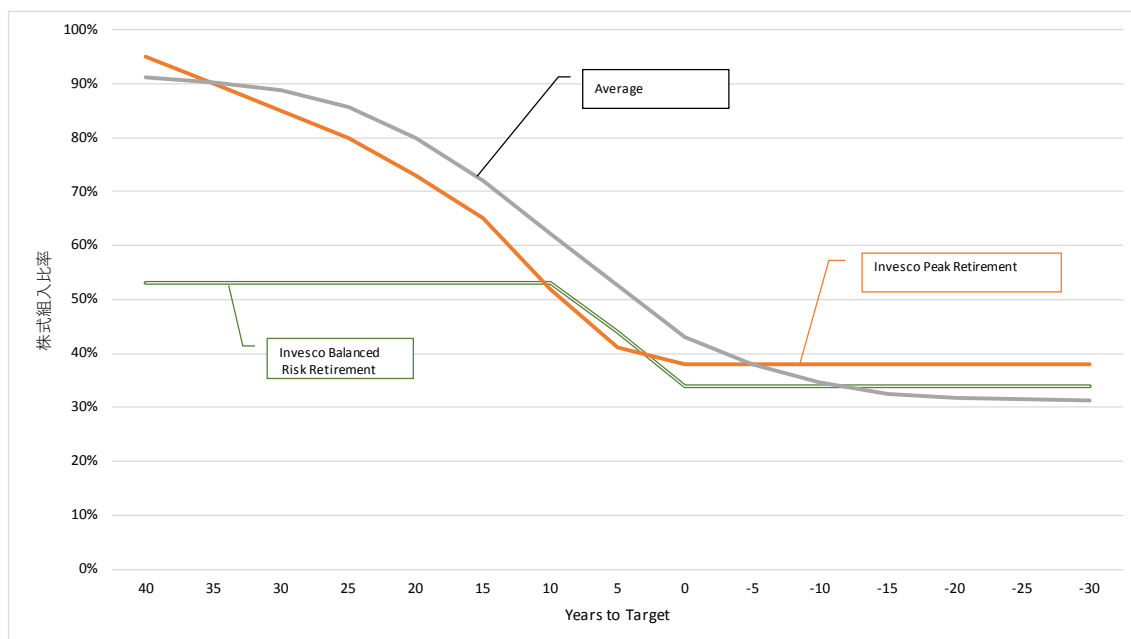
出所：Morningstar(2018)から年金シニアプラン総合研究機構作成

〔図表 2-13〕 John Hancock 社の TDF シリーズの Glide Path



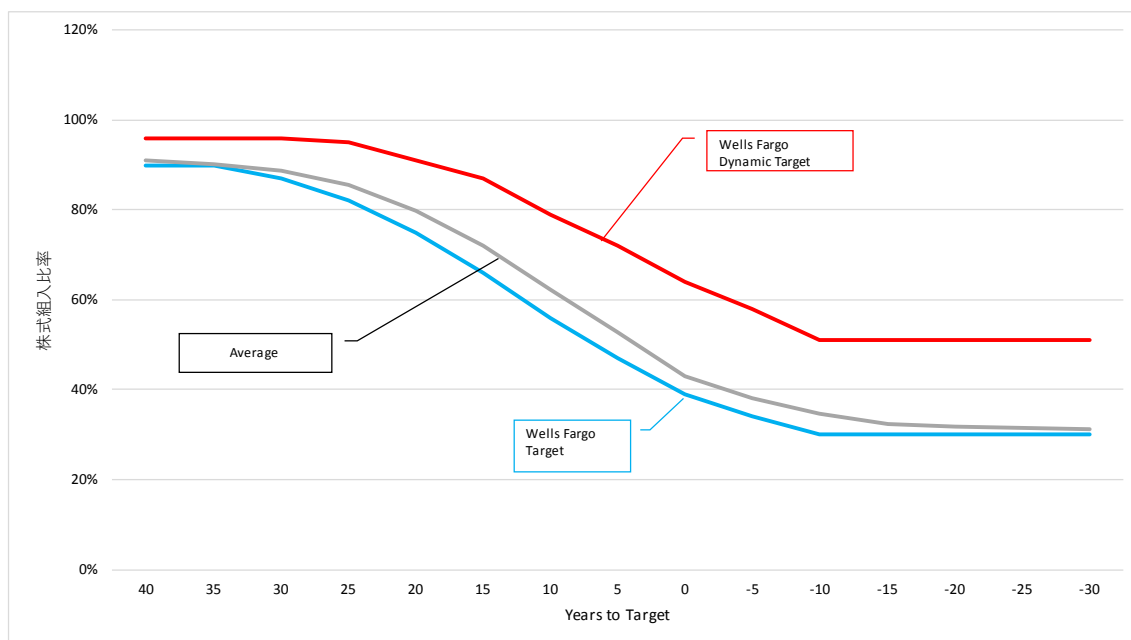
出所：Morningstar(2018)から年金シニアプラン総合研究機構作成

[図表 2-14] Invesco 社の TDF シリーズの Glide Path



出所：Morningstar(2018)から年金シニアプラン総合研究機構作成

[図表 2-15] Wells Fargo 社の TDF シリーズの Glide Path



出所：Morningstar(2018)から年金シニアプラン総合研究機構作成

3 TDF のパフォーマンス

カナダの大手銀行 RBC が作成している “Pooled Fund Survey” から、2018 年 6 月までのカナダにおけるターゲット・デット・ファンドのリターン（手数料控除前のグロスリターン）の状況を見ると[図表 2-16]のような状況となっている。

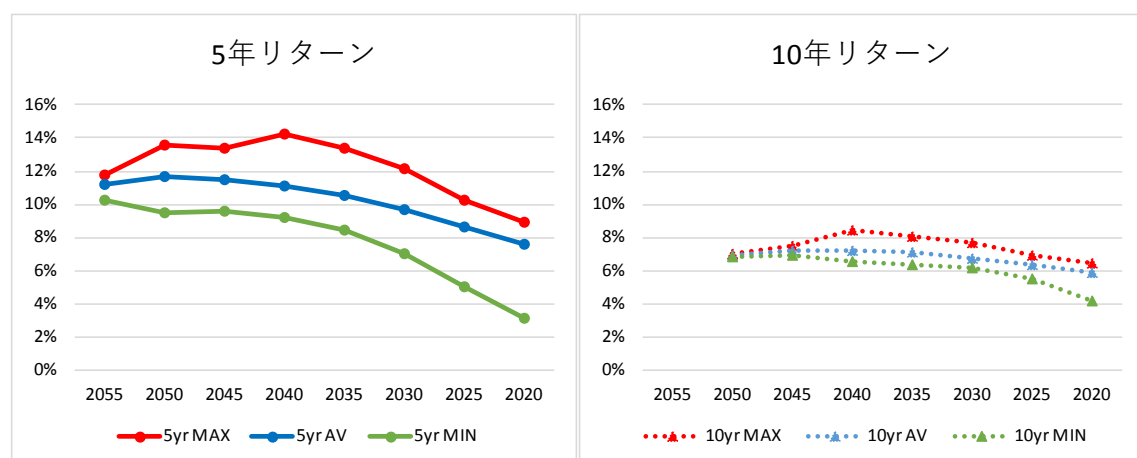
2018 年 6 月までの過去 5 年間は、カナダを含む世界の株式市場は総じて堅調だったため、当然のことながらアグレッシブな資産構成比率を持つ TDF シリーズのパフォーマンスは高く、保守的な資産構成比率を持つ TDF シリーズのパフォーマンスは低く出ている。

各ターゲット・デット別の最大と最小のパフォーマンスの格差は、2020 年が 5.76%、2025 年：5.18%、2030 年：5.18%、2035 年：4.94%、2040 年：5.11%、2045 年：3.80%とやや大きくなっている。

平均およびメディアン（中央値）のリターンは、ターゲット・デットまで遠い年限であるほど高くなっている。年限がターゲット・デットまで近い 2020 年や 2025 年では、早めにリスクを削減する Glide Path を持つシリーズがあるため、最低リターンの水準は平均を大きく下回っている。

[図表 2-16] カナダの TDF のパフォーマンス（2018 年 6 月まで）

2018/6	2055	2050	2045	2040	2035	2030	2025	2020
5yr MAX	11.80%	13.59%	13.37%	14.28%	13.36%	12.19%	10.23%	8.91%
5yr AV	11.19%	11.66%	11.44%	11.14%	10.52%	9.69%	8.63%	7.58%
5yr MIN	10.22%	9.47%	9.57%	9.17%	8.42%	7.01%	5.05%	3.15%
10yr MAX	-	7.00%	7.46%	8.42%	8.11%	7.65%	6.92%	6.41%
10yr AV	-	6.94%	7.23%	7.20%	7.14%	6.77%	6.38%	5.85%
10yr MIN	-	6.88%	6.92%	6.59%	6.38%	6.19%	5.55%	4.16%
5yrサンプル数	4	13	10	17	10	17	10	17
10yrサンプル数	0	2	3	10	6	10	6	10



出所：RBC から年金シニアプラン総合研究機構作成

2018 年 6 月までの 10 年間のリターンは、リーマンショック後の株価下落の時期が含まれるため、平均およびメディアンのリターンは 5 年間のリターンと比べて低下するが、リターンの水準としては、5.85%~7.23%と相応の水準は確保できている。

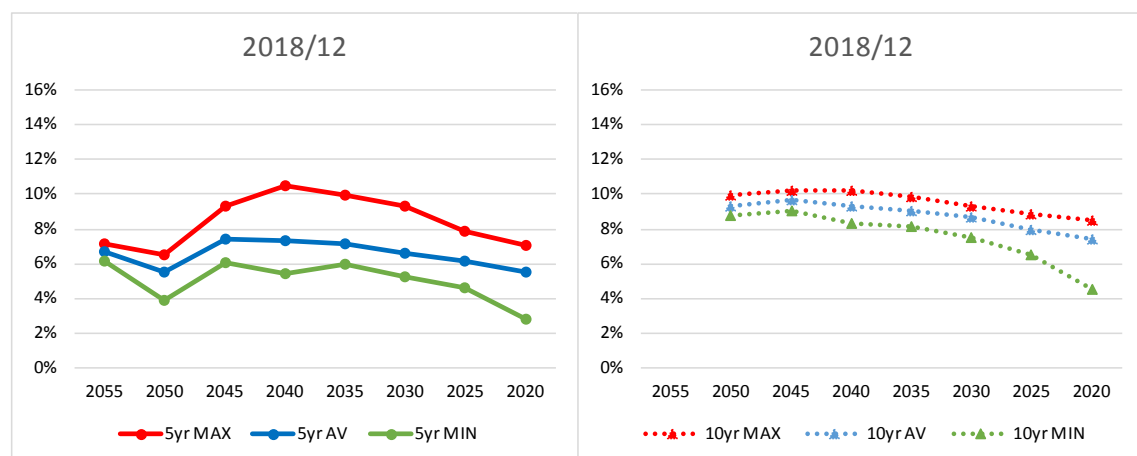
10 年間のリターンでは、相場下落局面と上昇局面の双方が含まれるため、各 TDF シリーズの資産構成比がアグレッシブであるか保守的であるかによる差異は薄まり、各ターゲット・デット別の最大と最小のパフォーマンスの格差は、2020 年が 2.25%、2025 年：1.37%、2030 年：1.46%、2035 年：1.73%、2040 年：1.83%、2045 年：0.54%と、5 年間のリターンと比較すると大きく狭まっている。

資産構成比や Glide Path がアグレッシブであるか保守的であるかに伴うパフォーマンス格差は、その後の相場状況によって決まるという常識的な結果となっている。

株式相場が大きく下落した 2018 年後半を含む 2018 年 12 月までのリターンはと[図表 2-17]のようになっているが、5 年間のリターンの水準が大きく低下する一方、10 年間ではリーマンショック後の株価下落の影響が消え大きく上昇している。また、相場の上昇時期と下落時期の双方が含まれることとなったため、5 年間のリターンの最大と最小のパフォーマンスの格差は縮小している。

[図表 2-17] カナダの TDF のパフォーマンス (2018 年 12 月まで)

2018/12	2055	2050	2045	2040	2035	2030	2025	2020
5yr MAX	7.15%	6.54%	9.30%	10.49%	9.97%	9.30%	7.90%	7.05%
5yr AV	6.69%	5.50%	7.42%	7.32%	7.12%	6.63%	6.17%	5.51%
5yr MIN	6.12%	3.85%	6.05%	5.46%	5.93%	5.27%	4.60%	2.82%
10yr MAX		9.97%	10.17%	10.19%	9.89%	9.29%	8.88%	8.52%
10yr AV		9.35%	9.68%	9.30%	9.04%	8.64%	7.97%	7.44%
10yr MIN		8.81%	9.07%	8.33%	8.15%	7.53%	6.51%	4.49%
5yrサンプル数	4	13	10	17	10	17	10	17
10yrサンプル数	0	3	5	10	6	10	6	10



出所：RBC から年金シニアプラン総合研究機構作成

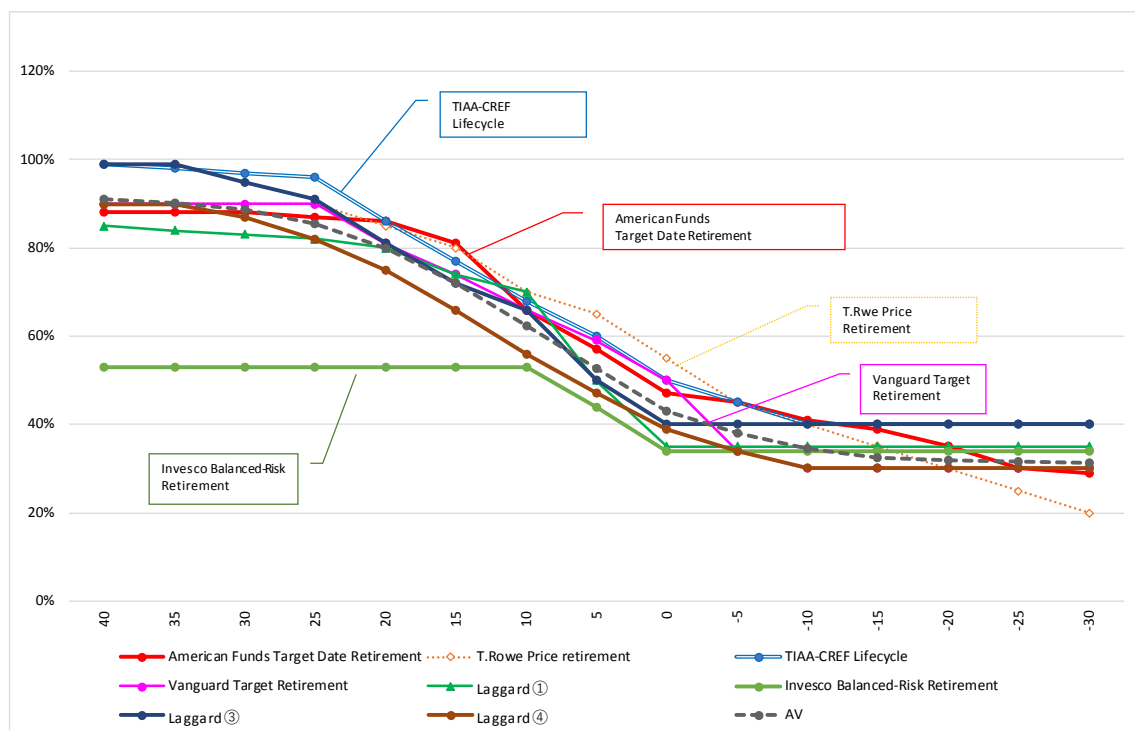
米国ではカナダよりも TDF シリーズの設定時期は早く、TDF シリーズの総数も多くなっている。

モーニングスター社のレポート⁶では、60 の TDF シリーズが分析対象となっているが、そのうち 22 の TDF シリーズは 2017 年 12 月末現在で 10 年間のトラック・レコードを持っている。

モーニングスター社のレポートには、パフォーマンスが持続的に上位（2017 年末まで 1 年、3 年、5 年、10 年のいずれにおいてもモーニングスター社の平均カテゴリー・ランクで上位 40%以内）の 4 つの TDF シリーズと、持続的に下位に位置する 4 つの TDF シリーズの名称が挙げられている。

[図表 2-18] パフォーマンス上位・下位の TDF シリーズの株式 Glide Path

	Average Category Rank				Years to Target / Equity Glide Path														
	1y	3y	5y	10y	40	35	30	25	20	15	10	5	0	-5	-10	-15	-20	-25	-30
American Funds Target Date Retirement	36	29	10	30	88%	88%	88%	87%	86%	81%	66%	57%	47%	45%	41%	39%	35%	30%	29%
T. Rowe Price Retirement	14	16	13	14	90%	90%	90%	90%	85%	80%	70%	65%	55%	45%	40%	35%	30%	25%	20%
TIAA-CREF Lifecycle	4	4	7	24	99%	98%	97%	96%	86%	77%	68%	60%	50%	45%	40%	40%	40%	40%	40%
Vanguard Target Retirement	35	32	16	18	90%	90%	90%	90%	81%	74%	66%	59%	50%	34%	30%	30%	30%	30%	30%
Laggard ①	78	95	74	74	85%	84%	83%	82%	80%	74%	70%	50%	35%	35%	35%	35%	35%	35%	35%
Invesco Balanced-Risk Retirement	98	93	98	94	53%	53%	53%	53%	53%	53%	44%	34%	34%	34%	34%	34%	34%	34%	34%
Laggard ③	65	73	75	75	99%	99%	95%	91%	81%	72%	66%	50%	40%	40%	40%	40%	40%	40%	40%
Laggard ④	91	86	81	69	90%	90%	87%	82%	75%	66%	56%	47%	39%	34%	30%	30%	30%	30%	30%



出所：Morningstar から年金シニアプラン総合研究機構作成

⁶ Morningstar(2018)、“2018 Target-Date Fund Landscape”

パフォーマンス上位・下位の TDF シリーズの株式 Glide Path の状況を[図表 2-18]に示している。

パフォーマンス上位の 4 つの TDF シリーズはいずれも平均よりも高い株式構成比率を持ち、退職年齢時点ではまだ相対的に株式構成比率が高く、退職年齢を越えてから株式構成比が最低水準に着地するタイプの Glide Path を持つ TDF シリーズであり、過去 10 年間の堅調な株式市場の恩恵を受けている。

ただし、パフォーマンス上位の 4 つの TDF シリーズは相場が大きく下落した 2008 年においてもパフォーマンス順位が極端に悪いわけではなく 2008～2017 年の 10 年間で、パフォーマンス順位が下位半分となった年は 1～2 回しかなく、安定的にパフォーマンスを出していることから見て、良好なパフォーマンスを Glide Path の形状のみに求めることはできないものと考えられる。

尚、米国では、リーマンショック後の株価下落局面を含む 10 年間のリターンでも、アグレッシブな資産構成比を持つ TDF シリーズの方がパフォーマンス上位を占めている。

パフォーマンス下位に位置する 4 つの TDF シリーズのうちの 1 つは、前節にも掲げた意図的に保守的な Glide Path が設定されている Invesco Balanced-Risk Retirement であり、相場環境が堅調な時期にパフォーマンスが下位に沈むのはある意味当然であるが、他の 3 つの TDF シリーズは、Glide Path としては若干保守的な傾向はあるもののさほど大きな差は無く、パフォーマンスの格差は Glide Path のみに起因するものではないものと考えられる。

尚、パフォーマンス上位の 4 つの TDF シリーズはいずれも 2017 年 12 月末現在 300 億ドル以上の運用資産残高を持つ人気の高い TDF シリーズとなっている。

[図表 2-19] 年別のパフォーマンス・ランク

	Average Category Rank									
	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
American Funds Target Date Retirement	42	47	85	24	27	5	19	17	49	36
T. Rowe Price Retirement	62	7	13	48	7	11	34	17	45	14
TIAA-CREF Lifecycle	49	74	30	39	7	11	60	5	47	4
Vanguard Target Retirement	12	76	35	17	42	25	9	35	30	35
Laggard ①	35	17	31	52	94	33	58	68	96	78
Invesco Balanced-Risk Retirement	34	80	66	3	92	95	37	93	5	98
Laggard ③	20	76	82	25	70	75	56	70	65	65
Laggard ④	12	71	47	27	85	74	66	70	57	91

出所：Morningstar から年金シニアプラン総合研究機構作成

また、パフォーマンス上位 4 シリーズのうち、Vanguard Target Retirement は、4～5 つのパッシブ・ファンドによるシンプルな資産クラス構成を持つ TDF シリーズであり、他

の3つのTDFシリーズは、自社運用の多彩なアクティブ・ファンド群に細かく分散投資されたファンドとなっている。TDFシリーズに組み入れるファンドのタイプや組入数では明確な優劣は見出せない状況となっている。

[図表 2-20] American Funds Target Date Retirement の組入ファンド構成比 (2019/1)

	2060	2055	2050	2045	2040	2035	2030	2025	2020	2015	2010
<Growth>	40.0%	40.0%	39.9%	39.9%	39.9%	35.8%	22.5%	15.4%	6.8%	1.0%	
AMCAP Fund *	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	6.2%	4.2%	3.7%	2.3%	0.4%	
EuroPacific Growth Fund *	4.0%	4.0%	4.0%	3.9%	4.0%	4.0%	3.0%	2.7%	0.6%		
The Growth Fund of America *	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	6.1%	4.2%	2.9%	1.4%	0.2%	
The New Economy Fund *	4.0%	4.0%	3.9%	4.0%	3.9%	3.1%	1.1%				
New Perspective Fund *	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	5.2%	4.7%	2.5%	0.4%	
New World Fund *	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	3.2%	1.4%	0.4%			
SMALLCAP World Fund *	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	6.2%	3.4%	1.0%			
<Growth-and-Income>	45.0%	44.9%	44.7%	40.8%	35.7%	34.5%	34.4%	30.4%	25.5%	24.4%	20.7%
American Mutual Fund *	8.0%	8.0%	8.0%	7.2%	6.2%	5.9%	5.9%	5.9%	5.9%	5.9%	5.1%
Capital World Growth and Income Fund *	7.0%	7.0%	6.9%	6.2%	5.1%	4.9%	4.9%	4.9%	4.1%	3.9%	3.9%
Fundamental Investors *	8.0%	8.0%	7.9%	7.2%	6.1%	5.9%	5.9%	5.1%	4.1%	3.9%	3.2%
International Growth and Income Fund SM	4.0%	4.0%	4.0%	3.9%	3.2%	3.0%	2.9%	2.1%	1.2%	0.9%	0.2%
The Investment Company of America *	9.0%	8.9%	8.9%	8.1%	7.1%	6.9%	6.9%	6.1%	5.1%	4.9%	4.1%
Washington Mutual Investors Fund SM	9.0%	9.0%	9.0%	8.2%	8.0%	7.9%	7.9%	6.3%	5.1%	4.9%	4.2%
<Equity-Income/Balanced>	10.0%	9.9%	10.1%	14.1%	19.1%	20.1%	19.9%	19.8%	23.5%	28.4%	29.7%
Capital Income Builder *				1.6%	3.6%	4.0%	4.0%	4.0%	7.8%	11.2%	11.9%
The Income Fund of America *				1.6%	3.6%	4.0%	4.0%	3.9%	7.7%	11.1%	11.9%
American Balanced Fund *	5.0%	4.9%	5.0%	5.8%	6.0%	6.0%	5.9%	5.9%	4.4%	3.2%	2.9%
American Funds Global Balanced Fund SM	5.0%	5.0%	5.1%	5.1%	5.9%	6.1%	6.0%	6.0%	3.6%	2.9%	3.0%
<Bond>	5.0%	5.2%	5.3%	5.2%	5.3%	9.6%	23.2%	34.4%	44.2%	46.2%	49.6%
American Funds Inflation Linked Bond Fund *						1.7%	3.7%	5.0%	6.8%	7.2%	7.1%
American Funds Mortgage Fund *							4.2%	5.2%	6.0%	6.2%	6.1%
American High-Income Trust *									4.0%	5.0%	4.9%
The Bond Fund of America *								4.2%	7.6%	8.2%	8.1%
Capital World Bond Fund *							4.2%	5.2%	5.2%	5.2%	5.1%
Intermediate Bond Fund of America *							3.4%	8.3%	9.2%	9.2%	13.1%
U.S. Government Securities Fund *	5.0%	5.2%	5.3%	5.2%	5.3%	7.9%	7.7%	6.5%	5.4%	5.2%	1.1%
Short-Term Bond Fund of America *											4.1%

出所：Capital Group から年金シニアプラン総合研究機構作成

[図表 2-21] T.Rowe Price Retirement の組入ファンド構成比 (2018/12)

	2060	2055	2050	2045	2040	2035	2030	2025	2020	2015	2010
<Equity Holdings>	87.7%	88.4%	88.4%	88.4%	84.3%	79.1%	72.3%	64.0%	55.3%	44.5%	38.5%
TRP Growth Stock	18.5%	18.9%	18.8%	18.8%	17.3%	14.8%	12.1%	8.7%	5.4%	2.8%	
TRP Value	18.2%	18.3%	18.3%	18.3%	16.8%	14.6%	11.9%	8.7%	5.4%	2.8%	
TRP Overseas Stock	8.1%	8.2%	8.2%	8.1%	7.8%	7.3%	6.8%	6.0%	5.2%	4.3%	3.6%
TRP International Value Equity	7.9%	7.9%	7.9%	7.9%	7.5%	7.1%	6.5%	5.8%	5.0%	4.2%	3.5%
TRP International Stock	7.3%	7.3%	7.4%	7.4%	7.0%	6.6%	6.1%	5.4%	4.7%	3.9%	3.3%
TRP Equity Index 500	6.3%	6.3%	6.4%	6.4%	7.3%	9.5%	11.4%	13.9%	16.3%	16.6%	18.8%
TRP Emerging Markets Stock	4.6%	4.7%	4.7%	4.7%	4.5%	4.2%	3.8%	3.4%	2.9%	2.4%	2.1%
TRP Mid-Cap Growth	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	3.8%	3.5%	3.2%	2.8%	2.5%	2.0%	1.7%
TRP Mid-Cap Value	3.6%	3.6%	3.6%	3.6%	3.5%	3.2%	2.9%	2.6%	2.2%	1.8%	1.5%
TRP New Horizons	2.6%	2.6%	2.5%	2.6%	2.5%	2.3%	2.1%	1.8%	1.6%	1.3%	1.1%
TRP Small-Cap Stock	2.4%	2.4%	2.4%	2.4%	2.3%	2.2%	2.0%	1.8%	1.5%	1.2%	1.0%
TRP Small-Cap Value	2.2%	2.2%	2.2%	2.2%	2.1%	2.0%	1.9%	1.7%	1.4%	1.2%	1.0%
TRP Real Assets	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	1.9%	1.8%	1.6%	1.4%	1.2%		0.9%
<Fixed Income Holdings>	11.8%	11.6%	11.5%	11.5%	15.3%	20.8%	26.8%	34.8%	43.4%	54.2%	61.3%
TRP New Income	5.4%	5.3%	5.3%	5.3%	7.0%	9.6%	11.8%	14.3%	16.6%	18.7%	20.6%
TRP US Treasury Long-Term	2.3%	2.2%	2.2%	2.2%	2.7%	3.1%	3.4%	3.7%	3.9%	4.0%	4.0%
TRP International Bond (USD Hgd)	1.6%	1.6%	1.6%	1.6%	2.2%	2.9%	3.5%	4.3%	5.0%	5.6%	6.1%
TRP Dynamic Global Bond	1.3%	1.3%	1.2%	1.2%	1.5%	2.1%	2.5%	3.1%	3.6%	4.1%	4.5%
TRP Emerging Markets Bond	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	1.2%	1.9%	2.6%	3.4%	4.2%	4.8%	5.3%
TRP Floating Rate	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.4%	0.6%				1.4%	1.5%
TRP High Yield 1.8	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.3%	0.6%	1.0%	1.4%	1.8%	2.2%	2.5%
TRP Limited Duration Infl Focused Bd Fd							2.0%	4.6%	8.3%	13.4%	16.8%

出所：T.Rowe Price から年金シニアプラン総合研究機構作成

[図表 2-22] Vanguard Target Retirement の組入ファンド構成比 (2018/12)

	2060	2055	2050	2045	2040	2035	2030	2025	2020	2015
Total Stock Market Idx Fund	54.1%	54.2%	54.2%	54.0%	50.6%	46.2%	41.7%	37.1%	31.6%	23.6%
Total Intl Stock Idx Fund	35.8%	35.8%	35.9%	36.0%	33.7%	30.7%	27.7%	24.8%	21.0%	15.7%
Total Bond Mkt II Inx Fund	7.0%	7.0%	6.9%	7.0%	11.0%	16.2%	21.4%	26.7%	29.1%	33.6%
Total Intl Bond Idx Fund	3.1%	3.0%	3.0%	3.0%	4.7%	6.9%	9.2%	11.4%	12.5%	14.5%
STerm Inf-Pro Sec Idx Fund									5.8%	12.6%

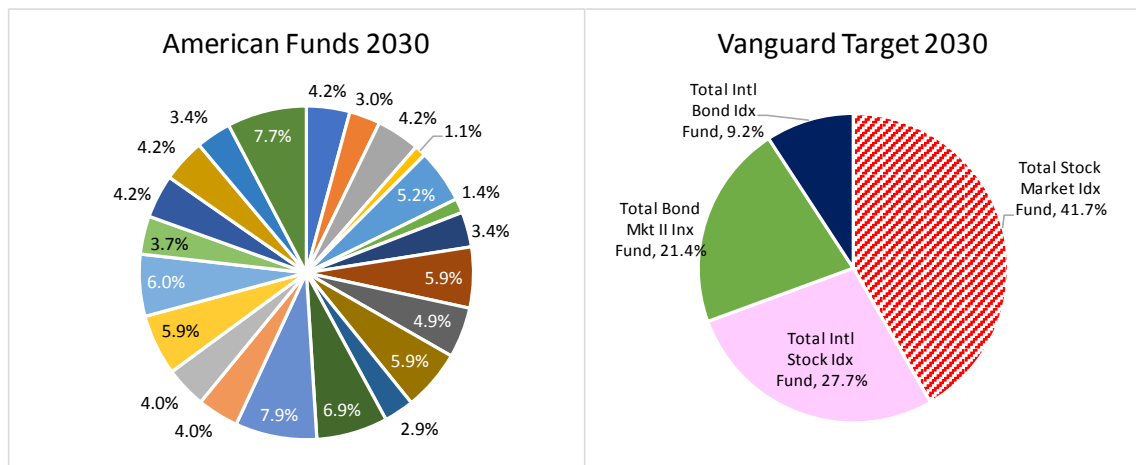
出所：Vanguard から年金シニアプラン総合研究機構作成

[図表 2-23] TIAA-CREF Lifecycle の組入ファンド構成比 (2019/1)

	2060	2055	2050	2045	2040	2035	2030	2025	2020	2015	2010
<Equity>	93.6%	92.9%	91.7%	90.5%	84.7%	76.5%	67.8%	59.3%	50.8%	44.6%	39.6%
TIAA-CREF Growth & Income Fund	13.7%	13.6%	13.4%	13.2%	12.3%	11.0%	9.7%	8.4%	7.1%	6.2%	5.5%
TIAA-CREF Large Cap Value Fund	12.2%	12.1%	11.9%	11.8%	10.9%	9.8%	8.6%	7.5%	6.4%	5.6%	4.9%
TIAA-CREF Large-Cap Growth Fund	12.1%	12.0%	11.9%	11.7%	10.9%	9.7%	8.6%	7.5%	6.3%	5.5%	4.9%
TIAA-CREF Quant Large-Cap Value Fund	10.7%	10.6%	10.4%	10.3%	9.6%	8.6%	7.6%	6.6%	5.6%	4.9%	4.3%
TIAA-CREF Quant Large-Cap Growth Fund	10.6%	10.5%	10.4%	10.2%	9.5%	8.5%	7.5%	6.5%	5.5%	4.8%	4.3%
TIAA-CREF Quant International Equity Fund	7.0%	6.9%	6.8%	6.7%	6.3%	5.6%	4.9%	4.2%	3.5%	3.0%	2.6%
TIAA-CREF International Equity Fund	6.0%	6.0%	5.9%	5.8%	5.4%	4.8%	4.3%	3.7%	3.1%	2.7%	2.4%
TIAA-CREF International Opportunities Fund	6.0%	6.0%	5.9%	5.8%	5.4%	4.9%	4.3%	3.7%	3.2%	2.8%	2.4%
TIAA-CREF Quant International Small-Cap Equity Fund	3.8%	3.8%	3.7%	3.7%	3.4%	3.1%	2.7%	2.3%	2.0%	1.7%	1.5%
TIAA-CREF Emerging Markets Equity Fund	5.1%	5.0%	5.0%	4.9%	4.6%	4.2%	3.7%	3.3%	2.8%	2.5%	2.2%
TIAA-CREF Emerging Markets Debt Fund	0.1%	0.2%	0.3%	0.4%	0.8%	1.2%	1.5%	1.7%	2.0%	2.1%	2.1%
TIAA-CREF Quant Small-Cap Equity Fund	3.6%	3.5%	3.5%	3.4%	3.2%	2.9%	2.5%	2.2%	1.9%	1.6%	1.4%
TIAA-CREF Quant Small	2.7%	2.7%	2.6%	2.6%	2.4%	2.2%	1.9%	1.7%	1.4%	1.2%	1.1%
<Property>	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%	4.6%	4.6%	4.6%
TIAA-CREF REAL PROPERTY FUND LP	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%	4.6%	4.6%	4.6%
<Bond>	1.2%	2.3%	3.4%	4.5%	10.5%	18.8%	27.3%	35.7%	44.4%	50.5%	55.4%
TIAA-CREF Bond Fund	0.6%	1.3%	1.9%	2.5%	5.9%	10.5%	13.6%	16.2%	18.8%	19.9%	20.5%
TIAA-CREF Bond Plus Fund	0.4%	0.8%	1.2%	1.6%	3.7%	6.5%	8.4%	10.0%	11.6%	12.4%	12.7%
TIAA-CREF Inflation Linked Bond Fund							1.4%	3.3%	5.3%	7.3%	9.3%
TIAA-CREF High Yield Fund	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.3%	0.8%	1.1%	1.3%	1.5%	1.7%	1.7%
TIAA-CREF International Bond Fund	0.1%	0.1%	0.2%	0.3%	0.6%	1.0%	1.4%	1.6%	1.9%	2.0%	2.0%
TIAA-CREF Short-Term Bond Fund							1.4%	3.3%	5.3%	7.2%	9.2%

出所：Nuveen から年金シニアプラン総合研究機構作成

[図表 2-24] 組入ファンド構成比の比較



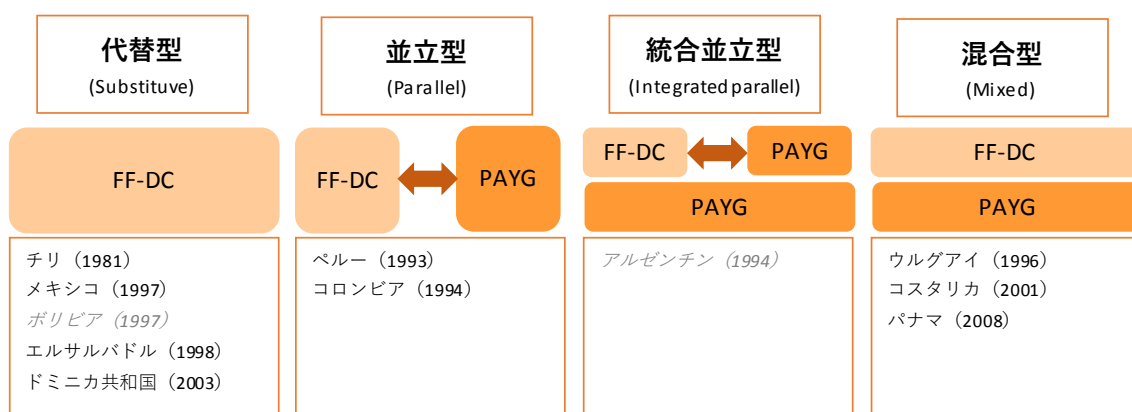
出所：Capital Group、Vanguard から年金シニアプラン総合研究機構作成

第 3 章 中南米の DC 年金

中南米諸国では、1981 年にチリにおいて公的機関が運営する賦課方式の確定給付型年金（pay-as-you-go defined benefit : PAYG-DB）を、民間の年金運用・管理会社が運営する個人勘定方式の確定拠出型年金（fully-funded defined contribution : FF-DC）へと切り替える年金改革が実地されたのを皮切りに、2000 年代初頭までに多くの国で個人勘定型 DC 年金の導入が行われている。

年金改革における個人勘定型 DC 年金の導入の仕方は様々であり、チリやメキシコのように従来の賦課方式の DB 年金を個人勘定型 DC 年金へと切り替える「代替型（Substitutive）」、ペルーやコロンビアで採用された賦課方式の DB 年金と個人勘定型 DC 年金額を加入者が選択可能な「並立型（Parallel）」、賦課方式の DB 年金に付加される形で個人勘定型 DC 年金が導入された「混合型（Mixed）」に大きくは分けられる。アルゼンチンの 1994 年の年金改革は並立型に区分されることが多いが、国連ラテンアメリカ・カリブ経済委員会（ECLAC）のレポート¹の区分に従い「統合並立型（Integrated parallel）」としている。

【図表 3-1】 中南米諸国における年金制度の第一次改革²



出所：国連ラテンアメリカ・カリブ経済委員会から年金シニアプラン総合研究機構作成

中南米諸国の個人勘定型 DC 年金では、加入者は複数の民間年金運用会社の中から 1 社を選択する形態が通常で、民間年金運用会社は加入者に対してバランス型の運用ファンドを提供している。

当初は各国とも民間年金運用会社は単一の運用ファンドの提供する形となっていたが、

¹ ECLAC(2017)、“Social Panorama of Latin America”

² 国名の後の（年）は制度切り替え年

2002年にチリがマルチ・ファンド化を行い、現在ではメキシコ、ペルー、コロンビア、ウルグアイの5か国がマルチ・ファンドの提供を行っている。

[図表 3-2] 中南米諸国の DC 年金

国名	制度開始年	マルチファンド化 開始年	ファンド数	運用資産残高(US\$ MLN)			運用会社数			株式組入上限	
				2008/9	2018/9	増加率	2007/12	2017/12	増減数	コンサハ [*]	アグレッシブ [*]
中南米											
チリ	1981	2002	5	92,329	204,020	121%	6	6	0	5%	80%
ペルー	1993	2005	4	17,975	47,717	165%	4	4	0	10%	80%
コロンビア	1994	2011	3	25,870	79,443	207%	6	4	-2	20%	70%
ウルグアイ	1996	2014	2	3,739	15,562	316%	4	4	0	0%	50%
ボリビア	1997	-	1	3,641	16,610	356%	2	2	0	NA	
メキシコ	1997	2005	4	81,534	184,913	127%	21	11	-10	10%	45%
エルサルバドル	1998	-	1	4,473	10,718	140%	2	2	0	5%	
コスタリカ	2000	-	1	1,592	9,687	508%	8	6	-2	10%	
パナマ	2000	-	1	562	731	30%	6	4	-2	NA	
ドミニカ共和国	2003	-	1	1,253	9,114	627%	7	5	-2	30%	

出所：各種資料から年金シニアプラン総合研究機構作成

2008年以降ラテンアメリカ諸国では「年金再改革（pension re-reform）」と呼ばれる再改革の波が生じており、第一次改革で個人勘定型 DC 年金へと切り替わった国の中では、アルゼンチンが 2008 年に個人勘定型 DC 年金を廃止し公的機関が運営する賦課方式の DB 年金制度に復帰、ボリビアが 2010 年に民間年金運用会社の国有化を行っている。

ただし、メキシコでは 1997 年の改革に含まれず賦課方式の DB 年金制度として残っていた公務員年金（ISSSTE）とメキシコ社会保険公社（IMSS）の職員年金が 2007～2008 年に個人勘定型 DC 年金に転換するなどしており、すべての年金再改革が揺り戻し方向の動きとは必ずしもなっていない。

尚、年金制度を大きく改変したアルゼンチンとボリビアにとどまらず、ブラジル等賦課方式の確定給付型年金制度を維持している国々を含め大半のラテンアメリカ諸国で、非拠出型の基礎年金の導入、年金受給資格条件の変更、退職年齢の引き上げ、拠出率の変更等の様々な変更の実施が見られている。

1 チリ

チリでは 1981 年に、政府が運営する賦課方式の DB 年金制度を政府機関である Superintendency of Pensions (SP) の監督の下で、民間の年金運用・管理会社である AFP (Administradoras de fondos de pensiones) が運営・管理を行う個人勘定型 DC 年金へと置き換える「代替型」と呼ばれる年金改革が実施され、1983 年 1 月 1 日以降に労働市場へ新規参入する労働者は強制加入、賦課方式の DB 年金への既加入者は任意加入となった。

尚、チリでは 2008 年に第二次年金改革が実施され、Solidarity Pension System (SPS) などが導入され、高齢者のセーフティネットの強化等が図られている。

2018 年 9 月現在の加入者数は 1,067 万人、運用資産残高は 2,040 億米ドルとなっている。

当初は AFP 各社は、それぞれ単一のバランス型ファンドを提供する形であったが、まず 2001 年に退職間近の加入者のための債券ファンドが作られ、2002 年にはリスク水準の異なる 5 つのバランス型ファンドを提供するマルチファンド化が実施されている。

5 つのファンドの投資規制は、Fondo A が株式上限 80%、外貨上限 100%、Fondo B が株式上限 60%、外貨上限 90%、Fondo C が株式上限 40%、外貨上限 5%、Fondo D が株式上限 20%、外貨上限 45%、Fondo E が株式上限 5%、外貨上限 35%となっており、同様の制度を持つ中南米諸国の中では比較的規制は緩いものとなっている。

デフォルトファンドは、35 歳以下の加入者が Fondo B (株式上限 60%)、男性 36-55 歳、女性 36-50 歳が Fondo C (株式上限 40%)、男性の 56 歳以上、女性の 51 歳以上が Fondo D (株式上限 20%) で、年齢に応じてリスク水準の低いファンドへと段階的にスイッチしていく方式がとられている。

[図表 3-3] デフォルト・ファンドと投資規制³

	デフォルト・ファンドとファンド投資規制			運用資産残高構成比			組入上限規制		
	男女35歳以下	男性36-55歳、 女性36-50歳	男性56歳以上、 女性51歳以上	2008/12	2012/3	2018/12	株式	不動産	外貨
A	○	×	×	16%	19.2%	14.5%	80%	10%	100%
B	★	○	×	19%	18.9%	16.2%	60%	8%	90%
C	○	★	○	44%	40.3%	35.7%	40%	6%	75%
D	○	○	★	13%	14.6%	17.1%	20%	5%	45%
E	○	○	○	8%	7.1%	16.4%	5%	5%	35%

出所：各種資料から年金シニアプラン総合研究機構作成

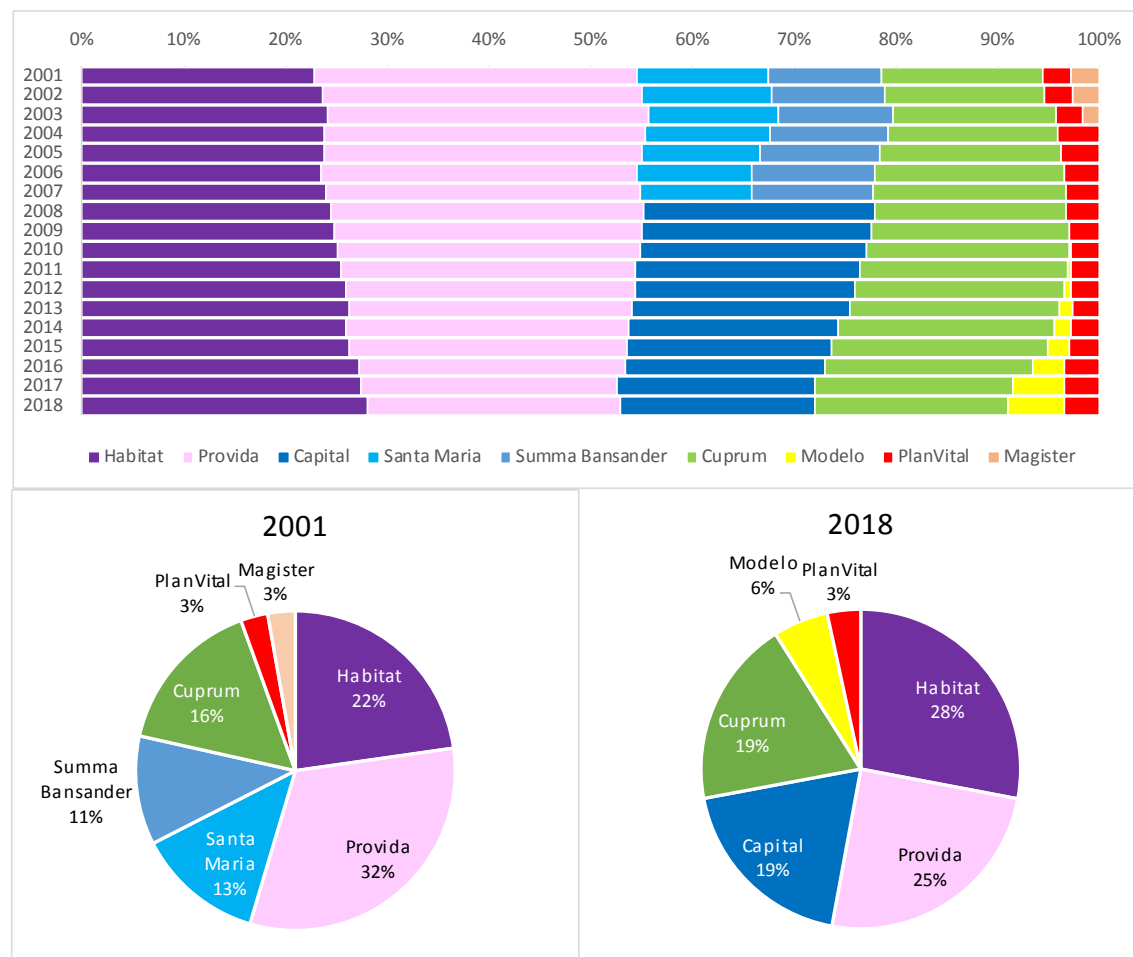
ファンドの選択には年齢による制限があり、最もリスクの高い Fondo A は 56 歳以上の男性と 51 歳以上の女性は選択不可、男性の 66 歳以上と女性の 61 歳以上は Fondo A と Fondo B は選択不可である。

チリの民間年金運用・管理会社である AFP は 1981 年の制度スタート時点では 12 社で、

³ ★：デフォルト・ファンド、○：選択可、×：選択不可

ピークとなった 1993 年には 22 社にまで増加したが、その後は撤退や合併が相次ぎ一時は 5 社にまで減少、AFP Modelo が 2010 年に新規参入したことにより 2018 年末現在は 6 社⁴となっている。

【図表 3-4】 運用会社別資産残高推移

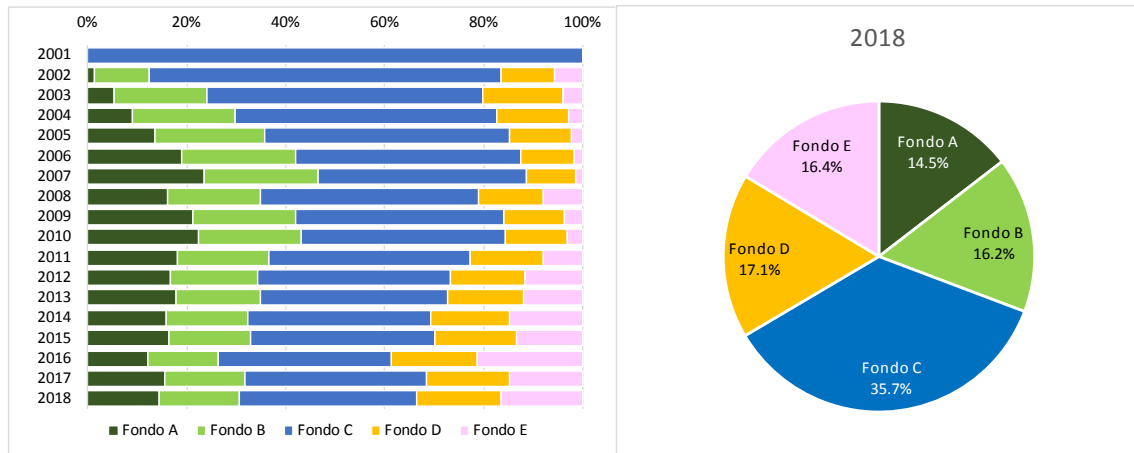


出所：Superintendencia de Pensiones から年金シニアプラン総合研究機構作成

DC 年金の加入者は AFP を選択可能であるが、個別の AFP の資産運用が他社と比べて大きく悪かった場合には、当該 AFP が最低利回りを保証する義務を負っている。5 種類のバランス型ファンド（A～E）のそれぞれにおいて、①過去 36 ヶ月のリターンが全 AFP 平均を Fondo A と B では $\Delta 4\%$ 、Fondo C～E では $\Delta 2\%$ を超えて下回った場合、あるいは、②過去 36 ヶ月のリターンが全 AFP 平均の半分以下となった場合には、平均リターンまでの保証を行う必要があるとされている。

⁴ 2018 年 10 月に AFP UNO が 7 社目の AFP 運用会社として認可されたとの報道が見られるが営業開始は確認できていない

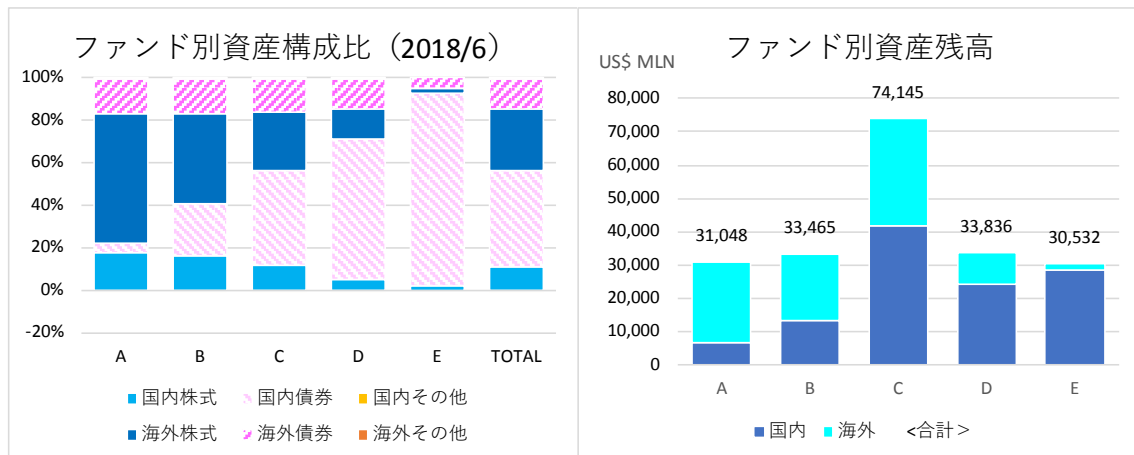
〔図表 3-5〕 ファンド別資産残高推移、構成比



出所：Superintendencia de Pensiones から年金シニアプラン総合研究機構作成

ファンド別の残高では、シングルファンド時代の承継ファンドで、男性 36-55 歳、女性 36-50 歳のデフォルト・ファンドともなっている **Fondo C** の残高が他の 4 ファンドの約 2 倍となっているが、デフォルト・ファンドにはなっていない **Fondo A** や **Fondo E** も相応の残高を持っている。

〔図表 3-6〕 ファンド別資産構成比



出所：Superintendencia de Pensiones から年金シニアプラン総合研究機構作成

チリでは AFP が徴求する DC 年金の手数料引き下げと AFP 間での競争推進を目指し、手数料の入札制度を 2010 年から開始している。同制度は 2 年毎に AFP による入札を実施し、最も低い手数料を提示した AFP に対して 2 年間の DC 年金の新規加入者のすべてを割り当てるとしたもので、顧客基盤の拡大を AFP へのインセンティブとして手数料率の引き

下げ競争を促そうというものであった。尚、入札で提示された手数料は新規加入者だけでなく、既存の加入者にも一律に適用することが求められている。また、新規加入者は 2 年経過後は自由に他の AFP へと乗り換え可能とされている。

2010 年に実施された第 1 回の入札では 4 社が入札に参加し、新規参入 AFP である AFP Modelo が 1.14% の手数料を提示し 2 年間の新規加入者を獲得した。手数料入札制度は、AFP への新規参入を容易にし、競争環境を作るという面では成果があった形となった。他社の入札レートは、AFP PlanVital が 1.19%、AFP Habitat が 1.21%、AFP Cuprum が 1.32% であった。

2012 年の 2 回目の入札は同年に認可を取得し新規参入を目指した AFP Regional を含む 3 社が入札したが、2010 年に続いて AFP Modelo が 0.77% の手数料で落札、他社の入札レートは、AFP PlanVital が 0.85%、AFP Regional が 1.04% であった。初回の入札には参加した AFP Habitat と AFP Cuprum も 2012 年の入札への参加を見送り、既に大きなシェアを持つ大手 4 社からの入札参加は 1 社も無い状況となった。大手 4 社は入札とは別個に手数料を段階的に引き下げることで加入者の流出を防ぐ方針を取ったと報道されている。

2014 年の入札参加社は AFP Modelo と AFP PlanVital の 2 社にとどまり、AFP Modelo の 0.72% に対して AFP PlanVital が 0.47% と従来との比較では大幅に低い手数料で落札した。2016 年の入札は 1 社入札となり AFP PlanVital が 2014 年に続き 0.41% で 2 年間の新規加入者を獲得した。

2014 年と 2016 年に 2 回続けて落札した AFP PlanVital は都合 4 年間の新規加入者を獲得したが、新規加入者は抛出額も少なく手数料の低さを起因する既存加入者の他の AFP からの乗り換えもほとんど見られなかった⁵ことから、入札に伴い大幅に引き下げた手数料率では収益性を維持できず業績の悪化を招いただけの状況となってしまうている。

2018 年の入札には入札参加者がゼロとなりチリ政府は新たな入札制度を検討中とされている。

⁵ 合計 4 年間の新規加入者をすべて獲得したが、運用残高シェアは 2013 年末の 2.7% から 2018 年末の 3.4% とほとんど変化は無かった

2 メキシコ

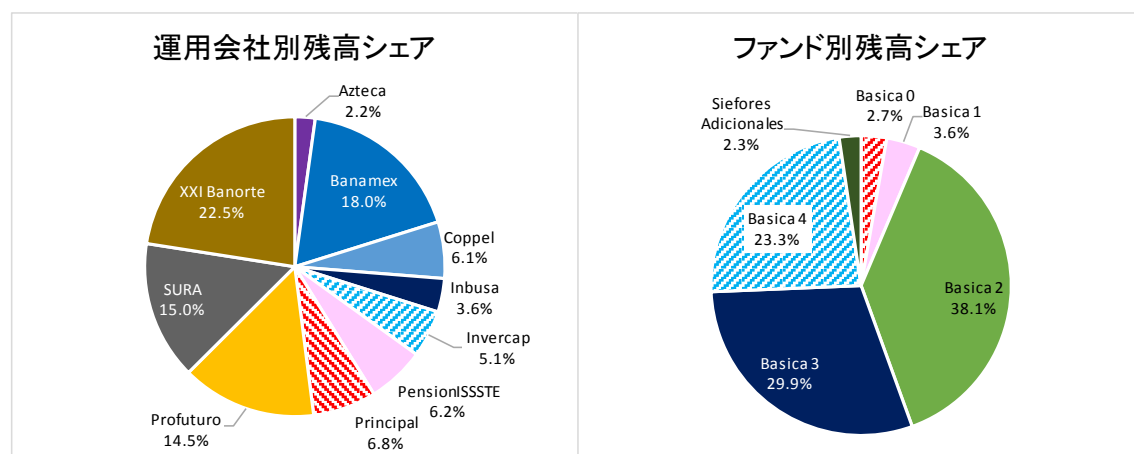
メキシコでは 1997 年に年金改革が実施され、民間セクターの労働者の年金制度が賦課方式の DB 年金から民間年金運用・管理会社である AFOREs が運営する個人勘定型 DC 年金へと切り替えられ、1997 年 7 月以降に労働市場に参入した新規労働者は DC 年金に強制加入となっている。チリと同様に「代替型」の年金改革である。

1997 年の年金改革には含まれず賦課方式の DB 年金として存続していた公務員年金（ISSSTE）とメキシコ社会保険公社（IMSS）の職員年金も、2008 年に個人勘定型 DC 年金へと切り替えられている。2007 年 4 月 1 日以降の新規雇用者は DC 年金に強制加入、46 歳未満の公的セクター労働者は DB 年金か DC 年金かを加入者が選択し、46 歳以上の公的セクター労働者は従来からの DB 年金が継続することとなった。公的セクター労働者の DC 年金は、移行後 3 年間は新規に設立された公的機関である PensionISSSTE が運用を担い、2012 年から公的セクター労働者も全 AFOREs への資産の移管が可能となった。

2018 年 9 月末現在の加入者数は 5,304 万人、運用資産残高は 1,849 億米ドルとなっている。

メキシコにおける民間年金運営機関（AFORE）の数は 2007 年には 21 社に上ったが、その後は買収や撤退が相次ぎ 2013 年には 11 社に減少、2018 年にメットライフが撤退したことにより現在は公的機関である PensionISSSTE を含め 10 社となった。

[図表 3-7] 運用資産額のシェア（2018/11）



出所：CONSAR から年金シニアプラン総合研究機構作成

メキシコでは 2005 年にマルチファンド化が実施され、SB1 と SB2 の 2 ファンドとなり、2008 年に 3 ファンド（SB3、SB4、SB5）が追加設定可能となり 5 ファンドとなった。民間年金運営機関（AFORE）は SB1 と SB2 の 2 ファンドの設定義務を負うが、SB3～SB5

についてはファンドの設定は任意とされていた。その後、最もリスク水準の高い SB5 は SB4 と統合される形で廃止となり、SB0 が追加されている、また、任意積立資金向けの Siefore Adicionales と呼ばれるファンドの設定も見られている。

デフォルト・ファンドは年齢別にファンドをスイッチしていく形態が取られており、36 歳以下が SB4（株式上限 45%）、37～45 歳が SB3（同 35%）、46～59 歳が SB2（同 30%）、60 歳以上が SB1（同 10%）と定められている。尚、SB5 が存在していた時期には、SB5 が 26 歳以下のデフォルト・ファンドに指定されていた。

また、加入者のファンド選択としては、デフォルト・ファンドよりも相対的にリスクの高いファンドの選択は認められていない。また、メキシコはファンドの投資規制の面でも保守的な傾向にあり、株式の組入上限比率等は徐々に引き上げられてきているものの、他のマルチファンド・システムを採用する中南米の国々と比較すると低い状況となっている。

[図表 3-8] デフォルト・ファンドと投資規制⁶

	デフォルト・ファンドとファンド投資規制				運用資産残高構成比		組入上限規制		
	36歳以下	37-45歳	46-59歳	60歳以上	2008/12	2018/11	株式	不動産	外貨
SB4	★	×	×	×	7%	23.3%	45%	10%	20%
SB3	○	★	×	×	30%	29.9%	35%	10%	20%
SB2	○	○	★	×	29%	38.1%	30%	10%	20%
SB1	○	○	○	★	23%	3.6%	10%	5%	20%
SB0	-	-	-	-	11%	5.0%	0%	0%	0%

出所：各種資料から年金シニアプラン総合研究機構作成

一方、メキシコは投資対象の拡大には積極的である。不動産やプライベート・エクイティに投資する金融商品である FIBRAs、証券化商品、コモディティ投資等が投資対象商品として順次認められてきている。

[図表 3-9] メキシコにおける投資対象の拡大

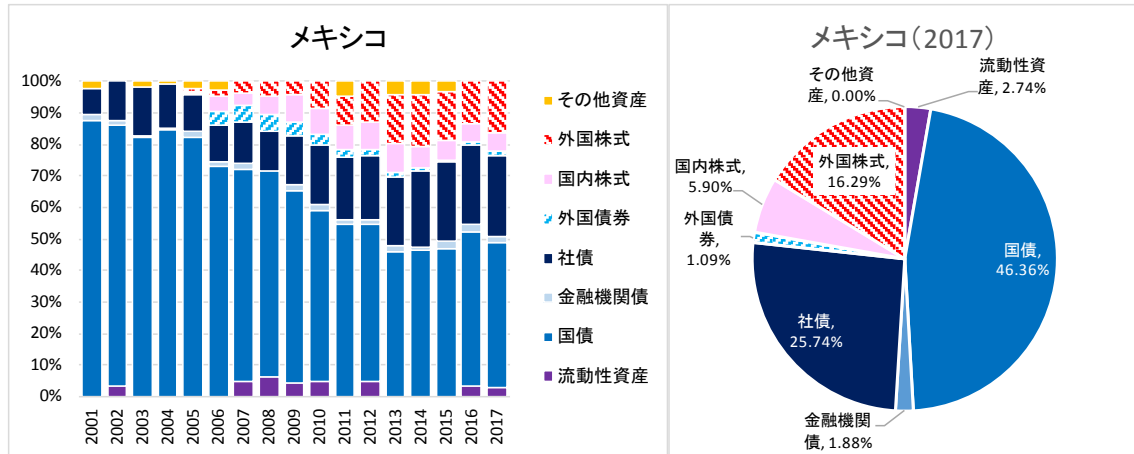
Asset Class	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Debt	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
Currencies	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
Listed Equity	×	×	×	×	×	×	×	×	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
Securitisation (ABS)	×	×	×	×	×	×	×	×	×	×	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
Commodities	×	×	×	×	×	×	×	×	×	×	×	×	×	×	✓	✓	✓	✓	✓	✓
REITs	×	×	×	×	×	×	×	×	×	×	×	×	×	×	×	×	✓	✓	✓	✓
Hedging tools	×	×	×	×	×	×	×	×	×	×	×	×	×	×	×	×	✓	✓	✓	✓
FIBRAs	FIBRA Generic	×	×	×	×	×	×	×	×	×	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
	FIBRA E	×	×	×	×	×	×	×	×	×	×	×	×	×	×	×	×	×	×	✓
SPV	CKDs	×	×	×	×	×	×	×	×	×	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
	CERPIs	×	×	×	×	×	×	×	×	×	×	×	×	×	×	×	×	×	×	✓

出所：CONSAR

⁶ ★：デフォルト・ファンド、○：選択可、×：選択不可

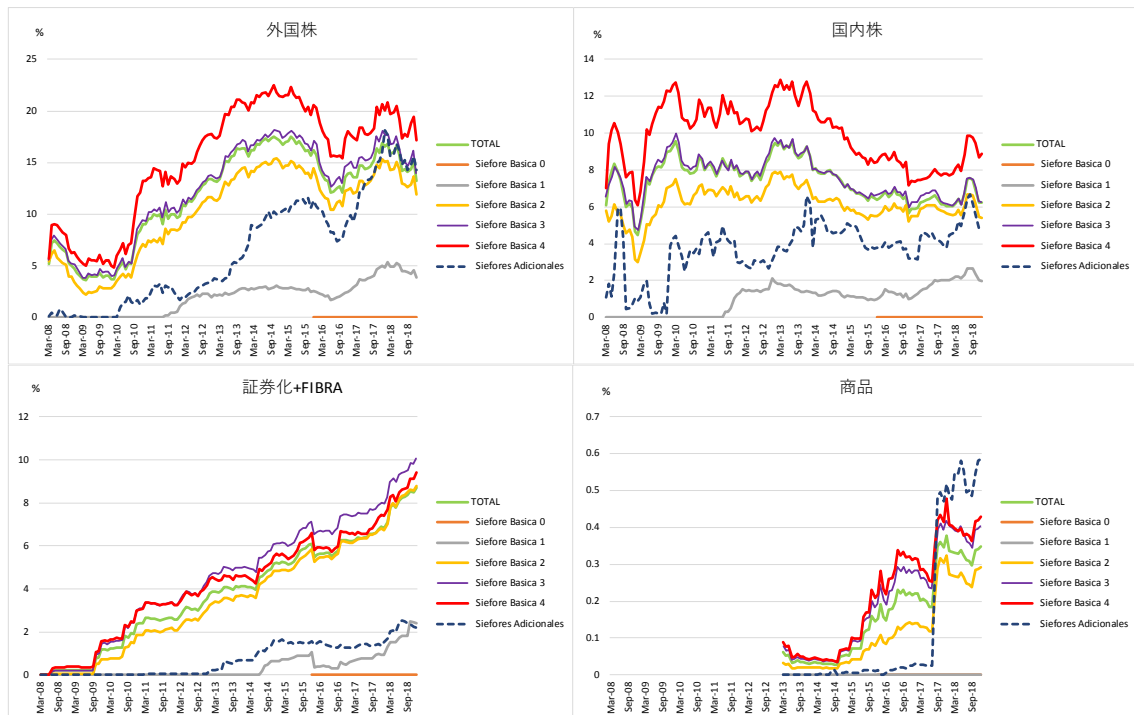
各 AFORE の実際の運用の状況を見ると外国株式の構成比率は 2010～2013 年に掛けて大きく上昇したもののその後は一時大きく構成比率を下がるなどしている。証券化商品や FIBRA、コモディティなどは比率は小さいものの上昇傾向が見られている。

〔図表 3-10〕 メキシコ DC 年金の資産構成比の変化



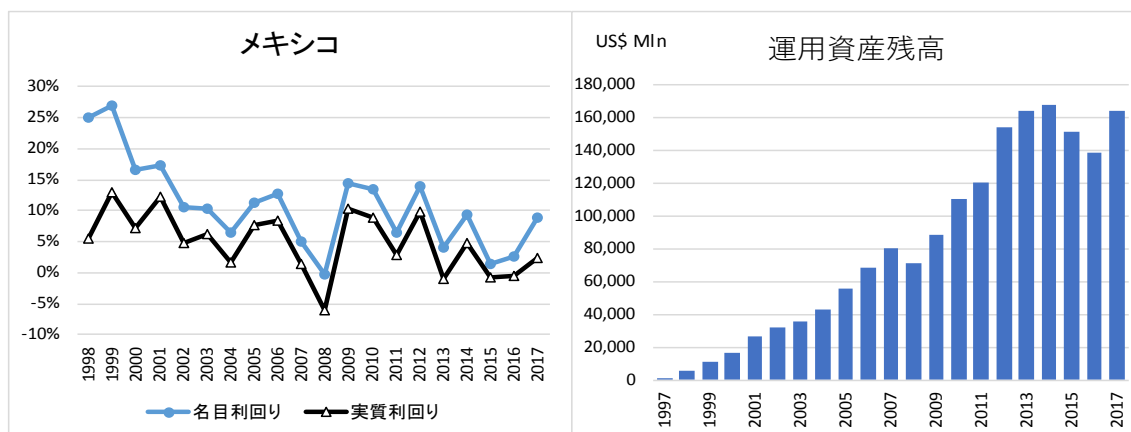
出所：FIAP から年金シニアプラン総合研究機構作成

〔図表 3-11〕 ファンド別の組入比率の推移



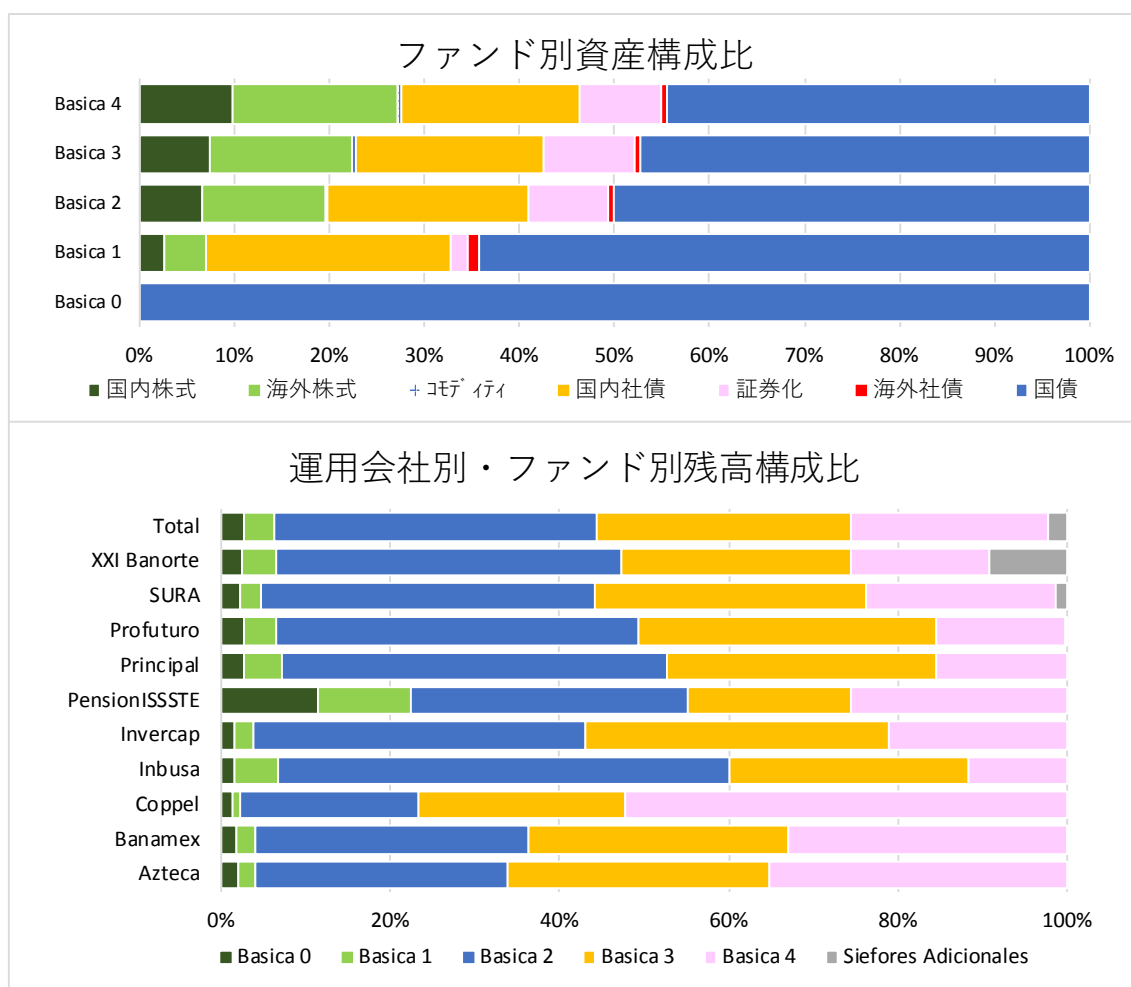
出所：CONSAR から年金シニアプラン総合研究機構作成

[図表 3-12] 運用利回りと資産残高推移



出所：FIAP から年金シニアプラン総合研究機構作成

[図表 3-13] ファンド別資産構成比（2018 年 11 月）



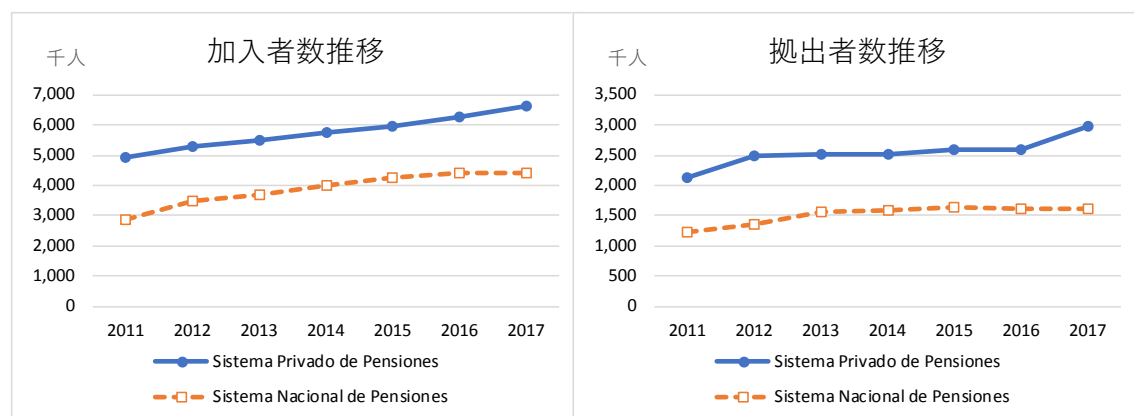
出所：CONSAR から年金シニアプラン総合研究機構作成

3 ペルー

ペルーでは 1993 年に個人勘定型の DC 年金が導入されている。ペルーではチリやメキシコのように賦課方式の政府 DB 年金を DC 年金が代替する形態ではなく、加入者が賦課方式の政府 DB 年金（National Pension System : SNP）と民間の年金運用会社が運営・管理する個人勘定型 DC 年金（Private Pension System : SPP）のどちらかを選択する「並立型」と呼ばれる制度となっている。尚、ペルーでは DB 年金か DC 年金かを加入者が選択後にシステムを移行することは、政府 DB 年金の SNP から個人勘定型 DC 年金の SPP への移行のみが認められており、DC 年金から DB 年金への変更は認められていない。

2018 年 9 月現在の SPP 加入者数は 691 万人、運用資産残高は 477 億米ドルとなっている。DB 年金と DC 年金の選択状況を見ると、2017 年末現在では、加入者数の 60%、拠出者数では 65%が DC 年金の加入者となっている。

[図表 3-14] SPP と SNP の加入者数・拠出者数の推移

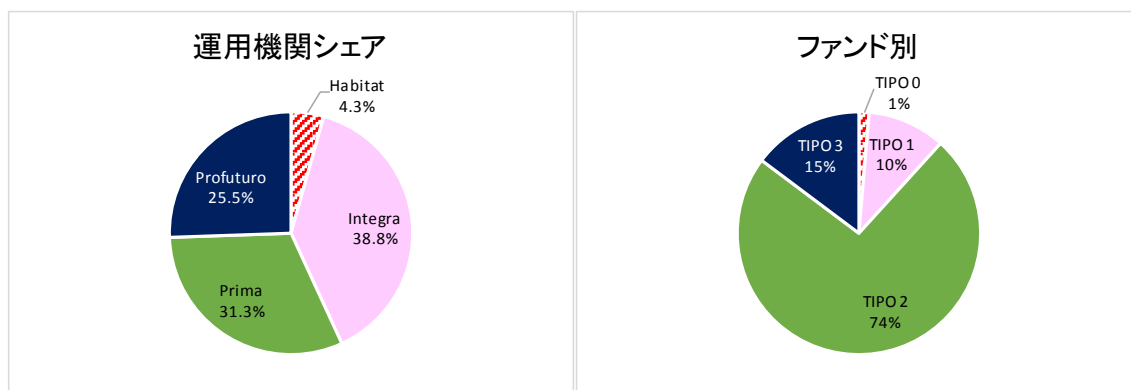


出所：SBS から年金シニアプラン総合研究機構作成

2017 年の拠出率は DB 年金が 13%、DC 年金が 12.97%となっている。DC 年金の 12.97%のうち 1.36%は傷害保険や遺族保険の保険料として保険会社に、1.61%は運営管理手数料として民間年金運営機関 Administradas de Fondos de Pensiones (AFP) に支払われるため、加入者の個人勘定への拠出率は 10%となっている。

ペルーにおける民間年金運営機関 Administradas de Fondos de Pensiones (AFP) の数は 8 社からスタートしたが、現在は 4 社にまで減少している。また、ペルーでは最小のシェアしか持っていないがチリでは最大のシェアを持つ AFP Habitat が、3 位の AFP Profuruto の株式取得を株主であるカナダのノバ・スコシア銀行との間で交渉中との報道も 2018 年には見られている。

[図表 3-15] 運用資産額のシェア (2018/07)

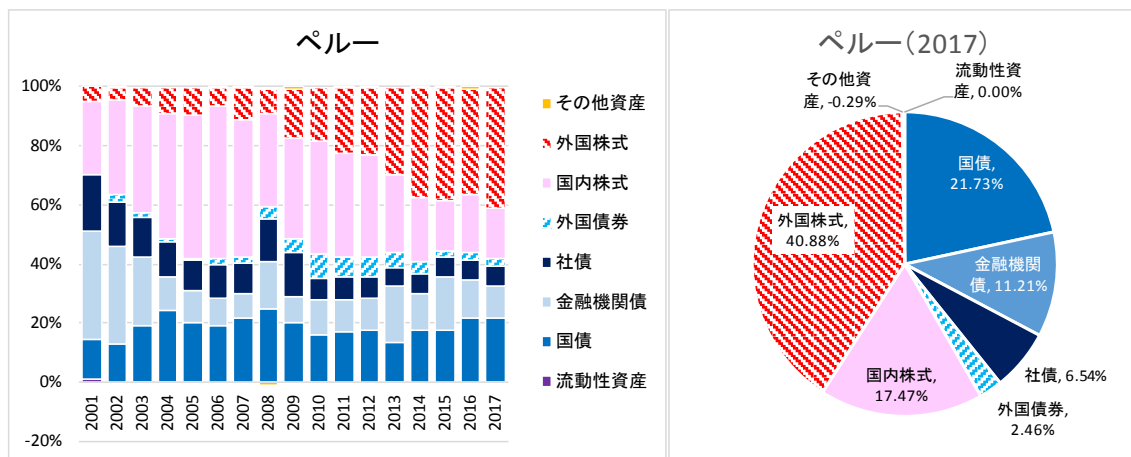


出所：SBS から年金シニアプラン総合研究機構作成

ペルーでは 2005 年にマルチファンド化が行われ (Tipo 1、2、3) の 3 ファンドとなり、その後退職者用の Tipo 0 が追加されている。

株式組入比率の上限比率は、Tipo 3 (Growth) が 80%、Tipo 2 (Balanced) が 45%、Tipo 1 (Conservative) が 10%、Tipo 0 が 0%となっている。海外投資の上限は 2009 年にそれまでの 10.5%から 30%へと引き上げられ、その後も徐々に上限引き上げが実施され 46%となっている。

[図表 3-16] ペルーDC 年金の資産構成比の変化



出所：FIAP から年金シニアプラン総合研究機構作成

ペルーの DC 年金は外国株式の比率が高いことが特徴となっている。前述のように海外投資の上限は徐々に引き上げられているが、各運用会社の外国株式の構成比率がその時点での上限に近づくにつれて段階的に引き上げが実施される状況にある。ペルーでは、自国

通貨であるペルー・ソル（PEN）⁷建てだけではなく米ドル建てでの終身年金の受け取りも認められているが、外国株式の比率の高さとの関連は不明である。

ファンド別の運用資産残高では 60 歳以下のデフォルト・ファンドとなっている Tipo 2（Balanced）が 74%と高い構成比となっているが、ファンドを選択している加入者の数で見るとさらに高く 91%が Tipo 2（Balanced）で占められている。

相対的にリスクの高い Tipo 3（Growth）は、運用資産残高では 15%を占めているが、加入者数の比率では 4%にとどまっている。Tipo 3 を選択している比率が加入者数でみて最も高いのは 41～45 歳の 6.8%で、退職年齢が近づくにつれリスクを落とす傾向はみられるものの、20 代では Tipo 3 ファンドの選択は 1%にも満たず、若年層がリスクを取るという形態とはなっていない。

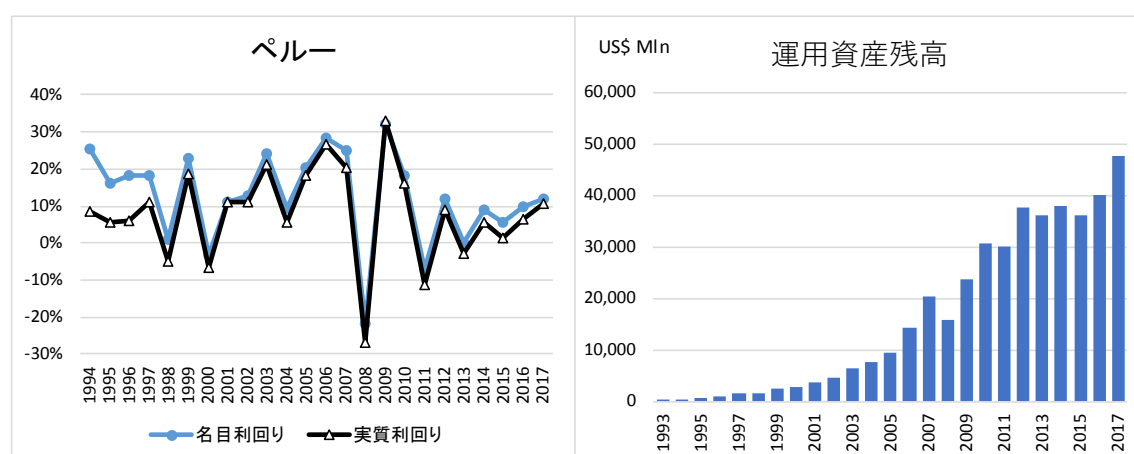
デフォルト・ファンドには、60 歳未満が Tipo 2（Balanced）、60 歳以上が Tipo 1（Conservative）が指定されており、60 歳以上の加入者は Tipo 3（Growth）の選択はできないとされている。

〔図表 3-17〕 デフォルト・ファンド⁸とファンド規制

	デフォルト・ファンドと ファンド投資規制		運用資産残高構成比		組入上限規制		
	60歳以下	61歳以上	2008/12	2018/7	株式	不動産	外貨
TIPO 3	○	×	17%	15%	80%	8%	46%
TIPO 2	★	○	74%	74%	45%	6%	46%
TIPO 1	○	★	9%	10%	10%	0%	46%
TIPO 0	-	-	-	1%	0%	0%	46%

出所：各種資料から年金シニアプラン総合研究機構作成

〔図表 3-18〕 運用利回りと資産残高推移

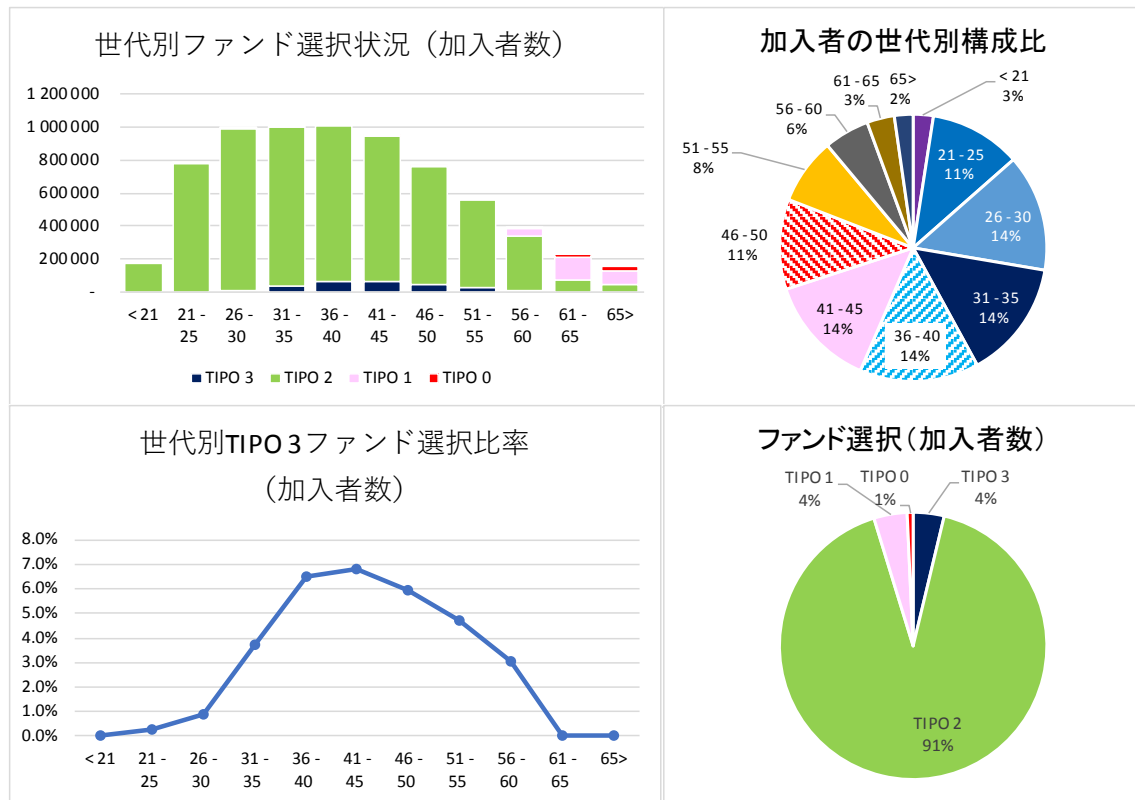


出所：FIAP から年金シニアプラン総合研究機構作成

⁷ 2015 年にヌエボ・ソル（nuevo sol）からソル（sol）に改称されている

⁸ ★：デフォルト・ファンド、○：選択可、×：選択不可

[図表 3-19] 加入者数別データ (2018 年 12 月)



出所：SBS から年金シニアプラン総合研究機構作成

ペルーでは 2012 年の年金改革で自営業者の強制加入（1973 年 8 月以降に出生し、月収 750PEN 以上の者）を強制加入とする法案が可決され、2014 年 8 月に施行されたが、反対運動が強く 9 月 16 日に同法の廃止法案が議会で可決され、自営業者への強制加入制度は 1 か月半で取り止めとなっている。同法が施行されていた 8 月 1 日から 9 月 15 日までの間における自営業者の年金選択状況は、4 万人弱が SPP（DC 年金）、約 6 万人が SNP（政府 DB 年金）だったと報道されている。強制加入の廃止に伴い、自営業者は加入継続か脱退による返金かを選択することとなった。

また、2016 年には SPP（DC 年金）から最大 95.5%を一時金として引き出し可能とする法案が成立している。「年金」としての機能を弱めるとして大統領が拒否権を行使したが、議会が再可決を行い法案は成立している。

ペルーでは、2012 年から AFP 各社の手数料による入札制度が導入されている。入札は 2 年毎に実施され、最低の手数料水準を提示した AFP が向こう 2 年間の新規加入者をすべて獲得するというチリと同様の制度で、2012 年と 2014 年は AFP Habitat が、2016 年は AFP Prima が、2018 年は AFP Integra がそれぞれ落札している。

4 コロンビア

コロンビアでは 1994 年に年金改革が実施され、従来 1,000 を超える賦課方式の DB 年金に分立していた年金制度が、Colombian General Pension System (GPS) へと変更されている。

GPS はペルーと同様の並立型の年金制度で、①賦課方式の DB 年金である Régimen de Prima Media (RPM) と、民間の年金運営機関 (Administradas de Fondos de Pensiones : AFP) が運営する個人勘定型 DC 年金である Régimen de Ahorro Individual con Solidaridad (RAIS) のいずれかを加入者が選択する仕組みとなっている。

コロンビアでは、加入者は法定退職年齢の 10 年前までの期間であれば、5 年毎に DC 年金から DB 年金、DB 年金から DC 年金へと双方向にスイッチ可能な制度となっている。

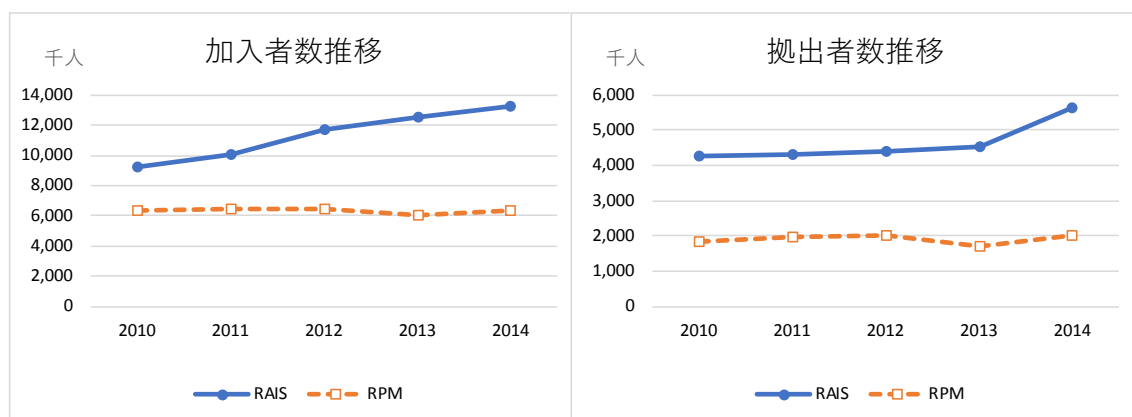
DB 年金と DC 年金を併せた GPS の対象者は、民間および公的セクター被用者、家事労働者、自営業者と幅広く、当初の年金改革では除外対象となっていた国営石油会社エコペトル (Ecopetrol) 社の職員も 2003 年 1 月以降は対象となっている。

拠出率は給与の 16% (雇用者 12%、加入者 4%) で、自営業者の場合は加入者 16%とされている。また、最低賃金の 4 倍以上の給与を得ている加入者は Solidarity Fund への 1%～2%の拠出が求められている。

16%の拠出率のうち 3%は障害及び遺族年金保険料と AFP の管理手数料に、1.5%は最低年金保証基金 (Minimum Pension Guarantee Fund) に充てられ、個人勘定への拠出率は 11.5%となっている。

2018 年 9 月現在の RAIS への加入者数は 1,534 万人、運用資産残高は 384 億米ドルとなっている。

[図表 3-20] RAIS と RPM の加入者数・拠出者数の推移



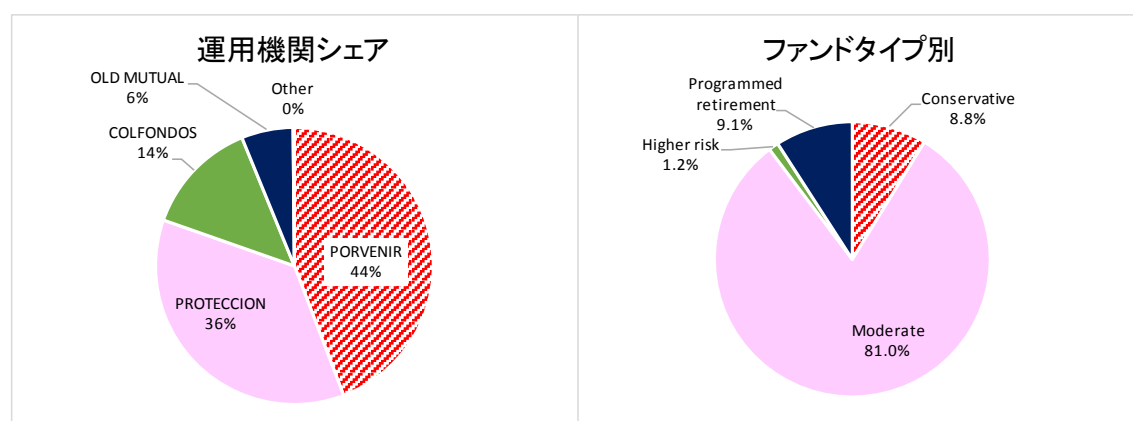
出所：DNP から年金シニアプラン総合研究機構作成

2014 年のデータとなるが、DB 年金と DC 年金の選択状況を見ると、加入者数では DC 年金が 68%、拠出者数では 74%となっている。2016 年の OECD のレポート⁹によると、35 歳未満では DC 年金の加入者が約 90%と高く、35～49 歳では 65%であるが、50 歳以上では 30%とされている。1994 年時点で男性 40 歳・女性 35 歳以または旧年金の加入歴 15 年以上の加入者は旧来の年金制度（賦課方式の政府 DB 年金）に残留可能であったことも影響していると考えられるが、DC 年金の加入者は若年層に厚い状況となっている。

コロンビアでは 1995 年には 9 社の AFP が存在していたが 2000 年までに 6 社に減少、2012 年に ING が Proteccion に、2013 年に Horizorte が Porvenir に買収されたことから AFP の数は 4 社にまで減少、Porvenir と Proteccion の 2 社が圧倒的なシェアを築いており、AFP 間の競争は限定的なものとなっている。

また、DB 年金を管理していた ISS は、財政及び複雑な構造上の問題から廃止され、2012 年に新たに設立された国有会社の Colpensiones に引き継がれている。

〔図表 3-21〕 運用資産額のシェア（2018/10）



出所：Superintendencia Financiera de Colombia から年金シニアプラン総合研究機構作成

コロンビアでは当初はシングル・ファンドでの運用で、加入者に運用商品選択の余地はなかったが、2011 年にマルチファンド化が実施されている。AFP 各社は、コンサバティブ (Conservador)、モデレート (Moderado)、ハイリスク (Mayor Riesgo) という 3 つのリスク／リターン特性の異なるバランス型ファンドと退職引出プログラム・ファンド (Retiro Programado) をそれぞれ提供している。

ファンド残高は、シングルファンドの承継ファンドで男性 57 歳、女性 52 歳までの加入者のデフォルト・ファンドでもあるモデレート・ファンドに集中 (81.0%) している。ハイリスク・ファンドの残高比率は 1.2%と小さい。

モデレートとハイリスクに投資していた場合、男性が 55 歳、女性 50 歳に到達すると、毎年残高の 20%ずつがコンサバティブへと振り替えられる仕組みが取られている。

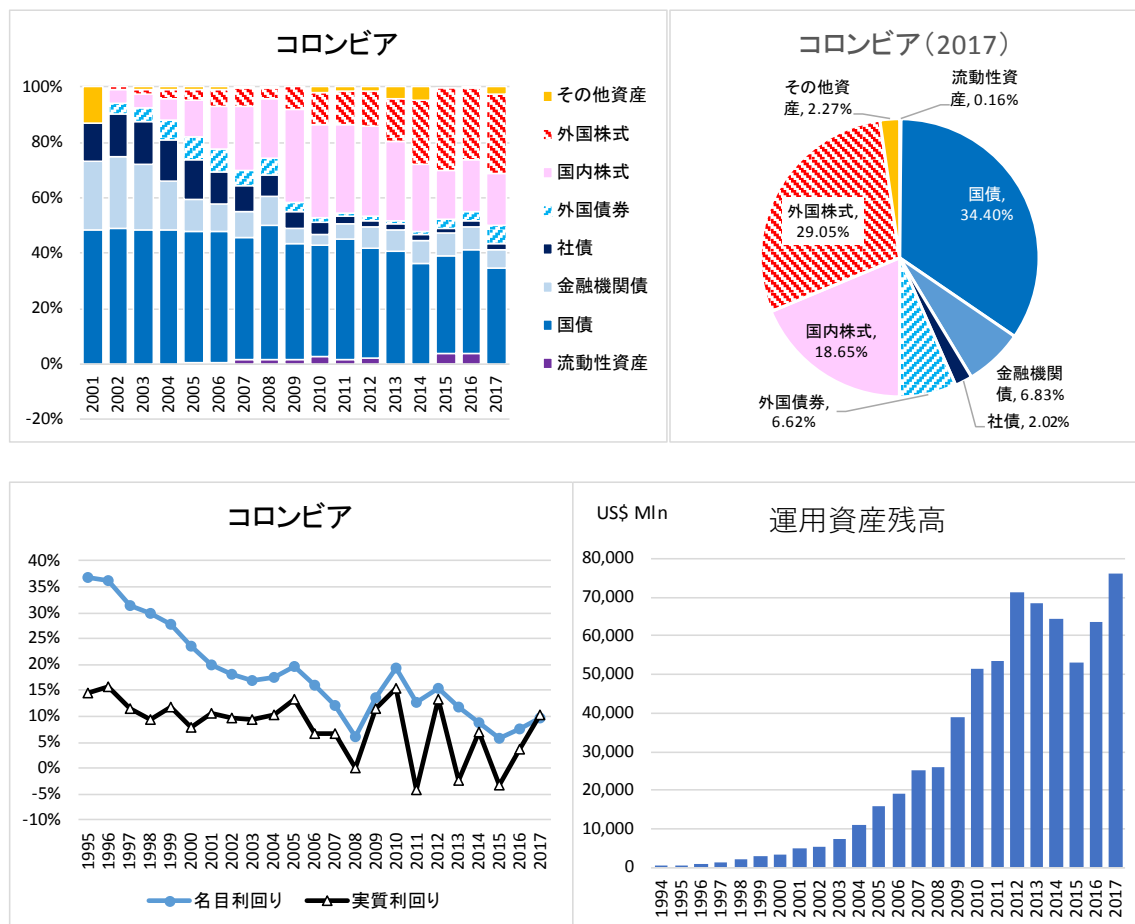
⁹ OECD(2016)、“Colombia : Assessment of the Regulatory Framework of Private Pension”

[図表 3-22] デフォルト・ファンド¹⁰とファンド規制

	デフォルト・ファンドと ファンド投資規制		運用資産残高 構成比	組入上限規制		
	男性54歳、 女性49歳以下	男性55歳、 女性50歳以上		株式	不動産	外貨
Riskiest	○	↓ (20%)	1.2%	70%	25%	70%
Moderate	★	↓ (20%)	81.0%	45%	20%	60%
Conservative	○	★	8.8%	25%	0%	40%
Programed Retirement	-	-	9.1%	0%	0%	46%

出所：各種資料から年金シニアプラン総合研究機構作成

[図表 3-23] コロンビア DC 年金の資産構成比、リターン、運用資産残高



出所：FIAP から年金シニアプラン総合研究機構作成

¹⁰ ★：デフォルト・ファンド、○：選択可、↓(20%)：毎年残高の20%ずつをコンサーバティブに振り替え

第4章 中東欧諸国の DC 年金

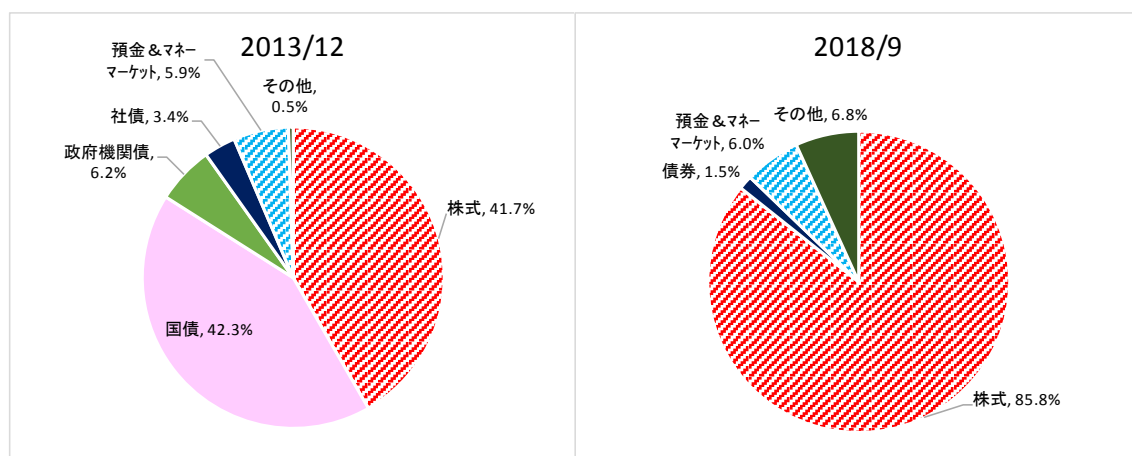
1 ポーランド

ポーランドの Open Pension Fund (OFE) は、1999 年の年金改革で創設された強制加入の個人勘定型確定拠出 (DC) 型年金であったが、2011～2014 年に実施された年金制度の大幅な変更により、強制加入から任意加入への変更、拠出率の引き下げ、賦課方式の公的年金への資産の強制移管等が行われた結果、加入者数・運用残高ともに減少傾向をたどっている。

尚、ポーランド政府は 2018 年現在、新たな強制加入の確定拠出 (DC) 型年金制度である従業員キャピタル・プラン (Employees' Capital Pension Scheme : PPK) の導入を目指している。

OPE の株式組入比率は 2018 年 9 月末現在 85.8% と極めて高い状況にあるが、2011～2014 年に実施された年金制度の大幅変更の余波を受けた特殊要因に基づくものであり、加入者の運用商品選択の結果としてのものではない。

【図表 4-1】 ポーランド OFE の資産構成比の変化



出所：KNF、ZUS 他から年金シニアプラン総合研究機構作成

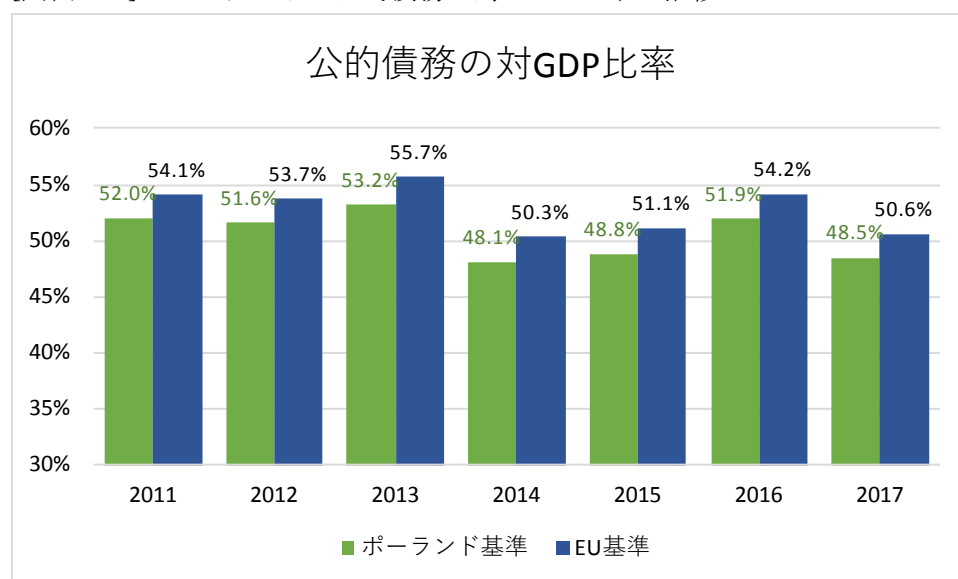
2014 年にポーランド政府は、OFE において国債等に投資されている総資産の 51.5% (約 1,500 億ポーランドズロチ[PLN]) の資産を賦課方式で運営されている国家年金を管理する Social Insurance Institute (ZUS) へと強制的に移管するとともに、OFE の運用会社に対して国債 (米国債等外国国債を含む) への投資を禁止し、国内株式への組入比率を 75% 以上とさせる運用規制を課している。

2013 年の 12 月における OFE の資産残高は 2,990 億 PLN であったが、51.5%の資産が ZUS に強制移管されたため残高は急減し、2018 年 9 月末でも 1,631 億 PLN と大幅な回復は見られていない。また、OFE への加入者は 2013 年の 12 月の 1,630 万人から 1,595 万人へと減少している。

ポーランド政府が資産の強制移管という強引な手法を取ったのは、憲法に定められた財政健全化のための制限（一般政府債務残高の対 GDP 比 60%上限）及び財政法に定められた財政緊縮・是正手続きの発動基準（同 55%）をクリアしつつ歳出拡大を図るために、OFE が保有する国債を政府機関である ZUS に移管することで、法令に基づく計算上のネット政府債務残高を圧縮することを目的としたものとみなされている。

OFE が保有する国債を ZUS へと移管した効果もあり、一般政府債務残高の対 GDP 比率は 2013 年度にポーランド基準で 53.2%（EU 基準で 55.7%）であったものが、2014 年度には 48.1%（同 50.3%）へと低下し、財政の柔軟性を確保することに成功している。

[図表 4-2] ポーランドの公的債務の対 GDP 比率の推移



出所：ポーランド政府から年金シニアプラン総合研究機構作成

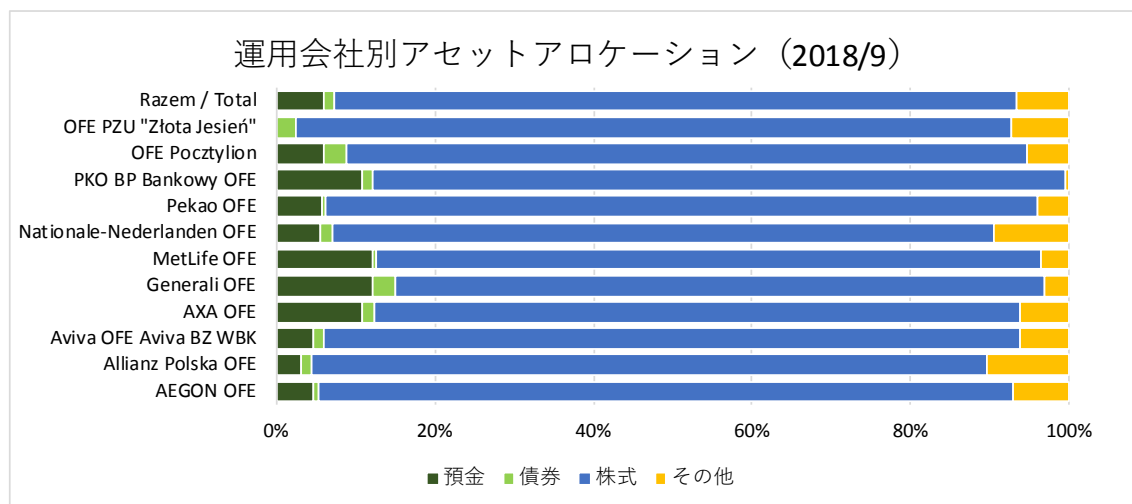
年金運用会社に国内株式の組入比率を 75%以上に保つことを規制上求めたのは、OFE が国内株式市場の時価総額の約 3 割を保有する巨大機関投資家であったため、国債を中心とした 51.5%の資産を強制移管され半分以上となった運用資産で、OFE がポートフォリオの資産構成を元に戻すためのリバランスを実施すると多額の株式売却が必要となり、需給の悪化からポーランド株式市場が暴落する恐れがあったためと考えられる。

資産の強制移管前の OFE の資産構成比では、株式組入比率は 4 割強という水準であったが、国内株式比率を 75%以上とすることを規制で強制したこともあり、OFE の資産構成比率は退職年齢に近い加入者もリスクの高い資産運用をせざるを得ない状況となることもあ

り、ポーランド政府は、標準退職年齢の 10 年前に達した加入者の OFE 資産を ZUS へと強制的に移管する制度を設けている。

資産残高の大きな退職間際の加入者が、標準退職年齢の 10 年前以降 OFE から脱退する制度であるため、OFE の加入者数は減少し、資産残高も伸び悩む状況となっている。

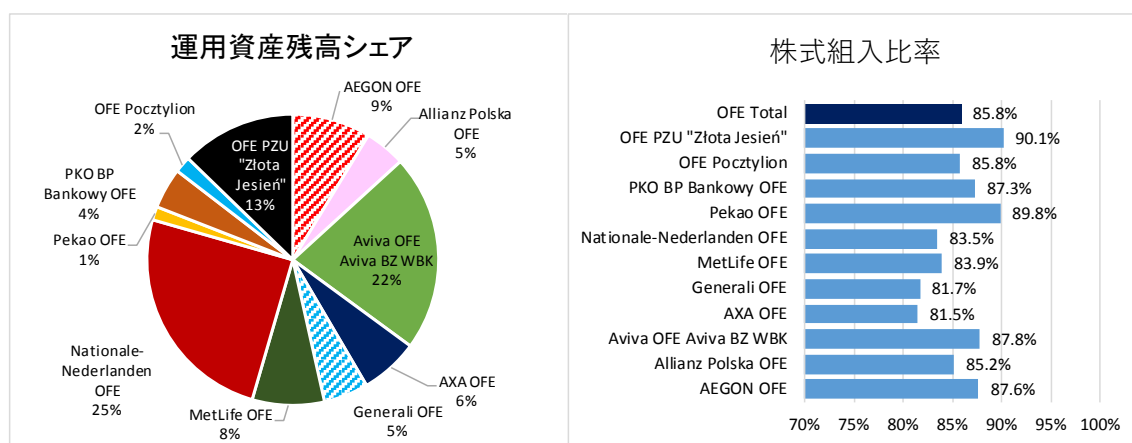
[図表 4-3] OFE の運用会社別資産構成比



出所：ZUS から年金シニアプラン総合研究機構作成

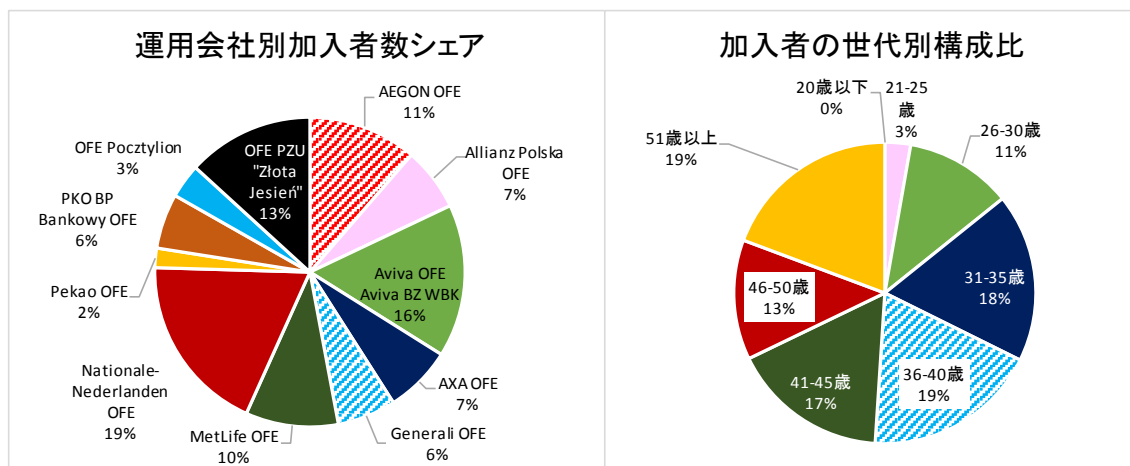
OFE の運用会社は、最近 Nordea OFE が撤退（AEGON OFE が買収）したため 11 社となった。11 社の中には政府系の OFE PZU "Złota Jesień" も含まれている。

[図表 4-4] 運用会社別市場シェアと株式組入比率



出所：ZUS から年金シニアプラン総合研究機構作成

〔図表 4-5〕 加入者数シェアと世代別構成比率



出所：ZUS から年金シニアプラン総合研究機構作成

2018 年現在ポーランド政府が導入を進めている新しい DC 年金制度である従業員キャピタル・プラン（Employees' Capital Pension Scheme : PPK）の概要は以下の通りとなっている。

- ※ すべての雇用主に自社の年金スキーム創設を義務付け（従業員 250 名以上は 2019 年 1 月から）
- ※ 自動加入（auto enrollment）オプトアウト方式
- ※ 最低拠出率は 3.5%（雇用者 1.5%、加入者 2.0%）
- ※ 最大拠出率は 8.0%（雇用者 4.0%、加入者 4.0%）
- ※ 加入インセンティブ：プログラム創設時にウェルカム・ボーナスとして 250 ズロチを支給
- ※ 年次ボーナス：過年度に一定金額以上を拠出した場合 240 ズロチを支給
- ※ 雇用者インセンティブ：拠出額は経費として取り扱われ、社会保障拠出の対象とはならない
- ※ 60 歳時に 25%は一時金として引き出し可能、75%は 10 年以上の期間を持つ年金支払いとする
- ※ PPK の運用会社には、年齢によってリスクが調整される 4 つのライフサイクル・ファンドの提供を義務付け

2 ラトビア

ラトビアでは、2001年に賦課方式の公的年金（運用資産の無い概念上の拠出型年金：NDC）を補完する形で、実際に運用資産を持つ個人勘定型 DC 年金（PENSĪJU 2. LĪMENIS：2nd Pension Pillar）が導入されており、2018年12月末現在の加入者数は128万人、運用資産残高は35.9億ユーロとなっている。また、任意加入の個人勘定型 DC 年金（PENSĪJU 3. LĪMENIS：3rd Pension Pillar）も別途あり、2018年8月末現在の加入者数は29万人、運用資産残高は4.5億ユーロである。

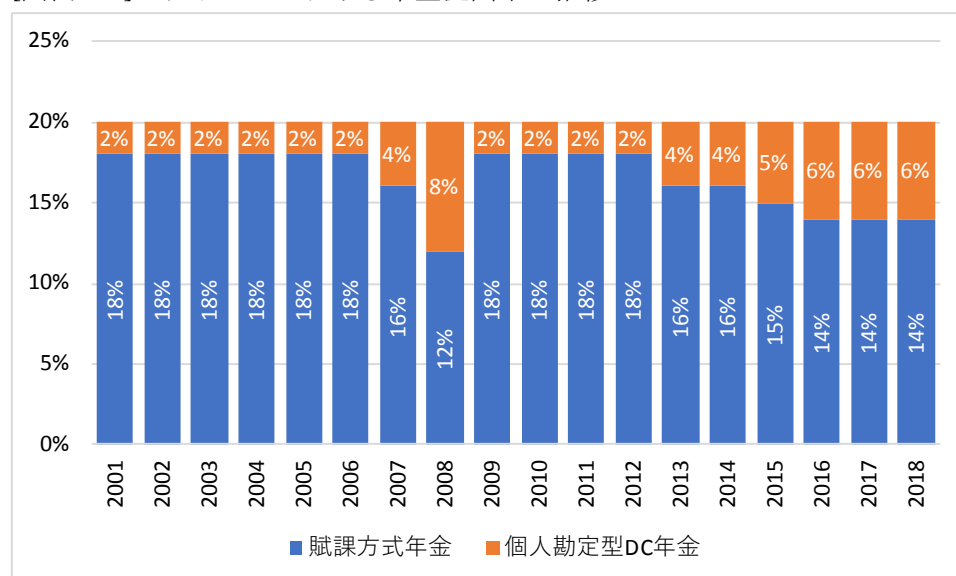
年金への拠出率は20%で賦課方式の政府 DB 年金と民間年金運用会社が運営・管理を行う個人勘定型の DC 年金とに振り分けられている。

2001年に DC 年金が導入された時点では、賦課方式年金に18%、DC 年金に2%という配分でスタートし、2010年までに DC 年金への配分比率を10%へと引き上げ賦課方式年金と同率とする計画となっていた。

実際、DC 年金への拠出率は2007年に4%、2008年に8%へと引き上げられたが、リーマンショック後の2008年にラトビアが経済危機に見舞われたことから、国家財政の負担軽減の目的から DC 年金への拠出率は2%へと引き下げられている。

その後経済の回復とともに DC 年金への拠出率は再び徐々に引き上げられ、2016年からは賦課方式年金14%、個人型 DC 年金6%となっている。

【図表 4-6】 ラトビアにおける年金拠出率の推移



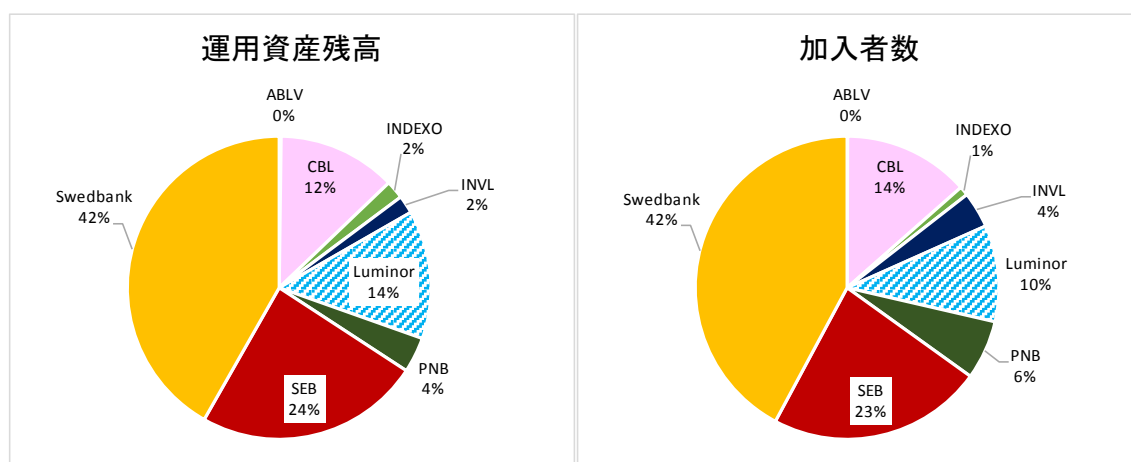
出所：SSIA、OECD から年金シニアプラン総合研究機構作成

2nd Pension Pillar 年金の運用会社は、2017年10月に ABLV Asset Management が参

入し 9 社となったが、2018 年 12 月に親会社の経営統合（スウェーデン¹のノルデア銀行とノルウェーの DNB 銀行のバルト諸国事業が統合されルミノール[Luminor]にグループ名変更）したことで、グループ内に併存していた Luminor Asset Management と Luminor Pensions Latvia が 2018 年 12 月に合併して 8 社となっている。

運用会社はバルト 3 国で高いシェアを持つ北欧の大手銀行グループ傘下の会社が多く、共にスウェーデンの大手銀行であるスウェドバンクと SEB の 2 社で約 3 分の 2 のシェアを持っている。

〔図表 4-7〕 運用会社²別シェア（2018 年 12 月）



出所：Manapensija から年金シニアプラン総合研究機構作成

2018 年 12 月末、8 社の運用会社が運用するファンド数は 29、運用ファンドの種別は、従来は株式組入上限 0%のコンサバティブ (conservative)、同 25%のバランス (balanced)、同 50%のアクティブ (active) の 3 種類であったが、2018 年に株式組入比率上限 75%の「アクティブ 75」の設定が認められ 4 種類となっている。

年金運用ファンドは株式の組入比率上限で 4 つのカテゴリーに分けられているが、チリやメキシコなどの中南米諸国のマルチファンド・システムとは異なり、各運用会社が画一的に 4 種類のファンドをそれぞれ 1 ファンドずつ設定しているわけではなく、設定ファンド数は運用会社により 1～7 とばらつきがある。

「アクティブ 75」は 2018 年末までに 10 ファンドが設定され、ファンド数では最大となったが、設定から日が浅いこともあり、運用資産残高ではまだ 1.4%にとどまっている。

ラトビアでは従来からリスクの高いファンドほど加入者数が多い状況で「アクティブ 50」（旧アクティブ）が加入者数で 63.8%、運用資産残高で 64.0%を占めている。

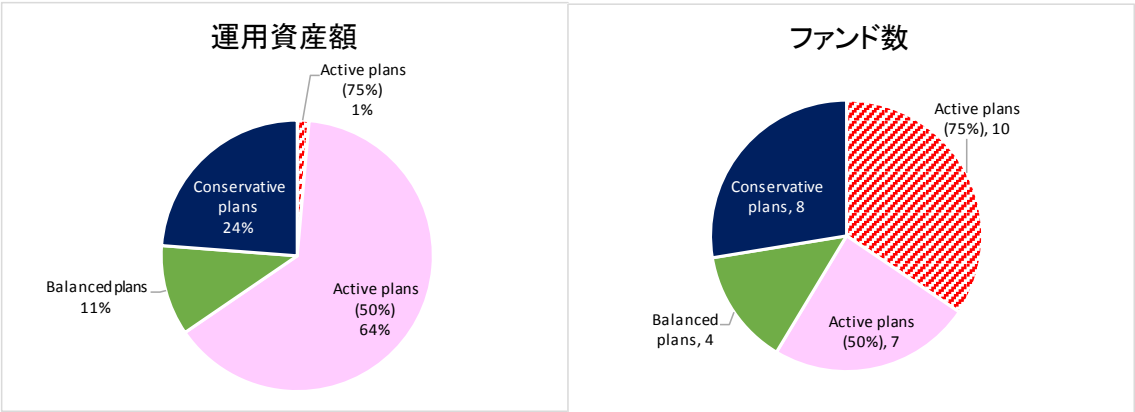
ライフサイクル型投資を意識しファンド名称に主要対象年齢を付する運用会社も見られ、

¹ 現在は本社をフィンランドに移転

² PNB は 2018 年 11 月に Norvik から社名変更（親会社の銀行グループの社名変更に伴うもの）

INVL 社では、16+（株式上限 75%）、47+（株式上限 50%）53+（株式上限 25%）、58+（株式上限 0%）の 4 ファンドを、INDEXO 社では、16-50（株式上限 75%）、47-57（株式上限 50%）、55+（株式上限 0%）が設定されている。

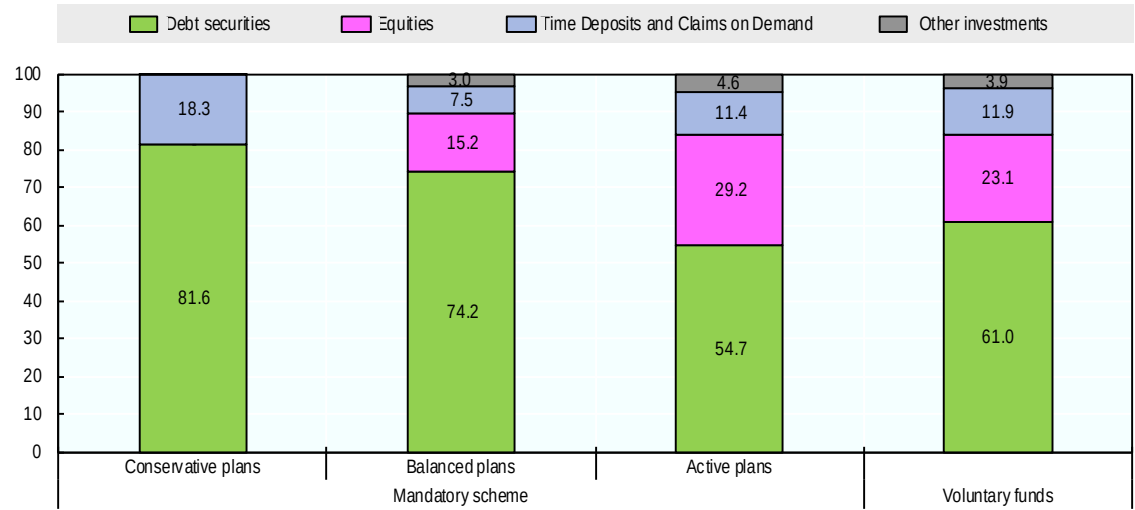
[図表 4-8] 運用商品のカテゴリー別構成比



出所：Manapensija から年金シニアプラン総合研究機構作成

OECD のレポート ³⁾によると 2016 年 12 月末現在のファンド・タイプ別の内訳資産構成比は[図表 4-9]のような状況となっており、株式組入上限 50%のアクティブ型で 29.2%、株式組入比率 25%のバランス型で 15.2%と、実際の株式組入比率は規制上の上限比率を大きく下回る状況となっていた。

[図表 4-9] ファンド・タイプ別資産構成比率（2016 年 12 月）



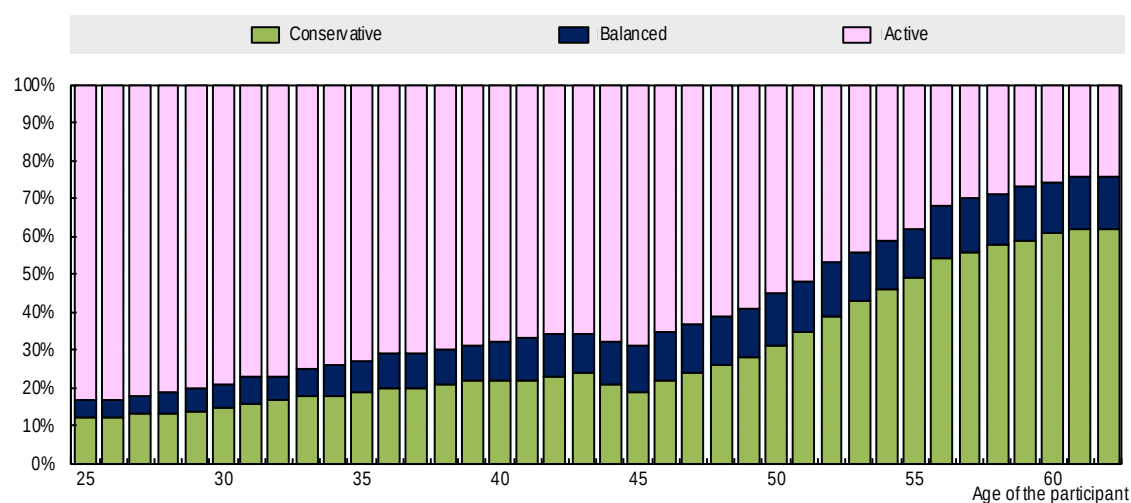
出所：OECD

³⁾ OECD(2018-a)、“OECD Reviews of Pension Systems: Latvia”

しかしながら、2018 年 9 月の状況を manapensija のサイトに掲載されている個別ファンドの情報から株式組入比率を抽出⁴すると、株式組入比率上限 50%のアクティブ 50 では、平均 42.7%（最低 30.1%、最高 49.5%）、株式組入比率上限 25%のバランス型では、平均 20.8%（最低 18.3%、最高 24.2%）、新設された株式組入比率上限 75%のアクティブ 75 では、平均 64.8%（最低 56.2%、最高 71.0%）と、株式組入比率は引き上げられている。

OECD のレポートには年齢別のファンド・タイプ組入比率が示されているが、45 歳前後に一部小さな歪みはあるが、年齢の上昇とともに保守的ファンドに比較的きれいにシフトしている状況が見て取れる。

[図表 4-10] 年齢別ファンド組入比率（2016 年 12 月）



出所：OECD

⁴ 資産混合型ファンドが内部でも組み入れられているため算出不能のファンドを除く

3 エストニア

エストニアでは 2002 年の年金改革で賦課方式の DB 年金を補完する形で個人勘定型 DC 年金が導入され、1983 年以降の出生者は強制加入、それ以前の出生者は任意加入（2010 年 10 月までで任意加入制度は停止）となった。2018 年 12 月末現在の加入者数は 725,470 名、運用資産額は 39.3 億ユーロとなっている。

加入者は給与の 2%を拠出し、雇用者が 4%が拠出する。雇用者の拠出分は 33%の社会保障関連税の中に含まれており、うち 13%は健康保険に充当され、残りの 20%が年金に充当されるが、DC 年金の加入者は 16%が賦課方式の政府年金に 4%が DC 年金に振り向けられる仕組みとなっており、DC 年金非加入者については 20%全額が賦課方式の政府年金に払い込まれるものである。

エストニアでは、他の中東欧諸国にも多く見られるように、世界経済危機の影響を受けた政府財政の悪化を緩和するため DC 年金への拠出停止が一時的に行われている。

2009 年 6 月から 2010 年 12 月 31 日までは DC 年金への拠出は原則停止とされ、2009 年 8 月～11 月の間に継続拠出の申請手続きを行った加入者のみ加入者分の 2%の拠出を認められた。雇用者分の 4%の DC 年金への振り分けは、継続拠出を申請した 1942～1954 年生まれの加入者にのみ例外的に実施とされた。継続拠出を申請しなかった加入者に対する拠出は、2011 年に半分の 1%+2%が復活、2012 年に元の 2%+4%の水準に戻されている。

この間の拠出減少による埋め合わせのため、継続拠出を申請した 1955 年生まれ以降の加入者に対しては雇用者分拠出率が 2014 年から 2017 年については一時的に 6%に引き上げられ 2%+6%とされ、2009 年に継続拠出を申請したかどうかは問わず 2013 年 5 月～9 月に申請すれば加入者拠出率を 3%に引き上げることも認められた。

[図表 4-11] エストニアの拠出率の推移

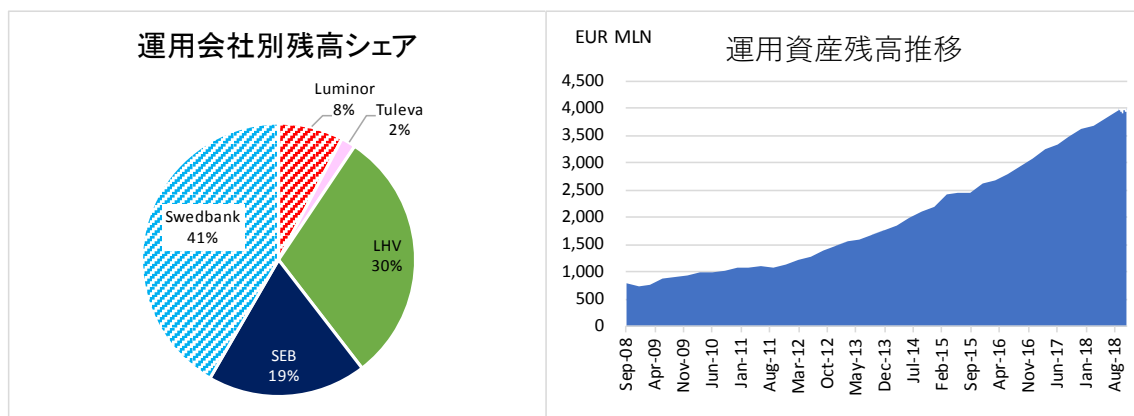
	拠出継続申請をしなかった場合				拠出継続申請者				追加拠出申請者			
	1942-54年生まれ		1955年生まれ以降		1942-54年生まれ		1955年生まれ以降		1942-54年生まれ		1955年生まれ以降	
	加入者	雇用者	加入者	雇用者	加入者	雇用者	加入者	雇用者	加入者	雇用者	加入者	雇用者
2010	0%	0%	0%	0%	2%	4%	2%	0%				
2011	1%	2%	1%	2%	2%	4%	2%	2%				
2012	2%	4%	2%	4%	2%	4%	2%	4%				
2013	2%	4%	2%	4%	2%	4%	2%	4%				
2014	2%	4%	2%	4%	2%	4%	2%	6%	3%	6%	3%	6%
2015	2%	4%	2%	4%	2%	4%	2%	6%	3%	6%	3%	6%
2016	2%	4%	2%	4%	2%	4%	2%	6%	3%	6%	3%	6%
2017	2%	4%	2%	4%	2%	4%	2%	6%	3%	6%	3%	6%
2018	2%	4%	2%	4%	2%	4%	2%	4%				
2019	2%	4%	2%	4%	2%	4%	2%	4%				

出所：PensioniKESKUS から年金シニアプラン総合研究機構作成

⁵ 2009 年に継続拠出を申請したかどうかは問われない

エストニアでは、2018 年 12 月現在、5 社（LHV、SEB、Luminor、Swedbank、Tuleva）の年金運用会社が 23 のファンドを提供している。年金運用会社は 2016 年にデンマークのダンスケ銀行がエストニア事業を LHV に売却したことにより 1 社減少したが、同じく 2016 年に Tulva が新規参入を行ったことにより 5 社で変わっていないが、上位 3 社で運用資産額の約 9 割が占められている。

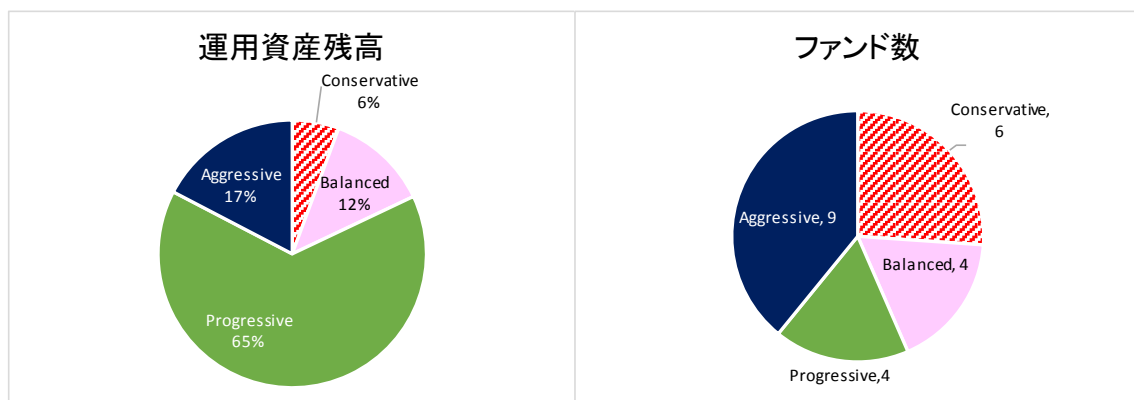
【図表 4-12】 運用会社別シェアと運用資産残高推移



出所：PensionikESKUS から年金シニアプラン総合研究機構作成

ファンドはアグレッシブ、プログレッシブ、バランス、コンサバティブの 4 種類に区分されているが、チリやメキシコなどの中南米諸国のマルチファンド・システムとは異なり、各運用会社が 4 種類の画一的なバランス型ファンドをそれぞれ 1 ファンドずつ設定しているわけではなく、株式ファンドや債券ファンドといった個別資産ファンドやライフサイクル型ファンドなどの提供も見られている。

【図表 4-13】 リスク区分別の資産残高とファンド数



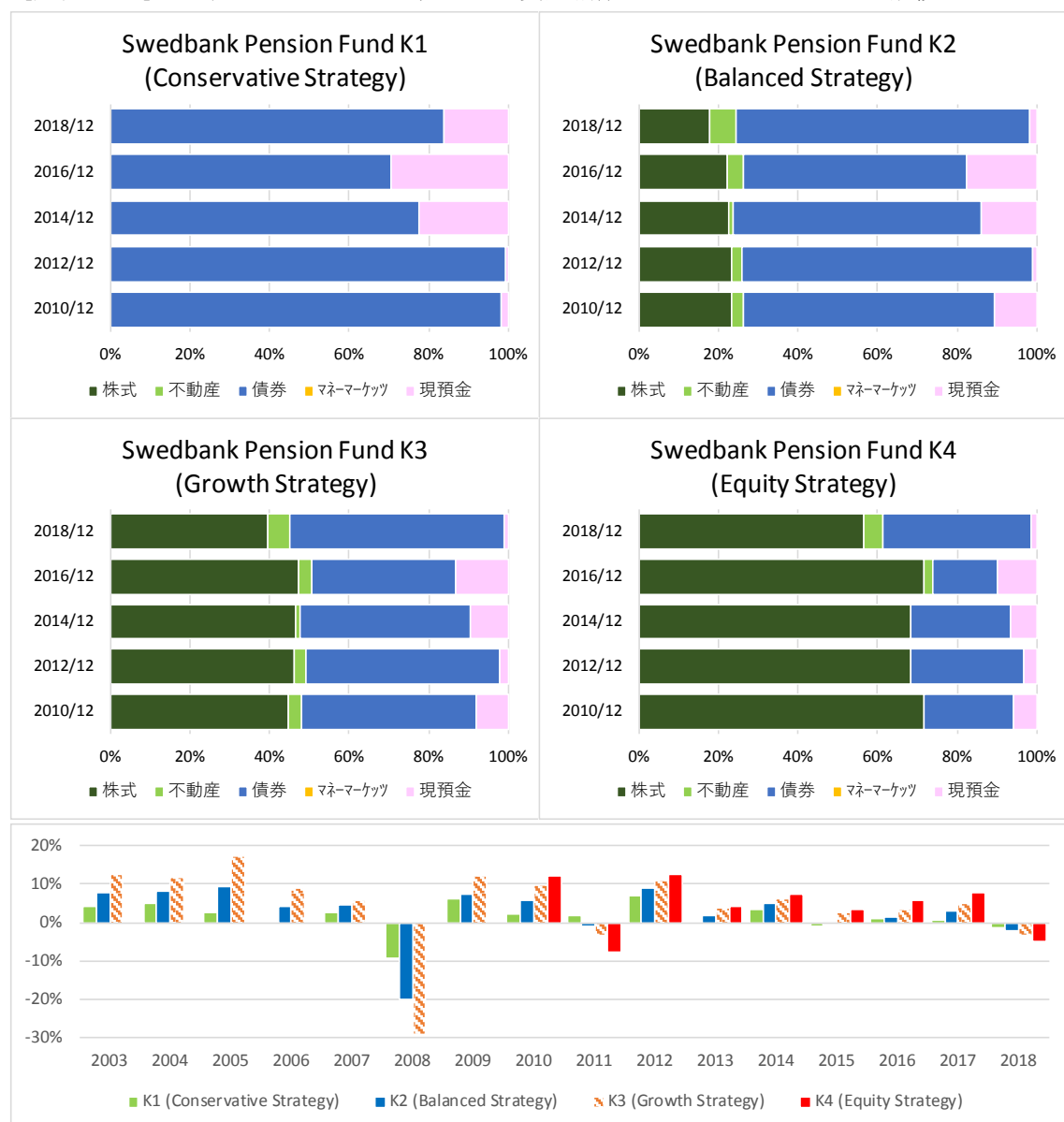
出所：PensionikESKUS から年金シニアプラン総合研究機構作成

ファンドの運用制限規制はカテゴリー別に分けられてはおらず、コンサーバティブが株式組入不可、他のファンドは株式上限組入比率 75%、不動産上限 40%などと 2 段階の規制となっている。開示書類上からは、スウェドバンクとルミノールの 2 社で不動産ファンドへの投資が行われていることが確認できる。

運用資産残高は中リスクのプログレッシブ型に約 3 分の 2 が集中している。

最大のシェアを持つスウェドバンクの資産構成比とパフォーマンスの推移は[図表 4-14]のようになっている。

[図表 4-14] スウェドバンクのファンド別資産構成比とパフォーマンスの推移

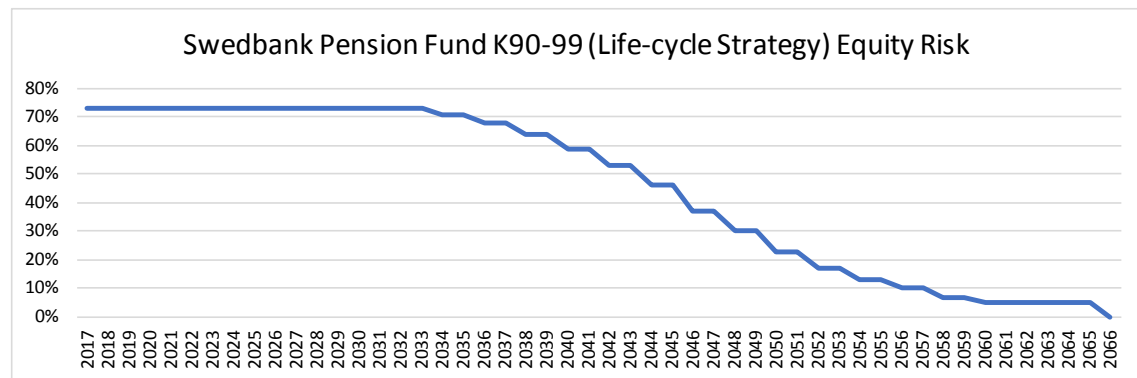


出所：PensionIKESKUS から年金シニアプラン総合研究機構作成

スウェドバンクでは、2016 年にライフサイクル・ファンドである **Swedbank Pension Fund K90-99 (Life-cycle Strategy)** を新設している。同ファンドは各資産クラスのインデックス・ファンドに投資され、株式の組入比率は 73% でスタートし、2033 年以降徐々に引き下げられ、2059 年に 5%、2066 年に 0% とすることが予定されている。

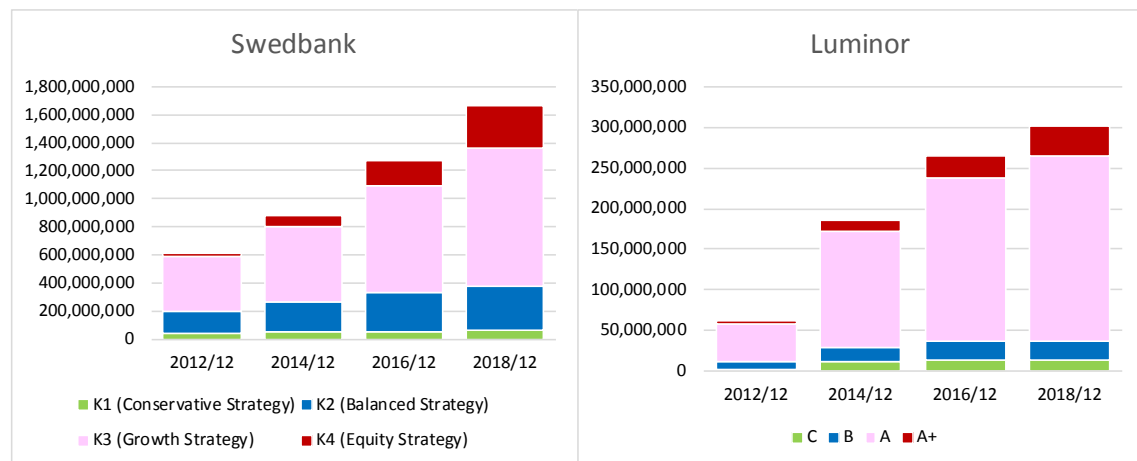
設定から日が浅いこともあるが、ライフサイクルファンドの 2018 年 12 月末での残高は 322 万ユーロと小さなものとどまっている。

【図表 4-15】 スウェドバンクのライフサイクル・ファンドの株式組入比率変化



出所：Swedbank Investeerimisfondid AS から年金シニアプラン総合研究機構作成

【図表 4-16】 スウェドバンクとルミノールのファンド別残高推移



出所：Pensionikeskus から年金シニアプラン総合研究機構作成

プログレッシブ型に区分されるファンドへの投資残高が多い傾向は、運用会社によって差異は見られない。

4 リトアニア

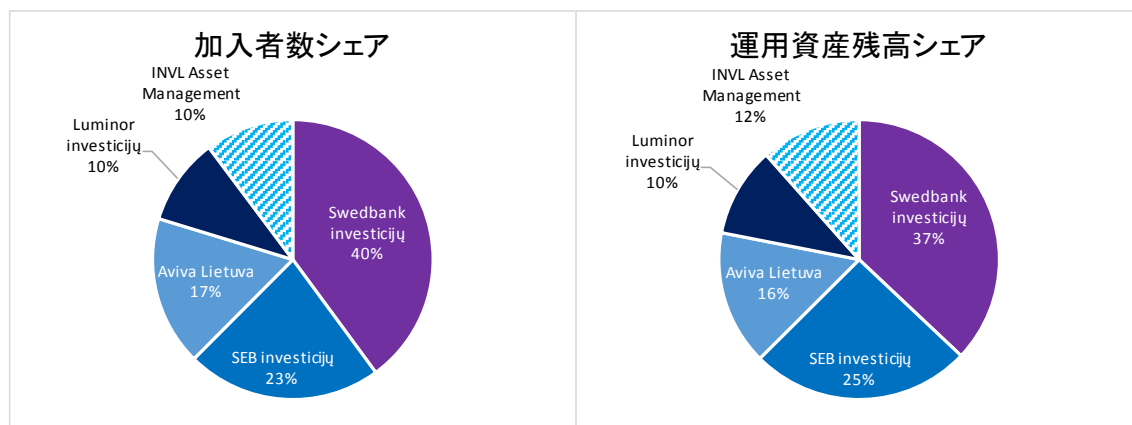
リトアニアでは、2002年に年金改革法案が成立し2004年からDC年金が導入されている。リトアニアDC年金は強制加入ではないが、いったん加入した場合の脱退は認められていない制度であった。尚、2018年に年金改革法案が可決され、2019年からは40歳以下の労働者は自動加入方式⁶に変更され、拠出方式の変更、運用ファンドのライフサイクル化などが実施される見込みとなっている。

2018年12月現在のDC年金の加入者数は131万人で、運用資産残高は31億ユーロとなっている。

2013年以降リトアニアでは、給与の26.3%（雇用者23.3%、被雇用者3%）の社会保障関連税のうち2%がDC年金への拠出に充当され、加入者が2%の追加拠出を行う場合には2%のインセンティブ拠出が追加される“2+2+2”とも呼ばれる拠出制度となっていたが、2019年からは新しい拠出フォーミュラに変更予定である。2019年は加入者が1.8%、雇用者の社会保障関連税の中から0.3%の合計2.1%が拠出され、2023年に3.0%+1.5%となるまで、毎年それぞれ0.3%（合計0.6%）ずつ拠出率が引き上げられることとされている。

リトアニアのDC年金の運用会社は2018年現在5社（Swedbank、SEB、Aviva、Luminor、INVL）となっている。

〔図表 4-17〕 運用会社別シェア（2018年12月）



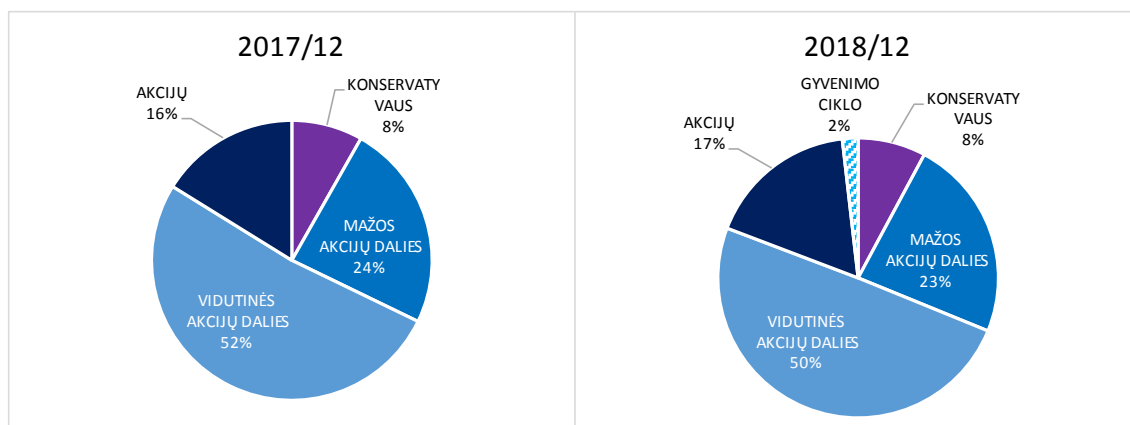
出所：リトアニア中央銀行から年金シニアプラン総合研究機構作成

従来運用ファンドは株式組入比率の上限により4種類（KONSERVATYVAUS：株式上限0%、MAŽOS AKCIJŲ DALIES：株式上限30%、VIDUTINĖS AKCIJŲ DALIES：株式上限70%、AKCIJŲ：株式上限100%）に区分されており、株式組入比率上限70%の

⁶ 書面の提出により脱退（opt-out）可能。脱退した場合も3年毎に都合3回まで自動加入される制度となっている

VIDUTINĖS AKCIJŲ DALIES（アベレージ株式）ファンドが約半分のウェイトを占めていたが、2019 年から DC 年金の資産運用は、ライフサイクル・ファンド（GYVENIMO CIKLO）化されることとなっている。

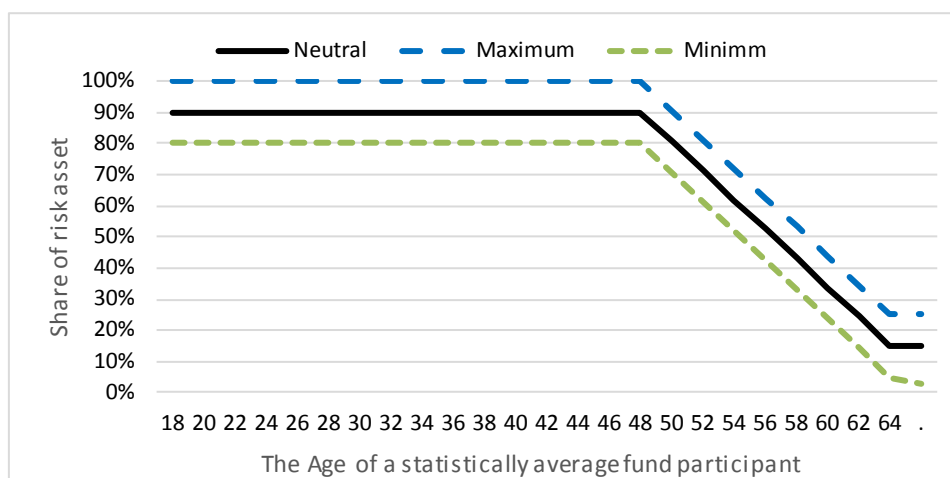
[図表 4-18] ファンド・タイプ別運用資産構成比



出所：リトアニア中央銀行から年金シニアプラン総合研究機構作成

年金運用会社各社はそれぞれ加入者の出生年 7 年毎に区切った 7 つのライフサイクル・ファンドと 1 つの退職引出用ファンドの設定を求められており、DC 年金を監督するリトアニア中央銀行のリリースによると、2019 年 7 月までにすべての投資が自動的にライフサイクル・ファンドへと移管される模様である。2018 年 12 月末の時点で既にライフサイクル・ファンドへの運用資産の切り替えを開始しているスウェドバンクのリスク資産構成比変化のイメージは[図表 4-19]のようになっている。

[図表 4-19] スウェドバンクのリスク資産構成比率の変化



出所：Swedbank

5 クロアチア

クロアチアでは、2002年に個人勘定型DC年金が導入されている。

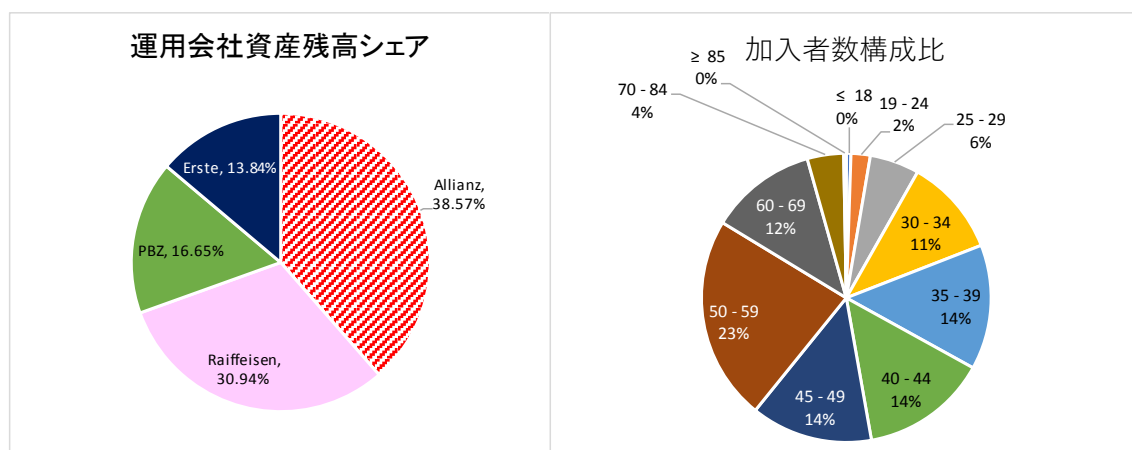
2002年1月1日現在で40歳未満の労働者は強制加入、40～50歳は任意加入の制度としてスタートしたが、2011年10月15日以降は、DC年金を脱退して賦課方式の政府年金に移行することが認められている。

拠出率は加入者の年金関連拠出20%のうちの5%がDC年金に残りの15%が賦課方式の政府年金に拠出される仕組みで雇用者の拠出は無い。

2018年9月末現在の加入者数28.8万人、2018年12月末現在の運用資産残高981億クロアチア・クーナ（HRK）となっている。

DC年金の年金運用会社は4社で、独保険会社のアリアンツとオーストリアのライフアイゼン傘下の大手2社で約3分の2のシェアを占めている。

〔図表 4-20〕 運用会社別シェアと年齢別加入者構成比



出所：HANFA から年金シニアプラン総合研究機構作成

クロアチアでは2014年にマルチファンド化が実施されている。

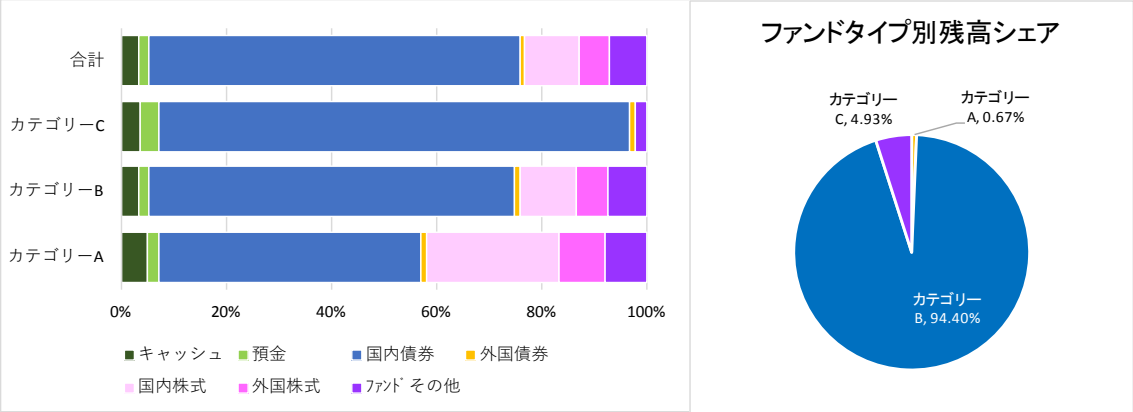
運用ファンドは、カテゴリーA（株式組入比率上限55%）、カテゴリーB（同35%）、カテゴリーC（同0%）の3種類となったが、2018年12月末現在の資産残高構成比では、シングルファンド時代の残高を引き継ぎ、マルチファンド化後もデフォルト・ファンドとなっているカテゴリーBが94.40%と圧倒的なシェアを占めている。

2018年12月末現在の資産クラス別構成比において株式+ファンドの占める比率は、カテゴリーAが41.90%、カテゴリーBが24.05%、カテゴリーCが2.02%で、全体では23.08%となっている。

外貨建て投資は、EUおよびOECD諸国のみに限られているものの上限の制約は無いが、

カテゴリーAが17.70%、カテゴリーBが12.43%、カテゴリーCが1.80%で、全体では11.94%とさほど高くない状況である。

[図表 4-21] ファンドタイプ別運用資産構成比と残高シェア



出所：HANFA から年金シニアプラン総合研究機構作成

6 ブルガリア

ブルガリアでは 2002 年に強制加入の個人勘定型 DC 年金であるユニバーサル・ペンション・ファンド（Universal Pension Fund : UPF）が導入されている。

UPF は、1959 年 12 月 31 日以降に出生した労働者は強制加入となる個人勘定型 DC 年金で、拠出率は 5%とされている。

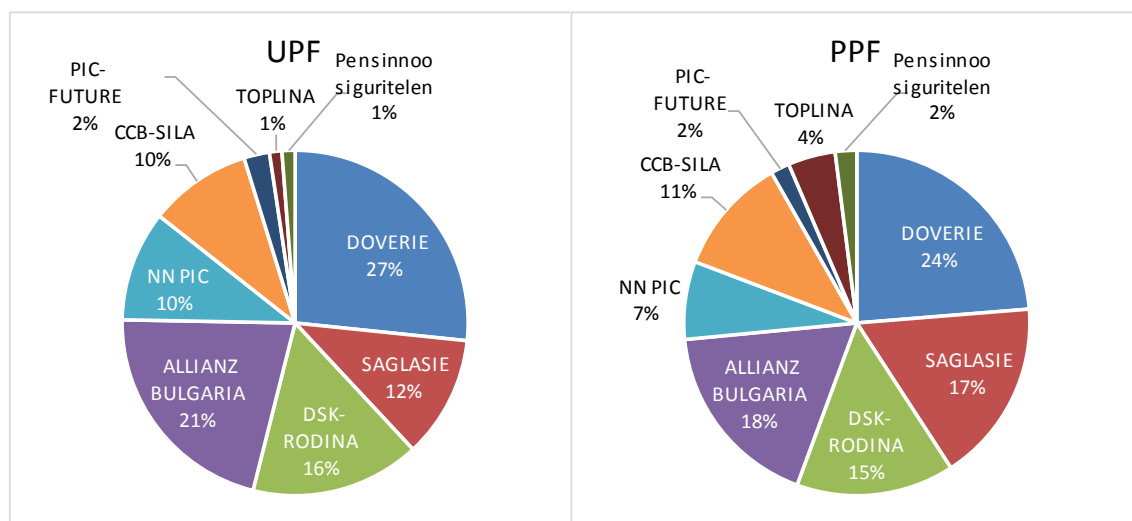
また、危険な職種に従事する労働者にのみ適用される DC 年金として、プロフェッショナル年金（Professional Pension Fund : PPF）が別途 2000 年に導入されている。

UPF の加入者数は 2018 年 6 月現在 370 万人、運用資産額は 101 億ブルガリア・レフ (BGN) となっている。年金運用会社である Pension Insurance Company (PIC) は 9 社で 28 のファンドが提供されている。

PPF の加入者数は 28 万人で、運用資産額は 10.7 億 BGN となっている。

運用会社 9 社のうち上位 4 社が運用残高の約 4 分の 3 を占めている。

[図表 4-22] 運用会社別残高シェア（2018 年 6 月）

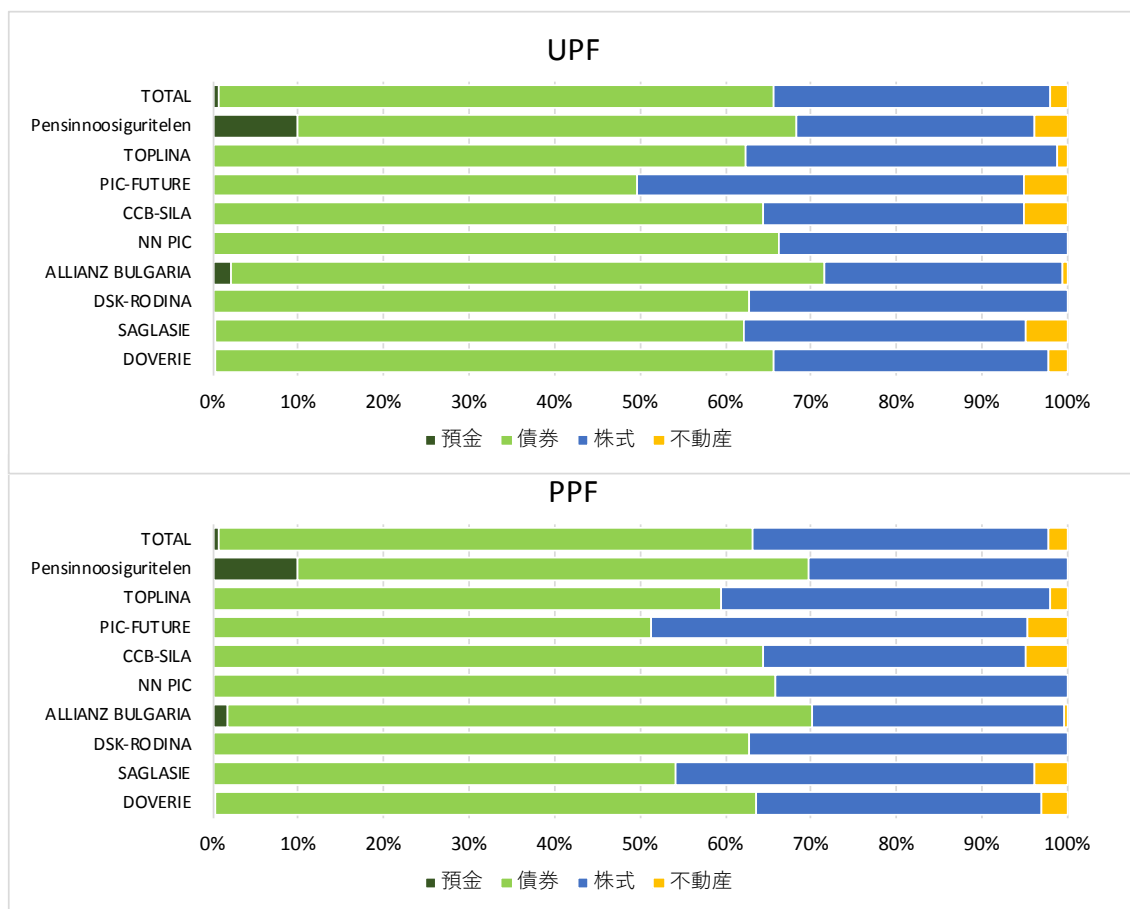


出所：FSC から年金シニアプラン総合研究機構作成

株式への投資上限はファンドからの直接投資が 21%、株式ファンドへの投資が 15%で合計 36%、不動産への投資は直接投資が 5%、不動産ファンドへの投資が 5%で合計 10%が上限となっている。

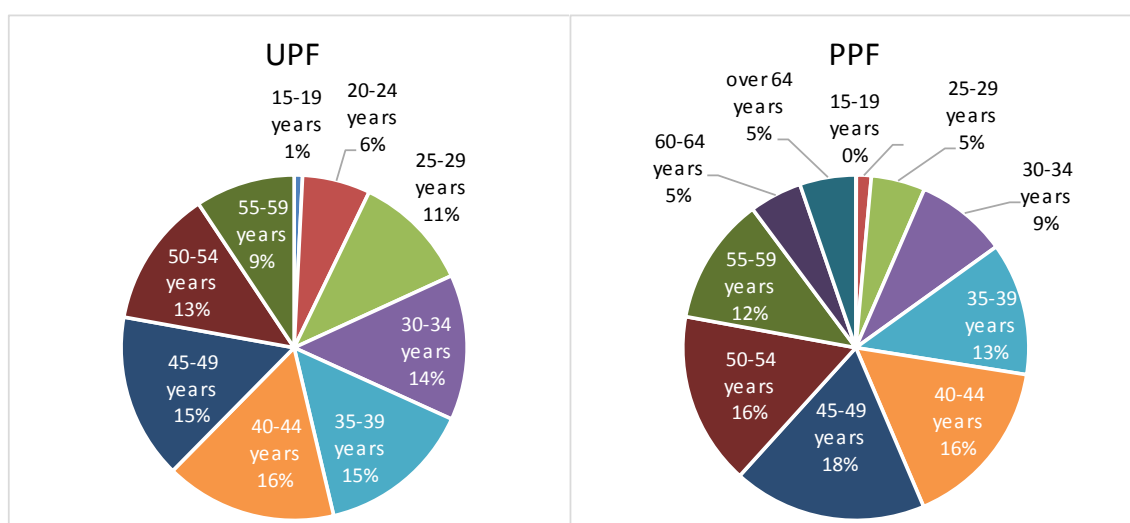
海外への投資の制限では、EU 域内への投資に関しては制限は存在しない。

[図表 4-23] 運用会社別運用資産構成比



出所：FSC から年金シニアプラン総合研究機構作成

[図表 4-24] 加入者数の年齢別構成比



出所：FSC から年金シニアプラン総合研究機構作成

第5章 アジア・アフリカ諸国のDC年金

1 香港

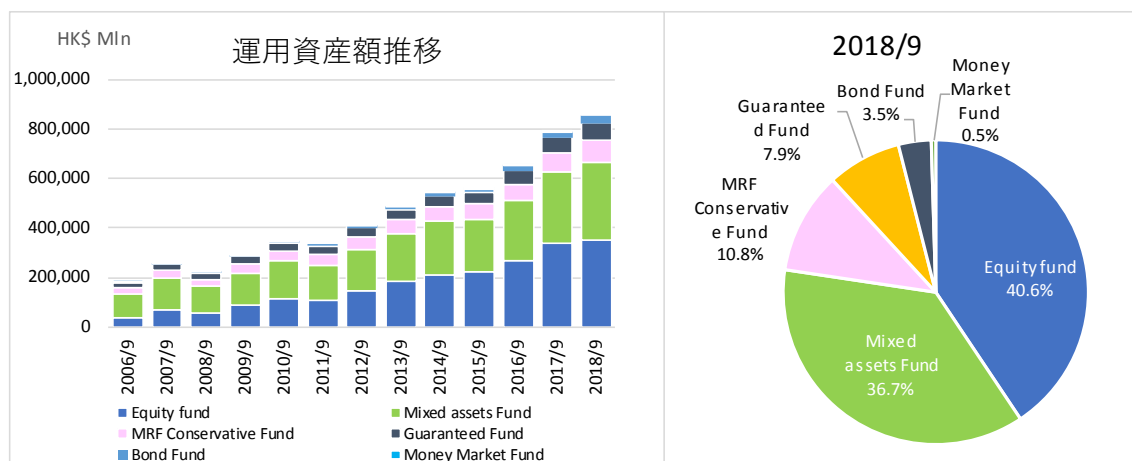
香港の強制性公積金計画（Mandatory Provident Fund Scheme : MPF）は、強制加入の確定拠出型年金制度で2000年に導入されている。

2018年9月末現在の加入者数は283.1万人（被用者262.4万人、自営業者20.7万人）で、香港の労働人口の73%がMRFに加入しているとされている。強制加入の制度であるため被用者ではほぼ100%、自営業者でも約70%と加入率は高い。

MPFには、3つのスキームタイプが存在しているが、マスタートラストが29、業界スキームが2つ（運送業と建設業）、企業スポンサーが1つ（新鴻基地産）となっており、企業がスポンサーとなっているケースは例外的なものとなっている。

MPFは、個人で複数口座の保有が可能な仕組みであるため、2017年12月末現在の口座数は、拠出口座（CA）が398万口、個人口座（PA）が549万口で、合計では947万口となっている。被用者では2口以上の口座を持つ加入者が20.0%で5口以上の口座を持つ加入者も0.1%（3,500名）存在している。個人口座（PA）は、過去の勤務先等での口座で今後拠出がない口座である。MPFでは複数口座を持つ加入者に対しては、口座の統合を促している。

〔図表 5-1〕 MPF 運用資産額の推移と構成比



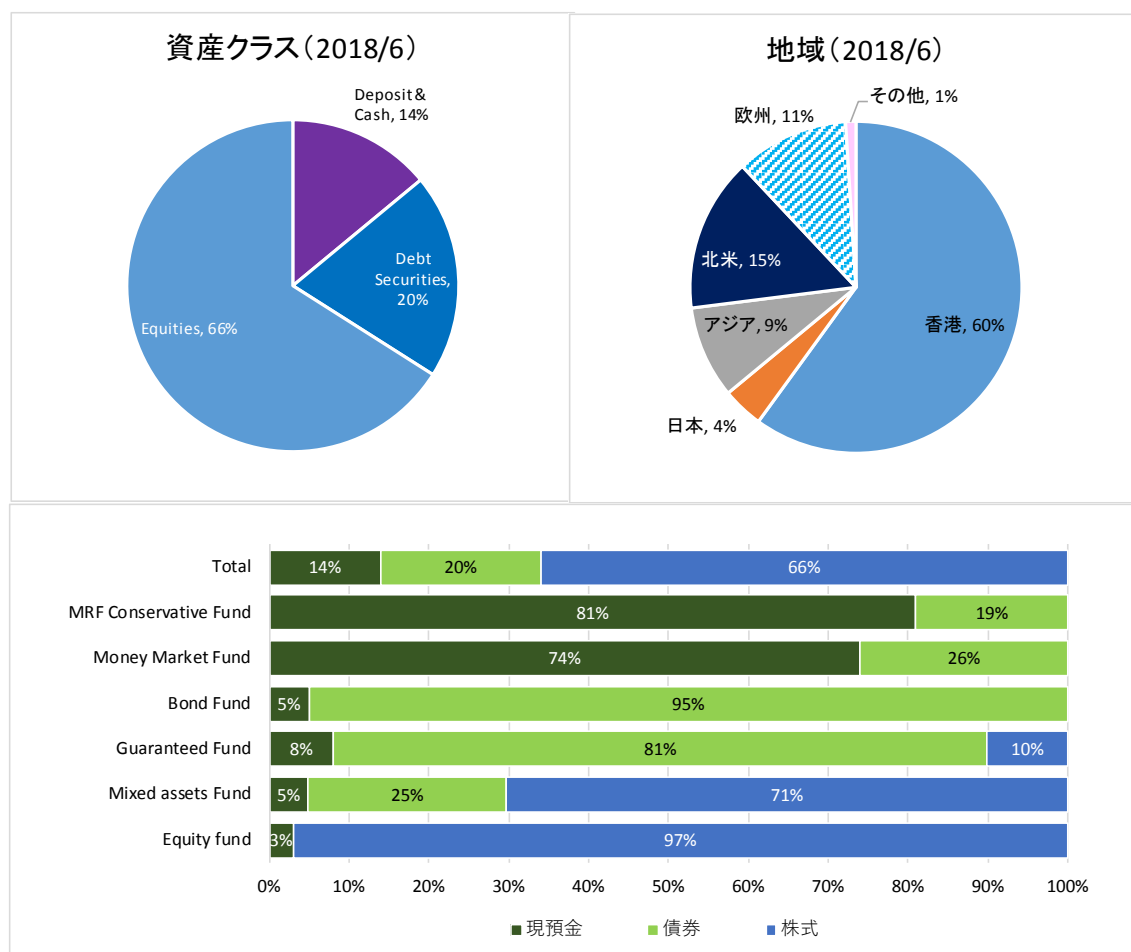
出所：MPFA から年金シニアプラン総合研究機構作成

2018年9月末現在の運用資産額は8,583億香港ドル（HK\$）で、10年前との比較では3.8倍となっている。

ファンド・タイプ別の残高構成比は、株式ファンドが 40.6%、債券ファンドが 3.5%、マネーマーケット・ファンドが 0.5%、バランス型が 36.7%、MPF コンサバティブファンドが 10.8%、保証基金が 7.9%となっている。

資産クラス別の残高では、バランス型ファンドの 71%が株式で構成されていることから、株式が 66%、債券 20%、現金・預金が 14%。運用資産の地域別構成比は、香港 60%、日本 4%、アジア 9%、北米 15%、欧州 11%、その他 1%となっている。

[図表 5-2] 運用遺産の資産クラス別・地域別構成比 (2018/6)



出所：MPFA から年金シニアプラン総合研究機構作成

MRF ではデフォルト・ファンドとして、2017 年 4 月から 50 歳までのデフォルト・ファンドとなるコア・アキュムレーション・ファンド (CAF) と 65 歳以上のデフォルト・ファンドとなる Age65 プラス・ファンド (A65F) を導入している。デフォルト・ファンドは、50 歳から 64 歳までの期間では、CAF と A65F の構成割合を年齢に合わせて自動的に変更することで、リスクを削減していく仕組みが取り入れられている。

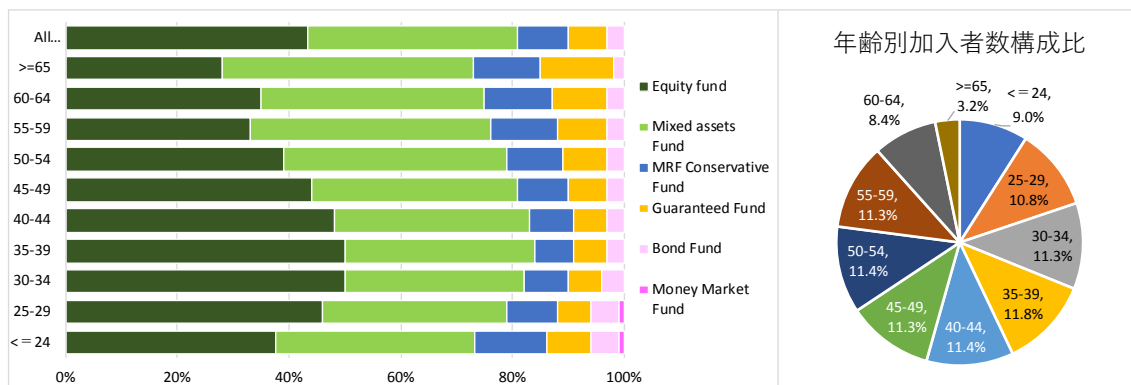
[図表 5-3] デフォルト・ファンドの組み合わせ構成比

Age	Core Accumulation Fund	Age 65 Plus Fund
Below 50	100.0%	0.0%
50	93.3%	6.7%
51	86.7%	13.3%
52	80.0%	20.0%
53	73.3%	26.7%
54	66.7%	33.3%
55	60.0%	40.0%
56	53.3%	46.7%
57	46.7%	53.3%
58	40.0%	60.0%
59	33.3%	66.7%
60	26.7%	73.3%
61	20.0%	80.0%
62	13.3%	86.7%
63	6.7%	93.3%
64 and above	0.0%	100.0%

出所：MPFA

加入者の年齢別での株式ファンドの組入比率を見ると、24 歳以下ではやや低くその後上昇し、30-34 歳と 35-39 歳では 50%と組入比率が最も高くなり、40 歳代以降は徐々に低下する傾向となっている。

[図表 5-4] MPF 年齢別ファンド選択・加入者数構成比



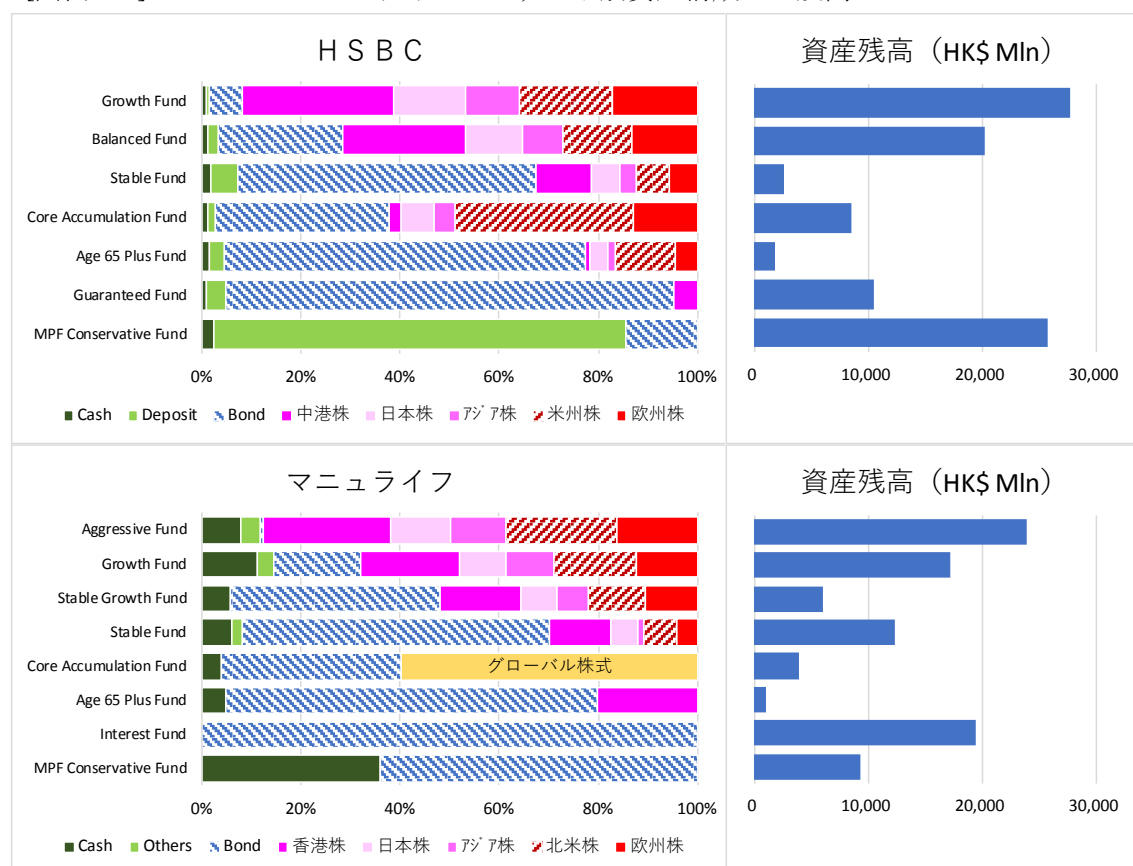
出所：MPFA から年金シニアプラン総合研究機構作成

MPF スキームに登録されているファンドの総数は 2018 年 12 月現在 467 ファンドで、バランス型ファンドが 210、株式ファンドが 152、債券ファンド 43、MRF コンサバティブ・ファンド 32、保証付きファンド 21、マネーマーケット・ファンド 9 となっている。

加入者はこれら 467 ファンドの中からファンド選択を行うわけではなく、所属するスキームが選定したファンド群の中から選択する形である。

運用会社のシェア上位は、HSBC／ハンセン銀行、マニユライフ、AIA、BOC インターナショナル・プルデンシャルなどとされている。

【図表 5-5】 HSBC とマニユライフのファンド別資産構成比と残高¹



出所：HSBC、マニユライフから年金シニアプラン総合研究機構作成

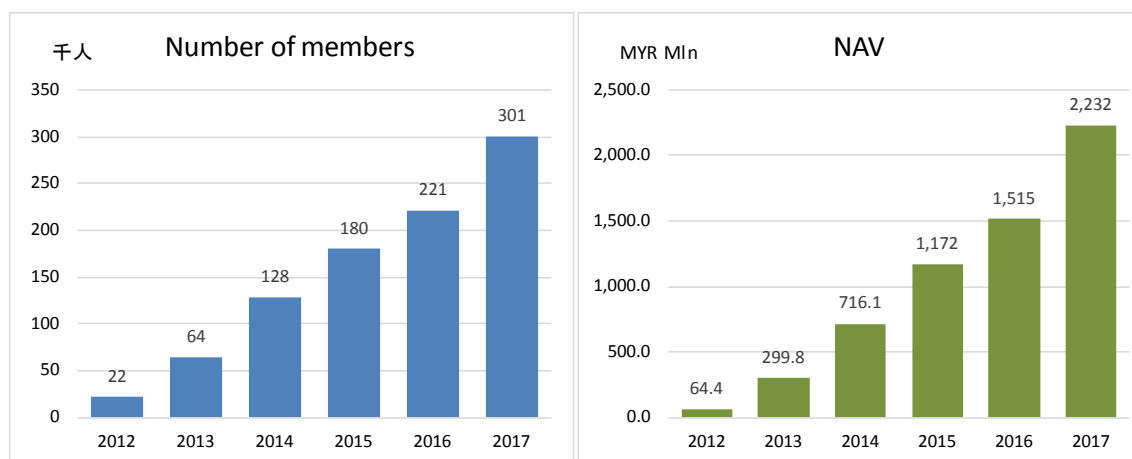
¹ HSBC の中港株は中国本土株と香港株の合計

2 マレーシア

マレーシアの民間退職スキーム（Private Retirement Scheme : PRS）は、2012 年 12 月から開始された確定拠出（DC）型の個人退職勘定制度である。PRS は、民間被用者を対象とした年金制度である従業員積立基金制度（Employees Provident Fund : ERF）を補完し、個人の自助努力による老後資金の貯蓄を目的とする任意加入の DC 年金となっている。

2017 年末の加入者数は 301,279 名で前年比+36%の増加、運用資産額は 22.3 億マレーシア・リンギット（MYR）で前年比+47%となっている。

〔図表 5-6〕 PRS の加入者数と資産残高の推移



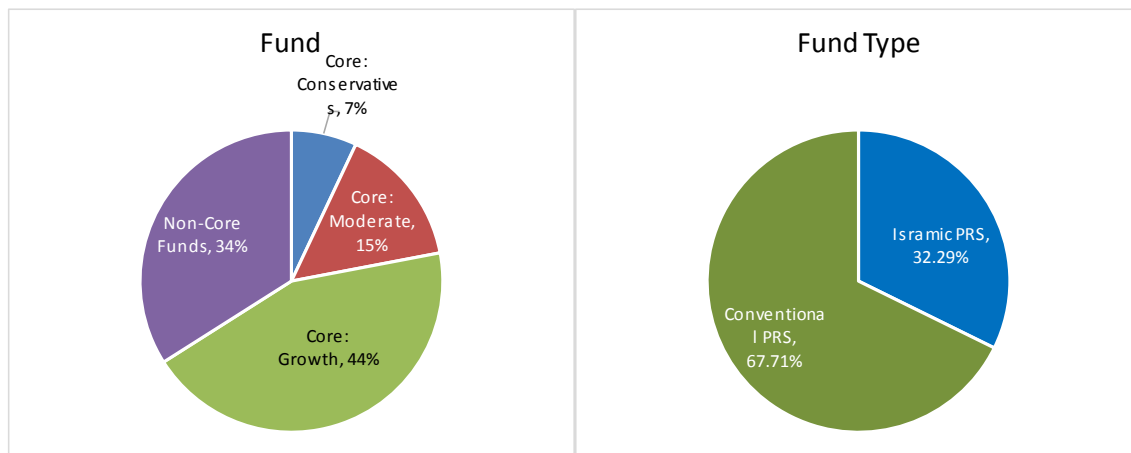
出所：The Securities Commission Malaysia (SC)から年金シニアプラン総合研究機構作成

PRS では 2017 年末現在、8 社の運用会社が 56 のファンド（従来型 31、イスラムファンド 25）を提供している。

PRS では、3 つのタイプのバランス型ファンド（コンサバティブ、モデレート、グロース）をコア・ファンドとして指定しており、コア・ファンドがデフォルト・ファンドとなっている。

運用資産額のうちコア・ファンドが 66%と約 3 分の 2 を占めている。コア・ファンドの内訳は、コンサバティブ（株式上限 20%）が 7%、モデレート（株式上限 60%）が 15%、グロース（株式上限 70%）が 44%となっている。コンサバティブは 50 歳以上、モデレートは 40～49 歳、グロースは 40 歳未満が想定年齢とされている。

[図表 5-7] PRS のファンド・タイプ別構成比

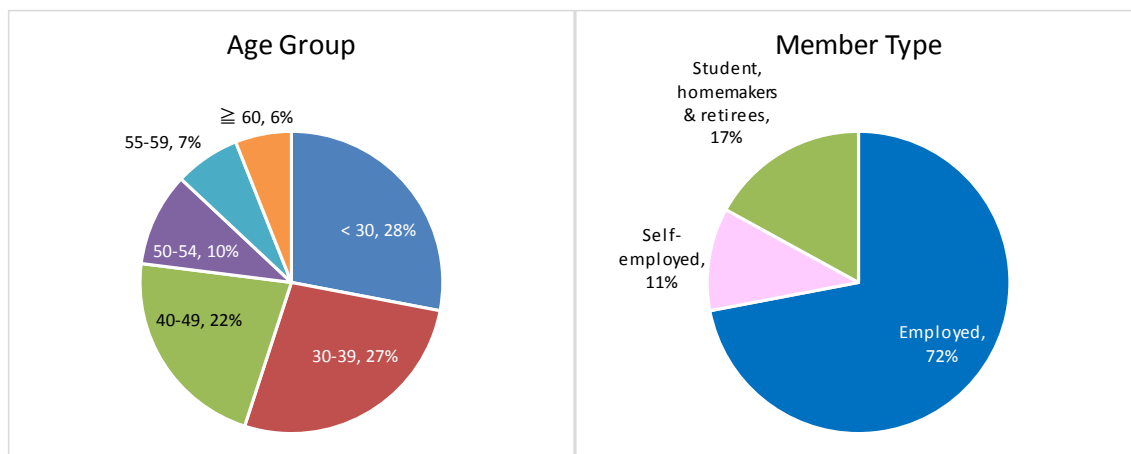


出所：The Securities Commission Malaysia (SC)から年金シニアプラン総合研究機構作成

マレーシアでは若年層の加入促進を図っており、運営管理機関である PPA（Private Pension Administration）のオンライン・システムを通じた取引では、加入者が 30 歳以下である場合の販売手数料を無料にするなどの施策が取られている。

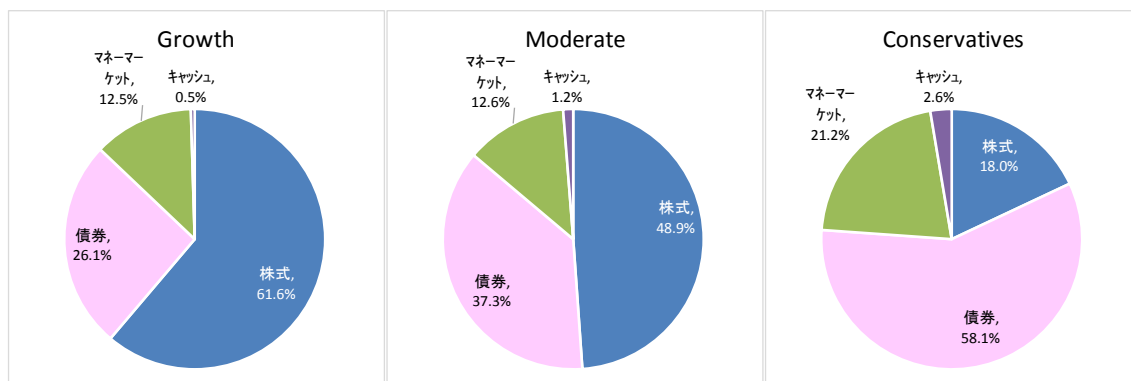
PRS の加入者の構成比では 2017 年末では 30 歳以下が 28%を占めている。

[図表 5-8] PRS の加入者構成比



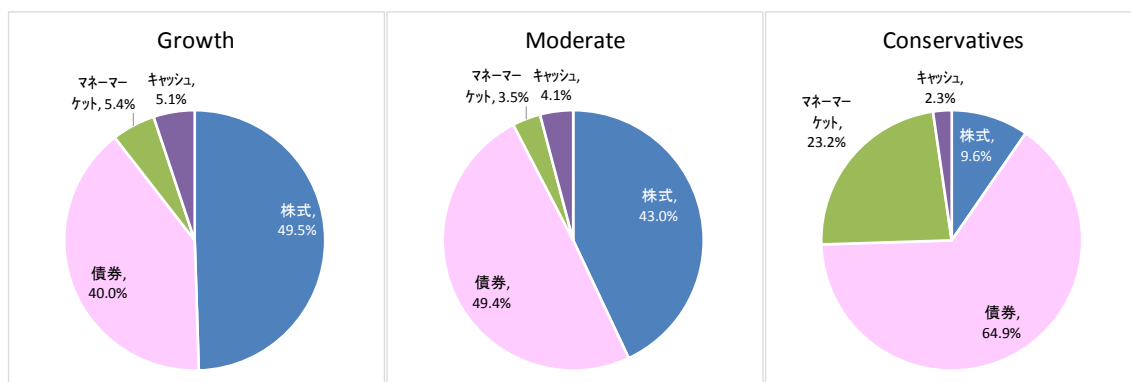
出所：The Securities Commission Malaysia (SC)から年金シニアプラン総合研究機構作成

[図表 5-9] PRS コア・ファンドの資産構成比 (Manulife AM : 2018/1)



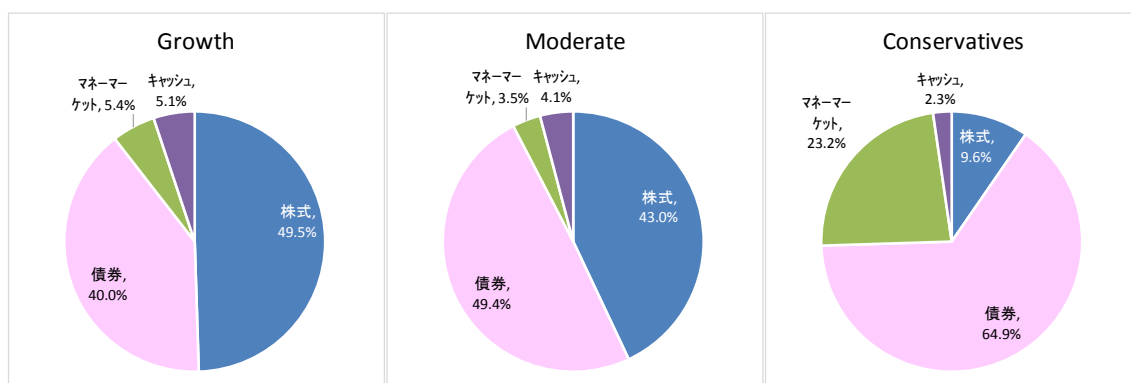
出所 : Manulife AM から年金シニアプラン総合研究機構作成

[図表 5-10] PRS コア・ファンドの資産構成比 (Affin Hwang : 2018/11)



出所 : Affin Hwang から年金シニアプラン総合研究機構作成

[図表 5-11] PRS コア・ファンドの資産構成比 (Public Mutual : 2018/12)



出所 : Public Mutual から年金シニアプラン総合研究機構作成

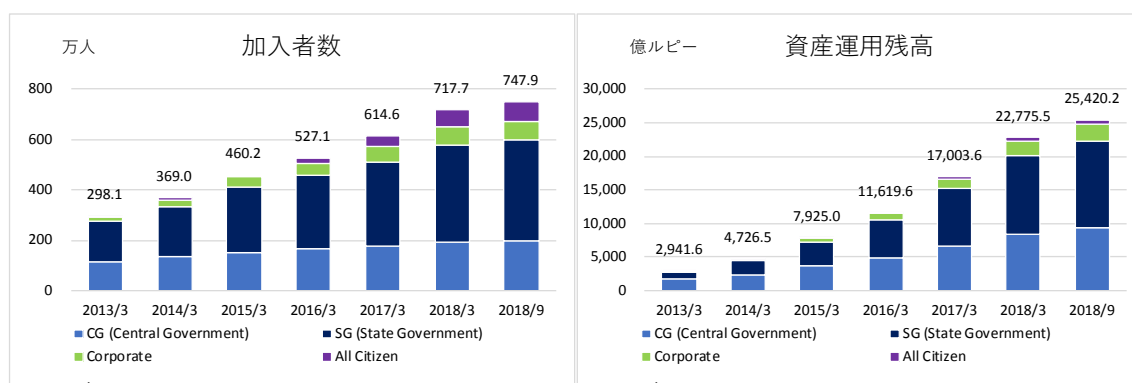
3 インド

国家年金制度（National Pension System）²は、2004年に公務員向けに導入され、2008年に民間セクター労働者にも展開された確定拠出型の年金制度である。中央政府の職員については強制加入であるが、民間セクターの労働者は任意加入で、地方政府については州によって対応は異なるものとなっている。

NPS は加入者の属性により、NPS（Central Government：CG）、NPS（State Government：SG）、NPS（Corporate：企業型）、NPS（All Citizens：個人型）の4つに区分されている。

2018年9月現在の加入者数は747.9万人、内訳はCGが196.7万人、SGが402.8万人、企業型が74.0万人、個人型が74.7万人となっている。運用資産額は2兆5,420億ルピーで、内訳はCGが9,297.9億ルピー、SGが1兆2,983.7億ルピー、企業型が2,463.6億ルピー、個人型が675.0億ルピーである。

[図表 5-12] スキーム別の加入者数・資産残高推移



出所：PFRDA から年金シニアプラン総合研究機構作成

資産運用は加入者の属性によって別個の運用となっている。

公的セクター職員向けの CG と SG では、運用会社や資産構成比は政府が決定しており、加入者に選択権は与えられていない。

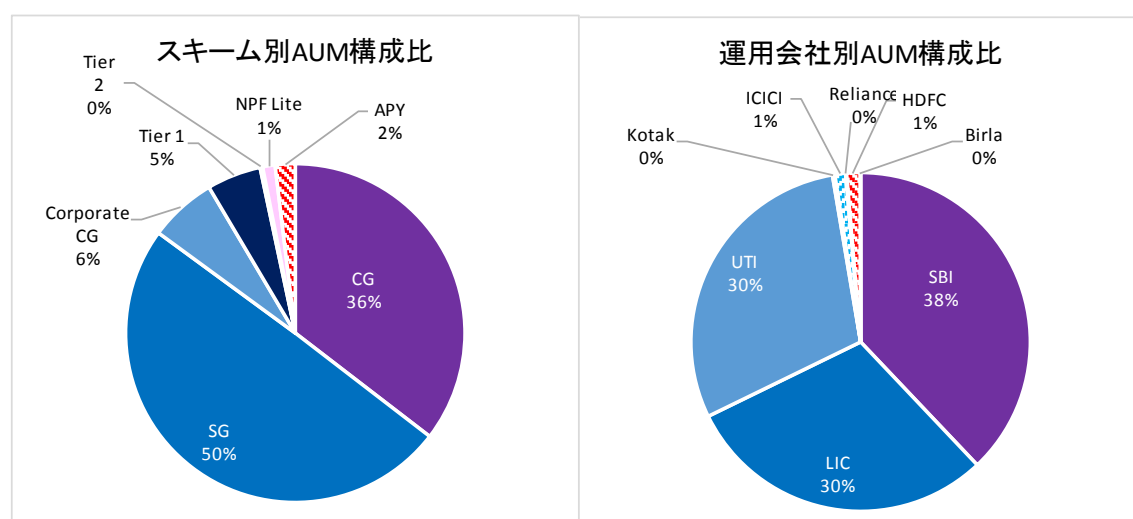
企業型の NPS では CG と同様の運用スキームとなる Corporate-CG と呼ばれる方式が雇用者の判断で採用可能であったが、2013 年以降 Corporate-CG の新規採用は認められていない。

NPS のうち CG と SG の運用会社は、SBI Pension Fund、LIC Pension Fund、UTI Retirement Solutions の 3 社が指定されており、Corporate-CG は、SBI Pension Fund、LIC Pension Fund の 2 社となっている。

² 当初は New Pension Scheme と呼ばれていた

Corporate-CG 方式を採用していない企業型 NPS と個人型 NPS の加入者は、監督機関である PFRDA (Pension Fund Regulatory and Development Authority) に登録されている運用会社 (2018 年 9 月現在 8 社) の中から運用会社を選択するとともに、設定されている 4 つの資産クラス (国債および公共債[G]、社債[C]、株式[E]、オルタナティブ[A]³) のファンドを組み合わせポートフォリオを作ることとなる。資産クラスの組み合わせに関しては、株式ファンドの組入上限は 75%⁴、オルタナティブの組入上限は 5%などの制限も設けられている。

[図表 5-13] NPS のスキーム別運用会社別残高構成比



出所：PFRDA から年金シニアプラン総合研究機構作成

また、リスク水準の異なる 3 種類のライフサイクル・ファンドが用意されている。ライフサイクル・ファンドはリスクが高い順に、LC75 (アグレッシブ)、LC50 (モデレート)、LC25 (コンサバティブ) と呼ばれている。ライフサイクル・ファンドにはオルタナティブの組入は行われず、国債および公共債[G]、社債[C]、株式[E]の資産クラスの組入比率を加入者の年齢に応じて自動的に変更していく形となっている。

このうち LC50 がデフォルト・ファンドに指定されている。

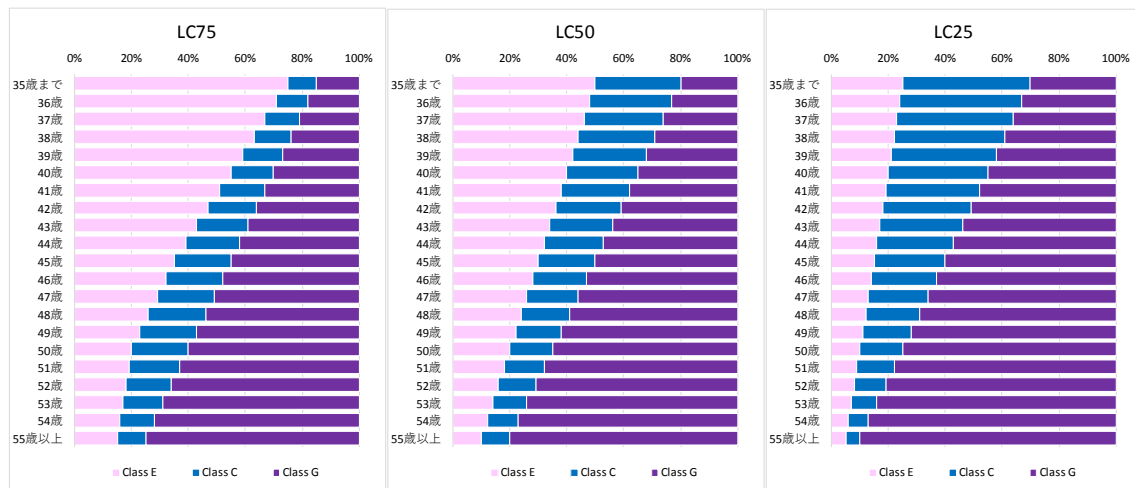
ライフサイクル・ファンドでは、35 歳までの株式ファンドの組入比率が LC75 では 75%、LC50 では 50%、LC25 では 25%からスタートし、加入者の年齢に応じて 36 歳以降毎年自動的に株式の組入比率が低下し、55 歳の時点では LC75 では株式組入比率が 15%、LC50 では 10%、LC25 では 5%まで下がる設計となっている。

³ 組入可能資産としては、CMBS、MBS、REIT、AIFs (オルタナティブ投資ファンド)、INVITs (インフラストラクチャー投資トラスト) などが例示されているが、2018 年 9 月現在での実際の組入対象はインドの銀行が発行している Tier1 証券となっている

⁴ 2018 年に株式の組入上限は 50%から 75%へと変更されている。50 歳までは上限 75%でその後毎年 2.5%ずつ上限は引き下げられ 60 歳以上の上限は 50%。

[図表 5-14] ライフサイクルファンドの年齢別組入構成比

	LC25			LC50			LC50		
	Class E	Class C	Class G	Class E	Class C	Class G	Class E	Class C	Class G
35歳まで	25%	45%	30%	50%	30%	20%	75%	10%	15%
36歳	24%	43%	33%	48%	29%	23%	71%	11%	18%
37歳	23%	41%	36%	46%	28%	26%	67%	12%	21%
38歳	22%	39%	39%	44%	27%	29%	63%	13%	24%
39歳	21%	37%	42%	42%	26%	32%	59%	14%	27%
40歳	20%	35%	45%	40%	25%	35%	55%	15%	30%
41歳	19%	33%	48%	38%	24%	38%	51%	16%	33%
42歳	18%	31%	51%	36%	23%	41%	47%	17%	36%
43歳	17%	29%	54%	34%	22%	44%	43%	18%	39%
44歳	16%	27%	57%	32%	21%	47%	39%	19%	42%
45歳	15%	25%	60%	30%	20%	50%	35%	20%	45%
46歳	14%	23%	63%	28%	19%	53%	32%	20%	48%
47歳	13%	21%	66%	26%	18%	56%	29%	20%	51%
48歳	12%	19%	69%	24%	17%	59%	26%	20%	54%
49歳	11%	17%	72%	22%	16%	62%	23%	20%	57%
50歳	10%	15%	75%	20%	15%	65%	20%	20%	60%
51歳	9%	13%	78%	18%	14%	68%	19%	18%	63%
52歳	8%	11%	81%	16%	13%	71%	18%	16%	66%
53歳	7%	9%	84%	14%	12%	74%	17%	14%	69%
54歳	6%	7%	87%	12%	11%	77%	16%	12%	72%
55歳以上	5%	5%	90%	10%	10%	80%	15%	10%	75%



出所：PFRDA から年金シニアプラン総合研究機構作成

加入者が自身で資産運用を選択するタイプの NPS は、税制優遇が有り原則として退職時まで引き出し不能⁵の Tier1 勘定と、任意加入で随時引き出し可能であるが税制優遇はない

⁵ 加入後 3 年経過後以降は、住宅購入、子供の教育・結婚、重大疾病発症時には残高の最大 25%まで引き出し可能とされている

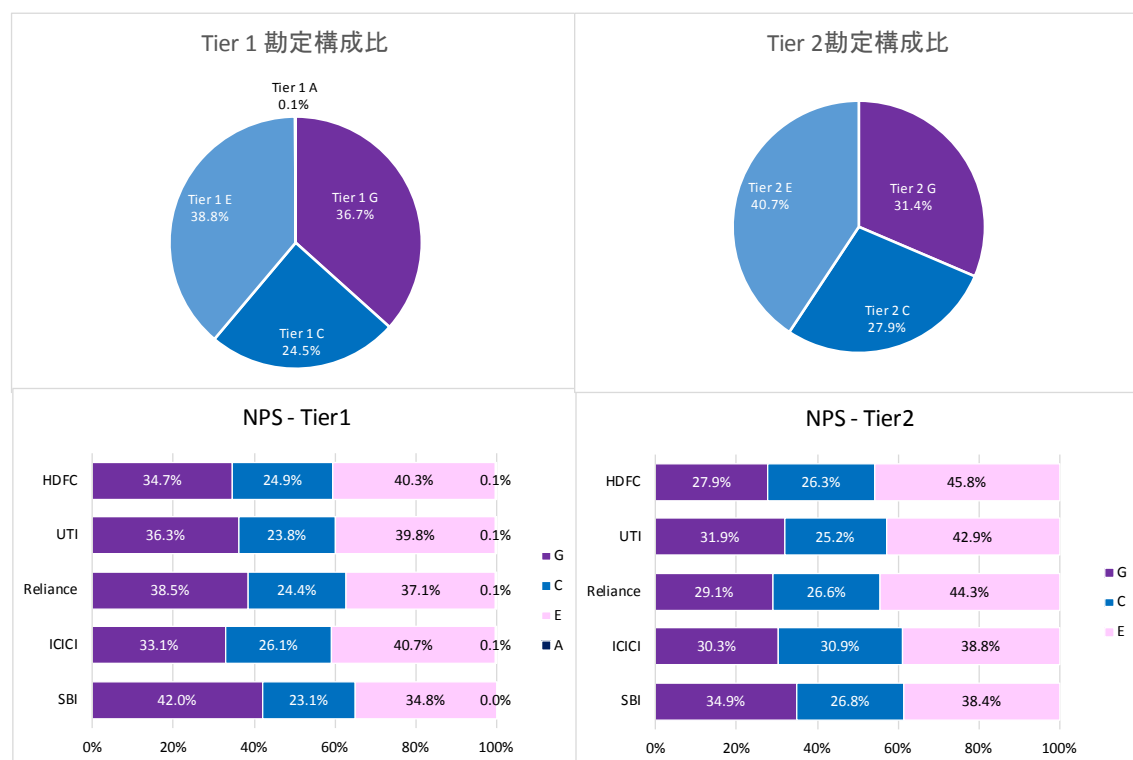
Tier2 勘定⁶から構成されている。

2018 年 9 月現在の Tier1 勘定の運用資産残高は 1,353.6 億ルピーで、運用資産の残高構成比は、国債および公共債[G]が 36.7%、社債[C]が 24.5%、株式[E]が 38.8%、オルタナティブ[A]が 0.07%となっている。

Tier2 勘定の運用資産残高は 64.6 億ルピーで、運用資産の残高構成比は、国債および公共債[G]が 31.4%、社債[C]が 27.9%、株式[E]が 40.7%で、Tier2 勘定ではオルタナティブ[A]の組入は認められていない。

自動選択オプションとして採用されているライフサイクル・ファンドの利用状況等の情報は確認できていない。

[図表 5-15] Tier1、Tier2 勘定の資産クラス別構成比



出所：運用会社各社から年金シニアプラン総合研究機構作成

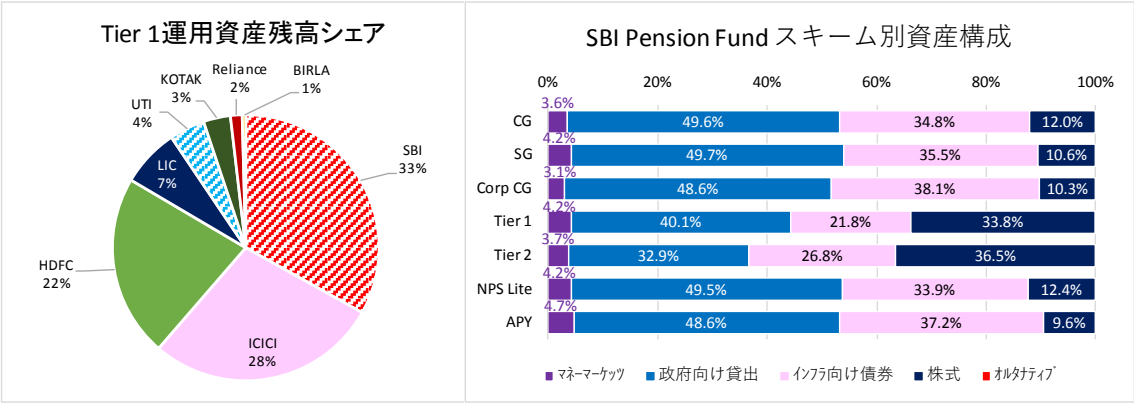
自営業者や零細企業の被雇用者等向けの制度として確定給付方式の保証年金制度（Atal Pension Yojana : APY）が 2015 年に新設されている。従来 NPS Lite という簡易版の制度が設けられていたが、NPS Lite の 18 歳から 40 歳までの加入者は APY へと自動的に移行（任意で NPS Lite に残留することも可能）する措置が取られている。

⁶ Tier2 勘定の開設には NPS 加入者であることが必要で Tier2 勘定のみ開設はできない

NPS 全体での運用会社別シェアでは、残高の大きな CG や SG を運用している SBI Pension Fund、LIC Pension Fund、UTI Retirement Solutions の 3 社のシェアが高いが、Tier1 勘定だけを見ると、SBI を除く 2 社のシェアは低く、大手銀行系の 3 社（SBI Pension Fund、ICICI Prudential Pension Fund、HDFC Pension Fund）が大きなシェアを占めている。

また、すべての NPS スキームで運用を行っている SBI Pension Fund の資産構成比率を見ると、Tier1 勘定と Tier2 勘定のみ株式の組入比率が高い状況となっている。

[図表 5-16] Tier1 勘定運用会社シェアと SBI のスキーム別資産構成比率



出所：PFRDA、SBI Pension Fund から年金シニアプラン総合研究機構作成

[図表 5-17] Tier1 勘定の年度別⁷・運用会社別リターン状況

Scheme E - Tier 1	FY12	FY13	FY14	FY15	FY16	FY17	FY18
LIC	-	-	20.13%	27.51%	-7.91%	21.23%	8.29%
SBI	-7.18%	8.24%	20.68%	28.37%	-7.16%	21.83%	9.52%
UTI	-10.60%	7.42%	21.29%	29.74%	-6.72%	22.93%	10.39%
ICICI	-7.75%	9.05%	21.18%	28.65%	-7.37%	21.42%	9.28%
KOTAK	-10.20%	11.52%	19.48%	28.41%	-6.88%	22.23%	10.94%
Reliance	-10.50%	7.75%	20.20%	28.30%	-7.26%	20.35%	7.73%
HDFC	-	-	32.09%	28.63%	-7.47%	22.96%	10.71%
BIRLA	-	-	-	-	-	-	9.22%
IDFC	-9.32%	-	-	-	-	-	-
SDSP	-	-	17.06%	-	-	-	-
Scheme C - Tier 1	FY12	FY13	FY14	FY15	FY16	FY17	FY18
LIC	-	-	11.44%	15.43%	15.43%	11.64%	5.94%
SBI	11.07%	14.27%	5.24%	15.70%	8.72%	11.96%	6.40%
UTI	10.19%	13.41%	6.14%	15.09%	8.83%	12.04%	6.00%
ICICI	1.43%	14.22%	6.22%	15.72%	9.77%	12.48%	6.48%
KOTAK	10.19%	15.01%	5.77%	15.22%	9.46%	12.35%	6.57%
Reliance	8.13%	13.89%	6.89%	15.04%	9.12%	11.90%	6.37%
HDFC	-	-	10.89%	15.20%	15.20%	12.20%	6.39%
BIRLA	-	-	-	-	-	-	9.18%
IDFC	9.15%	-	-	-	-	-	-
SDSP	-	-	10.57%	-	-	-	-
Scheme G - Tier 1	FY12	FY13	FY14	FY15	FY16	FY17	FY18
LIC	-	-	8.57%	20.93%	6.50%	14.31%	5.55%
SBI	5.46%	13.48%	0.23%	20.73%	7.16%	12.44%	5.20%
UTI	3.75%	13.57%	0.93%	20.18%	7.16%	11.66%	4.25%
ICICI	6.07%	13.84%	1.51%	20.75%	6.97%	12.18%	5.17%
KOTAK	6.14%	13.61%	0.84%	19.63%	7.54%	12.63%	4.81%
Reliance	5.63%	13.74%	0.89%	20.24%	7.22%	12.50%	5.13%
HDFC	-	-	5.05%	19.88%	6.77%	12.23%	4.65%
BIRLA	-	-	-	-	-	-	3.96%
IDFC	5.90%	-	-	-	-	-	-
SDSP	-	-	10.14%	-	-	-	-

出所：PFRDA から年金シニアプラン総合研究機構作成

⁷ インドの会計年度末は 3 月のため FY18 は 2018 年 3 月までの 1 年間のリターン

4 ナイジェリア

ナイジェリアでは 2004 年に年金改革が実施され、個人勘定型の DC 年金である Retirement Savings Account (RSA) が導入された。2018 年 9 月現在の加入者は 827 万人、公的セクター労働者が 357 万人、民間セクター労働者が 469 万人で、運用資産額は 63 億ナイジェリア・ナaira (NGN) となっている。年金運用会社は 21 社と多いが上位 5 社で運用資産額の半分以上を占めている。

ナイジェリアでは 2017 年 4 月に DC 年金の投資規制が見直され、2018 年 7 月から RSA にマルチファンド・ストラクチャーが導入されている。

マルチファンド化以前は、RSA アクティブ・ファンドと退職者向けの RSA 退職者ファンドの 2 本立てで、加入者にファンド選択の余地は無かったが、マルチファンド化後もファンド選択には制約が課されている。

また、ナイジェリアでは、複数の種別のファンドに投資することは認められておらず、単一のファンドのみへの投資に制限されている。

マルチファンドは Fund I から IV の 4 つのファンド種別で構成されている。4 種のファンドにはそれぞれリスク資産（株式、投資ファンド、投資信託、REIT、インフラファンド、PE ファンド等）の組入比率の上限と下限が定められている。

Fund I は、リスク資産の組入比率が 20%～75%で最もリスク設定が高いファンドであるが、50 歳未満の拠出中の現役加入者のみが選択可能なファンドとされており、50 歳以上の加入者や退職者は選択不可とされている。

退職者向けの RSA 退職者ファンドの残高は Fund IV に、RSA アクティブ・ファンドの残高は年齢に応じて Fund II と Fund III に振り分けられており、Fund I は主体的に選択を行った加入者のみで構成されることと、マルチファンド導入から日が浅いことから、2018 年 11 月現在の Fund I の残高構成比は RSA 運用資産額の 0.1%にとどまっている。また、リスク資産の構成比も、規制緩和から日が浅いこともあり下限に届いていない状況である。

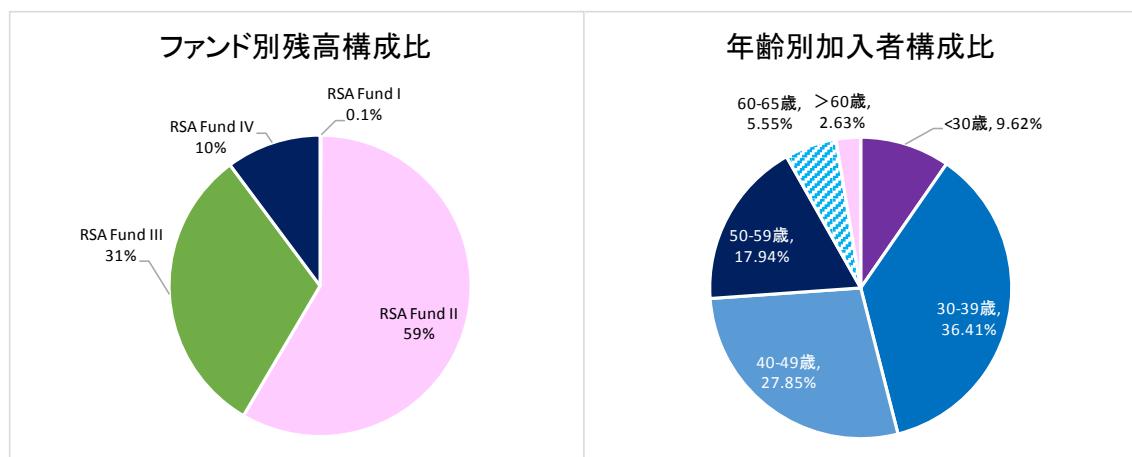
[図表 5-18] マルチファンドの概要

ファンド名称	主たる対象加入者	リスク資産の組入制限
RSA Fund I	50歳未満の拠出中の加入者 (By Choice)	20 ～ 75%
RSA Fund II	50歳未満の拠出中の加入者 (Default Fund)	10 ～ 55%
RSA Fund III	50歳以上の加入者	5 ～ 20%
RSA Fund IV	退職者	0 ～ 10%

出所：PenCom から年金シニアプラン総合研究機構作成

Fund IIは、リスク資産の組入比率が10%～55%で、50歳未満の拠出中の現役加入者のデフォルト・ファンドに指定されており、残高構成比で59%を占めている。50歳未満の拠出中の現役加入者が選択できるのはFund IまたはFund IIのみとされており、デフォルト・ファンドよりもリスクの低いファンドへの変更は認められていない模様である。

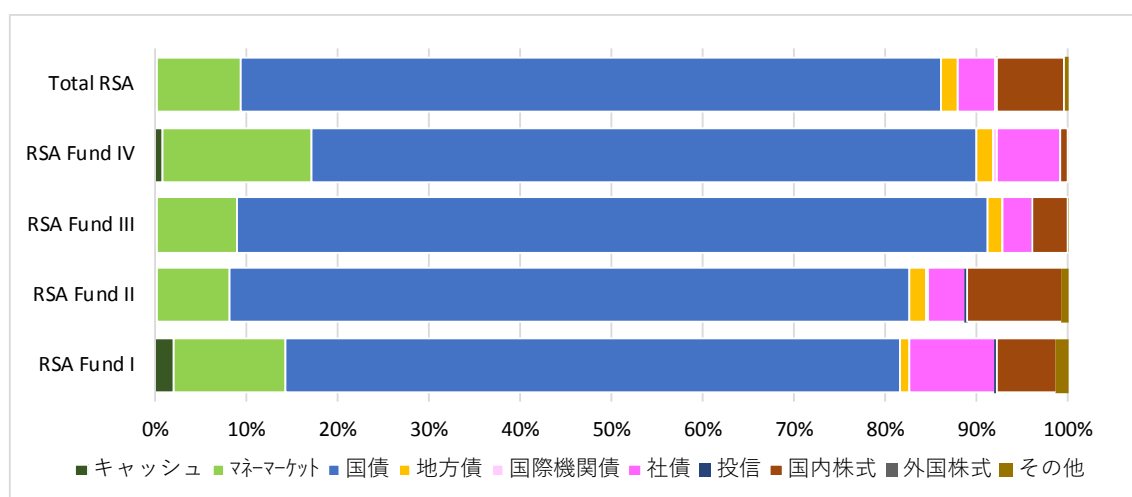
[図表 5-19] ファンド別残高構成比と年齢別加入者構成比（2018 年 11 月）



出所：PenCom から年金シニアプラン総合研究機構作成

2017 年の投資規制の変更では、運用対象商品の拡大も行われており、新規上場会社への投資、スクークやシャリア適格金融商品などのイスラム金融商品、モーゲージ債などが投資可能商品として追加されている。

[図表 5-20] ファンド別資産構成比（2018 年 11 月）



出所：PenCom から年金シニアプラン総合研究機構作成

第 6 章 先進諸国の DC 年金

1 オーストラリア (Superannuation)

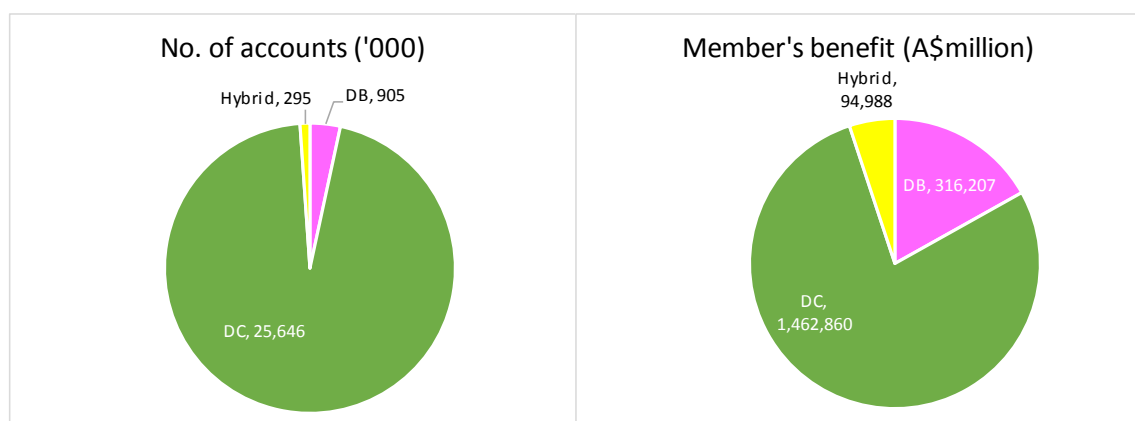
オーストラリアのスーパーアニュエーションは 1980 年代に制度が確立され、1992 年から強制拠出が開始された職域年金制度である。制度としては確定拠出年金である必要はないが、現在では大多数のスーパーアニュエーションが DC 年金となっている。

2018 年 6 月末現在の加入者口座数 2,684 万口¹の 95.5%にあたる 2,564 万口、資産残高 1 兆 8,740 億オーストラリアドル (A\$) の 78.1%にあたる 1 兆 4,628 億 A\$が DC 年金となっている。

スーパーアニュエーションでは、加入者は運用資産のみならず加入基金も選択可能であり、加入者にとっては自由度の高い制度設計となっている。また、制度設計から運用・管理までを自由に設定可能な SMSF (Self Managed Superannuation Fund)²という制度も設けられている。

スーパーアニュエーションは、①産業別に組織された産業ファンド (Industrial)、②個別の企業グループが提供する企業ファンド (Corporate)、③公的セクター職員を対象とした公的セクター・ファンド (Public)、④金融機関が提供し誰でも加入可能なリテール・ファンド (Retail)、⑤加入者 4 名以下の SMSF を中心としたスモール・ファンド (Small) に分類される。

[図表 6-1] スーパーアニュエーションの基金タイプ別構成比

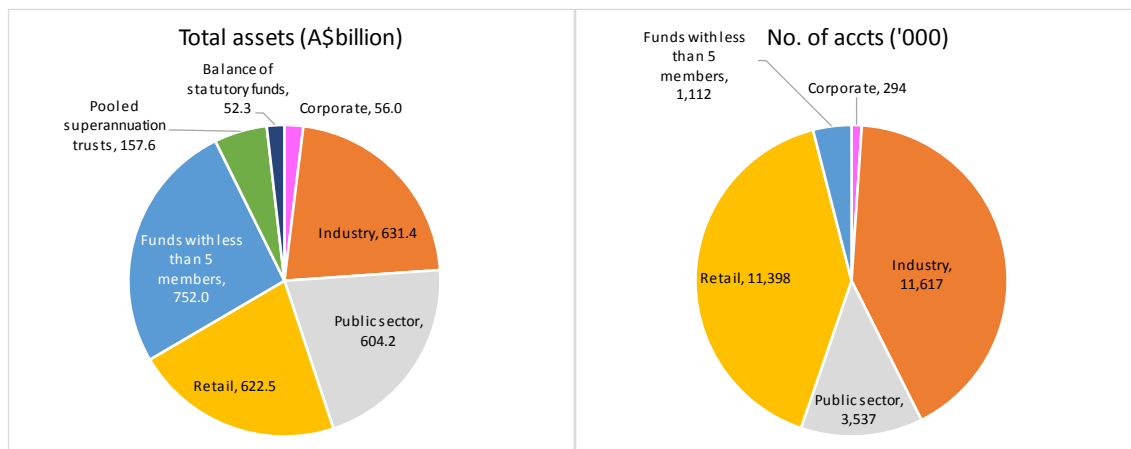


出所：APRA から年金シニアプラン総合研究機構作成

¹ 加入者数 4 名以上のスーパーアニュエーション

² 加入者の上限 4 名まで、上限引き上げの議論も見られている

[図表 6-2] スーパーアニュエーションの種類別構成比



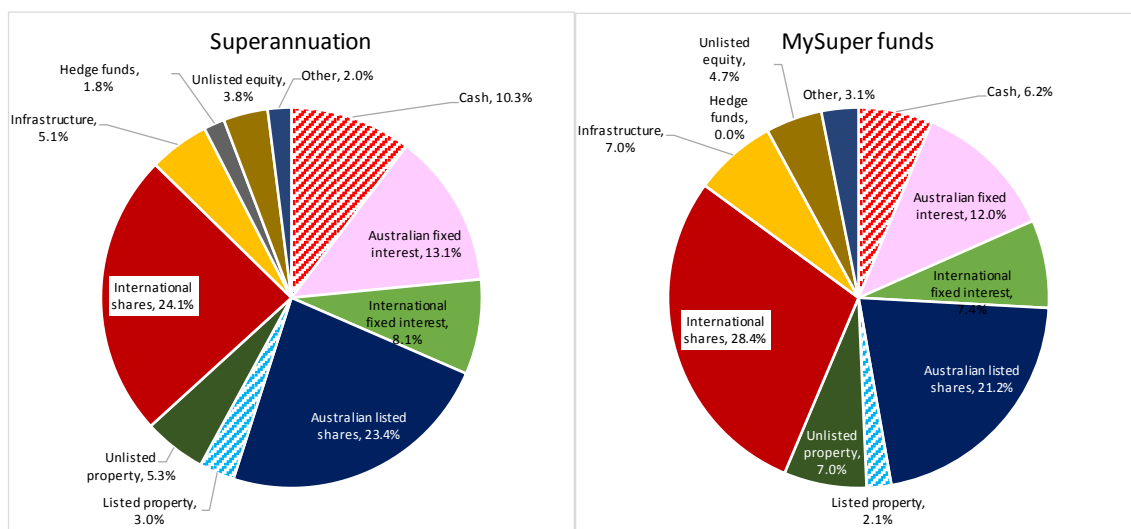
出所：APRA から年金シニアプラン総合研究機構作成

運用資産残高上位 20 のスーパーアニュエーションは、産業ファンドが 7、企業ファンドが 1、公的セクターが 3、リテール・ファンドが 9 となっている。

スーパーアニュエーションにおける資産運用の特徴としては、株式組入比率の高さと不動産やインフラストラクチャーなどへの投資が一般的に行われていることが挙げられている。

2018 年 6 月現在の株式の組入構成比は 51.3%、運用資産残高上位 20 のスーパーアニュエーションではいずれも不動産とインフラストラクチャーの組入が見られ、上位 20 のうちの 6 つでは不動産の組入比率が 10%以上、4 つではインフラストラクチャーの組入比率が 10%以上と相応の比率での投資が実施されている。

[図表 6-3] 運用資産残高構成比（2018 年 6 月）

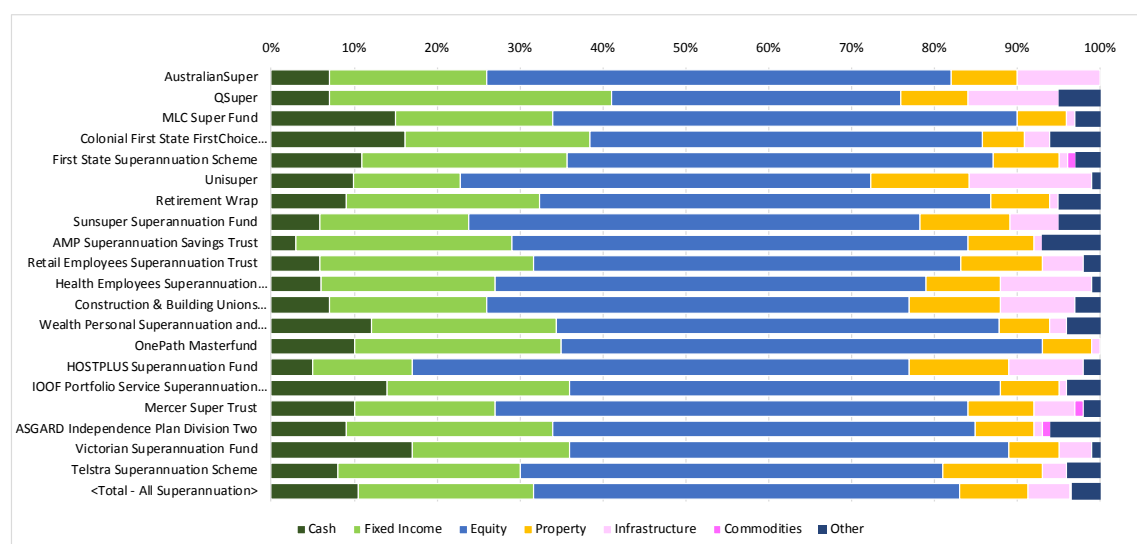


出所：APRA から年金シニアプラン総合研究機構作成

豪スーパーアニュエーションでは、外貨建て資産における為替ヘッジ比率はやや高い傾向が見られており、2018 年 6 月末現在では、海外債券の 66.8%、海外株式の 30.4%、海外インフラの 56.4%に為替ヘッジが掛けられている。

[図表 6-4] 運用残高上位 20 ファンドのアセットアロケーション (2018/6)

	Cash	Fixed Income	Equity	Property	Infrastructure	Commodities	Other
AustralianSuper	7%	19%	56%	8%	10%	0%	0%
QSuper	7%	34%	35%	8%	11%	0%	5%
MLC Super Fund	15%	19%	56%	6%	1%	0%	3%
Colonial First State FirstChoice Superannuation Trust	16%	22%	47%	5%	3%		6%
First State Superannuation Scheme	11%	25%	52%	8%	1%	1%	3%
Unisuper	10%	13%	50%	12%	15%		1%
Retirement Wrap	9%	23%	54%	7%	1%	0%	5%
Sunsuper Superannuation Fund	6%	18%	55%	11%	6%	0%	5%
AMP Superannuation Savings Trust	3%	26%	55%	8%	1%	0%	7%
Retail Employees Superannuation Trust	6%	26%	52%	10%	5%		2%
Health Employees Superannuation Trust Australia	6%	21%	52%	9%	11%		1%
Construction & Building Unions Superannuation	7%	19%	51%	11%	9%	0%	3%
Wealth Personal Superannuation and Pension Fund	12%	22%	53%	6%	2%	0%	4%
OnePath Masterfund	10%	25%	58%	6%	1%	0%	0%
HOSTPLUS Superannuation Fund	5%	12%	60%	12%	9%	0%	2%
IOOF Portfolio Service Superannuation Fund	14%	22%	52%	7%	1%	0%	4%
Mercer Super Trust	10%	17%	57%	8%	5%	1%	2%
ASGARD Independence Plan Division Two	9%	25%	51%	7%	1%	1%	6%
Victorian Superannuation Fund	17%	19%	53%	6%	4%	0%	1%
Telstra Superannuation Scheme	8%	22%	51%	12%	3%		4%
<Total - All Superannuation>	10%	21%	51%	8%	5%	0%	3%



出所：APRA から年金シニアプラン総合研究機構作成

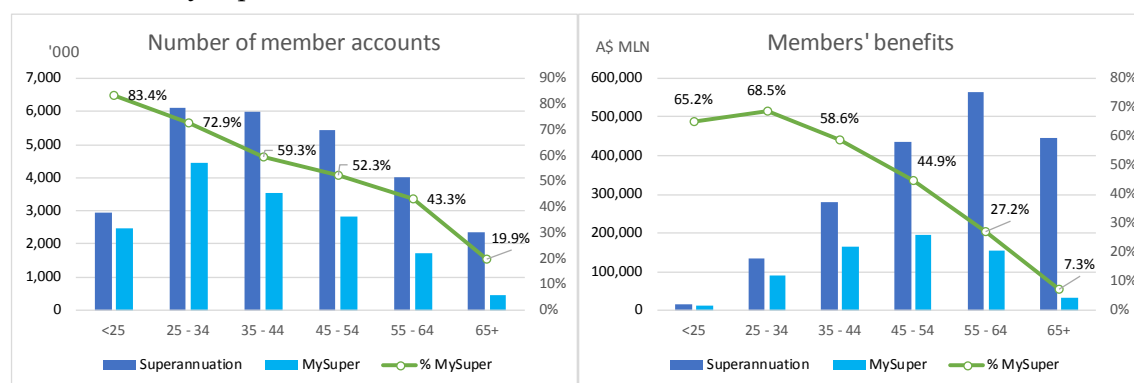
大半のスーパーアニュエーションはリテール・ファンド以外でも外部からの加入者の受け入れを行っており、運用残高上位 20 ファンドの中では大学教員や研究者を対象としている Unisuper を除き 19 のファンドが外部からの加入者を受け入れている。

スーパーアニュエーションは加入者の選択の自由を追求した制度設計となっており、投資上の制限はほとんどなく、投資対象商品のみならず加入基金も自由に選択可能となっている。しかしながら、すべての加入者の金融リテラシーが高く自ら投資情報を収集し積極的に投資判断を行うわけではなく、運用商品の選択を行わずデフォルト商品に資金を置いたままの加入者が多数存在していたことから、2010 年に実施された「クーパーレビュー」を契機にデフォルト商品改革として“**MySuper**”制度が導入され、スーパーアニュエーションにおいてデフォルト・ファンドに選定できるのは、規制当局である APRA から適格承認を取得した分散型バランス・ファンドまたはライフサイクル・ファンドである“**MySuper**”のみと変更されている。

2018 年 6 月現在 106 の **MySuper** ファンドが提供されており、このうち 33 ファンドがライフサイクル型とされている。

4 名超の加入者を持つスーパーアニュエーションの 2,684 万口座のうち 57.8%にあたる 1,551 万口座が **MySuper** での運用となっており、運用残高は 6,474 億 A\$ で 34.5%を占めている。

【図表 6-5】 **MySuper** の占める比率



出所：APRA から年金シニアプラン総合研究機構作成

平均口座残高は、スーパーアニュエーション全体の 69,807A\$に対して **MySuper** は約 6 割の 41,735A\$にとどまっているが、25～49 歳の年齢層ではスーパーアニュエーション全体をやや下回ってはいるものの 9 割を超える水準となっており、**MySuper** の導入により、運用商品を選択しないデフォルト運用の加入者の資産形成の助けにはなっているものと考えられる。

2 ニュージーランド (KiwiSaver)

キウィセーバー (KiwiSaver) は、強制自動加入 (Automatic enrolment) 方式³の貯蓄スキームであり、退職後の貯蓄と持ち家の取得を促進することを主たる目的としている。キウィセーバーは、退職後だけではなく、住宅の一次取得時、生活困窮時等にも資金の引き出しが可能なスキームとなっている。

2018年3月時点での加入者数は283万人 (拠出中168万人、非拠出115万人) で、運用資産総額は486億ニュージーランド・ドル (以下、NZ\$)、加入者の平均残高は17,130NZ\$となっている。

2018年3月期の引き出し額は、老齢引出 (65歳以上) が731.2百万NZ\$、住宅一次取得723.3百万NZ\$、生活困窮101.0百万NZ\$などとなっている。

新規加入者が投資対象の選択を行わなかった場合に資金が振り向けられるデフォルト・ファンドには、低リスクのディフェンシブ・ファンドが指定されるが、キウィセーバーの監督当局であるFMA (Financial Markets Authority) は、デフォルト・ファンドを提供しているプロバイダーに対して、デフォルト・ファンドを保有している加入者⁴に対するエンゲージメントを義務付け、投資対象ファンドの選定を促すことを強く求めている。

また、デフォルト・ファンドのプロバイダーはエンゲージメントの結果をFMAに報告する義務を負っており、デフォルト加入者のファンド選択に改善が見られない場合には、FMAからの改善要請もなされている。

投資選択を行っていないデフォルト加入者は、2018年3月末現在431,779名で総加入者の15.2% (前年度末比△1.2%)、運用資産額は46.6億NZ\$で運用資産総額の9.6% (同△1.6%) となっている。

2018年3月期における新規加入者147,692名のうち、投資対象ファンドを選定したのは83,472名で56.5%となっており、半数近い新規加入者が加入して直ぐには投資対象ファンドを選定できない状況となっている。

投資選択された運用資産額を見ると、バランス型ファンドの残高が405億NZ\$と92.3%を占めており、キウィセーバーでは大半の加入者がバランス型ファンドを選択している。バランス型ファンドの内訳としては、リスク資産の組入比率が高い順に、グロース (Growth) が158億NZ\$、バランス (Balanced) が131億NZ\$、コンサバティブ (Conservative) が79億NZ\$、ディフェンシブ (Active Default)⁵が35億NZ\$と、リスクの高いファンドほど残高が大きい状況となっている。

キウィセーバーの株式組入比率は44% (豪NZ株式15%、海外株式29%) と相応に高いが、株式ファンドへの投資比率は1.1%に過ぎず、残高構成比で93.0%となっているバラン

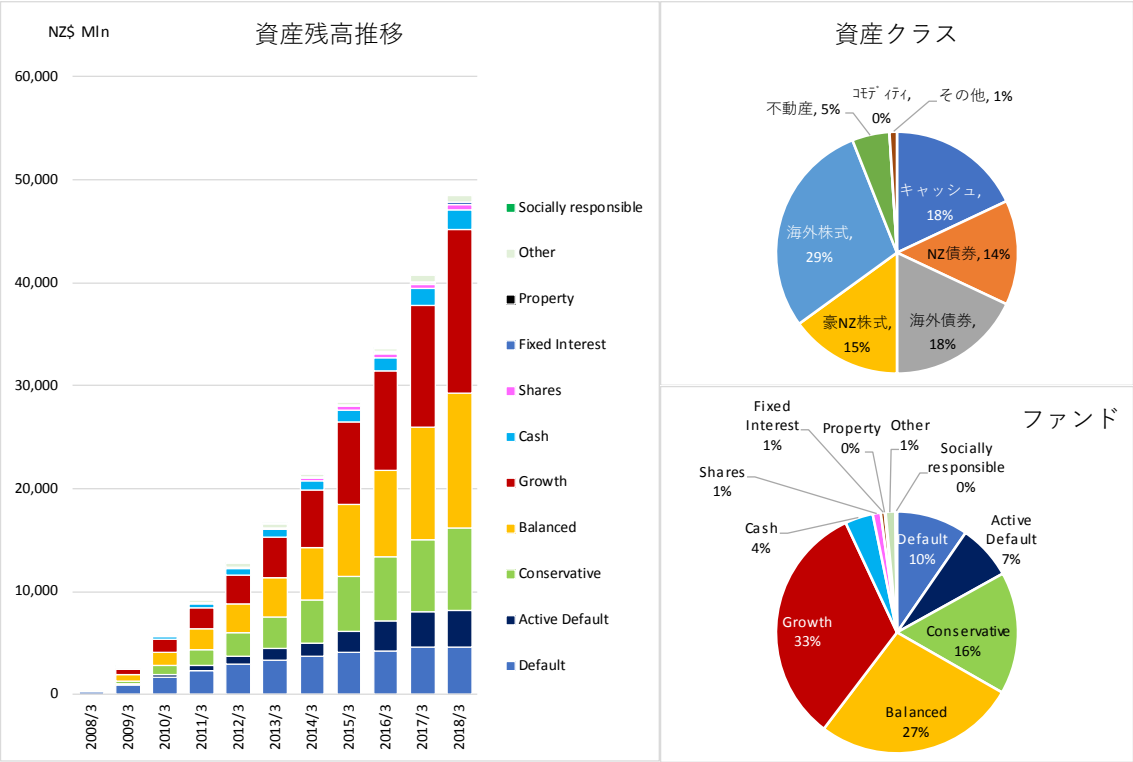
³ 脱退 (opt-out) 可能

⁴ ニュージーランドではデフォルト加入者 (Default Member) と呼ばれている

⁵ デフォルト・ファンドとして設定されている低リスクファンドを加入者の意思で選択したもの

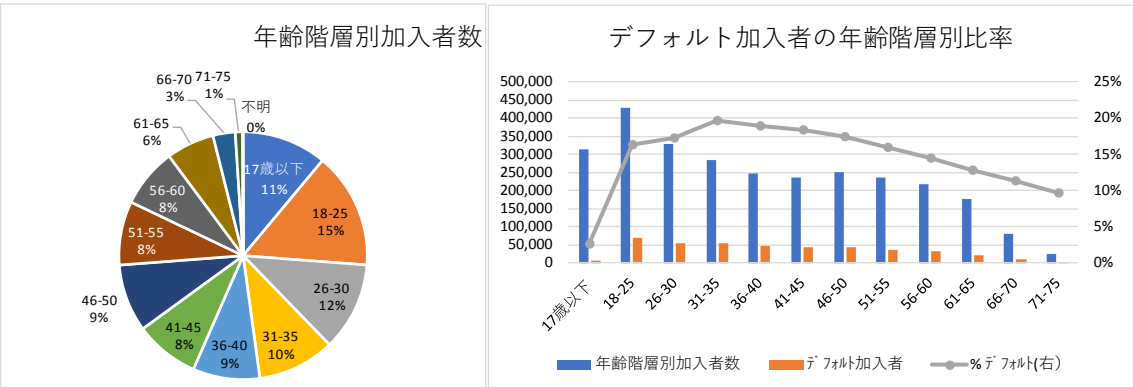
ス型ファンドにおける株式の組入が寄与してのものとなっている。バランス型ファンドの中では最もリスクの高い区分となる **Growth** ファンドの残高が 32.7%と最も高くなっている。

〔図表 6-6〕 キウィセーバーの資産残高推移と資産構成比



出所：KiwiSaver アニュアルレポートから年金シニアプラン総合研究機構作成

〔図表 6-7〕 年齢階層別加入者数構成比とデフォルト加入者の比率



出所：KiwiSaver アニュアルレポートから年金シニアプラン総合研究機構作成

[図表 6-8] 運用会社別のバランス型ファンドの資産組入構成比①

ASB	Growth	Balanced	Moderate	Conservative	NZ Cash
Cash	1%	4%	9%	15%	100%
NZ Fixed Interest	6.5%	15%	21%	22%	
Int'l Fixed Interest	12.5%	21%	30%	43%	
Australasian Equities	40%	29%	19%	9%	
Int'l Equities	32.5%	26%	19%	11%	
Listed Property	7.5%	5%	2%		
Unlisted Property					
Commodities					
Other-Alternatives					
リスク資産	80%	60%	40%	20%	0%

ANZ	Growth	Balanced Growth	Balanced	Conservative Balanced	Conservative	Cash
Cash	4%	6%	10%	15%	20%	100%
NZ Fixed Interest	5%	9%	12%	15%	18%	
Int'l Fixed Interest	11%	20%	28%	35%	42%	
Australasian Equities	50%	41%	30.5%	21%	12.5%	
Int'l Equities	12%	10%	8%	6%	3%	
Listed Property	18%	14%	11.5%	8%	4.5%	
Unlisted Property						
Commodities						
Other-Alternatives						
リスク資産	80%	65%	50%	35%	20%	0%

BNZ	Growth	Balanced	Moderate	Conservative	1st Home Buyer	Cash
Cash	5%	5%	10%	35%	60%	100%
NZ Fixed Interest	6%	11%	14%	11%	6%	
Int'l Fixed Interest	19%	34%	41%	34%	19%	
Australasian Equities	24%	16%	11%	6%	5%	
Int'l Equities	46%	34%	24%	14%	10%	
Listed Property						
Unlisted Property						
Commodities						
Other-Alternatives						
リスク資産	70%	50%	35%	20%	15%	0%

Booster	High Growth	Balanced Growth	Balanced	Moderate	Default Saver	Capital Guaranteed	Enhanced Income
Cash	2%	2%	2%	15%	20%	60%	
NZ Fixed Interest		9%	17%	30%	35%	15%	100%
Int'l Fixed Interest		14%	26%	20%	25%	10%	
Australasian Equities	32%	25%	18%	12%	7%	5%	
Int'l Equities	54%	41%	30%	19%	11%	10%	
Listed Property	12%	9%	7%	4%	2%		
Unlisted Property							
Commodities							
Other-Alternatives							
リスク資産	98%	75%	55%	35%	20%	15%	0%

出所：各社資料から年金シニアプラン総合研究機構作成

[図表 6-9] 運用会社別のバランス型ファンドの資産組入構成比②

Mercer	Shares	High Growth	Growth	Balanced	Moderate	Conservative	Cash
Cash		2%	4%	10%	24%	30%	100%
NZ Fixed Interest		2%	5%	10%	13%	15%	
Int'l Fixed Interest		6%	16%	25%	28%	35%	
Australasian Equities	26%	18%	12%	10%	7%	5%	
Int'l Equities	74%	53%	44%	28.5%	16%	11%	
Listed Property		3.5%	3.5%	3%	2%	0.88%	
Unlisted Property		3.5%	3.5%	3%	2%	0.87%	
Commodities		2%	2%	1.5%	1%	1%	
Other-Alternatives		10%	10%	9%	7%	1.75%	
リスク資産	100%	90%	75%	55%	35%	20%	0%

AMP	Aggressive	Growth	Balanced	Moderate Balanced	Moderate	Conservative	Default
Cash	5%	6%	10%	14%	18%	23%	45%
NZ Fixed Interest	3%	7%	15%	18%	21%	25%	17.5%
Int'l Fixed Interest	5%	10%	18%	21%	24%	28%	17.5%
Australasian Equities	24.5%	23%	16%	14.5%	11%	6%	7%
Int'l Equities	52.75%	46.5%	35%	27.25%	21.5%	14.25%	13%
Listed Property	7%	5%	4%	4%	3%	2.5%	
Unlisted Property							
Commodities	1.375%	1.25%	1%	0.875%	0.75%	0.625%	
Other-Alternatives	1.375%	1.25%	1%	0.875%	0.75%	0.625%	
リスク資産	87%	77%	57%	47%	37%	24%	20%

Westpac	Growth	Balanced	Moderate	Conservative	Default	Cash
Cash	4%	5%	10%	20%	33%	100%
NZ Fixed Interest	7%	15%	22%	24%	23%	
Int'l Fixed Interest	9%	20%	28%	31%	24%	
Australasian Equities	25%	20%	13%	9%	8%	
Int'l Equities	37%	29%	17%	10%	9%	
Listed Property	10%	5%	5%	4%	3%	
Unlisted Property						
Commodities						
Other-Alternatives	8%	6%	5%	2%		
リスク資産	80%	60%	40%	25%	20%	0%

Fisher Two	Equity	Growth	Balanced	Conservative	Cash Enhanced	Preservation
Cash		10%	17%	28%	31%	50%
NZ Fixed Interest		6%	10%	17%	19%	50%
Int'l Fixed Interest		9%	16%	25%	29%	
Australasian Equities	40%	27%	19%	8%	6%	
Int'l Equities	60%	40%	28%	12%	8%	
Listed Property						
Unlisted Property		8%	10%	10%	7%	
Commodities						
Other-Alternatives						
リスク資産	100%	75%	57%	30%	21%	0%

出所：各社資料から年金シニアプラン総合研究機構作成

3 英国（NEST）

イギリスでは 2008 年年金法（The Pension Act 2008）により、すべての事業主に一定要件に該当する従業員を、政府が定める基準を満たす職域年金に自動加入（Auto Enrollment）⁶させることが義務付けられている。

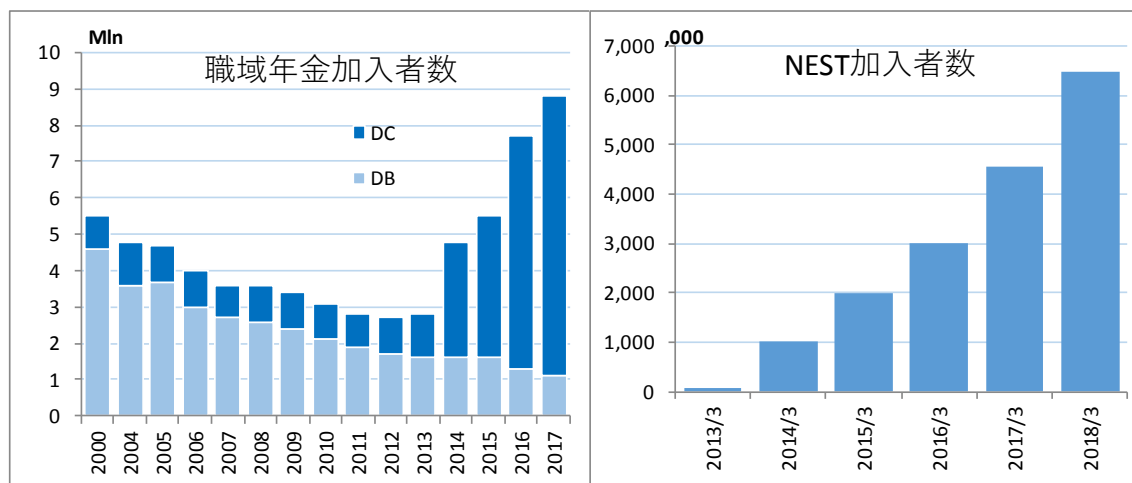
職域年金への自動加入を義務付けることに関しては、コスト面等から独自に職域年金を従業員に対して提供することは困難とみられる中小・零細企業の存在がハードルとなっていたことから、2012 年に NEST（National Employment Savings Trust）が設立され、職域年金を持たない企業の被用者は NEST へと加入させる仕組みを作り、中小・零細企業の雇用者の負担を緩和させている。

イギリスの DB 年金は、終身年金および物価連動での給付が求められるなど、年金スポンサーである企業にとっては負担の重い制度となっていることもあり、企業 DB 年金は新規加入者の受け入れ停止や新規の受給権の付与停止などが進んでいるため DB 年金の現役加入者数は大幅に減少しているが、企業 DC 年金の現役加入者数もさほど伸びず、職域年金に加入していない労働者の比率が高まっていたことへの対応とされている。

NEST への加入者数は 2018 年 3 月末現在 648 万人で、1 年前比+42%の大幅増となっている。

加入者が脱退の権利を行使したオプト・アウト比率は 7.5%であるが、22 歳未満では 1.6%、22-29 歳では 3.9%、30-39 歳では 5.5%と若年層における脱退率は低い状況となっている。

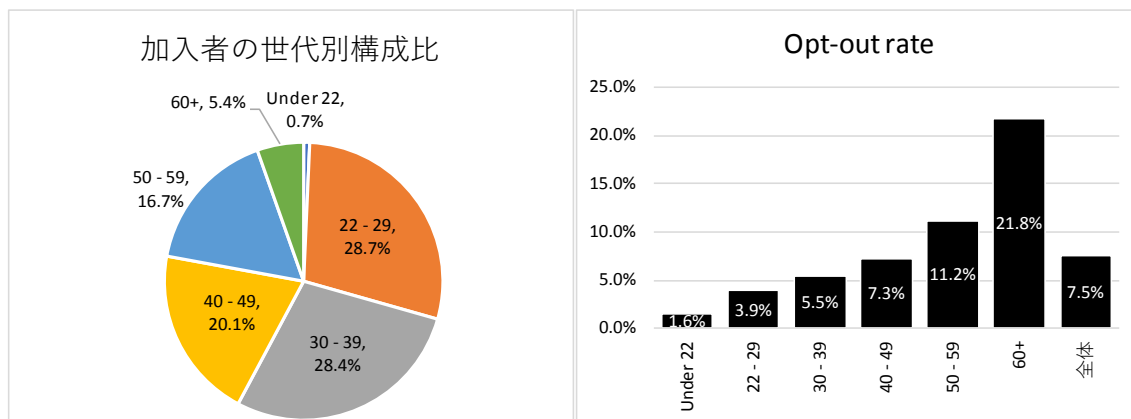
[図表 6-10] 英国における職域年金および NEST の加入者数推移



出所：Office for National Statistics、NEST から年金シニアプラン総合研究機構作成

⁶ 従業員は自らの意思で脱退（opt-out）することが可能である

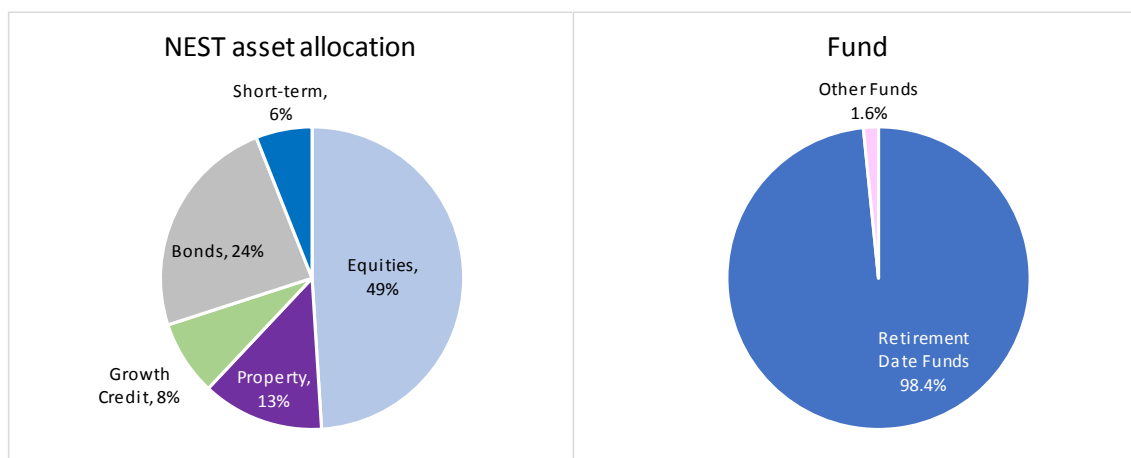
[図表 6-11] NEST 加入者の世代別構成比とオプト・アウト比率



出所：NEST から年金シニアプラン総合研究機構作成

NEST ではターゲット・デット・ファンドである Retirement Date Funds をデフォルト・ファンドに指定しているが、2018 年 3 月末の資産残高の 98.4%が Retirement Date Funds で占められている。

[図表 6-12] NEST の運用資産残高構成比



単位：1,000ポンド	2014/3	2015/3	2016/3	2017/3	2018/3	構成比
Retirement Date Funds	102,810	416,306	818,519	1,634,398	2,673,006	98.4%
Higher Risk Fund	803	2,512	5,570	14,165	30,766	1.1%
Ethical Fund	218	616	1,575	3,727	8,615	0.3%
Sharia Fund	118	343	590	1,337	2,646	0.1%
Pre-retirement Fund	58	165	303	549	1,008	0.0%
Lower Growth Fund		7	67	205	428	0.0%
Total	104,007	419,949	826,624	1,654,381	2,716,469	100.0%

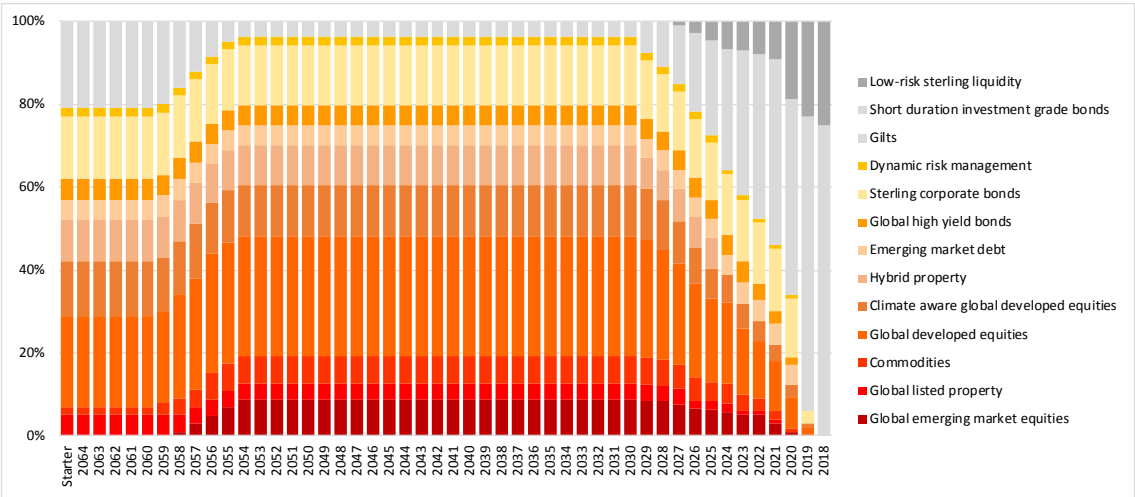
出所：NEST から年金シニアプラン総合研究機構作成

NEST では資産クラスは、株式、不動産、グロース・クレジット、投資適格格付債券、キャッシュの 5 つの資産クラスに区分されている。

NEST の Retirement Date Funds は、2019、2020…と 1 年毎に設定されている。NEST では、Retirement Date Funds の他に、NEST Ethical Fund、NEST Sharia Fund、NEST Higher Risk Fund、NEST Lower Growth Fund、NEST Pre-Retirement Fund の 5 つのファンドが提供されているが、NEST Ethical Fund もライフサイクル型ファンドとなっている。

ライフサイクル化されている Retirement Date Funds と NEST Ethical Fund では、①退職まで 40 年以上のファウンデーション・フェーズ、②退職まで 10～40 年のグロース・フェーズ、③退職まで 10 年以下のリタイアメント・フェーズの 3 つに区分されており、それぞれに 5 つの資産クラス組入比率の中心値と上限および下限が示されている。

[図表 6-13] リタイアメント・デート・ファンドの Glide Path



出所：NEST

[図表 6-14] レファレンス・ポートフォリオの中心値と上限下限

	NEST Retirement Date Funds			NEST Ethical Funds		
	Foundation phase	Growth phase	At retirement	Foundation phase	Growth phase	At retirement
Real Estate	15%	15%	0%	15%	15%	0%
	10% - 20%	10% - 20%	0% - 10%	10% - 20%	10% - 20%	0% - 0%
Equities	35%	55%	0%	40%	40%	20%
	25% - 45%	45% - 65%	0% - 10%	30% - 50%	30% - 50%	0% - 30%
Growth Credit	10%	10%	0%	0%	0%	0%
	0% - 20%	0% - 20%	0% - 10%	0% - 0%	0% - 0%	0% - 0%
Investment Grade Bonds	30%	20%	60%	35%	35%	65%
	15% - 45%	10% - 30%	30% - 90%	20% - 50%	20% - 50%	40% - 100%
Cash	10%	0%	0%	10%	10%	15%
	0% - 30%	0% - 10%	0% - 10%	0% - 30%	0% - 30%	0% - 30%

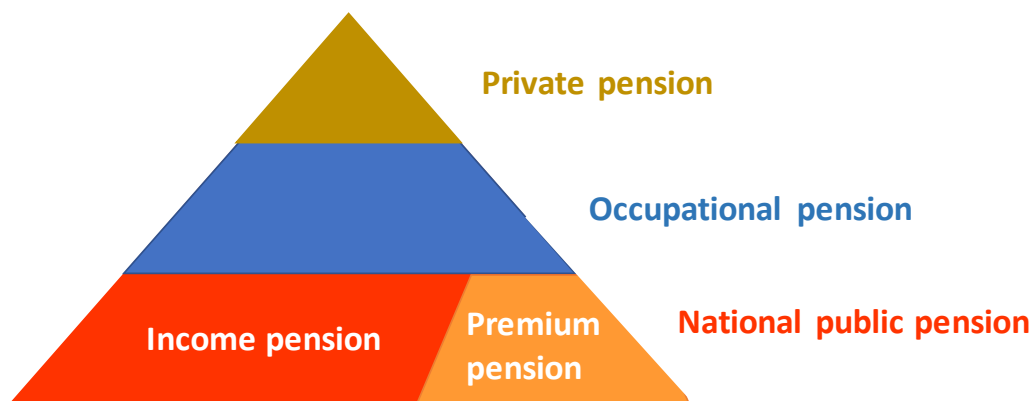
出所：NEST から年金シニアプラン総合研究機構作成

4 スウェーデン (PPM)

スウェーデンの公的年金は、賦課方式（概念上の拠出建て [Notional Defined Contribution : NDC]）の所得比例年金（Income Pension）と、個人勘定を持つ積立型の確定拠出年金であるプレミアム年金（Premium Pension : PPM）の 2 つから構成されている。

事業主と加入者は併せて給与の 18.5% を拠出するが、このうち 16.0% が所得比例年金に、2.5% がプレミアム年金に拠出される仕組みとなっている。

[図表 6-15] スウェーデンの年金制度のイメージ図



出所：各種資料から年金シニアプラン総合研究機構作成

PPM への 2018 年 12 月末現在での加入者数は 756 万人（現役加入者 598 万人、年金受給者 157 万人）で、運用資産残高は 1 兆 1358 億スウェーデン・クローナ（SEK）となっている。

2017 年 12 月末現在でのファンド種類別の資産残高構成比は、株式ファンドが 40%、バランス型ファンド (Mixed Funds) が 6%、ライフサイクル型ファンド (Generation Funds) が 15%、債券ファンド (Interest Funds) が 2%、加入者が運用選択を行わなかった場合のデフォルト・ファンドである AP7 S fa および旧デフォルト・ファンドの Premium Savings Funds が 37%となっている。

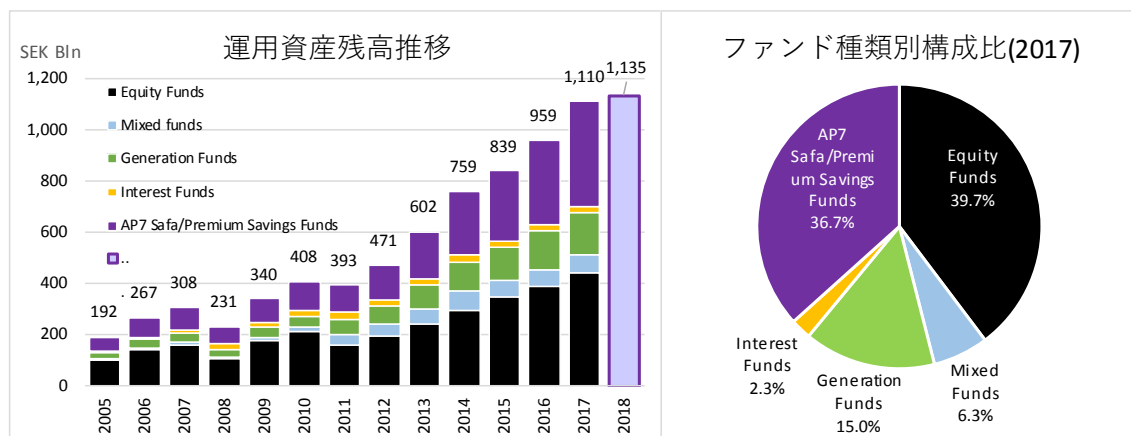
PPM に登録されているファンド数は 2018 年末で 801 (2017 年末 831) ファンドと多く、内訳は株式ファンドが 544 (564)、債券ファンド 125 (138)、バランス型ファンド 95 (93)、ライフサイクル型ファンド 36 (35)、AP7 のデフォルト・ファンド 1 (1) となっている。

加入者は最大 5 つまでのファンドに投資可能とされている。

AP7 (Sjunde AP-fonden) は、PPM のデフォルト・ファンドである AP7 S fa を運用する政府機関であるが、AP7 S fa を構成するサブ・ファンドである株式ファンド (AP7 Aktiefond) と金利ファンド (AP7 R ntefond) の 2 つのファンドは、民間運用会社と競合

する個別ファンドとしても販売されている。

〔図表 6-16〕 PPM の運用資産残高推移とファンド種類別残高構成比

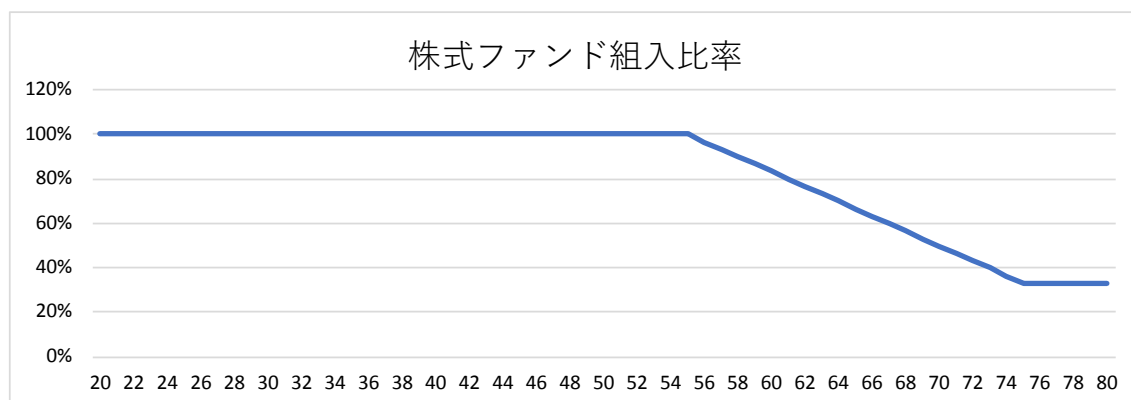


出所：Swedish Pensions Agency から年金シニアプラン総合研究機構作成

スウェーデンの PPM では、株式ファンドの組入比率が 39.7%と高いだけではなく、デフォルト商品として指定されており 2018 年 12 月末で 4,327 億 SEK の大型ライフサイクル・ファンドとなっている AP7 Sæfa のリスク設定も高く、リターン指向が強いことが特徴となっている。

2010 年から PPM のデフォルト・ファンドとなった AP7 Sæfa は、株式ファンド（AP7 Aktiefond）と債券ファンド（AP7 Ræntefond）の 2 つのファンドの組み合わせ比率を変更していくタイプのライフサイクル・ファンドであるが、55 歳までの株式ファンド組入比率は 100%で、56 歳以降 75 歳の組入比率 3 分の 1 に向けて株式ファンドの組入比率を引き下げていく仕組みとなっている。

〔図表 6-17〕 AP7 Sæfa の加入者年齢別株式ファンドの組入比率変化



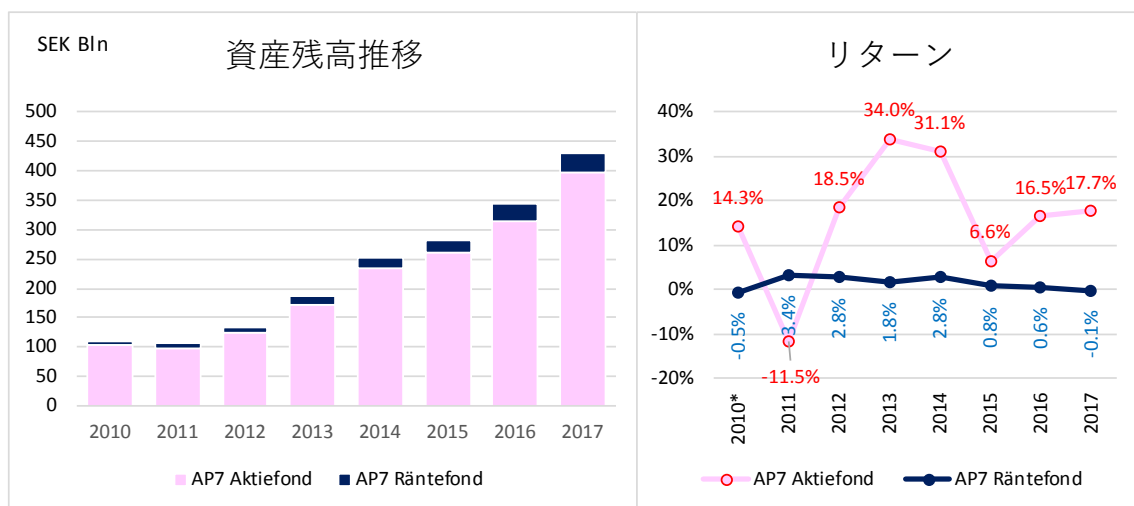
出所：AP7 から年金シニアプラン総合研究機構作成

AP7 Såfa は、スタート時点の株式ファンドの組入比率 100%は珍しく、株式ファンドの組入削減のスタート年齢の 56 歳、削減終了年齢の 75 歳はともにかなり遅く、米国等におけるターゲット・デート・ファンドの平均よりも高めのリスク設定となっている。さらに AP7 ではレバレッジを活用しており、2015 年のプレミアム年金のアニユアルレポート⁷の記述によれば、レバレッジ水準は 125%で 55 歳までの実質株式組入は 125%、75 歳で 41%とされている。

また、2010 年までのデフォルト・ファンドであった Premium Savings Fund も、株式組入比率 82%、オルタナティブ 10%、債券 8%とリスク指向の強いものであった。

尚、AP7 では 3 つのバランス型ファンド（慎重型：AP7 Försiktig・バランス型：AP7 Balanserad・オフェンシブ型：AP7 Offensiv）も提供しているが、慎重型は株式ファンド 33%・金利ファンド 67%、バランス型は株式ファンド 50%・金利ファンド 50%、オフェンシブ型は株式ファンド 75%・金利ファンド 25%という組み合わせとなっている。

【図表 6-18】 AP7 の資産残高・リターン推移



出所：AP7 から年金シニアプラン総合研究機構作成

AP7 Såfa は、株式組入比率の高さから、市況の良かった 2016 年と 2017 年は他の民間ファンドを上回るリターンとなったが、2018 年はマイナス・リターンとなっている。

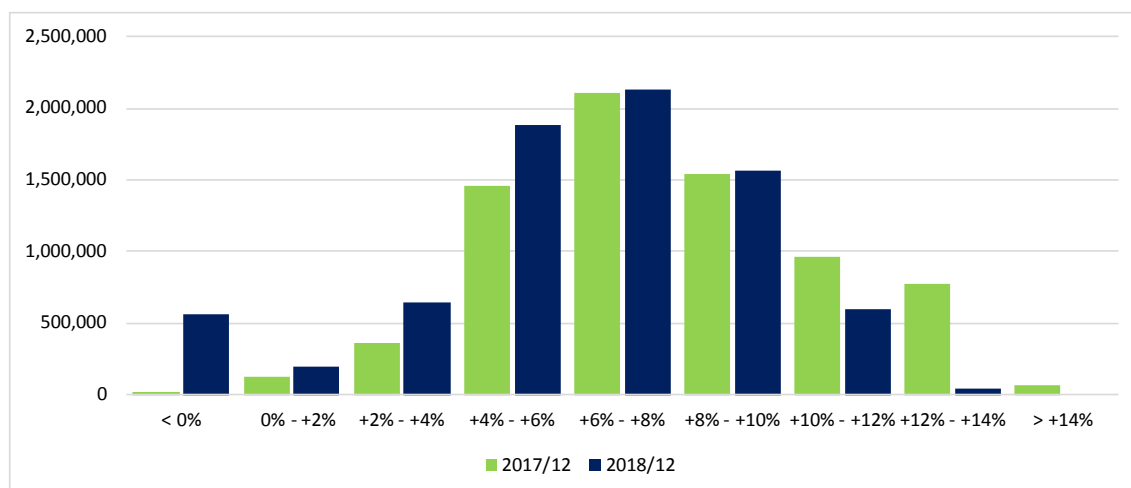
Swedish Pensions Agency のホームページから取得した資料によると、PPM 加入者の加入時来の推計 IRR⁸の分布は、2017 年末では年率 6%~8%を中心に高リターン・ゾーンがやや厚い形の分布となっており、リターンがマイナスの個人口座は約 20,000 にとどまっているとの推計であったが、相場下落後の 2018 年末では、高リターンのゾーンの口座が大き

⁷ Premiepensionen - Pensionsspararna och pensionärerna 2015, P41

⁸ 19,000 口座のサンプルから全体を推計したものとされている

く減少し、リターンがマイナスの個人口座は約 560,000 へと拡大している。

[図表 6-19] PPM 個人口座の加入時来推計 IRR の分布



出所：Swedish Pensions Agency から年金シニアプラン総合研究機構作成

スウェーデンの PPM は加入者が自由に運用対象ファンドを選択できることを重視した設計となっており、登録ファンドへの運用制限も無かったが、800 を超える登録ファンドからの運用商品選択は多くの加入者にとっては難しく、新規加入者の大多数がデフォルト・ファンドである AP7 Såfa に組み込まれる状況となっていたことに加え、「詐欺的」ファンドにより加入者の年金資産が失われる事件⁹が発生したことから、運用規制の変更・強化が進められている。

改革は 2 段階で行われる予定で、フェーズ 1（2019 年 11 月）では登録ファンドの規制強化が行われ、フェーズ 2 では新設される政府機関により公式にファンドが選定される形態となる予定である。

フェーズ 1 での PPM への登録要件と規制内容は以下のようなものとなっている。

- ・ PPM 以外で 5 億 SEK 以上の運用資産を持つ
- ・ 運用会社は最低 3 年以上の事業のトラックレコードを持つ
- ・ 販売とマーケティングの制限（電話勧誘の禁止等）
- ・ 販売手数料の徴求禁止
- ・ PPM へのファンド登録数は 1 運用会社 25 ファンドまで
- ・ PPM 市場のベストプラクティスへの準拠、サステナビリティの最低要件達成

⁹ 22,000 名の加入者の 24 億 SEK の資産を 3 つのバランス型ファンドで運用していた Falcon Funds のサブ・ファンド（運用はマルタ籍の Temple Asset Management）の資金が行方不明となり、加入者の運用資金に損失が発生したもの

5 アメリカ

5.1 Thrift Savings Plan (TSP)

Thrift Savings Plan (TSP) は、2018 年 9 月現在の加入者は 539 万人、資産残高は 5,787 億ドルでカルパス (2018 年 6 月末現在 3,579 億ドル¹⁰) を大きく超える米国最大の年金ファンドである。

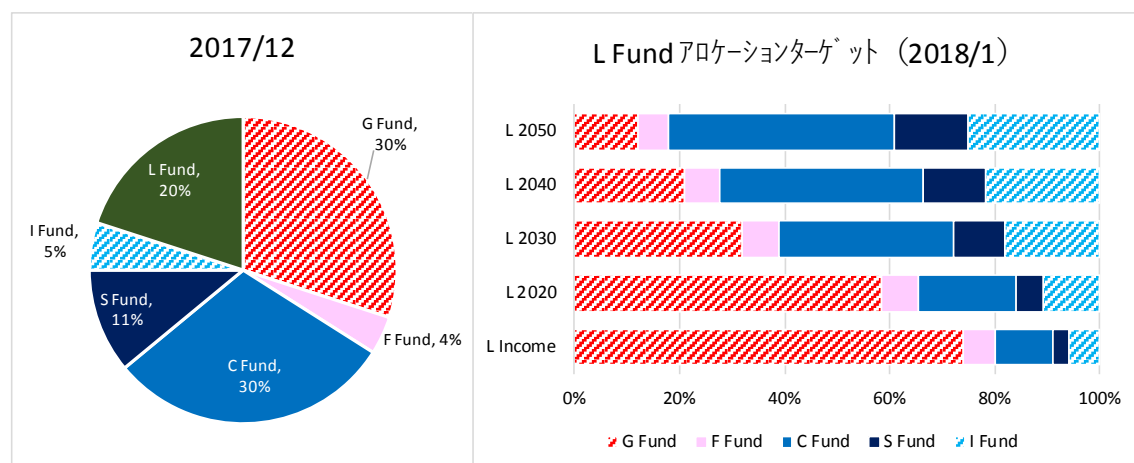
TSP は、米国連邦政府職員を対象とした FERS (Federal Employees Retirement System) と米国軍人等制服組を対象とした BRS (Blended Retirement System) の加入者向け個人勘定型 DC 年金制度となっている。

従来は米国連邦政府職員は自動加入方式であるのに対し、軍人等制服組は任意加入であったが、2018 年 1 月からは軍人等制服組も自動加入方式へと変更になっている。

TSP の運用商品は 5 つの個別資産ファンド (G、F、C、S、I) と 5 つのライフサイクル・ファンド (L Income、L2020、L2030、L2040、L2050) のみであり、非常にシンプルなものとなっている。

5 つの個別ファンドは、G ファンドが TSP に対して特別に発行される米国国債を投資対象とする米国国債ファンド、F ファンドが Bloomberg Barclays U.S. Aggregate Bond Index に連動する米国債券ファンド、C ファンドが S&P500 Index に連動する米国株式ファンド、S ファンドが Dow Jones U.S. Completion TSM Index に連動する米国中小型株式ファンド、I ファンドが MSCI EAFE Index に連動する外国株式ファンドとなっている。

[図表 6-20] ファンド別組入比率と L ファンドのターゲット組入比率



出所：Federal Retirement Thrift Investment Board's (FRTIB) から年金シニアプラン総合研究機構作成

¹⁰ Public Employees' Retirement Fund (PERF) 投資残高

L ファンドは、G、F、C、S、I の 5 つの個別ファンドを組入対象とするライフサイクル・ファンドで、62 歳をターゲット退職年齢として設定されており、加入者が運用商品選択を行わなかった場合に割り当てられるデフォルト・ファンドともなっている。

TSP ではかつては米国国債ファンドである G ファンドがデフォルト・ファンドとして指定されていたが、2015 年 9 月 5 日以降 L ファンドへと変更されている。

[図表 6-21] 年別ファンド・リターン

	G Fund	F Fund	C Fund	S Fund	I Fund	L Income	L 2020	L 2030	L 2040	L 2050
2004	4.30%	4.30%	10.82%	18.03%	20.00%	-	-	-	-	-
2005	4.49%	2.40%	4.96%	10.45%	13.63%	2.15%	3.40%	3.59%	3.92%	-
2006	4.93%	4.40%	15.79%	15.30%	26.32%	7.59%	13.72%	15.00%	16.53%	-
2007	4.87%	7.09%	5.54%	5.49%	11.43%	5.56%	6.87%	7.14%	7.36%	-
2008	3.75%	5.45%	-36.99%	-38.32%	-42.43%	-5.09%	-22.77%	-27.50%	-31.53%	-
2009	2.97%	5.99%	26.68%	34.85%	30.04%	8.57%	19.14%	22.48%	25.19%	-
2010	2.81%	6.71%	15.06%	29.06%	7.94%	5.74%	10.59%	12.48%	13.89%	-
2011	2.45%	7.89%	2.11%	-3.38%	-11.81%	2.23%	0.41%	-0.31%	-0.96%	-
2012	1.47%	4.29%	16.07%	18.57%	18.62%	4.77%	10.42%	12.61%	14.27%	15.85%
2013	1.89%	-1.68%	32.45%	38.35%	22.13%	6.97%	16.03%	20.16%	23.23%	26.20%
2014	2.31%	6.73%	13.78%	7.80%	-5.27%	3.77%	5.06%	5.74%	6.22%	6.37%
2015	2.04%	0.91%	1.46%	-2.92%	-0.51%	1.85%	1.35%	1.04%	0.73%	0.45%
2016	1.82%	2.91%	12.01%	16.35%	2.10%	3.58%	5.47%	7.07%	7.90%	8.65%
2017	2.33%	3.82%	21.82%	18.22%	25.42%	6.19%	9.86%	14.54%	16.77%	18.81%
2018	2.91%	0.15%	-4.41%	-9.26%	-13.43%	0.71%	-0.36%	-3.58%	-4.89%	-6.02%

出所：TSP から年金シニアプラン総合研究機構作成

5.2 Indiana Public Retirement System (INPRS)

インディアナ州のフルタイム州職員は、ハイブリッド型年金と DC 年金である Retirement Savings Plan とが選択可能となっている。

INPRS では TDF シリーズと資産クラス別の 7 つのファンドが、DC 年金の運用選択対象として提供されている。

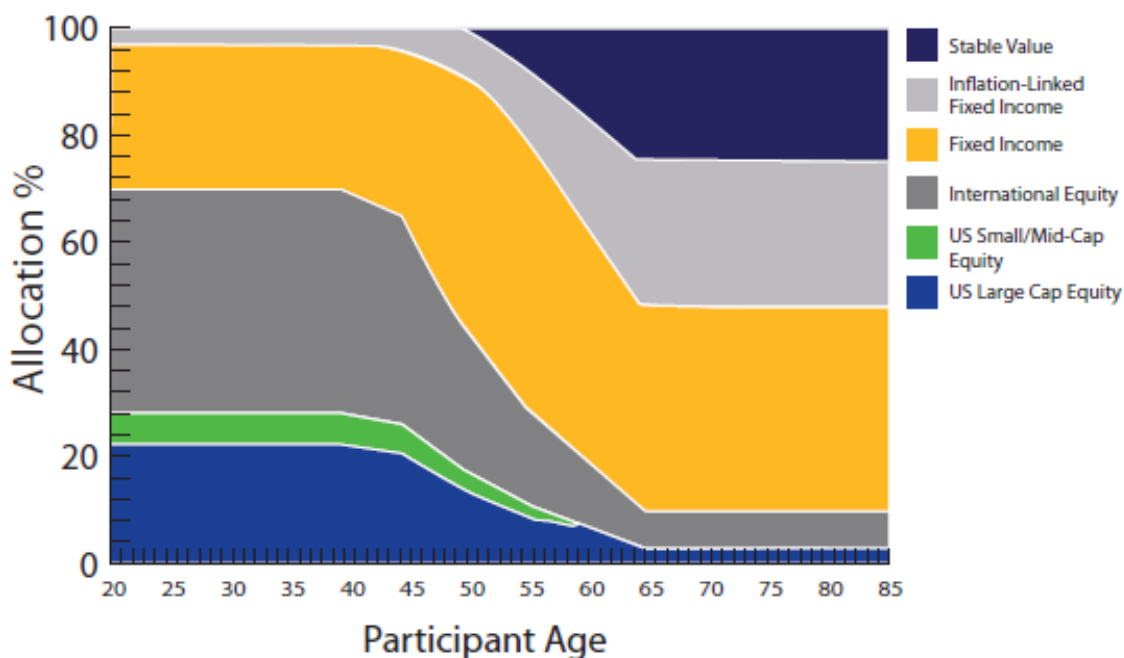
米国中小型株式、海外株式、債券の 3 つの資産クラスでは、アクティブ・ファンドとパッシブ・ファンドを組み合わせたファンドが DC 年金加入者に提供されている。また、TDF シリーズはカスタマイズ型で、米国平均よりは保守的な Glide Path の設定となっている。

[図表 6-22] DC 年金への提供ファンドと組入ファンドの内訳

ファンド	アクティブ/ パッシブ	組入ファンド（構成比）
米国大型株	パッシブ(100%)	BlackRock S&P 500 Index (100%)
米国中小型株	アクティブ(10%)/ パッシブ(90%)	RhumbLine Russell Small Cap Completeness Index(80%)、 RhumbLine Russell 2000 Value Index(10%)、 TimesSquare US Small Cap Growth(10%)
海外株式	アクティブ(40%)/ パッシブ(60%)	BlackRock Global Investors MSCI ACWI-ex US Index(60%)、 Arrowstreet International Equity(15%)、 Baillie Gifford ACWI ex US Alpha(15%)、 Altrinsic International Equity(10%)
債券	アクティブ(40%)/ パッシブ(60%)	Northern Trust(60%)、 Loomis Core Plus(20%)、 PIMCO Total Return Fund(20%)
インフレ連動債	パッシブ(100%)	BlackRock TIPS (100%)
ステーブル・バリュー	-	American General Life(21.1%)、 Pacific Life(21.3%)、 Prudential Life(18.8%)、 Transamerica Premier Life(19.6%)、 Voya Ret. Ins. and Annuity(18.0%)
マネーマーケット	-	BNY Mellon EB Fund(100%)

出所：INPRS から年金シニアプラン総合研究機構作成

[図表 6-23] INPRS のターゲット・デート・ファンドの Glide Path



出所：INPRS

5.3 Massachusetts Deferred Compensation SMART Plan

マサチューセッツ州では、州職員等に 401(k)の州政府および地方自治体職員版である 457 プログラムの Massachusetts Deferred Compensation SMART Plan を提供している。

カスタマイズされたターゲット・デート・ファンド・シリーズである SMARTPath Retirement Fund と 15 のファンドが提供されている。

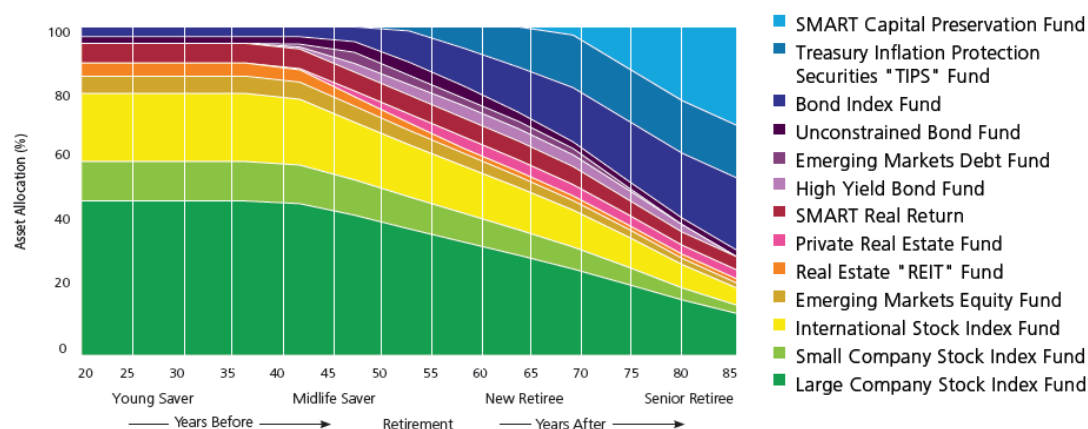
資産クラス別のファンドは複数のファンドを組み合わせたファンドとして提供されている。TDF の SMARTPath Retirement Fund はカスタマイズされており、SMART プランで提供している資産クラス別ファンドも TDF の組入ファンドの一部となっている。

【図表 6-24】 DC 年金への提供ファンドと組入ファンドの内訳

資産クラス	ファンド	組入ファンド（構成比）
米国大型株	Large Company Value Stock Fund	Dimensional US Large Cap Value Strategy(70%)、 Robeco Boston Partners Large Cap Value Equity Strategy(25%)、 Northern Trust Collective Russell 1000 Value Non-Lending Fund(5%)
	Large Company Blend Stock Fund	Vanguard Dividend Growth Fund Investor (55%)、 Manulife US Large Cap Core Strategy(35%)、 PIMCO RAE Fundamental PLUS Fund(10%)、 Northern Trust S&P 500 Index(5%)
	Large Company Growth Stock Fund	Wellington Dynamic Growth Fund(45%)、 JP Morgan Growth Advantage Fund(30%)、 Fidelity Growth Company CIT Pool(20%)、 Northern Trust Russell 1000 Growth Index(5%)
	Large Company Stock Index Fund	State Street S&P 500 Idx Securities Lending Series I
米国中小型株	Small Company Stock Fund	Dimensional Fund Advisors US Small Cap Strategy(55%)、 NWQ Inv Mgmt Small Cap Value(20%)、 Penn Capital Small Cap Equity(20%)、 Northern Trust Russell 2000 Index(5%)
	Small Company Stock Index Fund	State Street Russell Small Cap Index Securities Lending Series I
海外株式	International Equity Fund	MFS International Equity(70%)、 Harding Loevner Intl International Equity Portfolio(30%)
	International Stock Index Fund	State Street Global All-Cap Equity Ex-US Index
R E I T	Real Estate “REIT” Fund	Brookfield US Real Estate Securities Value Income Strategy(80%)、 State Street REIT Index Non-Lending Series Fund(20%)
債券	Diversified Bond Fund	Loomis Sayles Core Plus Fixed Income(85%)、 Reams Unconstrained Bond Fund (10%)、 Northern Trust Aggregate Bond Index(5%)
	High Yield Bond Fund	Eaton Vance High Yield Bond Strategy(50%)、 Nomura High Yield Total Return Strategy(50%)
	Bond Index Fund	State Street US Bond Idx Securities Lending Series I
リアル・リターン	Treasury Inflation Protection “TIPS” Index Fund	State Street 1-10 Year US Treasury Inflation Protected Securities (TIPS) Index Non-Lending Series Fund Class A2(100%)
	SMART Real Return Fund	GMO Benchmark-Free Allocation Series Fund(100%)
ステーブル・バリュー	SMART Capital Preservation Fund	-

出所：MA SMART Plan から年金シニアプラン総合研究機構作成

[図表 6-25] SMARTPath Retirement Fund の Glide Path



出所：MA SMART Plan

5.4 Colorado Public Employees' Retirement Association (PERA)

コロラド州の州職員等は、DB 年金と DC 年金である PERAChoice とを選択可能な制度となっている。

PERA では TDF シリーズと資産クラス別の 7 つのファンド、ブローカレッジ口座 (Self-Directed Brokerage Account : SDBA) が、DC 年金の運用選択対象として提供されている。

ブローカレッジ口座である Self-Directed Brokerage Account では、インターネット証券会社である TD アメリトレードを通じて、個別株式を含む様々な金融商品への投資が可能となっている。

資産クラス別の 7 つのファンドは、複数のファンドを組み合わせた形で提供されており、内訳となる個別の組入ファンドの入れ替えも随時行われている。

ターゲット・デート・ファンドは、BlackRock LifePath が採用されている。

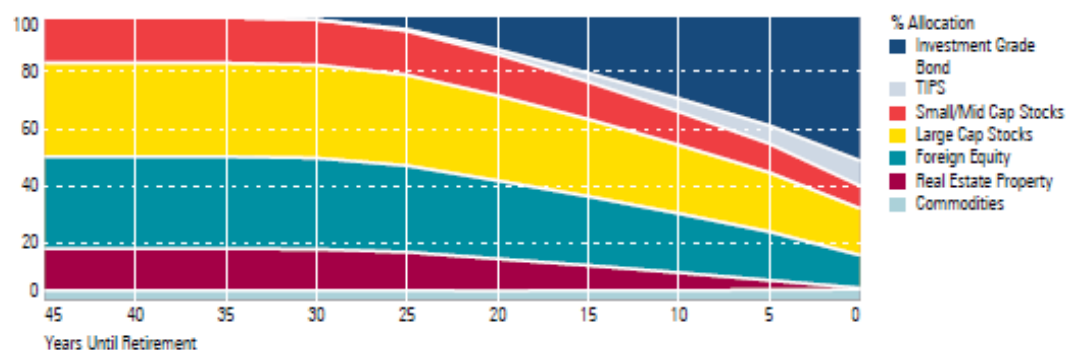
DC 年金加入者が投資対象を選択しなかった場合のデフォルト商品は TDF となっている。

[図表 6-26] DC 年金への提供ファンドと組入ファンドの内訳

ファンド	アクティブ/ パッシブ	組入ファンド（構成比）
米国大型株	アクティブ(40%)/ パッシブ(60%)	Colorado PERA Core (40%)、 Colorado PERA Index (60%)
米国中小型株	アクティブ(70%)/ パッシブ(30%)	Dimensional Fund Advisors U.S. Targeted Value Fud (35%)、 TimesSquare Capital Small/Mid Cap Growth Portfolio (35%)、 BlackRock Russell 2500 Index Fund (30%)
海外株式	アクティブ(100%)	Schroders International Alpha (60%)、 PERA International Multi-Factor (40%)
債券	アクティブ(75%)/ パッシブ(25%)	BlackRock U.S. Debt Index Fund (25%)、 BlackRock CoreAlpha Bond Fund (25%)、 Wells Fargo Core Bond Portfolio (50%)
リアル・リターン	アクティブ(70%)/ パッシブ(30%)	State Street U.S. Inflation Protected Bond Index Fund (30%)、 State Street Real Asset Fund (70%)
ステーブル・バリュー	-	Great-West Stable Value Fund (100%)
S R I	米国債(40%)/ パッシブ(60%)	Northern Funds Global Sustainability Index Fund (60%)、 J.P. Morgan Government Bond Fund (40%)

出所：COPERA から年金シニアプラン総合研究機構作成

[図表 6-27] PERA ターゲット・デット・ファンドの Glide Path



出所：CO-PERA

参考文献

- 馬場香織(2018)、『ラテンアメリカの年金政治—制度変容の多国間比較研究』晃洋書房
- 運営管理機関連絡協議会(2018)、「確定拠出年金統計資料-2002年3月末～2018年3月末」
- 運営管理機関連絡協議会、信託協会、生命保険協会(2018)、「確定拠出年金（企業型）の統計概況」（平成30年3月末現在）
- 格付投資情報センター『年金情報』No.782 - 2018.11.22号
- 企業年金連合会「2016（平成28）年度決算：確定拠出年金実態調査結果（概要）」
- 企業年金連合会「2018（平成30）年度決算：確定拠出年金実態調査結果（概要）」
- 年金シニアプラン総合研究機構(2015)、「米地方公務員年金に関する調査研究」
- 年金シニアプラン総合研究機構(2017)、「海外企業年金の資産運用に関する調査研究」
- りそな年金研究所(2018)、「企業年金ノート 2018.6.」
- APRA(2018)、“Annual Superannuation Bulletin June 2018”
- ASFA(2017)、“The Chilean pension tender model”
- Canadian Institutional Investment Network(2018)、“2017 CAP Benchmark Report”
- CEM Benchmark(2018)、“Defined Contribution Plans have come a long way!”
- CONSAR(2017)、“Recent Developments in the Mexican Pension System and Challenges Ahead”
- EBRI(2017)、“401(k) Plan Asset Allocation, Account Balances, and Loan Activity in 2015”
- ECLAC(2017)、“Social Panorama of Latin America”
- FIAP(2015)、“Multi-Pillar Pension Systems: Investing in the Future”
- FIAP(2017)、“FIAP statistical Executive Report 31.12.2016”
- ICI (2018)、“401(k) Plan Asset Allocation, Account Balances, and Loan Activity in 2016”
- Morningstar(2018)、“2018 Target-Date Fund Landscape”
- NEST(2018)、“National Employment Savings Trust Pension Scheme Annual report and accounts 2017/18”
- OECD(2016)、“Colombia : Assessment of the Regulatory Framework of Private Pension”
- OECD(2018-a)、“OECD Reviews of Pension Systems: Latvia”
- OECD(2018-b)、“OECD Survey of Investment Regulation of Pension Funds 2018”
- The Pew Charitable Trusts(2016)、“Investment Options for Public Sector Defined Contribution Plans”
- Premiepensionen(2016)、“Pensionsspararna och pensionärerna 2015”

- RBC Investor & Treasury Services(2018)、 “Q2 Pooled Fund Survey - 2018”
- RBC Investor & Treasury Services(2019)、 “Q4 Pooled Fund Survey - 2018”
- U.S. Department of Labor(2008)、 “Regulation Relating to Qualified Default Investment Alternatives in Participant-Directed Individual Account Plans”
- Vanguard(2012)、 “How America Saves 2012”
- Vanguard(2017)、 “Australian Superannuation System Overview”
- Vanguard(2018)、 “How America Saves 2018”

参照ホームページ

- FIAP (the International Federation of Pension Fund Administrators) ,
(<https://www.fiapinternacional.org/>)
- Organisation for Economic Co-operation and Development (OECD) ,
(<http://www.oecd.org/>)
- Investment Company Institute (ICI) 【アメリカ】 , (<https://www.ici.org/>)
- Indiana Public Retirement System (INPRS) 【アメリカ】 , (<https://www.in.gov/inprs/>)
- Massachusetts Deferred Compensation SMART Plan 【アメリカ】 ,
(<https://mass-smart.empower-retirement.com/>)
- Colorado Public Employees' Retirement Association (PERA) 【アメリカ】 ,
(<https://www.copera.org/colorado-pera>)
- Thrift Savings Plan (TSP) 【アメリカ】 , (<https://www.tsp.gov/>)
- Office for National Statistics 【イギリス】 , (<https://www.ons.gov.uk/>)
- The National Employment Savings Trust (NEST) 【イギリス】 ,
(<https://www.nestpensions.org.uk/>)
- The Pension Fund Regulatory & Development Authority (PFRDA) 【インド】 ,
(<https://www.pfrda.org.in/>)
- PensioniKESKUS 【エストニア】 , (<https://www.pensionikeskus.ee/en/>)
- The Australian Prudential Regulation Authority (APRA) 【オーストラリア】 ,
(<https://www.apra.gov.au/>)
- QSuper 【オーストラリア】 , (<https://qsuper.qld.gov.au/>)
- The Croatian Financial Services Supervisory Agency (HANFA) 【クロアチア】 ,
(<https://www.hanfa.hr/en/>)

- Superintendencia Financiera de Colombia (SFC) 【コロンビア】 ,
(<https://www.superfinanciera.gov.co/>)
- Department Nacional de Planeacion (DNP) 【コロンビア】 , (<https://www.dnp.gov.co/>)
- Försäkringskassan 【スウェーデン】 , (<https://www.forsakringskassan.se/>)
- Swedish Pensions Agency 【スウェーデン】 ,
(https://www.pensionsmyndigheten.se/Welcome_en)
- Sjunde AP-fonden (AP7) 【スウェーデン】 , (<https://www.ap7.se/english/>)
- Superintendency of Pensions (SP) 【チリ】 , (<http://www.spensiones.cl/>)
- National Pension Commission (PenCom) 【ナイジェリア】 ,
(<https://www.pencom.gov.ng/>)
- KiwiSaver 【ニュージーランド】 , (<https://www.kiwisaver.govt.nz/>)
- Financial Markets Authority (FMA) 【ニュージーランド】 , (<https://www.fma.govt.nz/>)
- Financial Supervision Commission (FSC) 【ブルガリア】 , (<https://www.fsc.bg/en/>)
- La Superintendencia de Banca, Seguros y AFP (SBS) 【ペルー】 ,
(<http://www.sbs.gob.pe/>)
- the Polish Financial Supervision Authority (KNF) 【ポーランド】 ,
(<https://www.knf.gov.pl/en/>)
- Social Insurance Institute (ZUS) 【ポーランド】 , (<https://lang.zus.pl/en/>)
- Mandatory Provident Fund Schemes Authority (MPFA) 【香港】 ,
(<http://www.mpfa.org.hk/eng/>)
- The Securities Commission Malaysia (SC) 【マレーシア】 , (<https://www.sc.com.my/>)
- National Commission for the Retirement Savings System (CONSAR) 【メキシコ】 ,
(<https://www.gob.mx/consar>)
- Manapensija 【ラトビア】 , (<https://www.manapensija.lv/en/>)
- Bank of Lithuania 【リトアニア】 , (<https://www.lb.lt/en/>)

「海外確定拠出年金の資産運用に関する調査研究」(H30-4)

平成 31 年 3 月

(編集・発行) 公益財団法人 年金シニアプラン総合研究機構

〒108-0074 東京都港区高輪 1 丁目 3 番 13 号 NBF 高輪ビル 4 階

電話 : 03-5793-9411 (年金シニアプラン総合研究機構 総務企画部 代表)

FAX : 03-5793-9413

URL : <http://www.nensoken.or.jp/>

本書の全部または一部の複写・複製・転記載および磁気または光記録媒体への入力等を禁じます。
これらの許諾につきましては年金シニアプラン総合研究機構までご照会ください。