



ALLIANCEBERNSTEIN®

生涯にわたって 効率的に得られる 収入を設計する

概要

市場リターンがあまり期待できない中、投資家は効率的に収入を得ながら生涯を終えた時点で遺産を残すために、厳しい課題に直面している。伝統的な市場の構成要素以外にも目を向けることで、年金が生み出す収入を取り入れることができれば、老後の収入の問題に取り組む上で大きな効果を発揮する可能性がある。

2021年10月

ブライアン・レスニック
シニア・インベストメント・ストラテジスト

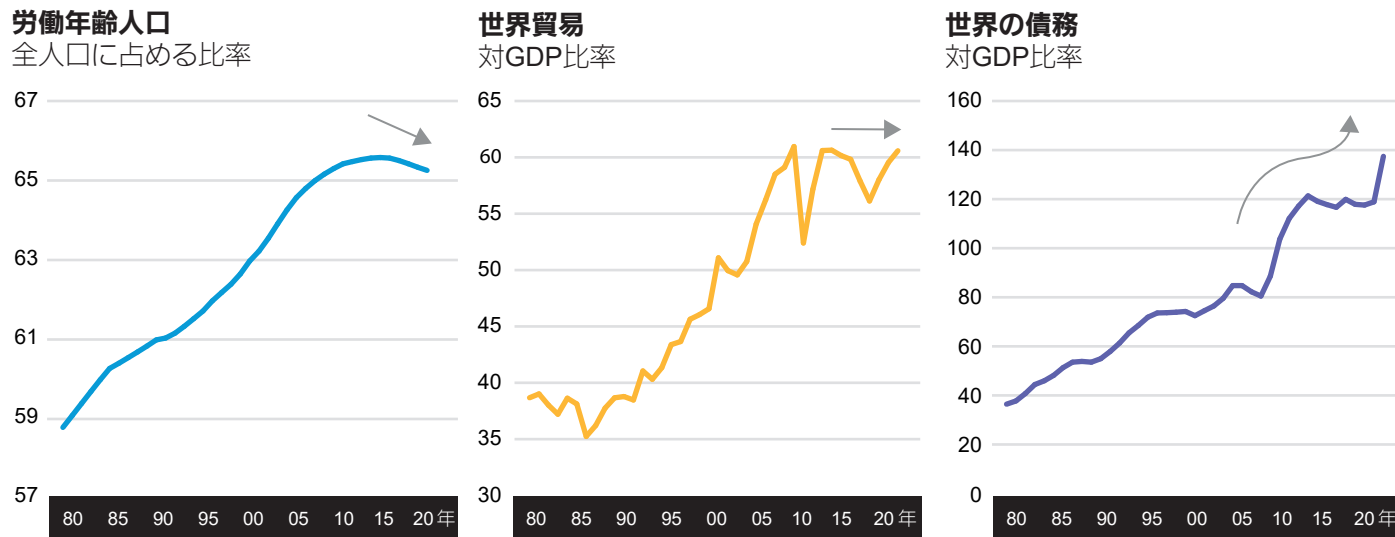


生涯にわたって効率的に得られる収入を設計する

大規模な景気刺激策の後押しを受けて新型コロナウイルスのパンデミックによる打撃からの回復プロセスが続く中、市場はおおむね好調に推移してきた。しかし、回復が進むにつれて、いずれは経済の正常化に向けた動きが全面的に進みそうだ。

その時点では、パンデミック以前からあった同じ問題が残っていると思われるが、景気刺激策によって将来のリターンまで前倒して獲得してしまったため、問題は一段と深刻さを増す可能性がある。その場合、資本市場の状況は伝統的な投資戦略を試練にさらすことになり、インカム投資もその落とし穴から逃れることはできなくなる。投資家が次に何をするかによって、老後の収入と相続財産を手にするかどうかの成否が大きく左右されることになるだろう。

図表1： 持続的な逆風：人口動態、グローバリゼーションの後退、債務負担



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。

GDP：国内総生産

2020年12月31日まで

出所：ブルームバーグ、米労働省、連邦準備銀行経済データ (FRED)、ヘイバー・アナリティクス、世界貿易機関、アライアンス・バーンスタイン (AB)

資本市場への逆風が強まりつつある

今後10年間を予想すると、人口動態の変化、グローバル化の後退、高水準の債務という3つの持続的な逆風が重なり合っている(図表1)。アライアンス・バーンスタイン(以下、「AB」)の見方では、こうした組み合わせは経済成長の鈍化を招き、インカムを狙うか、成長を追求するか、またはその2つを狙うかにかかわらず、今後は投資環境が厳しさを増すことが予想される。

グローバル化の流れが高まる中、世界貿易は長年にわたり経済成長と富の創出を支える柱となってきた。しかし、最近はその流れが弱まり始めている。その背景には、中国を含む新興国市場における賃金上昇、ポピュリズムの再燃、貿易戦争、新型コロナウイルスに起因する世界的なサプライチェーンの混乱でリスク管理とコスト削減のバランスをとろうとする動きが強まったことなど、さまざまな要因がある。

さらに、世界の主要国では債務負担が著しく膨らんでいる。世界金融危機の後、国内総生産に対する政府債務の比率は100%を突破し、現在では140%に近づいている。債務が増加すれば、政府予算の多くを債務返済に振り向けざるを得なくなるばかりか、インフレと成長を管理しようとする中央銀行の手を縛ることになる。

今後は市場リターンは
過去数十年と比べて、
はるかに低くなると
みられる

伝統的なリターン源泉は期待できず

投資家にとって、これらは成長の阻害要因となるが、株式のバリュエーションが歴史的な高水準にある一方、金利が歴史的な低水準にとどまっていることが問題に輪を掛けている。その結果、今後は市場のリターンが過去数十年よりもはるかに低くなると予想される（図表2）。

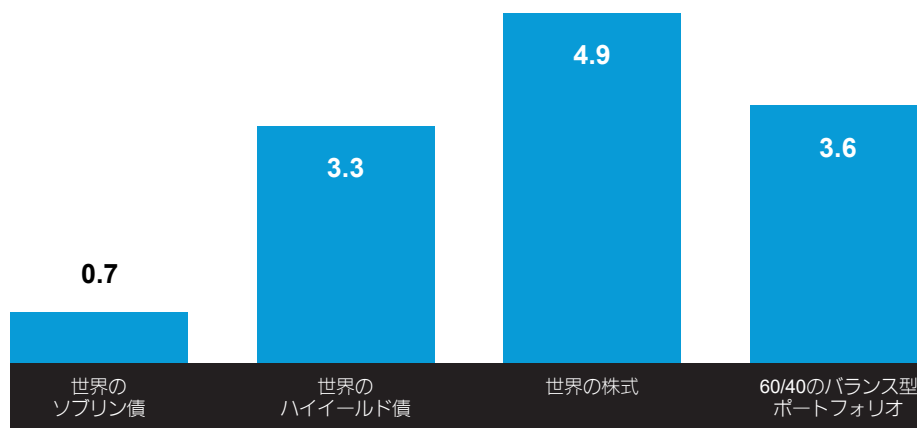
資本市場に関するABの予想では、世界のソブリン債のリターンは年率0.7%、世界の株式は4.9%にとどまる見通しだ。長年にわたり基本とされてきた株式60%、債券40%で構成するバランス型ポートフォリオの場合、今後10年間のリターンはインフレ控除前で3.6%になると予想している。

低リターンが予想される中、退職後の収入のための資産形成に取り組んでいる投資家は厳しい状況に直面しており、彼らの多くが高利回りの債券に手を伸ばす可能性がある。しかし、同時にそれは大きなダウンサイド・リスクをもたらす可能性があり、ポートフォリオが現実的に成長性やインカムを取り戻す以上に、これまでに蓄積された資産と潜在的な収入に重大な打撃を与えかねない。

インカムを求める投資家はこうした課題にどの様に取り組むべきだろうか？

図表2： 伝統的な資産クラスのリターンは低下する見込み

伝統的な資産クラスのリターンは低下する見込み



データは過去のパフォーマンスを示すものではなく、実際の成果や将来の予想レンジを示唆・保証するものでもありません。

年率リターン予想はヘッジ後の米ドルベース。世界の株式はMSCI ワールド指数と類似したユニバース。債券市場は満期7年の名目グローバル・ソブリン債とグローバル・ハイイールド債。60/40のバランス型ポートフォリオのアロケーションは株式60%・債券40%。

2021年6月30日現在

出所：AB

利回りを求めるだけでは解決策にならず

今後数年間は市場リターンが低下すると予想されるが、米国株式、海外株式（新興国株式を含む）、投資適格債やハイイールド債を含む債券などの資本市場は、依然としてポートフォリオの重要な構成要素を提供するだろう。しかし、こうした伝統的な資産への投資には、多少の工夫が必要だ。

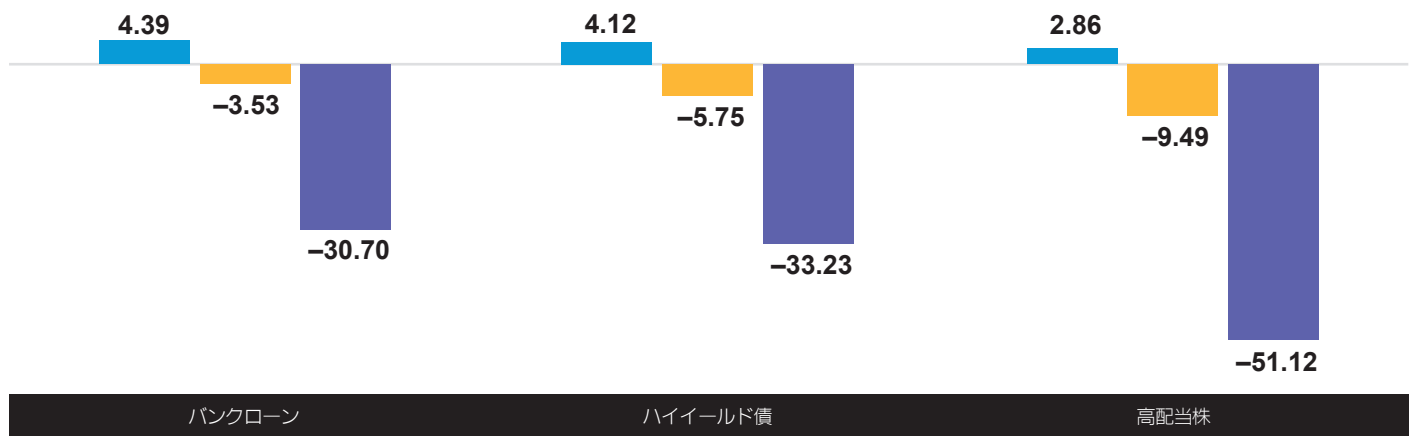
10年後に退職を控えたある投資家が、退職後の収入を確保すると共に遺産を残すため、できるだけ多くの資産を蓄積しようとしているとしよう。将来のリターンに関するABの予想に基づけば、資金をすべて市場に投入しても、年間にわずかなリターンしか得られない。また、相対的に低いリターン見通しを考えると、退職に備えた貯蓄は慎重に管理しなければ、壊滅的な打撃を被りかねないダウンサイド・リスクに常にさらされていることになる。

一部の資産クラスは今でもそれなりのインカムをもたらしており、銀行ローンは4.4%、ハイイールド債は4.1%、高配当株式は2.9%の利回りがある（図表3）。しかし、それぞれの資産は著しいダウンサイド・リスクを抱えており、例えば、ハイイールド債の過去20年間の平均ドローダウンは約6%、最大ドローダウンは約33%に達している。

こうした資産に過度のエクスポージャーを取れば、大きなリスクを抱えることになりかねない。投資家は多様かつ効率的なインカムを組み合わせ、ダウンサイド・リスクを管理しながらインカムを創出する戦略を設計する必要がある。そのためには、インカムを求める投資家は伝統的な市場ベースの構成要素ばかりでなく、「人工的に作られた」構成要素についても検討しなくてはならない。

図表3： 高水準のインカムは高リスクを伴う

利回りとドローダウン(%)



● 利回り ● 平均ドローダウン ● 最大ドローダウン

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。

銀行ローン、ハイイールド債、高配当株は、それぞれS&P/LSTAレバレッジド・ローン指数、ICEバンクオブアメリカ米国ハイイールド指数、MSCI 米国ハイイールド・デビデント指数。変額年金は5%の分配を想定。

利回りは2021年7月30日現在。ドローダウンのデータは2001年6月30日から2021年7月30日まで。

出所：ブルームバーグ、FRED、モーニングスター・ダイレクト、MSCI、S&P、ウォール・ストリート・ジャーナル、AB

契約上の積立利率が
5%なら、年金の収入
ベースは積立期間中に
少なくとも毎年5%
増加する

人工的に作られた構成要素を取り入れる一年金を含む

人工的に作られた構成要素は、伝統的な構成要素を上回る何らかのメリットをもたらす可能性がある。例えば、ヘッジファンドを市場のベータへのエクスポージャーを調整するために利用し、損失を抑えながらアルファを獲得する可能性を高めることができる。しかし、これらの構成要素も今後はリターンが低下すると予想される。ABIは、投資家にはもっとできることがあると考えている。

そこで、ABIは変額年金 (VA) に注目した。これも人工的に作られた構成要素であり、効果的な収入源となりうる特性を持っている。変額年金に終身引き出し保証特約を付加すれば、生涯にわたり魅力的な水準の収入保証を得ることができる。

契約上の積立利率が5% (現在の商品と同程度*) の年金であれば、積立期間中に収入ベースが毎年少なくとも5%増加し、組み入れポートフォリオのパフォーマンスが良ければそれ以上の利回りが得られる可能性もある。低リターンの世界においては、これは魅力的な商品となりうる。変額年金に5%の利回り保証が付いていれば、加入者は退職後により高く、はるかに確実な収入を得ることができる。

*例示のみを目的としており、実際の利率は保険商品によって異なります。



図表4： 年金を目標とすれば、市場ポートフォリオのパフォーマンスはパッとしない

| それぞれの年間収入を目標とした場合の市場ポートフォリオのパフォーマンス | | | |
|-------------------------------------|-----------|------------------------|----------|
| ・・・年金の年間収入レベル | | ・・・年金の破綻確率 | |
| 年間収入 | 16,289米ドル | 年間収入 | 5,700米ドル |
| 市場のポートフォリオのプランが破綻する確率* | 48.2% | 市場のポートフォリオのプランが破綻する確率* | <1% |

データは過去のパフォーマンスを示すものではなく、実際の成果や将来の予想レンジを示唆・保証するものでもありません。

市場ポートフォリオは株式60%・債券40%で構成。*プランの破綻は、プランの口座価値がゼロになった場合と定義。収入目標は事前に決定。それぞれの収入レベルにおけるプランの破綻確率は、資本市場に関するABの想定を用いて、蓄積期間を10年、分配期間を30年とする1万回に及ぶ市場ポートフォリオのシミュレーションに基づいて計算。

2020年12月31日現在

出所：フルームバーグ、モーニングスター、AB

し烈な戦い： 市場ポートフォリオ vs. 変額年金

実際に変額年金がどのように機能するのかについて、10年後の退職に備えて20万米ドルを用意した55歳の投資家を例にとってみよう。それをすべて契約に基づく成長率5%、収入保証5%の変額年金に投資すると、生涯にわたり年間16,289米ドルの収入が保証されることになる。

それを、年金なしの純粋な市場ポートフォリオと比べればどうなるだろうか？

この投資家が、退職後に同じく年間16,289米ドルの収入を得たいと考え、20万米ドル全額を60/40の市場ポートフォリオに投資したとしよう。収入と引き出しに関するABのシミュレーションによれば、彼が退職後の30年間に変額年金と同水準の年間収入を引き出した場合、その期間が終わらないうちに資金が枯渇する確率が48%ある（図表4）。

これは安心して老後を迎えるための魅力的な選択肢とは言えない。資金が不足する確率を引き上げる1つの方法は、単に年間の引き出し額を減らすことである。

資金不足に陥るリスクを1%以下に抑えるには、その投資家は年間の引き出し額を16,289米ドルから5,700米ドルに削減しなくてはならないが、それは変額年金の引き出し額の約3分の1である。収入がそれほど激減すれば、投資家の中には、市場に資金を投じることに意味があるのか疑問を抱く人も出てくるだろう。なぜ資金をすべて変額年金に投資して確実な収入を得ようとするのだろうか？

資産蓄積の視点：遺産も重要

その理由は、退職には2つの側面があるからである。つまり、自分が選んだライフスタイルを支える収入を得ること、人生の終わりに残った資産を相続人に引き渡すことである。変額年金は市場ポートフォリオよりもはるかに高い退職後の収入を保証してくれるが、資金を引き出すことによって資産が減少し、時間と共に口座の価値が低下することになる。

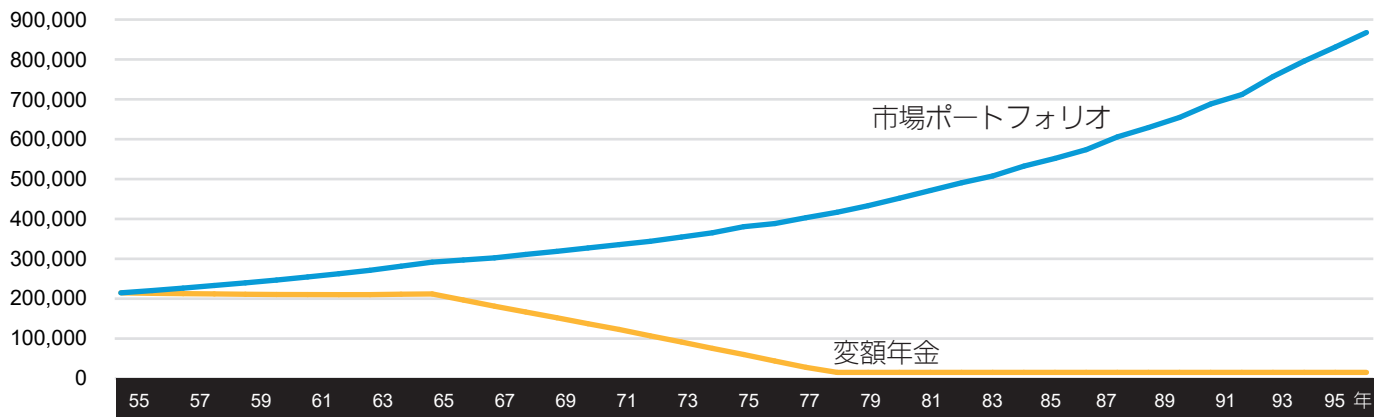
数字の上では、生涯を終える前に変額年金口座の資金が完全に枯渇する確率は91%ある。何千回も行ったシミュレーションの中央値では、78歳までには口座残高がゼロになる(図表5)。もちろん、投資家は契約で保証された収入を生涯にわたって得ることができるが、最後には資産が残らないことになる。

市場ポートフォリオでは変額年金ほど多くの収入は得られないが、長期的には口座の価値を高め、生涯の終わりに遺産を残せるようにするのに適しているようだ。退職後に得る収入という点では変額年金の方が間違いなく有利だが、財産を築くためには明らかに市場ポートフォリオの方に優位性がある。

また、市場ポートフォリオの口座価値の増大がもたらす別のメリットは、投資家が後になって変額年金の収入を補うために利用できることである。インフレによって年間約16,000米ドルの給付の購買力が低下する可能性があることを忘れてはならない。口座に資金があれば後々の収入を補うことができるほか、遺産を増やしたり、生活を充実させる品物(ボートなど)を購入したりすることもできる。

図表5：収入の引き出しで変額年金の口座価値が低下

口座価値の予想中央値(米ドル)



データは過去のパフォーマンスを示すものではなく、実際の成果や将来の予想レンジを示唆・保証するものでもありません。

口座価値はシミュレートした1万口座の中央値。シミュレートした個々のポートフォリオの口座価値は中央値付近の幅広いレンジに分布している可能性があります。

2020年12月31日現在

出所：ブルームバーグ、AB

混合型のアプローチは双方の最も優れた面を生かす好ましいソリューションのように見える。つまり、生涯にわたってそれなりの収入が保証される上に、長期にわたりそれなりの資産を蓄積することができる

収入と資産：双方を最大限追求する

投資家は魅力的な水準の退職所得を得ると同時に、十分な遺産を残せる可能性を高めるといふ、2つの目標を達成することができるのだろうか？ ABIは、市場ポートフォリオと変額年金のアプローチを補完的に組み合わせれば、それを実現できると考えている。

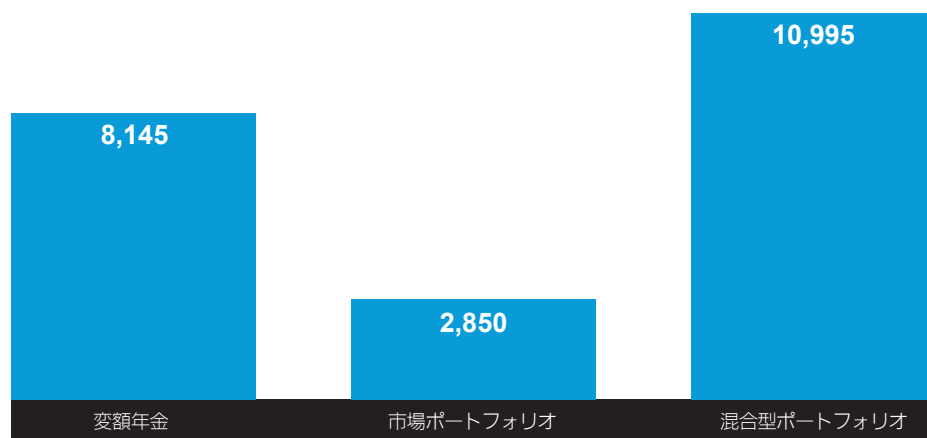
ある投資家が55歳の時点で20万米ドルの資金を分割し、半分を変額年金、半分を市場ポートフォリオに投入したと仮定してみよう。収入に関しては、変額年金は年間5%、市場ポートフォリオは年間約2%のリターンを生み出す。

この50/50の組み合わせでは、変額年金から年間8,000米ドル強の収入が保証される一方、市場ポートフォリオからは3,000米ドル近い収入が見込まれるが、それは保証されていない(図表6)。収入創出と資産蓄積の可能性を組み合わせることで、市場ポートフォリオのみに依存することで生じかねない破滅的なリスクは回避できる。また、市場ポートフォリオが若干の収入を生み出すため、生涯の総収入は年間11,000米ドル近くに達すると見込まれる。

口座の価値については、変額年金と市場ポートフォリオの混合型は、変額年金口座よりも市場ポートフォリオのみの口座に似たものとなる。生涯を終える前に口座価値が完全になくなる確率は、市場ポートフォリオ、混合型ポートフォリオともに1%に満たない。

図表6： 最終的な収入：変額年金と市場ポートフォリオを混合

生涯の予想年間収入（米ドルベース）



データは過去のパフォーマンスを示すものではなく、実際の成果や将来の予想レンジを示唆・保証するものでもありません。

市場ポートフォリオの投資額は10万米ドルで、株式60%・債券40%で構成。

変額年金は投資額10万米ドル、積立率5%、収入率6%、ポートフォリオ価値がゼロになった場合の収入率4%と想定。積立期間は10年間で、退職後の生存期間を30年間と想定。混合型ポートフォリオは変額年金に10万米ドル、市場ポートフォリオに10万米ドル投資したと想定。

2020年12月31日現在

出所：ブルームバーグ AB

このように、変額年金は生涯にわたって高水準の収入をもたらすが、その口座価値は80歳前にゼロになる可能性がある。一方、市場ポートフォリオは収入源としてはあまり期待できないが、長期的に資産を増やす上では大きな効果がある。混合型のアプローチ（図表7）は双方の最も優れた特性を生かす好ましいソリューションのように見える。つまり、生涯にわたってそれなりの収入が保証される上に、長期にわたりそれなりの資産を貯めることができる。

この場合、その合計は一部よりも間違いなく大きくなる。

もちろん、50/50の混合比率は、変額年金と市場ポートフォリオの組み合わせのパワーを発揮させる一例である。実際には、投資家にとっては、退職後の目標やニーズ、リスク許容度、投資ポートフォリオの選択肢、収入と成長のバランス目標などに基づいてエクスポージャーを調整し、各自にとって最善の構成比率を決定する際に考慮すべき数多くの要因がある。

図表7： 生涯収入： 選択肢の検討

| 年金ポートフォリオ | 市場ポートフォリオ | 混合型ポートフォリオ |
|-------------------------------|------------------------------------|------------------------------------|
| 生涯の予想年間収入 16,289米ドル | 生涯の予想年間収入 5,700米ドル | 生涯の予想年間収入 10,995米ドル |
| 78歳時点の口座価値中央値 0米ドル | 78歳時点の口座価値中央値 402,000米ドル | 78歳時点の口座価値中央値 201,000米ドル |

この図表は例示のみを目的としています。すべての保証は発行した保険会社の支払能力で担保。

2020年12月31日現在

出所：AB



大局的な視点で考える

投資家は、一生を送るために十分な収入を得ながら遺産を残す一方で、その両方を損ないかねないダウンサイド・リスクを管理するという、歴史的な課題に直面している。

今日の市場環境はそれほど好ましいものではなく、金利が歴史的な低水準にあり、株式のバリュエーションは高騰している。高利回りの資産に手を伸ばせばインカムを増やせるかもしれないが、市場のドローダウンに対するリスクが高まり、投資家は資産を完全に回復する時間が足りないか、十分な資産がない状態に陥る可能性がある。

しかし、変額年金と市場ベースのポートフォリオを組み合わせれば、高水準の収入と資産を増やす余地をどちらも手に入れ、生涯を終えた時点で相続人に遺産を残す可能性を高めることができる。退職が10年後に迫っている投資家にとって、この組み合わせは退職後の収入問題に取り組みむ上で大きな効果を発揮すると考えられる。

当資料は、2021年10月現在の情報を基に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。アライアンス・バーンスタイン及びABには、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を含みます。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。
 - 保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

