# 年金受給段階での金融商品の選択

# 一据置年金の例による分析



(株)ニッセイ基礎研究所 金融研究部 主任研究員 北村 智紀

# ~要旨~

本稿では、確定拠出年金の受給者用の運用商品として考えられ、長寿リスクのヘッジが期待される据置年金への家計の選好について、独自のアンケート調査を利用して分析した。据置年金は終身年金の一種であるが、高齢者が一定の年齢以上になった場合に年金が受け取れる金融商品である。分析の結果、据置年金は、通常の終身年金と比較して、選好されない傾向があった。特に、自分の寿命が長くないと考える人の選好は低下した。また、株式や株式投信と異なり、リスク許容度が高い人ほど、据置年金への需要が高まるという関係は観察されなかった。今後、確定拠出年金での受給者用の運用商品では、終身年金のような定期的なキャッシュ・フローがあり、受給者の消費の安定化に寄与できる商品を充実させていく必要性があろう。特に、比較的購入コストが低く、長寿リスクに対応できる据置年金の導入の是非について検討する必要がある。

#### 1 はじめに

公的年金の給付水準の低下により、老後の生活費の準備は自助努力が占める割合が増えることが予想される。自助努力の方法としては、個人では、税制が有利な、少額投資非課税制度(ニーサ)や個人型確定拠出年金(イデコ)の利用が考えられる。もちろん、これらの税制優遇制度に関わりなく、投資信託等を利用した資産運用を行うこともできる。企業においては、企業年金等の退職給付制度の充実が考えられる。このような制度等を利用して、金融資産の蓄積を行うことは可能であるが、退職後、どのような方法で金融資産から生活費を引き出していくかという問題も生じる。企業の退職給付制度にお

いては、年金ではなく、一時金として引き出す 人も多いとされる。このような資産は自分で管理していく必要がある。ニーサやイデコを利用 して自分で蓄積した資産でも、老後の生活費の 引き出しは、引き続き自分で運用しながら引き 出す必要がある。老後の生活費については安定 性を確保したいが、退職後にどのような金融商 品を保有するかで、その安定性や金融資産を維持できる期間が異なってくる。本稿は、このような環境の下、確定拠出年金等での退職後の受 給関連商品として、家計の据置年金への選好に ついて分析する。

退職後の金融資産の管理で重要なリスクの概 念に「長寿リスク」がある。これは自分が想定 していたより長生きした場合に、保有している金融資産が枯渇してしまうリスクである。図表1は長寿リスクの概念図である。例えば、65歳時点で保有している金融資産2,000万円を、男性が90歳まで生きることを想定して、預貯金で運用しながら毎年80万円ずつ取り崩していったとする。90歳で金融資産は枯渇してしまうが、第21回生命表によれば、男性でも25%、女性では50%の人が生存している。公的年金の給付水準が引き下がるなか、医療や介護のための支出は増える可能性がある。長寿リスクは、これまでの取り崩しによって金融資産が枯渇した後、キャッシュ・フロー不足で、生活水準を落とさざるを得なくなるリスクである。

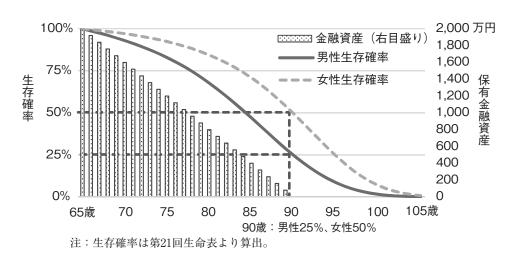
老後の生活費に備える金融商品に終身年金がある。これは、死亡するまで年金を受給できる年金商品である。代表的な終身年金としては、公的年金である厚生年金や国民年金がある。一方、現状では民間の金融機関では終身年金はあまり見ない。この要因としては、金利が低く、また医療の進歩が急激であるため、商品設計が難しいためであろう。この終身年金の中で、長寿リスクへの備えに向いている可能性がある商品として、据置年金(以降、本稿では「長寿年金」

とする)がある。長寿年金は加入後、一定の年齢になるまでは(例えば75歳や85歳)年金は受け取れず、一定の年齢を過ぎたら、年金を死亡するまで受け取れるという商品である。通常の終身年金と長寿年金とを比較してみると、概ね以下の関係になっている:

# 終身年金=有期年金+長寿年金

例えば、65歳に保険料を一時払いして加入し、65歳より年金を受け取る終身年金は、65歳加入で85歳まで年金が受け取れる20年有期年金と、65歳加入で85歳から年金を受けとれる長寿年金の2つの年金で構成できる。長寿年金は、85歳になる以前に死亡した場合には、(商品性にもよるが)年金を受け取ることができない。死亡した人の原資で生存している人の年金を支払う仕組み(トンチン性)があるので、その分、保険料を低く抑えることができる。

Cocco and Gomes (2012)では、将来の生存確率が不確実な状況を想定したライフサイクル・モデルを利用して、高齢化により確定給付年金の年金額が減少する環境では、家計は長寿リスクをヘッジできる金融商品を保有することに利点があるとしている。また、Yogo (2011)は、家計に遺産動機があり、公的年金や確定給付企業年金



図表1 長寿リスクの概念図

があったとしても、65歳時点の退職時点で一部 の金融資産を終身年金にする方が、メリットが あるとしている。

海外においても、老後の準備を促す政策の中で、終身年金や長寿年金が取り入れられている例がある。例えば、ドイツでは、2001年にリースター年金が導入された。これは、少子高齢化に伴う公的年金の給付水準引き下げを補完するため、国庫補助と税制優遇がある個人年金制度である。支給方法には終身年金か分割払いがあるが、後者を選択した場合には、長寿年金に加入する必要がある。また、米国では2014年7月に401kやIRAの受け取り方として、一定の条件を満たした長寿年金が追加された。

### 2 長寿年金が選好されない理由

長寿年金はこのように比較的低コストで長寿 リスクをヘッジできる可能性がある金融商品で あるが、企業型や個人型の確定拠出年金制度の 中の、退職後の年金受給のための商品としては、 あまり見られない。また、一般向けに金融機関 で販売されているケースも少ない。その理由と しては、人々が長寿年金をあまり選好していな い可能性がある。まず、選好されない要因の1 つとして、人々は自分が長生きする確率を低く 見積もる傾向がある。図表2は、後述する筆者 等が行ったアンケート調査での男性の主観的生 存確率(ある年齢まで自分が生きる確率がどの 程度かを尋ねた平均値)である。75歳では、前 述の第21回生命表による生存確率(客観的生存 確率)が82.9%であるのに対して、主観的生存 確率は52.8%であり、-30.2%ポイントも低い。 同様に、85歳では、客観的生存確率が47.0%、 主観的生存確率は30.8%、その差は-16.2%で あった。このような自分が長生きしないと考える 傾向があると、老後の金融資産の選択、特に長 寿リスクのヘッジに有効な長寿年金のような商 品の選択に大きな影響を及ぼすはずである。

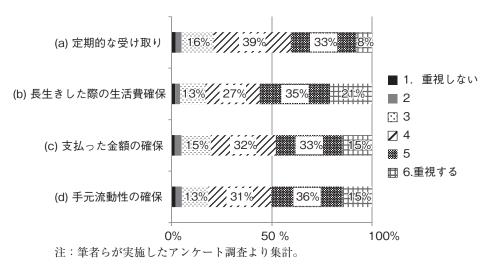
図表3は老後資金を準備するための金融商品

図表 2 主観的な生存確率

	主観的	主観的生存確率		差
	平均	標準偏差		
75 歳	52.8%	(28.5%)	82.9%	-30.2%
85 歳	30.8%	(24.6%)	47.0%	-16.2%
95 歳	12.4%	(19.3%)	8.4%	4.0%

注:主観的生存確率は筆者らが実施したアンケート調査より集計、客観的生存確率は第21回生命表(男)より算出。

図表3 老後資金を準備するための金融商品に期待すること



に期待することについて尋ねた結果である。デー タはこれも後述する筆者等が独自に実施したア ンケート調査に基づくものである。質問では、 以下の述べる各項目について、1.重視しない~ 6. 重視するまでの6段階で回答してもらった。 (a) の「老後生活費のための資金の定期的な受 け取り」では、82%の回答者が4~6の「重視 する」の範囲に入る回答をしている。老後の生 活費にあてるキャッシュ・フローを自分で金融 資産を取り崩すなどして生み出すよりも、年金 のような定期的な支払いがある商品の方が選好 される可能性がある。(b)の「長生きした際の生 活費の確保」では、80%の回答者が4~6の「重 視する」の範囲に入る回答をしており、終身年 金や長寿年金に一定の需要があることを示す。 しかし、(c) の「最低でも支払った金額以上のリ ターンを得ること」については、83%の回答者 が4~6の「重視する」の範囲に入る回答をして いる。年金商品であったとしても、世代間の助 け合いや、終身年金のようなトンチン性(死亡 した人の資金が生存している人の給付に充てら れる制度)が強い制度ではなく、支払った金額 に対するリターンという金融商品的な特徴が強 い商品への選好が高いことを示唆している。長 寿リスクのヘッジと、どのような環境でも元本 の確保という、同時に達成することが困難な特徴 を家計が期待していることを示しており、商品 設計上、難しい問題である。Brown et al. (2008) では、家計は年金商品の購入を投資のように考 えた場合には、選好が低下するとしている。最 後に、(d) の手元流動性確保においても、79%の 回答者が4~6の「重視する」の範囲に入る回答 をしている。流動性の低い商品で長期的に利回 りを追求しようとする運用戦略の達成を難しく している。

このように、金融商品の特徴をあげて、重視

するか、しないか単純に聞いた場合、回答者は どれも重視すると答える傾向がある。一方、現 実の金融商品には、ある特徴を得るためには、 別の特徴をあきらめる必要があるというトレー ド・オフがある。例えば、高いリターンを達成 するためには、高いリスクをとる必要がある。 あるいは、長寿リスクをヘッジするような年金 商品であれば、早く死亡した場合の総受け取り 額は減少する。このようなトレード・オフを考 慮して、どのような特徴を持つ金融商品を選好 するか検証することは、上記のような単純なア ンケート調査では難しい。重視する事項に順番 をつけてもらうという方法もあるが、重視する 度合いについては、単に順番をつけただけでは わかりにくい。そこで、「選好表明法」という手 法のなかの「選択型実験法」という方法を利用 し、トレード・オフがあることを前提に、回答 者がどのような特徴を持つ年金商品を選好する のか、選択実験を行った。北村・中嶋 (2012) では、厚生年金改革に関する加入者や受給者の 選好について選択型実験法を利用して検証して いる。次節は選択実験の概要と予備的な実験結 果である。

# 3 選択実験の概要と結果

本節では、長寿年金が本当に選好されない傾向があるのか、その中でどのような特徴を持つ人が選好するのか(選好しないのか)調べるため、インターネットを利用した選択実験の概要と、予備的な分析結果を紹介する。調査は、2017年3月にマイボイスコム株式会社(http://www.myvoice.co.jp)の登録会員に対して実施した。今回の調査は、35-64歳の男性会社員を対象とした。まず、予備調査で年齢、職業、収入等を訪ね、該当者をスクリーニングして、本調査に回答してもらった。総回答者数は1,693人である。

実験では、「65歳時点で1.200万円を使って、 老後の生活費を準備する | 方法として、2つの年 金商品(年金に加入しないを含む)を示し、ど ちらに加入したいか選択してもらった。年金商 品は、保険料、受給開始年齢、受給期間、年金 額の組み合わせで表現した。保険料と年金額は、 第21回生命表(男)を利用して算出した。受給 開始年齢は65歳、75歳、85歳の何れかとした。 受給開始年齢が65歳の場合には、年金受給期間 は10年、20年、終身の何れかとした。受給開始 年齢が75歳と85歳では、年金受給期間は終身 とした。この受給開始年齢が75歳と85歳の終 身年金が長寿年金に相当する。この他に、年金に 加入せず、現金で1,200万円を保有するという選 択肢も加えた。回答者は、2つの年金商品から1 つを選ぶという選択機会を、異なる年金商品の 組み合わせについて、12回繰り返してもらった。 図表4は選択機会の1つの例である。この例で は、選択肢 A は年金に加入しない(銀行預金の まま)であり、選択肢 B は、65 歳加入、85 歳受 給開始の長寿年金で、保険料は140万円(一時 払い)、年金額は年額48万円となっている。回 答者は、どちらの選択肢が良いか、(どちらも自分に合わない場合でも、どちらのほうが相対的に良いか)選択する。これらの選択の他に、老後の生活に関する予想、リスク許容度、時間選好率や家族構成等の回答者の属性も尋ねている。

詳細な分析は今後実施する予定であるが、予 備的な分析結果は以下のとおりである。図表5 は、選択実験の全データの単純集計結果である。 回答者に対して、延べ40,632の年金商品(年金 に加入しないを含む)を提示した。(20.316回の 選択機会)。提示した2つの商品のうち、1つが 「年金に加入しない(銀行預金のまま)」であっ た場合、加入しない方が平均で48.3%が選択さ れ、残りの51.7%は何れかの年金商品が選択さ れた。これは、年金商品に一定の需要があるこ とを表していると言える。次に、年金に加入す る場合においても、年金の種類により、選択率 は異なっている。選択機会には、2種類の商品 のうち、どちらか1つが銀行預金の場合と、ど ちらも (タイプが異なる) 年金商品の場合があ るが、年金商品が65歳受給開始の場合では、平 均的な選択率は有期10年の年金は54.1%、有期

図表 4 選択実験の選択肢の例

質問あなたは 65 歳の時に、1200 万円を使って、老後の生活費を次のどちらの方法で準備しますか。

	選択肢 A	選択肢B
個人年金に支払う保険料	0万円	140 万円
年金開始年齢	-	85 歳
年金受給期間	-	終身
<b>平並</b> 交桁期间	( – )	(死亡まで)
年金額(年額)	0万円	48 万円
(月額)	(0万円)	(4万円)
預金に預け入れる金額	1,200 万円	1,060 万円
どちらかを選択 ⇒	○ 選択肢 A	○ 選択肢 B

図表5 選択実験の結果(全データでの選択率)

			有期年金 10 年	有期年金 20 年	終身年金
年金に加入しない (銀行預金のまま)		48.3% (50.0%) 4,235			
年金に加入	受給開始年齢 65 歳		51.4%	54.2%	57.4%
			(50.0%)	(49.8%)	(49.5%)
			6,779	5,928	11,007
	受給開始年齢 75 歳				45.5%
					(49.8%)
					6,766
	受給開始年齢 85 歳				36.9%
					(48.2%)
					5,917

注:上段は平均値、中段は標準偏差、下段はサンプル数を表す。

20年の年金だと 54.2%、終身年金だと 57.4%が 選択された。この結果は、有期か終身かで、それ ほど大きな選好の違いがないことを表している。 これに対して、受給開始年齢 75歳の長寿年金の 平均選択率は 45.5%に低下する。受給開始年齢 85歳の長寿年金では、平均選択率は 36.9%にさ らに低下する。このように、一般的な年金商品 と比較して、長寿年金は選好されない傾向があ る。

図表6は、一部の興味のある家計の属性と長寿年金の選択率について詳細に見たものである。パネルAは、75歳受給開始の長寿年金と、年金に加入しない(銀行預金のまま)の2つの商品を提示した選択機会のみのデータに限定して、長寿年金の平均選択率を、リスク許容度別、75歳の主観的生存確率別に算出したものである。株式や株式投信のようなリスクのある金融商品の選択は、投資家のリスク許容度が影響する。長寿年金は、一定の年齢まで年金を受け取ることができず、また、受け取りは死亡するまでであり、総受取額は確定していない。そのため、年金の受け取りに関して一定のリスクがあり、リスク許容度が長寿年金の選好に影響している可能性がある。リスク許容度に関する質問は、資産運

用をする際の考え方を尋ねたものであり、ここでは、低(元本確保優先)、中(ミドルリスク・ハイリターンの追求)、高(ハイリスク・ハイリターンの追求)の3分類とした。次に、主観的生存確率については、図表2にあるように、家計は75歳や85歳の生存確率を客観的な生存確率よりも低く考える傾向がある。生存確率が低い場合は、長寿年金への加入に積極的でない可能性がある。実験では、75歳と85歳の主観的な生存確率を10%刻みの選択肢の中から回答してもらった。ここでは、75歳の主観的生存確率を低、中、高の3分類とし、長寿年金の選択率との関係を比較した。低の場合の生存確率の平均は28.8%、中では61.2%、高では85.1%である。

まず、参考までにリスク許容度別の保有金融 資産に占める株式配分(株式投信を含む)を見 ると、リスク許容度低では株式配分は9.2%、中 では17.2%、高では23.2%と、リスク許容度が 高まるほど、株式配分は増加している。これに 対して、75歳長寿年金の選択率では、全体の行 を見ると、リスク許容度高の選択率41.5%より も、リスク許容度中は54.7%と高くなっている。 長寿年金は、株式投資のようにリスク許容度が

図表 6 選択実験の結果(銀行預金 or 年金) パネル A:75 歳受給開始の長寿年金の選択率 (銀行預金との比較した場合)

•		リスク許容度			
		低	中	高	全体
	株式配 分	9.2%	17.2%	23.2%	14.8%
		(17.3%)	(19.6%)	(26.3%)	(20.6%)
		356	353	135	844
	低	40.3%	50.3%	33.3%	42.9%
		(49.2%)	(50.2%)	(47.5%)	(49.5%)
		186	159	75	420
	中	50.0%	54.8%	65.0%	54.5%
		(50.5%)	(50.1%)	(48.9%)	(50.0%)
75 歳		52	73	20	145
生存確率	高	44.1%	60.3%	45.0%	51.3%
		(49.9%)	(49.1%)	(50.4%)	(50.1%)
		118	121	40	279
	全体	43.0%	54.7%	41.5%	47.6%
		(49.6%)	(49.9%)	(49.5%)	(50.0%)
		356	353	135	844

パネル B: 85 歳受給開始の長寿年金の選択率 (銀行預金との比較した場合)

		老後充実度			
		低	中	高	全体
	低	31.7%	35.1%	42.9%	36.4%
		(46.8%)	(48.0%)	(49.7%)	(48.2%)
_		104	111	98	313
85 歳 生存確率 -	中	50.0%	36.1%	44.6%	42.8%
		(50.4%)	(48.2%)	(49.9%)	(49.5%)
		66	119	168	353
	高	38.1%	49.2%	36.8%	41.2%
		(49.8%)	(50.4%)	(48.5%)	(49.4%)
		21	61	95	177
	全体	38.7%	38.5%	42.1%	40.1%
		(48.8%)	(48.7%)	(49.4%)	(49.0%)
		191	291	361	843
V. 1 (0.0 = 0.0 + 0.0 0 1 1 1 1 1 1 1 1 1 1 1 1 1 1 1 1 1					

注:上段は平均値、中段は標準偏差、下段はサンプル数を表す。

高いほど、需要が高まるという関係にはなっていない。考えられる理由として、リスク許容度がある程度高い人は、一定の資産運用経験があり、長寿リスクへの備えでも、年金商品を中心とした備え方ではなく、自分で資産運用を行うことで対処できると考えている可能性がある。

次に、75歳主観的生存確率に関しては、生存 確率を低く予想すると、長寿年金への選択率が 低下する傾向が確認される。全体の列を見ると、75%生存確率高では選択率が51.3%、中では54.5%であるのに対して、低で42.9%と選択率は低下している。自分は特に長生きしないと考える傾向があると、長寿年金のような、長生きした場合に備える金融商品への選好の低下が確認された。

パネルBは、銀行預金か、85歳受給開始の長 寿年金かを選択したデータに限定した場合の 85 歳受給開始の長寿年金の選択率である。ここで は老後充実度と85歳主観的生存率とに区分して 平均選択率を算出した。老後充実度とは、「老後 に充実した人生をおくれると思うか」について 尋ねたものであり、ここでは低(充実しない)、 中、高(充実する)の3段階に区分した。まず、 老後充実度に関しては、全体の行を見ると、老 後充実度低の選択率は38.7%、中では38.5%で あるが、高では42.1%と、老後の人生を充実し ておくることができると考える楽観的な人は、 長寿年金の選択率が高まる傾向があった。次に、 85歳主観的生存確率は、全体の列を見ると、生 存率高の選択率は41.2%、中では42.8%であるの に対して、低では36.4%と、パネルAと同様に 自分の寿命が長くないと考える人の長寿年金の 選択率が低下することが観察された。なお、85 歳受給開始の長寿年金とリスク許容度に関して は、表として表示していないが、関連性が低かっ た。

#### 4 結論

本稿では、長寿年金(据置年金)への選好について、独自のアンケート調査を利用して分析した。長寿年金は、通常の有期・終身年金と比較して、選好されない傾向があった。特に、自分の寿命が長くないと考える人の選好は低下した。また、リスク許容度に関しては、株式や株

式投信と異なり、リスク許容度が高い人ほど、 長寿年金への需要が高まるという関係は観察されず、特に75歳受給開始の長寿年金に関しては、 ミドルリスク、ミドルリターンを狙う人の選好 が高かった。85歳受給開始の長寿年金に関して は、老後に充実した人生をおくれるはずだと考 える楽観的な性格の人ほど需要が高まる傾向が あった。

Broadlbent et al.(2006)は、家計が確定給付年 金に加入している場合では、退職後に終身年金で 定期的にインカムを得られる機会があったが、 近年の世界的な確定拠出年金へのシフトにより、 家計に長寿リスクや長期的なインフレリスクが 高まり、何等かの対策を講じる必要があるとし ている。また、Benartzi et al. (2011) では、米国に おける確定拠出年金制度においては、ライフサ イクル・ファンドやターゲットイヤー・ファン ドなどの、加入者の年齢(退職までの期間)を 意識した商品が普及し、蓄積ステージの問題は 改善しつつあると指摘している。しかし、受給 ステージにおいては、確定給付年金と比較して、 確定拠出年金では終身年金の選択率が大きく減 少している。この理由としては、一時金を利用 して終身年金を購入する際に生じるメンタルア カウンティング効果や損失回避効果などの行動 経済学的な側面に加え、確定拠出年金の受給手 段として終身年金が準備されていないことも大 きな要因だとしている。このような行動経済学 的な要因による終身年金が選択されない傾向を 抑制しながら、終身年金のディフォルト化など の制度変更を提案している。

日本においても、個人型及び企業型の確定拠 出年金では、受給者を対象とした商品は多くない。終身年金のような定期的なキャッシュ・フローがある金融商品は、受給者の消費の安定化 に役立つはずである。特に低コストで長寿リス クをヘッジできる可能性がある長寿年金等の年 金関連商品は、商品ラインナップの候補である が、本稿の分析では家計の選好は高くはなかっ た。そのため、商品を充実させたとしても、加 入者・受給者が自ら長寿リスクをヘッジできる 商品を選択する可能性は低いかもしれない。長 寿リスクをヘッジする金融商品保有に関する政 策的なインセンティブの導入や、一部ディフォ ルト化などの制度設計等を検討する必要性があ ろう。

## 【参考文献】

北村智紀・中嶋邦夫 (2012)「厚生年金加入者・受 給者を対象とした年金改革案におけるトレードオ フの推計」『経済分析』187, pp.1-21.

Broadbent, J., M. Palumbo, and E. Woodman (2006)

"The Shift from Defined Benefit to Defined Contribution Pension Plans - Implications for Asset Allocation and Risk Management," Reserve Bank of Australia, Board of Governors of the Federal Reserve System and Bank of Canada, pp.1-54.

Brown, J. R., J. R. Kling, S. Mullainathan, and M.V. Wrobel (2008) "Why don't People Insure Late Life Consumption? A Framing Explanation of the Under-annuitization Puzzle," *American Economic Review* 98 (2), pp.304-309.

Cocco, J. F., and F. J. Gomes (2012) "Longevity Risk, Retirement Savings, and Financial Innovation," *Journal of Financial Economics* 103 (3), pp. 507-529.

Benartzi, S., A. Previtero, and R. H. Thaler (2011)

"Annuitization Puzzles," *Journal of Economic Perspectives* 25 (4), pp.143-164.

Yogo, M. (2016) "Portfolio Choice in Retirement: Health Risk and the Demand for Annuities,

# 特集 家計のリスク性資産保有と金融リテラシー

Housing, and Risky Assets," *Journal of Monetary Economics* 80, pp.17-34.

#### きたむら ともき

ニッセイ基礎研究所 金融研究部主任研究員。CFA、博士 (経済学) 横浜国立大学。

主な研究テーマは、証券投資、年金資産運用、高齢者の 雇用問題等。

#### 【主な執筆論文】

北村智紀,中嶋邦夫 (2015)「終身年金バイアスと公的年金満足度・金融資産保有への態度」『日本経済研究』73, pp.1-30

北村智紀・中嶋邦夫 (2012)「厚生年金加入者・受給者を対象とした年金改革案におけるトレードオフの推計」『経済分析』187, pp.1-21 など

