# 成熟期に向かう米国職域 DC プランのイノベーション
## －資産取り崩しの不安をいかに解消するか－

野村　亜紀子


**▌要　約▐**

1. 米国の職域確定拠出型年金（DC）プランは、401(k)プランの登場から 40 年余りを経て、成熟期に入り始めたと言える。そのような中で、個人が退職後、元の勤務先の 401(k)プラン口座から資産を取り崩していくという選択肢への注目度が高まっている。加入者、雇用主双方にとってのメリットが意識されるようになっている。
2. 金融サービス業者は、ターゲット・デート型運用（TDF）に匹敵するようなイノベーションを、資産取り崩しソリューションにおいて起こせるかが問われている。TDF にアニュイティ（個人年金保険）を組み込む、よりシンプルに、定期的な払い出し機能やアニュイティ選択プラットフォームを提供するなど、様々な方法が模索されている。
3. 資産運用会社大手の事例として、ブラックロック、アライアンス・バーンスタイン、ティー・ロウ・プライス、フィデリティの取り組みを概観すると、TDF による自動化とアニュイティによる終身給付保証の組み合わせの利点・難点が見て取れる。また、ソリューション開発と実装において、金融サービス業者と顧客企業の協働の重要性が窺われる。
4. 退職世代の資産取り崩しの不安解消は、日本において米国以上に重要な課題と言える。顧客企業との協働が可能という、職場経由の取り組みの利点は日本にも当てはまる。先行者である米国の試行錯誤を参照しつつ、日本の実情に合わせた解決策が求められる。


**野村資本市場研究所　関連論文等**

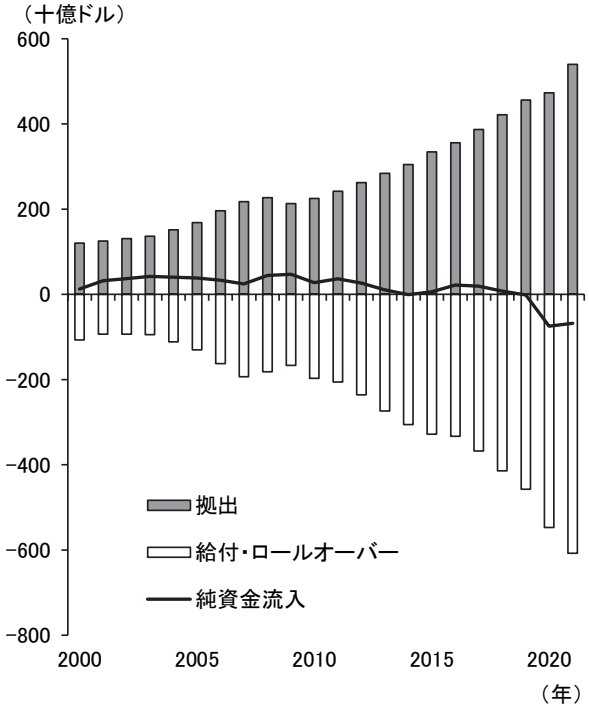

・野村亜紀子「米国のリタイアメント・インカム確保策における長寿リスク対応」『野村資本市場クォータリー』2015 年冬号。
・野村亜紀子「試行錯誤が続く米国のリタイアメント・インカム確保策」『野村資本市場クォータリー』2013 年冬号（ウェブサイト版）。

# Ⅰ DCプランの資金フローの変化

米国の 401(k)プランに代表される職域確定拠出型年金（DC）プランは、米労働省のデータによると、2020 年、2021 年と連続で、給付とロールオーバー（資産移換）が拠出を上回った（図表 1）。運用収益も含めた純資金流入はプラスであり、評価益により資産残高は増加基調を保っているものの、1980 年代初頭に 401(k)プランが登場してから 40 年余りが経過し、年金制度としては成熟期に向かっていると言える。

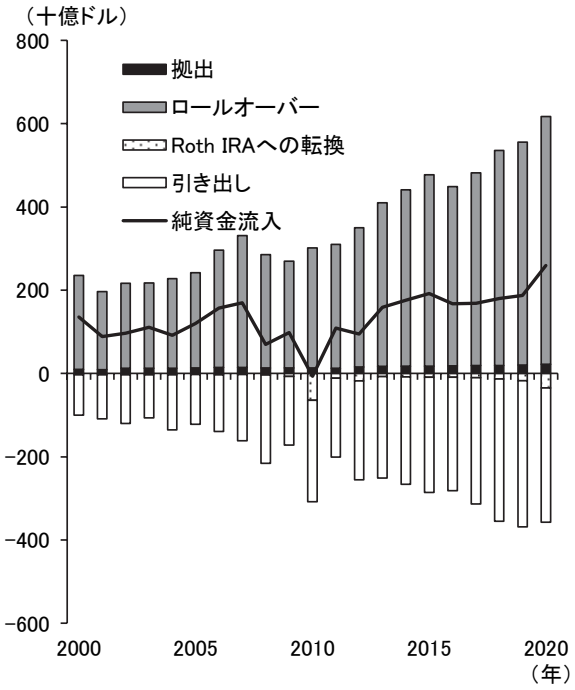
職域 DC プランからの給付の受け皿になっているのが日本の iDeCo に相当する個人退職勘定（IRA）である[1]。従前より、IRA の主たる資金源は、通常の拠出ではなく職域 DC プランからのロールオーバー（資産移換）だが、図表 2 の通り流入額は増加傾向で、引き出し額を上回る純流入の状態が続いている。

**図表 1　職域 DC プラン（401(k)プラン等）の資金流出入**




（注）　加入者が全額運用指図するタイプ。
（出所）Department of Labor, Private Pension Plan Bulletin より野村資本市場研究所作成

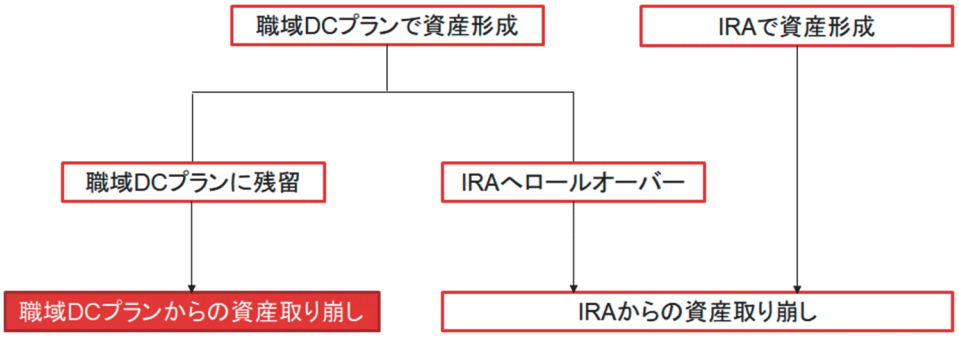
**図表 2　IRA の資金流出入**




（注）　1. 拠出時及び運用時非課税・給付時課税（EET）の伝統的 IRA の資金流出入。
2. Roth IRA は拠出時課税・運用時及び給付時非課税（TEE）の IRA。一定の要件下で伝統的 IRA からの転換が可能。
（出所）Investment Company Institute より野村資本市場研究所作成

[1] 米国の年金税制では給付時に通常の所得課税（累進税率）が行われるため、一時金での受給は納税額の増加に繋がる。

図表 3　退職時の職域 DC プラン資産をめぐる選択肢




（出所）野村資本市場研究所作成

一方で、近年、退職時に IRA にロールオーバーせず、元の勤務先の 401(k)プランから資産を取り崩していくという選択肢への注目度が高まっている。図表 3 の左下のパターンである。制度上は以前から可能だったが、加入者、雇用主双方にとってのメリットが意識されるようになっている。

加入者にとってのメリットは、まず、退職という慌ただしいタイミングで拙速な意思決定を行い、質の低い IRA にロールオーバーしてしまうリスクの回避である。また、一般に、職域内では、同じ商品・サービスを、職域外に比べて低コストで利用可能である。最終的には退職資産を 1 箇所に集約する方が管理しやすい可能性もあるが、職域 DC プラン内で魅力的な資産取り崩しの商品・サービスが提示されるなら、それを利用し続けることも十分合理的な選択となる。

雇用主も、元・従業員の資産が DC プラン内に残されることについて前向きになりはじめている。冒頭のマクロ的な資金フローは、個別企業レベルでも起きている。DC 資産規模の減少は、運営面の効率低下に繋がり、レコードキーパーや資産運用会社等のサービス提供者に対する交渉力も低下する。従来は、退職後についてまで受託者責任を負い続けることに否定的な意見が大勢を占めたが、雇用主としては受託者責任の問題を上回るメリットを享受できるのか、考慮すべき状況になっている。セルーリ・アソシエイツの DC コンサルタント・サーベイによると、顧客企業の 58%が、退職者が資産を残すことを望むと回答し、IRA へのロールオーバーを望むという回答の 14%を大きく上回った[2]。

私的年金政策においても、職域 DC プラン内の資産取り崩しの選択肢を後押しする制度改正が行われている。2019 年 12 月に成立した全地域社会における退職保障強化法（SECURE 法）は、DC 資産の退職後の収入（リタイアメント・インカム）への転換をいかに支援するかが、主題の一つだった。その一環で、職域 DC プラン内のアニュイティ（個人年金保険）提供に係る雇用主の受託者責任の範囲の明確化などが行われた[3]。

2 “The Retirement Income Issue,” *Cerulli Edge U.S. Asset and Wealth Management Edition*, April 2023.

3 SECURE 法の詳細については、岡田功太・中村美江奈「米国における退職資産拡充策を巡る議論－退職保障強化法案（SECURE 法案）を中心に－」『野村資本市場クォータリー』2020 年冬号を参照。

# Ⅱ DC資産取り崩しのソリューション開発競争

## １．DC資産取り崩しを巡る論点

資産取り崩しは、個人にとって、しばしば資産の積み上げよりも難しいとされる。資産枯渇を回避するのが重要だが、適切な引き出しペース（引き出し額や引き出し率）の設定が難しい。長寿リスクにも対応しなければならない。退職後も一定の分散投資の継続が必要となるが、シークエンス・オブ・リターン・リスク[4]への対応が求められる。自分や家族の健康状態、金融資産及びそれ以外の資産等、考慮すべき事項が多種多様な上、個人の状況のバラツキが大きくモデル事例を参照しづらい。

資産枯渇のリスクに対応する一つの手法が、終身給付保証を付与するアニュイティの購入である。即時年金（契約発効時から年金給付が開始されるタイプ）、据置年金（保険料払込から年金給付開始まで据置期間があるタイプ）、終身引出保証（一定の引き出しを終身保証する特約。GLWBと呼ばれる）などがある。しかしながら、複雑で分かりづらい、手元流動性を犠牲にする必要がある、高コストなどの理由から必ずしも十分活用されていない。

## ２．職域ソリューションの開発競争

米国金融サービス業界は、長年にわたりDCプラン加入者の資産の積み上げを支援してきた。DCプランの拡大と共に真価を発揮したプロダクトもある。代表的なのがターゲット・デート型の運用（以下、TDFとする）で、1990年代半ばに登場し、現在では2007年の適格デフォルト商品（QDIA）規則に基づき、多くの職域DCプランのデフォルト・ファンドとして設定されている[5]。加入者が必ずしも能動的な運用指図を行わなくても、長期分散投資や加齢に伴う配分調整を実践できることから、TDFのデフォルト設定は、DC運用の「自動化」と呼ばれる。

そして現在、前述のような資産取り崩しを巡る課題を念頭に、多くの金融機関が資産取り崩しの商品・サービス開発に挑戦している。いくつかのアプローチを挙げると図表4のようになる。資産運用を継続するか、終身給付保証を伴うかで分類することができる。

運用・終身保証ともに無しという選択肢の一つが、システマチックな引き出し（systematic withdrawal）である。機能は限られるが、加入者にとって分かりやすく、雇用主にとっても導入のハードルが低いとされる。マネージド・ペイアウト・ファンドは、資産運用は継続するが保証を伴わない。専門家が運用することで、過度な引き出しといったミスを防ぐ効果も期待できる。マネージド・ペイアウト・ファンドをTDFのパッケージ

[4] 平均リターンは同じでも発生する順序の違いにより退職資産が大きく変動するリスク。

[5] デフォルト・ファンドは、加入者が運用指図を行わない場合の投資先として、職域DCプランにあらかじめ設定されるファンド。米国では、2006年年金保護法と2007年のQDIA規則により制度が整備された。同規則で、適格なデフォルト・ファンドとしてTDFとバランス型運用が例示されたことが、TDFの普及を後押しした。

に入れるアプローチもある。

アニュイティを 401(k)プランの商品ラインアップに追加する方法もあるが、上記の通り、それだけだと利用されない可能性が高い。そこで TDF に組み込むアプローチが模索されている。TDF のグライドパスの最終段階でアニュイティ機能を付加し、TDF に投資する加入者がストレス無くアニュイティを利用できるようにするという仕掛けである。

前出の SECURE 法により、雇用主のアニュイティ選定に関する受託者責任の範囲が明確化された影響は大きく、モーニングスターのレポートによれば[6]、2020 年以降少なくとも 10 本のアニュイティ内包型 TDF がローンチされた。もっとも、需要はまだ限定的で、モーニングスターは「教育が成功に向けた最大のハードル」と指摘する。

現時点でローンチされた商品・サービスの採用状況や加入者による利用状況の全体像は把握されておらず、特定の方法に軍配が上がる気配はない。金融サービス業界は、TDF に匹敵するようなイノベーションを、資産取り崩しの分野において起こせるのかが問われていると言える。

図表 4　資産取り崩し支援のアプローチ

| 方法 | 概要 | 運用の継続 | 終身給付保証 |
|---|---|---|---|
| システマチックな引き出し | ・口座からの定期的な引き出しサービス。資産枯渇リスク回避の機能はないがシンプル。 | 無 | 無 |
| マネージド・ペイアウト・ファンド | ・一定の法則に基づき定期的な払い出しを行う。払い出し目標の設定の有無、元本取り崩しの有無などに応じて、様々なタイプがある。 | 有 | 無 |
| マネージド・アカウントへの機能追加 | ・DC 内の投資一任サービス。加入者毎に個別化された資産運用・取り崩しが可能。保証付与有り・無しのいずれも可能。 | 有 | 有／無 |
| TDF への機能追加（保証無し） | ・TDF のパッケージの、退職年齢層向けファンドに、マネージド・ペイアウトの機能を組み込む。 | 有 | 無 |
| TDF への機能追加（保証有り） | ・TDF の目標年に近づいた時点で、段階的にアニュイティを組み込んでいく。運用の継続と一定の終身給付保証を提供。 | 有 | 有 |
| アニュイティ | ・即時年金、据置年金、GLWBなど、種類は多様。一定の要件を満たす据置年金は、適格長寿年金契約（QLAC）の税制措置が適用される。 | 有／無 | 有 |
| アニュイティ購入ポータル | ・加入者に対し、職域外のアニュイティを比較し購入できるポータルを提供。 | 無 | 有 |

（注）　米国では一定の年齢に達すると DC 口座からの資産の引き出しが義務付けられる（最低引出義務）が、QLAC はこの義務付けの対象から除外される。

（出所）各種資料より野村資本市場研究所作成

[6] Jason Kephart, Samantha Lamas, “Target Dates and Annuities...It’s Complicated,” Morningstar Manager Research, April 2024.

## ３．資産運用会社大手のケース・スタディ

資産取り崩しには様々なアプローチがあるが、以下では資産運用会社大手による 4 つの取り組みを紹介する。

ブラックロックとアライアンス・バーンスタインは、TDF へのアニュイティ追加を行っている。ティー・ロウ・プライスは TDF へのマネージド・ペイアウトの組み込みを提供している。米国最大の DC レコードキーパーでもあるフィデリティは多様な加入者サービスを展開しているが、同社の最近の取り組み事例として、加入者が職域 DC プラン内で利用可能なアニュイティのプラットフォームを取り上げる。

### １）ブラックロック

#### （１）LifePath Paycheck の概要[7]

ブラックロックは 10 年以上にわたり、DC 資産取り崩しのソリューションに取り組み続けてきた[8]。足下では、ラリー・フィンク会長が 2024 年初の投資家向け書簡の中でリタイアメントを取り上げ、「退職資産形成を実践できる人たちですら、退職後にどう消費すればよいかが分かっていない」として支援の重要性を指摘している[9]。

ブラックロックは 2024 年 4 月、LifePath Paycheck の提供を開始した。同社が運用するターゲット・デート・ファンドの LifePath に終身給付保証を組み込み、職域プラン経由で提供する（図表 5）。加入者は 59.5 歳以降、資産の一部をアニュイティに転換する選択肢を得る。保険会社のエクイタブルとブライトハウス・ファイナンシャルがアニュイティを提供する。アニュイティの組み込みにはレコードキーパーとの協働が必要となるが、フィデリティ、バンク・オブ・アメリカが対応済みで、ボヤ・ファイナンシャルも加わる予定となっている。

ブラックロックは加入者向けデジタル・ツールの MyLifePath を DC プランのウェブサイト上で提供する。加入者が退職後に何ドルの収入を期待できるか試算し、アニュイティに関する意思決定を下せるよう支援する。

ブラックロックによれば、LifePath Paycheck の最初の採用企業は、アーバングリッド（後述する）、アドベンティスト・ヘルスケア、テネシー川流域開発公社などである。14 の雇用主（加入者数 50 万人、TDF 資産 270 億ドル）が LifePath Paycheck の採用を予定している。

---

7 BlackRock, “BlackRock Activates Retirement Solution Offering a Paycheck For Life,” Press Release, April 24, 2024 及び同社のウェブサイトを参照した。

8 アニュイティによる終身給付保証ではなく、同社の強みである債券運用を通じたソリューションに挑戦したこともある。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」『野村資本市場クォータリー』2015 年冬号を参照。

9 Larry Fink’s 2024 Annual Chairman’s Letter to Investors.

図表 5　ブラックロック LifePath Paycheck の流れ

| | |
|---|---|
| 資産形成期 | ・ 初期は株式中心のポートフォリオで、経年と共に徐々に債券への配分を増加させてリスク抑制するターゲット・デート型運用。 |
| 55 歳以降 | ・ 「ライフタイム・インカム」と呼ばれる新しいアセットクラスへの配分を開始し、徐々に増加させていく。ライフタイム・インカムは、加入者が終身給付を受け取る選択肢を提供。 |
| 退職時 | ・ 加入者は 59.5 歳以降、LifePath Paycheck のライフタイム・インカム部分を解約してアニュイティ（即時年金）を購入することが可能に。ライフタイム・インカムへの配分は 65 歳時点で資産の約 30%に到達。<br>・ アニュイティ購入に当てなかった部分は、ターゲット・デート型運用（株式 50%・債券 50%）を継続、DC プランの他の運用商品に投資、引き出しなど加入者が選択可能。 |

（出所）ブラックロックのウェブサイトより野村資本市場研究所作成

### （２）アーバングリッドによる採用

アーバングリッドは米国コネチカット州本拠のエネルギー供給会社で、グローバル・エネルギー企業のイベルドローラの米国子会社である。同社の医療・退職プログラム担当シニア・ディレクターであるポール・ビスコンティ氏は、LifePath Paycheck の採用に関して、「当社の優れた人材の採用・維持・活性化の取り組みにおけるゲームチェンジャーになる」とコメントしている[10]。退職給付プランの拡充を競合他社との差別化要因の一つと位置付け、優秀な人材確保に繋げようとしていることが見て取れる。

アーバングリッドは 2021 年にブラックロックの LifePath をデフォルト・ファンドとして設定しており、70%の加入者が同ファンドに投資していた[11]。資産取り崩しの選択肢の導入に際して、多くの加入者にとって馴染みのある商品であることが一つの決め手となった模様である。

## ２）アライアンス・バーンスタイン

### （１）Lifetime Income Strategy（LIS）の概要[12]

アライアンス・バーンスタインはブラックロックと並び、職域経由で、TDF に終身給付を組み込むことに最も早くからコミットしてきた運用会社の一つである。同社は Lifetime Income Strategy（LIS）というソリューションを 2012 年にローンチした（図表 6）。

LIS では、ターゲット・デート型運用が行われ、Secure Income Portfolio（SIP）への配分が徐々に増加して最終的に 100%になる。SIP には複数の保険会社による GLWB が付加されるという仕組みである。エンパワー保険、エクイタブル、ジャクソン・ナショナル生命保険、リンカーン・ナショナル生命保険、ネーションワイド生命保険が保証を提供し、アライアンス・バーンスタインがフィデューシャリーとして保険会社を管理する。DC プランの加入者属性に合わせて、運用内容や保証水準をカスタマイズすることが可能となっている。

[10] BlackRock, “BlackRock Activates Retirement Solution Offering a Paycheck For Life,” Press Release, April 24, 2024.
[11] Noah Zuss, “Behind the Decision: Why Avangrid Added BlackRock LifePath Paycheck to Its 401(k),” *PLANSPONSOR*, April 24, 2024.
[12] AllianceBernstein, “Unlocking Retirement Income, AB’s Lifetime Income Strategy”を参照した。

図表 6　アライアンス・バーンスタインの LIS の流れ

| | |
|---|---|
| 資産形成期 | ・ ターゲット・デート型運用をデフォルト・ファンドとして設定。加入者は自身の年齢に合致したファンドで運用。 |
| 退職準備期 | ・ 退職まで 12～15 年の時期に、Secure Income Portfolio（SIP）への資産配分が始まり、徐々に増加、最終的には 100%に到達。<br>・ SIP は株式 50%・債券 50%、または株式 60%・債券 40%のパッシブ運用。終身引出保証（GLWB）が付加される。 |
| 退職後 | ・ SIP は運用による成長を追求しつつ、市場下落時には給付額を保証。口座資産の枯渇後は保険会社による終身給付保証。<br>・ 加入者はペナルティ無しで資産を引き出すことが可能。<br>・ 複数保険会社によるリスク分散と効率化の仕組みを導入。四半期毎に保証引出率のビッドを行い、最も高い引出率を提示した保険会社が、最も高い SIP の配分を獲得。 |

（出所）AllianceBernstein, “Unlocking Retirement Income, AB’s Lifetime Income Strategy”より野村資本市場研究所作成

アライアンス・バーンスタインの LIS においても、SIP への配分が始まる退職準備期を中心に、入念な加入者コミュニケーションが実施される。退職後の引出予想額の提示とそれに基づく拠出増加の奨励、全額を LIS に入れた場合の保証給付額の提示などが含まれる。

アライアンス・バーンスタインは 2024 年 5 月、顧客からの要望に対応し、SIP の単独提供を開始すると公表した[13]。他社が運用する TDF や、マネージド・アカウントに SIP の機能を追加することも可能になる。保証を提供する保険会社は、ジャクソン・ナショナル生命保険、リンカーン・ナショナル生命保険、ネーションワイド生命保険となっている。なお、2024 年 3 月末時点で LIS の資産残高は 110 億ドル超だった。

### （２）RTX の取り組み[14]

LIS を最初に採用したのが、ユナイテッド・テクノロジーズ、現 RTX である。同社は確定給付型（DB）プランの閉鎖を踏まえ、DC プランによる終身給付確保策を模索していたが、2012 年に LIS の導入を決定した。当時、大手企業の間でも画期的な取り組みとして注目された案件だった[15]。

LIS は RTX の DC プランのデフォルト・ファンドとして設定されており、加入者が何もしなければ、加齢に伴い SIP による運用及び給付保証へと移行していく。その間、加入者の年齢に基づき個別化されたコミュニケーションが実施される。加入者は随時オプトアウトし、LIS 以外の投資の選択肢に変更することも可能である。

RTX の元・年金投資担当シニア・ディレクターのケビン・ハニー氏によれば、同社は 2023 年 9 月に 2 つの制度変更を実施した[16]。一つは加入者が退職のタイミングを

[13] AllianceBernstein, “AllianceBernstein Expands Retirement Income Offerings with AB Secure Income Portfolio,” PR NEWSWIRE, May 9, 2024.

[14] AllianceBernstein “Lessons from United Technologies Corporation” を参照した。

[15] 野村亜紀子「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リー』2013 年冬号を参照。

[16] Remy Samuels, “How One Employer Successfully Guaranteed Lifetime Income for Its Employees,” *PLANSPONSOR*, November 1, 2023.

60～70 歳の間で選択可能にしたことで、もう一つは保証給付を SIP 残高の 0～100%の間で設定可能にしたことだった。従前は加入者が 65 歳で引退し、SIP の全額をアニュイティ化することを想定していたが、今一度加入者自身に選択する機会を追加した。併せて、退職後に必要な保証給付の試算ツール（アライアンス・バーンスタインが提供）と、資産の何割を給付保証の購入に当てるべきかのアドバイス・ツール（モーニングスター・インベストメント・マネジメントが提供）を利用可能にした。

### ３）ティー・ロウ・プライス[17]

ティー・ロウ・プライスは、TDF にマネージド・ペイアウト機能を追加するサービスを 2019 年から職域 DC プラン向けに提供している。同社の TDF パッケージに、退職年齢層を対象とする資産取り崩し用のマネージド・ペイアウト・トラストを追加し、月次払い出しを目指すというものである。年間の払い出し率は 5%に設定されている。同サービスは顧客からの依頼に基づき検討し、顧客と協働して開発された。

マネージド・ペイアウト機能による払い出し額は、過去 5 年間の純資産価額（NAV）の移動平均に、5%を乗じて算出する。移動平均により金額の変動を抑制し、予見可能性を高めることが意図されている。加入者の保有資産の枯渇に対する抵抗感に配慮し、元本の維持と一定の払い出しの両立を目指している。

ティー・ロウ・プライスは、同社の雇用主及びコンサルタント調査によれば、明確な差異は出なかったものの保証無しソリューションへの支持が若干高く、雇用主にとって、マネージド・ペイアウトは資産取り崩し対応の第一歩になりうると述べている。様々な規模、様々なセクターの、51 の雇用主が、職域内のソリューションとして、同社のマネージド・ペイアウト機能を採用している[18]。

### ４）フィデリティ

フィデリティは運用会社大手であると同時に、米国最大の DC レコードキーパーでもある。退職後の資産運用と取り崩しに関して包括的なソリューション提供を目指しており、加入者教育及びプランニング・ツール、口座資産の自動引出サービス、マネージド・ペイアウト・ファンド、マネージド・アカウント、給付保証を伴うプロダクトなどが含まれる。以下では、同社の最新の取り組みとして、職域 DC 加入者向けのアニュイティ選択プラットフォームである Guaranteed Income Direct（GID）を紹介する。

フィデリティは 2024 年 1 月、GID の全米展開をアナウンスした[19]。GID では、401(k)プラン等の職域 DC プラン加入者に対し、アニュイティ（即時年金）が提示さ

[17] Jessica Sclafani, “Implementing an In-Plan Retirement Income Solution,” T. Rowe Price Insights on Retirement Income, March 2023 を参照した。

[18] Margarida Correia, “Managed payouts emerging as retirement income option,” *Pensions & Investments*, August 14, 2023.

[19] Fidelity, “Fidelity’s Guaranteed Income Direct Solution Available Nationally, Enabling Employees to Convert Retirement Savings into Lifetime Income,” Press Release, January 25, 2024.

れる。加入者は、自身の口座資産の一部または全部をアニュイティ購入に充てることができる。残りの資産は職域プランに残される。

フィデリティは GID 提供の目標の一つとして、全ての加入者がシームレスなデジタル・エクスペリエンスを享受することを掲げており、その実現のためにミドルウェア業者の Micruity と協働した。

加入者が利用可能な保険会社の選定責任は、雇用主が負う。現在、メットライフ、パシフィック生命保険、プルデンシャル・ファイナンシャル、ウェスタン&サザン・ファイナンシャル・グループの 4 社が GID に参加しており、雇用主の希望に応じて今後増加する可能性もある。

2024 年 3 月には、テネシー州本拠の保険会社ユーナム（Unum）による GID の採用が報じられた[20]。ユーナムは 2021 年、同社の 401(k)プランにフィデリティのマネージド・ペイアウト・ファンドである Managed Retirement Fund を追加し、職域内の資産取り崩しへの対応を開始した[21]。同ファンドは経年と共に運用内容が保守化し、退職者は資産取り崩しサービスと併用することができるが、保証は伴わない。ユーナムは、今般、終身給付保証を伴う選択肢として GID を追加したと理解できる。

加入者によるアニュイティ選択の支援は、これまでにも試行されてきた手法の一つと言えるが[22]、最大の DC レコードキーパーによる提供が変化をもたらすのか、注目される。

## ４．ケース・スタディが示す論点

### １）終身給付保証と自動化

上記のケース・スタディから、終身給付保証と TDF を通じた自動化という組み合わせは模索されるものの、本質的には必ずしも相性が良くないことが確認できる。退職者の貯蓄、健康状態、リスク許容度等はバラツキが大きく、TDF の強みである年齢ベースの標準化が馴染まないことは認識されている。TDF がデフォルト・ファンドに設定されている可能性が高いことと相まって、アニュイティが必ずしも適当でない加入者までもが、自覚のないままアニュイティを保有しうることへの懸念は根強い。

ブラックロックの LifePath Paycheck では、最終的に終身年金化するかどうかの選択肢を加入者に渡す形になっており、完全な自動化には至っていないと理解できる。ティー・ロウ・プライスは敢えて TDF へのマネージド・ペイアウト機能の付加に留め、フィデリティは TDF とは独立に、アニュイティ・プラットフォームを含むソ

[20] Robert Steyer, “DC plans treading carefully before launching retirement income options; Sponsors’ deliberate approach reflected in different strategies,” *Pensions & Investments*, March 11, 2024.

[21] Unum Group, “Unum employees can flip savings into steady retirement income,” *PR Newswire*, June 17, 2021.

[22] 例えば、ヒューラー・インカム・ソリューションズは 2004 年からアニュイティ・プラットフォームを法人顧客向けに提供しており、DC レコードキーパーのバンガード、ADP や、IBM、ボーイング、ゼネラル・モーターズといった雇用主により採用されている（Margarida Correia, “ADP to offer Hueler’s annuity platform to over 135,000 employers,” *Pensions & Investments*, November 8, 2023）。

リューションを提供している[23]。前出のセルーリ・アソシエイツの2022年調査によれば、資産取り崩しはDC運用会社が足下で最も注力する分野だが、「効果的な職域内ソリューションは保証機能を伴うべきか」については、賛成 27%、反対 33%、中立 41%と意見が割れている[24]。

### ２）加入者のデジタル・エクスペリエンス

いずれのアプローチにおいても加入者の能動的な関与が一定程度求められるという中、加入者のデジタル・エクスペリエンスの質が重視されている。資産取り崩しに関する加入者コミュニケーション、給付保証に関するシミュレーションなど加入者の意思決定を支援するツール、加入者が選択したソリューションをストレス無く円滑に実施できる環境などが含まれる。上述の通り、フィデリティはそのためにミドルウェア業者を利用している。ミドルウェア業者は、新たな資産取り崩しソリューションを効率的に既存のレコードキーピング・システムに統合し、加入者による使い勝手の良さを確保する際の鍵を握る可能性がある[25]。

### ３）金融サービス業者と顧客企業の協働

ケース・スタディからは、ソリューション開発や実装において、金融サービス業者と顧客企業の協働が重要であることも窺われた。職域ベースでの取り組みでは、金融サービス業者が想定ユーザーのプロファイリングを精緻化し、実際のニーズとのミスマッチを抑制することが期待できる。実際、ティー・ロウ・プライスは顧客の要請を得てマネージド・ペイアウト機能の追加を行った。また、ユナイテッド・テクノロジーズ（当時）によるアライアンス・バーンスタインLISの採用、アーバングリッドによるブラックロックLifePath Paycheckの採用、ユーナムによるフィデリティGIDの採用からは、各社と顧客企業との連携が見て取れた。

---

[23] TDF運用会社大手であり、DCレコードキーパー大手でもあるバンガードも現時点でTDFへのアニュイティ組み込みは行っていないが、同社は2024年6月、「理論から実践へ：収入保証とハイブリッド・アニュイティTDF」（Vibhor Dave, et al., “From theory to practice: Guaranteed income and hybrid annuity target-date funds,” Vanguard Research, June 2024）と題する論点整理ペーパーを公表した。

[24] 前掲脚注2のレポートを参照。

[25] DCIIA（Defined Contribution Institutional Investment Association）のレコードキーパー調査によると、テクノロジー関連で 53%が外部業者を利用、47%が戦略パートナーと提携、39%が両方と回答した。Retirement Research Center, “Retirement Income Solutions: Recordkeeper Study,” June 2024.

# Ⅲ 日本への示唆

## １．資産枯渇の懸念対応と消費の活性化

資産枯渇を回避しつつ、適切な資産取り崩しを行うことの難しさは日米共通である。米国のDBプランは、伝統的に終身給付を提供してきた。DBからDCへの移行の過程で、結果的にその機能が欠落したという経緯もあり、一部の米国企業においては終身給付に対する拘りが強いようにも見受けられる。その点、日本の企業年金は元々、DB も退職一時金由来で終身給付が所与ではなく[26]、私的年金を通じた終身給付保証を強化するべきという論調は、少なくとも現時点では見られない。

一方、インフレによる生活費の上昇や医療・介護の自己負担増加などを念頭に、退職後も一定の分散投資の継続が必要な可能性は、日本でも高まっている。すなわち、資産を運用しながら取り崩し、終身給付保証は伴わなくても可能な限り資産枯渇を回避することへの支援が必要とされている。

高齢者の人口に占める割合が米国よりも高く、今後さらに上昇する日本においては、退職世代の消費の活性化が、米国以上に重要と言える。資産取り崩しのソリューションを提示し不安を軽減できれば、この社会課題解決に貢献することができる。

## ２．職域でのソリューション開発の利点

資産取り崩しソリューションの開発や実装において、金融サービス業者が顧客と協働して取り組めることは、職域経由の重要な利点と言える。この点も日米共通である。

日本のDCからの給付形態は、現状、一時金選択が9割程度を占める[27]。しかしながら、DC 制度開始から 20 年余りが経過し他制度から DC へ資産移換する企業も増える中、多額の個人勘定資産を有する加入者が増加してくると、企業型 DC からの資産の取り崩しが重要な課題となる可能性がある。その課題解消に向けた商品・サービス開発のニーズは、日本でも高まっていくのではないだろうか。

## ３．日本は後発の利益を享受するべき

終身給付保証のニーズは実際どの程度なのか、仮に個人が必要性に気づいていないとしたら専門家としてどのようにアプローチするのが適当か、個人向けと職域経由のどちらが

[26] 確定給付企業年金の場合。公的年金の代行部分を持つ厚生年金基金は終身部分を有するが、2024 年 3 月末時点で僅か 4 基金、加入者数 11 万人に留まった（信託協会・生命保険協会・全国共済農業協同組合連合会「企業年金〔確定給付型〕の受託状況〔令和 6 年 3 月末時点〕」2024 年 5 月 30 日）。

[27] 厚生労働省年金局「公的年金と私的年金の現状と課題について」第 10 回社会保障審議会年金部会、第 30 回社会保障審議会企業年金・個人年金部会合同開催（2023 年 12 月 11 日）。

有効なのか。米国は先行者としてこれらの問いの全てについて試行錯誤してきたが、日本は米国の経験を参照できるという後発の利益がある。

日本企業ではデフォルト・ファンドに当たる指定運用方法の設定が 39.1%、設定している場合でも 65.1%が元本確保型商品（預金や保険商品）で TDF は 16.4%となっている（2022 年度）[28]。米国が 2000 年代半ばに実施した、TDF の活用を中心とする DC 資産積み上げの自動化が道半ばという状況だが、その一方で、既に資産取り崩しの課題が浮上しつつある。米国は、資産の積み上げと取り崩しに順次取り組むこととなったが、日本の場合、一気に総合的なソリューションを模索する機会が到来したと捉えることもできるのではないだろうか。日本の実情に合わせた解決策を考案できるか、金融サービス業者や雇用主を含む、DC 制度関係者の創造力が問われていると言えよう。

[28] 企業年金連合会「2022（令和 4）年度決算　確定拠出年金実態調査結果（概要版）」2024 年 3 月 25 日。