引退後の資産管理をめぐる諸外国の政策対応

野　村　亜紀子 CMA
（証券アナリストジャーナル編集委員会委員）

1．長寿リスク対応と確定拠出年金

「人生100年」といわれるように、長寿化に伴い引退後の期間が長くなるにつれて、「健康寿命と資産寿命の伸長」の重要性が増してくる。健康寿命とは「健康上の問題で日常生活が制限されることなく生活できる期間」であり、資産寿命は「金融面での制限なしに生活できる期間」だが、これらと生命寿命を可能な限り一致させる必要がある、ということだ。これは程度の差こそあれ、長寿化の進む先進諸国共通の課題といってよい。米国で誕生した「金融ジェロントロジー」は、ジェロントロジー（老年学）に立脚して老齢期の金融をめぐる諸問題を学際的に研究するが、その主要なテーマが資産寿命の伸長である。資産寿命という長寿社会の課題に対し、学際的なアプローチで取り組もうとする試みと理解できる。

資産寿命伸長の目的は、引退後の資産管理（運用と取り崩し）を適切に行い、意図せざる資産枯渇を回避することにある。公的年金や確定給付型年金（DB）であれば、基本的に、個人は引退後にそれらの制度運営主体からの定期的な給付を待つだけでよい。しかしながら、年金制度をめぐるグローバルトレンドは、公的年金の役割後退と私的年金重視、そしてDBから確定拠出年金（DC）へのシフトである。DC加入者は、現役時代に積み立ててきた資産を原資に、引退後のインカムフローを構築する必要がある。資産枯渇回避も、原則、自己責任ということだ。最大の難問は、長寿リスクへの対応である。自分の余命は誰にも分からない。したがって、資産を何年間維持すればよいのか分からない。仮に子供や孫に資産を移転したいと思っても、これが分からないと容易に意思決定できない。

資産寿命伸長への取組みを考える際に、引退後の主たる収入源である年金制度において、DCの役割が高まっているという事実を踏まえておくことは重要であろう。実際、最近のDC制度をめぐる議論では、引退後の資産管理のあり方が、新たな課題として認識され始めた感がある。自動加入やデフォルト（初期設定）商品といった「自動化措置」の導入により、加入促進、資産運用支援など、現役時代の資産形成をめぐる課題対応に一定の目途が立ってきたこともあるかもしれない。

引退後の資産管理に関して容易にソリューションが見いだされるとは思えず、このテーマは中長期的に、先進諸国の年金業界や金融サービス業界における中心的な存在になるのではないかと考えられる。本稿では、DCの普及で先行し、それゆえに課題がより明確に意識されている米国、英国、オーストラリアを取り上げ、引退後の資産管理を

©日本証券アナリスト協会　2017

めぐる最近の動向を見てみることとする。**図表**にある通り、どの国も着実に長寿化が進んでいる。これ自体は素晴らしいことであるが、幸せな老後を確保するには、資産寿命伸長のための工夫が必要ということになる。

2．試行錯誤を続ける米国

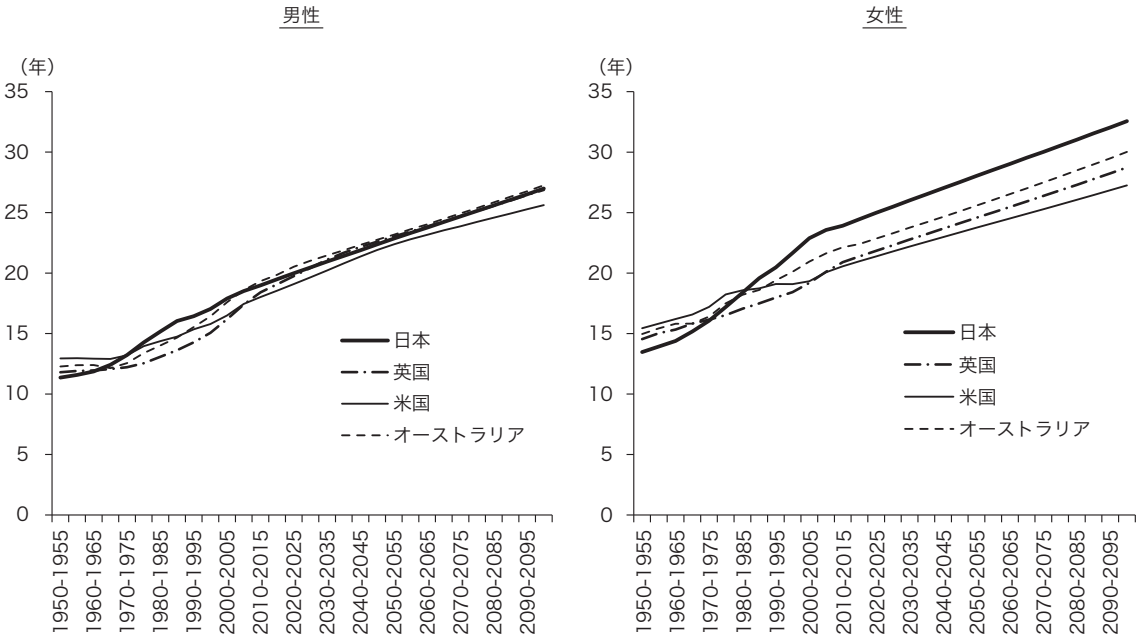
終身給付確保策の一つとして、DC資産の一部を用いて終身年金保険を購入することが考えられる。しかし、資産の何割を保険購入に当てればよいのか、購入のタイミングはいつが適切なのかなど、この意思決定は個人にとって容易ではない。引退後のライフプランに基づく、高度なファイナンシャルプランニングが必要になる。

米国では、ベビーブーマー世代（1946～64年生まれ）の引退が意識されはじめた2000年代初頭あたりから、多くの金融機関が、引退後の資産管理を念頭に置いた金融商品・サービスの開発に着手し始めた。例えば、安定的な分配を重視した投資信託や、DCを通じた資産形成で利用が進むターゲット・デート・ファンドに据置年金を組み込むアプローチ、口座サービスと組み合わせるアプローチなどが登場した。

また、終身年金保険の活用も有望視されている。長寿年金（longevity annuity）は、給付開始を高年齢（例えば85歳）に設定し終身給付を提供する据置年金だが、このように長寿リスク対応に特化した商品も登場している。DC制度内で長寿年金を提供しやすくするための税制措置も、2014年に講じられた。

足元では、これらの商品の活用は当初の期待ほど進んでいないようである。様々な理由が考えら

図表　65歳時点の平均余命の伸長



（出所）United Nations, Department of Economic and Social Affairs, Population Division (2017). World Population Prospects: The 2017 Revision, custom data acquired via websiteより野村資本市場研究所作成

れるが、複雑で遠い将来の問題であるため、個人が意思決定を先延ばしする行動バイアスに陥りやすいことは容易に想像できる。また、年金保険については、余命の不確実性対応が目的であるにもかかわらず、「加入した翌日に死亡したら、払い込んだ保険料を損する」などとして加入をためらうといった非合理的行動も、しばしば理由の一つとして挙げられる。

個人の裁量に任せるのではなく、制度設計により一定の方向付けを行うというアプローチもあり得る。例えば、資産形成期と同様に、引退後についてもデフォルト商品を設定し、オプトアウト可能とする手法を採れば、上記のような行動バイアスの抑制も一定程度可能になると考えられる。ただ、当該デフォルト商品として何が適切なのか、その選定に関する事業主の受託者責任の範囲をどのように規定するかといった論点が浮上し、コンセンサスの形成は容易でないようである。米国のDCの制度改善は、基本的に現場の創意工夫が先行し、法令等の整備がそれらをフォローする形で行われてきた感があるが、引退後の合理的な資産取り崩しの支援、とりわけ長寿リスク対応のあり方については、当面の間、試行錯誤が続けられると思われる。

3．アニュイティ化への誘導をあえて撤廃した英国

人々の行動を促す一つのアプローチとして、税制措置を通じたインセンティブの付与が考えられる。英国では従来、DC資産の引き出しに対し、事実上、アニュイティ（終身年金）による受取を求めていた。すなわち、DC資産の25％を上限に一時金を非課税で受け取ることができる一方で、残りについては一時金で受け取ると55％の高税率が適用された。継続的な引き出しを行う「ドローダウン」も可能だったが引出可能額に上限が付されており、人々がアニュイティを選択するよう仕向ける形になっていた。

しかしながら、同国では15年４月以降、上記の税制を変更し、基本的に個人が年金資金の受け取り方を自由に選択可能とする「年金自由化」（Pension Freedom）が実施された。年金自由化後も、DC資産の25％以下の一時金引き出しに対する非課税措置は維持され、残りの75％については55％課税が撤廃され、代わりに通常の所得課税（総合課税）が行われることとなった。ドローダウンに対する制約も撤廃された。アニュイティの選択も引き続き可能だが、従来のような優先的な位置付けは失われたといえる。

各人が適切な判断を下せるよう、年金自由化と同時にサポート体制の強化も行われた。ペンション・ワイズと呼ばれる新たな情報提供機関が設置され、年金商品に関する知識やガイダンスの提供が開始されている。ただし、足元では「DB給付の移管」（DBの受給権相当の資産をDCに移管し一時金受け取りを行うこと）が増加し問題視されるなど、自由化の副作用ともいえる事象も生じている。

年金自由化が実施された背景には、個人の選択権の拡大を重視する考え方があったとされる。個人が自分の老後に責任を持つことの重要性は論をまたないものの、全国民がおのおの適切な判断を下せるようになるとは期待しづらいのも現実である。実際、英国は12年から自動加入制度を段階的に適用しており、現役世代の年金制度への加入と資産形成については、制度による誘導を積極化しているといえる。アニュイティに誘導する税制措置をあえて撤廃し、再構築しようとする足元の

制度改正が今後どのように展開するのか、興味深い局面にあるといえよう。

4．長寿リスク対応の制度導入を目指す豪州

英国とは対照的に、制度による方向付けを志向しているのが、豪州である。豪州のスーパーアニュエーションは強制加入の私的年金である。同国では12年の法改正により、デフォルトファンドのMySuper（マイスーパー）を導入するなど、資産形成期の制度整備が進められた。これに次いで、14年11月、金融システム改革の提言書である「金融システム調査」（Financial System Inquiry）の中で、スーパーアニュエーションについては、「包括的退職後所得商品」（Comprehensive Income Products for Retirement、以下CIPR）が提案され、引退後の資産取り崩しの制度改善に向けた検討が本格化した。

スーパーアニュエーションからの資産の引出方法として、足元では「口座ベース年金給付（account-based pension）」が主流となっているが、要は定期的な引き出しであり資産枯渇リスクを免れない。CIPRの主要な論点の一つが、長寿リスク対応をいかに組み込むかだった。16年12月には「CIPRの枠組みの開発に関する報告書」によりCIPRの概略が示され、CIPRの呼称がMyRetirement（マイリタイアメント）に決定された。

MyRetirementは、以下の特性を備え、引退後の給付と長寿リスク管理、及び、一時金へのアクセスを、加入者に対しバランスよく提供することを目指すものである。

・口座ベース年金給付の最低引出額（法令で規定）よりも高いインカムの提供を目指す。保証付与のメリットも適宜考慮する。
・終身にわたりコンスタントな実質所得の提供を目指す。
・一時金へのアクセスや遺贈に関する柔軟性を、一定程度伴うようにする。

また、終身年金保険を他のプロダクトよりも奨励すること、特定のプロダクトの選択を退職者に強制すること、ファイナンシャルアドバイスの必要性を代替することは、MyRetirementの意図するところではない旨が明確化された。換言すると、この制度改正が特定の業態を利するものと見なされたり、ファイナンシャルアドバイスが不要であるという誤解を与えたりすることは、本意でないとしている。

更に、MyRetirementの選定・提供に関して、スーパーアニュエーションのフィデューシャリーであるトラスティの責任範囲を明確化することが、普及において決定的に重要であるという理解の下、一定の要件を満たせばトラスティに対しセーフハーバーを提供することが提案された。

MyRetirementの導入に向けた議論は現在進行中であり、制度開始は、早くて18年央とされている。豪州は、米英などの先行事例を参照しつつも、独自の制度的背景の下で、DCを通じた終身給付の制度化を目指しているといえる。

5．日本はどうするのか

図表にある通り、日本人は上記の諸国に比べても長寿である。既に、04年公的年金改革により、公的年金給付を、マクロ経済スライドの下で実質目減りさせていくことが決定されている。公的年金を補完するべく、私的年金強化が進められており、最近では16年のDC法改正により、個人型DC（iDeCo）の加入対象者拡大や中小企業向け制度の導入、日本版DCデフォルト商品としての

指定運用方法の導入などが実施された。

しかしながら、これまで、引退後の資産取り崩しをめぐる制度については、十分に取り上げられてきたとはいい難い感がある。公的年金は終身給付を提供するが、私的年金の重要性が増していく以上、私的年金における長寿リスク対応についても、従来以上に注目度を高めていく必要がある。日本の場合、退職一時金が中小企業も含め広く普及していることや、欧米と異なりDBが必ずしも終身給付を提供しないことを踏まえると、そもそも退職給付制度に内在していた課題が、公的年金の役割後退、世代間サポートへの依拠の限界、更なる長寿化の進行などにより顕在化してきたといってもよい。

金融サービス業界における商品・サービス開発が期待されるが、同時に、制度や税制による方向付け、インセンティブ付与といった政策論議も求められる。グローバルな動向も参照しつつ、早急に検討を進めるべきであろう。

〔参考文献〕

清家篤編著［2017］『金融ジェロントロジー　「健康寿命」と「資産寿命」をいかに伸ばすか』東洋経済新報社.

野村亜紀子［2017］「米国のリタイアメント・インカム確保策をめぐる動向」、『証券アナリストジャーナル』６月号.

神山哲也・富永悠［2017］「英国における「年金自由化」とその影響」、『野村資本市場クォータリー』秋号掲載予定.

“Development of the framework for Comprehensive Income Products for Retirement,” Australian Government Discussion Paper, Dec. 15, 2016.