



第六回 リタイアメント・レポート 第二の人生を前倒しで迎える場合

早期退職の可能性を織り込んだグライド・パスの設計

THE BENEFIT CONNECTION
GLIDE • PATH • DESIGN

2022年2月

サマリー

- 多くの確定給付プランでは、社会保障制度による給付金を満額受給できる年齢に達する前でも加入者に退職給付金を受け取れる選択肢の提供によって、早期退職を容認または奨励している。
- 早期退職の決断は、退職後の期間の長期化を意味することから、より長期にわたり老後の収入を維持するため、老後の貯えも大幅に増やす必要があるだろう。
- 確定拠出プランのスポンサーは、グライド・パス（退職までの期間の経過に応じた、資産配分の適切な移行計画）の評価に際し、確定給付プランが提供する資産および早期退職へのインセンティブを考慮する必要がある。

以前のリタイアメント・レポート・シリーズでは、確定給付（DB）プランにより提供される追加資産が、特に代替効果を考慮しない場合、どのように付随する確定拠出（DC）プランのターゲット・デート・グライド・パスに影響を及ぼしうるかを考察しました¹。この追加資産がほとんどの年齢にわたり、総じて株式への配分を押し下げる傾向を示しました。しかしながら、DBプランの存在が加入者の選択する退職時期に与える影響については考慮しませんでした。本レポートでは、この点を取り上げます。

米国企業年金プランの当局への届出内容を見ると、DBプランの給付対象となる加入者は、多くの場合、社会保障制度による給付金（公的年金）を満額受取れる年齢（66歳から67歳に変更中）に達する前に退職していることを示しています（図表1）。この傾向は、早期退職奨励金が年金数理上減額される給付金より有利な場合に当てはまります。

米国公的年金プランの合算データを入手するのは難しいものの、多くの地方政府や消防士、司法機関を対象としたDBプランの典型的な設計を考慮すると、これらの加入者の平均退職年齢は、米国企業年金プランにおいて見られる状況と同じように、社会保障制度による給付金を満額受け取れる年齢を下回ると予想されます。DBプランが従業員に通常より早期の退職を奨励する場合、DCプランのターゲット・デート商品におけるグライド・パスは、このようなアキュムレーション（資産積立）からデキュムレーション（資産取崩し）への早期転換を織り込む必要があります。

ティー・ロウ・プライスが主力の合同運用商品で提供するグライド・パスを含む多くのDCプランのグライド・パスは、加入者が特定の年齢、典型的には65歳で退職するという前提に基づいて構築されています。



Justin Harvey, ASA, CFA
マルチ・アセット・ソリューションズ
分析責任者

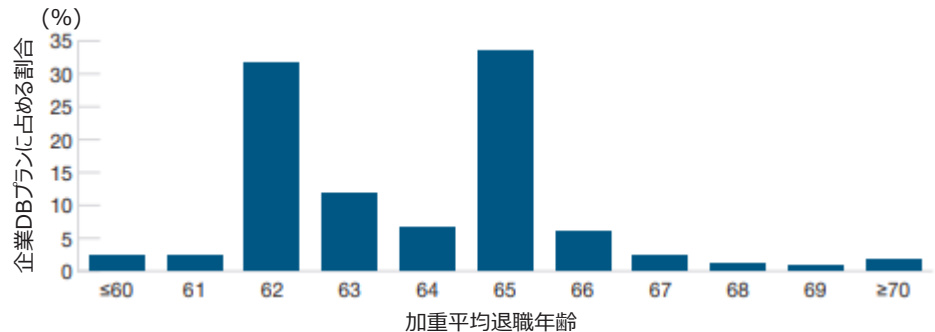


Adam Langer, CFA
クオンツ・シニア・アナリスト

¹ Justin Harvey, Adam Langer, Aaron Stonacek, and James Tzitzouris, “[第四回リタイアメント・レポート 代替効果を理解する](#)”（2021年）。

米国企業年金プランの約90%は平均退職年齢が65歳以下

(図表1) 加入者が10人以上のDBプランにおける加重平均退職年齢



出所：米国従業員給付保障局、2020年フォーム5500データ（n = 17,029）。ティー・ロウ・プライスによるデータ分析。

早期退職日は、DBとDC双方の給付を受ける加入者について、幾つかの方法で退職後の資産と支出に影響を与えます。

早期退職日は、DBとDC双方の給付を受ける加入者について、幾つかの方法で退職後の資産と支出に影響を与えます。

- 最も顕著な影響として、DC資産の積立期間が短期化する一方、取崩し期間が長期化します。
- 確定給付金の算定に勤続年数を適用している場合、加入者の勤続年数が短くなるため、提供される退職所得は減少します。同様に、キャッシュ・バランス・プランの加入者が早期退職する場合、受け取る給付額は減少します。
- 確定給付金が勤続年数またはペイ・クレジット（加入者の勤続年数などに応じて決められ、「給与の x %」といった形で規定されることが多い）に直接依存しない場合であっても、早期退職者の給付金は、特に早期退職に奨励金が支払われない場合、年金数理同等のプラン条項により死亡率および貨幣の時間的価値を考慮して給付金が下方調整されるため、減額されると見込まれます。
- 早期退職者は、その後の勤続期間中に見込まれる給与増加に応じて、通常の年齢で退職する加入者と比べて、年間退職債務が引き下げられる可能性もあります。

グライド・パスの適合性への影響

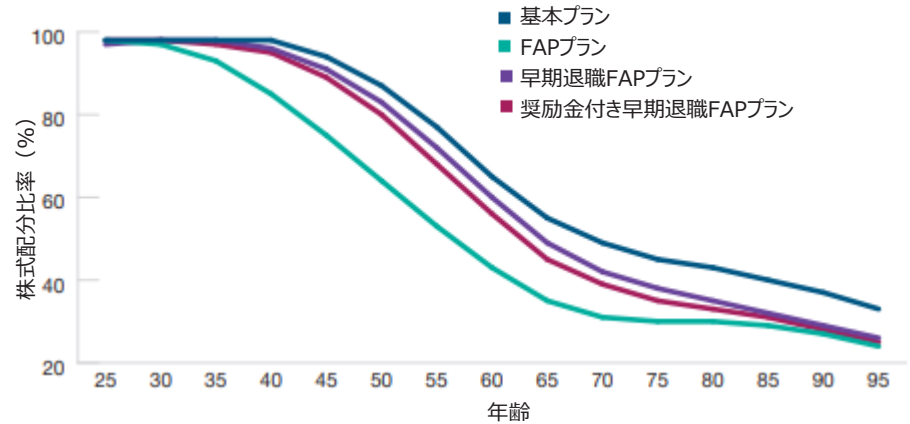
退職年齢の早期化を反映するためにグライド・パスをどれだけ変更するべきかを評価するため、4つの仮想シナリオをモデル化しました。いずれもリタイアメント・レポート・シリーズを通じて使用してきた米国のセーフハーバー基準を満たしたDCプラン（一定条件下の事業主免責プラン）を基準にしています。

- 1. 基本プラン（併用DBプランなし、早期退職なし）：**雇用主は、従業員の給与繰延べの最初の3%に対して100%、次の2%に対して50%のマッチング拠出を行います。付随するDBプランはありません。
- 2. 最終平均給与（FAP）プラン（併用DBプランあり、早期退職なし）：**同じ確定拠出プランに、「1% x 最後の5年間の平均給与 x 勤続年数」に相当する通常の退職給付金を通常の退職日に支払う最終平均給与DBプランを組み合わせます。
- 3. 早期退職FAPプラン：**シナリオ2のDCプランおよび最終平均給与DBプランと同じですが、61歳での退職に関して、通常の退職給付金と年金数理上同等の給付金で最適化します²。
- 4. 奨励金付き早期退職FAPプラン：**シナリオ2と3で想定したDCプランおよび最終平均給与DBプランと同じですが、

² 2020年フォーム5500届出書において、米国企業DBプランの必要最小額（最低2%）による平均退職年齢として最小年齢であるため、61歳での退職に関する結果を示しています。

早期退職は株式配分比率を基本シナリオに向けて押し上げる

(図表2) 仮想最適グライド・パスの株式配分比率



出所：米国従業員給付保障局、2020年フォーム5500データ（n = 17,029）。ティー・ロウ・プライスによるデータ分析。

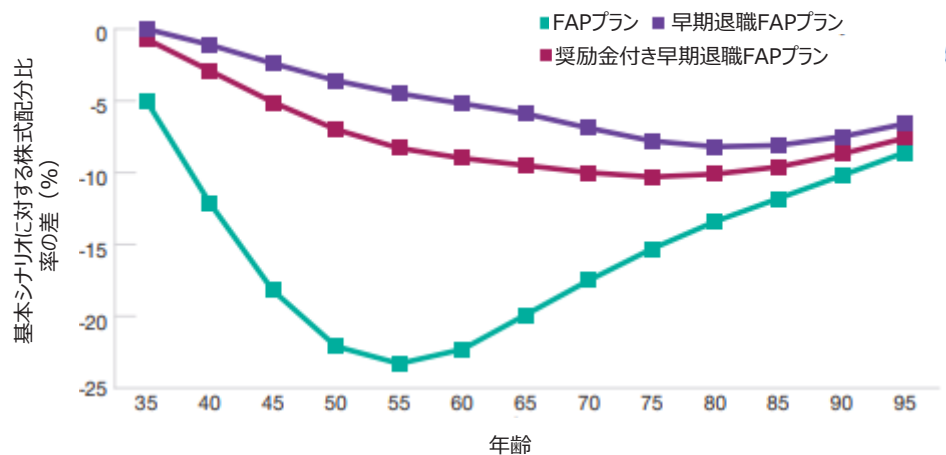
上記は例示のみを目的としています。実際の投資を代表するものではありません。この分析はモンテカルロ・シミュレーションから生じた情報を含みます。当資料は特定の投資行動の助言または推奨を目的とするものではありません。追加情報については補足資料をご参照ください。

61歳での退職に関して、年金数理上同等の通常の給付金と比較して奨励金が支払われる給付金で最適化しています³。

当然ながら、これまでリタイアメント・レポート・シリーズで指摘したように、FAPプランの追加は、仮想最適グライド・パスの株式配分比率を資産積立てと資産取崩しの両段階を通じて大幅に引き下げます（図表2）。

早期退職は資産積立て段階におけるDBプランの資産効果を大幅に相殺

(図表3) 奨励金が支払われないFAPプランは基本プランと比較して株式配分比率が8%低下



出所：ティー・ロウ・プライス。

上記は例示のみを目的としています。実際の投資を代表するものではありません。この分析はモンテカルロ・シミュレーションから生じた情報を含みます。当資料は特定の投資行動の助言または推奨を目的とするものではありません。追加情報については別紙をご参照ください。

³ 奨励金付きプランにおける早期退職給付金は、通常の退職給付金を年間3%削減しました。これは年金数理上同等と推定される給付金の年間約5.7%の削減より有利です。モデル化手法の詳細は別紙をご参照ください。

「**奨励金が支払われても、早期退職者は、給付金を満額受け取る年齢での退職者と比べて、DBプランの追加による資産効果を十分に享受できません。**

最大の乖離は、65歳での退職者に関して所得が最大の年代で生じました。しかし、同じDBプランについて、加入者に年金数理上同等の給付金で61歳での退職を認める場合、仮想グライド・パスの株式配分比率への影響は、遥かに軽減されました（図表3）。

早期退職FAPプラン（シナリオ3）と基本シナリオ（DBプランを伴わないDCプラン）との間で株式配分比率の差が最大となったのは、退職から相当期間が経過した後であり、その差は約8%に過ぎませんでした。長期化した退職後の生活を維持するためには、資産積立て期間を通してDCプランの資産残高を大幅に増やす必要がありました。

まさにその性質によって、シナリオ4における早期退職奨励金は、退職後の資産を増加させるため、グライド・パスを通じた仮想最適株式配分比率は、シナリオ3の奨励金が支払われない早期退職グライド・パスと比べて2～4%低下しました。奨励金の影響は、奨励金による追加資産を受け取る退職前後において最大でした。

まとめ

DBプランを既存のDCプランに追加することは、加入者の退職後の資産状況を改善することができる一方、DBプランの存在が従業員の早期退職を奨励する場合、複数の相殺する要因がグライド・パスの設計に影響を与える可能性があります。

DBプランの早期退職給付金に奨励金が支払われない場合、加入者は、長期化した退職後の生活を維持するため、DCプランにおいて相当程度の株式を保有する必要があります。この場合、DBプランの給付金は、給付金の算定に適用される勤続年数が短く、死亡率および貨幣の時間価値の年金数理上の影響を反映して減額されるため、低下すると見込まれます。

奨励金が支払われても、早期退職者は、それ以降の年齢での退職者と比べて、DBプランの追加による資産効果を十分に享受できません。株式配分比率および投資リターンの上昇が資産取崩し期間の長期化を支えるために必要となります。

別表

年金プラン設計のモデル化パラメーター

架空のDCプラン：当初の想定は従業員掛金の最初の3%の100%、次の2%の50%まで事業主がマッチング拠出する「セーフハーバー（一定条件下の事業主免責）」プラン。

架空のDBプラン：終身年金を給付する単一のプランの給付額は以下の式で計算されます。

退職給付 = 1% × 最後5年の平均給与 × 勤務年数
（早期退職ではない通常の退職の場合）

奨励金付きプランにおける早期退職給付金は、通常の退職給付金を年間3%削減。

この想定は、健康な年金受給者のRP-2014年金死亡率表およびアクチュアリー協会のMP-2021死亡率改善スケール、2021年11月の米国内国歳入庁（IRS）の

一括給付の最低現在価値計算に使用されるセグメント率（社債利回りコンボジット）に基づく年金数理上同等と推定される給付金の年間約5.7%の削減より有利です。

加入者構成分析：加入者の収入はティール・ロウ・プライスのDC年金レコードキーピング（記録関連運営管理）プラットフォームで測定される独自給与成長モデルに従って増えたと想定。加入者は65歳で退職し、退職後はインフレ調整ベースで一定の支出水準を維持するため取り崩しを始める想定。

特定の結果の確率に関する予測や他の情報は将来の結果を保証するものではありません。この分析は様々な前提に基づいており、予想された結果が達成もしくは持続する保証はありません。実際の結果は変化し、想定したシナリオより良い場合もあれば悪い場合もあります。

追加ディスクロージャー

モンテカルロ・シミュレーションは将来の不確実性をモデル化します。平均結果を生成するツールとは異なり、モンテカルロ・シミュレーションによる分析は、確率に基づく結果の範囲を創出することで、将来の不確実性を取り入れています。

重大な想定には、以下が含まれます。

- 貯蓄率やキャッシュフローなどの経済・行動的なインプット値は、金融市場とマクロ経済、並びにティール・ロウ・プライスのDCプラン加入者の記録管理データベースに基づき測定されたデータの双方と関係のあるファクターで構築される構造的モデルから生成されます。
- 死亡率のウェイトは米国アクチュアリー会が出所です。退職年齢は65歳と想定されています。

重大な制限には、以下が含まれます。

- この分析は前提に基づいており、こうした前提から生じる幅広いシナリオを創出するリターン・モデルと組み合わせます。最善を尽くしているものの、前提やモデルが将来のリターンを正確に予想する保証はありません。こうした分析結果は近似値とみなし、これを使う場合は誤差をある程度許容すべきであり、結果の正確性に過度に依存しないことが重要です。

シミュレーションを利用する際には、裏付けとなる要因の初期値を含むインプット・パラメータの変化が一見小幅であっても、結果に重大な影響を及ぼす可能性があり、（単に時間の経過とともに）繰り返し利用することにより、結果のばらつきが大きい可能性があることを念頭に置く必要があります。

- ・ 極端な市場の動きはモデルで想定される以上に頻繁に起きる可能性があります。
- ・ 市場危機は資産クラスが横並びのパフォーマンスとなり、予想されるリターンの前提の正確性を低下させ、分析では捕捉されなかった形で（多くの異なる資産クラスを使うことの）分散効果が消失する可能性があります。この結果、投資家が実際に経験するリターンは我々の分析における予想よりボラティリティが大きくなる可能性があります。
- ・ リスク、リターン、「強気」相場と「弱気」相場の期間など資産クラスのダイナミクスは、モデル化したシナリオのものとは異なる可能性があります。
- ・ この分析はすべての資産クラスを対象にしているわけではありません。他の資産クラスはこの分析で使用される資産クラスと近似する場合またはこれより優れている場合もあります。
- ・ 税金、手数料、取引コストは考慮されていません。
- ・ この分析でモデル化するのは投資商品ではなく資産クラスです。この結果、投資商品の広範な資産配分がモデル化したものと近似していても、特定の投資商品における投資家の実際の経験は、シミュレーションによる予想レンジと異なる可能性があります。こうした乖離の理由としては、投資商品の運用会社によるアクティブ運用などが含まれます。特定の運用商品主導のアクティブ運用、つまり幅広い資産クラスとは異なる個別銘柄のポートフォリオの選択は、リターンがこの分析の予想レンジから乖離する投資商品につながる可能性があります。

モデル化の前提：

この分析に使われる主な資産クラスは株式と債券です。効果的に分散されたポートフォリオは理論上、株式、債券、不動産、海外投資、コモディティ、貴金属、通貨などあらゆる投資可能な資産クラスが含まれます。投資家がこれらの資産クラスをすべて保有している可能性は低いことから、長期投資家に最適と思われるものを選定しました。

この分析には10,000のシナリオが含まれます。取り崩しは各年初めに行われます。

重要：様々な投資結果の確率に関するティール・ロウ・プライスの予測や他の情報は本質的に仮想的なもので、実際の投資結果を反映したものではなく、将来の結果を保証するものでもありません。シミュレーションは前提に基づいています。予想またはシミュレーションされた結果が達成もしくは維持される保証はありません。図表は起こり得る結果の範囲を示しています。実際の結果は使用の都度、時間の経過と共に変わり、シミュレーションされたシナリオと異なる可能性があります。潜在的な損失もしくは利益がシミュレーションで示されたものより大きくなる可能性がある点にご留意ください。これらの結果は予測ではなく、合理的な推計に基づく数値です。

INVEST WITH CONFIDENCE®

ティー・ロウ・プライスは、お客様に信頼していただける優れた運用商品とサービスを長期にわたってご提供することに注力しています。

troweprice.co.jp

T.RowePrice®

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（外貨建て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）の逡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