



ALLIANCEBERNSTEIN®

2024年8月

年金と債券投資： 長きにわたる蜜月関係は 終わりを迎えるのか？

年金制度における債券の役割が変わろうとしている。年金基金が標準的に債券に大きく資産を配分していたのは、確定給付型年金(DB)の割合が大きいこと、最近までインフレが鎮静化していたことによる。そうした債券への配分を推し進めるどちらの力も、今なお継続しているとはアライアンス・バーンスタイン(以下、「AB」)は考えていない。寿命の長期化、均衡インフレ率の高まり、経済成長率の鈍化が同時に起こっているため、必然的に年金制度の戦略的資産配分が変わる可能性が出てくるだろう。

誤解がないように言うと債券の役割はまだあるが、それはアクティブ債券投資を通してか、長寿保険の一環としてであり、デュレーションが長い国債を大量にパッシブ保有するのとは著しく異なる。ABでは、新たな投資環境を前にして戦略的資産配分を適応させるべく、年金制度がとりうる選択肢について考察する。

イニゴ・フレイザー・ジェンキンス

アライアンス・バーンスタイン・リミテッド(英国)
機関投資家向けソリューション 共同責任者

デビッド・ハッチンズ

アライアンス・バーンスタイン・リミテッド(英国)
マルチアセット・ソリューション部門 ポートフォリオ・マネジャー

共同執筆者：

アラ・ハームズワース*、ロベルタス・スタンチカス**、
ハルジャスプリート・マンド*、モーリーン・ヒューズ*

年金制度は、これまで国債に大きく配分してきた。これは1つには、(歴史的にDB年金が大部分である)年金制度の構造や近年まで安定していたインフレの状況を反映した動きである。しかし、どちらの力にも変化が生じている。年金資産における確定拠出型(DC)プランの構成比が引き続き上昇すると見られていることに加えて、均衡インフレ率の水準も高くなりそうだとABは考えている。そのインプリケーションは、年金制度全体として今後10年間、債券への大きな配分を減らして他の資産への配分を増やす構えであり、むしろそうすべき、というものだ。

平均的な給与を得て、毎年その8%を65歳で定年退職するまでの期間に徐々にリスクを減らしていく単純なターゲット・デート戦略の年金制度に拠出した人に対して、ABの資産クラス別の実質リターン予想を当てはめたところ、非常に厳しい結論となった。その人が若くてキャリアの早い段階にいる場合は、退職後に必要と見なされる最低水準を下回るという「困難をもたらす結果」に直面するだろう。本稿のタイトルは英国の作家グリーンからとったものである。彼の小説に書かれていた「幸せに感じていることより不幸せに感じていることの方が、はるかに伝わりやすい」という見解を引用するのが適切なようだ。退職年金制度を導入している意図は、多くの人々が退職後の生活を考えて不幸に感じるリスクを最小化することであるべきだと、ABは考えている。

最適な資産配分の細かい議論はひとまず置いておいて、ABが考える最も重要なポイントは、確実な給付を提供する能力(と実際に確実な給付を受け取ることができるという期待)が失われつつあることである。これはとりわけ、100年間にわたって平均余命が延び続けた上に、20世紀後半の(安定したインフレと高い実質経済成長を中心とした)一連の特殊なマクロ経済状況が変化した結果である。さらに、出生率が人口を維持できる代替率未満に低下したことで予想経済成長率が下がり、年金のコストを将来世代に転嫁しようとするのも(道徳的に問題があっただろうが、とにかく)できなくなった。こうした変化の結果として、(典型的なDBのような)名目の負債に対して管理する人たちが大きく減少している。寿命の長期化、インフレ率の高まり、経済成長率の鈍化が同時に起こっているため、長寿保険の購入という選択肢も含めて、必然的に資産配分を変える必要が出てくることになる。

また、株式リターンの低下、債券との正の相関、インフレ率の高まり、寿命の長期化により、DCプランは加入者に対してお互いにとって乗り気でない妥協をせざるをえなくなっている。加入者がとれる選択肢は、退職時期を後ろ倒すか、拠出額を増やすか、退職年金収入の減少を受け入れるか、高い投資リスクをとるかである。個々の年金プランではなく年金制度全体としては他の方向に進む可能性がある。たとえば後世へのリスク転嫁である。イタリアなどの退職年金を準備していない国では、すでにこのようなことが行われている。しかし、このアプローチは世代間の公平をめぐる深刻な問題を提起するものであり、生産年齢人口が減少しつつある点や、高齢者が若かった頃よりも現在の若者が経済的に困窮している点を考慮すれば、実施するのは二重に難しいだろう。なお、定年退職した高齢者は選挙で投票する傾向が高いことを踏まえれば、この問題の解決は容易ではないが、ABは今後リリースする退職年金をめぐる政治に関するレポートで、これらの問題に触れる予定である。

最初に誤解がないように言うと、ABは年金基金がいかなる債券も保有すべきでないとは提案していない。そうではなくて、年金の資産配分における債券の役割が変わりつつあると示唆しているのだ。長寿保険においても債券の役割はあるが、これは後ほど触れるように、新たな種類の債券を必要とする限られた役割になる可能性がある。流動性の提供という重要な役割もある(が、全体的な流動性ニーズは少ない)。戦略的には「デフォルト・プレミアム」を獲得することが、幅広い種類の資産やファクター・リスク・プレミアムのなかで潜在的に魅力的な要素であり、ここから先の低リターンの世界では、アルファへの配分を増やさなければならぬというABの見解は、アクティブ債券投資に十分な余地を残している。しかし、これらすべての議論を踏まえても、デュレーションが長い国債への年金全体のパッシブなエクスポージャーは著しく減少する見込みだ。

年金基金が国債の保有を減らすつもりでいるなら、逆にどの資産クラスの配分が増えることになるのか? ABでは、主な変化は(株式も含めた)実物資産への戦略的資産配分(SAA)が増加することだと考えている。プライベート資産全般への資産配分も増える可能性が高い(これは1つには、投資家のニーズと経済における限界的な資金調達ソースの変化の両方を反映するものである)。長寿リスクに対処する戦略への配分も増えるだろう。

この問題の多くの側面は金融よりむしろ政治と深い関わりがある。実物資産に投資しようとする大規模な年金資産は、それに影響を及ぼそうとしたり、長年温めてきた企画に資金を振り向けさせようとする政治家にとっては非常に魅力的なターゲットになるだろう。そうした企画には、インフラ、ナショナル・チャンピオン企業、環境・社会・ガバナンス(ESG)目標が含まれる可能性がある。一方、年金基金が国債の保有を減らせば、短期債への需要がより頻繁な借り換えにつながるため、絶対ベースの借入コストと債券のボラティリティの両方に関する疑問を生じさせる。そうした疑問はすでに投げ掛けられている。今後数年間に発行予定の大量の債券を一体誰が購入する見込みなのか?

政治的な側面がもう1つある。それは退職後の生活資金を賄うことに伴うリスクがどこにあるのか、ということだ。この数十年の間、このリスクは個人に移転されてきた。議論の余地はあるかもしれないが、個人が(60(株):40(債券)の)パッシブ・ファンドなどの)単純で安価な商品を買やすく、しかもそうした商品が低リスクでインフレ率を大きくアウトパフォームしていた頃は、このリスク移転は容認できるものだった。しかし、ABはもはやそういう状況ではないと考えており、このことは退職年金リスクの個人への移転で暗に示された「社会契約」がまだ維持されているのかどうかという問題を提起している。年金制度全体としての選択肢はABが本稿で考察するように、加入者の退職時期を後ろ倒しさせるか、退職後の年金給付を実際に減らすか、この問題を将来世

代に押しつけるか(これは大量の移民が先進国の人口減少を相殺できる場合に限ってうまくいくだろう)、年金制度がより高い投資リスクをとれるようにするかである。厳しい言い方をすれば、政治的には最後の選択肢が他のものよりはるかに選択しやすいと言える。したがって、我々は各国の財務省が年金規制当局にそのような圧力をかけるとみている。

米国、英国、オランダなどの国では、制度の年金資産が潤沢であるため、政府がまだ困難な立場に置かれていないという意見を聞くことがあるが、それは作り話である。退職年金を賄うために行った投資が結局は不十分だったと判明した場合には、現在の制度がどのように構築されているかにかかわらず、政府が最終的に困難な立場に置かれることになるだろう。もし政府が自分達には責任がないというスタンスであっても、それを変えるには1回の選挙サイクルしかかからない。したがって、年金業界の規制は変わらなければならない。定年退職年齢、社会的移転(社会保障制度)の可能性、年金制度の規制体系、政府支出の資金ニーズ、世代間の公平など、解決していない問題の性質のため、政府だけがそれらへの総合的な対応を計画する義務を負っているのだ。ABは別のレポートで政治と年金の相互関係について詳しく考察する予定である。

このような政治とSAA、年金の最終的な財源の相互作用を示す例は他にもある。日本の年金積立金管理運用独立行政法人(GPIF)は10年前にSAAを大きく変更して海外株式の保有を大幅に増やした。この変更はボラティリティという意味ではポートフォリオのリスクを増大させた。しかし、議論の余地はあるかもしれないが、各国の政府はこうしたことを行うべきである。なぜなら、政府はすべての退職年金コストについて最終的に困難な立場に置かれるが、長期的なリスクをとることができるためである。GPIFが行った変更は、そうした追加リスクをとったことによるリターンが増加分が今や日本の国内総生産(GDP)の10%に達するため、今振り返れば極めて幸運だったように見える。¹

ドイツ政府は少し違う方法で、資本市場に投資する追加の年金制度としてソブリン・ウェルス・ファンドを立ち上げると、2024年初めに発表している。これは新たな取り組みであり、政府債務で資金を賄っているため、GPIFが行った変更とは違う例である。そうした決定を行った政治的背景はさておき、人口構成の変化に直面するなかで実際の年金給付を一定の水準に維持する必要性を、ドイツのこの取り組みは本質的に反映している。

次ページ以降の図表1及び2は、年金を賄う大規模な資産を持つ7カ国の年金制度全体の資産配分を示しており、2017年以降、これらの資産には次のような大きな変化が生じている。

- ほとんどの市場でDBとDCの構成比が変化しており、明らかに後者の方が支持されている
- このようにDCのウェイトが高まる変化があったにもかかわらず、米国と英国では株式への資産配分が減少しており、一方で債券への配分は増加している。そうした資産配分の変化は特に英国で顕著であり、年金制度における株式ウェイトが半減している。米国の年金制度でも過去10年間にわたってパブリック株式を売り越している。²
- オーストラリアとカナダは異なる展開となっており、債券のウェイトが安定しているほか、(株式かオルタナティブのいずれかの)リスク資産が高いウェイトを維持している。

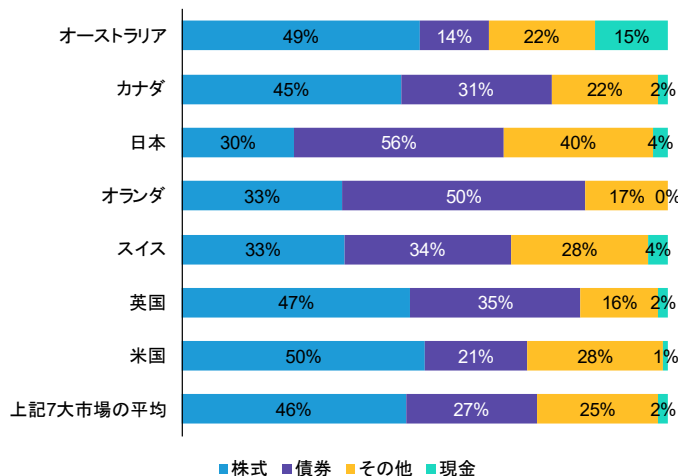
英国の年金制度がリスクを極端に軽減して債券のウェイトを増やしたのは、足並みをそろえるようにさせる規制当局の指示を反映したものである。一般に、これらの年金制度全般で見受けられる債券のウェイトを増やす動きも、(近年まで)安定していたインフレやその小幅な変動実績を反映している。

¹ Robin Harding「What Japan's Most Profitable Policy Experiment Can Teach Us」フィナンシャル・タイムズ(2024年5月15日)
<https://www.ft.com/content/2d66e190-3845-47ac-a764-2c5034a94cf4>

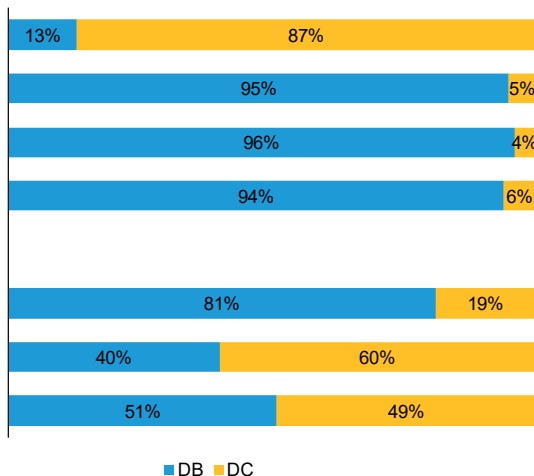
² 企業自らが、パッシブな上場投資信託(ETF)、外国人による米国株式の買い越し規模の方が、米国の年金制度による売り越し規模よりはるかに大きくなっています。

図表 1: 2017 年の資産配分と DB 及び DC の構成比

2017年の資産配分



2017年のDB及びDCの構成比*†



過去の実績や分析は将来の成果等を示唆・保証するものではありません。

端数処理の関係で合計が 100%にならない場合があります。

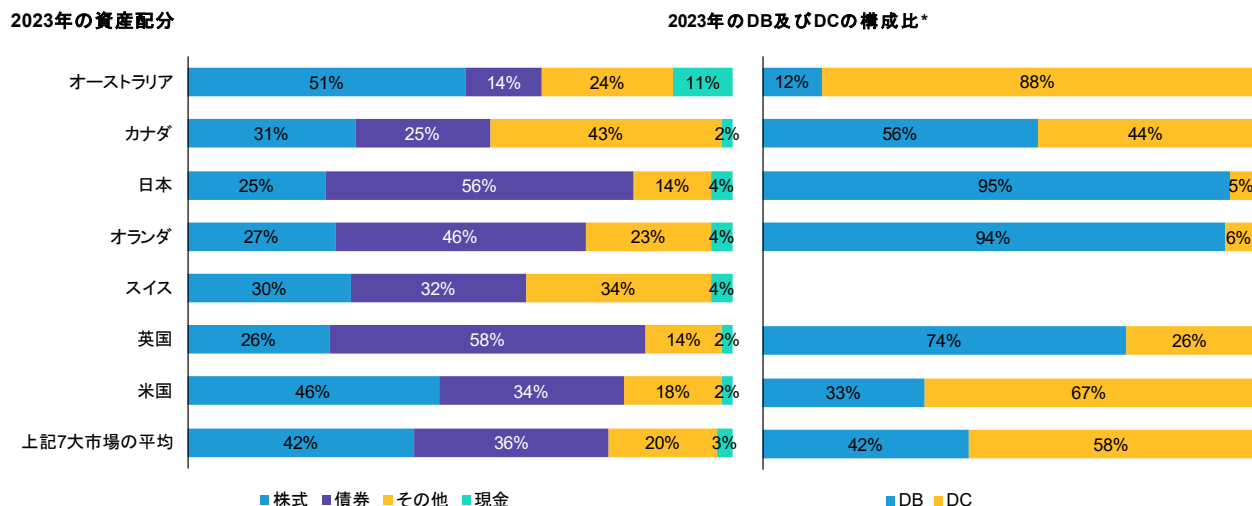
*スイスの DC 資産は現金残高プランであり、プランのスポンサー企業が投資リスクを共有し、すべての資産がプールされます。加入者が投資判断を行い、自らが拠出した資金の市場リターンを受け取るという純粋な DC 資産はありません。そのため、スイスはこの分析から除外しています。

†英国の国家統計局は 2017 年 1 月、それ以前に開示した DC 受給権に関する数値を著しく高く見積もりすぎていたと述べました。その結果、英国の DC 年金資産は、前回行った同様のリサーチと比べると大幅に減少しています。この変化が 7 大市場の平均の DC 資産に及ぼす影響は極めて限定的であり、約 1 パーセンテージ・ポイント (ppt) の減少でした。

2017 年 1 月 31 日現在

出所: ウィリス・タワーズ・ワトソン、AB

図表 2: 2023 年の資産配分と DB 及び DC の構成比



過去の実績や分析は将来の成果等を示唆・保証するものではありません。

図表のデータは世界中で最も大規模な 300 の年金基金を網羅しており、公的年金制度、ソブリン・ファンド、企業プランや、さまざまな雇用主から年金プランを運用する権限を与えられた民間セクター組織が含まれています。

端数処理の関係で合計が 100%にならない場合があります。

*スイスの年金基金資産の大部分は DC であり、現金残高プランの形態をとっています。このプランのスポンサー企業が投資リスクを共有し、すべての資産がプールされます。スイスで純粋な DC 資産が導入されたのはつい最近であり、急成長しているものの、このリサーチに加えることを正当化するほどの規模にはまだ至っていません。

*英国の国家統計局は 2017 年 1 月、それ以前に開示した DC 受給権に関する数値を著しく高く見積もりすぎていたと述べました。その結果、英国の DC 年金資産は、前回行った同様のリサーチと比べると大幅に減少しています。この変化が 7 大市場の平均の DC 資産に及ぼす影響は極めて限定的であり、約 1ppt の減少でした。

*カナダの DC 資産には今では個人勘定が含まれています。過去実績の数値は再掲しています。

2023 年 1 月 31 日現在

出所: ウィリス・タワーズ・ワトソン、AB

図表 1 及び 2 は過去を振り返ったものであり、本稿はそれが今後どのように変化する可能性があるのかを分析する。AB は 2 つの理由から資産配分が変わることになると考えている。1 つ目の理由は、我々が既に高い均衡インフレ率水準と低い実質経済成長率という新たな投資環境にいると考えているためである。これに関する AB の詳細な評価は、最近発行したブック「ポスト・グローバルの世界に関する仮説」(エグゼクティブ・サマリーはこちら)をご覧ください。2 つ目の理由は、年金制度における DB と DC の構成比の変化が加速するとみているからだ。DB 資産は依然としてかなり大きい、年金資産全体に占める割合は下がり続けるだろう。資産フローの観点から DB 資産の大部分が「死に金」という考え方もできるため、今後は興味深い知的な議論や資産の再配分が実際に及ぼす影響は、DC ファンドで起こる可能性が高い。

DB: 重要性が下がる?

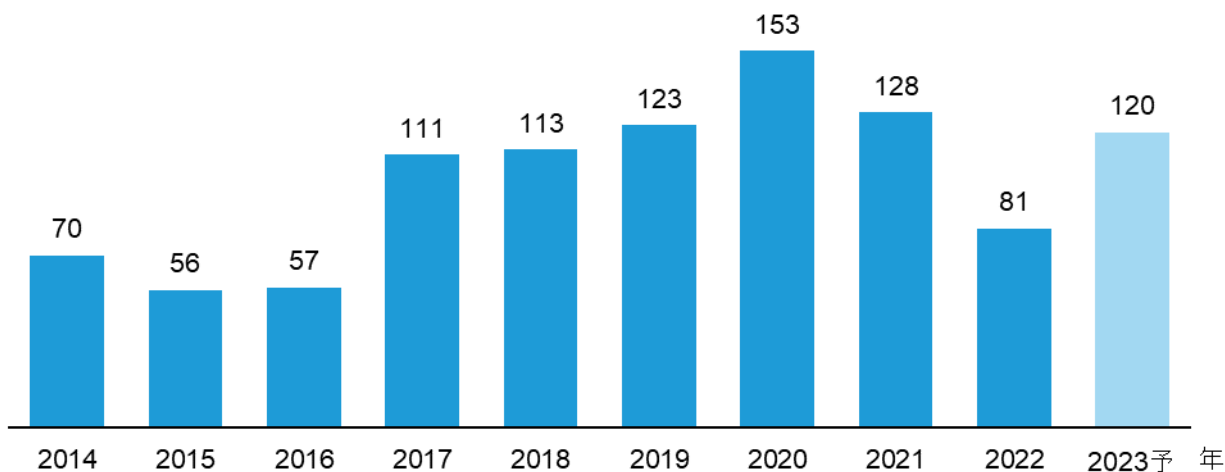
英国の地方自治体や米国の州プランなどの準政府プランは別として、DB は概してバイアウトの方向に進んでいる。金利上昇を受けてファンディング・レシオが改善したことを考慮すれば、今やバイアウトのペースは、以前に想定されていたよりはるかに速くなるだろう。年金業界は保険会社のバイアウト・レートにこだわるかもしれないが、投資の観点からすれば取るに足らないことである。そのような資産の多くはすでに国債に投資されているか、その方向に進んでいるため、誰が保有して運用するかが異なるだけなのだ。バイアウトした保険会社によっては、そうした資産の一部がパブリック・クレジットやプライベート・クレジットに配分される可能性もある。ただし、主要な動きは DC ファンドの SAA が変化していくなかで、そして我々が DB/DC の枠組みを超えて、退職年金制度の次のバージョンはどのようなものになるのかという大きな疑問を抱くなかで起きている。

2023 年は英国で記録的な年金資産額がバイアウトされたほか、米国でもバイアウトが過去最大規模になった年だった(次ページ以降の図表 3 及び 4)。そうしたバイアウトの増加は、債券利回りの上昇を受けて負債の価値が減り、それによってファンディ

ング・レシオが改善したことの直接の結果である。なお、米国企業の DB プランの平均ファンディング・レシオは 2023 年末時点で 104%となっている。³

図表 3: 米国における DB 年金基金のバイアウト規模

米国市場で第 4 四半期に行われた取引の合計 (億米ドル)



過去の実績や分析は将来の成果等を示唆・保証するものではありません。予想は今後変更される可能性があります。

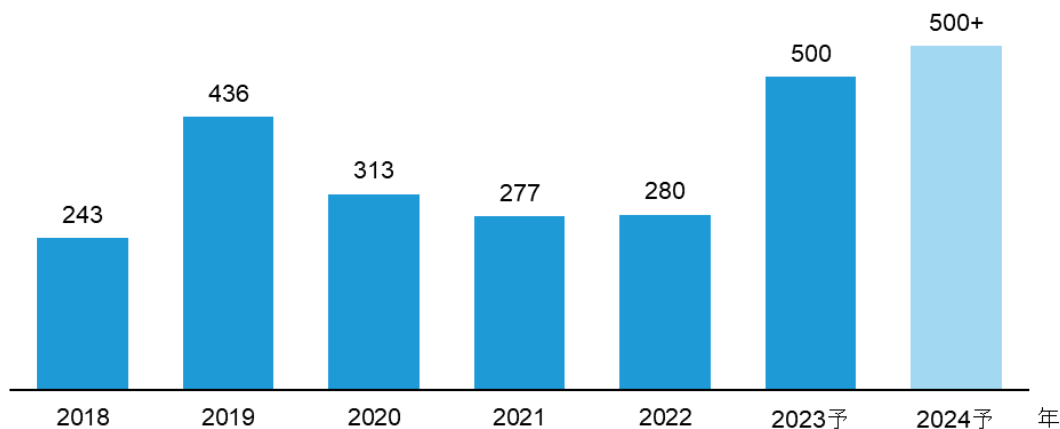
2023 年第 4 四半期の数値は、リーガル&ジェネラル・リタイアメント・アメリカ (LGRA) の予想に基づきます。

2023 年 12 月 31 日現在

出所: LIMRA セキュア・リタイアメント・インスティテュート・グループ年金移転調査

図表 4: 英国における DB 年金基金のバイアウト規模

英国市場で行われた取引の合計 (億ポンド)



過去の実績や分析は将来の成果等を示唆・保証するものではありません。予想は今後変更される可能性があります。

2023 年 12 月 31 日現在

出所: 実績はハイマンズ・ロバートソン・リスク移転レポート 2024 に基づきます。2023 年及び 2024 年の予想はリーガル&ジェネラルの分析に基づきます。

³ 「Pension Solutions Monitor」LGIMアメリカ (2024年6月)

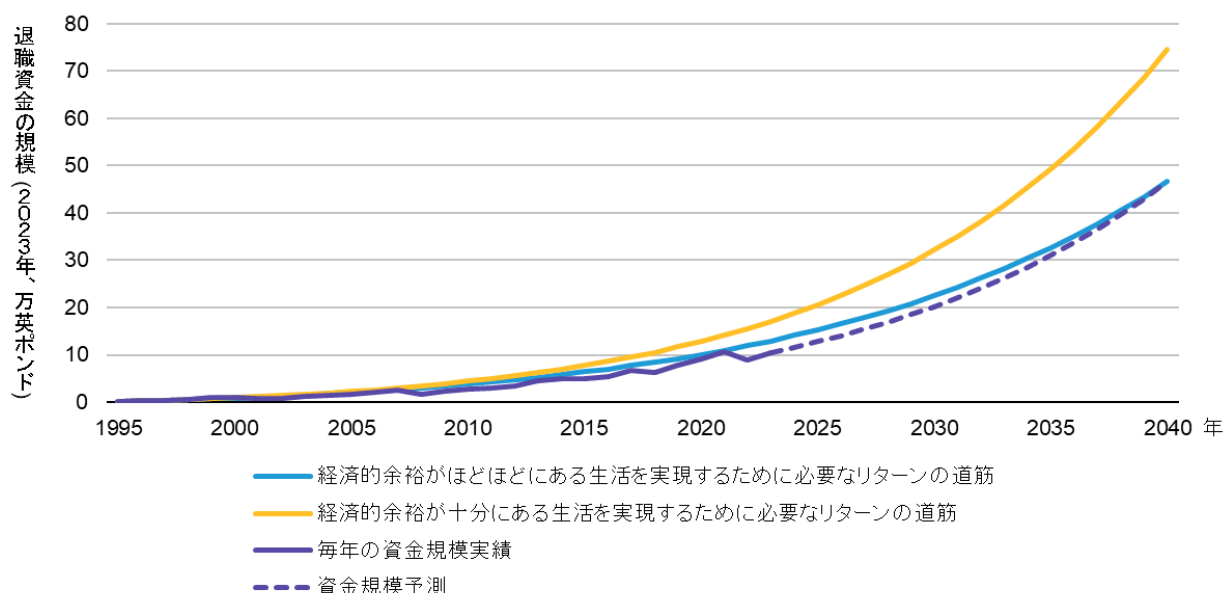
DC:問題含み？

DC ファンドはリスク資産全般への大きな資産配分を維持しているが、ターゲット・デート型の年金制度では加入者が退職年齢に近づくにつれ、資産を債券に再配分する傾向がある。

次ページの図表 5 は、経済的余裕が「十分」または「ほどほど」にある退職後の生活水準を実現するために必要な年金資金の合計額と、理想的には働いている間にその金額までの道筋をどのように展開すべきかを示したものである。また、2040 年がターゲット・デートであるファンドを代表例として使用し、それらのファンドが設立当初から現在に至るまでに達成したリターンの平均もプロットした。

この図表のポイントは、当該ターゲット・デート・ファンドのグループがこれまで好成績を挙げており、運用開始以降で見て年率平均 4.25% の実質リターンを創出していることである。ただし、今後見込まれる実質リターンの低下をしのげるほどのバッファはない。それらのファンドが現在の水準から、経済的余裕が「ほどほど」にある生活水準を実現するために必要な退職年金資産を達成するには、年率 7% の実質リターンを創出しなければならないが、これは大幅に到達できないほど高い水準だと AB は認識している。

図表 5: 2040 年をターゲット・デートとした場合の必要リターンと実績リターン



過去の実績や分析は将来の成果等を示唆・保証するものではありません。予想は今後変更される可能性があります。

この分析は、給与の 8% を年金制度に毎年拠出するほか、給与の年率増加率が消費者物価指数 (CPI) プラス 1% である前提に基づきます。経済的余裕が「ほどほど」及び「十分」にある退職後の生活水準は、英国の年金基金協会 (PLSA) が定義したものです。PLSA は具体的には、英国の平均的な給与の 67% を得られれば経済的余裕が「ほどほど」にある水準、107% を得られれば「十分」にある水準と定義。この分析はまた、退職年齢が 65 歳であるほか、政府のセーフティネットがない前提に基づきます。退職資金規模の実績は、2040 年为目标期日である米国の基金グループを用いて計算。退職資金規模の予想は実質リターンが 5% である前提に基づきます。

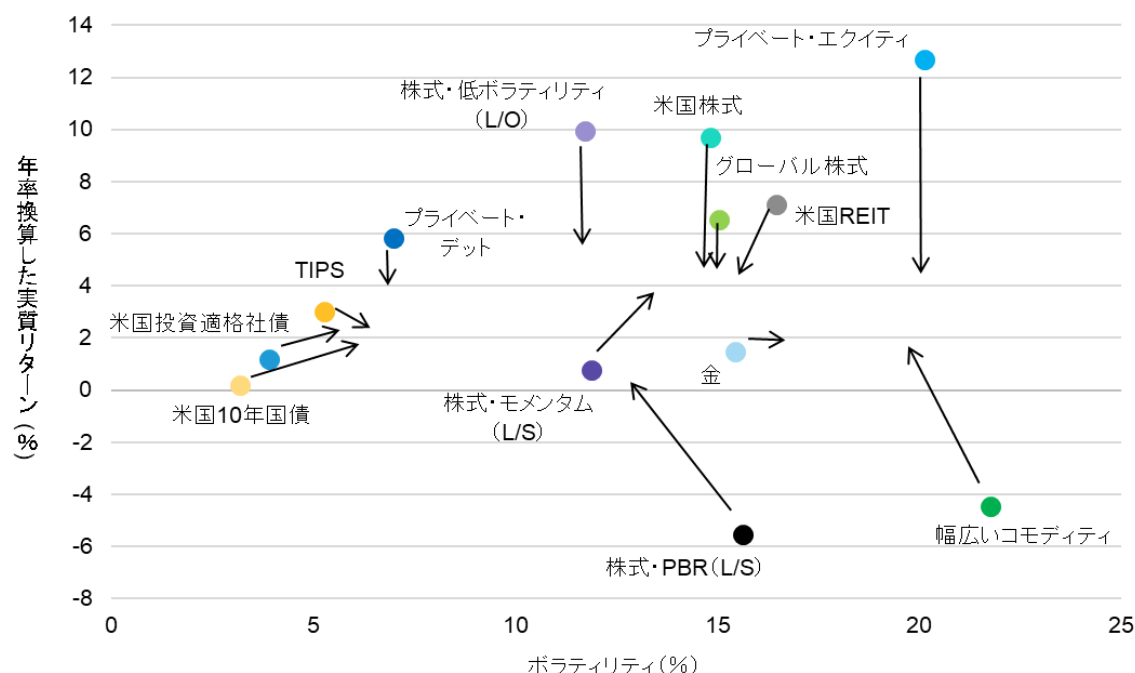
2024 年 5 月 30 日現在

出所: PLSA, AB

一方、英国には国のセーフティネットがあるため、経済的余裕が「ほどほど」にある退職後の生活水準を達成するのははるかに簡単である。必然的に、これから必要なのはインフレに追随することになるため、実質リターンはゼロでも十分だろう。ただし、① 経済的余裕が「十分」な水準を達成するには、依然としてかなりの実質リターンが必要になることに加えて、② 政府債務の対 GDP 比率が過去 80 年間のレンジの上限にあることから、国のセーフティネットの実質ベースでの金額については疑問視しなければならない。そうした政府の制約を踏まえれば、人々が現在の制度にどのくらい依存する意思があるのだろうかという疑問が生じる。出生率の低下や相対的に見た若者の経済的困窮を踏まえれば、国のサポートは将来的にも十分なのか、というさらなる疑問も生じる。

しかし、今後のリターンはどの程度になる可能性があるのだろうか？ABでは、今後10年間に投資家にとりうる実質リターン／リスクの「スペース」について、過去40年間にとりえたものより縮小しそうだと考えており、最近発行したリサーチのなかで詳しく議論している(図表6)。主な資産クラスのリターンがまだ実質ベースでプラスになっていることを踏まえれば、これはそこまで弱気な予想ではないが、厳しい予想であるのは間違いないだろう。

図表6: 痛みを伴う洞察: 実質シャープ・レシオの低下が見込まれるため、負債が実質ベースである場合は、リスク水準を引き上げる必要が生じる



過去の実績や分析は将来の成果等を示唆・保証するものではありません。予想は今後変更される可能性があります。

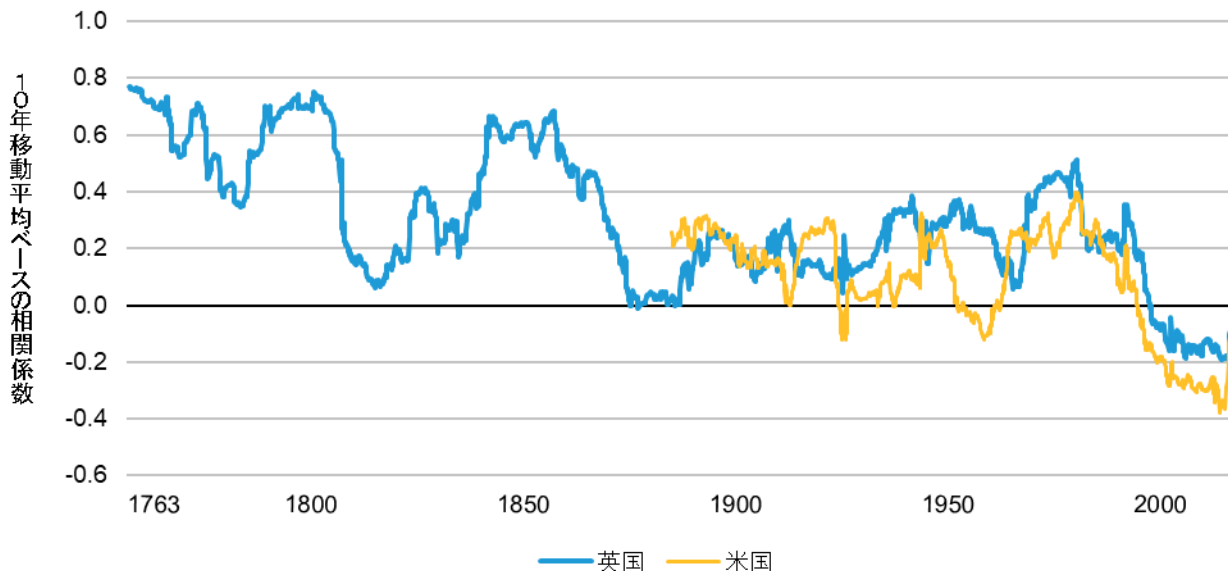
L/O: ロング・オンリー、L/S: ロング／ショート、REIT: 不動産投資信託、TIPS: インフレ連動国債。丸は、投資家が購入できる主なリターン創出源の2010年1月～2022年12月の実質リターンとボラティリティ。矢印は、ABの機関投資家向けソリューション・チームによる今後5～10年の予想。プライベート・エクイティのリターンに関するデータは、1986～2019年に組成された1,562のファンド(完全に清算されたパートナーシップを含む)から収集された、ケンブリッジ・アソシエイツの米国プライベート・エクイティ指数に基づきます。すべてのリターンは手数料、経費、キャリア・インタレスト控除後ベース。データは運用会社に無償で提供されています。プライベート・エクイティのボラティリティは、レバレッジを15%と想定してMSCI米国小型バリューストック指数から推定。プライベート・デットの過去実績と今後のボラティリティは、米国のパブリック投資適格クレジットのボラティリティとして示します。その数値水準は、米国のパブリック・ハイイールド債券とブレキン・ダイレクト・レンディング指数の過去実績ボラティリティの間です。ファクター投資の今後のボラティリティは、1850年以降の過去実績レンジ並みになる前提に基づきます。

2023年10月5日現在

出所: ケンブリッジ・アソシエイツ、ファクトセット、FRED(米国連邦準備銀行の経済データ)、ケネス・R・フレンチ・データ・ライブラリー、ブレキン、トムソン・ロイター・データストリーム、AB

さらに、課題はなお一層困難なものになるかもしれない。図表6はただ単に、変数が1つである場合の各資産クラスのリターンを示しているにすぎない。ABはまた、この数十年間は大きな分散投資効果をもたらしてきた株式と債券の負の相関が続くことはなく、むしろより正常な弱い正の相関に戻るだろうと考えている(次ページの図表7)。株式と債券のリターンが正の相関であるのが歴史的に見れば正常であるのだが、今後10年間もこの相関が当てはまるとみている。その根拠は、構造的インフレに働いている主要な力(脱グローバル化、人口動態、エネルギー移行)がすべて、経済成長に依存しないか、もしくは低成長につながるかのいずれかであるためだ。なお、これにより、この数十年間の経済成長とインフレの関係が正常な正の相関から反転し、負の相関となっている。

図表 7: 長期的に見た株式と債券の相関



過去の実績や分析は将来の成果等を示唆・保証するものではありません。予想は今後変更される可能性があります。

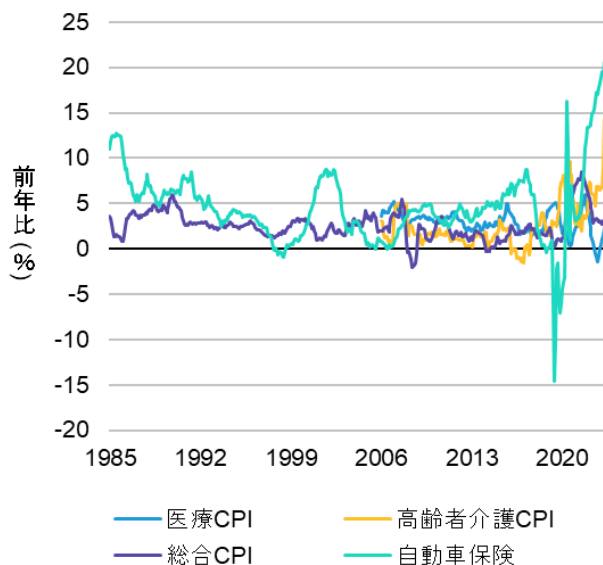
株式と債券リターンの 10 年移動平均ベースの相関係数。

2024 年 3 月 31 日現在

出所: グローバル・フィナンシャル・データ、ロバート・シラーのデータベース、トムソン・ロイター・データストリーム、AB

AB の考察の重要なポイントは、均衡インフレ率がこの数十年間の水準より高まるだろうというものである。その原動力は脱グローバル化、人口動態、エネルギー移行の組み合わせが及ぼす影響である (AB はそれについて最近発行したリサーチで考察している)。特定の国の消費者物価指数 (CPI) 総合指数についての議論とは異なり、個人が老後の支出ニーズをカバーすべく貯蓄しても、インフレが高まりかねない複数の要因に直面する可能性がある。医療コストと保険コストはしつこいインフレが生じる良い例であり、CPI の伸びをはるかに上回っている (次ページ以降の図表 8 及び 9)。例えば米国では、高齢者介護費用の過去 10 年間の上昇率が年率平均 3.2% となっている。そのインプリケーションは、ただ単に購買力を維持するためだけに、CPI を数パーセンテージ・ポイント (ppt) 上回るリターンを貯蓄商品で達成する必要があるかもしれないというものだ。

図表 8: 米国の投資家が直面するさまざまなインフレ率

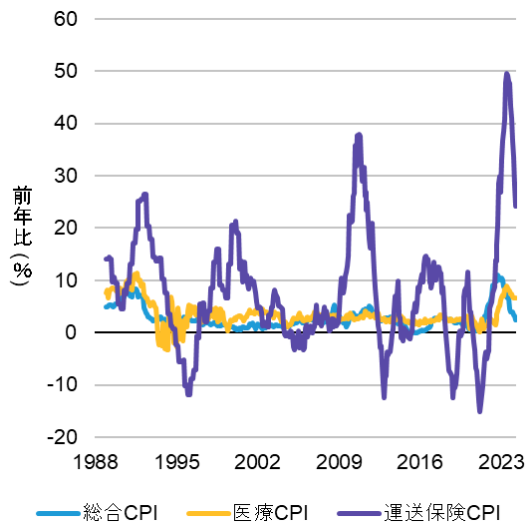


過去の実績や分析は将来の成果等を示唆・保証するものではありません。

2024年4月30日現在

出所: トムロン・ロイター・データストリーム、AB

図表 9: 英国の投資家が直面するさまざまなインフレ率



過去の実績や分析は将来の成果等を示唆・保証するものではありません。

2024年4月30日現在

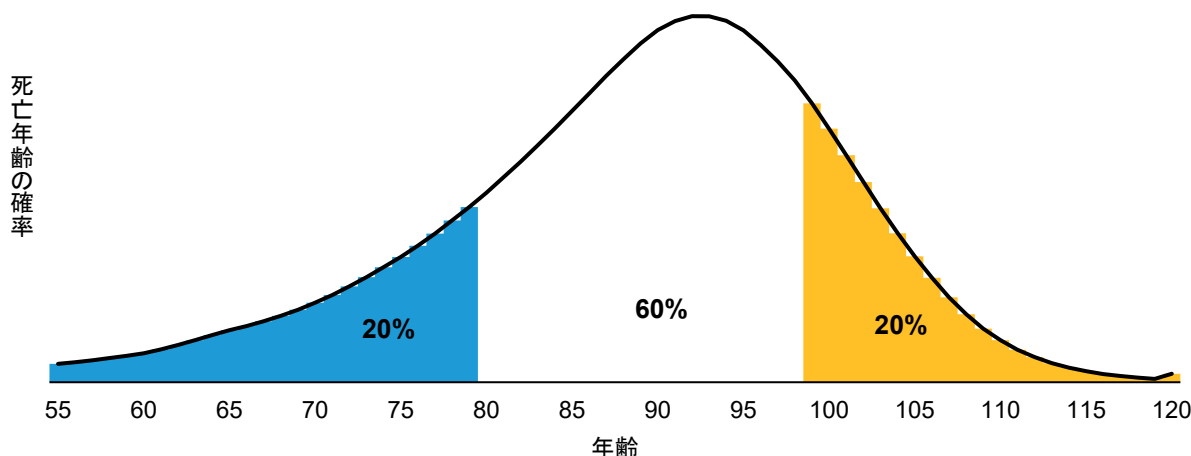
出所: トムロン・ロイター・データストリーム、AB

このような均衡インフレ率の高まりによってさまざまな定義のリスクにも緊張が生じる。リターンのボラティリティとして測定されるリスクもあれば、他の尺度の投資リスクもいくつかある。代表例が購買力の喪失というリスクだろう。ABの見解は、購買力の低下が最終的には他のリスクより重要だというものだ。そうである場合、そのリスクを軽減するには新たな投資アプローチが必要になる可能性があるだろう。

長寿リスクをプーリングする DC プランの加入者は、負債管理者の今後の債券需要を刺激するのだろうか？

退職者が直面する最も重大な個別リスクの1つは長寿である。20%の確率で80歳までしか、言い換えれば65歳以降15年に満たない期間しか、貯蓄を必要としないかもしれない。しかし、同じ20%の確率で、そうした資産を35年以上維持し続ける必要があるかもしれない。富豪以外の誰もが、何らかのプロテクションなしでは、このレベルの不確実性に対処することはできないだろう。

図表 10: 死亡年齢の確率分布



例示のみを目的としています。

出所: AB

DB 年金プランは伝統的にこの長寿リスク・プーリングを提供してきた。彼らは短期的なファンディング・リスクの管理に重点を置いており、債券のイールド・カーブを参考にして当該リスクを評価しているため、成り行き上、自然に長期債の買い手となる。短期間的に絞った支払い能力の管理体制であるため、半ば強制された買い手だとする向きもあるだろう。

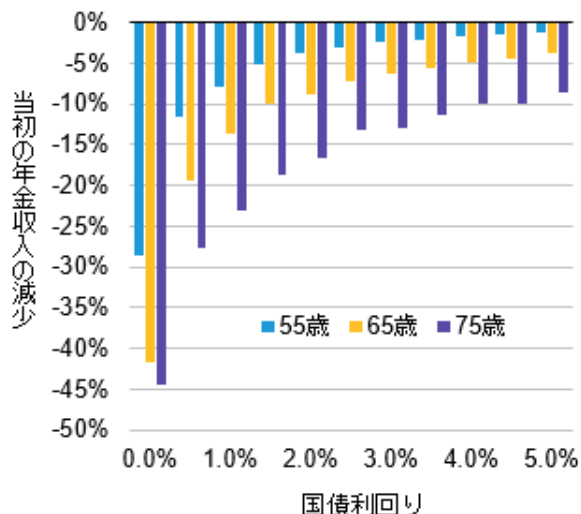
債券利回りが低下し、寿命が長期化するにつれ、DB プランは雇用主にとってひどくコストがかかるだけでなく、リスクを伴うようになった。DB はそのため、民間セクターのごく少数の従業員を除いて新規加入者の受け入れを終了してしまった。長寿リスクからのプロテクションという流れのなかで、DC プランは DB の債券需要を置き換えるのだろうか？ そしてそれはどのように起きうるのか？ 保険をベースにした終身年金や保険ではない集団投資プーリングの利用が、債券需要の新たなソースを提供するのだろうか？

長寿プーリングへの移管に課題があるため、強い債券需要を主張する向きは限定的

DC 加入者の積立金を長寿プーリングへ移管することは大きな課題に直面している。そのため、それらのプーリングが発展し、その過程で大きな債券需要が生まれるだろうと主張する向きは限定的だと AB は考えている。死亡リスクの実現、すなわち、加入者が早期に亡くなってしまい、DC プランから少額の資産しか受け取れない確率は非常に高い。実際、図表 10 に示す死亡年齢の分布はそうした問題を明らかにしており、我々の最初の課題を提起するものである。

課題 1: 死亡リスク(早期に亡くなるリスク)からのプロテクションは個々人で大きく異なる費用を伴う。 DB プランにおいて早期に死亡した場合の年金額の取り決めについては理解しているかもしれないが、このようなリスクをシェアしている仕組みにおいて早期に死亡した場合、他の長生きしている加入者の年金給付を賄うために苦勞して貯めた積立金を差し出さなければならない事実を、個人はどのくらい理解しているのだろうか？ DC プランでは、この問題がより困難になってしまっている。DC では加入者は自身の資産に対して強い所有者意識を持っており、自身の余命に対してある種の「賭け」を行って、早期に死亡した際に資産の所有権を他人に差し出すのは感情的に難しいだろう。その痛みを和らげることができるのが、死亡時に資産を返還する(給付額は少なくなるが)か、扶養家族に条件付き年金を給付するかのいずれかによるプロテクションである。どちらのプロテクションも提供するのに費用がかかるが、図表 11 及び 12 が明示するように、個々人の年金の状況や直近の利回り環境によってその費用は大きく変化する。

図表 11: 資産のプロテクションのための当初の年金給付の減少は、利回りとともに年齢が低ければ低いほど大きくなる

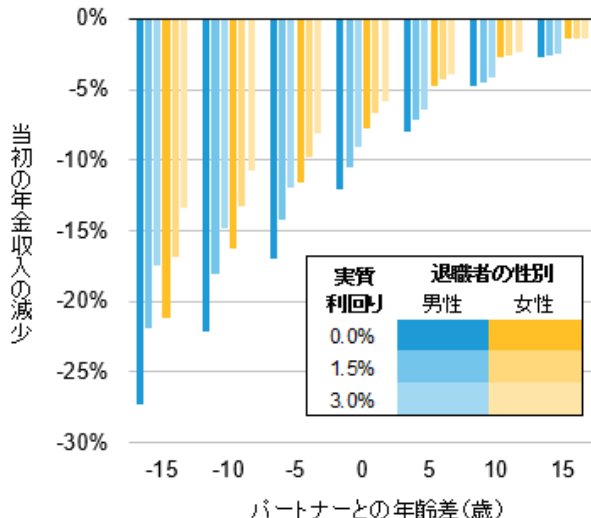


過去の実績や分析は将来の成果等を示唆・保証するものではありません。

2024年6月30日現在

出所: 英国アクチュアリー会の継続死亡率調査委員会 (CMI)、AB

図表 12: 扶養家族が 65 歳である場合の当初の付帯年金給付の減少幅は、パートナーとの年齢差や国債利回りによって変わる



過去の実績や分析は将来の成果等を示唆・保証するものではありません。

2024年6月30日現在

出所: CMI、AB

このような状況において、(早期に死亡した場合に長寿プーリングへの貢献はしない)長生きした場合のためだけに長寿プーリングに参加したいと考える人であっても、このような保証の対価を払う必要があることは驚きではない。提供するものがプロテクションのある年金であれ、条件付き年金であれ、年金受給者が 65 歳である場合、費用は概して当初の年金給付を平均 10%ほど減少させるものである。ただし、条件付き年金の場合、(伝統的な結婚があまり一般的ではなくなり、定年退職後に離婚するケースが増えている)今日の世界では管理するのが一層厄介になる。また、独身や年上のパートナーがいる人が、他人がそれぞれ行ったライフスタイルの選択に対して喜んで相互支援するかどうかもわからない。

唯一、国債利回りの上昇を受けてプロテクション費用が減少しているのは朗報だろう。

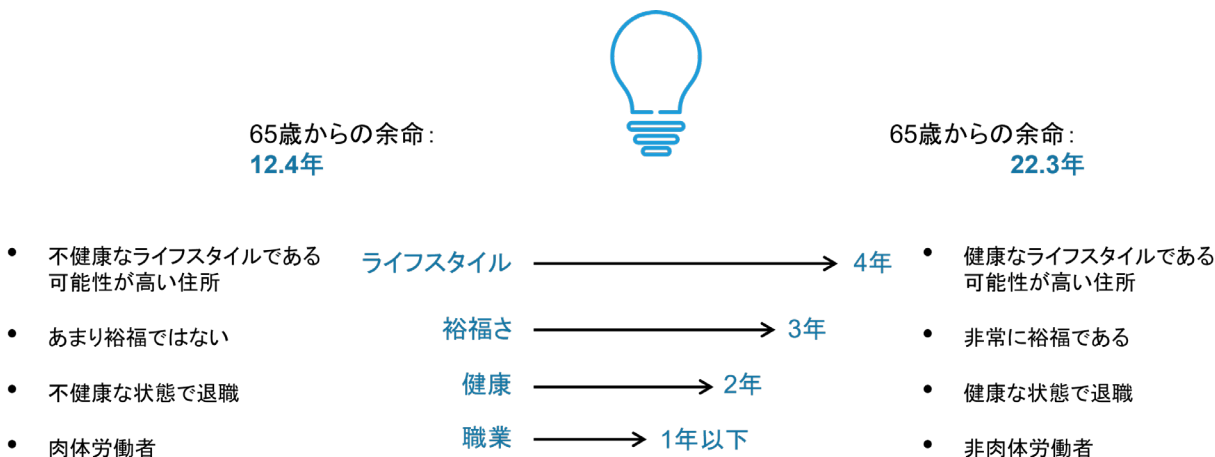
確かに、長寿プーリングがもたらす年金給付の変化は、個人が求めるプロテクション要件に及ぼす影響という観点だけでなく、彼らの定年退職時の個人的な状況によっても異なる。これが我々の第二の課題である。

課題 2: 予測可能なファクターに基づくと、長寿リスクからのプロテクションがもたらす年金給付の変化は、個々人で著しく異なる可能性がある。年金加入者の一人一人がどのくらい長生きする可能性があるのかについて分布は、既にも実証されているが、多くの人が理解しているように、寿命の予測は極めて困難である。その結果、例えば 90 歳の予想平均寿命だけに焦点を当てた資産管理プロセスは、退職後のニーズを効率的に管理するという点で、多くの人を失敗させてしまう可能性が高い。

しかし、予想平均寿命は、単純で既知のファクター、すなわち、性別や年齢だけでなく、富、社会経済的なグループ、民族、(米国の退職者の 25%弱が罹患している 2 型糖尿病などの)既存の健康状態を含むグループに基づく同質グループによってかなり異なる可能性があることはあまり知られていない。次ページの図表 13 を見てもらいたい。想定される平均余命が個々人でどのように異なる可能性があるのかを、英国のクラブ・ピタが行った分析に基づいて簡単にまとめている。

これを踏まえると、DC 加入者向けの長寿プーリングにはかなり大きな課題がある。長寿プーリングが提示する条件がこれらのファクターを考慮していない場合、社会的に極めて不公平だと思われる形で、財産の譲渡が起こることが多いとみられるからだ。そして、この問題はしばしば深刻になる。なぜなら、プーリングの中で最大の年金給付を受給している人が想定される余命が最も長い可能性があり、プーリングの主な受益者である少数の幸運な参加者が、極めてエリートで社会的に多様でないグループに属することが多いからだ。言い換えれば、引受プロセスや資産プロテクションがないプーリングの結果が、社会の最も貧しいメンバーから最も裕福なメンバーへの大規模な財産移転につながるのであり、本質的に著しい逆累進性があると言える。

図表 13: 長寿リスクを構成要素に分解する:
DC 向けの長寿保険ソリューションには個々人の引受プロセスが必要である



例示のみを目的としています。

出所: AB

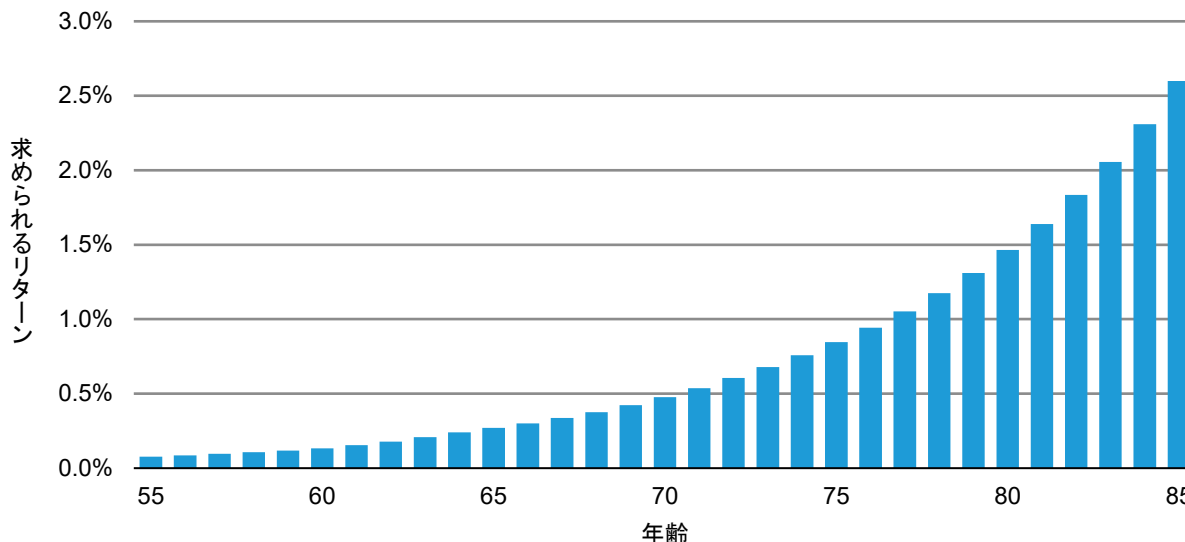
上記の2つの課題を考え合わせると、政策立案者や多くの人が、長寿プーリングの導入が効率的な退職年金制度に望ましいと考えているのは理解できるが、幸運な少数の年金を相互支援するために社会の多くが受け取る年金額が減少するといった重大な問題を避けるためのプロテクションを提供するには少なからぬ費用がかかる。このように社会的公平及び公正への考慮は、DCプランにおける個人の長寿プーリング利用の拡大を抑制する可能性があり、実際にそのような抑制が起こっているのは明らかだろう。この懸念によって、このようなプーリングを提供するDCプランが(DBと同様の方法で)債券に投資し、債券の大規模な買い手になる可能性が抑制されている。

長寿プーリングへの参加が遅くなると債券の需要が減少し、そしてデュレーションが短くなるだろう

長寿プーリングが直面するそうした社会的課題を克服できるという前提に立ち、ABの研究は2008年に(レポート「Avoiding the Next Pensions Crisis (次の年金危機を回避する)」)のなかで、ほとんどのDC加入者は年金額が限られるため、75歳より前にプーリングに参加することは最適ではないと立証した。この研究はまた、年金保険をプーリング手段にすると、プーリングへの参加を75歳まで遅らせると費用が最小限になることも示した。この点を最もよく示したのが「長寿ドラッグ」費用と呼ばれるもの、すなわち、1年後に購入した年金保険のリスクフリー・レートを上回る費用増加分であり、長寿プーリングへの1年間の不参加によるコストを表している。

この費用の増加分は概して健康な個人が75歳になるまで1%をはるかに下回り(次ページの図表14)、したがって、最も保守的な投資ポートフォリオでさえ容易に達成できるリターン水準も下回る。さらに、年金保険の加入によって個人が自分自身の資産への柔軟なアクセスを失うことや、定年退職してまもない数年間に経済的ニーズや健康に関する重要な情報が得られることを考慮すれば、75歳より前の年金保険の購入を主張する向きはごくわずかである。

図表 14: 長寿プーリングへの参加を遅らせることに伴う費用:「長寿ドラッグ」は年齢とともに急増する



過去の実績や分析は将来の成果等を示唆・保証するものではありません。

2024年6月30日現在

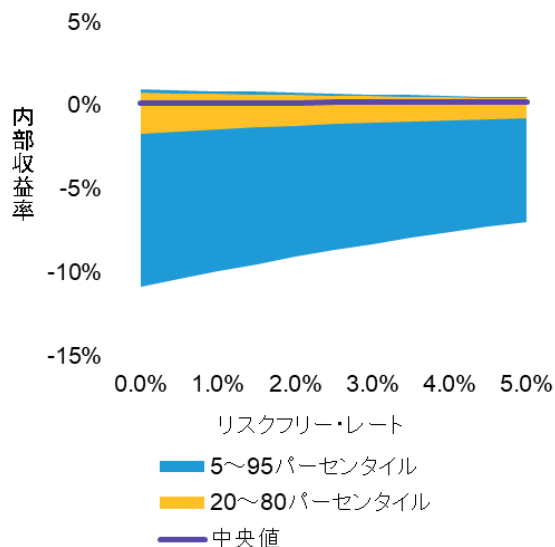
出所: AB

この単純なアドバイスが債券市場にもたらす影響は重大である。65歳ではなく75歳時点に変わること、年金保険を支えるのに必要な債券の平均満期は、15年近くから11年まで短くなる。これにより、発行する債券の平均満期も30年から20年近くまで短くなり、仮に年金だけが資金源であるならば、発行体が借り換えなければならない債券が1年につき50%増加するだろう。加えて、個人は概して退職後の10年間で財産の30%を使い果たすことから、短期債のみならず、最大で30%も債券需要が低下すると論じている。年金化に対する最良のアドバイス(長寿年金の活用)が、年金プランからの債券需要の減少と、デュレーションが短い債券への発行集中という帰結をもたらすだろう。

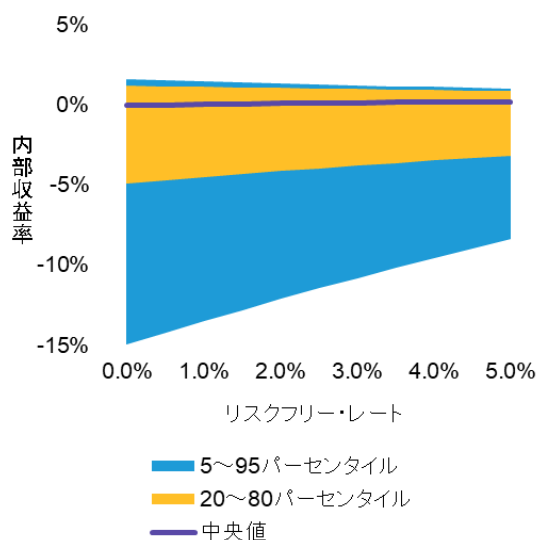
しかし、朗報もある。債券利回りの上昇を受けて長寿プーリングがより魅力的になり、債券需要が増加しているのだ。

個人の購入者にとっての長寿プーリングの魅力を考える1つの方法は、さまざまな年齢で死亡する確率を考慮に入れた上で、(リスクフリー・レートを上回る)達成しうる内部収益率の分布を通して考えることだ。(長寿プーリングを担保するのに用いられる)債券の利回りが上昇すれば、この内部収益率の分布が個人にとってより魅力的になるのは驚きではない。この分布は確かに、低金利環境にいるリスクを嫌う購入者でさえ、年金保険が極めて不人気になっている理由を明らかにする非常によい方法である。また、保険料を払った対価を確実に得られるように、年金保険を死亡リスクから保護する必要性も説明している。具体的には次ページの図表15及び16が示すように、各年金保険に10年保証を適用する前提で分布の極端に悪いケースを抑制すると、65歳では金利環境によって1~7%、75歳では金利環境によらず約5%の費用がかかる。

**図表 15: 年金保険のリスクフリー・レートを上回る
内部収益率: 65 歳**
さまざまなリスクフリー・レートにおける確率分布



**図表 16: 年金保険のリスクフリー・レートを上回る
内部収益率: 75 歳**
さまざまなリスクフリー・レートにおける確率分布



過去の実績や分析は将来の成果等を示唆・保証するものではありません。

2024年6月30日現在
出所: CMI、AB

過去の実績や分析は将来の成果等を示唆・保証するものではありません。

2024年6月30日現在
出所: CMI、AB

インフレに対するプロテクション・ニーズを受け、年金受給者向けの新たな種類の債券が必要になるかもしれない

AB がかねてから言及しているように、退職者はインフレの影響から保護される実質所得を必要としている。しかし、インフレから保護される年金保険は概して高かつき、当初の年金給付を定額年金よりも 35% ほど減少させてしまう。そのため、当初の収入減を嫌がる一般的な退職者には手が出ない。

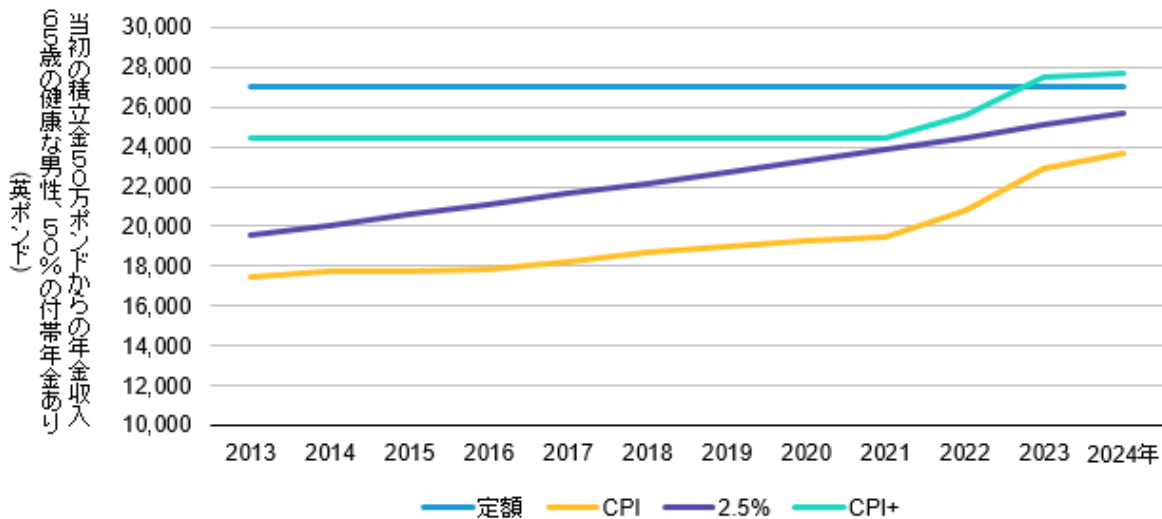
その上、低い割引率の適用によって、購入者が直面する死亡リスクやそのリスクから保護する費用を高く見積もられている（なぜなら、インフレからのプロテクションを加えることで、基本的に利回りが名目から実質に低下するためである）。そのため、そうしたプロテクションを提供する費用は、当初の年金給付を 10% 減少させるものから 20% 近く減少させるものもある。

年金保険は何らかの定期的な増額やインフレ・キャップ付きで購入すれば、想定されるインフレ水準を相殺することができる」と示唆する向きもある。しかし、そうした特約付きの購入は両方の世界の最悪な部分、すなわち、当初の年金給付の減少、死亡リスクの引き上げ、予期せぬインフレからのプロテクションの欠如をもたらす。実際、現在の予想は均衡インフレ率が高まるだけでなく、かなり不安定になると見込んでいるため、このアプローチはほとんど意味を成さず、どちらかと言えば実質所得を必要とする個人向けより保険会社や債券発行体向けのソリューションである。

実際には、多くの投資家がある閾値を超えるインフレからのプロテクションを必要としている。例えば 3% の閾値で、インフレ率が閾値未満の場合は年金給付が横ばいとなるが、閾値以上の場合には、年金給付はインフレ率から閾値を差し引いたのと同じ割合で増加する。このソリューションは多くの人に見受けられる U 字型の消費パターンによく合致し、必要なインフレからのプロテクションを長期にわたって提供し、死亡リスクを低減し、当初の年金給付を高いままに維持し、したがって退職年金給付を提供するための総費用を削減できる。このソリューションの課題は、そうしたプロテクションの提供を可能にする金融商品を保険会社がどのくらい利用できるのかである。それは興味深い形態の国債運用になる可能性がある。そして、そうしたプロテクションを提供する新たな種類の債券が、政府の好ましいインフレ管理を促す可能性もある。そのような債券は名目債より低い利回りで発行されるだけでなく、インフレ目標に達した場合はもはや利払い費用がかからなくなるだろう。

図表 17: 年金保険を用いてインフレからの保護を手頃なものにする:

当初の年金収入 対 インフレからの保護



過去の実績や分析は将来の成果等を示唆・保証するものではありません。

2024年6月30日現在

出所: CMI、AB

図表 17 は、2013 年に 65 歳だった退職者にとって、さまざまな種類の年金保険がどのように展開してきたかを示している。

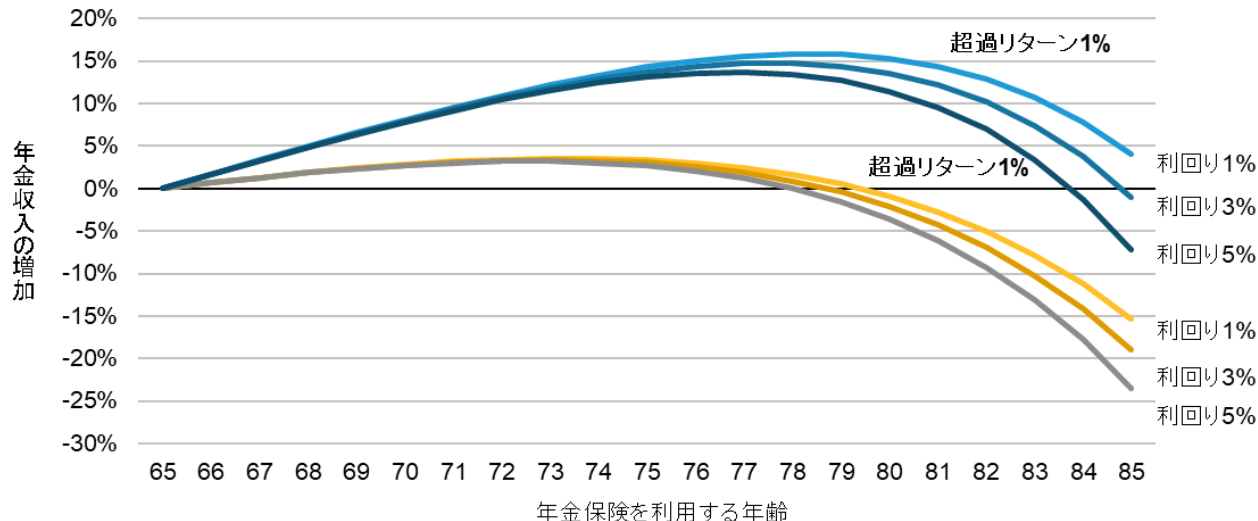
- 定額年金保険は最も多額の年金給付を提供したが、その支払い能力は最後の数年間には大幅に低下していただろう。つまり、当初提供した年金給付は最大であったが、定額年金保険は実質ベースではインフレを受けて衰え続け、退職後の最初のわずか 11 年間ですでにかなりの支払い能力を予想外に失っていただろう。
- CPI 連動年金保険は実質的な支払い能力を維持した(名目上は年金給付が増えていた)が、それには当初の年金給付の減少という点で非常に高い費用を伴っていただろう。具体的には 35%も年金給付が減っており、最も裕福な退職者以外のすべての人々にとって耐えがたかっただろう。さらに、その費用を完全に回収するのは退職者がかなり高齢になってからであるため、早期に亡くなった人々は費用を回収できないだろう。
- 2.5% 逦増年金保険は、議論の余地はあるかもしれないが、実質所得を維持しただけでなく低インフレの期間に実質的に増加させたが、繰返しになるが、それには当初の年金給付を約 25% 割り引くという高い費用を伴っていただろう。また、インフレからのプロテクションの予測可能性はあまり優れたものではなく、近年の巻き戻しのペースが速かったことも警戒すべき点であろう。
- (インフレ率が 2.5% を超えた場合に限り年金給付を増やす)CPI 連動+の年金保険は、近年の高インフレがもたらした最悪の影響から購入者をなんとかプロテクトできたが、そのための費用は相対的に低く、当初の年金給付を約 10% 減少させるだけですんでいた。

長期的な収入のために債券を利用するのは個人にとって経済的に高くつくため、極めて短期的な資金ニーズ以外については、すべての投資家は、債券の利用を避けるべきである。ただし、金利上昇を受けて重要は増加するはずである。リスク資産のリターンが低い場合は特にそうだ

長寿プーリングの利用増加への最後の課題は、支払い能力に求められる要件の結果として、そうしたプーリングが概して債券に直接的または間接的に担保されている点であり、DB プランが直面する課題に似ていなくもない。年金加入者の個々人が長期にわたって株式ではなく債券に投資する経済的費用は非常に高くつく。この問題は据置年金などの商品の利用によって深刻になる。据置年金は基本的に、参加者の投資期間が最も長い資金を債券に割り当て、期間が最も短い資金のみを資本市場に投資する。

図表 18 では、(キャッシュ+1%とキャッシュ+2%のリターンを創出する各ポートフォリオの)経済的費用を長寿プーリングへの参加を遅らせる費用と組み合わせており、この分析は、低金利環境では長寿プーリングへの参加を遅らせるべきであることを示している。また、リスクフリー・レートを上回って創出できるリターンのプレミアムが高ければ高いほど、参加を遅らせるべきである。この分析がうまく明示しているのは、我々が生きてきた時期が長寿プーリングへの参加を遅らせることが最も好ましい局面であり、低金利や市場で得られる超過リターンが、参加を遅らせた年金加入者に大いに利益をもたらしてきた点である。今では利回りが上昇し、リスク調整後ベースの超過リターン見通しが低いものになっているため、今後は年金保険を早期利用する退職者が増えるはずである。ただし、詳細はこれくらいにして、年金化のタイミングを考える際、うまく機能する経験則として 75 歳を最適年齢とすることは、この分析との一貫性があるようであり、そしてそれは、(AB が 2009 年に行った最初のリサーチの結論を補強して)たとえどのような環境であろうと結論は変わらない。

図表 18: 年金保険をいつ利用するのか: 投資機会 対 長寿コスト
さまざまなリターン前提における退職年金収入の増加



過去の実績や分析は将来の成果等を示唆・保証するものではありません。

2024年6月30日現在

出所: CMI、AB

長寿プーリングの代替アプローチである投資連動年金保険と共同 DC は、債券への依存を減らす見通しである

年金市場では、債券への依存を減らすことを目指す長期プーリングの代替アプローチが 2 つ提案されている。投資連動年金保険と共同 DC プランの 2 つである。投資連動年金保険については、市場リスクをヘッジする必要性が極めて高く、債券の利用は減少し、利回り低下をヘッジするためだけにデリバティブが活用されている。

これらすべてのアプローチの利点を組み合わせたもう 1 つの代替アプローチが、ターゲット・デート・ファンドを補完する「終身引出保証付き給付」保険の利用であり、AB のレポート「Levelling the Retirement Income Playing Field (退職年金収入の条件を公平にする)」で取り上げているが、この保険は変額年金保険と同様に、長期的な金利リスクよりも株式市場リスクのヘッジ費用に敏感である。

現在のところ英国で提案されている共同 DC プランについては、時間を 30 年巻き戻した DB プランと考えられる可能性がある。このプランの場合、債券利回りをベースにした短期的な支払い能力を実証する必要性がなくなり、支払い能力は代わりに長期的な最良推定値ベースになる。そうしたアプローチが引き起こしかねない大きな規制問題はさておき、債券が果たす役割は最小限であり、利回りがあまり魅力的ではなくなった場合は特にそう言える。ただし、そうしたプランが引き起こしうるスキャンダルをきっかけに、最終的には、そして再び DB プランと同様のソルベンシー規制の対象になったり、債券需要の影響を受けるだろう。実際にそれが概ね、これまでにこのプランを導入した 1 つの市場であるオランダで起こったことである。

退職時期を後ろ倒してさらに貯蓄するのか？

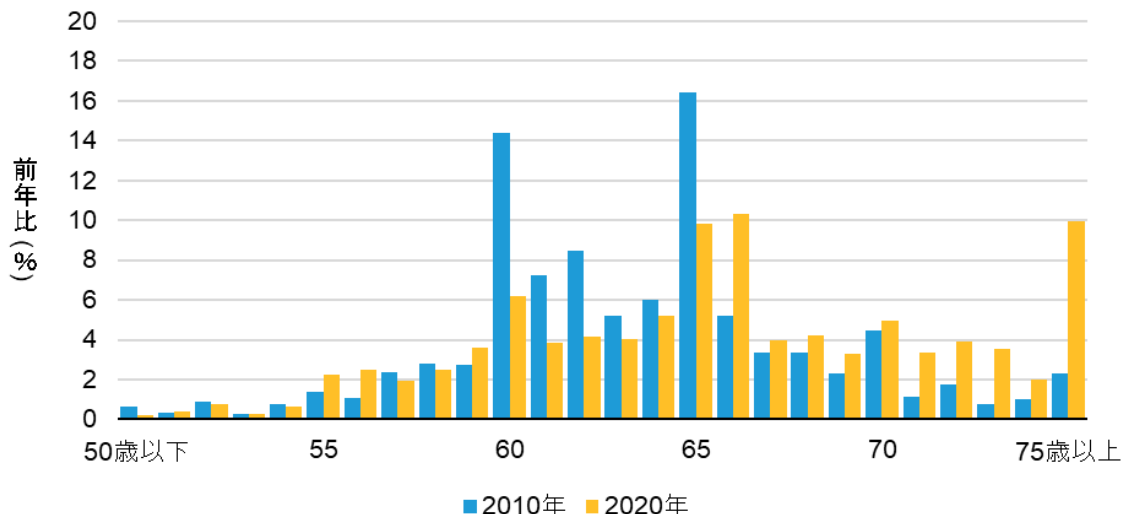
株式リターンの低下、株式と債券の正の相関、インフレ率の高まりにより、DC プランは加入者との気の進まない歩み寄りをせざるをえなくなっている。加入者の選択肢は退職時期を後ろ倒すか、拠出額を増やすか、退職年金給付の悪化を受け入れるか、高い投資リスクをとるかである。だが、個々のファンドではなく年金制度全体としてはもう 1 つ選択肢がある。イタリアなど、何とか退職年金を賄おうと試みたわけでもない国がそうしているように、後世にリスクを転嫁するという選択肢である。しかし、このアプローチは世代間の公平をめぐる深刻な問題を提起するものであり、生産年齢人口が減少しつつある点や、高齢者が若かった頃より現在の若者は経済的に困窮しているという調査結果を考慮すれば、実施するのは二重に難しいだろう。なお、定年退職した高齢者は選挙で投票する傾向が高いことを踏まえれば、この問題の解決は容易ではないが、AB は今後リリースする退職年金をめぐる政治に関するレポートで、これらの問題に触れる予定である。

退職時期の後ろ倒しは、個人が自身の退職のために貯蓄する国では既に当たり前のことになっているようである。資産で退職年金を賄う環境が整っていなかったり、年金制度が賦課ベースで運営されている国でも退職時期の後ろ倒しは必要だが、それはただ単に、政治家がそれを説明する方法をまだ考え出していないというだけのことだ。給付が十分でない年金制度では、その世代間の公平について、人々が問題として取り上げるリスクがすでに高まっている点に AB は注目している。

平均退職年齢は世界的にほんのわずかしか上昇していない(経済協力開発機構(OECD)加盟国全体の男性の場合、2010年の62.5歳から2020年には63.8歳までしか上昇していない)。しかし、平均値はそうであっても退職年齢の分布は変化している。退職時期を著しく後ろ倒すことを選んだ(か、そうせざるをえなかった)人々が「分布の右端」に新たに現れたのだ。英国については、労働力人口から形式的に外れる年齢が65歳から75歳かそれより高齢層にシフトしている(図表19)。米国では、AARP(旧米国退職者協会)の新たな調査により、まだ定年退職していない人々のうち26%が退職するつもりがまったくないと言及していることがわかっている。(同じ調査により、50歳以上の成人の20%が退職のために貯蓄していないことも明らかになっている。)

図表 19: 退職年齢を後ろ倒す方向に分布が変化(英国のデータ)

2010年及び2020年の退職年齢



過去の実績や分析は将来の成果等を示唆・保証するものではありません。

2010年4~6月及び2020年4~6月

出所: 英国国家統計局の労働力調査、AB

退職時期の後ろ倒しは、延び続ける平均余命への当然の対応でもある。確かに、20世紀に考えられたアイデアである65歳の想定退職年齢を、現在の平均余命に当てはめると、必然的に働く年数と退職後の生活年数がほとんど同じということになる。そうした事実にも長期間にわたる高インフレが重なれば、退職後の生活費用を負担しきれなくなるのは明らかだ。政治家はそれを詳しく説明したがらないが、最終的にそうするのは避けられそうにない。

そうした状況ではもちろん多くの疑問が生じる。人々は何のくらい長く働き続けることを期待され、求められるべきなのか？平均余命は延びているが、人々は何のくらい長く健康を維持する見込みなのか？働く必要性や意欲は必ずしも働く能力にはつながらない。米国やその他の主要先進国の社会は完全雇用に近い場合が多い。少なくとも公式統計について言えばそうである。しかし、労働力の性質が変わりつつあることや、その多くの部分が人工知能(AI)によって中抜きされかねない世界では、従来の退職年齢を超えて働く意思がある人々の新たに現れたグループは仕事を続けられるのだろうか？

テクノロジーの進歩は必ずしもネット・ベースでは雇用を奪わないという従来の主張は、問題となるテクノロジーがこれまでの雇用を不要にするより速いペースで新規雇用を創出するという前提に立つ。しかし、自動化の最新の波は、例えば商品を消費者に届けるにあたって新規雇用を創出しているが、そうした雇用はあらゆる求職者に適したものではないかもしれない。ABは2024年6月のレビュー・エッセイである [Machines, Democracy, Capitalism and Feudalism: Five Books for a Different Age, and What It Means for Investing](#) (機械、民主主義、資本主義、封建主義: 異なる年代の5つのブック、そして、それが投資家にとって意味するもの) (英語)のなかで、現代経済における労働力の性質に関するこの疑問を議論している

労働力の性質に加えて、人々がどのように老いるのかという疑問もある。人々は高齢になるまでこれまでより長く健康を維持するだろうから、働くことができるという見込みなのか？それとも徐々にフレイルになるのだろうか？後者は必然的に働く能力が衰えるだけでなく、晩年にかかりの介護支出が必要になる可能性が生じることになる。そうした介護支出の必要性は、人々が直接払う支出の増加だけでなく、労働力ニーズが社会の他の生産的なセクターから介護セクターにシフトするという結果をもたらすため、二重にインフレを誘発するものだとABは主張したい。人々に長く働き続けるように求めることから生じる労働人口の拡大を、そうした状況が大幅に相殺する可能性があることをABの分析は暗示している。⁴

⁴ Martin Wolf「Increased Longevity Will Bring Profound Social Change」フィナンシャル・タイムズ(2024年5月13日)、Charles Goodhart及びManoj Pradhan「The Great Demographic Reversal: Ageing Societies, Waning Inequality, and an Inflation Revival」(ロンドン: パルグレイブ・マクミラン、2020年)

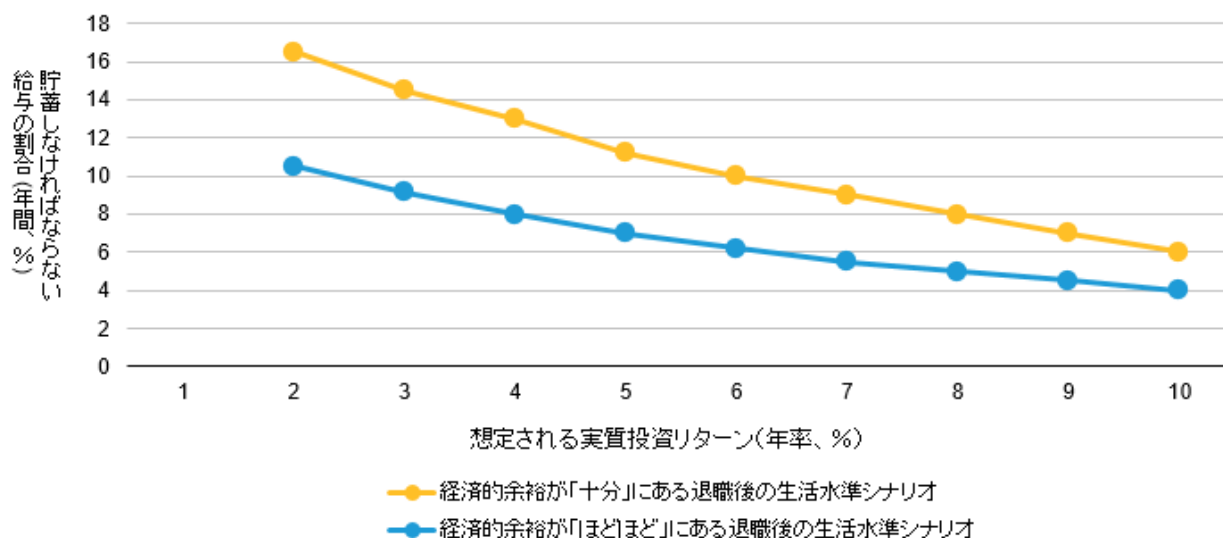
ソリューションの一部である退職時期の後ろ倒しもポートフォリオの設計に直接影響を及ぼす。人々がまだ働いている時点でポートフォリオのリスクを大幅に軽減するのは理にかなわないだろう(後述する詳細を読んでほしい)。

可能性があるもう1つのソリューションは、人々が貯蓄を行っている段階で毎年の拠出額を増やすことである。いくら増やせばいいのか？それは達成可能な実質リターンのほか、希望する退職後の生活水準、希望する退職年齢次第である。そうしたトレードオフは退職後の生活設計の中核を成す部分だが、ここでは、現在の年金制度で達成可能なリターンに関する AB の見解が当計算に及ぼす影響に注目したい。

図表 20 は、想定される投資資産の実質リターンと、経済的余裕が「ほどほど」及び「十分」にある退職後の生活水準を賄うため、毎年貯蓄しなければならない給与の割合とのトレードオフを示している。ここでは便宜上、リターンが貯蓄期間を通して一定である前提に立つ。そうすることにより、低いリターンが及ぼす影響の大きさを明確に示すことができるためである。また、60:40 の資産配分を例として取り上げる。米国ではこの配分の 1980~2020 年の実質リターンが年率 8.2%だったが、今後 10 年間は同 3.8%にとどまるだろうと AB は予想している。この AB 予想を図表 20 に当てはめると、経済的余裕が「ほどほど」及び「十分」にある生活水準を賄う貯蓄の想定リターンの低下を補うには、年間拠出額をそれぞれ 3%及び 5%増やす必要があるという結果をもたらす。これは人々が依然として同じ年齢で退職する前提に立っており、拠出額の大幅な増加であると言える。さらに、マクロ経済に及ぼす影響もぜひ検討したいところだ。拠出額をそれほど増やせば当然、個人消費は減少せざるを得ず、したがって GDP 成長率への波及効果も伴うことになる。

高齢者が若かった頃より経済的に困窮する若者の間では雇用不安の高まりが見受けられたが、コロナ禍後に総貯蓄額が積み上がった関係で覆い隠してきた。このような状況により、拠出率を増やすことが、実質リターンの低下や寿命の長期化に対応するために、人々がとりうる道筋となる可能性はなお一層低くなっている。

図表 20: 想定される実質リターンが求められる貯蓄率に及ぼす影響



過去の実績や分析は将来の成果等を示唆・保証するものではありません。予想は今後変更される可能性があります。

経済的余裕が「ほどほど」及び「十分」にある退職後の生活水準は、PLSA が定義したものです。PLSA は具体的には、英国の平均的な給与の 67% を得られれば経済的余裕が「ほどほど」にある水準、107%を得られれば「十分」にある水準と定義しています。この分析はまた、退職年齢が 65 歳であるほか、政府のセーフティネットがない前提に基づきます。

2024 年 1 月 30 日現在

出所: PLSA、トムロン・ロイター・データストリーム、AB

退職後の費用を賄うのに十分な退職資金規模を達成しなければならないという主たるゴールはさておき、対処しなければならない潜在的なリスクが資金を使い果たすリスクである。2つの力がそれを現実のものにする。インフレと長寿「リスク」の2つであり、それらを順番に取り上げていく。

高インフレの「ヘッジ」は投資家によってさまざまな意味を持つ可能性がある。退職後も長期間にわたって購買力を維持しようとする個人にとってのインフレ・ヘッジの主な特性は、長期間続くインフレ（や変動が激しいながらも高水準のインフレ）期間を通してプラスの実質リターンを創出する可能性が高いことだと AB は考えている。特定の四半期や年を通してインフレと正の相関であることは、実際には必要な特性ではない。インフレとの短期的な相関が重要になるのは、年金加入者が退職目前であるか、すでに退職している場合のみである。退職年齢がいずれにしても後ろ倒しになるだろうという AB の見解を考慮すれば、以上のような状況から必然的に、資産の大部分にとって支配的になるであろうインフレ・ヘッジは、実質リターンを創出する資産へのニーズの増加につながることになる。

次ページの図表 21 はインフレのさまざまな「ヘッジ」であると考えられる資産の例を示しており、それによれば、個人が補おうとするインフレの水準が重要である。具体的には、図表は左側の「緩やか」なインフレと右側の「高」インフレに分かれており、4% がその境界線になっている。これは株式が実物資産としての性格を持たなくなるおおよその水準である。AB の見解では対応しなければならないのは、変動が激しい高インフレではなく緩やかな均衡インフレである。各カテゴリー内の最初の列は、長期間続くインフレ期間を通してプラスの実質リターンを創出する可能性が高い資産を含んでいる。また、2 番目の列はインフレとの短期的な相関が強い資産を示している。

その結論としては、すべての条件が同じであれば、DC 年金は最初の列に掲載した実物資産、すなわち株式と有形実物資産への資産配分を増やすべきである。

図表 21: 実質リターンの上昇とインフレ・ヘッジ・ツールが一組となって展開する

緩やかなインフレ		高インフレ	
長期的な実質リターン	高インフレ・ベータ	長期的な実質リターン	高インフレ・ベータ
不動産	広義のコモディティ指数	不動産	石油
株式	石油	農地、森林地	金
農地、森林地	金	株式インカム、フリー キャッシュフロー利回り	広義のコモディティ指数
株式バリュウ	コモディティ、株式	インフラ	コモディティ、株式
インフラ	株式モメンタム		モメンタム(クロス・アセット)
	再生可能エネルギー／電力供給		TIPS
	TIPS		

例示のみを目的としています。

出所: AB

この結論のインプリケーションは、購買力を維持することの重要な側面として流動性リスクをとることが好ましく、そして完全に必要でさえあるかもしれないというものだ。また、大局的なポイントとして、DC 資産が退職年金に占める割合が世界的に上昇しているほか、経済成長の資金の出し手としてのプライベート・キャピタルのシェアが高まっている点を踏まえると、両者の間にかなりの重複部分がなければむしろ奇妙だろう。これは見落とすことが多いポイントである。これらの当然の結果として流動性リスクをとってプレミアムを得る動きが増えるだろう。これは確かに、年金資産が異なるプロバイダーの枠組みの間で短期間に切り替えられる可能性がないことを前提としている。しかし、長期的な貯蓄である年金資産が短期間に切り替えられるようなことが起きれば、それは年金制度全体としての設計に問題があることを暗示している。この点についてはオーストラリアの経験を参照してもらいたい。

(15 年を超える) 極めて長期的な投資期間のリターン予測では、議論の余地はあるかもしれないが、現在のバリュエーションはそれほど懸念にはならない。ただし、資産配分に何らかの変更を加える方向へと導く情報にはなるはずである。次ページの図表 22 は、妥当なリターン・フローをもたらした過去のバリュエーション・レンジと比較した現在のバリュエーションを示している。その主な結論は、資産クラスレベルではどれも過去実績と比べて割高であるため、資産クラス内のファクターやセクターの方が、バリュエーションに着目した投資機会がある可能性が高いというものである。

図表 22: 各資産のバリュエーションのまとめ

開始日	資産	バリュエーション(Zスコア)
1970年1月	金	2.96
1990年1月	株式自動売買バスケット	2.09
1988年1月	米国 対 欧州・豪州・極東(EAFE)	1.54
1970年1月	地方債	1.03
1970年1月	米国株式	1.00
1997年1月	米国ハイイールド社債	0.83
1997年1月	米国投資適格社債	0.81
1970年1月	米国 60:40	0.77
1987年1月	新興国株式	0.53
1970年1月	米国 10年国債	0.42
1995年1月	米国金属鉱業相対	0.15
1990年1月	インフラ株式バスケット	-0.08
1971年9月	米国 10年 TIPS	-0.15
1970年1月	日本株式	-0.21
1973年1月	米国 REIT	-0.26
1995年1月	米国銀行相対	-0.78
1995年1月	米国エネルギー相対	-1.34
1977年12月	米国小型株 対 大型株	-2.26
2010年12月	米国低ボラティリティ 対 市場	-2.38

過去の実績や分析は将来の成果等を示唆・保証するものではありません。予想は今後変更される可能性があります。

1970年1月または(開始日の列に示す)入手可能な最も早い日から2024年4月までのデータ。株式のバリュエーションは、景気変動調整後の益回り(1÷景気変更調整後の株価収益率(CAPE))を使用。債券のバリュエーションは利回りベース。相対バリュエーションは米国市場全体と比較した今後12カ月の相対益回り(1÷株価収益率(PER))として測定。米国のPEファクター・バリュエーションは過去12カ月の益回りとして測定。60:40ポートフォリオのZスコアは、0.6×米国株式のZスコア及び0.4×米国10年国債のZスコアとして計算。Zスコアの高い数値は過去のバリュエーションに対する高いプレミアムを示します。

出所: FRED、グローバル・フィナンシャル・データ、MSCI、トムソン・ロイター・データストリーム、AB

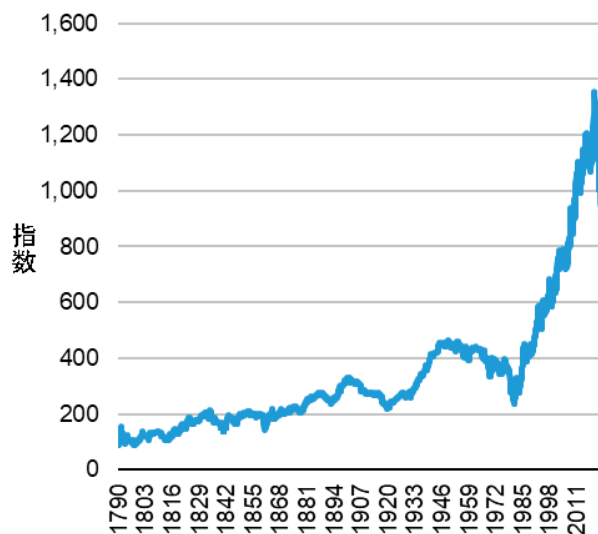
ターゲット・デート・ファンドの設計や過去30年間のそれらファンドの拡大は、加入者の退職時期が近づくにつれてリスクを軽減するという着想をベースにしてきた。しかし、ここでのリスクとは何なのか？この問いはおそらく長期間にわたって難しくないように見えているが、新たな年金制度がその考え方を変えた。ボラティリティとして定義されるリスクと購買力の喪失として定義されるリスクには、重大な違いがあるとABは考えている。今日の状況では、いかなるリスクの軽減も高齢になってから行わなければならない、(すでに)後ろ倒されつつある定年退職年齢が、これに急ブレーキをかけるべきではない。また、この議論ではっきりするのは、リスクの軽減とは、個人が資金を使い果たすリスクの軽減に関するものであるべきだということである。

パッシブのロング・ポジションが低リスク・ポジションであることは、ABにとってはもはや自明ではない。デュレーションの想定実質リターンは低く、債券のボラティリティは上昇してより正常な水準に戻る見通しである。そしてABは、株式と債券リターンが正の相関であり続けると考えているため、債券はあまり効果的な分散投資手段ではなくなるだろう。そのため、DCプランのポートフォリオという観点からすれば、債券は低リスク投資ではないというのが結論である。地方債市場に比べて年金資産の規模が大きい市場(英国など)では、債券が低リスクではないという見解は、自己実現的にそのとおりにさせる原動力になるかもしれない。

しかし、待ってもらいたい。利回りの上昇を考慮すれば、債券は3年前よりはるかに魅力的ではないのか？戦術的には、利回り水準とフラットなイールド・カーブを踏まえて、短期デュレーション・ポジションを主張する向きがあるかもしれない。ただし、長期デュレーションの長期戦略的魅力は乏しいとABは主張したい。次ページの図表23及び24は、米国の10年債のキャッシュを上回る超過リターンを、時系列と期間別の平均リターン付きで示している。1980~2020年に創出した年率4%のリターンが並外れた結果なのは明らかであり、その期間の当初の異常な状況やその数十年間に起きたマクロ経済の大きな変化が主として寄与したものである。デュレーションの「正常」なリターンが存在すると言える限りでは、その期間のリターンはおそらく年率1%に近いだろう。ただし、これは20世紀の米国の経験に基づいている。長期的な投資期間を通したリスクフリー資産のようなものはな

く、ソブリン・リスクを何らかの方法で織り込む必要がある場合、(AB が別のレポートで示しているように)リターンはさらに低下しかねない。⁵

図表 23: 米国の 10 年債からキャッシュを差し引くと、デュレーションの長期リターンは過去数十年の実績より低いと示唆している

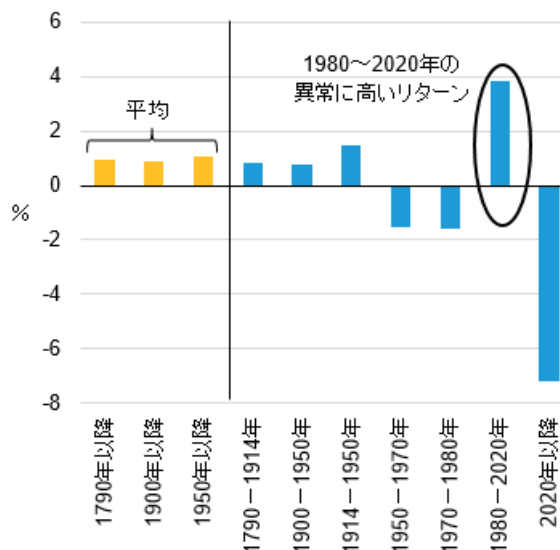


過去の実績や分析は将来の成果等を示唆・保証するものではありません。

2023 年 10 月 30 日現在

出所: グローバル・フィナンシャル・データ、AB

図表 24: デュレーションの超過リターン(対キャッシュ)



過去の実績や分析は将来の成果等を示唆・保証するものではありません。

2023 年 10 月 30 日現在

出所: グローバル・フィナンシャル・データ、AB

この主張が DC の戦略的資産配分にとって意味するもの

以上のような主張をまとめると、それはこの新たな世界において、DC ファンドの戦略的資産配分にとって何を意味するのだろうか？

拠出額を増やす、退職後の生活水準の引き下げを受け入れる、退職年金問題を国や将来世代に押しつけるという、政治的に受け入れ難い選択肢を除外すると何が残るのか？さらなる投資リスクをとる、長く働き続けるという選択肢である。後者も政治的には魅力がないかもしれないが、人々はすでにある程度そうしており、また、平均余命の伸びを考慮すれば理にかなっている。その上、さらなる投資リスクをとることと長く働き続けることにはつながっている。さらなるリスクを大きな規模でとる方法の 1 つが、長期間にわたって投資したままにすることだ。とりうるリスクの選択肢は次のように要約できる。流動性リスク、アクティブ運用リスク、株式へのエクスポージャーの拡大リスク、地政学リスク、ファクター・リスク、レバレッジ、またはこれらすべての組み合わせである。

これらの選択肢を踏まえると、さらなる投資リスクをとることは、政治的に都合がよく経済的に魅力的な目的達成手段である。この手段が相殺しようと試みる主なリスクは購買力の喪失であり、購買力はインフレを上回る実質リターンと定義することができる。代替アプローチは結果的に困窮するリスクの観点からこれについて考えることである。結果的に困窮するリスクとはすなわち、退職後に必要な最低水準の収入をもたらすことができない運用成果である。

リスクを区分してポートフォリオに含めることを決める方法については、投資家が利用できるさまざまな選択肢がある。特定のアプローチの利点を検討する際には、さまざまな種類のリスクの間に生じる相互作用効果だけでなく、特定のアプローチの潜在リ

⁵ イニゴ・フレイザー・ジェンキンス及びアラ・ハームズワース「Global Quantitative Strategy: The End of Pax Americana and What It Means for the Market」AB (2019年1月23日)

スクが実際にどのくらいあるのかも考慮しなければならない。また、運用成果を適切に変えるための能力が不十分な場合、ある1つの投資アプローチを大きなリスクにさらすのは賢明ではない。

次ページの図表 25 はこのトピックを掘り下げたものである。具体的には、縦軸に生涯貯蓄へのあるアプローチから想定される中央値の退職後の所得を、横軸にそのアプローチから想定される下位 5 パーセンタイルの所得をとっている。

ここには、次に示すアプローチ事例をプロットしている。

1. 30 年間の過去実績リターンを有する伝統的かつ単純なターゲット・デート戦略。45 歳まで 100%株式を保有し、その後は徐々に国債へシフトして 55 歳までに 100%国債を保有し、65 歳で退職する。
2. シナリオ 1 と同じだが、実質リターンが低下し、株式と債券が正の相関になるという AB の予想を用いる。
3. 長期間にわたってさらなるリスクをとる最も単純な方法であり、65 歳で退職するまでの準備期間全体を通して株式に 100%資産配分する。
4. 65 歳までの準備期間全体を通して株式へのエクスポージャーを 150%にし、長期間にわたってシナリオ 3 を上回るさらなるリスクをとるが、依然として 65 歳で退職する。
5. 65 歳を超えてもリスク資産に投資したままにするほか、長く働き続ける。65 歳までは 100%株式を保有し、その後は状況に応じて割合を増減させながら国債にシフトし、75 歳で退職するまでに 100%国債を保有する。

AB では、これらが退職までの準備期間へのあまりにも単純なアプローチであることを認識している。実際には、さまざまな種類のリスクを織り交ぜたり、突如として貯蓄を年金に転換しなければならなくなる一連のリスクの軽減についても、効率的に実施することができる。しかし、上記のような単純な事例を示すことにより、問題の大きさや実施可能な改善策を説明するのが容易になるのだ。

図表のシナリオ 1 と 2 のかい離は、実質リターンの低下と分散投資の後退の両方が、想定される退職後の生活水準を引き下げ、経済的に困窮する結果になるリスクを高める度合いを示している。シナリオ 1 は過去に想定されていたものであり、シナリオ 2 は今後の基本ケース予想である。残り 3 つのシナリオは可能性がある 3 つの道筋を示している。

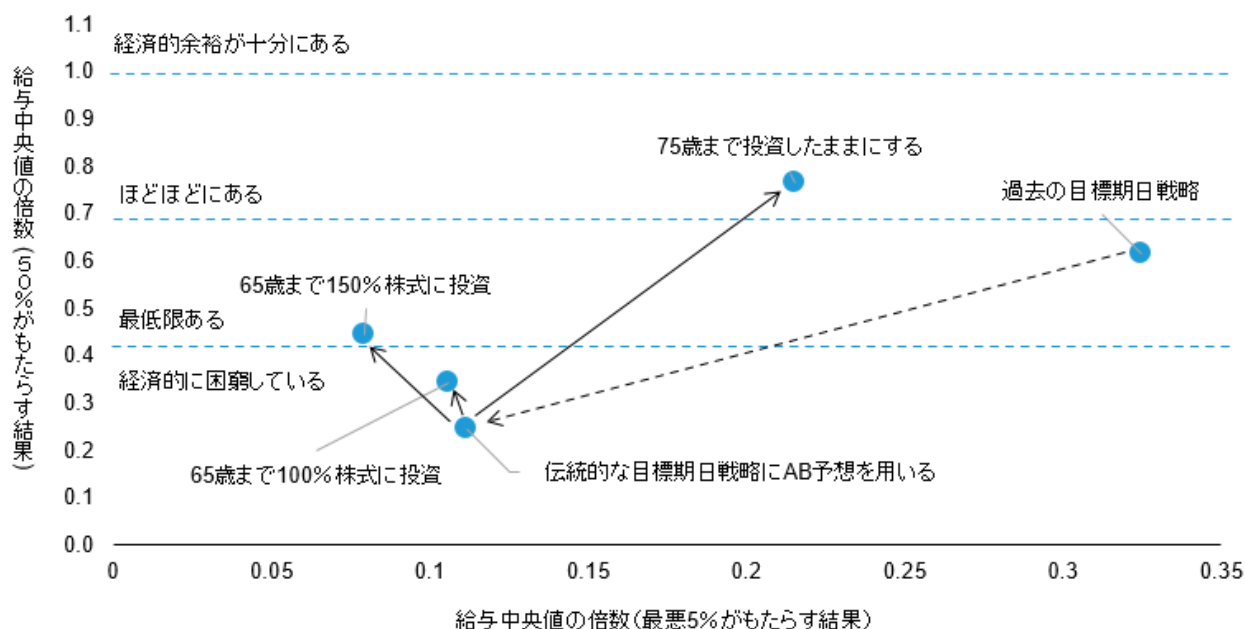
シナリオ 3 の退職するまで貯蓄を 100%株式に配分するのは、リスクを著しく高める単純な方法である。貯蓄の最後の 10 年間の方が他の時期より退職資金規模が著しく大きくなり、そしてそれを 100%株式に配分することから、この方法は全体的なリスク水準を高めるだけでなく、リスクをとる規模にも影響を及ぼす。だが、想定される退職後の収入を増やすという求められている効果は確かにある。また、貯蓄の最後の 10 年間が低リターン環境になるリスクもこの方法がいくらか高めるのはもちろんであり、それが経済的に困窮する結果につながることになる。他に問題があるとすれば、この方法が高める投資リスクが不十分だということである。

シナリオ 4 は株式へのエクスポージャーにレバレッジを用いることにより、シナリオ 3 の最後の問題を解消する。それに伴って想定される退職後の収入が増加するものの、経済的に困窮する結果になるリスクも著しく高まるためである。レバレッジはこのように、投資リスクを高める手段としては魅力的ではないようだ。

シナリオ 5 は 10 年長く働き続け、伝統的な退職年齢である 65 歳までは 100%株式に投資したままにし、65 歳から 75 歳までの最後の 10 年間は株式から債券に徐々に資産をシフトする前提に立つ。そうすることによって想定される退職後の収入が増加する一方、経済的に困窮する結果になるリスクは著しく低下するのは興味深い。AB は貯蓄期間に想定されるリターンが高くなる点に注目している。これは、退職資金の規模が大きくなる貯蓄期間の終盤に、株式にかなりの資産配分があるためである。ただし、高齢になると得られる魅力的な年金の割合によってリターンはその後さらに高くなる。

図表 25: 想定される退職後の生活水準 対 悪い結果になるリスク

給与の倍数として示す退職資金の想定規模の中央値 対 想定されるリターンの最悪 5%がもたらす結果



過去の実績や分析は将来の成果等を示唆・保証するものではありません。予想は今後変更される可能性があります。

この図表では想定される退職後の収入(年金の割合)の中央値を、退職後の生活水準が最悪の5パーセントになる可能性に対してプロットして示しています。退職後の資金ニーズを国民所得の中央値に対する比率として表すPLSAの定義を用いて、これらの結果が退職後の生活のさまざまな経済的余裕度に応じてどのように関連するのかを示す線を図表に重ね合わせています。基本的な目標期日戦略は、単純に45歳までは100%株式に投資し、その後10年間に一定のペースで資産を再配分し、55歳までに100%債券を保有。図表に示す事例は次のとおり。(1)過去の目標期日戦略は、1970年以降の完全な生涯貯蓄サイクルを通してそうした戦略のリターンがもたらした結果の中央値を示す。また、リターンの分布は、1941年以降のすべての結果につながるさらに長期間の遡及期間を用いる。(2)同じ目標期日構造であり、ABの低リターン及び株式と債券の相関予想を用いる。(3)さらなるリスクをとる単純なアプローチであり、働き続ける期間全体を通して100%株式に投資する。(4)働き続ける期間全体を通して150%株式に投資する。(5)65歳までは100%株式に投資し、その後は一定のペースで資産を再配分して75歳で100%債券を保有し、同じ75歳で退職する。

出所: データストリーム、グローバル・フィナンシャル・データ、PLSA、AB

上記の分析結果を解釈すると、生産年齢の間に平均的な給与を得て、毎年その8%を伝統的かつ単純なターゲット・デート戦略の年金制度に拠出し、キャリアの道半ばでその制度が株式から債券に年金資産を再配分する個人は、経済的に困窮する退職後の生活に直面するだろうという厳しい現実がある。ここでは65歳で退職する個人を前提にしており、また、英国の年金基金協会(PLSA)がそうするように、退職後の年収が国民所得中央値の3分の1未満である場合を経済的な困窮と定義している。⁶

このシナリオは、国の年金、社会保障制度を除外している。国の年金と社会保障は、退職後の富の分布の最下層に大きな違いを生み出す可能性がある。しかし、この違いは退職者が居住する国によって決まる。また、そうした給付の実質的価値を遠い将来まで守るのに十分な支払い能力を、国が維持するという前提に立つ。

100%の株式ポジション、あるいはレバレッジをかけた株式ポジションでより高いリスクを取れば、この中央値は退職の「最低」レベルに必要な閾値を超えるほど貯蓄を増やすことができる。さらに、65歳を過ぎてもおお株に投資したままにし、75歳で退職するアプローチをとれば、経済的余裕が「ほどほど」にある退職後の生活が可能になるだろう。しかし、経済的余裕が「十分」にある退職後の生活を実現する道筋はない。それが実質リターンの低い世界の厳しい現実である。

⁶ 「Picture Your Future: Retirement Living Standards」 PLSA (2024年7月25日にアクセス)
<https://www.retirementlivingstandards.org.uk>

結論

本稿で展開しているあらゆる議論の中核を成す疑問は、個人は実施可能な構想としてどのように退職資金を貯蓄すべきかというものである。寿命の長期化、インフレ率の高まり、投資リターンの低下見通しを受け、退職後の生活を賄う方法への課題が生じている。この課題は、実物資産に近い特性を持つリターン・フローを選択すべく、資産配分を変更する必要があると示唆している。一方では、DBプランとDCプランの構成比が変化しており、債券を極めて大きなウェイトとするDBの年金資産全体に占める割合が低下している。これは概して、年金制度内の債券保有が著しく減少する可能性があることを意味している。より可能性がある債券の役割は、戦術的な資産配分も含めたアクティブ戦略の構成要素としてのものと、そして長寿プーリングの構成要素としてのものになろう。以上のような状況は、国債へのパッシブな資産配分が年金制度内で以前担っていた中心的なポジションとは極めて異なっている。

本稿ではDCの資産配分と構造について、ABが認識する問題ととりうる選択肢を提示している。主なリスクは購買力の喪失、言い換えれば、DC加入者が資金を使い果たすことである。貯蓄を増やしてもそうした資金不足を補うことはできない。そうするのに必要な貯蓄増額の規模、若者の相対的な資産不足、貯蓄増額が必然的に消費や経済成長、したがってリターンに及ぼすであろうマイナスの波及効果を考慮すればそう言わざるをえない。さらなるリスクをとり、長く働き続けることが、この問題を解決できる唯一の手段のようである。この組み合わせは、伝統的にそうしてきたよりはるかに長期間にわたり、リスク資産への大きなエクスポージャーを維持するという結論をもたらす。なお、この方程式の別の側面は、長寿リスクに対処することへの明らかな二重である。

DC加入者の長寿プーリングへの参加は、加齢や実質利回りの上昇とともに増加すべきである。その結果、加入者はDB年金制度と比較して、貯蓄額のうち低デフレーションの債券を後期にロックすることを選択するため、DC主導の傾向が強まる年金制度による債券需要は大幅に減少することになる。一方、債券需要の減少を軽減するファクターの1つは、利回り(すなわち長期債コスト)の上昇に伴う需要の自然増だろう。ただし、そうした需要はDBプランの現在の水準には決して到達しない可能性が高い。また、個人がインフレからのプロテクション・ニーズとそれを年金保険に加えるための高い費用とのバランスをとるためには、低インフレ環境では表面利率を提供し、高インフレ環境ではそれに連動するといった、新たな種類の債券が必要だと主張する向きがあるかもしれない。そうした債券は発行費用を減らすだけでなく、政策立案者や規制当局が好ましいインフレ管理を行うさらなるインセンティブになる可能性がある。

最後に、公平な年金制度を展開するためには、制度内の相互支援について人々に認識してもらわなければならない。適切な引受リスクをとらずに販売される年金保険は、それが不公平だと人々が認識した場合、信頼を損なうことになる。米国における現在の商品設計は、不公平な富の再分配、死亡リスク、インフレからの適切な加入者保護がないまま、プラン内外の年金保険の継続を決めるプランのスポンサー企業にとって、重大な受託者リスクを引き起こしているようである。これらの保護にはどれも高い費用が伴うため、拠出増をまったく躊躇しないDCプラン以外のすべてのプランにとって、魅力が乏しいソリューションになってしまうだろう。そうした年金保険の特徴を考慮すれば、不公平な商品設計や受託者リスクを懸念するプロバイダーが、(世界的に見てDCプラン加入者の大部分が利用している)極めて重要なデフォルト戦略に年金保険を組み込む可能性は、著しく低いとABは考えている。この点が改善されない限り、年金保険の積極的な購入やアドバイザーの複雑な助言は限られるだろう。

ABは昨年を通して国債の持続可能性に関する大量の質問を受けてきた。国債の対GDP比率が第二次世界大戦末期の水準まで戻ったという調査結果を踏まえた質問である。米国は世界の準備通貨で国債を発行できるという強みを持っているが、財政の寛大さによって異常、最悪の場合は無謀な状況である。欧州各国の政府は緊縮財政を優先しようとしているが、社会支出や防衛費の増額が求められており、このような取り組みの妨げになるだろう。国の年金制度は国債が「リスクフリー」であるという前提に立ち、すぐに購入できる用意がある買い手になってきたが、ここで議論したように、戦略的資産配分で他の考え方を導入することになったら、政府借入を賄う能力はどのように変わるのだろうか？

結局のところ、これは政治的な問題である。とりうる選択肢として退職年金を維持する方法、人々が退職することを想定できる年齢、異なる平均余命のグループや世代間の富の移転、政府借入を賄う方法、投資規制の制定などをめぐる疑問は、最終的にはすべて政府の管理領域に該当するはずである。なぜなら、これらすべての事項を調和させたビジョンを実施する義務があるエンティティは、政府の他に存在しないためである。また、これらすべてについて、人口動態、脱グローバル化、気候変動、AIが長期的な力をもたらしているマクロ経済環境に照らして考える必要がある。このような長期的な力は、どの国の政府も支援を提供して制御できる範囲を超えているのだ。一方では、退職年金が信頼できる選択肢であり続けることへの政治的なニーズがあり、それが規制や投資業界が提供する商品の構造を形作る可能性が高い。これについては別のレポートでより政治的な観点から取り上げる予定である。

当資料は、2024年8月現在の情報を基にアライアンス・バーンスタイン(AB)が作成したものをアライアンス・バーンスタイン株式会社が翻訳した資料であり、いかなる場合も当資料に記載されている情報は、投資助言としてみなされません。当資料は信用できると判断した情報をもとに作成しておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。また当資料の記載内容、データ等は作成時点のものであり、今後予告なしに変更することがあります。当資料で使用している指数等に係る著作権等の知的財産権、その他一切の権利は、当該指数等の開発元または公表元に帰属します。当資料中の個別の銘柄・企業については、あくまで説明のための例示であり、いかなる個別銘柄の売買等を推奨するものではありません。アライアンス・バーンスタイン及びABはアライアンス・バーンスタイン・エル・ピーとその傘下の関連会社(アライアンス・バーンスタイン・リミテッドを含む)を指します。アライアンス・バーンスタイン株式会社は、ABの日本拠点です。

当資料についての重要情報

当資料は、投資判断のご参考となる情報提供を目的としており勧誘を目的としたものではありません。特定の投資信託の取得をご希望の場合には、販売会社において投資信託説明書(交付目論見書)をお渡ししますので、必ず詳細をご確認のうえ、投資に関する最終決定はご自身で判断なさるようお願いいたします。以下の内容は、投資信託をお申込みされる際に、投資家の皆様に、ご確認いただきたい事項としてお知らせするものです。

● 投資信託のリスクについて

アライアンス・バーンスタイン株式会社の設定・運用する投資信託は、株式・債券等の値動きのある金融商品等に投資します(外貨建資産には為替変動リスクもあります。)ので、基準価額は変動し、投資元本を割り込むことがあります。したがって、元金が保証されているものではありません。投資信託の運用による損益は、全て投資者の皆様に帰属します。投資信託は預貯金と異なります。リスクの要因については、各投資信託が投資する金融商品等により異なりますので、お申込みにあたっては、各投資信託の投資信託説明書(交付目論見書)、契約締結前交付書面等をご覧ください。

● お客様にご負担いただく費用: 投資信託のご購入時や運用期間中には以下の費用がかかります

- 申込時に直接ご負担いただく費用...申込手数料 上限 3.3% (税抜 3.0%)です。
- 換金時に直接ご負担いただく費用...信託財産留保金 上限 0.5% です。
- 有期間に間接的にご負担いただく費用...信託報酬 上限 2.068% (税抜 1.880%)です。

その他費用: 上記以外に保有期間に応じてご負担いただく費用があります。目論見書、契約締結前交付書面等でご確認ください。

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、アライアンス・バーンスタイン株式会社が運用する全ての投資信託のうち、徴収するそれぞれの費用における最高の料率を記載しております。

ご注意

アライアンス・バーンスタイン株式会社の運用戦略や商品は、値動きのある金融商品等を投資対象として運用を行いますので、運用ポートフォリオの運用実績は、組入れられた金融商品等の値動きの変化による影響を受けます。また、金融商品取引業者等と取引を行うため、その業務または財産の状況の変化による影響も受けます。デリバティブ取引を行う場合は、これらの影響により保証金を超過する損失が発生する可能性があります。資産の価値の減少を含むリスクはお客様に帰属します。したがって、元金及び利回りのいずれも保証されているものではありません。運用戦略や商品によって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。また、ご投資に伴う運用報酬や保有期間中に間接的にご負担いただく費用、その他費用等及びその合計額も異なりますので、その金額をあらかじめ表示することができません。上記の個別の銘柄・企業については、あくまで説明のための例示であり、いかなる個別銘柄の売買等を推奨するものではありません。

アライアンス・バーンスタイン株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第303号

【加入協会】一般社団法人投資信託協会／一般社団法人日本投資顧問業協会／日本証券業協会／一般社団法人第二種金融商品取引業協会