

## 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 亜紀子

#### ■ 要 約 ■

1. 米国では、確定拠出型年金（DC）等を通じて現役期間に積み上げてきた金融資産を、退職後、終身にわたる退職所得（リタイアメント・インカム）に、いかに変換するかをめぐる議論が活発化している。日本を含む、長寿化が進む先進諸国共通の課題だが、最も難しいのが長寿リスクへの対応であり、資産枯渇の回避である。
2. 米財務省・内国歳入庁は 2014 年 7 月、据置年金の一種である長寿年金を DC 内で提供しやすくするべく、規則改正を行い「適格長寿年金契約」（QLAC）を導入した。次いで同年 10 月には、ターゲット・デート・ファンドの中に据置年金を組み込むことに関して、ガイダンスを出した。次に求められるのは、労働省が、企業の受託者責任の範囲や年金保険商品選定に関する規則を明確化することだと指摘されている。
3. QLAC の第 1 号案件が 2014 年 11 月に出されるなど、金融サービス業界も、制度改正に対応した商品開発に着手している。元よりリタイアメント・インカム確保策のニーズが高まることは、金融サービス業界内では 2000 年代半ば頃には認識されていた。様々な商品が投入されてきたが、グローバル金融危機の発生もあり試行錯誤が続けられ現在に至る。ファイナンシャル・アドバイザーによるサービスも確立されているとは言い難く、今後の発展の一つの鍵を握ると思われる。
4. 退職者の多様なニーズに、包括的に対応できるような商品・サービスが容易に登場するとは考えにくく、金融サービス業界の商品開発と、それらを支援するような制度面における手直しが継続されていくものと思われる。さらなる制度改正、業界のイノベーションともに注目していきたい。

## I. 終身にわたる所得確保という課題

長寿化が進む先進諸国では、「終身にわたる退職所得（リタイアメント・インカム）をいかに確保するか」が共通の課題として顕在化しつつある。公的年金は通常、終身給付を

約束するが、高齢化社会の到来と共に役割の後退を余儀なくされ、企業年金・個人年金等の私的年金を活用した資産形成と、「退職後の上手な資産の取り崩し」が重要になってくる。最も難しいのが長寿リスクへの対応であり、資産枯渇の回避である。

この課題への対策の議論は、私的年金拡充策が推進され、確定拠出型年金（DC）の普及が進む諸国において先行する傾向がある。DC では、しばしば、退職者自身がどのように資産の取り崩しを行うか決定し、自ら長寿リスクへの対策も手当てする必要があるからだ。例えば、終身年金の購入が有効と考えられるが、資産の何割をそれに充てるか、残りの資産をどのように運用しながら取り崩すかといったことを、各人が決めることになる。これは資産形成以上に難しい課題であると指摘されている。

先行事例の一つが米国である。米国では、1980 年代以降、確定給付型年金（DB）から DC へのシフトが進み、2014 年 9 月時点の資産残高は、官民の確定給付型年金（DB）8.3 兆ドルに対し、職域 DC と個人向け DC である IRA の合計が 14.0 兆ドルだった<sup>1</sup>。7,700 万人と言われるベビーブーマー（1946～64 年生まれ）の第一世代が退職年齢に差し掛かり始めた 2000 年代半ば頃から、金融サービス業者の間で、リタイアメント・インカム確保に向けた商品・サービス開発が活発化したものの、グローバル金融危機の影響もあり、未だ試行錯誤が続けられている<sup>2</sup>。

本稿では、米国のリタイアメント・インカム確保策をめぐる近況を紹介する。制度改正による後押しも、少しずつだが行われている。日本においても公的年金の役割縮小は不可避であり、家計による長寿リスク対応の必要性が高まっていくと考えられる。人々がいずれ、DC の給付や退職一時金をいかに終身給付に変換するかという課題に直面する際、米国の制度改正の議論や金融サービス業界のイノベーションは、貴重な参考事例になると考える。

## II. DC 資産の終身年金化促進に向けた規則改正

### 1. 「適格長寿年金契約」（QLAC）の導入

リタイアメント・インカム確保策の提供における一つのアプローチは、人々が 401(k)プランなどの中で利用できるようにすることである。年金制度という形で税制優遇を付与し資産形成を支援したにも関わらず、多くの人々が取り崩し局面での長寿リスク対応に失敗して資産が枯渇するような事態は、年金政策上も回避しなければならない。年金制度の所管官庁である労働省と、税制を所管する財務省及び内国歳入庁（IRS）が中心となり、2010 年頃から政策論議を本格化させていた。

<sup>1</sup> 民間企業 DB が 3.2 兆ドル、公務員 DB が 5.1 兆ドル、職域 DC（401(k)プラン等を含む）が 6.6 兆ドル、IRA が 7.3 兆ドル。出所は Investment Company Institute（ICI）。

<sup>2</sup> これまでの経緯については、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ーリー』2013 年冬号、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、野村亜紀子「米国の退職層向け金融サービスをめぐる動向」『証券アナリストジャーナル』2008 年 10 月号を参照。

そのような中、2014年7月、財務省及びIRSにより、401(k)プランやIRAといったDCの中で「長寿年金」を提供しやすくするための規則改正が行われた。長寿年金（longevity annuity）とは、一般に、80歳、85歳といった高齢期に給付が開始される据置年金（deferred income annuity）で、保険料払込から給付開始までの期間が長いため、保険料を低く抑えられることが特徴的である。保険会社の経営破綻リスクからは逃れられないものの、超高齢期の長寿リスク対応が可能になり、他の運用商品等と組み合わせることで有効なリタイアメント・インカム確保策となりうると考えられている。

ところが、米国家年金制度には「最低引出義務」（Required Minimum Distribution、RMD）という税制適格要件があり、DC口座保有者は、原則として、70.5歳以降、口座残高を平均余命で除した金額を毎年引き出さねばならない。当該引出額の計算にはDC口座内の個人年金も含める必要がある。長寿年金は、実際の給付が始まるのは先のことなので、いわば非流動的資産であり、長寿年金をDC口座内で購入すると、RMDを満たすために換金可能な資産が不足する危険性がある。結果的に、401(k)プランやIRAで長寿年金が選択肢として提供されていないというのが実情だった。

2014年7月の規則改正では、「適格長寿年金契約」（Qualified Longevity Annuity Contract、QLAC）が導入された。QLACは、保険料が12.5万ドル以下または口座資産の25%以下の小さい方、給付開始が遅くとも85歳といった要件を満たす長寿年金で、RMDの対象となるDC口座資産から除外しても構わないとされた（図表1）。これによりDCプラン内での長寿年金提供の拡大が期待された。

図表1 適格長寿年金契約（QLAC）規則の概要

最低引出義務（RMD）の適用除外	<ul style="list-style-type: none"> <li>RMDにより、DC口座保有者の口座資産は、加入者の70.5歳到達または退職の遅い方の翌年4月1日までに、引出を開始することを義務づけられる（引出開始義務日）。引出開始義務日までに全額が引き出されていない場合、口座資産は、保有者の終身または平均余命期間にわたり引き出される。毎年の最低引出額は口座残高とIRSの統一生命表に基づき算出される。違反すると引出の不足額に対し50%のペナルティ課税が行われる。</li> <li>QLACの要件を満たす長寿年金については、RMDの適用対象となる口座資産から除外される。</li> </ul>
適用対象の年金プラン	<ul style="list-style-type: none"> <li>民間企業、非営利組織、地方公務員向けの職域DC（401(k)プラン、403(b)プラン、457プラン等）。</li> <li>IRA。ただしRoth IRAは除く（元々RMDが適用されないため）。</li> <li>DBは適用対象外（元々、終身年金給付が原則のため）。</li> </ul>
QLACの定義	<ul style="list-style-type: none"> <li>保険料が、①12.5万ドル以下、または、②口座資産残高の25%以下、の小さい方。</li> <li>給付開始が85歳の誕生日の翌月を超えてはならない。</li> <li>本人の死亡時には遺族による給付受取可。保険料返還特約可。</li> <li>一時金、解約返戻金は不可。</li> <li>変額年金は不可。</li> </ul>
年次報告	<ul style="list-style-type: none"> <li>IRS向け年次報告及び加入者向けステートメントを発行。</li> </ul>
適用開始日	<ul style="list-style-type: none"> <li>2014年7月2日</li> </ul>

（出所）“Longevity Annuity Contracts,” Federal Register Vol. 79, No. 127, July 2, 2014 より野村資本市場研究所作成

## 2. ターゲット・デット・ファンドと据置年金

上記に次いで、財務省及び IRS は 2014 年 10 月 24 日、DC の投資の選択肢であるターゲット・デット・ファンド（TDF）に、長寿年金を含む据置年金を組み込むことに関して、ガイダンスを発行した。TDF は現在、401 (k) プランのデフォルト・ファンドとしての利用が拡大している。その背景には、「2006 年年金保護法」及び 2007 年の「適格デフォルト商品」（QDIA）規則の制定により、長期的な資産の値上がりまたは維持が期待できる商品をデフォルト・ファンドとして設定する際の要件が規定され、雇用主の受託者責任の範囲や免責の条件が明確化されたことがあった<sup>3</sup>。今後、TDF に投資する DC 加入者は着実に増加すると見られており、TDF に長寿年金が組み込まれば、より多くの人々がリタイアメント・インカム確保を実践できる可能性がある。

ところが、据置年金が組み込まれた TDF の提供は、DC の運用商品に関する差別禁止規定に抵触する可能性が指摘されていた。DC における投資の選択肢やプラン・サービス等は、原則として、一般の加入者に対し差別なく提供される必要がある。高額給与所得者にとって有利な制度設計も禁止されている。他方、一般に、保険会社にとって据置年金を全ての年齢層に対し同一保険料率で提供するのは年金数理上合理的でないため、据置年金が組み込まれた TDF は、自ずと一部の加入者、すなわち一定年齢以上の加入者のみに限定して提供されることになる。高年齢の加入者は、しばしば、高額給与所得者でもあり、これが上記の差別禁止規定違反となることが懸念されていた。

2014 年 10 月の財務省・IRS のガイダンスにより、据置年金の組み込まれた TDF は、一定年齢以上の加入者限定で提供されたとしても、差別禁止規定に抵触することはない旨、明らかにされた（図表 2）。同時に、労働省よりレターが出され、当該 TDF がデフォルト・ファンドに指定された場合、QDIA 規則に照らしても問題がないことが確認された<sup>4</sup>。

## 3. 労働省に求められる規則制定

DC プランにおけるリタイアメント・インカム商品提供が本格化するためには、労働省による規則制定やガイダンスが必要であるとも指摘されている。労働省内でも議論は行われており、労働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・インカム確保策をテーマとして取り上げている。2012 年の諮問委員会報告書では、以下が提言された<sup>5</sup>。

<sup>3</sup> デフォルト・ファンドは、DC 加入者が投資対象を指図しない場合に、拠出を入れる先としてあらかじめ指定された運用商品。TDF は、加入者の加齢に応じた資産配分調整を内包する商品であり、QDIA の中心になると見られている。

<sup>4</sup> Letter to J. Mark Iwry at the Department of the Treasury from Phyllis C. Borzi, Department of Labor, Oct. 23, 2014. 同レターでは、TDF の運用会社が据置年金の保険会社選定を適切に行っていれば、保険商品選定の適切性に関する雇用主の受託者責任上も問題がないことも示された。

<sup>5</sup> Advisory Council on Employee Welfare and Pension Benefit Plans, “Report to the Honorable L. Solis, U.S. Secretary of Labor: Examining Income Replacement During Retirement Years in a Defined Contribution Plan System,” December 2012.

- ① 労働省が、資産取り崩しに関する規制のガイダンスの策定・改正を行い、受託者、雇用主、サービス提供者が加入者の退職所得確保を支援する際の障害を除去すること。DC における年金保険提供に関するセーフハーバー規則、加入者教育・投資アドバイスに関する規則が含まれる。
- ② 労働省が、上記ガイダンス制定等に先立ち、可能な事項については「よくある質問」(FAQ) などを通じた解釈や明確化を行うこと。
- ③ 労働省が、雇用主によるリタイアメント・インカム商品選定を支援するための教育資料を作成すること。
- ④ 労働省が、加入者によるリタイアメント・インカム商品の理解や選択を支援するための教育資料を作成すること。

これまでのところ、TDF に関するレター以外に労働省から目立った動きは見られないが、将来的に労働省が特に上記①に関連して、どのような規則改正等を実施するかが注目されている。重要な論点となるのが、まず、企業などの DC 受託者向けに、長寿年金等の商品提供に関するセーフハーバー規則が制定されるかどうかである。労働省は 2008 年に、DC プランにおける年金保険商品の選定に関する規則を制定している。しかし、QLAC や据置年金を組み込んだ TDF が職域 DC において活用されるには、企業が保険会社・保険商品の

図表 2 TDF への据置年金組み込みに関するガイダンス

運用商品提供の差別禁止規定	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 年金プランにおける運用商品の提供は、一般の加入者に対し差別なく行われなければならない。高額給与所得者を有利に扱ってはならない。</li> </ul>
据置年金を組み込んだ TDF の要件	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 据置年金の組み込まれた TDF の提供対象を、一定年齢以上の加入者に限ることは、以下の要件を満たせば差別に当たらない。 <ul style="list-style-type: none"> <li>➢ TDF のパッケージは同じ投資運用者が運用する統合されたプログラムであり、個別 TDF 間の相違は、年齢に基づくリスク調整のための投資対象の変更に起因する。現在、高齢層向けファンドのみに組み込まれ若年層向けファンドに組み込まれない投資対象も、若年層向けファンドの対象者が加齢するに応じて組み込まれるようになる。</li> <li>➢ 高齢層向け TDF の一部に据置年金が組み込まれている。当該据置年金は終身引出保証 (GLWB)・最低引出保証 (GMWB) を伴わない。</li> <li>➢ TDF は非上場の自社株に投資していない。</li> <li>➢ 手数料の決定方法等、個別 TDF の資産配分以外の内容は同じ。</li> </ul> </li> </ul>
据置年金を組み込んだ TDF の事例	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ プラン A は 401(k)プラン。加入者に多様な投資の選択肢を提供、QDIA 適格のデフォルト・ファンドとして TDF を指定。</li> <li>・ 当該 TDF は、目標年の前後数年間に退職年齢 (65 歳) を迎える加入者のみに対し提供される。例えば 2020 ファンドは 2019~2021 年に 65 歳になる加入者のみが投資可能。</li> <li>・ 55 歳以上の加入者が対象となる TDF は、ファンドの債券エクスポージャーの一部を据置年金に配分。</li> <li>・ TDF の運用会社は、ERISA 上の受託者。据置年金を提供する保険会社は、TDF の運用会社とは独立。</li> <li>・ TDF は目標年に達するといったん解散。加入者は年金保険契約分の証書を受領。残りの資産はプラン A の他の投資の選択肢に再投資。</li> </ul>

(出所) “Lifetime Income Provided Through Target Date Funds in Section 401(k) Plans and Other Qualified Defined Contribution Plans,” IRS Notice 2014-66, Oct. 24, 2014.

適切な選定等につき受託者責任を果たしたとされるための、より明確な指針が必要であると指摘されている。

次いで、資産形成期のデフォルト・ファンド設定のようなアプローチを、資産取り崩しについて取るのかも注目される。例えば、退職年齢時点の DC 口座資産の一部をいったんリタイアメント・インカム商品（例えば QLAC）に入れ、加入者のオプトアウトを認めるといった制度設計をよしとし、必要な手続きや適格な商品に関する規則制定を行うかどうかである。

### Ⅲ. 制度改正を受けた商品開発の可能性

#### 1. QLAC 第 1 号案件の登場

2014 年 11 月、保険会社大手の AIG が、同社の定額年金「アメリカン・パスウェイ」(American Pathway) を一部変更する形で QLAC を出した。アメリカン・パスウェイは即時開始年金と据置年金の両方があるが、据置年金の方がベースとなった。職域 DC ではなく IRA 向けである。概要は図表 3 の通りで、加入者は、IRA の据置年金契約と共に「QLAC 選択書」を AIG に提出する。これが QLAC の第 1 号案件と報じられている<sup>6</sup>。

図表 3 AIG アメリカン・パスウェイ据置年金の概要

保険料	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 一時払い最低額：2 万ドル</li> <li>・ 一時払い最高額：100 万ドル（本社の事前承認不要の上限）</li> </ul>
加入年齢	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 非適格契約：0～90 歳</li> <li>・ 適格契約：0～69 歳</li> </ul>
年金支払開始日の調整	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 年金支払開始は、当初設定の開始日前後 5 年まで前倒しまたは後ろ倒しが可能。ただし、最短及び最長据置期間の範囲内。</li> <li>・ 保険契約期間中、1 回、選択可能。</li> </ul>
年金支払の頻度	・ 月次、四半期毎、半年毎、年次
年金支払方法	・ 小切手の郵送または事前指定の預金口座への払込
年金額引き上げのオプション	・ 年金支払開始から周年で、1～5%の年金額引き上げ（単利、複利、定額）
消費者物価指数調整	・ 年金支払開始後、毎年 1 月 1 日に調整
死亡給付の種類	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 払込保険料と同額の死亡給付</li> <li>・ 払込保険料プラス複利利息と同額の死亡給付</li> <li>・ 死亡給付無し、遺族年金無し</li> </ul>
年金支払のオプション	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 終身給付のみ</li> <li>・ 保証期間付き終身給付</li> <li>・ 確定年金</li> <li>・ 分割償還付き終身年金</li> <li>・ 現金一括償還付き終身年金</li> </ul>
クーリングオフ期間	・ 10 日間（保険加入の州が、より長期間を求める場合はそれに従う）

（出所）AIG ウェブサイトより野村資本市場研究所作成

([https://www-1000.aig.com/web/Webpages/NewsAndMarkets/TridionData.do?Page\\_ID=583165](https://www-1000.aig.com/web/Webpages/NewsAndMarkets/TridionData.do?Page_ID=583165))

<sup>6</sup> “AIG jumps in with a QLAC for IRAs,” *BenefitsPro.com*, Nov. 17, 2014; “First 401 (k) -funded annuity is launched,” *InvestmentNews*, Dec. 1, 2014.

QLAC の提供は、AIG の商品もそうであるが、当面、職域 DC ではなく IRA 経由が主流になると見られている。上述の通り、企業が年金商品選定の受託者責任に関するセーフハーバー規則の制定を期待していることや、職域 DC のレコードキーピングを含むアドミニストレーション面の対応、加入者の離転職時のポータビリティの付与方法など、解消すべき実務上の課題も残されていることが背景にある。ただ、米国の保険業界団体 LIMRA によると、長寿年金に対する DC 加入者の関心は高まっており、LIMRA セキュア・リタイアメント研究所のサーベイ調査では、80%が年金プランの中でリタイアメント・インカム確保の選択肢の提供を望むと回答した<sup>7</sup>。制度上・実務上の課題が解消されれば、職域 DC 経由の QLAC が普及する可能性もある。

## 2. 金融サービス業界の試行錯誤

### 1) TDF と保険の組み合わせ

10月の財務省・IRS ガイダンスに基づく、据置年金を組み込んだ TDF の実例は、本稿執筆時点で登場しておらず、同ガイダンスが及ぼす影響は未知数と言える。他方、TDF と保険による給付保証を組み合わせるというアプローチ自体は、2000年代半ば頃から試されてきた。ただ、グローバル金融危機の影響で提供が中止されるものも出るなど、思わしい結果を出せずにきた<sup>8</sup>。

比較的堅調に展開している例としては、7,000以上の DC プランで提供されている、プルデンシャル・ファイナンシャルの「インカムフレックス」(IncomeFlex) が挙げられる。「インカムフレックス・ターゲット」(IncomeFlex Target) は、プルデンシャル保険 (Prudential Retirement Insurance and Annuity Company, PRIAC) の団体年金契約と TDF との組み合わせである。TDF はプルデンシャルの自社ファンドに限られず、インカムフレックス・ターゲットを DC プランで採用する企業が、フィデリティ、バンガード、Tロウ・プライス、アメリカン・センチュリー、JP モルガン、ラッセル・インベストメンツという TDF 運用会社大手のファンドの中から選ぶことができる。保険部分により、55歳以降、加入者が選ぶタイミングで年間給付額が確定され、終身にわたる保証が提供される。利用者は年率1%の保証料を支払うことで、ファンドの価額変動リスクと長寿リスクに対応することができる。

### 2) 債券運用を通じた新たな試み

保険ではなく債券運用を通じた、新たな試みも行われている。ブラックロックは、2013年、65歳到達時から終身にわたる給付を毎年1ドル得るのに必要な金額を示す「CoRI 指数」の提供を開始し、2014年1月には、55~64歳の人々向けに、同指数をトラックする債

<sup>7</sup> “Why your 401 (k) isn’t likely to offer a ‘longevity annuity,’” *Reuters News*, July 22, 2014. なお、LIMRA 及び Insured Retirement Institute (IRI) によると、据置年金の販売額は2011年に2億ドル、2012年に10億ドル、2013年には22億ドルと急増し、2014年も増加基調は衰えていない (“Buying a guaranteed retirement income, for some peace of mind,” *New York Times*, June 7, 2014; IRI, “State of the Insured Retirement Industry: 2014 Review and 2015 Outlook,” Dec. 2014.)。

<sup>8</sup> 脚注2の論文を参照。

券ファンドの「CoRI ファンド」を設定した（図表 4）。

CoRI 指数及び CoRI ファンドの仕組みは、次の通りである。例えば、2019 年に 65 歳になる人は CoRI 指数 2019 を使用する。同指数の 2014 年 12 月 19 日の水準は 19.04 ドルだった<sup>9</sup>。したがって、2019 年以降、毎年 1 ドルの終身給付に必要な資産の現在価値は、19.04 ドルということになる。

図表 4 ブラックロックの CoRI 指数の概要

CoRI 指数	
概要	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 65 歳以降、毎年 1 ドルの給付（生計費調整済み）を終身にわたり得るためのコストをトラックする債券指数。</li> <li>・ 2013 年 6 月に提供開始。55～64 歳が対象。</li> <li>・ CoRI 指数 2014 から CoRI 指数 2024 まで、1 年刻みで提供。</li> <li>・ 指数名にある年から 10 年後に、指数は終了。</li> </ul>
指数の組成方法	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 米ドル建ての投資適格債をベースに、指数に組み込まれるユニバースを規定。米国債、ストリップス債も含める。</li> <li>・ 死亡表に基づき、退職後のキャッシュフローを予測。時間割引率及び期待インフレ率により調整し、将来の負債の現在価値を算出。</li> <li>・ 当該現在価値と、足下で保険会社が提示する終身年金の価格とを比較し調整。</li> <li>・ 上記キャッシュフローをトラックする債券ポートフォリオを構築。65 歳到達年に、指数の水準が終身年金価格の中央値に収斂することを目指す。</li> </ul>
CoRI 指数 2019 の例	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 2019 年に 65 歳になる人は CoRI 指数 2019 を使用。2014 年 12 月 19 日同指数の水準は 19.04 ドルだった。したがって、2019 年以降、毎年 1 ドルの終身給付に必要な資産の現在価値は 19.04 ドル。</li> <li>・ 現在の保有資産が 50 万ドルの場合、65 歳以降、毎年 26,261 ドル（50 万÷19.04）の給付を期待できる。</li> <li>・ あるいは、65 歳以降、毎年 2.5 万ドルの給付を望むのであれば、現在、47.6 万ドル（19.04 × 2.5 万）の資産が必要となる。</li> </ul>
CoRI ファンド	
概要	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ CoRI 指数に相当する投資パフォーマンスを追求する債券ファンド。</li> <li>・ 2014 年 1 月に提供開始。CoRI 2015 ファンド、CoRI 2017 ファンド、CoRI 2019 ファンド、CoRI 2021 ファンド、CoRI 2023 ファンドの 5 本。</li> <li>・ 55～64 歳の退職直前世代がターゲット。</li> <li>・ 機関投資家向けのインスティテューショナル・シェアと個人投資家向け（販売手数料有り）の A シェアを提供。</li> <li>・ 指数名にある年から 10 年後にファンドは清算される。</li> </ul>
CoRI 2019 ファンドの例（2014 年 9 月時点）	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ パフォーマンス：設定来・年率 9.8%（インスティテューショナル・シェア）、同 9.7%（A シェア）</li> <li>・ 資産残高：1,200 万ドル</li> <li>・ 手数料：経費率 0.84%（インスティテューショナル・シェア）、経費率 1.17%・販売手数料 4%（A シェア）</li> <li>・ 分配頻度：年 1 回</li> <li>・ 資産配分：米国債等 72.7%、投資適格債券 24.0%、海外先進国 3.0%、キャッシュ 0.9%、エマージング市場 0.8%、デリバティブ（ネット）-1.2%</li> </ul>

（出所）Blackrock, “A New way to look at the years ahead: Introducing the CoRI Retirement Indexes”, “Index Methodology Description”, “CoRI 2019 Fund 3Q2014 Fact sheet”, ブラックロック社 CoRI 指数ウェブサイト (<http://www.blackrock.com/cori/index-overview>) より野村資本市場研究所作成

<sup>9</sup> ブラックロックの CoRI 指数ウェブサイト (<http://www.blackrock.com/cori/index-overview>) より。2014 年 12 月 22 日にアクセス。

CoRI2019 ファンドは、CoRI2019 指数をトラックする債券ファンドである。上記の人物が 50 万ドルを CoRI2019 ファンドに投資したとすると、2019 年から毎年 26,261 (50 万÷19.04) ドルの給付を期待できる。あるいは、2019 年以降、毎年 2.5 万ドルの給付を期待するのであれば、47.6 万 (19.04×2.5 万) ドルを同ファンドに投資すればよいことになる。CoRI2019 指数の推移を見ることにより、2019 年到達時点で CoRI2019 ファンドの資産で、どのような給付内容の終身年金が購入可能かを想定することができる。

ブラックロックは、さらに、2014 年 6 月、同社の TDF である「ライフパス・ファンド」(LifePath Fund) のラインアップの一つとして、「ライフパス CoRI」(LifePath CoRI) を打ち出した。同ファンドでは、目標年に近づくにつれて比率が増加する債券ポートフォリオが、CoRI 指数に連動して運用される。債券部分でどの程度の終身年金を購入できるか、指数を見ることにより想定可能な点は、CoRI ファンドと同様である。保険のような保証の機能は伴わないものの、保険に比べ低コストな形で、加入者に対し、リタイアメント・インカムについて一定の予見性を提供することができる。

ブラックロックはここに至るまで、DC プラン向けのリタイアメント・インカムの提供をめぐる試行錯誤を重ねてきた。同社はグローバル金融危機の中で 2009 年にパークレイズ・グローバル・インベスターズ (BGI) を買収したが、BGI は 2007 年、「スポンサーマッチ」(SponsorMatch) と呼ばれる TDF と据置年金を組み合わせるサービスを、DC プラン向けに打ち出していた。スポンサーマッチは、事業主のマッチング拠出が自動的に TDF と据置年金に入れられ (加入者はオプトアウト可)、加入者の加齢と共に据置年金部分が拡大されるというプログラムだった。当時としては革新的な試みだったが、顧客獲得に至ることなく、2010 年 10 月、名称をスポンサーマッチから「ライフパス・リタイアメント・インカム」(LifePath Retirement Income) に変更し、再投入された。ただ、これもレコードキーパーのサポートの問題に直面し運用開始に至らず、ブラックロックは上述のように、保険ではなく CoRI 指数と債券運用によるリタイアメント・インカム提供に舵を切ったという経緯がある。

ブラックロックの米国リタイアメント・グループのヘッドであるチップ・カスティュー氏は、今般の IRS ガイドラインの発出により、ライフパス・リタイアメント・インカムのような戦略に対する関心が改めて高まることを期待している旨、コメントしている<sup>10</sup>。

#### IV. ファイナンシャル・アドバイザーの役割

このように、退職後の金融資産取り崩しにおける長寿リスク対応をめぐり、DC 制度改正や商品開発が進められているが、最終的には、リタイアメント・インカム確保の重要性に関する個々人の認識の高まりが、全ての行動の起点となる。退職後の人生設計とそれに基づくニーズは、現役時代の資産形成以上に多様性に富み、個別性が高いことも分かって

<sup>10</sup> “New Treasury rules position annuities for big 401 (k) gains,” *Fund Industry Intelligence*, Oct 31, 2014.

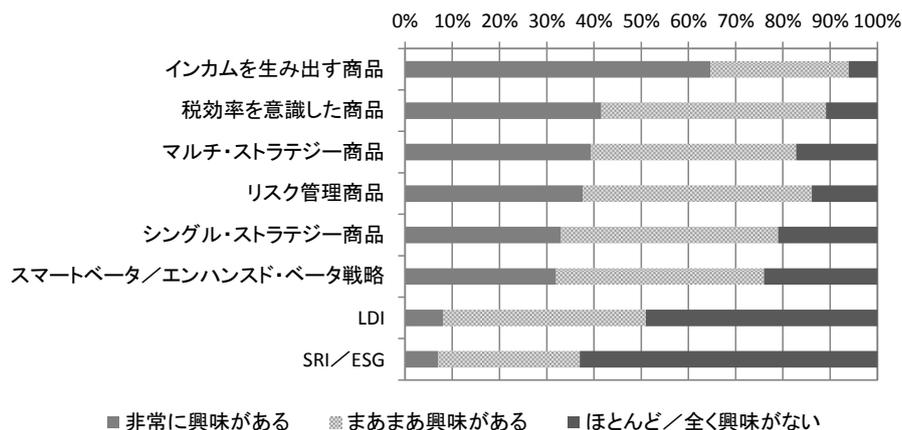
いる。そこで重要になってくるのが、専門家のサポートであり、ファイナンシャル・アドバイザーの役割である。

アセットマネジメント業界を専門とするリサーチ会社のセルーリ・アソシエイツの調査（2014年）によると、ファイナンシャル・アドバイザーが最も高い関心を持つプロダクトは、「インカムを生み出す商品」だった（図表5）<sup>11</sup>。リタイアメント・インカムに対する顧客のニーズの高さは、ファイナンシャル・アドバイザーの間で十分に認知されていると思われる。

他方、顧客の退職後の資産管理の方法について、アドバイザーの間でコンセンサスが形成されているとは言い難い。ラッセル・インベストメンツが金融プロフェッショナルを対象とした調査（2014年）によると、顧客の退職後の支出計画を策定するに当たり、25%が退職直前の支出パターンに基づくと答える一方で、22%が、いわゆる経験則（例えば、毎年資産の4%を引き出す）に基づくと回答するなど、意見が分かっていた（図表6）<sup>12</sup>。元より答えは1つではない。ファイナンシャル・アドバイザーのサービスがどのように発展していくかは、リタイアメント・インカム確保策の普及・定着における重要なポイントとなろう。

今後とも、退職者の多様なニーズに、包括的に対応できるようなリタイアメント・インカム確保策が容易に登場するとは考えにくい。本稿で紹介した規則改正も、多岐にわたる課題のごく一部に対応したに過ぎず、金融サービス業界の商品・サービス開発努力と、それらを支援するような制度面における手直しが継続されていくものと思われる。さらなる制度改正、業界のイノベーションともに注目していきたい。

図表5 ファイナンシャル・アドバイザーの関心

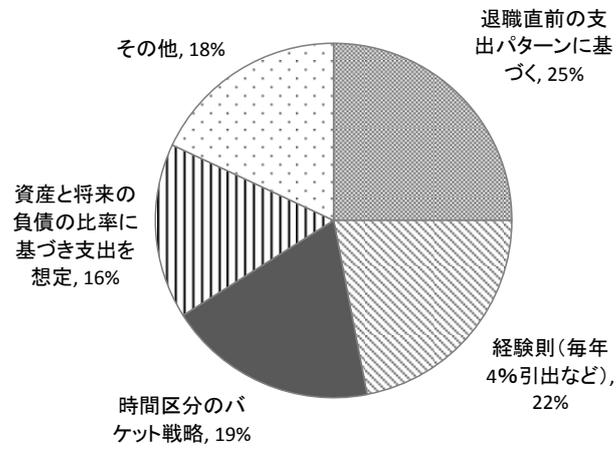


（出所） Cerulli Edge U.S. Edition, Issue # 207, Nov. 2014 より野村資本市場研究所作成

<sup>11</sup> Cerulli Edge U.S. Edition, Issue # 207, Nov. 2014.

<sup>12</sup> Rod Greenshields, "Financial Professional Outlook," Russell Investments, Nov. 2014.

図表 6 退職後の支出計画の策定方法



(注) 時間区分のバケット戦略＝支出時期により資産を区分し運用・管理を行う手法。  
 (出所) Rod Greenshields, “Financial Professional Outlook,” Russell Investments, Nov. 2014 より  
 野村資本市場研究所作成