

変化する市場環境における デフォルト設計の再考 — 日本への示唆 —



From the Field

サマリー

- 人口動態の歪み、インフレなど経済見通しの変化から、米国の確定拠出年金（DC）制度ではデフォルト設計を見直す動きが進んでいます。
- 再検討の軸となっているのは、①超低金利の終了による金利上昇を受けた債券資産の再評価、②デフォルト運用におけるプライベート資産の組み入れ拡大、③アクティブ運用の位置づけに関する多角的な再検証、という三つの潮流です。
- こうした動向は、より複雑な投資環境に直面する日本の年金スポンサー、企業、アドバイザーにとって有益な示唆を提供しています。



Jessica Sclafani, CAIA
グローバル・リタイアメント・ストラテジスト

日本の退職貯蓄者は、人口動態の歪み、経済見通しの変化、そして市場ボラティリティの再燃といった複合的な不確実性の高まる時期を乗り切ろうとしています。長年にわたり物価安定が続いてきた日本においても、近年は食料品やエネルギー、日用品を中心に急速な物価上昇が意識されるようになり、家計における経済面での安心感に対する認識に変化が生じています。加えて、平均寿命の伸長や就労形態の変化は、退職後の資産形成を一段と複雑なものにしています。

同様の市場環境下で、米国の確定拠出年金（DC）制度は転換点を迎え、デフォルト設計（DC加入者が特段の選択を行わない場合に自動的に適用される運用設計）を見直す動きが進んでいます。制度や規制の枠組みは日米で異なるものの、米国DC市場におけるこうした動向は、より複雑な投資環境に直面する日本の年金スポンサー、企業、アドバイザーにとって有益な示唆を提供します。

現在の再検討の軸となっているのは、①債券資産の再評価、②デフォルト運用におけるプライベート資産の組み入れ拡大、③アクティブ運用の位置づけに関する多角的な再検証、という三つの潮流です。

債券投資に再注目—重視される「回復力」

超低金利環境が長期化した局面を経て、債券利回りは再び意味のある水準に回復しつつあります。この変化は、退職年金ポートフォリオにおける債券の役割を根本から見直す契機となっています。米国では、ターゲット・デート戦略をはじめとする運用の専門家が提供するソリューションを中心に、債券エクスポージャーへの再注目が一段と進んでいます。

こうした動きの背景には、債券運用がより広範な市場環境に耐え得る設計であるべき、という認識の広がりがあります。コンサルタント調査では、債券投資における分散化への関心が高まっています。2025年には、米国のDC特化型大手コンサルタントや投資アドバイザー会社の約4分の3（73%）¹が、債券運用の評価を左右する主要因として分散投資機会を挙げており、その割合は2021年の48%²から大きく上昇しています。同様に、年金スポンサーも債券運用に対する検証やモニタリングにこれまで以上の時間を割いています³。

背景には、最近の債券市場におけるボラティリティ上昇と、DC加入者が債券運用に期待する安定性との乖離が顕在化したことがあります。

日本の年金にとって重要なのは、単に利回りが上昇したという点にとどまりません。市場予測が困難な状況下では、債券運用の設計とモニタリングの重要性が一段と高まります。ティー・ロウ・プライスの「老後資産形成に対するグローバル意識調査⁴」（2025年6月～7月、日本の退職貯蓄者1,000人対象）によれば、日本の労働者は調査対象5カ国の中でも特に経済面で慎重な姿勢を示しており、退職後の経済的ショックに対応する能力を築く自信に欠けています。こうした意識のもとでは、債券は安定資産ととらえられることが多いのですが、最近の債券市場の高いボラティリティは、リスクと安定性に関する従来の前提に疑問を投げかけています。不確実性が高まる中で、デフォルト運用商品には、収益性、分散効果、安定性のバランスが必要であり、DC加入者の信頼を支える設計が求められています。

プライベート市場を巡る慎重な検討

債券資産への注目が再興する中、米国ではDC制度におけるプライベート資産組み入れの可能性が主要テーマとして浮上しています。2025年を通じて、こうした議論は主に、カスタム型あるいは既存のターゲット・デート・ファンドを通じた組み入れの可能性に焦点が当てられてきました。こうした議論は今後も続き、2026年以降には新たなソリューションが市場に登場するでしょう。

プライベート資産には、クレジット、株式、インフラなど様々な投資戦略が含まれますが、特にプライベート・クレジットは、金利環境の変化に耐え得る債券資産配分の構築を模索する中で注目を集めています。こうした関心の高まりは、インフレや金利変動に対するコンサルタント会社の意識の変化やDC加入者の懸念を反映しています。

重要なのは、こうした進化が慎重に進行している点です。米国の確定給付年金（DB）制度におけるプライベート資産の活用は長年にわたり確立されている一方、DC制度での同資産の適用はまだ検討の初期段階にあります。米国規制当局では、特に専門的に運用されるマルチアセット型運用の枠組みの中で、明確な規制方針を策定中です。プライベート資産を含むマルチアセット型の運用商品の選択肢が増える中で、米国のDCプラン・スポンサーは、コンサルタント会社やアドバイザー会社から助言を収集し、プライベート資産投資に伴うリスク、流動性、運用上の影響を精査しています。こうした動きは、DC加入者のニーズへの対応、変化する規制要件、DC制度全体のガバナンス強化の枠組みに沿うものと期待されています。

日本人の視点を鑑みると、この慎重なアプローチは示唆に富んでいます。前述のグローバル意識調査によると、日本の労働者は他国と比べてデフォルト運用に対する信頼度が低く、自ら選択し判断するとの意向が際立っています。一方で、老後に対する自信は低く、運用成果の不確実性を共有する人が多いことを示しています。こうした投資判断に対する自律性は、運用環境の複雑化の中で特有の緊張関係を浮き彫りにしています。個人が自律的な選択・意思決定を志向する状況の一方で、分散や流動性、リスク管理の判断が長期的な運用成果に大きな影響を与え、高度な投資判断が求められる投資環境と並存しています。当社の見解では、専門的に運用されるマルチアセット型運用商品は、DC加入者のプライベート市場へのアクセスを可能とする実用的な枠組みであると考えています。資産運用会社がDC加入者に代わって、複雑化する運用を担い、流動性を管理し、強固なガバナンスを適用することが可能となるからです。

「アクティブ対パッシブ」の議論を超えて

金利環境の変化と株式市場のボラティリティの高まりは、DC制度におけるアクティブ運用の価値を再考するきっかけとなっています。従来の「アクティブか、パッシブか」という対立軸では、今日の老後資産運用において直面する課題を十分に捉えきれないという認識が広がっています。

代わりに、年金スポンサーやアドバイザー会社はコスト意識を保ちつつも、異なる運用商品がどのように分散投資を支え、下落リスクを管理し、市場ストレス時にDC加入者の投資継続をいかに支援していくかに焦点を当てています。この動きは、市場リスクと同等のリスク水準で市場を上回るリターンを目指す運用商品への関心の高まりに繋がっています。こうした運用商品はDCプランに適合した手数料水準で、アクティブ運用が持つ潜在的なメリットを提供します。

ターゲット・デート運用においては、アクティブ運用とパッシブ運用を組み合わせたブレンド型構造の運用商品の採用拡大において、この進化が顕著に表れています。コンサルタント会社の調査によれば、アクティブ戦略とパッシブ戦略の双方を用いて構築されたブレンド型のターゲット・デート運用商品への支持は、近年高まりつつあるようです⁵。

共通の課題における参考指標

退職給付制度を充実させ、高度化することは事業主にとって依然重要な課題ですが、米国のDC制度で進行する変革において、特に市場の不確実性が高まりを受け、デフォルト運用商品設計の前提を定期的に見直すことの意義を浮き彫りにしています。債券資産の耐久力に対する注目の高まり、プライベート資産投資の慎重な検討、アクティブ運用のメリット再認識の動きは、いずれも収益機会、ガバナンス、DC加入者の運用成果をより重視する姿勢を反映しています。

DC加入者の相当数が、事業主が選別しお墨付きを与えたデフォルト運用商品に依存しています。事業主にとって、これは単なる商品選定ではなく、DC加入者である従業員の長期的な退職後の経済的安定と従業員の信頼を支える重要な手段として、慎重なデフォルト設計が求められます。

1 出所：T. Rowe Price, 2025 Defined Contribution Consultant Study

2 出所：T. Rowe Price, 2021 Defined Contribution Consultant Study

3 出所：T. Rowe Price, 2023 Future of Fixed Income in DC Plans Survey, 2025 DC Plan Sponsor Survey

4 Global Retirement Savers Study: 調査対象は米国（3001人）、日本（1006人）、英国（1003人）、豪州（1000人）、カナダ（1000人）の居住者で、現在フルタイムまたはパートタイムで雇用されている退職前の18歳以上の成人のうち、確定拠出年金（DC）または同様の口座型の職場退職給付制度に積極的に拠出している、または拠出する資格を有する者。各国の回答者数の差は、均等に結果へ反映できるよう加重調整。各国の労働者の人口構成を反映して、年齢、性別、地域の分布にわたる代表性を確保。実施手段は20分間のオンライン調査。実施時期は2025年6月24日～7月31日。データは2025年11月時点。

5 出所：Sway Research LLC. The State of the Target-Date Market:2025 データは2024年時点。

INVEST WITH CONFIDENCE®

ティー・ロウ・プライスは、進化する世界で投資機会を見極め、アクティブ運用をもってお客様の成功を支えます。

重要情報

当資料は、ティー・ロウ・プライス・アソシエイツ・インクおよびその関係会社が情報提供等の目的で作成したものを、ティー・ロウ・プライス・ジャパン株式会社が翻訳したものであり、特定の運用商品を勧誘するものではありません。また、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。当資料における見解等は資料作成時点のものであり、将来事前の連絡なしに変更されることがあります。当資料はティー・ロウ・プライスの書面による同意のない限り他に転載することはできません。

資料内に記載されている個別銘柄につき、売買を推奨するものでも、将来の価格の上昇または下落を示唆するものでもありません。また、当社ファンド等における保有・非保有および将来の組み入れまたは売却を示唆・保証するものでもありません。著作権はティー・ロウ・プライスに帰属します。「T. ROWE PRICE」、「INVEST WITH CONFIDENCE」、大角羊（ビッグホーン・シープ）のデザイン等は、ティー・ロウ・プライス・グループ・インクの商標です（troweprice.com/ip）。その他全ての商標は、それぞれの所有者の所有財産です。ティー・ロウ・プライスと商標所有者との承認、出資、提携を示唆するものではありません。

ティー・ロウ・プライス・ジャパン株式会社
金融商品取引業者関東財務局長（金商）第3043号
加入協会：一般社団法人 日本投資顧問業協会／一般社団法人 投資信託協会／一般社団法人 第二種金融商品取引業協会

202602-5233678