



## 第四回 リタイアメント・レポート 代替効果を理解する（米国での研究結果）

2021年8月

事業主から見たDBプラン：充実したDC給付の代替として

### サマリー

- 事業主（スポンサー）の拠出予算には限度があることから、給付とのトレードオフを考慮する必要がある。確定給付年金（DB）プランは、より充実した確定拠出年金（DC）プランの代替としてしばしば使われる。
- ターゲット・デット・ファンド（TDF）のグライド・パス（退職までの期間の経過に応じた、資産配分の適切な移行計画）を評価する際にも、この暗黙のトレードオフを反映すべきである。それをモデル化するにはDBプランを同等のDCプランと比較する必要がある。
- DBプランと組み合わせる場合、DCプランのグライド・パスの株式比率はより低いものが適切となりうる。しかし、株式の水準は代替効果を反映するために高位を維持する必要がある。

リタイアメント・レポート第三回では、加入者のDBプランへのアクセス度合いだけが異なるDCプラン間で、最適なグライド・パスがどのように異なるかを検証しました<sup>1</sup>。仮想的なDBプランとDCプランを使ったシミュレーションでは、両方に加入して給付を受けられる加入者には、投資サイクル全体を通じ株式の比率を抑えたグライド・パスが適していることが分かりました。その理由は資産効果であり、退職者は積立が増える（裕福になる）につれ、高リターンを得るためにボラティリティの高いリスク資産に投資する必要性が薄れるからです。

企業でDCプランにしかアクセスできない加入者と比べ、企業のDBプランからの給付もある加入者はその分、退職への備えが進捗していると言えます。

図表1は、この資産効果の潜在的インパクトを示しています。シミュレーションでは、加入者のアクセスがDCプランのみの場合と、DCとDBの両方から給付を受けられる場合の最適グライド・パスを比べました。

図表1のDCプランは、雇用主が従業員掛金の最初の3%の100%、次の2%の50%までマッチング拠出する「セーフハーバー（一定条件下の事業主免責）」プランを想定しています。それと併用するDBプランは、退職前の最後5年間の平均給与の1%に在職年数をかけた金額に相当する退職給付を提供します<sup>2</sup>。

シミュレーションは、DBプランにもアクセスできる加入者はその分退職への備えが進捗していることから、DCプランの株式比率を最大23%ポイント低下させても、退職後の支出目標を十分達成できることを示しています。



**Justin Harvey, ASA, CFA**

マルチ・アセット・ソリューションズ  
分析責任者



**Adam Langer, CFA**

クオンツ・アナリスト



**Aaron Stonacek, FSA, CFA**

マルチ・アセット・ソリューションズ  
アナリスト



**James Tzitzouris, Ph.D.**

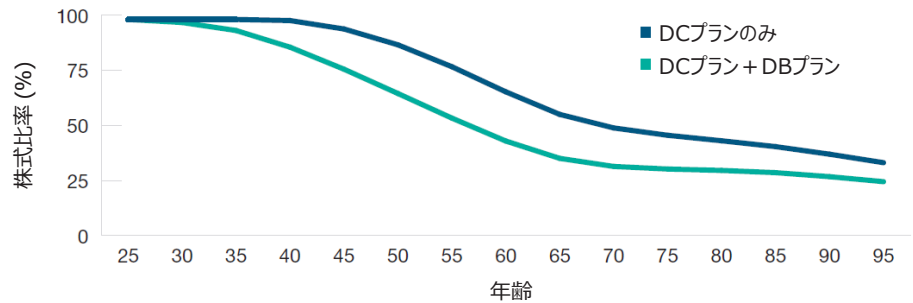
リサーチ・ディレクター

<sup>1</sup> Justin Harvey, Adam Langer, Lorie Latham, and Joe Martel. 三方よし：幅広い加入者に適した単一のグライド・パスとは（2021年）

<sup>2</sup> 我々の分析で使われるモデルの前提の詳細については、別表をご参照ください。

## 資産効果を数量的に把握する

(図表 1) DCプランのみの加入者と、DCプラン・DBプラン両方の加入者にとっての最適グライド・パス (DBプランは1%最終平均給与型)



出所: ティー・ロウ・プライス

説明のみを目的としています。実際の投資やティール・ロウ・プライスの商品を表すものではありません。この分析には、モンテカルロ・シミュレーションで得られた情報が含まれます。詳細は別表と追加ディスクロージャーを参照して下さい。

“どのスポンサーも退職給付の拠出予算には限度があるため、多くの問題や潜在的なトレードオフの発生が予想される

図表1の結果はそれ自体、興味深いものですが、シミュレーションで使った仮想的なDBプランは非現実的な要素があります。併用されるDBプランは、より充実したDCプランの代用というよりも、スポンサーのDCプランを全く補完するものとして想定されています。

しかし、採用活動や人材確保の一環として退職プログラムを策定する上で、スポンサーは最終的に設計の選択において制約を受けます。どのスポンサーも退職給付の予算には限度があり、以下の代表例に見られるように、何を重視して何を妥協するといったトレードオフ問題が潜んでいます。

- 組織の退職哲学に沿う形で給付予算を最適に配分するにはどうすればいいのか？
- スポンサーが退職を奨励する年齢は、50代後半、60代前半、60代半ば、60代後半以降なのか？
- 退職給付は企業の業績と連動すべきか？
- スポンサーは退職後の結果の予測可能性と、コストの予測可能性の相対的な重要性をどのように比較検討するのか？

こうした制約のため、グライド・パスの適合性を現実的に評価するには、DBプランを既存DCプランと併用する追加給付としてでなく、独立した存在としてコストの等しいDCプランと比較すべきと考えています。

### 事業主から見てコスト的に同等なDBプランとDCプランの特定

単一プラン内の同じ構造のプラン間の給付コストを比べるのは比較的簡単です。例えば、退職前5年間の平均給与の1%相当を在職年数でかけた金額の退職給付を提供するDBプランは、平均給与の1.5%相当の同じプランほど充実した給付ではありません。同様に、非選択雇用主拠出（従業員が拠出するか否かに関わらず雇用主が拠出）が給与の5%のDCプランは、3%のプランよりもコストがかかります。

ただ、同じタイプのプラン内であっても異なる設計のもの同士を比較すると、コストの同等性を評価するのは難易度がやや高くなります。

- 例えば、最終平均給与の1%を給付するプランは、勤務期間全体の平均給与の1%の給付を提供するプランよりもコストがかかります。大半の従業員の給与は勤務期間に比例して上がる傾向があるからです。

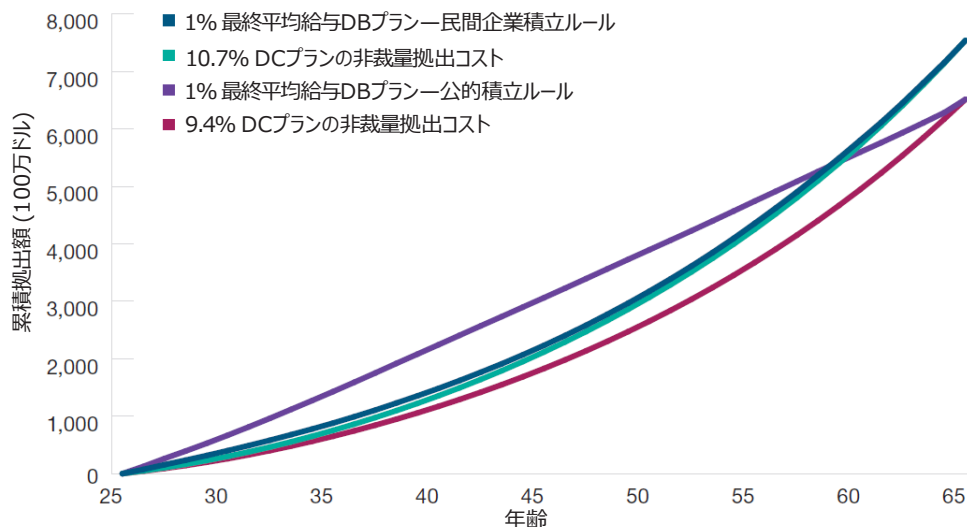
# 10.7%

一般的な企業型DB  
プランと同等の給付を  
得るのに必要な、DC  
プランへの雇用主拠出  
(給与額対比)

※ 米国で一般的な1%最終平均給与  
型DBに基づく当社シミュレーション

## 積立メカニズムがコスト同等性の分析を複雑にする

(図表2) 25歳の従業員10,000名の退職後を含めた累積給付コスト



出所: ティー・ロウ・プライス

説明のみを目的としています。実際の投資やティール・ロウ・プライスの商品を表すものではありません。この分析には、モンテカルロ・シミュレーションで得られた情報が含まれます。詳細は別表と追加ディスクロージャーを参照して下さい。

- また雇用主から見ると、給与の最大6%までマッチング拠出するDCプランは、給与の2%相当のNon-Elective（非選択）拠出をするDCプランよりもコストがかかります。（ただし、プランに加入する従業員の数に限定的な場合、そうならない可能性もあります。）

タイプの違うプラン（この場合、DBプランとDCプラン）において事業主負担の同等性を決めるのは一層複雑です。同等性の決定には、予想投資リターン、金利、従業員加入率、繰り下げ受給の選択、給与伸び率、保険数理的積立手法、加入者の死亡率、予想退職年齢、解約事例、障害事例など様々な前提が必要になります。

また、米国のDBプランはスポンサーが政府機関か民間企業かによって積立メカニズムが異なります<sup>3</sup>。こうした積立に関する決定はコスト比較において考慮すべき追加的な要素です。

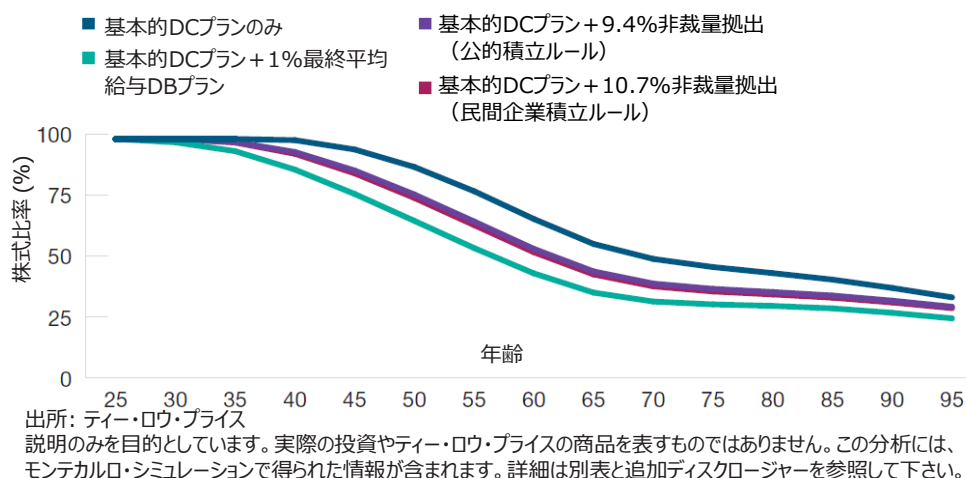
積立方法が違えば、DBプランへのスポンサー拠出の時点が異なり、将来の給付を賄うのに必要なリターンを達成する時間も異なります<sup>4</sup>。この違いは微妙ですが、図表2の仮想的DBプランに複数の「同等コスト」ラインがあるのはそのためです。スポンサーがこれらの給付に必要な資金をどのように積み立てるかによってラインは異なります。

<sup>3</sup> DBプランとDCプランのモデル化に関する保険数理的詳細、並びに加入者が生涯所得を持続できる潜在能力に関する考察については別表をご参照ください。

<sup>4</sup> 公的年金プランで一般的に使われる加入年齢方式は、企業年金プランでよく使われる予測単位積立方式よりも雇用サイクルの早い段階でコストを認識します。これに伴う早期積立のおかげで、公的年金プランの資産は複利成長の時間が長くなり、他の条件が同じなら、コストの等しいDCプランのコストは最終的に低下します。

## 株式配分の違いの約半分は資産効果によって説明できる

(図表3) DBプランとDCプラン両方へのアクセスを有する加入者の最適グライド・パスと事業主コストの同等なDCプランのみの加入者にとっての最適グライド・パス



...DBプランの存在  
に起因するグライド・  
パス株式比率の違いの約半分は資産  
効果で説明できる

米国の民間企業と公的機関の雇用主負担に関して、加入者220万人のティー・ロウ・プライスの年金レコードキーピング（記録運営管理）データベースの知見に基づくシミュレーションでは、企業の積立ルールに基づく1%最終平均給与DBプランの40年間の累積コスト（勤務年数制限なし）は、10.7%給与マッチ／非選択繰延給付のDCプランとコストが等しくなります。一方、公的機関の積立ルールに基づく同等のDBプランの40年間のコストは9.4%給与マッチ／非選択繰延給付のDCプランとコスト的にほぼ同じです。

### グライド・パスの結果

次のシミュレーションでは、給付の充実度（すなわち、代替効果<sup>5</sup>）の潜在的な違いを、基本的DCプランを強化することにより調整することを目指しました。強化されたプランは元々のマッチング公式に基づきますが、企業と公的機関両方の積立ルールに基づきDBプランとコストを等しくするのに必要な追加の非裁量抛出（10.7%または9.4%）も考慮してみました。

我々のシミュレーションでは、こうした変更により、基本的DCのみのグライド・パスとDCプラスDBのグライド・パスの最適な株式比率の差は約半分に抑えられました（図表3）。

別の言い方をすると、DBプランの存在に起因するグライド・パス株式比率の違いの約半分は資産効果で説明できていました。実際、株式比率が基本的DCと最終平均給与DBプランの組み合わせと等しいDCのみグライド・パスを作るには、20%の非裁量抛出が必要でした。

<sup>5</sup> 代替効果は、DBプランを閉鎖または凍結する雇用主がより充実したDCプランを提供することで全体の退職給付の減少を埋め合わせるかもしれないという考えに基づきます。従って、DBプラン加入者は必ずしもDBプランのない加入者より本質的に裕福とは限りませんが、退職準備は給付の様々な形でサポートされます。

## ... 暗黙のトレードオフが働くため、DBプランの受給権がある加入者の積立状況が、DBプランがない人の積立状況を上回るとは限りません

グライド・パスにおける株式比率の違いの内、残りの半分は年金給付確定発生分と支払構造に起因するものでした。強制的な非裁量拠出のあるDCプランの場合、現役期間のうちに積み立てる額が割り増しとなり、その後も大半の加入者にとって老後資金の主な源泉となります（そもそも低所得の従業員にとっては、通常、社会保障給付が収入の大半を占めますが）。DBプランは、加入者を市場の変動から守る比較的安定した確実な老後収入の源泉を提供します。このため加入者はDCプランや他の貯蓄への依存度が低下する傾向があります。

こうした環境では、DBプランと雇用主負担的に同等の給付をDCプランで提供する場合（つまり、代替効果を完全に反映するもの）、DCのみの最適グライド・パスの株式比率は、DBプランへのアクセスを有する加入者のグライド・パスより高くなります。

対照的に、全体の給付コストが等しい場合でも、シミュレーションでは、給付の一部をDBプランの形で提供すると、DCプランのTDFのグライド・パスの株式比率は下がり、退職期間にかけてその傾向が特に顕著です。DBプランの給付構造は資産の安定維持に役立ち、加入者にとってはそれ自体が、潜在的な効用価値を有します。

## 結論

シミュレーションでは、既存のDCプランにDBプランを加えることはTDFの最適株式比率を大きく下げる効果があります。しかし、DBプランを単独で取り扱うことは、多くのスポンサーが直面するトレードオフを単純化しすぎることになります。

DBプランの閉鎖や凍結が続く一方で、新たに採用されるDBプランは限定されており、特に大企業はDBの提供に慎重です。DBプランの閉鎖を補うために、多くのスポンサーは給与マッチング比率の引上げや、非裁量拠出を増やすなど、DCプランの強化に動いていません。

暗黙のトレードオフが働くため、DBプランのカバレッジがある加入者の積立状況が、DBプランのカバレッジがない人の積立状況を上回るとは限りません。シミュレーションにおいて全体のコストを調整した場合、DBプランの存在によりDCプランの最適グライド・パスの株式比率は低くて済みますが、低下度合いは代替効果（DBプラン閉鎖などの埋め合わせ）を完全に無視した場合には及びません。

グライド・パスの株式比率の差の約半分は代替効果で説明できますが、残り半分は我々が分析したDBプランとDCプランの給付設計の構造的違いが原因です。こうした発見は退職給付の構造を全体的に観察し、DCプランのグライド・パスへのDBプランの影響を考察したいスポンサーにとって有益だと考えています。



# 別表

## DBとDCにおけるコスト／メリットの同等性

DBプランとDCプランの給付水準の比較は保険数理上の様々な前提を必要とする非常に微妙な分析です。こうした前提条件が十分認識され、知り得るものだったとしても（実際は不可能ですが）、異なる退職プランの構造には、それぞれ組み込まれた設計要素があるため、2つのプランの設計を同じ土俵で比較することは非常に困難です。退職プラン設計コンサルティングは我々の専門分野ではありませんが、とはいえ退職後所得やグライド・パスの適合性に関する我々の知見を有効活用できる可能性のある広範なテーマが存在します。

- 資産配分
- 行動的アルファ
- 生涯所得効率
- 給付の同等性
- 費用
- 積立超過や積立不足のリスク

### 資産配分

DCプラン加入者がそれぞれ一定の投資期間（平均余命等）を想定して投資するのに対し、加入者を受け入れているDBプランのスポンサーは継続企業の観点から永続を前提に投資リスクを配分できます。一方、ターゲット・デート戦略では通常、DCプラン加入者が退職に近づく、そして退職後にかけても、継続的にリスクを下げていきます。DBプランでは、リスクをより長期にわたり高水準に維持することで、プランへの追加拠出を迫られることなく、より多額の給付コストを賄うことが可能になります。しかし、多くのDCのグライド・パスの株式比率は公的機関・企業のDBプランより高水準からスタートするため、この潜在的な相対優位性は以前ほど大きくありません。

また、2006年に年金保護法が制定されてから、多くの企業のDBスポンサーはプランの資産と債務の時価変動を考慮し、リスクを下げる選択をしています。この債務主導型投資アプローチはリスク管理の点から見ると妥当ですが、こうしたポートフォリオは株式への配分がより高いポートフォリオに比べて市場の上昇をあまり享受できない可能性があります。

### 行動的アルファ

DCプラン加入者（特にTDFに投資していない加入者）は、リスク資産の売買を誤ったタイミングで行う可能性があります。こうした行動的バイアスの一部はDBプラン投資委員会の決定にも影響を及ぼす可能性があるものの、多くのDBプランはガバナンス構造の存在により、より多くの情報に基づき資産のリバランスや再配分の決定を下しやすいと考えられます。

## 生涯所得効率

DBの場合、スポンサーは加入者全般の死亡リスクを合算し、プランから生涯に渡って年金収入を提供する構造です。一方DCプラン加入者の場合、口座残高の年金化を希望するには、年金保険を提供する保険会社に価格を問い合わせる必要があります。これらの価格には通常、「逆選択」問題を防ぎつつも、保険会社に一定の利益をもたらすような価格面の条項が含まれます。

国内歳入庁（IRS）は適格企業DBプランが保険数理的な同等性計算のために使う金利と死亡率の一覧表を公表しています。これらの前提は、DCプラン資産を自力で年金化しようとするDC加入者よりもDB加入者に有利かもしれません。保険数理的な同等性手法のこの違いは、年金保険市場と比べ、DBスポンサーの提供する退職所得のコスト効率がより優れている可能性を意味します。

### 給付の同等性

本シリーズの分析を通じ、我々はスポンサー間で今日広まっている積立のルールと手法に基づき、スポンサーにとってコストが同等のDBプランとDCプランを比較することに焦点を当てます。代替効果を評価するもう一つのアプローチは、同等性をコストではなく給付額で見てプランを比較することでしょう。

例えば、我々のシミュレーションでは、非裁量拠出率が給与の7.4%のDCプランは、平均すると退職時の給付引当金の最後5年平均給与の1%相当の給付があるDBプランの現在価値と等しくなります。しかし、この数値は、投資リターンや金利のパターンや水準により大きく変動します。図表A1は、最終平均給与DBプランが提供する給付額を再現するのに必要な非裁量拠出率のレンジを示しています。

### 費用

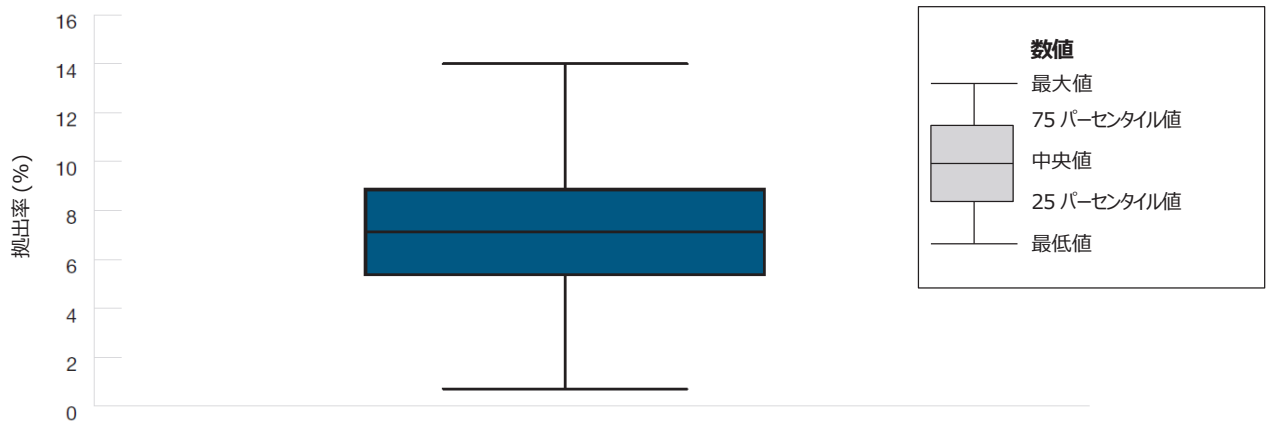
合同運用信託は、より規模の大きいDBプラン向け個別運用口座の運用報酬面でのスケールメリットをDCスポンサーが享受できるようにするもので、DCコストを妥当な水準に保つのに役立っています。

どちらのタイプのプランも管理費（法務、記録運営管理、規制当局への報告、加入者への連絡等）は同程度ですが、DBプランは年金給付保証公社の保険料の引上げが続いているため、この分野ではDCプランがコスト面で有利になるかもしれません。

同じく、DBスポンサーには保険数理的費用が発生しますが、DCスポンサーには発生しません。しかし、DBプランが負担する追加的な管理費は通常、DCプランの高めの運用報酬によってほぼ相殺され、両者はコスト／メリットの点から甲乙つけがたい状況です。

## DB・DC比較上のコストの同等性はリターンと金利の前提から影響を受ける

(図表A1) DBプランと同じ給付を提供するのに必要なDCプランへの非裁量拠出のレンジ (対給与の比率)



出所: ティー・ロウ・プライス

説明のみを目的としています。実際の投資やティール・ロウ・プライスの商品を表すものではありません。この分析には、モンテカルロ・シミュレーションで得られた情報が含まれます。詳細は別表と追加ディスクロージャーを参照して下さい。

### 積立超過や積立不足

シミュレーションでは、事業主に求められるDBプランの掛け金拠出額はDCプランよりも年ごとの変動が非常に大きくなっています。実際にDBプランを提供するスポンサーが減っている背景にはこうした事情があると考えています。

平均投資リターン、そして同じくらい重要なこうしたリターンのボラティリティは予想が一番難しい分野ですが、コストの同等性の推定にも重大な影響を及ぼします。株式市場は昔からボラティリティが高く、シミュレーションでは、企業DBプランに関するIRSの積立規則と、公的DBプランに関して政府会計基準審議会声明68号が求める年間拠出の両方と整合的な積立方針をモデル化しました。

図表A2に示したように、正確に100%ちょうどの積立水準を目指すのはDBプランの世界では難しいことです。市場低迷時は積立不足が発生しやすく、好調時は過去の拠出を取り戻せないため、どの時点でも積立水準に広いかい離が生じる可能性があるからです。

シミュレーションでは、スポンサーは相場下落時に追加拠出をする半面、相場上昇時は余剰資金に容易にアクセスできないと仮定したため、DBプランは無視できない確率で積立超過となりました。

DBプランは積立不足のリスクもあり、保険数理的に決められた拠出額に法的強制力がない公的プランは特にそうです。これが必ずしもグライド・パスの適合性や加入者の計画に影響するとは限りませんが、DBプランはDCプランと違い拠出額やタイミングに関し微修正の余地があるため、「コストの同等性」の比較がより難しくなります。

### プラン設計のモデル化における主な変数

#### 仮想的なDBプラン

終身年金を給付する単一のプランの給付額は以下の式で計算されます (最終平均給与型の場合)。

退職給付 = 1% x 最後5年の平均給与 x 勤務年数  
(早期退職ではない通常の退職の場合)

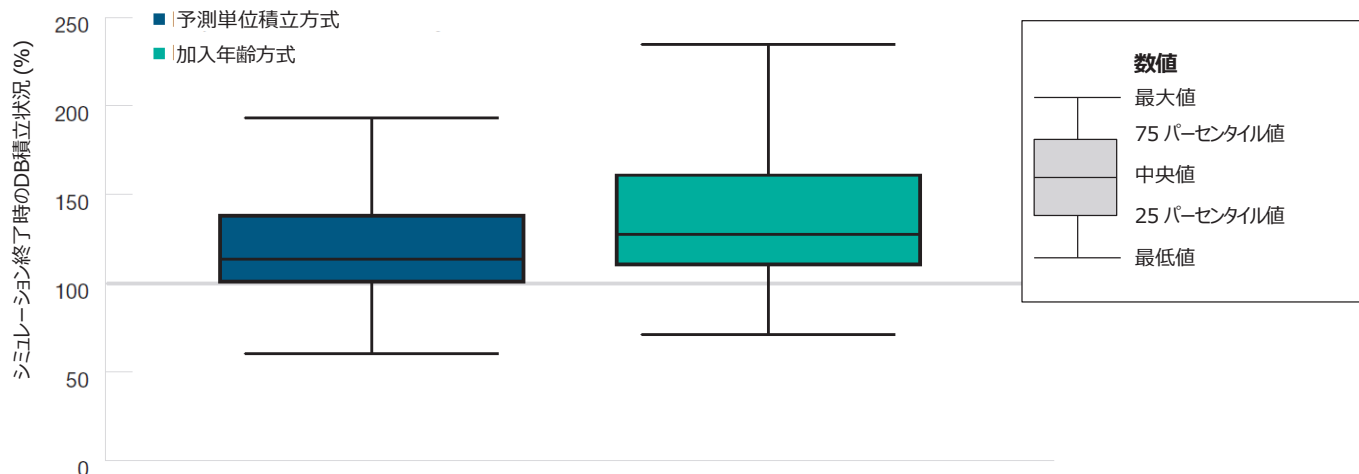
本レポートはその趣旨に照らし、奨励金付き早期退職給付や生活費調整は想定していません。これらのトピックは本シリーズの別の回で議論します。

#### 仮想的なDCプラン

我々の当初の想定は、従業員掛金の最初の3%の100%、次の2%の50%までを雇用主がマッチング拠出する米国のセーフハーバー型プランでした。拠出はすべて税引前で、拠出額は当社独自の繰延率成長モデルに従って長期的に増加すると想定しました。コストが等しい公的機関及び企業DCプランについては雇用主が給与のそれぞれ9.4%、10.7%を拠出するケースをモデル化しました。

## DBプランで安定して100%の積立状況を目指すのは難しい

(図表A2) 公的機関及び企業の積立ルールに基づくシミュレーションでのDBプラン10,000件の退職時積立状況のレンジ



出所: ティー・ロウ・プライス

説明のみを目的としています。実際の投資やティール・ロウ・プライスの商品を表すものではありません。この分析には、モンテカルロ・シミュレーションで得られた情報が含まれます。詳細は別表と追加ディスクロージャーを参照して下さい。

### 加入者構成の分析に関する主な前提

ティール・ロウ・プライスのレコードキーピングデータに基づき策定した独自の給与成長モデルを使い、プラン加入者の収入は増えると想定しました。加入者は65歳で退職し、インフレ調整後の安定した老後の支出を支えるため取り崩しを始めると想定しました。

特定の結果の確率に関する予測や他の情報は将来の結果を保証するものではありません。この分析は様々な前提に基づいており、予想された結果が達成もしくは持続する保証はありません。実際の結果は変化し、想定したシナリオより良い場合もあれば悪い場合もあります。

### 加入年齢方式

公的年金プランで一般に使われる加入年齢方式は、加入者の将来の予想勤務期間を通じ給与の一定割合を確定給付のために積み立てます。運用成績が割引率を下回った結果生じる積立不足は加入者の残りの予想勤務期間を通じて償却されます。

### 予測単位積立方式

大半の企業が積立や会計のディスクロージャーに使う予測単位積立方式は、加入者の雇用サイクル序盤の必要拠出額が加入年齢方式を下回ります。現在の負債は、予想勤務期間に対する現在の勤務期間の比率に、割引率や減少率を反映した将来の予想給付額の現在価値を掛けて求めます。運用成績が割引率を下回った結果生じる積立不足は、IRS積立規則に従い、7年かけて償却されます。

### 確定給付の前提

本レポートはその趣旨に照らし、スポンサーは最低限の通常コストに積立不足残高（前年度末が積立超過の場合はゼロ）の償却分を加えた金額を拠出したと想定しました。この場合、株式60%、債券40%の静的資産配分を想定し、予想リターンはこの分析で想定として使われる平均5%の割引率よりやや高い水準に設定しました。このため、仮想的なDBプランのコストはプラン内で約束された給付額の現在価値を下回りました。



ティー・ロウ・プライスは、お客様に信頼していただける優れた運用商品とサービスを長期にわたってご提供することに注力しています。

[troweprice.co.jp](http://troweprice.co.jp)

T.RowePrice®

## 追加ディスクロージャー

モンテカルロ・シミュレーションは将来の不確実性をモデル化します。平均結果を生成するツールとは異なり、モンテカルロ・シミュレーションによる分析は、確率に基づく結果の範囲を創出することで、将来の不確実性を取り入れています。

### 重大な想定には、以下が含まれます。

- 貯蓄率やキャッシュフローなどの経済・行動的なインプット値は、金融市場とマクロ経済、並びにティー・ロウ・プライスのDCプラン加入者の記録管理データベースに基づき測定されたデータの双方と関係のあるファクターで構築される構造的モデルから生成されます。
- 死亡率のウェイトは米国アクチュアリー会が出所です。退職年齢は65歳と想定されています。

### 重大な制限には、以下が含まれます。

- この分析は前提に基づいており、こうした前提から生じる幅広いシナリオを創出するリターン・モデルと組み合わせます。最善を尽くしているものの、前提やモデルが将来のリターンを正確に予想する保証はありません。こうした分析結果は近似値とみなし、これを使う場合は誤差をある程度許容すべきであり、結果の正確性に過度に依存しないことが重要です。

**シミュレーションを利用する際には、裏付けとなる要因の初期値を含むインプット・パラメータの変化が一見小幅であっても、結果に重大な影響を及ぼす可能性があり、（単に時間の経過とともに）繰り返し利用することにより、結果のばらつきが大きい可能性があることを念頭に置く必要があります。**

- ・ 極端な市場の動きはモデルで想定される以上に頻繁に起きる可能性があります。
- ・ 市場危機は資産クラスが横並びのパフォーマンスとなり、予想されるリターンの前提の正確性を低下させ、分析では捕捉されなかった形で（多くの異なる資産クラスを使うことの）分散効果が消失する可能性があります。この結果、投資家が実際に経験するリターンは我々の分析における予想よりボラティリティが大きくなる可能性があります。
- ・ リスク、リターン、「強気」相場と「弱気」相場の期間など資産クラスのダイナミクスは、モデル化したシナリオのものとは異なる可能性があります。
- ・ この分析はすべての資産クラスを対象にしているわけではありません。他の資産クラスはこの分析で使用される資産クラスと近似する場合またはこれより優れている場合もあります。
- ・ 税金、手数料、取引コストは考慮されていません。
- ・ この分析でモデル化するのは投資商品ではなく資産クラスです。この結果、投資商品の広範な資産配分がモデル化したものと近似していても、特定の投資商品における投資家の実際の経験は、シミュレーションによる予想レンジと異なる可能性があります。こうした乖離の理由としては、投資商品の運用会社によるアクティブ運用などが含まれます。特定の運用商品主導のアクティブ運用、つまり幅広い資産クラスとは異なる個別銘柄のポートフォリオの選択は、リターンがこの分析の予想レンジから乖離する投資商品につながる可能性があります。

### モデル化の前提:

この分析に使われる主な資産クラスは株式と債券です。効果的に分散されたポートフォリオは理論上、株式、債券、不動産、海外投資、コモディティ、貴金属、通貨などあらゆる投資可能な資産クラスが含まれます。投資家がこれらの資産クラスをすべて保有している可能性は低いことから、長期投資家に最適と思われるものを選定しました。この分析には10,000のシナリオが含まれます。取り崩しは各年初めに行われます。

**重要:** 様々な投資結果の確率に関するティー・ロウ・プライスの予測や他の情報は本質的に仮想的なもので、実際の投資結果を反映したものではなく、将来の結果を保証するものでもありません。シミュレーションは前提に基づいています。予想またはシミュレーションされた結果が達成もしくは維持される保証はありません。図表は起こり得る結果の範囲を示しています。実際の結果は使用の都度、時間の経過と共に変わり、シミュレーションされたシナリオと異なる可能性があります。潜在的な損失もしくは利益がシミュレーションで示されたものより大きくなる可能性がある点にご留意ください。これらの結果は予測ではなく、合理的な推計に基づく数値です。

### 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入れまたは売却を示唆・保証するものでもありません。投資一任契約は、値動きのある有価証券等（外貨建て資産には為替変動リスクもあります）を投資対象としているため、お客様の資産が当初の投資元本を割り込み損失が生じることがあります。

当社の運用戦略では時価資産残高に対し、一定の金額までを区切りとして最高1.265%（消費税10%込み）の逓減的報酬料率を適用いたします。また、運用報酬の他に、組入有価証券の売買委託手数料等の費用も発生しますが、運用内容等によって変動しますので、事前に上限額または合計額を表示できません。詳しくは契約締結前交付書面をご覧ください。

「T. ROWE PRICE, INVEST WITH CONFIDENCE」および大角羊のデザインは、ティー・ロウ・プライス・グループ、インクの商標または登録商標です。

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