

## 米国におけるデフォルト商品の進化と日本への示唆

アライアンス・バーンスタイン AB 未来総研 所長兼 DC・NISA 推進室長

後藤 順一郎

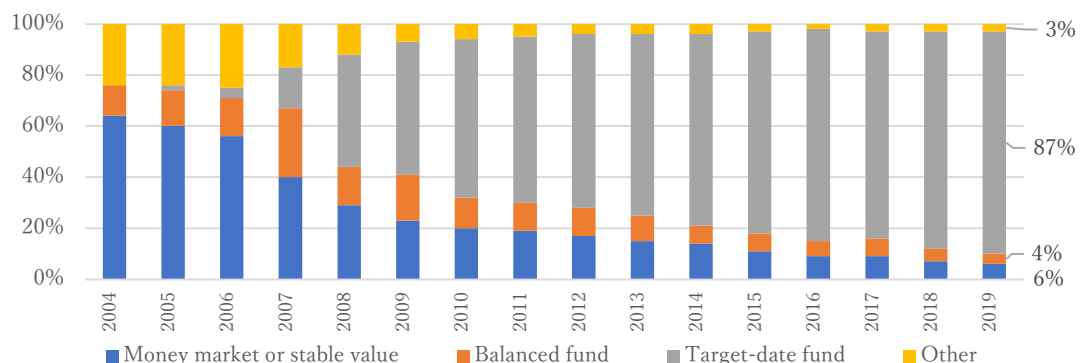
米国では、ターゲット・デート・ファンド（TDF、日本ではターゲット・イヤー・ファンドともいう）が、確定拠出年金（DC）において主要な役割を果たすようになって久しい。一方、日本では2018年の確定拠出年金法の改正を受け、徐々にTDFをデフォルト商品として導入する動きが出てきてはいるが、そのスピードは米国と比べて遅いと言わざるを得ない。その間に、米国ではTDFがDCでの問題を解決すべく更なる進化を遂げ、それに対応すべく規制も変わってきている。

そこで本稿では、米国でのTDFを中心としたデフォルト商品の進化やその規制について触れ、そこから日本への示唆を考えてみたい。

### 1. 米国のデフォルト商品の状況

米国では、2006年に年金保護法が制定され、その後、2007年にデフォルト商品に関する規則が変更されたのがきっかけとなり、TDFが急速に普及した。図表1で示しているとおり、2019年時点では87%がTDFをデフォルト商品として設定している状況となっている。日本ではTDFをデフォルト商品として採用しているプランの割合が5%程度<sup>1</sup>である状況とは対照的だ。結果として、米国のDCプランのうち94%が何らかの形でTDFを採用する状況となっている。

【図表1 米国におけるデフォルト商品の比率】



(出所) Vanguard, "How America Saves, 2019"

<sup>1</sup> 企業年金連合会、「2019（令和元）年度決算 確定拠出年金実態調査結果（概要）」

TDF をデフォルト商品として導入することは、自ら意思決定をしない加入者の資産を市場リスクにさらすことになるため賛否両論が存在する。しかしながら、TDF がデフォルト商品として普及したことにより、DC に関心がなく意思決定もしない加入者が、その時の年齢と平均的なリスク許容度を考慮した運用（ライフサイクル投資）を自動的に実践できるようになるのは事実であり、そのような加入者が老後に向けて資産を形成する道筋をつけたと言えるだろう。

## 2. 米国 DC の問題

実際、TDF がデフォルト商品として普及するのに伴い、加入者資産の平均商品配分、掛金の平均商品配分も徐々に変化してきた。今や資産配分では 37%、掛金配分では 59%が TDF となっており、年々この比率は上昇している（Vanguard, “How America Saves, 2019）。相応に市場リスクを取って運用している加入者が増えたことで、平均資産残高も着々と増えており、資産形成／貯蓄形成という点では TDF がソリューションとして機能していると言えるだろう。

一方、米国では日本よりも古くから DC が導入されており、既に多くの加入者がリタイアし、資産の取り崩しや年金化の局面に入っている。確定給付年金（DB）と DC の両方が提供されることが多い日本の企業年金とは異なり、米国では DC のみの企業が多いため、加入者の中で、DC であったとしても老後の安定的な給付を求める声が強くなっている。これは言い換えると、DC の中で DB 的に給付をして欲しいとのニーズだ（「DC の DB 化」）。

このような中、TDF は資産形成に対するソリューションとしては機能しているが、年金化の問題までは解決できていない。もちろん、現時点でも終身年金を活用すれば年金化ができるため、合理的な選択肢だと考えられるが、終身年金はその合理性ほど普及していないのが実情だ。背景には、終身年金は購入時に資産が保険会社に移転してしまうため中途解約がしづらい（ペナルティがかかる）、購入時の金利水準により将来のすべての給付水準が確定してしまう、インフレに対応できない、相続資産とならない等の理由があると言われている。いずれにしても、プラン・スポンサーの財務上の理由で DB から DC にシフトしたにもかかわらず、加入者に老後の安定した給付に対するソリューションが提供されていない、という問題が生じていた。

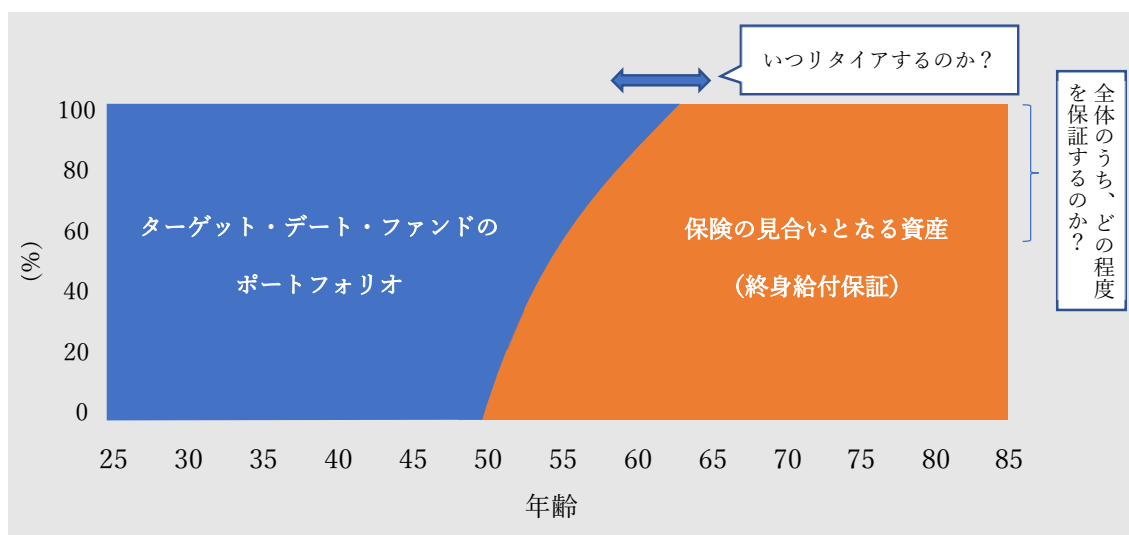
## 3. ライフタイム・インカム

そこで 10 年くらい前から徐々に出てきた商品が、TDF にインカム保証機能を付加した戦略（ライフタイム・インカム）だ。これは、変額年金で活用されるノウハウを用いて、引

引き出し額を終身で保証する商品である。これまで DB では給付保証の負担をプラン・スポンサーが負っていたが、その負担を保険会社に負ってもらうイメージだ。保証の仕組みの詳細は個別商品によって異なるが、資産が増えれば、引き出し額は増えるが市場下落により資産が減っても引き出し額は減らない設計（ラチェット型）となっているものもあれば、資産を保険会社に移転せず自分の DC 口座に留めておきながら、決められた額を定期的に引き出し、仮に市場環境の悪化で資産が底を突いた場合には、そこから先は保険会社が代わりに終身で給付してくれるような設計（Guaranteed Lifetime Withdrawal Benefit：終身給付保証）もある。

ここでのポイントは、このライフタイム・インカムは、一時払いで購入する変額年金とは異なり、デフォルト商品である TDF に保証を組み込むことで、資産形成局面から老後の資産引出し局面まで切れ目なく、加入者にソリューションを提供することが出来ることだろう。具体的には図表 2 のとおり、50 歳くらいまでは通常の TDF と同様、保証のない形でシンプルに運用するが、50 歳から 65 歳まで 15 年程度の時間をかけて、徐々に TDF のポートフォリオから保険の見合いとなる資産にシフトしていく。この際、加入者が、どの程度の資産に保証をかけるのか、リタイア年齢は何歳か等の条件を反映させることで、ある程度の個人の希望にあうようにカスタマイズできる場合もある。

【図表 2 ライフタイム・インカムにおける TDF と保証の組み合わせ及びカスタマイズのイメージ】



(出所) AB

ここで問題になるのが、保険会社の信用リスクだ。2008 年のリーマン・ショック時には

大手保険会社の AIG が破綻したことは記憶に新しいだろう。ライフタイム・インカムは超長期にわたる戦略であるため、この間、保険会社が保険契約を履行できるかが大きなリスクとなっている（ちなみに、アライアンス・バーンスタインでは、この問題に対応すべく、保険会社を一社とせず複数保険会社と契約することで信用リスクの分散を図っている）。もし、保険会社が破綻した場合には、その保険会社を選定したプラン・スポンサーが受託者責任を負わされる可能性があるため、加入者へのメリットは大きいものの、これまではライフタイム・インカムは広く普及してこなかった。

#### 4. SECURE Act の施行

上記を別の表現で言えば、ライフタイム・インカムはこれまで適格デフォルト商品として認められていなかったということだ。これこそが、当戦略が「DC を DB 化」を促すものとして期待されながらも普及しなかった最大の理由だ。だが、ようやくこの状況を改善する動きがでてきた。それが、2019 年 12 月に施行された「退職貯蓄制度強化法」、通称、SECURE 法（Setting Every Community Up for Retirement Enhancement Act of 2019）だ。この中で、ライフタイム・インカムに関連する規制変更があり、保険会社が保証を果たすことが出来なくなった場合であっても、その商品をデフォルトとして設定したプラン・スポンサーの責任がないことが明記された。もともと「DC の DB 化」に対するニーズは強いため、これによりライフタイム・インカムの普及が進む可能性が高く、資産運用や DC に関心の多い多くの加入者の老後の生活を助けることにつながるとみられている。

ちなみに、SECURE 法の中では、積立資産額に加えて、それを原資として加入者が将来にわたって月々受け取れる年金額も、年 1 回は加入者に通知されることになった。これによって、加入者は将来の予想年金額をベースに意思決定ができるようになり、加入者の中の DC の位置づけが、単なる貯蓄制度から年金制度に変わる一つのきっかけになるとみられている。

#### 5. 日本への示唆

米国と同様、日本の企業年金においても DC の割合が徐々に増加しており（新入社員は 100%DC の大企業もあり）、DC で安定した給付を確保する必要性が高まっている。しかし、DC では年金化できる商品が限られており、現時点では年金化は難しい。さらに言えば、日本は税制面でも年金化ではなく、一時金での引き出しを優遇する仕組み（退職所得控除が大きい）となっており、現時点では米国以上に貯蓄制度の位置づけとなっている。

一方、日本人の長寿化は着々と進んでいる。マクロ経済スライドによる公的年金の支給減

額も予定されている。このままでは多くの日本国民が老後に長生きリスク（老後にわずかな年金のみで生活せざるを得なくなるリスク）に直面する可能性が高いと言わざるを得ない。そのような中、米国同様、徐々に存在感が高まっている DC の中でのソリューションは、日本でも喫緊の課題といえるだろう。

DC の中での年金化という点で、終身年金はソリューションとなり得るが、日本の場合、特に金利水準が低く、低い給付額で確定してしまうことへの抵抗感から普及が進んでいない。一方、資産運用のみでは、取り崩し局面では不確実性が高く、老後を切り抜けるのは難しい。老後に確実な年金給付を提供しつつ、アップサイドも提供できる商品（ライフタイム・インカム）に対するニーズは、米国同様、日本にもあるのではないと思われる。

当研究会では、主に投資教育を強化することで国民の資産形成をサポートしていくことに重きを置いているが、当然、皆が投資の知識を身に付けることに関心があるわけではない。実際、会社の福利厚生の一環として提供される DC では、投資や資産形成に関心のない加入者も多い。また、たとえ関心があったとしても、リタイアしたシニア層向けの体系だった教育は全くと言っていいほど行われておらず、意欲があったとしても自分自身で合理的な年金化、取り崩しを実践するのは困難と言わざるを得ない。もちろん、そのような人々に対しては教育の場が必要なのは論を待たない。ただ、くどいようだが、教育は関心のない人々には届かない。したがって、投資教育“以外”のソリューションも必要であり、それがライフタイム・インカムをデフォルト商品として導入することなのではないか。これまで、日本では伝統的 TDF のデフォルト化は進んでこなかったが、米国の経験を活かし、一足飛びにライフタイム・インカムの日本での普及を考える時期ではないだろうか。DC がメインな年金制度となりつつある今、これが投資教育に過度に依存せず、多くの国民に老後の安心を届ける一つの方法になり得ると筆者は考える。