

(投資家行動) : アニュイティー・パズル (終身年金の謎) 再考 (2)

家計にとって終身年金には大きなメリットがあるが、終身年金への需要は低い。これを「アニュイティー・パズル」と言う。その理由を前号に引き続き解説する。

前号(Vol. 189)において、アニュイティー・パズル(終身年金パズル)とは何か、また、このパズルが存在する理由として、遺産動機仮説、手数料が高い仮説、身内で年金化仮説を紹介した。今回は、高額医療費仮説以下を説明する(巻末に図表1を再掲)。図表1の遺産動機仮説から公的年金で十分仮説までは、伝統的な経済学で想定するような合理的な人であっても、終身年金への需要が低下する理由を説明している。これらに加え、終身年金への需要が低いのは、何らかの行動バイアスによるものだとする考え方もある。損失回避仮説やグロースバイアス仮説は、このような行動経済学的な説明である。

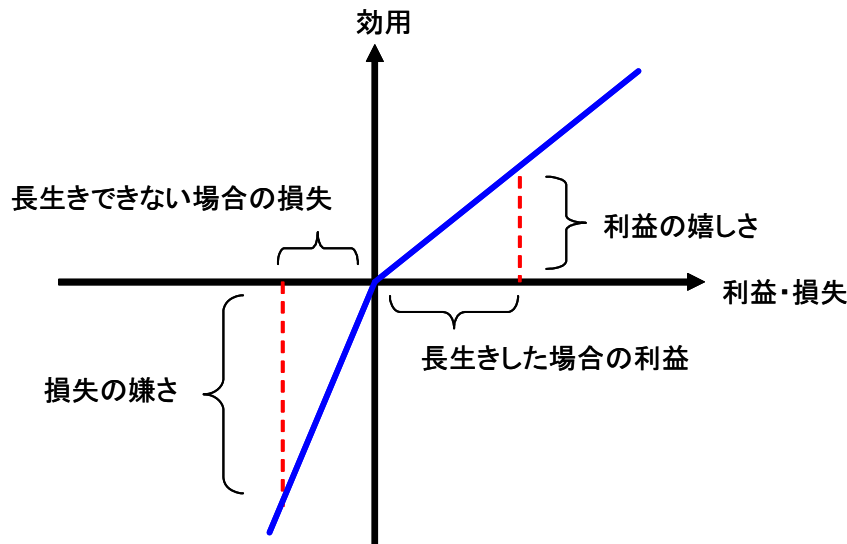
高額医療費仮説：米国等における研究では、実際の健康状態や健康への自信が、家計の保有する金融資産の構成に大きな影響があり、健康状態がよくないほど、長期投資が必要な株式のような資産への配分額が減少するとしている。また、実際に病気になった場合、高額な医療費や介護費用を支払う可能性があるが、終身年金からの年金額では医療費等を支払えないかもしれない。将来、お金が必要になった場合に、十分な流動性を得られないならば、終身年金への需要が低下するはずである。

公的年金で十分仮説：平成20年国民生活基礎調査(厚生労働省)によれば、高齢者世帯の平均所得である年約300万円のうち、公的年金によるものは約210万円(約71%)であり、約61%の高齢者世帯が年金収入だけで生活している。厚生年金などの公的年金は終身年金であり、公的年金で退職後の生活費が十分に補えるのであれば、これ以上、民間の終身年金に加入する必要はないだろう。特に所得が低いほど、終身年金への需要が低下するはずである。

一方、国民年金の平均受給額は年約64万円であり、退職後の生活には十分とは言えない。年金制度に関する世論調査(平成15年内閣府)では、高齢期の生活資金で公的年金のみを頼りにするとした人は約29%であり、それ以外の人は、公的年金に加え自助努力することや、個人年金や貯蓄を頼りにするとしている。このように、退職後の生活は終身年金である公的年金だけでは必ずしも十分ではなく、民間の終身年金への加入余地は残されているものと思われる。

損失回避仮説：損失回避とは、同じ額の利益・損失であっても、損失を嫌に思うことが強い現象である。損失を経験する頻度が高いと、株式への配分額が減少するため、エキイティー・プレミアム・パズル(過去のリスク・リターンとの関係より想定されるよりも、実際の投資家の株式への配分が少ない現象)を説明する有力な理論の一つとされている。終身年金は、長生きした場合は、既に死亡した人の分の年金が受け取れるため、高いリターンを得られるが、逆に、自分が長生きできなかった場合は、損失を被ると考えることもできる(図表2)。したがって、損失を非常に嫌だと思ふ(効用が低まる)場合、終身年金への需要は減少する可能性がある。

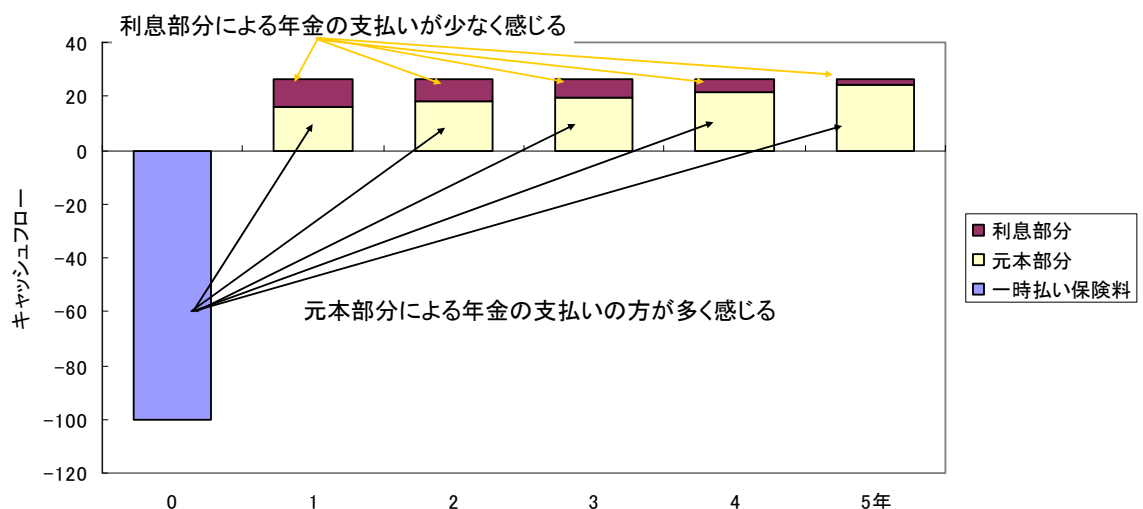
図表 2 : 終身年金への損失回避



さらに、人々は生起する可能性が非常に低い事象を、本来よりも起きる可能性が高いと考える傾向がある。例えば、65 歳の人が次の 1 年間で死亡する可能性は、平均的には約 1% であるが、その可能性を本来よりも高く見積もってしまうと、確率の過大評価と損失回避との相乗効果により、終身年金への需要はさらに低まる可能性がある。

グロースバイアス仮説：グロースバイアスとは、人々が複利の効果を過小に見積もる傾向である。リターンが高く見込める資産への投資を行わず、退職への準備を怠る傾向があることや、借入れの返済額を過小に見積もることにより、借金が増えてしまう現象を説明できるとされている。終身年金は、最初に保険料の一時払いを行い、利息と元本部分が戻ってくることで、定期的に年金を受け取ることができる（図表 3）。終身年金の利息の計算は複利で行われ、長期投資であるため複利の効果は大きい。グロースバイアスがあると、複利の効果を過小に見積もるため、年金の支払いは、利息部分による部分は少なく、ほとんどが元本の返済のように感じてしまう可能性がある。このような場合、終身年金は魅力的な商品ではなく、自分で運用した方がよいと感じるかもしれない。

図表 3 : 終身年金のグロースバイアス



図表1: アニュイティー・パズルが存在する理由(再掲)

理由	仮説	内容
合理的理由	遺産動機仮説	終身年金への支払いに金融資産を使ってしまうと、残せる遺産が減ってしまう
	手数料が高い仮説	終身年金の販売・運用手数料が高い魅力が低い
	身内で年金化仮説	将来、生活費が足りなくなった場合は、配偶者や子供に面倒見てもらえばよい
	高額医療費仮説	将来、病気になった際、終身年金では高額医療費が払えない
	公的年金で十分仮説	公的年金は終身年金であり、これで十分
行動経済学的理由	損失回避仮説	終身年金に加入してすぐに余命一年と宣告されたら大損
	グロースバイアス仮説	複利の効果を適切に評価できない

(注) Brown J. (2007), "Rational and Behavioral Perspective on the Role of Annuities in Retirement Planning", NBER Working Paper 13537などを参考に作成。もちろんこの表以外にも理由は考えられる。

平成 21 年度生命保険に関する全国実体調査(生命保険文化センター)によれば、個人年金保険の一時払い保険料の平均値は約 530 万円、給付期間が終身である比率は約 17%であり、それほど低いわけではないが、終身年金は理論から予測されるような退職後の資産選択における中心的な存在というわけでもない。アニュイティー・パズルが存在する理由はいろいろ考えられるが、残念ながらどれが正しいかは一概にはわからない。今後、終身年金である公的年金の給付が削減されることが予測されるなか、企業における退職給付制度においても、終身年金について研究しておく必要があるのかもしれない。

(北村 智紀)

発行： ニッセイ基礎研究所

〒102-0073 東京都千代田区九段北 4-1-7 九段センタービル

FAX : 03-5512-1082, E-mail : report@nli-research.co.jp

年金ストラテジーWeb アドレス

http://www.nli-research.co.jp/report/pension_strategy/index.html

本誌記載のデータは信頼ある情報源から入手、加工したのですが、その正確性と完全性を保証するものではありません。本誌内容について、将来見解を変更することもあります。本誌は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、契約の締結や解約を勧誘するものではありません。ニッセイ基礎研究所の書面による同意なしに本誌を複写、引用、配布することを禁じます。