

米国のターゲット・デート・ファンドを巡る動向

岡田 功太

■ 要 約 ■

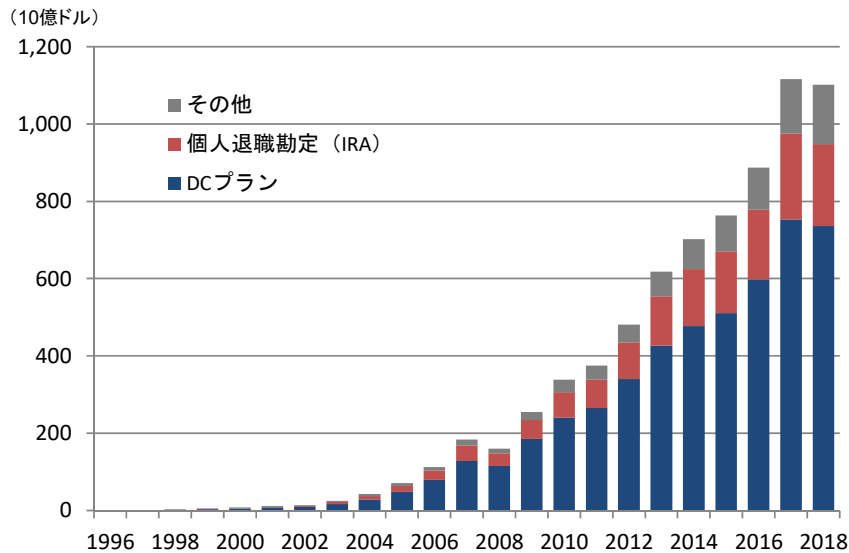
1. 米国のターゲット・デート・ファンドの運用資産総額（AUM）は、過去 10 年間で約 4.3 倍となり、約 1.1 兆ドルに達した（2018 年末時点）。同ファンドの AUM のうち、約 70%は 401(k)プラン等の確定拠出年金（DC）プランを経由した資金である。
2. ターゲット・デート・ファンドは、投資家の年齢が若い時期には、株式等の配分比率を高く設定し、投資家が年を重ねるにつれて徐々に同比率を低下させ、その代わりに、債券等の配分比率を引き上げる。このように、投資家の年齢別の資産配分変更の推移をグライド・パスと呼称する。
3. ターゲット・デート・ファンドが拡大した要因として、第一に、投資理論と資産運用の実務とのバランスが取られたことが指摘できる。第二に、投資アドバイスを運用商品に組み込むことで、DC においてゴールベースの運用を容易にするという考え方が広く受け入れられたことである。第三に、米労働省の適格デフォルト投資選択肢規則で、主要な商品の一つに位置付けられたことである。
4. 当初、フィデリティは、レコードキーピング最大手であることとも相まって、ターゲット・デート・ファンド市場を席卷した。しかし、近年、バンガードが存在感を増している。同社のシェアは、2009 年の約 22%から 2018 年には約 38%となり、2014 年には最大のターゲット・デート・ファンドの提供者となった。同市場におけるインデックス運用の台頭による低コスト化は進展しており、ターゲット・デート・ファンドの経費率（資産加重平均）は、2009 年の 1.03%から 2018 年には 0.62%となった。
5. 足元では、長寿リスク対応の必要性に対する認識が高まるにつれて、ライフタイム・インカム確保を主眼とするファンドが徐々に注目を集めている。ターゲット・デート・ファンドを巡る各社の運用戦略及び商品開発への取り組みは、引き続き注目に値する。

I. 運用資産総額が1兆ドルを突破したターゲット・デート・ファンド

米国のターゲット・デート・ファンドの運用資産総額（AUM: Asset Under Management）は、過去10年間で約4.3倍となり、2018年末時点で約1.1兆ドルに達した。同期間において、米国の投信業界全体のAUMが、約1.6倍になったことに鑑みると、ターゲット・デート・ファンドの成長は急速であると言える。

ターゲット・デート・ファンドは、退職日を目安に、ポートフォリオのリスクを低減させるよう、アセット・アロケーションを変更する資産運用商品であり、AUMの約70%は、確定拠出年金プラン（DCプラン）を経由した資金である（図表1）。つまり、米国では、主にDCプランの加入者が、自身の給与等から拠出した資金の一部をターゲット・デート・ファンドに投資している。

図表1 ターゲット・デート・ファンドのAUMの推移



（出所）投資会社協会（ICI）より野村資本市場研究所作成

本稿では、ターゲット・デート・ファンドの根幹を成すグライド・パス（詳細は後述）の枠組み、同ファンドの拡大を促した米労働省のDCプランに係る施策と同ファンドの拡大の歴史、そして近年の資産運用会社及び商品開発の動向について整理を図る¹。

¹ 本稿では、ターゲット・デート・ファンドのデータに関して、Morningstar Manager Research, “2019 Target-Date Fund Landscape: Simplifying the Complex,” May 9, 2019 (<https://www.morningstar.com/lp/tdf-landscape>) を参照している。同レポートでは、米国ターゲット・デート・ファンドに関し、AUM、資金流入、主要な運用会社の状況等について、詳細な分析が行われている。

Ⅱ. ターゲット・デート・ファンドの根幹を成すグライド・パスの概要

1. 人的資本と金融資本の最適化

ターゲット・デート・ファンドとは、株式や債券等に分散投資をするバランス型ファンドの一種である²。ただし、ターゲット・デート・ファンドは、一般的なバランス型ファンドとは異なり、投資家のライフサイクルにあわせて、動的にポートフォリオを変更する。すなわち、投資家の年齢が若い時期には、株式等の配分比率を高く設定し、投資家が年を重ねるにつれて徐々に同比率を低下させ、その代わりに、債券等の配分比率を引き上げるというアセット・アロケーション手法である。その際、目安になるのは、退職日（ターゲット・デート）である。

ターゲット・デート・ファンドは、「2030年ファンド」、「2040年ファンド」、「2050年ファンド」といった具合に、ファンド名に退職日（年）が付けられており、投資家は自身の退職日にあったシリーズに投資する。したがって、ターゲット・デート・ファンドは、ターゲット・イヤー・ファンド、またはライフサイクルファンドと呼ばれることもある³。

資産運用会社は、ターゲット・デート・ファンドを組成するにあたって、投資家の人的資本（残りの生涯を通じた労働所得の割引現在価値）と金融資本（保有する金融資産）について、ポートフォリオの最適化を図り、投資家の年齢別の資産配分変更の推移を設定する。これをグライド・パスと呼称し、米国においては、一般的には、右肩下がりの形状を取る⁴。つまり、グライド・パスは、ターゲット・デート・ファンドの運用の根幹を成すものであり、一般的なバランス型ファンドには見られない仕組みである。

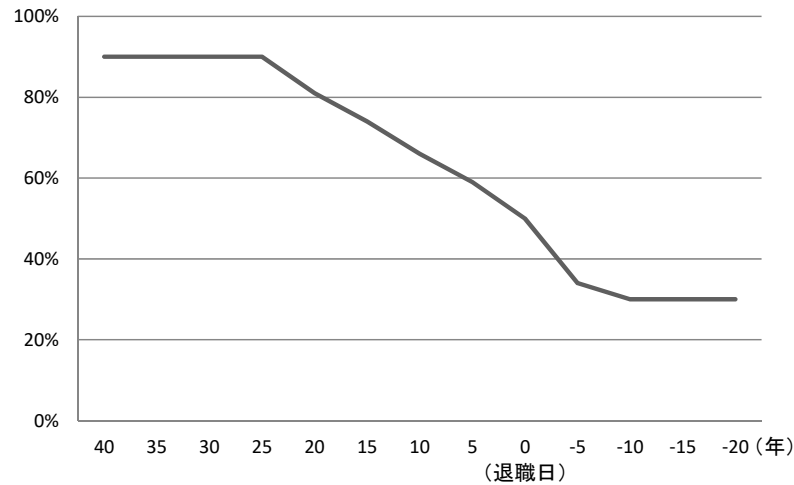
図表2は、バンガードが運用するターゲット・デート・ファンドであるターゲット・リタイアメントのグライド・パスである。同ファンドの株式配分比率は、退職日から40年前の時点で90%であるが、同比率は時間の経過と共に徐々に低減し、退職日時点で50%、退職日から10年後には30%に規定されている。

² ターゲット・デート・ファンドの形態には、1940年投資会社法に基づき投資顧問業者が運用するミューチュアル・ファンド (Mutual Fund) と、銀行または信託会社 (Trust Company) が提供する集団投資スキーム (Collective Investment Trust) がある。本稿では、ミューチュアル・ファンドをめぐる動向について取り上げる。

³ 詳細は、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。

⁴ 英国では、逆U字型（厳密には、資産形成期に株式比率を高位に保ち、退職間際に急激に債券等にシフトする形）のグライド・パスが採用されている。詳細は、神山哲也「英国確定拠出型企業年金における自動化の取り組み—加入率の向上と運用の効率化に向けて—」『野村資本市場クォーターリー』2014年春号を参照。

図表2 バンガード・ターゲット・リタイアメントのグライド・パス



(出所) Morningstar Manager Research, “2019 Target-Date Fund Landscape: Simplifying the Complex,” May 9, 2019, p54 より野村資本市場研究所作成

2. グライド・パス策定の理論的背景と実務的な対応

グライド・パスの策定は、学術的には多期間ポートフォリオの最適化問題と呼ばれ、その理論研究の歴史は古い。例えば、ロバート・マートン教授（マサチューセッツ工科大学、ノーベル経済学賞を受賞）が1973年に示したインターテンポラルCAPM（Capital Asset Pricing Model）は、多期間における意思決定問題に基づいて資産価格モデルを導出したものである⁵。すなわち、人々が、時間を通じて、生涯にわたり財と余暇から得られる効用を最大化するように、リスク資産と安全資産を動的に配分するモデルであり、1期間のCAPM（証券の価格付けのための均衡モデルの一種）を動的的に拡張した。

ツヴィ・ボディ教授（ボストン大学）他は1992年に、インターテンポラルCAPMを発展させて、人的資本モデルを公表した⁶。同モデルは、安全資産とリスク資産に加えて、個人が選択可能な労働量が第三の変数として追加された。この労働量の経済的価値が人的資本である。更に、ロジャー・イボットソン教授（エール大学）他は2006年に、人的資本モデルに生命保険を付け加えたモデルを提示し、より一層、人々の生活の実態に即した形で理論研究を進展させた⁷。

このように、個人の資産を金融資産と人的資本の合計であると捉え、その中で金融資産の配分を考えるのが、ライフサイクル投資の基本的な枠組みである。ボディ教授は、人々が金融資産を用いて株式に投資する比率は、一般的には加齢と共に減少させる必要があるという結論を導いており、現在の右肩下がりのグライド・パスの基礎となっている。

⁵ Robert Merton, “An Intertemporal Capital Asset Pricing Model,” September, 1973.

⁶ Zvi Bodie, Robert Merton, William Samuelson, “Labor supply flexibility and portfolio choice in a life cycle model,” January, 1992.

⁷ Peng Chen, Roger Ibbotson, Moshe Milevsky, Kevin X. Zhu, “Human Capital, Asset Allocation, and Life Insurance,” May, 2006.

他方で、インターテンポラル CAPM 以降の理論モデルそのものが、直接、実務に活用されることは少ない。それは、多期間ポートフォリオの最適化問題は、一般に、解析的にも、数値的にも、最適解を導出することが困難であり、理論的には正しい方法であるとわかっているものの、解を利用可能な形で得ることが難しいためである⁸。

そこで、資産運用会社は、前述の理論研究に基づきながらも、実務的に活用しやすい平均分散モデルを用いて、人的資本と金融資本の配分の最適化を図り、グライド・パスを策定している⁹。人的資本は、支出額、賃金（及び賃金の成長率）、公的年金やその他の年金プランの給付額等を用いて算出し、金融資本は、投資対象資産の期待リターンや貯蓄率等を用いて算出する。その上で、投資家のリスク回避度、人的資本と金融資本の相関等を算出し、リスク調整後リターンを最大化する形で最適化する。このプロセスを、生涯の期間における各時点において繰り返すことでグライド・パスを設定する。

3. To 型ファンドと Through 型ファンド

実は、ターゲット・デート・ファンドは、グライド・パスの形状に応じて、To 型ファンドと Through 型ファンドに大別される。To 型ファンドは、退職日において、アセット・アロケーションの変更を停止し、その後は、債券及び短期金融資産に投資することで安定的に運用する。Through 型ファンドは、アセット・アロケーションの変更停止時点を退職日から数年後に設定する。そのため、Through 型ファンドは、ライフタイム・ファンドと呼称されることもある。

図表 3 は、バンガード・ターゲット・リタイアメントとブラックロック・ライフパス・インデックスのグライド・パスである。前者は、退職日以降も、アセット・アロケーションの変更を継続しているため、Through 型ファンドである。他方で、後者は、退職日時点でアセット・アロケーションの変更を停止していることから、To 型ファンドである。

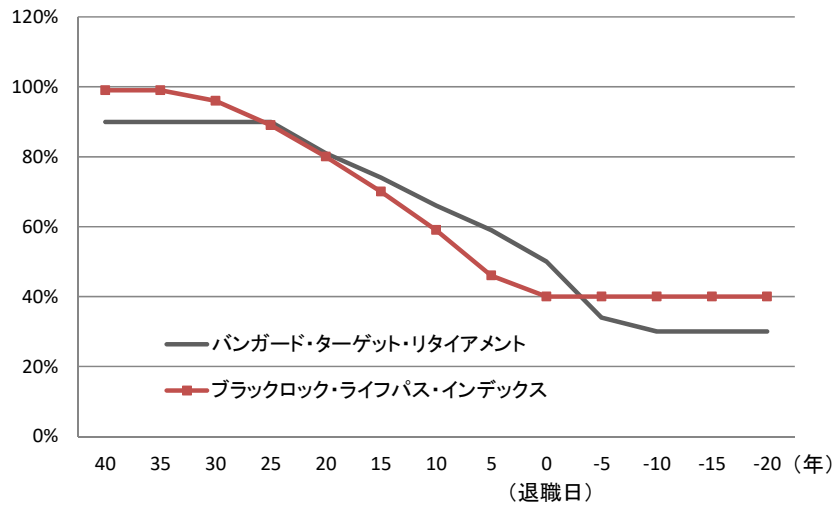
To 型ファンドと Through 型ファンドの差異は、退職日時点の株式配分比率に現れる。一般的に、仮に同じ資産運用会社で、同じ投資哲学である場合、To 型ファンドよりも、Through 型ファンドの方が、退職日時点の株式配分比率は高く、退職日時点の株式市況の影響を受けやすいと言える。

ターゲット・デート・ファンドの投資家は、ライフサイクルにおいて負っているリスクのうち、市場変動リスク、貯蓄不足リスク、長寿リスク、インフレリスク等への対応を、ターゲット・デート・ファンドへの投資を通じて行おうとしていると言える。

⁸ インターテンポラル CAPM について、解析的な解を利用可能な形で得ることが難しい要因は、本多俊毅「投資機会が変動する場合の最適ポートフォリオについて」『現代ファイナンス』1999 年を参照。

⁹ Vanguard, “Vanguard Life-Cycle Investing Model: A framework for building target-date portfolios,” September, 2016.

図表3 バンガードとブラックロックのターゲット・デート・ファンドのグライド・パス



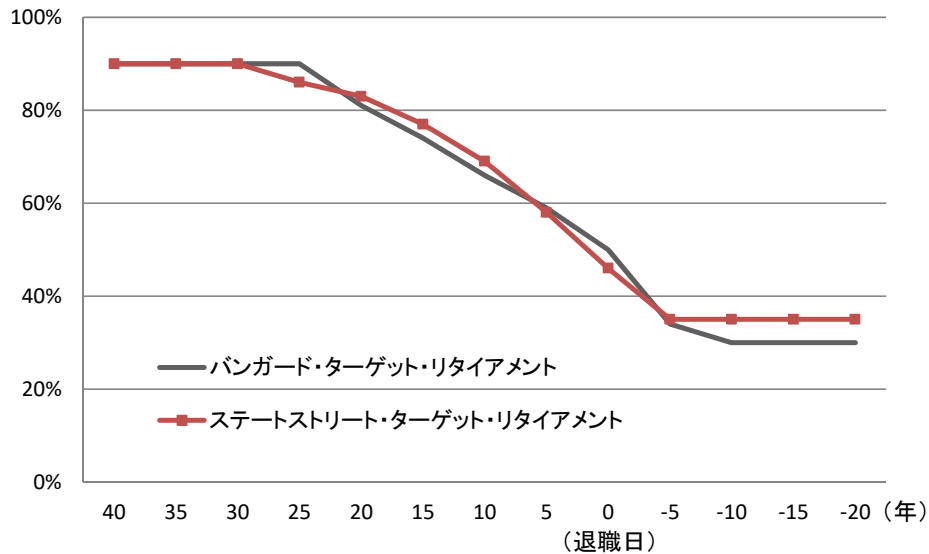
(出所) Morningstar Manager Research, “2019 Target-Date Fund Landscape: Simplifying the Complex,” May 9, 2019, p53 及び 54 より野村資本市場研究所作成

To型ファンドは、退職日までに株式配分比率を高めて運用すれば、退職日以降の貯蓄不足リスク、長寿リスク、インフレリスクに十分に対応できるという考え方である。他方で、Through型ファンドは、退職日以降も、一定程度、株式に資産を配分して運用を継続しなければ、貯蓄不足リスク、長寿リスク、インフレリスクに十分に対応できないという考え方であり、米国のターゲット・デート・ファンド市場の約70%のシェアを有するバンガード、フィデリティ、Tロウ・プライスは、Through型ファンドを採用している。

図表4は、バンガード・ターゲット・リタイアメントとステートストリート・ターゲット・リタイアメントのグライド・パスである。両者共にインデックス運用を主体とするThrough型ファンドであり、株式配分比率の差は5%以内とグライド・パスも類似している。しかし、バンガード・ターゲット・リタイアメントは、ステートストリート・ターゲット・リタイアメントよりも、2050年、2055年、2060年に退職日を迎える時点において、米国大型株を6%オーバーウェイトしている一方で、米国中小型株については5%アンダーウェイトしている。

また、バンガード・ターゲット・リタイアメントは、ステートストリート・ターゲット・リタイアメントよりも、2020年の退職日時点で、先進国の国債（除く米国）を10%オーバーウェイトしている一方で、物価連動債については11%アンダーウェイトしている。このように、ターゲット・デート・ファンドは、グライド・パスの形状が類似していたとしても、投資対象資産への配分比率はそれぞれ異なる。

図表4 バンガードとステート・ストリートのターゲット・デート・ファンドのグライド・パス



(出所) Morningstar Manager Research, “2019 Target-Date Fund Landscape: Simplifying the Complex,” May 9, 2019, p54 より野村資本市場研究所作成

Ⅲ. 突出した実績を誇るバンガード

1. フィデリティの市場シェアの低下とバンガードの台頭

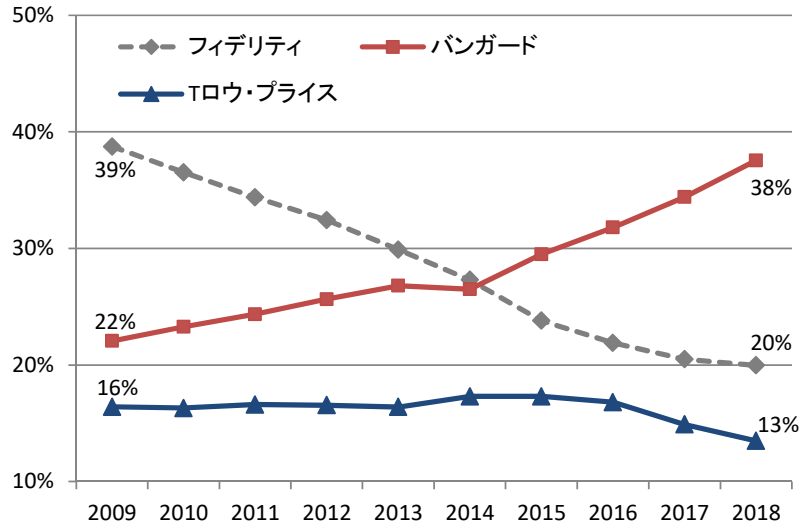
米国のターゲット・デート・ファンド市場において、バンガードは約3,960億ドル、フィデリティは約2,110億ドル、Tロウ・プライスは約1,420億ドルのAUMを有しており、上位3社のシェアは約70%に達している(2018年末時点)。実は、当初、ターゲット・デート・ファンド市場において、フィデリティは圧倒的なシェアを有していた。同社は、1996年にフィデリティ・フリーダムというターゲット・デート・ファンドを設定し、レコードキーピング最大手であることとも相まって、同ファンドをDCプランに普及させることを成功し、黎明期の市場を席卷した。

しかし、近年では、バンガードの存在感が増している。DCプランが取り扱う商品のオープン・アーキテクチャー化と低コストが進展する中、フィデリティのシェアは、2009年の約40%から2018年には約20%まで低下している(図表5)。他方で、バンガードのシェアは、2009年の約22%から2018年には約38%となり、2014年にバンガードが最大のターゲット・デート・ファンドの提供者となった。現在では、シェア1位のバンガードと、2位のフィデリティのAUMの差は、約1,850億ドルに達している。

ターゲット・デート・ファンド市場において、2018年のバンガードの純資金流入額は、約400億ドルに達した。同市場全体の純資金流入額が約550億ドルであったことから、バンガードは、そのうちの約75%を占めている(図表6)。過去5年間の純資金流入額は、バンガードが約1,800億ドルの純流入、フィデリティが約168億ドルの純流出、Tロウ・

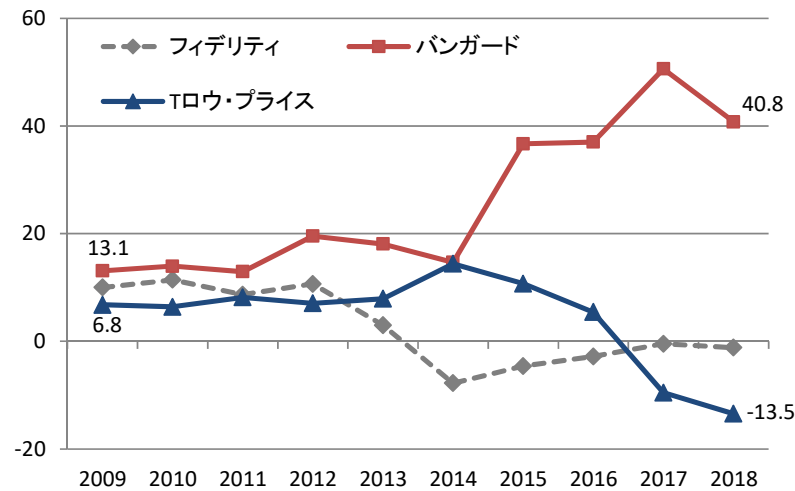
プライスが約76億ドルの純流入だった。このように、バンガードは、資産残高、純資金流入ともに、現在、同市場において圧倒的な存在感を有していると言える。

図表5 ターゲット・デート・ファンド市場における上位3社のシェアの推移



(出所) Morningstar Manager Research, “2019 Target-Date Fund Landscape: Simplifying the Complex,” May 9, 2019, p13 より野村資本市場研究所作成

図表6 AUM 上位3社のターゲット・デート・ファンドの純資金流出入額の推移 (10億ドル)



(出所) Morningstar Manager Research, “2019 Target-Date Fund Landscape: Simplifying the Complex,” May 9, 2019, p50 より野村資本市場研究所作成

2. バンガード効果の波及による経費率の低下

米国の資産運用業界において、経費率の低いファンドに資金流入が集中する傾向は「バンガード効果 (The Vanguard Effect)」と呼称される¹⁰。ここで言う経費率とは、あるファン

¹⁰ バンガードのウェブサイト (<https://investor.vanguard.com/expense-ratio/vanguard-effect>) を参照。

ドが投資家から取得する費用（信託報酬等）の総額を、そのファンドの AUM（平均値）で除した値である。過去 45 年間に於いて、米国資産運用業界の経費率は横ばいである一方で、バンガードの経費率は 0.68%（1975 年末時点）から 0.11%（2017 年末時点）と 6 分の 1 の水準まで低下している。つまり、バンガードは、創業以来、一貫して投資家が負担する費用を引き下げることによって AUM を増加させ、AUM が増加したら更に投資家の費用を引き下げるといったことを繰り返して、好循環を生み出してきた。

バンガード効果の波及は、投資家が高い運用実績のポテンシャルよりも、経費率の抑制を重視する傾向が強まっていることを示唆する¹¹。実際、足下の米国資産運用業界においては、高い運用実績を期待できるアクティブ・ファンドではなく、経費率が低いインデックス・ファンドに資金が流入している。例えば、米国では、2008 年のグローバル金融危機以降、米国株のアクティブ・ファンドから累積で約 1 兆 5,700 億ドルの資金が流出した。一方で、米国株のインデックス・ファンド及び ETF には累積で約 1 兆 3,100 億ドルの資金が流入した。この傾向は、ターゲット・デート・ファンドについても例外ではない。インデックス運用を中心とした低コストなシリーズに集中して資金流入した結果、ターゲット・デート・ファンドの経費率（資産加重平均）は、2009 年の 1.03% から 2018 年には 0.62% となり、過去 10 年で約 40% 低下している。

3. ターゲット・デート・ファンド市場におけるインデックス化と低コスト化の進展

ターゲット・デート・ファンド市場において、バンガード効果が顕在化した具体例として、新シリーズの投入が挙げられる。各資産運用会社は 2008 年以降、既存のアクティブ運用を中心としたシリーズとは別に、新たにインデックス運用を中心としたシリーズを設定しており、投資家の資金は新シリーズに集中的に流入している（図表 7）。

例えば、フィデリティは、1996 年からフィデリティ・フリーダムを運用しているが、2009 年にはフィデリティ・フリーダム・インデックスという新シリーズを打ち出している。前者の経費率は年率 0.62% で、約 54 億ドルの純流出であったのに対して、後者の経費率は 0.11% で、約 49 億ドルの純流入であった（2018 年末時点）。つまり、アクティブかパッシブかという運用スタイルと、それに伴う経費率の水準が各シリーズの純資金流入額を明暗を分けた。その傾向は、フィデリティだけではなく、ブラックロックやチャールズ・シュワブ¹²にも共通しており、ターゲット・デート・ファンド市場全体についても言える。

同市場において、アクティブ運用がポートフォリオの 80% 以上を占めるターゲット・デート・ファンドの AUM は約 5,700 億ドルであり、2018 年の純資金流入額は概ねゼロであった。他方で、インデックス運用がポートフォリオの 80% 以上を占めるターゲット・デ

¹¹ 詳細は、岡田功太、下山貴史「フィデリティの信託報酬ゼロ戦略と米国資産運用業界のメガトレンド」『野村資本市場クォーターリー』2019 年春号、岡田功太、幸田祐「米国投信業界で圧倒的な資金流入額を誇るバンガード」『野村資本市場クォーターリー』2016 年春号を参照。

¹² 詳細は、岡田功太、下山貴史「チャールズ・シュワブの経営理念と事業戦略」『野村資本市場クォーターリー』2019 年秋号を参照。

ート・ファンドの AUM は約 4,800 億ドルであり、2018 年の純資金流入額は 550 億ドル弱であった。また、経費率が年率 0.2% 以下のファンドへの純資金流入額は、約 570 億ドルであった一方で、経費率が年率 0.6% より高いファンドへの資金流出額は、約 370 億ドルであった（2018 年末時点）。モーニングスターは、今後 2~3 年で、インデックス運用を中心とした新シリーズの AUM が、アクティブ運用を中心とした従来のシリーズの AUM を上回ると予想している。

図表 7 各資産運用会社のターゲット・デート・ファンドの主なシリーズの概要（2018 年末時点）

資産運用会社名	ターゲット・デート・ファンドのシリーズ名	運用開始日	AUM		経費率 (%)
			純資金 流出入額 (10 億ドル)		
フィデリティ	フリーダム	1996 年 10 月	167.2	-5.4	0.62
	アドバイザー・フリーダム	2003 年 7 月	16.3	-0.7	0.90
	フリーダム・インデックス	2009 年 10 月	27.1	4.9	0.11
TIAA-CREF	ライフサイクル	2004 年 10 月	29.4	0.6	0.50
	ライフサイクル・インデックス	2009 年 9 月	15.8	4.4	0.15
ブラックロック	ライフパス・ダイナミック	1994 年 3 月	1.1	-0.3	0.86
	ライフパス・スマートベータ	2007 年 4 月	0.1	0.0	0.64
	ライフパス・インデックス	2011 年 5 月	26.9	4.2	0.19
ボヤ	ソリューション	2005 年 4 月	2.7	-0.3	1.05
	インデックス・ソリューション	2008 年 3 月	4.0	0.6	0.39
チャールズ・シュワブ	ターゲット	2005 年 7 月	3.7	0.0	0.57
	ターゲット・インデックス	2016 年 8 月	0.9	0.5	0.08

(出所) Morningstar Manager Research, “2019 Target-Date Fund Landscape: Simplifying the Complex,” May 9, 2019, p7
より野村資本市場研究所作成

IV. ターゲット・デート・ファンド拡大の歴史的経緯

1. 投資アドバイス提供者の役割を果たす資産運用商品

ターゲット・デート・ファンドの歴史は約 25 年前に遡る。ウェルズ・ファーゴ・インベストメント・アドバイザーズは 1994 年 3 月、グライド・パスの策定について、パークレーズ・グローバル・イベンスターズ (BGI、現ブラックロック) が投資助言する形で、米国初のターゲット・デート・ファンドを開発した¹³。当時、米国では DC プランの資産規模の拡大が顕著であった。中でも、401(k)プランの資産規模は約 6,750 億ドル (1994 年末時点) となり、加入者は合理的な資産運用の実践が求められた。

しかし、多くの 401(k)プランの加入者にとって、退職までの長期にわたる合理的なアセット・アロケーションの構築は困難であった。各金融機関は加入者に対して、様々な投資家教育を提供したが、実際には、401(k)プランの資産の大半を自社株や MMF に配分するなど、分散投資とは言い難いケースが散見された。そこで、ウェルズ・ファーゴ・インベストメント・アドバイザーズ及び BGI は、401(k)プランの加入者に対して、洗練されたアセット・

¹³ “History of Target-Date Funds,” *Mutual Funds.com*, May 29th 2018.

アロケーションを提供すべく、ターゲット・デート・ファンドを開発した。つまり、同ファンドは、投資教育には限界もあるという現実を前提として、投資アドバイス提供者の役割を、運用戦略に組み込んだ資産運用商品として投入された。

その後、ターゲット・デート・ファンド拡大の契機となったのは、ジョージ・W・ブッシュ政権が制定した2006年年金保護法(Pension Protection Act of 2006)であった。同法は、1974年従業員退職後所得保障法(ERISA)以来の大改革であり、401(k)プランの「自動化」を規定した¹⁴。「自動化」とは、①自動加入、②拠出率の自動引き上げ、③デフォルト・ファンドの見直しを指す。自動加入とは、自らの意思で401(k)プランへの非加入を選択しない限り、自動的に同プランに加入するという措置(オプトアウト方式)であり、拠出率の自動引き上げと組み合わせることで、401(k)プランの加入率向上が期待された。

加えて、デフォルト・ファンドの見直しは大きな注目を集めた。デフォルト・ファンドとは、「初期設定の資産運用商品」を意味しており、401(k)プランにおいて、運用指図をしない加入者の拠出金の投資先を指す。従来、デフォルト・ファンドは、MMFやGIC(利回り保証契約型保険商品)等のステーブル・バリュー・ファンド(保険会社等が元本を保証する商品)が大半を占めていた。自動加入者は、401(k)プランの運用への関心が相対的に低い可能性があると考えられたことから、MMFやGICのままだと十分な退職資産の形成に繋がらないことが懸念された。そこで、幅広く分散投資が可能な運用商品をデフォルト・ファンドとして設定しやすくするような制度を整備すべきという機運が高まった。

2. 米労働省による適格デフォルト投資選択肢に係る規則の策定

米労働省は2006年9月、適格デフォルト投資選択肢(QDIA: Qualified Default investment Alternatives)に係る規則案(QDIA規則案)を公表した¹⁵。同規則案は、2006年年金保護法624条(a)項における「長期的な資産の値上がり、または、長期的な維持と整合的と考える適切なデフォルト・ファンド」を規定するものであり、具体的には、①ターゲット・デート・ファンド、②マネージド・アカウント¹⁶、③バランス型ファンドという3つの商品(適格デフォルト・ファンド)を明記した。更に、QDIA規則案は、適格デフォルト・ファンドを規定した事業主(企業)は、運用の責任を問われないことを規定した。所謂、セーフハーバーと呼ばれる免責条項である。

市場参加者は、米労働省に対して、QDIA規則案に関する約120本のコメントを提出した。その中で、ステーブル・バリュー・ファンドを適格デフォルト・ファンドの対象外とすべきか否かが論点となった。BGIやバンガード等はQDIA規則案を支持した一方で、米

¹⁴ 詳細は、野村亜紀子「米国の企業年金改革法について」『資本市場クォーターリー』2006年秋号、同「主たる企業年金となった米国401(k)プランの課題と対応—「自動化」の試み—」『資本市場クォーターリー』2005年秋号を参照。

¹⁵ 詳細は、野村亜紀子「米国401(k)プランのデフォルト(初期設定)商品に関する規則改正」『資本市場クォーターリー』2008年冬号を参照。

¹⁶ 詳細は、野村亜紀子「米国401(k)プランのマネージド・アカウントについて」『野村資本市場クォーターリー』2004年秋号を参照。

国生保協会（ACLI）は、米労働省だけではなく、ホワイトハウスにも意見書を提出し、GICはMMFよりも利回りが高いため、MMFと同様に適格デフォルト・ファンドの対象外にすべきではないと主張した。更に、ACLIは、ロビー活動を積極化し、行政管理予算局に対して、QDIA規則案の最終化に慎重になるよう働きかけた。

それに対して、フィデリティは、自身もステーブル・バリュー・ファンドの提供者であるが、同ファンドは、主に短期的なリターンを確保することを目的としており、適格デフォルト・ファンドとして不適切であると反論した¹⁷。ICIは、ステーブル・バリュー・ファンドは、十分に分散されているとは言えず、退職資産形成を促すには不十分であり、2006年年金保護法の理念に反すると主張し、激しい業界対立に発展した¹⁸。

以上の議論を踏まえ、米労働省は2007年10月、資産運用業界の主張を受け入れ、①ターゲット・デート・ファンド、②マネージド・アカウント、③バランス型ファンドをQDIAとする一方で、ステーブル・バリュー・ファンドは加入から120日という短期間についてのみQDIAとして扱われるという形で最終化した。これにより、ターゲット・デート・ファンドは、米労働省規則の下で、401(k)プランにおける長期投資に適した資産運用商品であるという位置づけを与えられ、401(k)プランを通じた個人の退職資産形成を促す重要な役割を担うことになった。

3. DCプランのデフォルト・ファンドとして据えられるターゲット・デート・ファンド

QDIA規則の施行以降、ターゲット・デート・ファンドは、自動加入措置を伴うDCプランのデフォルト・ファンドとして成長を遂げた。コンサルティング会社のカラン・インスティテュートが、自動加入DCプラン事業主106社に行った調査によると、回答者のうち86.2%が、ターゲット・デート・ファンドをデフォルト・ファンドとして位置づけている（2018年末時点）¹⁹。リタイアメント分野の専門誌であるプラン・スポンサーの調査によると、ターゲット・デート・ファンドをデフォルト・ファンドとしているDCプランの事業主は、2014年末時点で60.6%であったが、2018年末時点で73.3%に増加した²⁰。更に、バンガードが自動加入DCプランを対象に行った調査によると、ターゲット・デート・ファンドをデフォルト・ファンドとしている事業主は、2009年末時点で87%であったが、2018年末時点で98%に増加した²¹。

適格デフォルト・ファンドの中でも、ターゲット・デート・ファンドが、より多くの事業主に支持されていると言える。バランス型ファンドは、分散投資をしており、長期投資に適しているものの、加入者の加齢に伴う資産バランスの変更というニーズには対応して

¹⁷ Fidelity Investments, “Re: Proposed Default Investment Regulation,” November, 2006.

¹⁸ ICI, “Re: Proposed Regulation on Default Investment Alternatives Under Participant Directed Individual Account Plans,” November, 2006.

¹⁹ Callan Institute, “2019 Defined Contribution Trends Survey,” January, 2019.

²⁰ プラン・スポンサーのウェブサイト

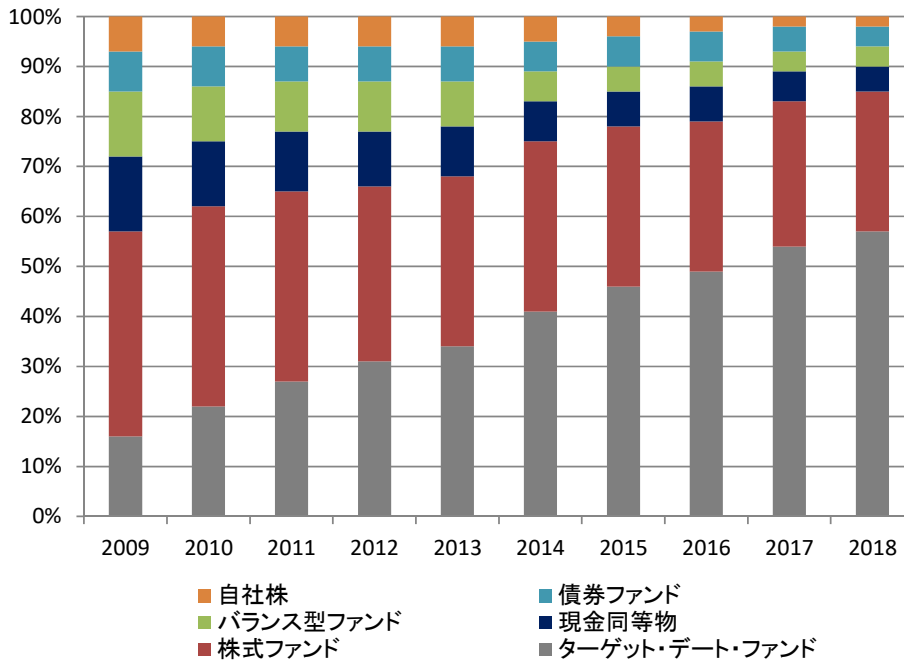
(https://www.plansponsor.com/research/2019-target-date-fund-buyers-guide/?utm_source=newsletter&utm_medium=email&utm_campaign=Newsdash) を参照。

²¹ Vanguard, “How America Saves 2019,” June, 2019.

いない。マネージド・アカウントは、個々の投資家のリスク許容度や目標額等にきめ細やかに対応し得る点が、ターゲット・デート・ファンドよりも優れている反面、それに伴う追加的なコストがかかる。

前述のバンガードの調査によると、DC プラン加入者の資金拠出先の配分は、10 年前と比較して、株式ファンドが 13%減少、現金同等物が 10%減少、その他のバランス型ファンドが 9%減少、自社株が 5%減少、債券ファンドが 4%減少している（図表 8）。それに対して、ターゲット・デート・ファンドは同期間において 41%増加している。その結果、DC プランの加入者の株式投資比率は、2009 年の 68%から 2018 年には 76%に増加している。ターゲット・デート・ファンドの台頭により、合理的な分散投資が普及し、米国個人の退職資産の形成に寄与したと言える。

図表 8 バンガードがサービス提供する DC プラン加入者の拠出先



(出所) バンガードより野村資本市場研究所作成

V. ターゲット・デート・ファンドを巡る近年の商品開発動向

1. ポートフォリオのダウンサイド・リスクの抑止

ターゲット・デート・ファンドが台頭する中で、近年の商品開発動向として特筆すべきは、第一に、ダウンサイド・リスクの抑止である。2008 年のグローバル金融危機発生時に、一部のターゲット・デート・ファンドは 30%以上の損失を出した。若年層の保有する同ファンドは、退職日までの期間が長く、仮に運用実績が悪化したとしても回復の余地があるが、退職日直前あるいは退職日以降に運用実績が悪化した場合、回復の余地が少ないため、

401(k)プラン加入者にとっての損失の影響は大きくなる。

特に、2008年に大きな損失を計上したターゲット・デット・ファンドは、退職日時点の株式配分比率が高いことについての批判を受けた。そのため、資産運用会社の間では、アセット・アロケーションを保守化する動きもあった。例えば、Tロウ・プライスは2013年に、従来のリタイアメント・シリーズに加えて、新たに株式配分比率を低くしたターゲット・リタイアメント・シリーズを設定した。他方で、長寿リスク（想定以上に長生きするなど、自分の寿命をめぐる不確実性）の増大に対応するために、Through型ファンドが選択されていたが故に、退職日時点の株式配分比率が高かったという背景もあり、安易にグライド・パスを変更すべきではないという指摘もあった。

その後の動向として、一部の資産運用会社が、グライド・パスを変更するのではなく、ダウンサイド・リスクの抑止を目的に、ターゲット・デット・ファンドのポートフォリオの構築手法に工夫を施したことが挙げられる。例えば、ブラックロックは、ターゲット・デット・ファンドを運用するにあたって、スマートベータ戦略を採用している。スマートベータとは、特定のファクター・プレミアムを得ることを目的としたクオンツ運用戦略である²²。

ブラックロックは、自身が運用するターゲット・デット・ファンドであるライフパス・スマートベータにおいて、投資家の年齢が若い時期には、バリュー、クオリティ、モメンタム、サイズという4つのファクターを重視した株式ポートフォリオを構築することでリターンを追求し、投資家が年を重ねるにつれて、最小分散ファクターを重視した株式ポートフォリオにシフトする方針をとっている。

2. ライフタイム・インカムの確保を目的としたマネージド・ペイアウト・ファンド

もう一点、近年の動向として注目すべきは、生涯所得（ライフタイム・インカム）の確保をめぐる試行錯誤である。米国人の平均寿命は、1960年に69.8歳であったが、2017年には78.5歳と高齢化しているが、公的年金であるソーシャル・セキュリティの積立金は、2035年頃に枯渇する可能性がある。米連邦準備制度理事会（FRB）が、2019年5月に公表した調査結果によると、米国の約1,100世帯のうち、約45%が退職後の資産の不足を認識している。他方で、ベビーブーマー世代（1946年から1964年生まれ）の第一陣が70代に入ったことを鑑みると、現役時代に蓄積したDCプラン等の資産をどの様に取り崩していくのか、という論点の重要性が増している。すなわち、資産の蓄積（アキュミュレーション）局面における資産運用だけではなく、資産の取り崩し（デキュミュレーション）局面における資産運用の必要性が高まっている。

そこで、バンガード、フィデリティ、Tロウ・プライス等は、ライフタイム・インカムの確保を意識したターゲット・デット・ファンドの開発に注力している。例えば、退職日

²² 詳細は、岡田功太「最近の米国ETF業界におけるイノベーション—スマートベータの取り込みとアクティブ型ETFの開発—」『野村資本市場クォーターリー』2015年春号（ウェブサイト版）、同「世界の年金基金で進むスマートベータの導入」『野村資本市場クォーターリー』2014年夏号（ウェブサイト版）を参照。

までは、通常のターゲット・デート・ファンドと同様にグライド・パスに応じてアセット・アロケーションを実施するが、それ以降は、純資金総額の 5%に相当する額を定期的に投資家に払い出すタイプの資産運用商品である。これをマネージド・ペイアウト・ファンドと呼称する。

マネージド・ペイアウト・ファンドは、投資家が無計画に資産を取り崩すのを防ぐことで、ライフタイム・インカムを確保を目指す。ただし、同ファンドにおいては、投資家に払い出す資金額は運用実績によって変動するため、ライフタイム・インカムを保証するものではないことから、単体でデキュミュレーション局面におけるニーズを満たすには自ずと限界がある。事実、一部の資産運用会社は、2007年頃から、マネージド・ペイアウト・ファンドの提供を開始しているが、当時は需要が高かったとは言えなかった²³。とはいうものの、2007年当時と比較して、足元で長寿リスクへの意識は高まっていると考えられ、今後、中長期的には、マネージド・ペイアウト・ファンドの存在感は増す可能性がある。

3. リタイアメント・インカムの水準の変動抑止

第三に、退職後の収入（リタイアメント・インカム）に関するリスク管理である。SECの投資家諮問委員会は2010年8月、ターゲット・デート・ファンドについて、新たに標準化されたファンドのリスク尺度（glide path illustration based on a standardized measure of fund risk）に基づく、グライド・パスの開示を推奨した²⁴。ICI、バンガード、ブラックロック等の市場参加者は、リスクを示す指標は標準偏差やベータなど多様であり、それぞれの推移を示すことは、むしろ投資家の混乱を招くとして反対した。SECは、現時点では、リスクの推移を示すグライド・パスの開示を義務付けていないが、投資家諮問委員会の提言は、「ターゲット・デート・ファンドの投資家にとってのリスクとは何か」という、根本的な疑問を呈するものと言えた。

これに対して、ディメンショナル・ファンド・アドバイザーズは、投資の目標がリタイアメント・インカムの創出であるならば、その投資に係る適切なリスク測定の尺度は、同インカムの水準の不確実性であると指摘している。その上で、同社は2015年11月に、アドバイザーであるロバート・マートン教授の助言に従って、ターゲット・デート・インカム・ファンドの運用を開始した²⁵。同ファンドは、一般的なターゲット・デート・ファンドと同様に、退職日に向けて株式配分比率を低減させるが、その後、米国債ではなく、物価連動債及び短期金融商品への配分比率を増加させる。これは、金利リスク及びインフレリスクを抑止し、リタイアメント・インカムの水準の不確実性を低減させるためである。

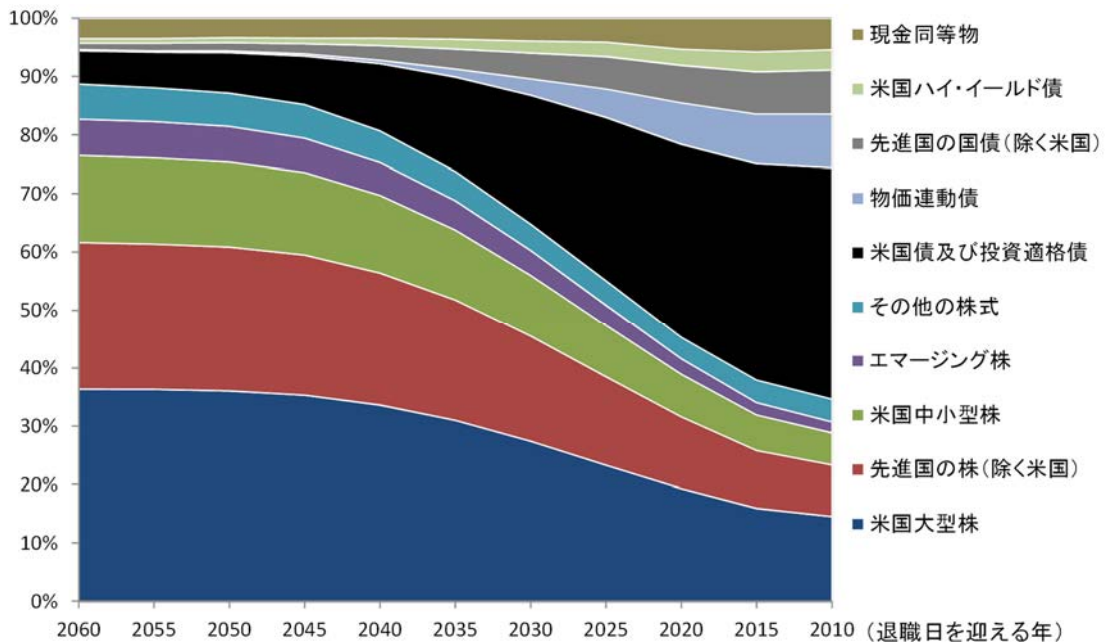
²³ 詳細は、野村亜紀子「米国のリタイアメント・インカム確保策における長寿リスク対応—DC制度改正と金融サービス業者の試行錯誤—」『野村資本市場クォーターリー』2015年冬号（ウェブサイト版）、同「試行錯誤が続く米国のリタイアメント・インカム確保策」『野村資本市場クォーターリー』2013年冬号（ウェブサイト版）、同「金融危機下のリタイアメント・インカム確保策の模索—米国運用業界の戦略と取組み—」『資本市場クォーターリー』2009年春号を参照。

²⁴ 17CFR Parts 230 and 270 RIN 3235-AK50

²⁵ 詳細は、神山哲也「独自の低コスト戦略で台頭するディメンショナル」『野村資本市場クォーターリー』2011年夏号を参照。

物価連動債の活用という点だけで言えば、ディメンショナルのターゲット・デート・インカム・ファンド以外にも、退職日以降に、物価連動債に資産配分を増大させているファンドは存在する。図表 9 は、米国における 53 本のターゲット・デート・ファンドの投資対象資産の配分比率（平均値）である。2060 年に退職する投資家による物価連動債への配分比率は約 9%であり、先進国の国債（除く米国）や米国ハイ・イールド債よりも大きな割合を占めている。

図表 9 米国のターゲット・デート・ファンドの投資対象資産の配分比率（平均値）の推移



(出所) Morningstar Manager Research, “2019 Target-Date Fund Landscape: Simplifying the Complex,” May 9, 2019, p17 より野村資本市場研究所作成

VI. 理論家・実務家・規制当局者による退職資産形成手法の模索

過去約 25 年間の歴史の中で、米国のターゲット・デート・ファンドが拡大に成功した要因として、以下の 3 点が挙げられる。第一に、401(k)プランの加入者向けサービス提供の現場において、投資アドバイスを運用商品に組み込むことでゴールベースの運用を容易にするという考え方が、広く受け入れられたことである。ターゲット・デート・ファンドは、資産運用商品を有する投資家に対して、金融リテラシーの向上を促すことは必須である一方で、投資教育には限界もあるという現実を前提としている。つまり、同ファンドは、資産運用商品と投資教育を別々に提供するのではなく、投資アドバイス提供者の役割を運用戦略に組み込んでおり、長期にわたって運用をする DC プラン加入者のニーズと整合的である。

第二に、投資理論と資産運用の実務におけるバランスである。ターゲット・デート・ファ

ンドは、CAPM、インターテンポラル CAPM、人的資本モデル、生命保険を含んだ人的資本モデル等、古くから開発・発展してきた投資理論に基づきながらも、実務的に対応しやすい形で工夫を施すことで、最適なポートフォリオを構築している。つまり、ターゲット・デート・ファンドは、長い年月の中で、理論家と実務家の双方が知恵を絞って組成した資産運用商品であると言える。最適なアセット・アロケーション手法の構築に関する試行錯誤の歴史が、ターゲット・デート・ファンドに対する信頼を醸成している。

第三に、QDIA 規則である。米労働省は、適格デフォルト・ファンドから、基本的に MMF やステーブル・バリュー・ファンドのような元本維持型商品を除き、ターゲット・デート・ファンド等が主流であることを明記した。これは、規制当局者としては思い切った対応とも言えるが、根拠法である ERISA の受託者責任規定における分散投資義務に立脚しつつ、投資理論と資産運用の実務の実情を踏まえた措置だったと理解できる。現在、QDIA 規則は、特にアキュムレーション局面における資産運用を後押しする上で、効果的な施策であったと評価されており、その過程でターゲット・デート・ファンドの台頭を促すことにもつながった。

過去 10 年間については、バンガードを中心とする Through 型のパッシブ・ファンドが、ターゲット・デート・ファンド市場を席卷した。しかし、足元では、米国では長寿リスクが高まり、デキュムレーション局面における最適な資産運用商品の模索が始まっており、ライフタイム・インカムを確保することを主眼としたファンドが徐々に注目を集めている。今後、アキュムレーション局面中心で拡大してきたターゲット・デート・ファンドが、このトレンドにどのように対応するのかも含め、各社の運用戦略及び商品開発への取り組み、さらには、DC プランの投資教育の在り方や年金制度設計全般に係る議論等、同ファンドを巡る動向は注目に値する。