



革新と協働を通じた 英国向けリタイアメント ソリューションを構築

From the Field
2025年1月



サマリー

- 2015年「年金自由化（Pension Freedom）」は英国の年金事情を大きく変えた。その結果、個人は自分のニーズに合わせて年金収入戦略を策定可能に。
- しかし、この改革により複雑さやリスクも生じ、賢く運用しないと資金が急速に枯渇する可能性が高まった。
- 当社は取り崩し局面における人生設計の難しさや複雑さなど特有の問題を克服するために革新的な英国向けリタイアメント・ソリューションを考案。



Yoram Lustig
マルチアセット・
ソリューション部門
部長、EMEA



Eva Wu
マルチアセット・
ソリューション
ストラテジスト

本レポートでは、当社が英国の退職者向けに構築した革新的なリタイアメント・ソリューションの概要をご紹介します。それは確定収入を生涯得られるアニュイティ（終身年金）の選択肢に沿って収入、成長、柔軟性を提供するために設計されたマルチアセット・ポートフォリオを組み合わせます。我々のアプローチは取り崩し局面における人生設計の複雑さの解消を目指すものです。直近の英国予算には、いくつかの変更が盛り込まれましたが、これによって我々の柔軟かつ革新的なフレームワークは、より一層適宜かつタイムリーなものになると考えています。

資産の「形成」から「取り崩し」へ

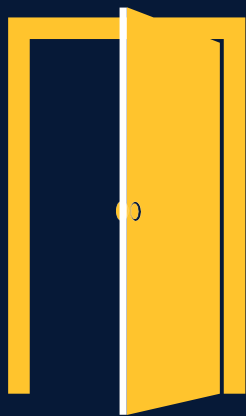
退職後の生活に備えた資金の形成期と取り崩し期は、個人の金融ライフサイクルにおいて大別される2つの局面です。「資産形成期」では、個人が仕事をして収入を得て、通常何十年にも及ぶ退職後の生活に備えて投資を行います。その際、最も注力すべきはお金の時間的価値や複利の効果を享受すると同時に、職場で提供される年金スキームのような貯蓄・投資商品への拠出金を最大化することです。

これとは対照的に、退職し、生活資金を賄うため積み立ててきた貯蓄から資金を引き出す時点で「取り崩し期」が始まります。この局面は、「リターン順序リスク」を含む、特有の問題が存在します。取り崩し局面において発生するリターン順序やタイミングによって金融的脆弱性が関与しています。資産額が比較的大きい退職直後にリターンが大きくマイナスになった場合、退職者は支出ニーズを賄うため自身の資産を損切りせざるを得ず、潜在的には想定より早い段階で資金が枯渇する可能性があります。また、取り崩し局面がどれだけ時間軸的に続くかが不確かであるがゆえに、長生きすることで貯蓄が不足する「長生きリスク」も存在します。

このような局面ではそれぞれ、その目的と金銭的な柔軟性に違いがあります。資産形成期では、個人は拠出金をコントロールし、市場の成長とともに利益を得ることができます。一方、取り崩し期では、市場変動や長生きに伴うリスクを管理しつつ、取り崩し額を戦略的に調整しなければなりません。効果的な老後生活のプランニングは生涯にわたって続けるべきもので、これによって、長生きしても貯蓄が枯渇することなく金銭的に安定した将来を楽しむことができます。

(図表 1) 英国退職貯蓄事情の変化

2015年「年金自由化 (Pension Freedom)」



1 現金一括受け取り



2 柔軟に引き出せる
ドローダウン



3 アニュイティ
(終身年金)



「年金自由化」後に年金はより自由になったのか?

2015年「年金自由化」は英国の退職後の生活における貯蓄事情を大きく変え、55歳以上の人はかつてないほど柔軟に「確定拠出型 (DC)」年金の年金原資を利用できるようになりました。改革前は退職者の90%以上がアニュイティ (終身年金) を選んでいました。アニュイティを選択すると、確定収入を生涯にわたり受け取れる反面、柔軟性の欠如や不明瞭さ、手数料の高さがしばしば問題視されました。改革後は退職者が自身の貯蓄に関して (1) **現金一括受け取り**、(2) **運用しながら定期的にかつ柔軟に引き出せるドローダウン方式**、(3) **アニュイティ** という3つの選択肢が認められるようになったのです。

年金改革は、個人が自身のニーズや市場状況に合わせて年金収入戦略をカスタマイズできるようにすることが目的でした。しかし、それは複雑さとリスクを招き、適切な支援や指導がないことで急速な資金の枯渇、金銭面の不安、誤った計画や運用の判断に陥る投資家が発生しました¹。

改革後は「ドローダウン」が最も選択される年金商品となっており²、ドローダウンを選択する個人は55歳³から年金原資を柔軟に取り崩せるようになりました。これにより個人は一定額分を必要に応じて引き出せる一方、残りの資金は潜在的な成長を期待して投資を継続することが可能です。年金原資の最大25%を非課税で受け取ることができ、25%を超えて引き出す金額には、所得税が課税されます。これがアニュイティと異なる点であり、退職者が収入や投資戦略をより柔軟にコントロールすることが可能です。しかし、それは市場の下落によって資金が早期に枯渇するリスクや無分別な引き出しが伴います。コントロール性や柔軟性が高まると、個人は、複雑な金融決定を行うための大きな責任を負うことを意味します。

退職後のニーズに適したアドバイスは、こうしたリスクを軽減し、長期的な経済的安定の確保に役立ちます。

「年金自由化」の導入以来、人々は退職貯蓄の管理や引き出しの方法を変えました。しかし、大半のリタイアメント・ソリューションは引き続き資産形成期に適している反面、取り崩し期の際に発生する課題が見過ごされています。このように取り崩し期よりも資産形成期が重視されることで、結果的に多くの年金商品は、個人が退職後の複雑な年金管理を適切に実施するためのサポートとして不十分なものになっています。同時に、退職者の多くは引き出し期や投資の効果的管理に関して十分な指導を受けていません。結局、年金改革は個人に退職後の生活のために備えた貯蓄分を引き出せる権限を与えましたが、個人に合わせてカスタマイズされ、退職後の生涯期間における収入を確保しながら経済的安定を実現できる引き出しソリューションが求められていることには変わりはありません。

英国金融行為規制機構 (FCA) のレビュー

2024年3月に年金収入に関する助言に関するFCAのテーマ的レビューが公示されました。当レビューでは、主要なリタイアメント戦略としてインカム・ドローダウンとアニュイティを組み合わせることにより得られる恩恵が強調されました⁴。このハイブリッド・アプローチは、退職者がアニュイティを通じて安定収入を確保するとともに、インカム・ドローダウンの柔軟性や潜在的成長の恩恵を享受することを可能にします。このような組み合わせにより、不測の出費に備えて資金へのアクセスを確保する一方、長生きリスクを効果的に低減し、安定した収入を提供することができます。

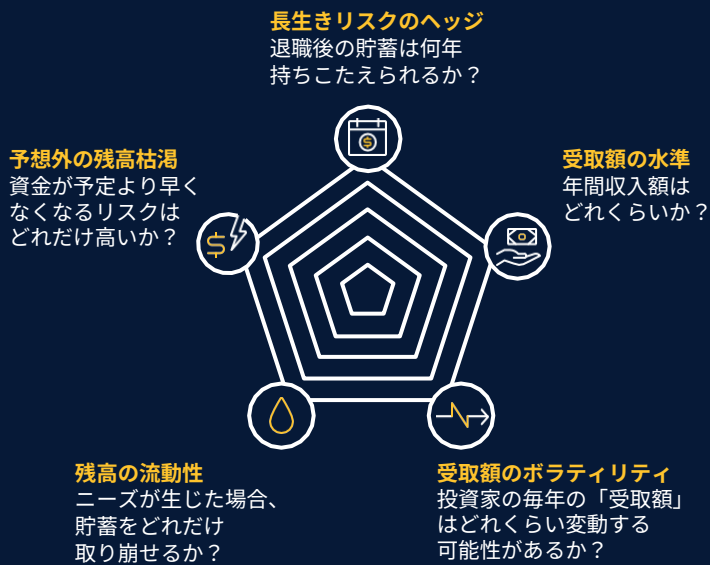
1 Hymans Robertson (2024年3月)、'Reflections on the 10th anniversary of pension freedoms announcement.'

2 Financial Conduct Authority (FCA)、'Retirement income market data 2023/24.'

3 2028年4月6日から57歳に変更される予定。

4 FCA (2024年3月)、'Thematic Review TR24/1: Retirement income advice thematic review.'

(図表2) 5Dフレームワーク：取り崩し期のトレードオフ



図解のみが目的です。
出所: ティー・ロウ・プライス

このレビューでは金融アドバイザーが顧客のリスク特性や収入など個別事情を考慮して各人に適したソリューションを助言する必要性が強調されています。インカム・ドローダウンとアニュイティを組み合わせることで、退職者は、より適応性が高い金融プランを策定することができるようになり、急な資金需要に対処し、長期的な資金持続性を確保できるようになります。FCAは、年金収入の選択肢に関して顧客に助言する際、総合的見地に立つことを推奨しています。FCAの年金収入助言判定ツール（RIAAT）や付随ガイドラインで説明されているように、資産形成局面と取り崩し局面を区別して、顧客のより広範な金融目標に適した推奨を行うことが望ましいとされています^{5,6}。FCAはこの点に関してさらなる研究が必要としています。

5Dフレームワーク: 取り崩し期でのトレードオフのバランスを取る

ティール・ロウ・プライスでは取り崩し期に内在する特有の問題を解決すべく年金収入ソリューションを評価するための5次元（5D）フレームワークを開発しました。資産形成期での投資はリターンとリスクの2次元ですが、取り崩し局面では5次元で評価する必要があります。

取り崩し期では、退職者は**長生きリスクのヘッジ**、**予想外の残高枯渇**、**受取額の水準**、**残高流動性**、**受取額のボラティリティ**という5つの必要不可欠な特性のバランスを考慮する必要があります。当社の調べでは、ほとんどの貯蓄者が、主な心配事として長生きリスクのヘッジや予想外の

残高枯渇を挙げています。

長生きリスクのヘッジは、個人が予想以上に長生きすることによる貯蓄枯渇の可能性を最小化することです。**予想外の残高枯渇**は予想以上に早く資金が底をつく可能性と関係します。これらの点を踏まえ、退職者は自身が確実に受け取れる給付水準と休暇や住宅改修など緊急かつ特別な支出を賄える残高の流動性を考慮します。最後に、**受取額のボラティリティ**は退職者にとって最も重要性の低い項目です。この点は消費者がここ数年の生活費増加やインフレ上昇など家計への重圧に応じた支出行動を取ることを示した研究とも符合します⁷。全般的に退職者は変動性のある収入より給与のような安定した収入を依然として好みます。

退職者は、取り崩し期の5項目の、それぞれ相反する性質のバランスを取らなければならない、トレードオフとして本質的には失うものと得るもの間で妥協点を探ることになります。例えば、より多くの支給を受けるにはポートフォリオでより多くのリスクを取らなければならない、予想外の残高枯渇のリスクが高まります。逆に、流動性を優先すると、引き出せる額が制限され、生活費を賄うために受け取る支給額が減少する可能性があります。こうしたトレードオフのバランスを取るには、リスクに対処する一方で個人の目標に沿った取り崩し戦略を策定する慎重な計画やモデリングが必要になります。

資産形成に重点を置く伝統的手法と異なり、当社の5Dフレームワークは取り崩し期の5項目の間のトレードオフを数値化します。様々なソリューションを評価する共通言語や標準化された手法を提供することで、投資家が優先項目を体系的に検討できるようにします⁸。こうした総合的アプローチにより金融アドバイザーは顧客に適した退職後ソリューションを見つけられる可能性があります。当社は、建設的な議論が行えるよう金融プロフェッショナルと連携する機会を歓迎しており、当社プロセスを適応する際のガイダンスや分析も提供しています。

アニュイティの盛衰

アニュイティは退職者が年金原資で購入することが可能な保険の一種で、確定した収入を終身または所定の期間に受け取れます。「年金自由化」の後、英国では退職者が投資に対するコントロールの維持や潜在的な資産拡大を目的としてドローダウン商品を選ぶようになり、アニュイティに対する需要が低下しました。主に低い長期金利や、年金資産を家族に非課税移譲することを可能にする法制度が理由で、アニュイティが限定的な価値しか提供できないことがその背景にあります。後者は年金資産が多くの貯蓄者にとって相続税対策となったことを意味します。

⁵ FCA（2024年3月）、‘Dear CEO letter: Thematic review of retirement income advice.’

⁶ Pensions and Lifetime Savings Association（PLSA）（2020年10月）、‘DC decumulation: Evolving the pension freedoms – final recommendations.’

⁷ IPSOS（2022年1月）、‘How inflation is changing consumer behaviour.’

⁸ Cui, Berg and Jessica Scalfani（2024年6月）、‘A five-dimensional framework for retirement income needs and solutions,’ T. Rowe Price.

しかし、最近は、より競争力のある利率が提供されていることから、アニュイティ需要が復活している傾向が見られます。利率は大幅に引き上げられており、確定収入につながる実行可能な選択肢となりました。また、直近予算では年金貯蓄が2027年から再び相続税の課税対象となり、個人が死亡した時点での年齢が75歳以上の場合は二重課税となるケースも多いため、アニュイティ需要の復活に拍車がかかりました。

アニュイティは信頼できる一定の資金フローを生涯提供する点に優位性があり、長生きリスクを軽減できます。このように資金フローやリスクの軽減が予測できるため、退職者の効果的な予算策定に役立ちますが、流動性が制限されることが難点です。終身年金を契約すると、一括払いでの購入金は保険会社に移管され、通常は引き出しや解約ができなくなります。より広範な市場状況もアニュイティの利率に影響するため、購入のタイミングが非常に重要になりますが、現実的には見極めが困難です。アニュイティは基本的に投資と連動していないため、潜在的な市場成長の恩恵を受けられないこともあり、他の選択肢より収入が少なくなる場合があります。この種の年金契約は、条件が難解かつ複雑な金融商品で、オプションや付帯条項を理解するのも容易ではありません。インフレ・プロテクションや死亡給付金などの特約を付与する場合は、追加費用がかかります。

ハイブリッド・リタイアメント・ソリューション

ドローダウン戦略とアニュイティを組み合わせることで、こうした欠点を効果的に軽減することが可能です。ドローダウン向けマルチアセット・ポートフォリオが資産分散、成長ポテンシャル、柔軟性を提供する一方、貯蓄の一定割合を、確定収入が得られるアニュイティに振り向けます。こうしたハイブリッド・アプローチは、予測可能で安定した収入を得たいという欲求と、成長を期待し柔軟性を享受するため投資するニーズに対応でき、金融的安定の強化とインフレや予期せぬ出費に対する余裕を提供します。

このように組み合わせた後は、顧客のニーズや要件、リスク特性を十分理解した上で構造的アプローチを行います。広範囲のモデリングやシミュレーションは最適な組み合わせ比率、リスク軽減、投資収益向上を可能にします。当社のアプローチは顧客との対話や、取り崩し局面の5項目に関する様々なシナリオの評価に求められる情報を金融アドバイザーに提供します。資産配分とアニュイティの異なる組み合わせが様々なシナリオにどう対応するかを評価するため、モンテカルロ・シミュレーションを用いて潜在的な将来の市場状況を作り出すことができます。このデータ主導の分析は、最適な組み合わせ比率を特定するとともに、市場変動や長生きリスクに備えて安定収入を確保する必要性のバランスを取り、最終的には、持続可能な収入を実現する可能性を高めます。

“ドローダウン向けのマルチアセット・ポートフォリオが資産分散、成長ポテンシャル、柔軟性を提供する一方、貯蓄の一定割合分を、確定収入が得られるアニュイティに振り向ける

- Yoram Lustig

マルチアセット・ソリューション責任者、EMEA

この分析はパーソナル化と組み合わせることもでき、適切かつ個人仕様のソリューションを決定する前に、当社の5Dフレームワークを使って投資設計や付随するトレードオフを投資家に視覚的に提示することができます。

伝統的なシナリオ分析とストレス・テストを通じて、極端な市場環境や予期せぬ経済変化の下でどんなパフォーマンスを上げるか評価することでドローダウン・ポートフォリオの設計に役立ちます。こうした手法は様々なファクターに対するポートフォリオの感応度についてさらなる知見を提供し、アドバイザーが個人の事情に応じてパーソナル化するための効果的に組み合わせ可能な構成項目の策定にも有効です。こうした先端モデル化技術を取り入れ、アドバイザーと顧客は当面の資金ニーズへの対応、リスク軽減、優れた取り崩しソリューションの提供を目的として情報に基づいた決定を行うことができます。

金融アドバイザーとのパートナーシップを通じたパーソナル化

我々のソリューションは、資産形成を行う個人のニーズを満たすために戦略をカスタマイズする金融アドバイザーとのパートナーシップが必要です。退職者は専門家の指導や助言を活用しマルチアセット・ポートフォリオとアニュイティを組み合わせる個別のソリューションを選ぶことができます。このパートナーシップは退職者が十分な情報に基づき個人の事情に最も適した金融的な決定をするためのものです。パーソナル化は取り崩し期では不可欠です。資産形成期での投資目的は拠出金の最大化、リスク許容度に沿った投資、時間と複利の恩恵享受など総じて共通しています。対照的に、取り崩し期における戦略は個々の事情や収入ニーズが退職者によって大きく異なります。

当社の3つのリタイアメント・インカム・ソリューション

1. **イミディエイト・アニュイティ（即時年金）とマルチアセット・ポートフォリオの組み合わせ。**現在のアニュイティの利率が高く、初日から確定収入を希望する貯蓄者向け。

即時年金と柔軟にアクセスできるインカム・ポートフォリオの組み合わせにより、退職者はバランスを取りながら年金収入を管理することができ、アニュイティの利率が好ましい水準にある時は特に有効です。この戦略は個人が即時年金から確定収入を得られるようにし、引き出しが可能なポートフォリオを通じて柔軟性を保つ一方、金融的・精神的な安定をもたらします。ドローダウン・ポートフォリオは退職者が資金を必要に応じて引き出せるほか、変化する財務状況や予期せぬ出費に対して調整できるようにし、投資成長のポテンシャルも享受可能です。この組み合わせは戦略的な引き出しを可能にし、退職者がそのインカム戦略を長期採用できるようにすることで税効率の最適化にも寄与します。

2. **アニュイティへの漸増拠出。**これはマルチアセット・ポートフォリオをベースに利率に応じてアニュイティを毎年徐々に増やすオプションを組み合わせたもの。貯蓄者は利率が低いアニュイティの一括購入を避け、加入期間中に平均化することができます。

アクセスが柔軟なインカム・ポートフォリオとアニュイティへの漸増拠出の組み合わせは、年金収入に対する戦略的アプローチを提供し、アニュイティの利率が好ましくない時は特に有効です。アニュイティの一括払い購入をためらう貯蓄者のニーズを満たすものでもあります。この手法は退職者がマルチアセット・ポートフォリオの柔軟性を有効活用することを可能にし、退職者は資金を必要に応じて引き出せる一方、残りの資金を引き続き投資にすることができます。アニュイティへ定期的に拠出することで、退職者はアニュイティの利率をドル・コスト平均法によって平均化することができます。市場変動の影響を軽減するため、長期的にはより好ましい利率を得られる可能性があります。この戦略は当面の資金ニーズの管理に役立ち、退職者が将来のアニュイティ利率の改善の恩恵を受けやすくなります。

3. **アニュイティ購入の先送り。**これはインカム目的のマルチアセット・ポートフォリオと、主に英国債や英社債への投資でアニュイティ利率をヘッジするポートフォリオの組み合わせ。この手法で貯蓄者は投資期間中ずっと十分に柔軟性を維持する一方、アニュイティ購入を約15年先送りすることができます。

“ 個人が資産形成期から取り崩し期に移行する時、マルチアセットへの分散が最も重要になる

- Eva Wu

マルチアセット・ソリューション・ストラテジスト

これは主に現行アニュイティ価格が好ましい時、大きな恩恵をもたらします。この戦略により退職者は取り崩し局面で流動性や柔軟性を保ちつつ、アニュイティの購入を戦略的に先送りすることができます。ヘッジポートフォリオへ投資することで、退職者は将来の市場変動から資産を保護することができ、同時に投資をアニュイティに転換する際に、その時点で有利なアニュイティ利率を確保できます。このアプローチでは、十分に資金へのアクセスを確保することが可能です。アニュイティ購入の時期を前倒し、または先送りすることでプランを調整できる柔軟性に加え、年齢とともに魅力的なアニュイティ価格を得られる可能性もあります。

取り崩し期における分散

個人が資産形成期から退職貯蓄取り崩し期に移行する時、マルチアセットへの分散が最も重要になります。マルチアセット・ポートフォリオはより安定したリターン特性を提供します。これは、退職後に市場が下落し、それ自体が引き出しの持続可能性に影響を及ぼす場合に極めて重要な要素です。特性や役割が異なる複数の資産に分散することにより、退職者は市場の混乱時に資産が著しく目減りする可能性を低減することができます。

継続的なリスク管理は非常に重要です。当社のアプローチは3つの明確な役割を持つ資産で構成されるポートフォリオを構築することです。

1. **株式のような成長志向の資産**は成長、配当収入、柔軟性を提供します。
2. **ハイイールド債などの中リスク資産**は主にインカム収入を提供します。
3. **信用力の高い国債や避難通貨などのディフェンシブ資産**は市場の混乱時に分散と緩衝役を果たし、将来の引き出しのための資産を守ります。

ダイナミックな資産配分やマルチアセット・フレームワーク内のアクティブ戦略は、望ましいインカム水準の確保と市場状況の変動への対応を目的とする調整を可能にします。

グローバル資産運用会社の専門性

リタイアメント・ソリューションの策定・管理やモデル化で20年以上の経験を持つグローバル資産運用会社として、当社は老後の人生設計の複雑さを克服するために、独自の専門知識を駆使してきました。その結果、リタイアメント分野におけるアクティブ運用では世界最大級の運用資産と、優れた運用実績を誇ります。世界各地の強力なプレゼンスと、英国での金融アドバイザーとのパートナーシップを通じて、多様な顧客ニーズに応じた包括的ソリューションを提供する独自の立場を築いています。効率的なリタイアメント・プランニングには革新的な商品と、顧客が将来の投資において十分な情報に基づく判断ができるように金融アドバイザーが手助けする戦略的なパートナーシップが必要なことを認識しています。協働を通じてカスタマイズされた戦略の提供に注力することで、お客様がリタイアメント目標を達成し、経済的な効用を得られるように努めます。

本レポートでご紹介した革新的なリタイアメント・ソリューションは、マルチアセット・ポートフォリオとアニユイティをうまく組み合わせることで安定と成長ポテンシャルを提供することを目指しています。実質的に安定収入の確保や投資リスクの管理など、退職者にとっての主な問題を解決する一方、経験豊かな金融アドバイザーから個人に適切な助言が得られるように努めます。こうした要素を包括することにより財務面の回復力を強化し、退職者を取り巻く環境に適したテラーメイドの助言に基づいて自ら投資決定が行えるようにし、最終的にはより安定した老後の生活を楽しめるようにしたいと考えています。

INVEST WITH CONFIDENCE®

ティー・ロウ・プライスは、進化する世界で投資機会を見極め、アクティブ運用をもってお客様の成功を支えます。

重要情報

当資料は、ティー・ロウ・プライス・アソシエイツ・インクおよびその関係会社が情報提供等の目的で作成したものを、ティー・ロウ・プライス・ジャパン株式会社が翻訳したものであり、特定の運用商品を勧誘するものではありません。また、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。当資料における見解等は資料作成時点のものであり、将来事前の連絡なしに変更されることがあります。当資料はティー・ロウ・プライスの書面による同意のない限り他に転載することはできません。

資料内に記載されている個別銘柄につき、売買を推奨するものでも、将来の価格の上昇または下落を示唆するものでもありません。また、当社ファンド等における保有・非保有および将来の組み入れまたは売却を示唆・保証するものでもありません。投資一任契約は、値動きのある有価証券等（外貨建資産には為替変動リスクもあります。）を投資対象としているため、お客様の資産が当初の投資元本を割り込み損失が生じることがあります。

当社の運用戦略では時価資産残高に対し、一定の金額までを区切りとして最高1.265%（消費税10%込み）の逦減的報酬料率を適用いたします。また、運用報酬の他に、組入有価証券の売買委託手数料等の費用も発生しますが、運用内容等によって変動しますので、事前に上限額または合計額を表示できません。詳しくは契約締結前交付書面をご覧ください。

「T. Rowe Price」、「INVEST WITH CONFIDENCE」および大角羊のデザインは、ティー・ロウ・プライス・グループ・インクの商標または登録商標です。

ティー・ロウ・プライス・ジャパン株式会社

金融商品取引業者関東財務局長（金商）第3043号

加入協会：一般社団法人 日本投資顧問業協会／一般社団法人 投資信託協会／一般社団法人 第二種金融商品取引業協会

202501-4131602