

CLIENT FOCUS

DC - 最先端の展開について

シニア・ディレクター、確定拠出年金 ホーリー・ヴァーディエン
構成/訳: コンサルティング部 シニア コンサルタント 谷口 和歌子

米国の確定拠出型年金を巡るこれまでの動向

確定拠出型年金(以下、DC)の運営に長い歴史を持ち、当該制度が主要な企業年金制度としての地位を確立している米国では¹、2006年の年金保護法(Pension Protection Act of 2006)により、401(k)プランにおける資産運用の改善に向けたルール整備が行われた。中でも、受託者責任に沿ったデフォルト運用商品(Qualified Default Investment Alternatives、QDIAと略される)としてリスク性資産を含む分散投資型ファンド(バランス型ファンド、ターゲットイヤーファンド、マネージドアカウント)が示されたこと、また自ら意思決定と手続きを行わない従業員に対し、制度への加入や掛金拠出を自動的に行う制度設計が可能になったことで、過去10年間に401(k)プランにおける資産蓄積や分散投資型ファンドの採用が大きく進んだと言われている。

米国では、従業員の退職後資産に占めるDCの重要性が高く、また当該制度に多くの資産を保有するベビーブーマー世代の引退期を迎えていることから、議論の焦点は現役世代による資産蓄積から、引退期に向けた効率的な資産運用へと移りつつある。

本セッションは、このような背景のもと、カスタマイズ化された資産運用による効率的なDC資産の蓄積や、引退直前から引退期にかけてのサービス提供について実務面からの提案をまとめたものである。



ホーリー・ヴァーディエン



谷口 和歌子

DC加入者が直面する課題

現在のDC加入者が直面する課題として、「貯蓄額の不足」「長生きリスク」「リスク回避的な姿勢」の3点が挙げられる。いずれの課題に対しても、DC資産に占める株式比率を引き上げることによって解決できそうに思われるが、それは必ずしも正しい対応ではない。株式比率を引き上げ、単純にリスクを増やすのではなく、より効率的な資産の引き上げを目指すことが重要である。

まず貯蓄額不足への革新的なアプローチとして、マネージドアカウントやハイブリッドQDIAのように、株式リスクを増やすことなく付加価値を提供するデフォルト運用商品を選択することが想定される。

次に長生きリスクへのアプローチとしては、引退期を控えている、または既に引退期にある加入者を対象とした新たな機能(Retirement Income Tier)を自社のDC制度に組み込ことが考えられる。

また、加入者のリスク回避的な姿勢への対処法としては、複合的な視点からリスクを再検証し、リスクをより深く理解させることが有効だろう。

貯蓄額不足への対応:より良いデフォルト運用商品の採用

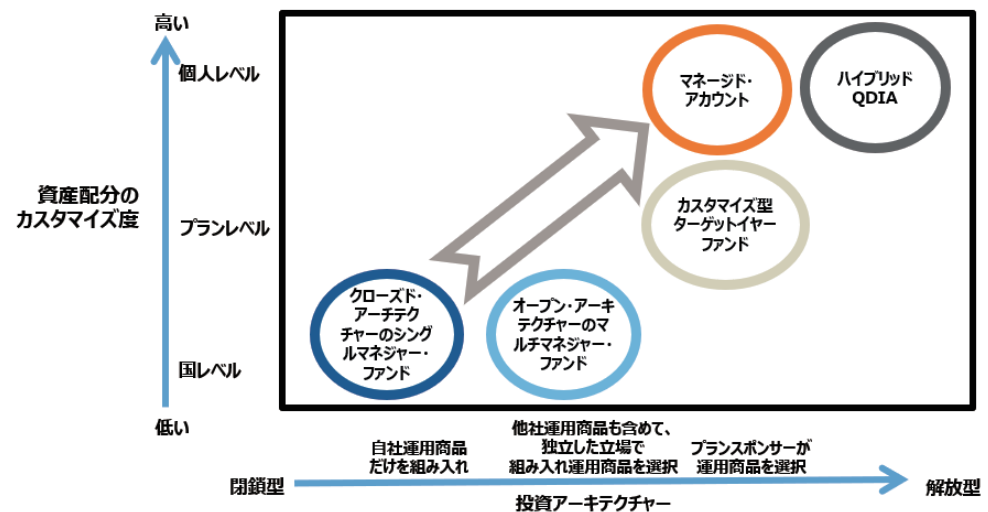
貯蓄額の不足に対しては、まずプランスポンサーによるマッチング拠出率の変更や自動加入/掛金の自動引上げの導入を通じ、より多くの資金をDCへ拠出する対応が想定されるが、これらは重要ではあるものの、特段目新しい対処法ではない。むしろ、一般的なDC制度において掛金

¹ 米国労働局(Department of Labor)の統計(Private Pension Plan Bulletin Historical Tables and Graphs 1975-2015, February 2018)によると、確定給付型年金の加入者数/年金資産が2015年時点で3,729万人/2.9兆ドルであるのに対し、確定拠出型年金は9,757万人/5.3兆ドルと大きく上回っている。

の80%がデフォルト運用商品に投資されていることを踏まえると、デフォルト運用商品の運用をいかに改善するかが重要である。

デフォルト運用商品の発展の歴史を辿ると、まずターゲットイヤーファンドが挙げられる。当初採用された汎用的なターゲットイヤーファンドは、特に大規模なプランスポンサーを中心に、自社の従業員の属性を考慮しつつ、優れた個別資産ファンドの組み合わせで構成されるカスタマイズ型ターゲットイヤーファンドへと発展した。次に登場したのが、個人単位で運用されるマネージドアカウントである。マネージドアカウントは、加入者の目標資産額への到達度に応じて四半期毎に資産配分が調整される機能を持つ。そして現在は、カスタマイズが必要な加入者に向けて、コスト効率的に複数のQDIAを統合して提供するハイブリッドQDIA²が提供されている。

図表1：デフォルト運用商品の発展



出所：Cerulli Retirement Markets Report 2017、QDIA適否かどうかは、ラッセル・インベストメントは判断いたしません。

ここで一つ重要なのは、多くのDC制度において標準的にデフォルト運用商品として採用されているターゲットイヤーファンドは、加入者の多くの属性のうち、ただ一つの要素（年齢）のみを考慮して資産配分が行われるという点である。一方、マネージドアカウントやハイブリッドQDIAでは年齢のみならず、加入者毎に多くの属性（DC資産額や掛金率、性別、DBを含む他の退職給付制度、DC以外の保有資産や所得など）を考慮し、個人の貯蓄目標に応じて資産を配分できる点が非常に革新的である。このようにデフォルト運用商品を改善し、個人属性や運用目標に応じて四半期毎に資産配分を調整した場合、標準的なターゲットイヤーファンドでの運用に比べ、下方リスクを抑制しつつより多くの資産（所得代替率）を達成することが可能になると思われる。

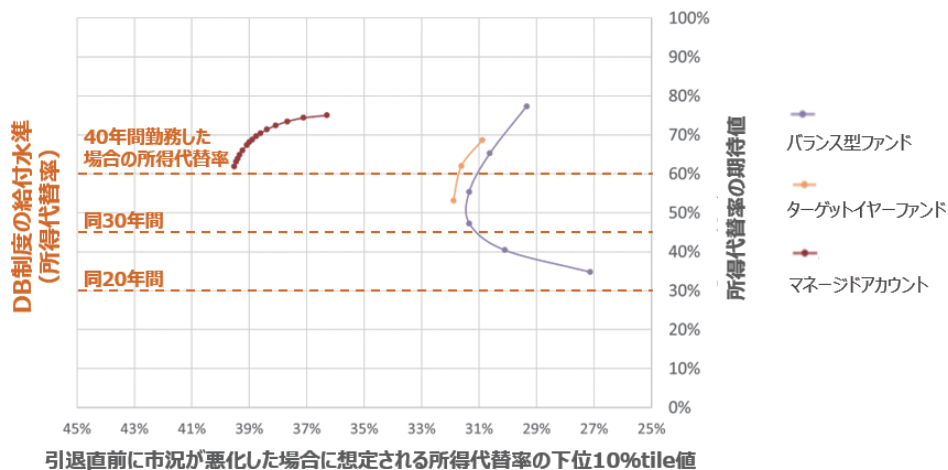
具体的な数値例により3種類のデフォルト運用商品（バランス型、ターゲットイヤー型、マネージドアカウント）を比較したのが図表2である。ここでは加入者から見た2種類のリスク（長期的に掛金を拠出し運用を行っても十分な資産が蓄積されないリスク、一時的な運用環境の悪化により資産額が目減りし引退までに資産額を回復できないリスク）に着目しており、前者のリスクをグラフの縦軸（所得代替率の期待値）、後者のリスクを横軸（引退直前に市況が悪化した場合に想定される所得代替率の下位10%tile値）

² ハイブリッドQDIAでは、プランスポンサーが複数のQDIAをデフォルト運用商品として選定し、従業員の年齢や経済状況等に応じ、ルールベースで適用する運用商品を変化させる（一般的な運用目標を持つ若年のうちは汎用的なターゲットイヤーファンド/バランス型ファンドを適用し、年配になり引退に向けた明確な目標が設定されるにつれてマネージドアカウントを適用するなど）。ハイブリッドQDIAについては、Verdeyen(2017)を参照されたい。

<https://russellinvestments.com/-/media/files/us/insights/institutions/defined-contribution/hybrid-qdia-a-natural-evolution-of-default-investing.pdf?la=en>

³ 10万ドルの所得水準を前提とし、3%から10%に達するまで1%ずつ掛金拠出率を自動的に引き上げる想定。別途、企業によるマッチング拠出を含む。資産配分はグロース型ポートフォリオ（期待リターン7.75%、標準偏差16.4%）と資産保全型ポートフォリオ（期待リターン3.7%、標準偏差4%）で構成される。

図表2：数値例によるデフォルト運用商品の比較



出所：ラッセル・インベストメント
10万ドルの所得水準を前提とし、3%から10%に達するまで1%ずつ掛金拠出率を自動的に引き上げる想定。別途、企業によるマッチング拠出を含む。資産配分はグロース型ポートフォリオ（期待リターン7.75%、標準偏差16.4%）と資産保全型ポートフォリオ（期待リターン3.7%、標準偏差4%）で構成される。上記で表示したシミュレーションは、一定の（明示または黙示の）仮定・前提条件に基づいて過去の実績等を加工・分析したものであり、運用実績ではありません。

に示している。一定の前提³でシミュレーションを行った結果、ファンドのリスク水準によって一定の幅は出るものの、よりカスタマイズされた資産配分を適用する運用商品ほど結果はグラフの左上に位置しており、下方リスクを抑制しつつ効率的に資産を蓄積する傾向が示された。具体的に、同水準のリターン（所得代替率の期待値）で比較すると、バランス型ファンドからターゲットイヤーファンドへの変更により下方リスクは2%程度、またマネージドアカウントへ変更した場合には6～8%抑制されることが分かる。なお、これらの所得代替率は、DB制度を提供する企業に20年～40年勤務した場合のDBの給付水準（退職前平均所得の1.5%相当のクレジットが勤務年数に応じて付与される制度の所得代替率）と比べても全く遜色のない水準である。

長生きリスクへの対応：Retirement Tierの導入

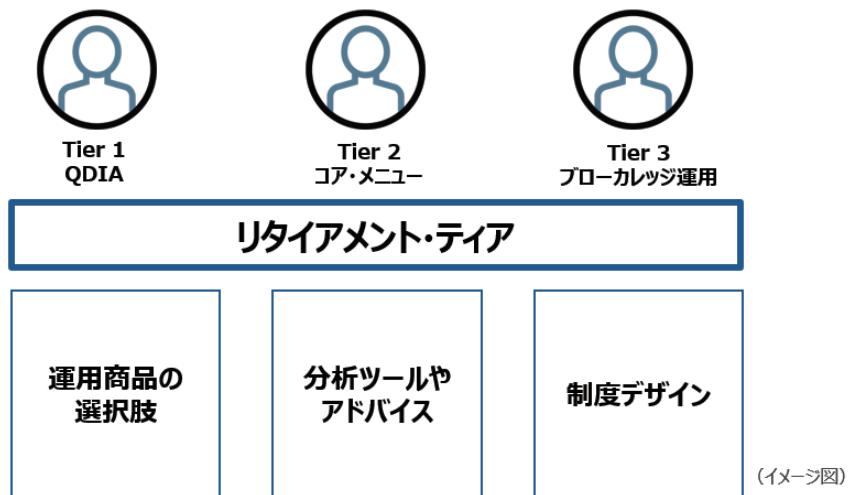
平均寿命が伸びていることは一般的に知られているが、1950年生まれの68歳は、彼らが生まれた時点の68歳に比べ、平均的に12年も長生きすると想定されている。米国アクチュアリー協会が2015年に更新した生命表によると、現在と同水準の所得代替率を維持するためには、引退時点で現在より5%多い資産を保有している必要がある。

このような長生きリスクへの対応として一般的に想定されるのは、株式比率の引き上げによる資産額の引き上げだが、より革新的なアプローチとして、引退期の前後にある加入者を対象とした追加メニュー（“Retirement Tier”⁴）の導入が考えられる。

Retirement Tierには追加的な運用商品の選択肢だけでなく、ツールやアドバイス（社会保障オペイマイザー、退職後計算ツール、モーゲージツール、ライフステージ・プランニング等）に加え、制度デザインの変更などが含まれる。Retirement Tierの革新的な点は、これが単なる運用商品の提供に留まっておらず、また単純に一つの解決策を提示してもいない点である。前述したように、引退前後期にある加入者の運用目標は多様であるため、汎用的な解決策（One-size-fits-all Solution）が真の解決策となる可能性は低い。このような観点から、Retirement Tierは考案されたのである。

⁴ 一般的に米国のDCでは、加入者は運用商品の選択肢を一覧で全て提示されるのではなく、運用商品の性質に応じ3つの層（Tier）に区分して提示される。Tier1は分散投資型のQDIA（Do it for me）、Tier2は個別資産クラスのリターンで構成されるコアメニュー（Do it with me）、Tier3は自身でカスタマイズ運用を行うフロー・カレッジ運用（Do it myself）である。Retirement Tierは、上記の3つのTierに対し、特に引退（Retirement）前後の加入者に対象を絞った追加的な機能と位置づけられている。

図表3：DCにおける追加メニューの導入



出所：ラッセル・インベストメント 上記はイメージ図であり、現実を忠実に反映したものとは限りません。

加入者のリスク回避的な姿勢への対応：複眼的なリスクの検証

最後に、加入者のリスク回避的な姿勢への対処法として、運用商品のリスクを複合的に検証することにより、リスクに対する加入者の理解を促すことが考えられる。

具体的には、感応度分析により運用商品が持つ様々な市場リスク（金利、株価、為替など）へのエクスポージャーを理解すること、VaR、CVaR、標準偏差などの推計によりリターン分布を理解すること、バックテストにより事前に想定したリターンと実現リターンの差異を理解すること、またシナリオ分析/ストレステストを通じて市場がオーバーシュートした局面におけるリターン水準を理解すること、等が挙げられる。

このような複眼的なポートフォリオのリスク分析は、分析の精度を増すだけでなく、ポートフォリオにおける必要な分散の度合いや資産構成比の影響に対するより深い理解を通じて、加入者の資産運用におけるリスク回避的な姿勢を解消することが期待される。

終わりに

ベビーブーマー世代の引退を迎え、引退前後の期間における効率的なDC資産の蓄積に向けた議論が進む米国では、加入者の多様なニーズへの対処法として、よりカスタマイズされたデフォルト運用商品や、引退前後期の加入者を対象とした追加的なメニュー（Retirement Tier）の導入が提案されている。これらを活用し、加入者による必要なリスクテイクを促すためには、運用商品に関する複眼的なリスク検証結果を提示することも有効である。

2001年に確定拠出年金が導入された日本では、2018年5月より確定拠出年金法が改正され、リスク・リターン特性の異なる多様な運用商品の提供の義務付けや、デフォルト運用商品の設定が可能になるなど、従来の元本保全を重視した資産運用に代えて長期的な分散投資による資産蓄積を促すルール整備が行われた。このように、日本のDCにおける資産運用の焦点は依然として若年層を中心とした資産の蓄積局面にあると言えるが、直近の米国における引退前後期のDC資産の運用に関する改善提案は、将来の日本のDCに対しても有益な示唆を与えている。