

試行錯誤が続く米国のリタイアメント・インカム確保策

野村 亜紀子

■ 要 約 ■

1. 米国では、ベビーブーマー世代の第一陣が引退年齢に達する中で、現役時代に蓄積した資産の取り崩しを支援する金融サービスへのニーズが高まっている。背景には、確定給付型年金から確定拠出型年金（DC）へのシフトが進み、個々人がDC資産を終身にわたる資金フロー、すなわちリタイアメント・インカムに変換する必要性が生じたことがある。
2. 投資信託を活用したソリューションとしては、資産取り崩し局面において、ある程度予見可能な払い出しを目指す投信などが登場している。多くがグローバル金融危機の影響を受け、必ずしも順調な滑り出しとは言えない状況にあるが、リタイアメント・インカムに対する根本的なニーズは変わっていない。ファイナンシャル・アドバイザーの一部が、リタイアメント・インカム用投信の利用方法を見出し始めた兆しも見られる。
3. DCプラン内でリタイアメント・インカム確保策を提供しやすくするために規則を見直す動きも始まっており、企業の受託者責任の明確化などが期待されている。先行的に、DCプラン内で保証機能付きターゲット・イヤー・ファンドを提供する企業なども出ている。事例が積み重なるにつれて、リタイアメント・インカム確保策に関する金融サービス業界の経験値は着実に上がっていくと考えられる。
4. 米労働省が制度改正の一環で「適格リタイアメント・インカム商品」を規定すれば、多大な影響を及ぼしうる。今後も続く業界の試行錯誤と共に、政策当局の動向も注視しておく必要がある。

I. 退職後の「資産取り崩し」という課題

米国では、ベビーブーマー世代（1946～64年生まれ）の第一陣が引退年齢に達する中で、現役時代に蓄積した資産の取り崩しを支援する金融サービスへのニーズが高まっている。その背景には1980年代以降、企業年金における確定給付型年金（DB）から、401(k)プランに代表される確定拠出型年金（DC）へのシフトが進んだことがある。同時期に個人向け

DC 制度である IRA（個人退職勘定）も着実に普及し、多くの国民にとって、DC 資産の退職後の収入源としての重要性が増した。

終身年金が提供される公的年金や DB と異なり、DC では個々人が資産の取り崩しを実践し、終身にわたる資金フローを構築しなければならない。また、平均寿命が着実に延びる中、退職後の資産運用でも、ある程度のリスク・リターンを追求する必要がある。退職後の収入フローを意味する「リタイアメント・インカム」の確保策は、「どのような老後を過ごしたいか」というライフ・プランニングを踏まえた、運用と取り崩しの両面に係る資産管理計画の策定・実行であり、一般的な勤労者層の間でこのニーズが増大している。

資産形成期と資産取り崩し局面の最大の違いは、「保証」に対するニーズの高さと言える。具体的には、最低限の受取額の保証や、資産の枯渇を回避するための終身給付保証が挙げられ、そのためには個人年金保険の活用が合理的と考えられる。しかし、年金保険には流動性の欠如、保険会社の持続可能性などの課題もあり、保険商品のみでのリタイアメント・インカム確保が可能とは捉えられていない。まさに金融サービス業界あげての対応が求められており、商品・サービス開発競争が展開されている。本稿では投資信託を活用するアプローチを中心に、グローバル金融危機を経た最近の動向を整理する。

II. リタイアメント・インカム用投資信託の現状¹

1. リタイアメント・インカム用投資信託の概要（図表 1）

リタイアメント・インカム確保に焦点を当てた投資信託を最初に打ち出したのは、投信運用会社大手のフィデリティ・インベストメンツと言われる。2007 年 8 月に設定された同社のインカム・リプレースメント・ファンズ（Income Replacement Funds）は、投資家に対し一定のペースでの分配金の払い出しを行い、最終的には清算される。払出最終年が 2016 年から 2042 年までの 14 本から成るパッケージで、利用者はその中から自分の余命と見合うファンドを選ぶことができる。同ファンドはまた、スマート・ペイメント・プログラム（Smart Payment Program）と呼ばれる口座サービスとの併用が想定されている。同プログラムは、あらかじめ設定された目標支払率に基づき、分配金と口座内のファンドの売却を通じて、投資家が毎月、資金を受け取り続けるというものである。

フィデリティは、米国のターゲット・イヤー・ファンド運用会社の最大手だが²、同社のインカム・リプレースメント・ファンズはターゲット・イヤー・ファンドの「資産取り崩し版」と言える。DC 加入者はターゲット・イヤー・ファンドを利用すれば、資産のリバ

¹ 野村亜紀子「金融危機下のリタイアメント・インカム確保策の模索—米国運用業界の戦略と取り組み—」『資本市場クォーターリー』2009 年春号を参照。

² ターゲット・イヤー・ファンドとは、目標年に向けて運用内容を保守化させていく投資信託で、通常、目標年をファンド名に付したファンド群がワンパッケージで提示される。例えばフィデリティ・フリーダム・ファンズは、2000 年から 2055 年までの 5 年刻みの 12 本とインカム・ファンドから成り、各目標年前後に退職年を迎える人の利用が想定されている。

図表1 リタイアメント・インカム対応投信の概要

ファンド名	運用会社	特徴	資産残高 (2012年9月、 百万ドル)	設定年
Fidelity Income Replacement Funds	フィデリティ・インベストメンツ	<ul style="list-style-type: none"> ・ 特定年の12月31日を「払出最終日」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。 ・ 払出最終年がファンド名に付けられており、2016年ファンドから2042年ファンドまで、2年刻みで14本。 ・ 投資対象はフィデリティの投資信託。 ・ フィデリティの Smart Payment Program と併せた利用を想定。同プログラムは、あらかじめ設定された「目標支払率」に基づき、ファンドの分配金と売却を通じて、投資家が毎月、資金を受け取り続けることができるという口座サービス。 	59.0	2007年 8月
PIMCO Real Income Funds	PIMCO	<ul style="list-style-type: none"> ・ 2019年ファンドは2019年、2029年ファンドは2029年の満期日まで、実質価値が安定的な分配を提供することを目指す。 ・ 原則として90%を米国インフレ連動債(TIPS)に投資する。TIPSは消費者物価指数に連動した元利金を支払う国債。その他の米国債、米国連邦政府の保証付き債券も投資対象。 ・ ラダー運用で、満期を迎えた債券を適宜分配。 ・ ファンドの満期日には全額を分配し、ファンドは清算する予定。 	49.0	2009年 10月
Vanguard Managed Payout Funds	バンガード	<ul style="list-style-type: none"> ・ 分配率が3%で資産の成長が期待できる Growth Focus Fund、分配率が7%で資産の取り崩しもあり得る Distribution Focus Fund、その中間の分配率5%の Growth and Distribution Fund の3本。 ・ 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だが、不足する場合は、ファンド元本の払い戻しも行う。 ・ 投資対象はバンガードの投資信託。株式、債券、キャッシュ、REIT、コモディティ・リンク証券、マーケット・ニュートラル戦略への投資。 	1,002.7	2008年 5月
Schwab Monthly Income Funds	チャールズ・シュワップ	<ul style="list-style-type: none"> ・ 分配率が3~4%の Moderate Payout、4~5%の Enhanced Payout、5~6%の Maximum Payout の3本。 ・ 分配の原資は、ファンドの受取配当・利息及びキャピタルゲインだが、不足する場合は、ファンド元本の払い戻しも行う。 ・ 投資対象は、チャールズ・シュワップ及び系列運用会社ロードスの投資信託。 	189.0	2008年 3月

(出所) 各ファンド資料、Morningstar Principia より野村資本市場研究所作成

ランシングや加齢に伴う配分変更といった作業をファンド・マネージャーに委ねつつ退職に向けた資産形成を行うことができる。同様に、退職者は、フィデリティ・インカム・リプレースメント・ファンズを利用すれば、運用の作業をファンド・マネージャーに委ねつつ、システムチックな分配金を受け取ることができる。フィデリティは、リタイアメント・インカム用投信を投入するにあたり、ターゲット・イヤー・ファンドの運用実績という自社の強みを活かしたと見ることができる。

フィデリティ・インカム・リプレースメント・ファンズと同様に分配金の払い出し後に清算するタイプのリタイアメント・インカム用投信としては、ピムコ (PIMCO) のリアル・インカム・ファンズ (Real Income Funds) がある。ただ、リアル・インカム・ファンズはターゲット・イヤー・ファンド型ではない。同ファンドは米国政府のインフレ連動債 (TIPS) に主に投資し、2019年と2029年を満期とする2本の投資信託である。PIMCOは債券運用の最大手で、米国最大の投資信託であるトータル・リターン・ファンドの運用会社でもある。同社も、自らの得意分野でリタイアメント・インカム用投信を投入したと言える。

上記の取り崩し・清算型に対し、バンガードとチャールズ・シュワップが打ち出したのは、財団・寄付基金と同様に一定の分配率を提示するタイプである。基本的には運用により得たインカム及びキャピタルゲインの分配を通じて投資家に提示した分配率を維持していきこうとするが、それで不足する場合は元本の払い戻しも行う。バンガードのマネージド・ペイアウト・ファンズ (Managed Payout Funds)、チャールズ・シュワップのマンスリー・インカム・ファンズ (Monthly Income Funds) とともに、3種類の分配率をワンパッケージとして投資家に提示し、投資家が自分のライフプランに合致した分配率のファンドを選べるようにしている。

2. リタイアメント・インカム用投信への関心は復活するか

上記のリタイアメント・インカム用投信は、いずれも登場と同時にグローバル金融危機の影響を受け、厳しい環境下での船出となった。同時期に401(k)プランについても、将来的に資産形成の中心的存在になると目されたターゲット・イヤー・ファンドが、ファンドによっては目標年間近であったにも関わらず基準価額 (NAV) の大幅な下落を見せ、情報開示や加入者教育の適切性が改めて問われるなど、事態の收拾に時間を要した。

このような中、リタイアメント・インカム用投信への関心がいったんトーンダウンした感は否めない。登場から日が浅いとはいえ、専用のカテゴリーやベンチマークも未だ設定されておらず、評価基準も定まっていない。本来的には、投資家に提示した分配を実践できているかが問われるが、その手法が個性的であるため、例えばNAVに対する年間分配額を見るだけでは評価が難しい。上記4ファンドのうち現時点で最大のバンガード・マネージド・ペイアウト・ファンズを例に取ると、2009～2011年の3年間、グロース・フォーカス・ファンドの3%、グロース&ディストリビューション・ファンドの5%、ディストリビューション・フォーカス・ファンドの7%という分配率を概ね達成しているようではあるが、分配率の最も低いグロース・フォーカス・ファンドの2009年、2010年を除いて、いずれも元本の払い戻しを余儀なくされた³。運用収益からの分配が原則であるので、長期的な持続可能性の観点からは必ずしも順調とは言えないだろう。

しかしながら、リタイアメント・インカムに対する根本的なニーズや個人年金のみではソリューションとして不十分という状況は何ら変わっていない。「リタイアメント・インカ

³ Vanguard Managed Payout Funds Semiannual Report, June 30, 2012 より。

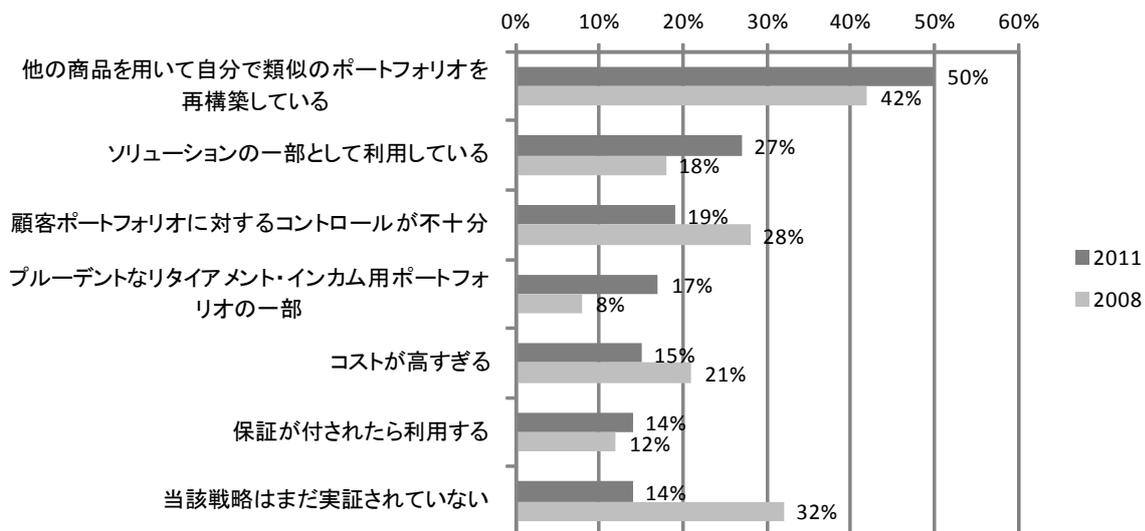
ム用投信は、理解を得るのに非常に時間がかかっているが、専門家によれば重要なニッチ商品であり、投資家は再び注目すべきである」という指摘もなされている⁴。

ファイナンシャル・アドバイザー（証券会社の営業職員、個人向け投資顧問など）の一部が、リタイアメント・インカム用投信の利用方法を見出し始めた兆しもある。資産運用業界専門のリーサーチ会社であるセルーリ・アソシエーツが、ファイナンシャル・アドバイザーにリタイアメント・インカム用投信に関する意見を問うたところ、リタイアメント・インカム用投信を「ソリューションの一部として利用している」と回答したアドバイザーは、2008年調査に比べて1.5倍増の27%で、「プルーデントなリタイアメント・インカム用ポートフォリオの一部として利用」も17%へと倍増だった（図表2）⁵。

ただし、最も多かったのは「他の商品を用いて顧客のために自ら類似のポートフォリオを再構築している」である。近年、米国ではファイナンシャル・アドバイザーの役割が、個別銘柄や単一商品の推奨者から、顧客のために複数の商品を選別・管理する専門家へとシフトしてきたと言われるが、この回答からは、ファイナンシャル・アドバイザーが、リタイアメント・インカム用投信のポートフォリオ・マネージャーの機能を、自らが担うべき役割と見なしていると理解できる。

そもそも、リタイアメント・インカム用投信は単独で資産取り崩しのニーズ全体に対応可能な商品として打ち出されている訳ではない。ファイナンシャル・アドバイザーが顧客に提供する、総合的な資産管理ソリューションの一部品としての地位が確立されれば、今後リタイアメント・インカム用投信が普及していく可能性もあろう。

図表2 ファイナンシャル・アドバイザーのリタイアメント・インカム用投信に対する見方



(出所) Cerulli Edge, Dec. 2011.

⁴ Sarah Max, "Second Time Around," *Barron's*, Nov. 12, 2012.

⁵ "Matching Solutions to Problems," *Cerulli Edge*, Dec. 2011.

Ⅲ. DC プランを通じたリタイアメント・インカム確保の動き

1. 米労働省・財務省の対応

401(k)プランやIRAといったDCプランの中でリタイアメント・インカム用投信が提供されるようになれば、現役加入者の間にこれらの商品が浸透していくことが期待できる。個人年金を含む、他のリタイアメント・インカム確保策についても同様である。しかし、そのためには、退職後数十年にわたり給付が続く商品について、事業主がどのような選定プロセスや加入者教育を行えば受託者責任を果たしたと言えるかなど、年金規制上明確にすべき論点が残っている。

米国政府もすでに動き始めてはいる。2008年には労働省が、個人年金を401(k)プランの品揃えとして提示しやすくするための規則改正を行った⁶。さらに2010年2月には、労働省と財務省が合同で、DC加入者向けの終身給付確保策に関する意見募集を実施した。

「401(k)プランやIRAなどDC制度の加入者が、終身にわたる給付を得られる商品・サービスへのアクセスを容易に得られるようにするための制度改正が必要か」を問いかけるもので、800件近くの意見が寄せられた。

これを受けて、2012年2月には、財務省から個人年金提供の促進を目的とした規則改正案が出された。年金給付の一部終身年金化を行いやすくするための規則改正、及び、401(k)プランやIRAにおける長寿年金⁷の提供を容易にするための規則改正である(図表3)。後者は「適格長寿年金」を規定し、70.5歳以降の引出義務の適用除外を与えるものだ。当該規則改正が実現すれば、長寿年金あるいは類似商品のDCプラン内における活用が進みうるとも指摘されている⁸。

次に待たれているのが、労働省の規則改正である。多くの企業が401(k)プランにおけるリタイアメント・インカム確保策のニーズを認識しつつも、提供に踏み切るには、労働省がセーフ・ハーバー規則を制定し、一定の要件を満たせば、企業が商品選定等に関する受託者責任を果たしたと見なされる形にする必要があると考えている。労働省は、401(k)プラン内の資産形成については2007年に「適格デフォルト商品規則」を制定し⁹、資産形成

⁶ 従来、年金プランの受託者は個人年金の業者選定に当たり、「利用可能なうち最も安全な年金商品」を得るための手続を踏むこととされていたが、DCについてはこの規定の適用除外とし、別途、適正な業者選定に関するセーフ・ハーバー規定を設けた。

⁷ 長寿年金は、80歳、85歳といった高齢期に終身給付が始まる据置年金。据置期間が長いと、低い保険料で、超高齢期における資産枯渇リスクの回避が可能とされる。

⁸ Kevin Koster, "Longevity Annuities: Concerns over Annuities Persist," *Employee Benefit News*, Aug. 1, 2012. 記事では、DCプラン内で何らかの終身給付確保策を提供している企業は16%にとどまるというエイオン・ヒューイットのサーベイ結果を紹介している。

⁹ デフォルト商品とは、401(k)プランで加入者が明示的な運用指図を行わない場合に拠出を入れる先として、あらかじめ指定される運用商品。適格デフォルト商品とは、長期的な資産の値上がり又は維持と整合的と考えられるデフォルト商品として労働省規則により規定されたもので、いくつかのタイプがあるが足元ではターゲット・イヤー・ファンドが最も有力視されている。実質的に、他の選択肢を望む加入者以外は適格デフォルト商品で運用すれば良いとする制度設計であり、長期にわたる運用指図に困難を覚える加入者であっても、ある程度のリスク・リターン追求が可能となる。

図表 3 米財務省の規則改正案

規則案	概要
部分的な終身年金化の促進	<ul style="list-style-type: none"> ・ 現行制度下でも、年金プランの給付を一時金と終身年金の組み合わせで提供することは可能。 ・ しかし、終身年金のみの場合と異なり、法定の利率・死亡率の適用を求められる制約があるため、組み合わせを提供しない企業が多い。二者択一を求められると、ほとんどの加入者が一時金を選ぶ。 ・ 当該規制を撤廃し、組み合わせ提供であってもプランの使用する利率等による終身年金の計算を可能にする。 ・ 一時金と終身年金の組み合わせのニーズは加入者の間で本来大きく、組み合わせを提供する企業が増えれば、終身年金利用の増加につながると期待できる。
長寿年金の提供促進	<ul style="list-style-type: none"> ・ 現在、401(k)プラン、IRAなどのDCプランは、70.5歳以降、引出義務が発生する。加入者は、口座残高を平均余命で除した金額を毎年引き出す必要がある。 ・ 当該引出額の計算には個人年金も含める必要があるが、長寿年金は保険料を先払いする据置年金なので、当該年金を購入すると引出義務を満たす資金が不足するリスクがある。このため、通常、401(k)プランやIRAでは長寿年金は提供されない。 ・ そこで、「適格長寿年金」(Qualifying Longevity Annuity Contract, QLAC)を規定し、当該長寿年金の給付を引出義務の対象外とすることにより、長寿年金の利用を促進する。 ・ 適格長寿年金は、口座資産の25%以下または10万ドル以下で、85歳までに給付を開始する等の要件を満たすもの。

(注) 上記に加え、401(k)プラン一時金の自社DBへの移管が可能であることの明確化、及び、401(k)プランで据置年金を選択した場合の遺族に関する規制の明確化、という2点も提案された。

(出所) “Treasury Fact Sheet: Helping American Families Achieve Retirement Security by Expanding Lifetime Income Choices,” Feb. 2012.

の中心的存在となる同商品の選定等に関するセーフ・ハーバーを定めたが、これと同様なことが資産取り崩しについても期待されていると見ることができる。

労働省ではすでに、長官の諮問機関であるERISA諮問委員会(ERISA Advisory Council)が2008年と2012年の2度にわたりリタイアメント・インカムをテーマとして取り上げている。2012年には、①DCからの給付を終身にわたり持続させるに当たり加入者はどのような困難に直面しているか、②終身給付確保に当たり加入者の助けになる選択肢にはどのようなものがあるか、③事業主がそれらの選択肢を加入者に提示するに当たり考慮すべき事項や課題は何か、④事業主がリタイアメント・インカムに関する加入者教育を提供するに当たり考慮すべき事項や課題は何か、という4点が主な検討事項とされ、同年6月と8月には有識者、サービス提供者、事業主などを集めた公聴会が開催された。近い将来、労働長官への提言が取りまとめられるものと思われる。

2. 先行する企業

労働省による規則制定を待たずして、DCプラン内でのリタイアメント・インカム確保策の提供に踏み切る企業も出始めている。初の大手事業会社の事例として注目されたのが、ユナイテッド・テクノロジーズ・コーポレーション(UTC)である。同社は2009年、DBへの新規加入の停止を決定したことを契機に、企業年金がDCのみという従業員が、終身給付の確保に際して直面するであろう課題を洗い出し、DCプランの改善に着手した。様々

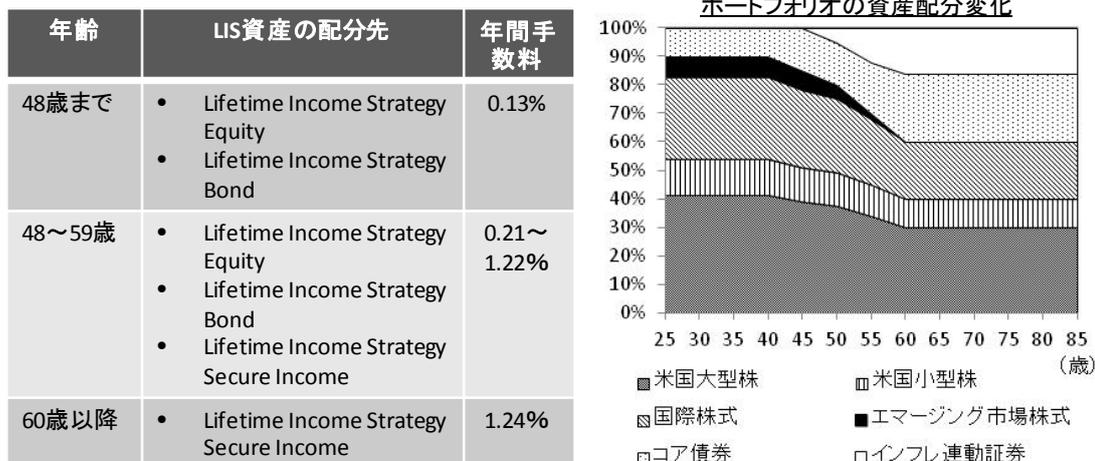
な選択肢を検討の末、2012年にライフタイム・インカム・ストラテジー（Lifetime Income Strategy、LIS）を加入者数10.4万人、資産残高152億ドルのDCプランに導入した。

LISは、終身給付保証機能が付加されたターゲット・イヤー・ポートフォリオである。加入者が48歳に到達すると保証機能の付加が始まり、60歳で完了する。その一方で、ポートフォリオは加齢に伴い株式比率を低下させるターゲット・イヤー型の運用が実施される。加入者は、加入者教育を通じてLISに関する知識装備は求められるが、それ以外に運用や保証について特段行動する必要はない。LISの概要は図表4の通りだが、保証を複数保険会社が提供する形にしている点が特徴的と言われる。UTCによると、これにより、保険会社間の競争促進・UTCの価格交渉力の増大、保険の持続可能性とキャパシティの向上、という2点が達成できると考えられた。また、LISをUTCのDCの適格デフォルト商品としたことも、大胆な制度変更と評価されている。

この他、プルデンシャル・ファイナンシャルが提供するインカムフレックス（IncomeFlex）は、2011年6月時点で7,000以上のプランにより採用されていた。プルデンシャルは、2006年に団体据置変額年金としてインカムフレックスを打ち出した後、2009年にターゲット・

図表4 ユナイテッド・テクノロジーズのライフタイム・インカム・ストラテジーズ（LIS）

<p><基本的な仕組み></p> <ul style="list-style-type: none"> ➢ 加入者が他の運用商品を選択しない限り、LISで運用される設計（適格デフォルト商品設定）。 ➢ 年代別、個別化された加入者コミュニケーションの提供。 ➢ 48歳までLIS Equity及びLIS Bondによるターゲット・イヤー・ポートフォリオ運用。加入者が48歳時点でLIS Secure Incomeへの配分が開始され、60歳時点で100%に。48歳以降、保証に対する保険料支払いも追加される。 ➢ 終身給付保証。 <p><サービス提供者></p> <ul style="list-style-type: none"> ➢ アライアンスパースタイン：LISのアセット・アロケーション及びLISサブファンドの運用。 ➢ ステートストリート・グローバル・アドバイザーズ（SSgA）：LISサブファンドの運用。 ➢ リンカーン・ナショナル、ネーションワイド、プルデンシャル：保証の提供。 		
--	--	--



(出所) K.T. Hanney, United Technologies Corporation, “Testimony to the ERISA Advisory Council,” June 13, 2012; AllianceBernstein, “Lessons from United Technologies Corporation.”

イヤー・ファンドと組み合わせたインカムフレックス・ターゲット (IncomeFlex Target) を追加した。後者の方が人気が高く、今や専らインカムフレックス・ターゲットが提供されていると言われる。インカムフレックス・ターゲットは、目標年の10年前から、1%の保証料の徴収と共に、給付保証機能が自動的に追加されるターゲット・イヤー・ファンドである¹⁰。LIS と異なり保証を提供する保険会社はプルデンシャル1社だが、グローバル金融危機を経て提供され続けている点で一日の長はある。

また、401(k)プラン加入者向け投資アドバイス業者大手のファイナンシャル・エンジンズは、2011年、401(k)プラン向けマネージド・アカウント・サービスに取り崩し機能を追加したインカム・プラス (Income+) の提供を開始したが¹¹、同社によると、2012年10月時点で50を超える契約を獲得しており、90万人の加入者が利用可能となっていた。インカム・プラスは、①401(k)プラン資産で債券投信のみから成るポートフォリオを構築し65~85歳の安定的なインカムを確保 (インカム・フロアーの設定)、②資産の一部を株式投信に投資し収益を追求するが加齢と共に徐々に債券投信にシフト、③利用者の希望により終身年金の購入、という内容である。インカム・プラスは、終身年金の購入をオプションにとどめている点特徴的である。利用者は85歳までに意思決定すればよい。資産を401(k)プラン外に移管する必要もなく、利用者の自由度を重視したアプローチと理解できる。

これまで打ち出されてきたリタイアメント・インカム確保策の中には、実績を得られないうまま新規募集の停止や清算に至るものも出ている。しかし、上記のような実例が積み重なるにつれて、リタイアメント・インカム確保策に関する金融サービス業界全体の経験値は着実に上がっていくと考えられる。また、上述のERISA 諮問委員会における公聴会では、リタイアメント・インカム確保策をめぐる受託者責任に関するセーフ・ハーバー規則を期待する声が上がっていたが、労働省がさらに踏み込んで「適格リタイアメント・インカム商品」を規定することになれば、その影響は多大である。今後も続く業界の試行錯誤と共に、政策当局の動向も注視しておく必要がある。

¹⁰ ターゲット・リスク・ファンド版も提供されている。

¹¹ 401(k)プラン向けマネージド・アカウントとは、加入者の401(k)プラン資産の運用計画を個別に作成し、実行する投資サービス。