

# 退職後収入を上げる

## 米国において拡大する年金「不足」への対応

### はじめに

2008年の年始は、米国の個人が退職後の生活のための資金確保が深刻な課題となり始める節目の時です。すなわち、1946年に生まれた最初のベビーブーマー世代が、今のアメリカ人の平均的な退職年齢<sup>1</sup>である62歳に達し、社会保障年金の支給が開始されます。

今後30年の間に、7,600万人のベビーブーマーが退職年齢を迎え、米国民のリタイアメントにおける生活資金の調達に、重要かつ長期的な変化が続きます。退職前の所得が、従来の「保証された」収入 - 社会保障と確定給付年金 - によって補填される割合は、減少の一途をたどります。年間数百億ドルもの不足額が発生し、それは今後無限に拡大します。

保証された収入とは、一生涯支給される収入を意味します。そのため、長生きに備えた保険と呼ばれることがあります。自己資金がなくなったあとの生活にも、保証が得られるからです。それが減るわけですから、何百万人もの人が、それまで蓄えた貯蓄と投資から生涯にわたって継続的な収入を確保する方法を考え、「長生きリスク」に備える必要に迫られます。

この目前に迫った問題の影響は、すでに米国の人口構成、法制、金融の流れに「反映」されています。例えば、現行の社会保障法は、受給資格を満たす退職年齢の引き上げとメディケア費用増加に対応する将来の社会保障支給額の削減を決定しています。社会保障制度による退職前所得に対する代替率は、現在39%ですが、2030年には30%を下回ることとなります<sup>2</sup>。

図1が示すように、退職時に一定額の収入が約束される確定給付年金制度へ加入している民間部門の現役勤労者の割合は1979年に84%でしたが、2005年には37%へと急減しています。この減少は、401(k)などの職場の確定拠出年金制度の拡大に置き換わっており、現在では、全労働者の約90%がこの制度に加入しています。しかし、2つの制度には決定的な違いがあることに注意する必要があります。確定給付年金制度の対象者には生涯一定額の金額が毎月企業の年金基金から支給され、事実上、会社が退職後の生活設計を一部肩代わりしています。

ところが、確定拠出年金制度の加入者は（個人が退職に備えて貯蓄する場合も同様に）、自己責任で退職後の収入を確保する方法を計画しなければなりません。

当レポートは、フィデリティ・インベストメンツが2007年8月に作成した「Structuring Income for Retirement」を翻訳したものです。

## Contents

### はじめに

#### 1 退職後収入の課題

#### 2 リタイアメント・ポートフォリオにおけるインカム商品の役割

#### 3 リタイアメント持続指数 (RSQ)

#### 1~3 の結論

#### 5つのガイドライン

#### 筆者:

W. Van Harlow, Ph.D., CFA  
Managing Director  
Fidelity Investments

Moshe A. Milevsky, Ph.D.  
Professor, Schulich School of Business, York University  
Executive Director of The IFID Centre, Toronto, Canada

生涯保証された「年金」所得の減少は避けられませんが、将来の退職者が職場の確定拠出年金貯蓄や個人退職年金貯蓄によって蓄えている資産の増加で、これはある程度緩和されます。

しかし、不足額をまかなえる貯蓄ができたとしても、今後ますます多くの人々が、生涯の貯蓄の何割を将来の退職後収入の確保に回すべきか、目標収入を確保するためにどんな投資方法を選択すべきか、残りの「年金化されていない」資産をどのように配分すれば最適な結果が得られるのかを、注意深く判断する必要に迫られます。

当レポートでは、こうした個人の財務面での問題点を見直し、確実な退職計画を手に入れるための投資方法に関して新たな見識を提供します。特に、不確実な将来の投資リターン、不確実な平均余命、資金的に安心した退職生活を送るために必要な「保証」収入額の間には、複雑な相互作用があり、それを理解するための考え方の枠組みを説明します。また、引出し率、退職リスク、残したい相続財産額間のトレードオフを踏まえて、退職後収入を構築する方法を検討します。

また、なぜ多くの投資家が年金化(Annuitization)を躊躇しているのか、その心理的・行動学的な理由にも焦点を当てます。年金化(Annuitization)に対する妥当な経済的な根拠を理解しているにも関わらず、消費者が年金化を躊躇している(年金市場が比較的の小規模な点に現れている)という矛盾は、以前から「年金化の謎」と呼ばれており、消費者と金融サービス提供者の両方による理解が必要な分野となっています。

年金に関する経済理論については多くの学術的な研究がありますが、当レポートはリタイアメント(退職)に備えた収入の構築に関して実務的なガイダンスを提供し、その理解を深めることを目的としています。

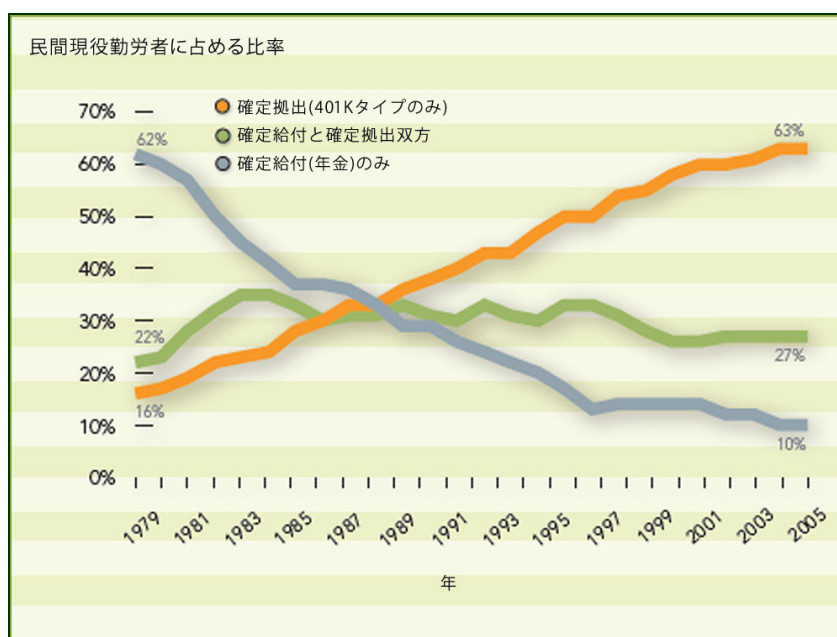


図1  
リタイアメント・プランの推移  
制度別の加入者  
民間現役勤労者の加入分布  
(1979-2005)

出所: 米国労働省従業員福利厚生研究所 (EBRI) フォーム5500 サマリーレポート(2004年夏); 2000年-2006年 EBRI推計

## 1 退職後収入の課題

退職を巡る前述のような構造的な変化以外にも、退職者は退職後の資金確保の成功に重大な影響を与える、その他の不確実性にも直面しています。投資による将来のリターンとリスク（市場リスク）や退職後の生存年数（余命リスク）などがこうした不確実性に含まれます。これら要因を順次分析し、退職後の生活を成功させるための最善の資産配分と確保できる収入額を検討します。

リタイアメント・プランをしっかりと評価するためには、市場リスクの理解が欠かせません。市場リスクの重要性の一端を感じていただくために、図2に標準的なリタイアメント・プランにおいて長期的に得られる投資結果に膨大な違いが生じることを示します。それぞれの線は、時系列の資産価値の変化を示しています。高い投資リターンが長期間にわたって続く場合もあれば、1987年のブラックマンデーの株式暴落や2000年から2002年のドットコム銘柄のバブル崩壊などの市場下落によってポートフォリオが深刻な影響を受ける場合もあります。

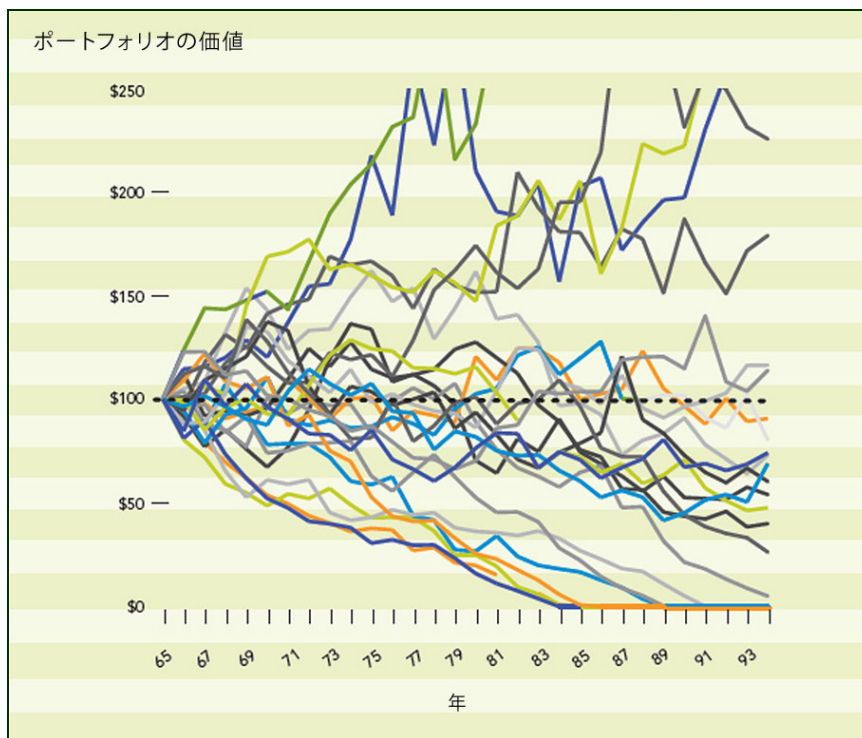


図2  
市場リスク  
不確実な将来  
投資リスクとリターン

出所: フィデリティ・インベストメンツ QWeMA Group Inc. 2007年8月

注意: 上記のモンテカルロ・シミュレーションは、株式60%、債券40%のポートフォリオで、実質リターン4.4%、標準偏差12%を前提としています

しかしながら、市場リスクには時系列の投資リターンの分散以外にも、リタイアメント・プランの成功を左右する重要なリスクがあります。まず、予想外のインフレ・リスクと、それによって生じる退職資産の購買力の目減りです。次に、「リターンの配列」に伴うリスクがあります。このリスクはあまり知られていませんが、投資リターンがどのような順序で発生するかによって、リタイアメントの成功が大きく左右されます。こうしたリスクは、図2に示した投資リターンの推移に反映されています。

年	各年のインフレ実績値			
	0%	1%	2%	4%
1	\$1,000	\$990	\$980	\$962
5	\$1,000	\$952	\$906	\$822
10	\$1,000	\$905	\$820	\$676
15	\$1,000	\$861	\$743	\$555
20	\$1,000	\$820	\$673	\$456
25	\$1,000	\$780	\$610	\$375
30	\$1,000	\$742	\$552	\$308
35	\$1,000	\$706	\$500	\$253

図3  
インフレ・リスク  
1,000ドルの実質的な  
購買力の変化

出所：フィデリティ・インベストメンツ QWeMA Group Inc. (2007年8月)

### インフレ・リスク

まず、インフレ・リスクですが、図3が示すように、貯蓄の購買力はインフレによって長期的には目減りします。表が示すように、2%のごく穏やかなインフレ率を想定しても、平均的なリタイア後の生存期間である25年の間には、購買力が40%も目減りし、1,000ドルが実質610ドルの価値になります。ただし、購入する商品やサービスの構成が異なるため、退職者と現役勤労者ではインフレによって受ける影響が異なる点に注意する必要があります。

リタイアメント・プランを長期的に成功させるためには、ある程度インフレによる購買力の目減りを防ぐ必要がありますが、そのためには相当額の株式の保有が必要となります。ただし、既に述べたように、株式市場のリターンは変動率が極めて高く、前提を変えれば結果が大きく異なることに注意する必要があります。さらに、直感的にはやや理解しにくいですが、リタイアメント・プランに大きな影響を与えるリスクは、「リターンの配列」です。

### リターンの配列に伴うリスク

リターンの配列に伴うリスクは、不利な投資リターンが発生するタイミングや配列によって発生するものです。図4に分りやすい例を掲げます。この例では、AとBの2つのポートフォリオは最初100,000ドルでスタートします。また年間7,000ドルを引き出すことも同じです。いずれのポートフォリオも21年間のリターンは全く同じですが、順番、すなわち「配列」が異なります。

ポートフォリオAは、運悪く、最初の段階でマイナスのリターンが続き、13日目には残高がゼロとなっています。ポートフォリオBは、対照的に、最初の段階で好成績を収め、20年後には元手の3倍の資産となっています。さて、インフレ及びリターンの配列という2つの重要な市場リスクによって退職者のポートフォリオがどの程度の影響を受けるかを見ましたが、ここで退職後の収入計画に当たって考慮しなければならないもう一つの不確実性を考えます。

図4 「リターンの配列」リスク

年	Portfolio A		Portfolio B	
	リターン	残高	リターン	残高
0		\$100,00		\$100,00
1	-18.39%	\$75,897	26.57%	\$117,710
2	-19.14%	\$55,710	19.61%	\$132,420
3	-4.59%	\$46,475	5.26%	\$132,017
4	18.47%	\$46,766	16.57%	\$145,733
5	6.79%	\$42,466	33.60%	\$185,347
6	14.30%	\$40,537	21.23%	\$216,210
7	-15.39%	\$28,376	13.92%	\$238,332
8	14.59%	\$24,495	-1.61%	\$227,608
9	8.95%	\$19,060	21.03%	\$267,002
10	19.52%	\$14,414	16.21%	\$302,148
11	20.72%	\$8,951	20.72%	\$356,303
12	16.21%	\$2,267	19.52%	\$417,486
13	21.03%	\$0	8.95%	\$447,225
14	-1.61%	\$0	14.59%	\$504,454
15	13.92%	\$0	-15.39%	\$420,896
16	21.23%	\$0	14.30%	\$473,083
17	33.60%	\$0	6.79%	\$497,730
18	16.57%	\$0	18.47%	\$581,367
19	5.26%	\$0	-4.59%	\$548,004
20	19.61%	\$0	-19.14%	\$437,456
21	26.57%	\$0	-18.39%	\$351,295
算術平均	10.4%		10.4%	
標準偏差	14.6%		14.6%	
複利成長率	9.4%		9.4%	

出所: フィデリティ・インベストメンツ QWeMA Group Inc. (2007年8月)

### 余命リスク

図5に示すように、65歳のアメリカ人の平均余命は伸び続けています。これは素晴らしい傾向ですが、半面、延びた期間の生活費の問題が生じます。平均余命が大幅に伸びたことによって、リタイア後の資金繰りがさらに不透明となります。

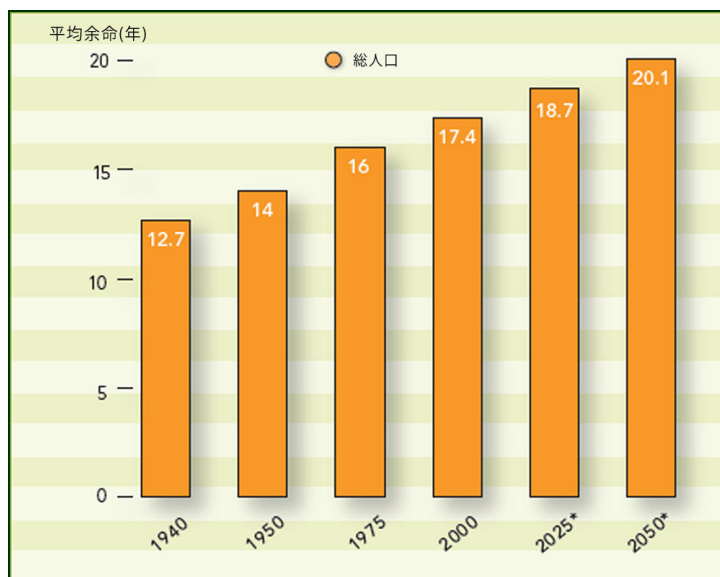


図5 米国65歳の平均余命 1940-2050

\*推計値  
出所: 米国社会保険庁 年金数理局(2004年9月)

余命リスクとは、人が将来何歳まで生存するかの可能性です。図6は、65歳の健康な男女の余命リスクを示したものです。例えば、現在65歳の女性のうち56%が85歳まで、その35%が90歳まで生存し、男性の場合は、その比率が46%と24%となります。余命リスクについては、退職者からもこれから退職する人からも十分理解されていませんが、それは自分で退職後の所得を確保する責任が増すことになり、ますます深刻な問題となっています。2007年7月にフィデリティ・インベストメンツが実施した調査によれば、退職者もこれから退職する人も何歳までの資金を持続させる必要があるかを大幅に過小評価していることがわかりました。退職者は、平均して85歳まで生活できる貯蓄があれば足りると予想しており、平均的な現役世代は83歳まで生活できる貯蓄があれば十分であると考えています。こうした予想はリタイアメント・プランにおいて考慮すべき不確実性についての認識が低いことを物語っています。

年齢	余命リスク 65歳時の生存可能性	
	FEMALE	MALE
70	93.9%	92.2%
75	85.0%	81.3%
80	72.3%	65.9%
85	55.8%	45.5%
90	34.8%	23.7%
95	15.6%	7.7%
100	5.0%	1.4%

図 6  
65歳時の生存可能性

出所：アクチュアリー協会 RP-2000 予想値

図6で丸で囲った男性の場合を見ると、今65歳の男性が70歳の誕生日前に死亡する可能性(100% - 92.2% = 7.8%)と、リタイア後30年間生きる可能性(7.7%)が同じであることが分かります。リタイア後の実際の生存期間が5年の場合も、30年の場合もありえるという事実は、消費計画の持続性に大きな影響を及ぼします。

では、インフレ・リスク、リターン配列によるリスク、余命リスクについての前述の議論を背景として、退職後収入のポートフォリオにおいて、これらのリスクをどのように管理できるかを検討しましょう。

## 2 リタイアメント・ポートフォリオにおけるインカム商品の役割

リタイアメント(退職)を計画中の人々にとって明るいニュースは、多様な投資商品とインカム商品が利用可能であり、前述したリスクを軽減し、リタイアメントの成功に役立てることができることです。一部のリスクは完全に除去又は回避できますが、部分的にしか除去又は回避できないリスクもあります。また、ある種の投資リスクを軽減すると、ほとんど常に他の投資リスクが高まるというトレードオフが起きます。例えば、長生きに備えた保障は、長生きリスクの軽減には役立ちますが、相続人に残せる財産の額はほぼ間違いなく減少します。

退職者にとってのリスク管理の課題は、各個人にとって「最適な」退職後収入が得られるように投資

資産やインカム商品を構成し、又は組み合わせることです。ここで、注意しなければならないのは、これから評価する「コスト」や「トレードオフ」は必ずしも金銭的でも、「客観的」なものでもないことです。通常、それらは主観的なもので、リスクの許容度、心理的な安心感や相続人に財産を残したいという願望などに関する個人の希望や価値観を反映したものです。

退職者が対処しなければならないリスク管理の要点に議論を絞るために、退職後収入を確保する3つの基本的な方法、その組み合わせに限定して話を進めます。

- 定額又は変額給付の終身年金 (LIA)
- 終身収入保障付変額年金。例えば、最低引出保証付変額年金 (GMWB)
- 株式・債券・現金からの自動引出しプラン (SWP)

最初の選択肢、LIAは、購入者に終身給付が支給されるよく知られた年金です。大半の年金では、変額又は定額(名目ベース)が支給されますが、手数料を追加するとインフレ調整後の給付(実質ベースの定額)の支給が受けられるものもあります。社会保障給付は、インフレ調整型の定額年金として捉えることができ、インフレ・リスクを回避する上で重要な役割を果たします。定額年金は、長生きリスクに対する最も優れた保障となります。

第2の選択肢である収入保障付変額年金も、長生きリスクに対するある程度の保障となります。ここでは、終身の最低引出保証付変額年金(GMWB)を取り上げます。GMWBでは購入者に終身で最低額の支給を保証します。また、この方法では変額年金契約の枠内で株式や債券への配分が可能であり、ある程度のインフレ回避にもなります。

最後に、株式・債券・現金の自動引出しプランは、株式、債券及び現金で戦略的アセット・アロケーションを組むことによって自分でリタイアメントに備える伝統的な方法です。投資信託、ラダー型の債券投資その他の多様な投資商品を組み合わせることができます。退職者は、希望する資産構成を維持しながら、このポートフォリオから計画的に、通常、一定期間ごとに総資産の一定割合を取り崩します。この方法は他の2つの方法に比べ、柔軟に取崩しが可能であり、流動性があります。また、資産価値の上昇の可能性も最大です。半面、従来の SWP には保障の要素がなく、長生きリスクや市場のパフォーマンスが良くない場合の保障はありません。

これら3つの投資方法は、退職後の所得を生むポートフォリオにおいて異なった役割を果たします。それぞれのオプションは退職に関連する諸リスクを部分的又は全体的に回避することが出来ますが、そのための費用やそれぞれのトレードオフの関係が異なります。

図7は、これを説明するために定量的に「低」、「中」、「高」に分けてトレードオフを説明しようとしたものです。各商品に割り当てられた評価は、例示にすぎないことにご注意ください。

	リスク管理特性			目的達成特性			
	インフレ	リターン配列	長寿リスク	流動性	行動性	相続	継続的費用
LIA (終身年金)	LOW	MED	HIGH	LOW	HIGH	LOW	-LOW
SWP (株式、債券及び現金の自動引出しシステム)	HIGH	LOW	LOW	HIGH	LOW	HIGH	-MED
GMWB (終身収入保障付き変額年金)	MED	HIGH	MED	MED	MED	MED	-HIGH

図7  
様々なインカム商品  
及びスコア

出所：フィデリティ・インベストメンツ QWeMA Group Inc. (2007年8月)

注：低、中及び高の各スコアは、カテゴリー別に、投資又は商品が特定の目的を達成する能力を定量的に比較したものです

この表によって、各方法のインフレ、リターンの配列及び長生きリスクに対するリスク管理特性を比較できます。各オプションによって流動性、行動心理、相続に関する個人の希望がどの程度満たされるのかという特徴を示しています。「流動性」とは、価値をできるだけ損なわずに資産を現金化することができる能力を意味し、「相続財産」とは、死亡時に相続人や受取人に残す金銭的な遺産をさします。こうした点や目的に関して感じる重要性は人によって様々です。「行動心理」とは、リスク許容度、保証によって得られる安心感など、主観的な利益の程度であり、これも人によって異なります。

「インフレ」という見出しの図の最初の列を見ると、インフレ・リスクに関して最高のスコアを持つ選択肢はSWPとなっています。最低のスコアはLIA (インフレ調整後の年金でない場合)です。次の列で、「リターンの配列」リスクを最も軽減できるのは、GMWBなどのインカム商品であり、最も効果が少ないのはSWP (保障証付きでない場合)となります。LIAが長生きリスクに対して最大の保障となり、SWPは全く保障となりません。(社会保障給付は、長生きリスク、インフレ・リスクの双方のヘッジ(回避)となります。)

個人的な満足度という側面から見た場合、最大の流動性を提供するのは、SWPです。退職者が直接投資を管理し、コントロールできるからです。行動心理の観点で見ると、LIA (定額年金) が高いスコアを得ます。株式市場や債券市場の成績にかかわらず、毎月一定額の給付が得られるからです。相続財産の額を最大にするという観点では、SWPが最も適しています。投資が「値上がり」する可能性が最大で、投資家が資産をコントロールできるからです。

最後に、これらの投資オプションを「継続的な手数料・費用」(「高」が最も高い手数料・費用を示します)で比べると、LIAが最も費用が少ないと判断されます。一旦購入すれば、その後は追加費用の負担はなく、「成果」により支払額が変動しないからです。ただし、LIAに最初の費用がかからない訳ではなく、もちろん最初に手数料が支払われ、それによって給付の額が減少します。しかし、計画を立てる上では、支払額は確定しているため、継続する手数料については「低」として評価します。GMWB は SWP よりも手数料が高くなっています。両オプションとも投資関連の費用がかかりますが、GMWBは 保障(長生きリスクと市場リスクをカバーする)に関する費用が追加されます。

ここで重要な点は、どの投資オプションも他のオプションよりも全ての点で優れているわけではないと

ということです。それぞれのオプションの魅力は、退職者個人個人が保障による安全性と資産や相続財産の成長性を比較して、どちらに重きを置くかによって異なります。

最終的には、退職後収入の持続性と相続人にどのくらい相続財産を残すかという希望との間のトレードオフをどのようにバランスさせるかの問題に帰着します。このバランスの問題に着目し考えてみましょう。

### 3 リタイアメント持続指数

「持続性」という言葉は、退職者や退職を目前にしている人々が最も懸念とを感じる事でしょう。それは、(社会保障を除いて)資金をすべて使い果たすか、ほとんど資金がなくなってしまう、社会保障による「安全ネット」以上に、希望する収入や消費が維持できなくなるリスクを意味します。退職後収入が希望する水準を下回るリスクの軽減は、「成功している」ものも「失敗している」ものも含め様々な証券ポートフォリオで、多様な引出率で評価できるよう、多くのファイナンシャル・プランニング・ツールで使われている方法です。

しかし、総合的な退職後収入のポートフォリオの組合せにおいて、LIAやGMWBなどのインカム商品の果たす役割を見極めるため、退職後収入目標に関する、より豊富で詳細な成果とそのトレードオフについて研究する必要があります。それは、一部のインカム商品は他の商品よりも退職後収入が落ち込んだ場合に下支えする力があるからです。不足といってもそれが目標月額に数ドル足りない場合になることも、リタイアメントの貯蓄を使い果たしてしまうほど重大になる場合もあり得ます。

ある組合せのインカム商品や資産が長期的に希望する退職後の消費水準に足りる収入を生むかどうかの可能性を判定するための一つの指標が、リタイアメント持続指数(RSQ)です。次の式は、一定のリタイアメント・プランによって希望する消費水準がどの程度可能かを判定するための投資と余命リスクに関する複雑な計算を単純化したものです。

$$Q = \frac{CLIA + CGMWB + CSWP}{C}$$

分子には、退職後の消費をカバーする収入の3つの源泉が含まれます。即ち、余命率で調整された退職後の期間に得られる終身年金 (CLIA) によって賄われる消費の割合、次にGMWB (CGMWB)で賄われる割合、最後に規則的な資産の取り崩し(CSWP)によって得られる割合です。それぞれの収入の要素について、資金が提供される水準(下付き文字を伴う P で示す)を乗じてあります。

分母の「C」は、希望する消費水準(支出額)を示します。3つの収入源を希望する消費水準で割って得られた値が、リタイアメント・プランのRSQを示します。RSQコンセプトは、異なった商品及び資産組合せのプランによって、どのように長期的な成功が左右されるかを評価する手がかりとなります。もしRSQ が90%であれば、年金収入、GMWB収入及び資産収入の一定の組み合わせから、予想し

たリタイア後の全期間を通じて希望金額の**90%**が得られることとなります。その他の条件を一定とすれば、**RSQ**の値は高いほど良いこととなります。

**RSQ**指標を、従来の引出し率を前提とした確率に基づく持続性の指標と比較してみると、価値のあることでしょう。後者のアプローチでは、特定のリタイアメント期間の資金が得られる確率が、リタイアメント全期間の資金を賄うだけの支出率を決める目標となります(例えば、**90%**)。この確率は、上記の**RSQ**方程式の**PSWP**項にきわめて似ています。しかし、成功の確率によっては、収入の不足の大きさは計れません。リタイアメント生活の最後に1ドルしか不足が生じない場合も、その**15**年前に資金を使い果たしてしまう場合もあり得ますが、いずれの場合にも確立による指標では、リタイアメント生活は失敗という結論になります。

一方で、**RSQ**指標を利用することで、リタイアメント・プランの持続性をより広い角度から理解することができます。**RSQ**指標は、希望する消費水準に対して不足する積立額の平均値を明確に示してくれます。**RSQ**指標では、長生きに対する保障としてある程度の収入が得られる点が考慮されるので、インカム商品が含まれるポートフォリオ配分を考える場合には、より意味があり、使いやすい尺度となります。

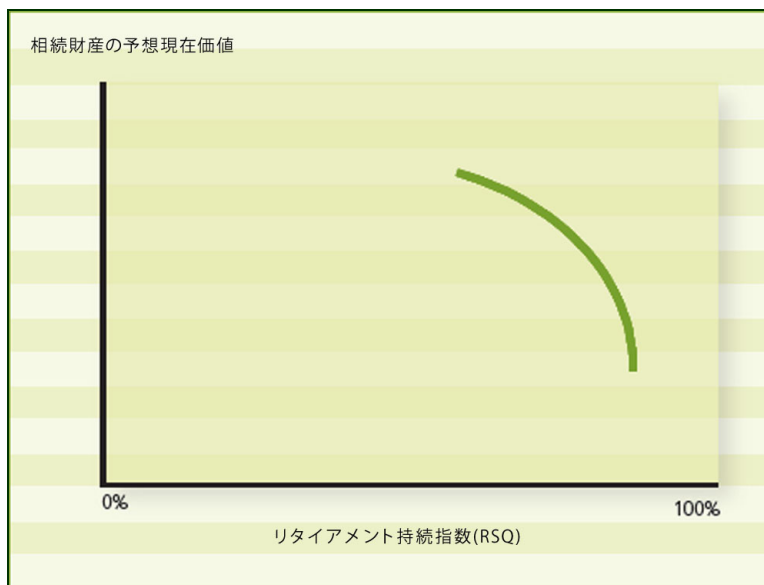


図8  
職後収入/相続財産の  
「フロンティア線」

出所: フィデリティ・インベストメンツ QWeMA Group Inc. (2007年8月)

注: フロンティア上の点は、それぞれ異なる資産配分と異なるインカム商品への配分を示しています。高い**RSQ**値は、インカム商品への配分額が多いことを示します

図8は、相続人や受益者に残すことのできる潜在的相続財産の大小と、退職後に希望する消費水準が持続できる可能性の大小との間のトレードオフを示しています。すなわち相続人の期待される割引後の相続財産と、私たちの新たに概念付けたリタイアメント持続指数との間のトレードオフが、実際にどのように、導き出し組み合わせられるか概念的なフロンティアを描いています。「割引後の予想相続財産」という用語を使う理由は、一定の市場リスクや余命リスクを前提として変動する不確実性をふまえるからです。フロンティア上の点は、様々な資産の配分とインカム商品への配分だけでなく、特定の相続財産と持続性の組合せの達成についても示しています。

この例では、退職者が退職後に中程度の消費水準、すなわち65歳の退職者が年間に退職後のポートフォリオの4%から5%程度を使うものと想定しています。もちろんこの消費水準であれば、退職者が希望する持続性を提供できるというわけではない点にご留意ください。これはあくまでも議論を進めるための参考例です。

まず注目していただきたい点は、カーブ上を右方向に移動することによって、RSQが示す退職生活資金の調達リスクを減らすことができることです。RSQの値は、流動資産をLIAやGMWBに転換していくことによって上昇させることができます。これらを利用することで、長生きに対する保障と退職後の全期間にわたる確定収入が増加するからです。

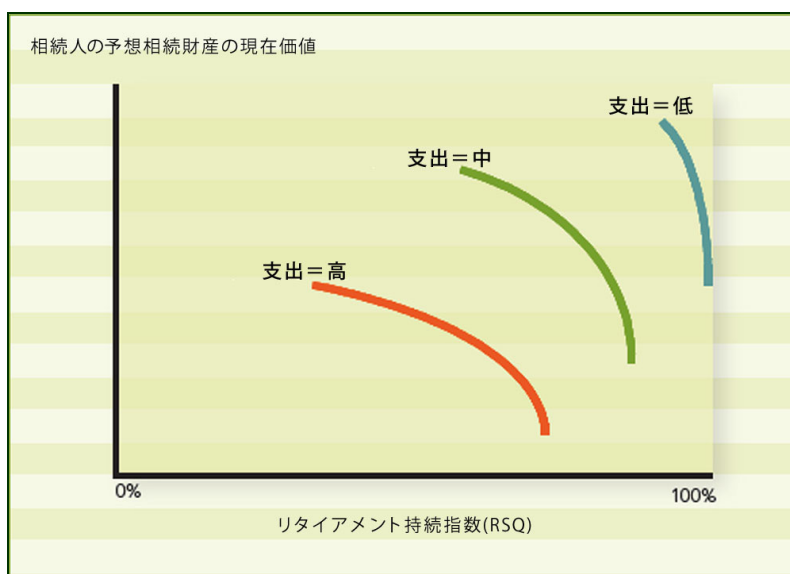


図9  
相続人の予想相続財産の現在価値と退職後収入リスク

出所：フィデリティ・インベストメンツ QWeMA Group Inc. (2007年8月)

注：フロンティア上の点は、それぞれ異なる資産配分と異なるインカム商品への配分を示しています。RSQ値は、インカム商品への配分が高い場合に高くなります。

しかし、持続性を高めると、相続人に残せる可能性のある資産の額が大幅に減少せざるを得ません（カーブに沿って低下する）。退職者は、全体的な財務目標と、対処すべき残ってる諸リスクにしたがって、この「相続財産フロンティア」上のどの位置が最適であるのかを自分で決める必要があります。

退職者の収入に伴う構造的なトレードオフをより良く理解していただくために、図9に異なる目標引出率ごとの相続財産フロンティアを示しています。ここでは、例えば65歳で引出率が4%未満の低い場合であれば、高い持続性が得られると考えてください。中程度の引出率は4%から5%で、高い支出率は5%より上とお考えください。まず、引出率と退職後収入の持続性には直感的に逆相関の関係があることにお気づきになると思います。引出率が高ければ、リタイアメント生活を通じて希望する消費水準が維持できる可能性は下がります。また、引出率が高ければ、相続財産レベルも下降する点にもご注意ください。

図9は、引出率が低い場合に確定インカム商品が果たす役割について、もう一つの重要な点を明ら

かにしています。

グラフ上の低引出しのカーブを見ると、LIA、GMWB及びSWPを組み合わせた最適なポートフォリオの構成にもかかわらず、RSQはカーブに沿って高い値を維持しています。どのような組み合わせであっても、引出し率が低い退職者は、希望する消費水準を安心して維持できる可能性が高くなります。

終身保障を増やすとカーブに沿って下がり、わずかですがRSQは上昇します。ただしこれらの持続可能性をわずかに伸ばすためには、残すことのできる相続財産を大幅に減少させるという高い代償を伴います。従って、資産をあまり取り崩さずに必要性を満たすことができる退職者の場合は、長生きに備えた保障商品を増やすのは得策ではないでしょう。反対に、中程度の引出率が必要な退職者や、比較的の高い引出率が必要な人々は、保障のあるインカム商品を購入すれば、残せる相続財産を減少させることにはなりますが、それによって退職後収入の持続性を大幅に引き延ばすことができます。

## 結論

ベビーブーム世代のリタイアメント(退職)が始まると、今まで隠されていた問題が大きく表面化します。退職を控えた世代が、インフレ、余命、市場のリスクを軽減しながら、流動性、相続財産その他個人的な希望する目標を達成する最善のポートフォリオを構成するためにはどうしたらよいか問われることとなります。

ベビーブーマーが貯蓄する期間から、生涯に渡って蓄財を取崩す期間に入るにしたがって、退職後収入を確保するために、従来の枠組みを超えた思い切った発想、調査、商品開発の必要性が日々高まっています。

長生き/余命リスクを、投資・資産配分リスクと統合して、真に「最適な」解決を見いだすことが、米国の金融サービス業界において最も重要な「思考の最前線」です。今日の市場とテクノロジーを考慮すれば、革新できる余地は、まだ膨大です。

金融サービス提供者は、これまで年金商品の魅力を制限する要素となった商品の複雑さ、高いコスト、柔軟性の無さなど、投資家が感じてきた不満を、これまで以上に解消できる透明性のある年金型の新商品を競争して開発していくべきでしょう。

一方、こうした作業を進めるとしても、生涯にわたって持続可能な収入が得られる可能性を大幅に高めるリタイアメント・ポートフォリオを構成するために、既存のインカム商品が活用でき、また活用されるべきです。

## 5つのガイドライン

実用的と考えるいくつかのガイドラインをご紹介します。

1. リタイアメント生活を十分にまかなえる収入計画を立てるには、従来からの株式、債券、現金への資産配分だけでなく、長生きに対する保障、インフレヘッジ(回避)、給付保障などが得られるインカム商品などの「商品配分」を考慮する必要があります。
2. 退職後の収入計画において多様な資産への資産配分と商品配分は、終身年金保証やインフレ回避のようなインカム商品の機能と、相続財産の価値の最大化(相続財産に関する目標)、流動性、投資管理及びコストとの間のトレードオフを注意深く考慮する必要があります。
3. 資産をさほど取崩さずに退職後の収入が確保できる人にとっては、長生きに対する保障や支払保証を増やすことは、コスト/メリット面で得策ではないでしょう。こうした人々は、退職後の生活資金を十分に手に入れることができる可能性がすでに高いからです。
4. 必要支出額が高い人にとっては、一定のリスク保障機能が付いたインカム商品が役立つもの思われます。
  - 財産を残す必要がまったくない場合や、ほとんどない場合には、このことが一層強く当てはまります。この場合には、定額年金が魅力的な選択肢となります。
  - 多額の財産を残したい場合には、GMWB機能が付いた変額年金や従来型の資産SWPがより魅力的となります。
5. 退職後の収入計画を立てる際、高収入及び高額な相続財産の両立は、その可能性が高くありません。それに加えて、高収入及び高額な相続財産を目標として最適化されたポートフォリオは、他の条件が一定の場合、GMWB機能が付いた変額年金や従来型の資産SWPにより多くの資産が配分される傾向があります。

長生き/余命リスクを、投資・資産配分リスクと統合して、真に「最適な」解決を見いだすことが、米国金融サービス業界にとって最重要な「思考の最前線」です。

注 1: Employee Benefit Research Institute, 2005 Retirement Confidence Survey (EBRI Issue Brief No.280, p.5)

注 2: “The Declining Role of Social Security.” Just the Facts No.6, 2003. Center for Retirement Research at Boston College.

## 重要情報

- ◆ フィデリティ退職・投資教育研究所(以下「FRI」)はあらゆる世代向けの退職後の生活に係る資産設計の教育・啓蒙活動を主たる目的としてフィデリティ投信株式会社内に設立された研究所です。
- ◆ 当資料は、フィデリティ・インベストメンツ(米国)が作成した資料を「FRI」が翻訳しておりますが、正確性・完全性について責任を負うものではありません。
- ◆ 当資料に記載の情報は、作成時点のものであり、市場の環境やその他の状況によって予告なく変更することがあります。また、いずれも将来の傾向、数値等を保証もしくは示唆するものではありません。
- ◆ 当資料に記載されている個別の銘柄・企業名については、あくまでも参考として申し述べたものであり、その銘柄又は企業の株式等の売買を推奨するものではありません。
- ◆ FIL Limited および FMR LLC とそれらの関連会社のネットワークを総称して「フィデリティ」ということがあります。
- ◆ 当資料の著作権は、フィデリティ投信株式会社(Fidelity Investments Japan Limited)に帰属します。著作権法により、当社に無断で転用、複製等を行うことを固く禁じます。
- ◆ なお、投資信託のお申し込みに関しては、下記の点をご理解いただき、投資の判断はお客様自身の責任においてなさいますようお願い申し上げます。
  - ✓ 投資信託は、預金または保険契約でないため、預金保険および保険契約者保護機構の保護の対象にはなりません。
  - ✓ 販売会社が登録金融機関の場合、証券会社と異なり、投資者保護基金に加入していません。
  - ✓ 投資信託は、金融機関の預貯金と異なり、元本および利息の保証はありません。
  - ✓ 投資信託は、国内外の株式や公社債等の値動きのある証券を投資対象とし投資元本が保証されていないため、当該資産の市場における取引価格の変動や為替の変動等により投資一単位当たりの価値が変動します。従ってお客様のご投資された金額を下回ることもあります。又、投資信託は、個別の投資信託毎に投資対象資産の種類や投資制限、取引市場、投資対象国等が異なることから、リスクの内容や性質が異なりますので、ご投資に当たっては目論見書や契約締結前交付書面を良くご覧下さい。
  - ✓ ご投資頂くお客様には以下の費用をご負担いただきます。
    - 申込時に直接ご負担いただく費用……申込手数料 上限 3.15%(消費税等相当額抜き 3%)
    - 換金時に直接ご負担いただく費用……信託財産留保金 上限 1%
    - 投資信託の保有期間中に間接的にご負担いただく費用……信託報酬 上限 年率2.0265%(消費税等相当額抜き 1.93%)
    - その他費用……上記以外に保有期間等に応じてご負担頂く費用があります。目論見書、契約締結前交付書面等でご確認ください。

## (ご注意)

上記に記載しているリスクや費用項目につきましては、一般的な投資信託を想定しております。費用の料率につきましては、フィデリティ投信が運用するすべての公募投資信託のうち、徴収する夫々の費用における最高の料率を記載しております。投資信託に係るリスクや費用は、夫々の投資信託により異なりますので、ご投資をされる際には、事前に良く目論見書や契約締結前交付書面をご覧下さい。

(商号等) フィデリティ投信株式会社 金融商品取引業者 (登録番号) 関東財務局長(金商)第388号

(加入協会) 社団法人投資信託協会及び社団法人日本証券投資顧問業協会

KI 080402-2