

## 米国のリタイアメント・インカムをめぐる動き： 投資信託を使った解決策

野村 亜紀子

### ■ 要 約 ■

1. 米国では近年、退職後の収入、すなわちリタイアメント・インカムをいかに終身にわたり確保するかをめぐる議論が高まっている。システムチックな年金商品の買い付け、運用と取り崩しの両方を管理するサービスなど、様々な解決策が金融サービス業者により出されているが、決定打と言えるものは登場しておらず、試行錯誤が続けられている。
2. そのような中で、投資信託運用最大手であるフィデリティ、バンガードの2社が、「引出専用投信」という方策を相次いで打ち出した。年金商品のような保証の要素は伴わないものの、その分、低コストであり、よりシンプルな解決策を求めるシニア層がターゲットと思われる。
3. フィデリティが出したのは、最終引出年に向けて運用内容が保守化し最後は清算されるという投信と、この投信を取り崩しつつ、月次の引き出しをシステムチックに行う口座の組み合わせである。バンガードは、異なる支払率の投信3本を用意し、投資家が自分に合った「現在の収入と資産増加の組み合わせ」を選ぶという方策だ。
4. 米国では今後もリタイアメント・インカム商品の開発競争が続くと見られている。わが国では、終身にわたるリタイアメント・インカム確保の議論はあまり聞こえてこない。しかし、公的年金が縮小する中、わが国でも個人による対策の必要性が高まる可能性もある。米国の動向は参考にすべきであろう。

### I 「リタイアメント・インカム」確保に対する関心の高まり

米国では近年、平均余命の伸長に伴う「長生きリスク」（想定以上に長生きした結果、資産が枯渇するリスク）への認識が高まる中で、退職後の収入確保策が模索されている<sup>1</sup>。最近では、退職後の収入に「リタイアメント・インカム」という言葉を使うのが定着してきた感もある。

<sup>1</sup> 長島亮「注目を集める長生きリスクと米国金融サービスの変化」『資本市場クォーターリー』2007年夏号を参照。

一般に、リタイアメント・インカムは、公的年金給付、現役時代の退職給付制度からの給付、個人年金及び資産の取り崩しから成る。米国の場合、これらのうち、公的年金であるソーシャル・セキュリティは終身にわたる年金給付を約束するが、老後の所得に占める割合が4割にも満たず<sup>2</sup>、リタイアメント・インカムがこれだけでは、多くの米国人にとって十分とは言い難い。現役時代の職場の退職給付制度は、かつては、原則として終身給付の確定給付型年金が中心的だったが、特に民間セクターでは、様々な事情からこの制度は縮小の一途を辿っている。

代わって401(k)プランなどの確定拠出型年金が普及を遂げたが、同プランは、確定給付型年金と異なり、終身給付という設計を内包しない。今や401(k)プランの方が加入者数、資産残高のいずれにおいても確定給付型企業年金を上回る米国において、「401(k)プランを通じて蓄積した資産を枯渇させずに、充実したシニア・ライフを送るにはどうすればよいか」という課題がクローズアップされるのは自然の成り行きとも言えた。世代として401(k)プランへの加入実績をそれなりに持つ、ベビーブーマー（1946～64年生まれ）の第一陣が60代に入り、議論は一層の盛り上がりを見せている。

## II 解決途上のリタイアメント・インカム確保策

リタイアメント・インカムの確保をめぐる、「上手な資産の取り崩し」が重要であること、退職後の人生も数十年にわたる以上、ある程度のリスクを取った資産運用が必要と思われること、年金商品の活用が有効であることなどは、一定のコンセンサスを得ていると言って良い。ただ、具体的な方法となると、未だ模索中というのが米国の実状である。

すでに老後のための資産形成が終わりに近づいており、その資産の「年金化」が主な課題という退職直前の世代に向けては、例えば、「システムチックな年金買付サービス」が登場している。マスマニユアルのリタイアメント・マネジメント・アカウントでは、フィナンシャル・プランニングに基づき、即時開始年金の購入と投資信託による運用が行われる<sup>3</sup>。また、フィデリティのインカム・マネジメント・アカウントのように、退職後にフォーカスしたフィナンシャル・プランニングと併せた、総合的な収入・支出管理口座サービスも登場している。リタイアメント・インカムの確保は、学界の関心事項ともなっており、「なぜ人々は終身年金をもっと利用しないのか」という問題提起や、退職時（例えば65歳）に、75歳、85歳といった将来時点に給付が始まる終身年金を購入する方法を示す論文なども見られる<sup>4</sup>。

まだ老後のための資産形成の最中にあるという世代に向けては、401(k)プランの投資の選択肢としての、終身年金の提供が始まっている。メットライフは、2004年4月、メリ

<sup>2</sup> 65歳以上の平均。Ken McDonnell, "Income of the Elderly Population Age 65 and Over," *EBRI Notes*, Dec. 2007 より。

<sup>3</sup> 前掲長島論文を参照。

<sup>4</sup> Anthony Webb, Guan Gong, and Wei Sun, "An Annuity that People might Actually Buy," *Issue in Brief*, Center for Retirement Research at Boston College, July 2007.

ルリンチと提携して、401(k)プラン加入者向けにパーソナル・ペンション・ビルダー (Personal Pension Builder) と呼ばれる定額終身年金の選択肢を開始した。その後、ジェンワース・フィナンシャルのクリアコース (ClearCourse)、プルデンシャル・フィナンシャルのインカムフレックス (IncomeFlex) など、年金受取額保証付きの変額年金バージョンも登場している<sup>5</sup>。また、パークレイズ・グローバル・インベスターズは、401(k)プランの企業のマッチング拠出を、据置年金を含む同社の運用ポートフォリオに投資するスポンサーマッチ (SponsorMatch) というプログラムを、2007年10月より開始した<sup>6</sup>。

### Ⅲ 引出専用投信というアプローチ

上記のように、リタイアメント・インカムの確保策が模索される中で、最近、フィデリティ、バンガードという米国投資信託運用会社の最大手より、「引出専用投信」という方法が相次いで打ち出された。両社とも、資産取り崩しのフィナンシャル・プランニングや年金商品をリタイアメント・インカム確保策としてすでに提供しているが、退職後にフォーカスしたフィナンシャル・プランニングは、しばしば、資産形成目的のフィナンシャル・プランニングと比較して格段に複雑さを増すと言われる。また、年金商品を用いた方策は、保証のコストや、様々なオプションゆえの煩雑さを伴う。今回の商品は、よりシンプルな解決策を求めるシニア層がターゲットと思われる。

#### 1. フィデリティのインカム・リプレースメント・ファンド

フィデリティは2007年10月、フィデリティ・インカム・リプレースメント・ファンド (Fidelity Income Replacement Fund、以下、インカム・リプレースメント・ファンドとする) の提供を開始した。資産形成を終えた世代による、合理的な資産の取り崩しをサポートするのが目的の「引出専用投信」であり、同社のスマート・ペイメント・プログラム (Smart Payment Program、後述する) と併せた活用が想定されている。

##### 1) インカム・リプレースメント・ファンドの概要

インカム・リプレースメント・ファンドは、特定年の12月31日を「最終引出日」に設定し、その日に向けて運用内容を保守化させていき、最終的にはファンドを全て投資家に払い出して清算するという投資信託である。最終引出日がファンド名に付けられており、2016年ファンドから2036年ファンドまで、2年刻みの11本が設定されている。

<sup>5</sup> “The Mother of Invention,” *Plan Sponsor*, Sep. 2007; “Encore (A Special Report) Do-It-Yourself Pensions,” *Wall Street Journal*, 7/14/2007.

<sup>6</sup> “Annuities meet their match,” *Pensions & Investments*, 10/15/2007.

ファンドの形態はファンド・オブ・ファンズで、投資対象はフィデリティの投資信託 15 本である。最終引出日が遠いファンドほど株式ファンドを中心とする積極運用になっている（図表 1）。図表 1 は各ファンドの設定当初の目標アロケーションであるが、時間の経過と共に保守化していくイメージを表してもいる。手数料は最も低い 2016 年ファンドで 0.54%、最も高い 2036 年ファンドで 0.65%である。いずれも投資対象ファンドの信託報酬がそのまま反映される形で、ファンド・オブ・ファンズとしての上乗せの手数料は課していない。

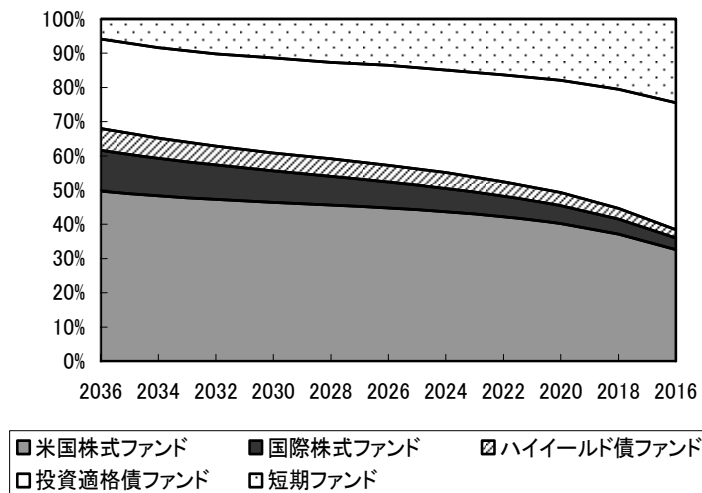
運用会社はストラテジック・アドバイザーズで、投資対象の運用会社のフィデリティ・マネジメント&リサーチとは別会社であるものの、ともにフィデリティのグループ傘下にある。ストラテジック・アドバイザーズが、あらかじめ同社の定めたアセット・アロケーション戦略に基づき、各インカム・リプレースメント・ファンドの運用を行う。短期的なマーケット・オポチュニティの追求は行わないが、必要に応じてアセット・アロケーション戦略や投資対象ファンドの見直しを行う。

## 2) ターゲット・イヤー・ファンドとの違い

インカム・リプレースメント・ファンドの最大の特徴は、資産の引き出しが目的として明示され、最終引出日の到達後、ファンドを清算することが、あらかじめ決められている点である。これがターゲット・イヤー・ファンドとの主要な相違点とも言える。

ターゲット・イヤー・ファンドとは、特定年に向けてファンドの運用内容を保守化させていくことにより、投資家のライフサイクルに合わせたアセット・アロケーションの提供を目指す投資信託で、通常、ターゲット・イヤーは投資家の退職年が想定さ

図表 1 各インカム・リプレースメント・ファンドのアロケーション



(注) 横軸がファンド名に付いている最終引出年

(出所) Fidelity Retirement Income Fund 目論見書 (2007年7月31日)

れている<sup>7</sup>。やはりターゲット・イヤーがファンド名に付けられ、5年刻みなど複数本でワンパッケージの形が一般的である。フィデリティは米国最大のターゲット・イヤー・ファンドであるフィデリティ・フリーダムを提供している。

フィデリティ・フリーダム・ファンドは、正確にはターゲット・イヤー到達後もアロケーションの保守化が続けられ、その10～15年後に変化の最終形であるフリーダム・インカム・ファンドと同じ運用内容になる。フリーダム・インカム・ファンドも20%を米国株式に投資しており、退職後も一定以上のリスク・リターン追求を続けたい投資家が想定されていると言える。これに対し、インカム・リプレースメント・ファンドは、最終引出日時点では、基本的に最後の引き出しに備えて短期資産で運用されていると思われる。

フィデリティが今回、フリーダム・ファンドとは全く別の、新たなファンド群としてインカム・リプレースメント・ファンドを出したのは、「資産形成」と「資産取り崩し」という2つの異なるライフサイクル局面、すなわち異なるターゲット顧客層の混同を避けるためではないかと推察される。インカム・リプレースメント・ファンドは資産の取り崩しをファンドの目的として明示し、最低初期投資額も25,000ドルと高めである。一方、フリーダム・ファンドは目論見書の中で、例えば2018～2022年に退職年を迎える人向けにはフリーダム2020などと、将来の退職年とファンドを明確に関連付けた説明を行っており、最低初期投資額も2,500ドルである。インカム・リプレースメント・ファンドの登場により、フリーダム・ファンドの「資産形成層向け」という性格が改めて明確化されたとも言える。

### 3) スマート・ペイメント・プログラムと併せた資産取り崩し

インカム・リプレースメント・ファンドはスマート・ペイメント・プログラムと併せた利用が想定されている。実際に同プログラムを利用するかどうかは、あくまでも投資家の自由であるが、ファンドの目論見書にも同プログラムが明記されている。

スマート・ペイメント・プログラムは、ストラテジック・アドバイザーズがあらかじめ設定した「目標引出率」（図表2）に基づき、インカム・リプレースメント・ファンドの分配金と売却を通じて、投資家が最終引出日まで、毎月一定額の資金を受け取り続けることができるように設計された口座サービスである。受取額はインフレに負けずに増加することが想定されている。投資家の月次の受取額は、下記の算式により決定される。

$$\begin{aligned} & (\text{前年末時点の基準価額}) \times (\text{年間目標引出率}) \div 12 = (\text{月次目標受取額}) \\ & (\text{月次目標受取額}) \times (\text{投資家の保有口数}) = (\text{投資家の月次受取額}) \end{aligned}$$

<sup>7</sup> 長島亮「米国で急拡大を遂げるライフサイクルファンド」『資本市場クォーターリー』2006年夏号を参照。

図表2 スマート・ペイメント・プログラムの現行の「目標引出率」

最終引出日までの年数	年間目標引出率(%)	最終引出日までの年数	年間目標引出率(%)
30	5.09	15	8.03
29	5.18	14	8.47
28	5.27	13	8.98
27	5.38	12	9.58
26	5.50	11	10.29
25	5.63	10	11.15
24	5.77	9	12.20
23	5.93	8	13.52
22	6.10	7	15.23
21	6.30	6	17.53
20	6.51	5	20.74
19	6.75	4	25.59
18	7.01	3	33.79
17	7.31	2	50.35
16	7.65	1	100.00

(出所) Fidelity Retirement Income Fund 目論見書 (2007年7月31日)

例えば、最終引出日まで 22 年の投資家の場合、目標引出率は年率 6.10%となる(図表 2)。仮に前年末の基準価額が 50 ドル、保有口数が 5,000 だったとすると、上記の算式に基づき、この投資家の月次受取額は約 1,271 ドルとなる。

インカム・リプレースメント・ファンドの配分方針は、配当分配金は毎月、キャピタルゲイン分配金は 9 月と 12 月の年 2 回である。上記の算式に基づく投資家の月次受取額が、これら分配金を上回る分だけ、投資家の持分が自動売却される。逆に、分配金が月次受取額を上回れば、その分はファンドに自動的に再投資される<sup>8</sup>。

スマート・ペイメント・プログラムとインカム・リプレースメント・ファンドにより、投資家がリタイアメント・インカムを確保できるかどうかは、同ファンドの運用成績に加えて、目標引出率の現実妥当性が鍵となる<sup>9</sup>。この引出率は、ファンドの運用会社でもあるストラテジック・アドバイザーズのクオンツ分析に基づき設定される。年金商品の場合のような保証はないものの、前提条件の変動が同社の想定範囲内に収まれば、投資家は自分の選んだ最終引出日までの間、多少の変動はあってもリタイアメント・インカムを得られることになる。

フィデリティは同社のウェブサイト上で、投資家が自分に合ったインカム・リプレースメント・ファンドを見つけるための簡単なシミュレーションを提供している。投資家が最終引出日までの年数と投資額を入力すれば、月次受取額が表示される。あるいは、最終引出日までの年数と希望する月次受取額を入力し、必要な投資額を得ることもできる。

<sup>8</sup> 配当分配金 (dividend distribution) は、投資信託が受け取る配当・利息を、投資家に分配したもの。キャピタルゲイン分配金 (capital gains distribution) は、投資信託の運用により出たキャピタルゲインを、投資家に分配したもの。

<sup>9</sup> なお、その際の前提条件の一つである想定利回りについて開示情報はないが、例えば上記の例の場合、月次受取額 1,271 ドル、すなわち年間受取額 15,250 ドルを、この目標引出レートの下で、実質値で 22 年間維持するためには、年平均実質利回りが 3%程度必要と推測される(再投資などは考慮していない)。

## 2. バンガードのマネージド・ペイアウト・ファンド

フィデリティが、引出専用投信と資産取り崩しプログラムという方法であるのに対し、バンガードのマネージド・ペイアウト・ファンド (Vanguard Managed Payout Fund) は、支払率が低めで資産の成長が期待できるファンド、支払率が高めで資産の取り崩しもあり得るファンド、その中間の支払率のファンドを、3本1組で提供する。それぞれ、「成長フォーカス・ファンド」 (Vanguard Managed Payout Growth Focus Fund)、「分配フォーカス・ファンド」 (Vanguard Managed Payout Distribution Focus Fund)、「成長・分配ファンド」 (Vanguard Managed Payout Growth and Distribution Fund) と名付けられている。2007年9月末のプレスリリースで、ファンドの登録申請を証券取引委員会 (SEC) に対し行ったと公表されており<sup>10</sup>、2007年12月～2008年1月に提供が始まると見られている。

マネージド・ペイアウト・ファンドは、一定の目標額を毎月、投資家に支払うという分配方針に基づき運用される。1口当たりの月次目標支払額は毎年の1月1日に決定され<sup>11</sup>、以下の算式の通り、基本的には、年間を通じて当該支払額に保有口数を掛けた金額を投資家が受け取る。

$$\begin{aligned} & (\text{過去3年間の基準価額平均}) \times (\text{年間支払率}) \div 12 = (\text{月次目標支払額}) \\ & (\text{月次目標支払額}) \times (\text{投資家の保有口数}) = (\text{投資家の月次受取額}) \end{aligned}$$

年間支払率は、成長フォーカス・ファンドが3%、成長・分配ファンドが5%、分配フォーカス・ファンドが7%に設定されている。成長フォーカス・ファンドは、支払率が低い分だけ、資産の成長も狙えるが、成長・分配ファンドは資産のインフレ保護までで成長は想定せず、分配フォーカス・ファンドは資産の名目上の維持を目指すのみである (図表3)。支払率の設定により、足下の収入と将来の資産の成長のトレードオフを定量化したのが、このファンドの特徴とも言える。

マネージド・ペイアウト・ファンドの投資家が受け取る金額は、フィデリティ・インカム・リプレースメント・ファンドと同様、ファンドの運用成績に左右されるが、直近3年間の平均とすることで平準化が図られている。分配の原資は、基本的にはファンドの受取配当・利息及びキャピタルゲインであるが、月次目標支払額に対し、これらが不足する場合は、ファンド元本の払い戻しも行われうる。ただ、フィデリティのインカム・リプレースメント・ファンドと異なり、ファンドの清算は予定されていない。遺産のニーズなどにも、ある程度対応可能な形になっている。

<sup>10</sup> “Vanguard to Broaden Retirement Income Solutions with Three New Managed Payout Funds,” Vanguard press release, 9/27/2007. なお、SECの承認待ちの目論見書 (2007年11月30日提出) によると、当該目論見書の発効日は2007年12月11日付けとなっている。本稿の記述は、この目論見書の内容に基づく。

<sup>11</sup> 正確には、ファンドの設定以来、同ファンドを保有し続けている架空口座の資産額の3年平均を算出し、同口座の保有口数で除して、過去3年間の基準価額平均を算出する。

図表3 マネージド・ペイアウト・ファンドの概要

ファンド（支払率）	運用目的	想定される投資家
成長フォーカス・ファンド （3%）	・月次の分配と同時に、長期的なインフレ保護と資産の成長を目指す	・現在の受取額は少額でも、資産及び将来の受取額の増加を望む投資家 ・他のファンドに比べて、インフレを上回る受取額の実現可能性が高い
成長・分配ファンド （5%）	・月次の分配と同時に、長期的なインフレ保護と資産の維持を目指す	・現在の受取額と、資産及び将来の受取額の購買力維持を望む投資家 ・受取額の長期的なインフレ保護と、資産の維持を目指す
分配フォーカス・ファンド （7%）	・月次の分配と同時に、長期的な資産の維持を目指す	・現在の消費のニーズを満たすために、多額の受取を望む投資家 ・将来の受取額のインフレ保護は想定されていないが、名目上の資産価値の維持を目指す

（出所）Vanguard Managed Payout Fund 目論見書

マネージド・ペイアウト・ファンドの形態はファンド・オブ・ファンズで、バンガードの投資信託及びその他の資産に投資する。米国内外の株式（REIT も含む）、債券については、バンガードのインデックス・ファンドが投資対象となるが、それ以外のアセット・クラスとして、インフレ連動の投資対象、コモディティ関連の投資対象が挙げられている他、マーケット・ニュートラル及び絶対リターン戦略の運用も含まれうるとされている。

運用は、定期的な支払いを目的に、戦略的アロケーションに基づき行われる。運用会社は、投資対象と同じくバンガードであるが、このファンドのための投資委員会が設けられ、同委員会が戦略的アロケーションを決定する。投資委員会は、①各ファンドの適格なアセット・クラスを特定し、②各ファンドの、長期的な配分の最大・最小レンジを適格アセット・クラスごとに設定し、③各ファンドの短期～中期の目標アセット・アロケーションを設定する。

手数料は、成長フォーカス・ファンドと分配・成長ファンドが 0.58%、分配フォーカス・ファンドが 0.57%である。最低初期投資額は 25,000 ドルと高めで、資産形成を終えたシニア層が想定されていることが伺われる。

## IV おわりに

フィデリティ、バンガード以外にも、例えばチャールズ・シュワップは 2007 年 10 月、シュワップ・プレミア・インカム・ファンドの提供を開始した。多額の分配金を月次で出すことを目的とする債券ファンドで、純粋にインカム提供のみを目指し、資産の増加など他の目的を同居させていない点が他の商品との違いとされる。ジョン・ハンコックも、受取額が定額または変額というリタイアメント・インカム商品のパッケージを提供予定と報じられており<sup>12</sup>、今後、さらに多くの金融サービス業者が、独自の商品を打ち出すだろうと

<sup>12</sup> “From Mutual Funds, Help in Serving the Nest Egg,” *New York Times*, 11/25/2007.



指摘されている<sup>13</sup>。

わが国では、少なくとも現時点では、退職後の収入の終身化をめぐる議論はあまり聞こえてこない。背景として、終身給付を提供する公的年金の存在感がそれなりに大きいことや、民間の企業年金は元々、退職一時金をルーツに持ち、米国のように終身給付が出発点ではないという歴史的な経緯もあると思われる。

しかし、公的年金は、わが国でも将来的な給付引き下げが決まっている。また、公的年金の代行という位置付けから、一定以上の終身給付が義務付けられる厚生年金基金は、ピーク時の 1883 基金から 632 基金（2008 年 1 月 1 日時点）へと減少している。米国のように確定拠出型年金が中心的という状況にはないものの、実は日本人も、早晩、終身にわたるリタイアメント・インカム確保策を真剣に考えなければならない状況に陥るのかもしれない。そのような意味でも、米国の商品・サービス開発動向は、参考にすべきであろう。

---

<sup>13</sup> “New Funds for Retirement Payouts,” *Wall Street Journal*, 10/14/2007.