

老後資金の運用と取り崩しの現状と課題



(株)ニッセイ基礎研究所金融研究部主任研究員 高岡 和佳子

～要旨～

老後資金の不足に対する関心が高まり、若年層では早くから資産形成に積極的に取り組む人が増えている。一方、既に資産形成期の最終段階にあったプレシニア層や既に資産を取り崩す段階に入っていたシニア層の中には、十分な老後資金を準備できていない人が少なくない。老後資金が不十分な場合は就労延長が有力な手段となるが年齢的にやはり限界もあるため、限られた老後資金の枯渇を回避するためには資産運用と取り崩し方が重要になる。しかし、プレシニア・シニア層の大部分は、資産の取り崩しを避け、また資産寿命を延ばすための資産運用も行っていない。つまり、老後の収入低下に備えて準備した資金を十分に活用できていない現状がある。また、今後インフレが進むと予想される昨今においては、資産運用による資産防衛の必要性が一層高まっている。本稿では、取り崩し額と資産運用方法の組み合わせ毎に、生存中に資産が枯渇するリスクの程度を確認し、取り崩し額と資産運用方法を総合的に検討することの重要性を説明する。

1 資産寿命を延ばすための資産運用と取り崩しの重要性

(1) 老後資金が不足するプレシニア・シニア層

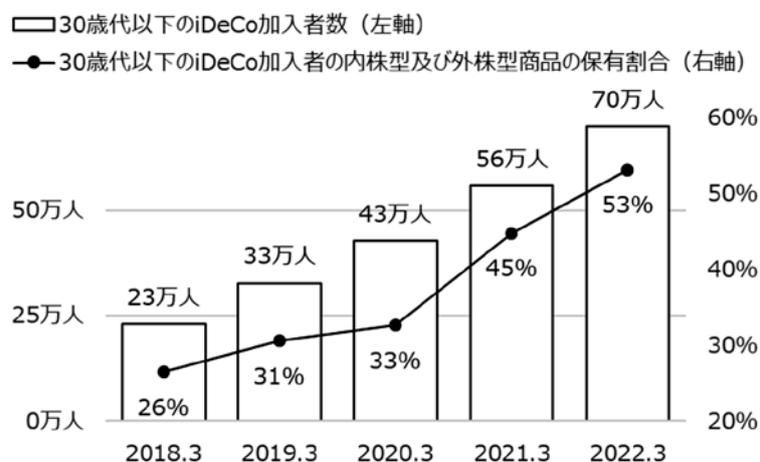
2019年6月、老後30年間で2,000万円の資金が不足すると解釈できる試算結果を記した報告書が話題になり、若いうちから資産形成に励む層が増えた。2022年3月末時点の30歳代以下のiDeCo加入者は約70万人で、2019年3月末時点の約33万人から3年間で倍増した。加えて30歳代以下のiDeCo加入者を中心に、積極的にリスクを取った資産運用を行う人が増えつつある。

このように、若い人はこれから時間をかけて資産形成を行うことで、老後のための資金を十

分確保できる可能性が高まるが、上述の報告書が話題になった時点で既に資産形成期の最終段階にあったプレシニア層(50歳代)や、既に資産を取り崩す段階に入っていたシニア層(60歳代・70歳代)の資産保有状況はどうか。

金融広報中央委員会による世論調査結果によると、2,000万円以上の金融資産を保有する世帯は少ない。プレシニア層の過半数は1,000万円未満であり、退職金を受取った世帯が含まれるシニア層も、過半数は1,500万円未満にとどまっている。もちろん、人によって受け取る公的年金額も望む生活水準も異なるので、老後のために準備すべき金額は一律に決まるものではなく、

図1 30歳以下のiDeCo加入者数と内外株式への投資割合の推移



(資料) 運営管理機関連絡協議会「確定拠出年金統計資料」を基に筆者が加工

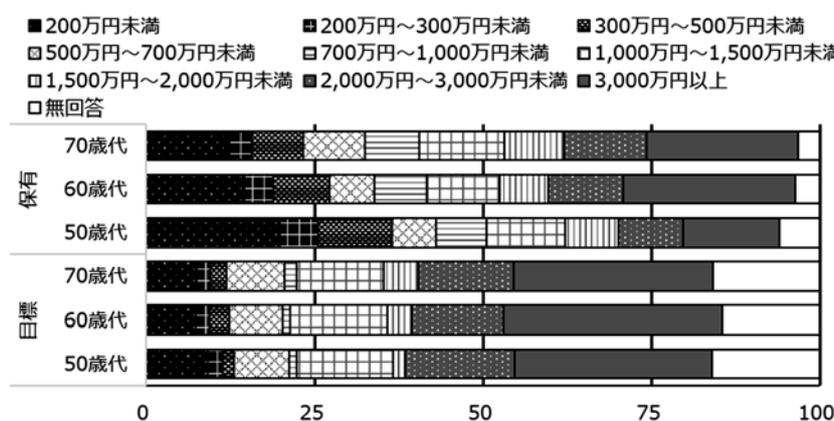
2,000万円もの金融資産を必要としない人もいるだろう。

しかし、同調査によると、多少は老後のライフプランを検討していると考えられるプレシニア・シニア層の大部分は金融資産の目標残高は2,000万円以上と回答しており、3,000万円以上と回答した人も3割に及ぶ。保有額と目標残高の分布をみると、保有額が目標残高を下回り、老後の生活資金が不足していると考えられる人が多いことが分かる。なお、金融資産及びその目標額の全てが老後のためとは限らないが、プレシニア・シニア層の7割以上は、保有目的として「老後の生活資金」と回答している。

(2) 資産運用と取り崩し以外の手段は限られる

老後に限らず生活費の不足を解消するための手段は「収入を増やす」か「支出を減らす」か「保有資産を運用して収益を得る」の3つと、これらの併用しかない。有力な手段は「収入を増やす」就労延長であり、2013年4月に希望者全員の65歳までの雇用が義務化されるなど、高齢者が働く環境は整備されつつある。しかし、年齢を重ねても就業し続けられる人は限られる。2021年4月からは70歳までの雇用機会確保に対する努力義務も課されたとはいえ、努力義務にすぎない。労働力調査(2022年度)によると、60～64歳の就業率が73.4%に対して、65～69歳は51.3%、70～74

図2 プレシニア・シニア層の金融資産保有額と金融資産目標残高



(資料) 金融広報中央委員会 (2022年12月)

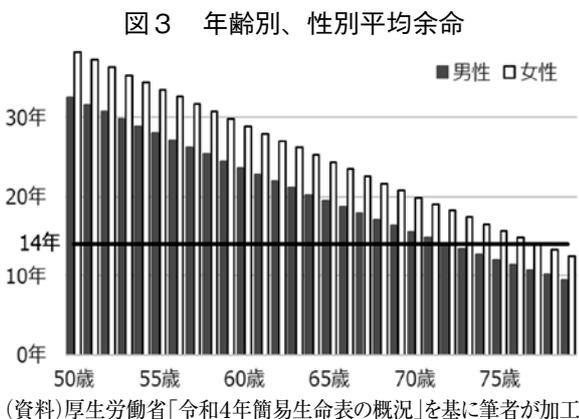
「家計の金融行動に関する世論調査2022年」(二人以上世帯調査)を基に筆者が加工

歳以上は33.6%と、年齢階級が上がるほど就業率は低下する。一方、プレシニア・シニア層には、十分ではなくてもそれなりの金融資産がある。このため、保有する金融資産に見合った生活費等の支出水準（つまりは適正な取り崩し額）の検討と、資産寿命を延ばすための資産運用が極めて重要になる。

2 プレシニア・シニア層の老後資金の取り崩しと資産運用の現状

(1) 適正な取り崩し額の把握は難しい

余命を事前に知ることができないので、保有資産額がほぼ確定していても適正な取り崩し額の把握は難しい。平均余命を参考に取り崩し額を決定すると、ほぼ2分1の確率で生存中に資産が枯渇する。配偶者がいる場合は、一方の死亡



後の生活費や収入の変化も考慮する必要がある。この傾向はさらに複雑になる。

このように適正な取り崩し額の把握が困難なこともあり、プレシニア・シニア層の大多数は消費の抑制に努めている。一般社団法人投資信託協会のアンケート調査によると、プレシニア・シニア層の過半数は、できるだけ金融資産は取り崩さないよう給与や年金の範囲内に生活費を取っている。この傾向は年齢等による差がほとんどなく、就労割合の低い70代後半に限っても、また金融資産額が高い人に限っても同様の傾向がある。つまり、せっかく老後資金を準備したのに、より豊かな生活のために活用できていない人が多い。一方、資産を取り崩している人の平均取り崩し額（月額、以下同様）は約7万円である。金融資産額が1,000万円に満たない人でも6万円程度と高く、単純に計算すると14年程度(1,000万円÷6万円÷12か月)で資産が枯渇する。回答者の年齢、性別にもよるが、平均余命が14年を超える人の方が多い。準備した老後資金を活用できない人と取り崩し額が過大な人のいずれも、適正な取り崩し額を把握できていないと考えられる。

なお、残念ながら、自身が取り崩している金額すら把握していない人も少なくない。

表1 プレシニア・シニア層の金融資産額別、投資の状況等

	現在投資を行っている人の割合	サンプル数	現在投資を行っている人に占める各階級の割合
100万円未満	16.3%	270	4.6%
100万円～500万円未満	31.3%	383	12.5%
500万円～1,000万円未満	44.0%	259	11.9%
1,000万円～2,000万円未満	55.5%	299	17.3%
2,000万円～5,000万円未満	65.5%	452	30.9%
5,000万円以上	80.1%	272	22.8%

(資料)一般社団法人投資信託協会(2023年3月)『投資信託に関するアンケート調査(プレシニア・シニア調査)報告書』を基に筆者が加工

(2) 資産寿命の延命を目的に投資しているとは限らない

上記のアンケート調査によると、プレシニア・シニア層のうち、現在投資を行っているという回答した人の割合は41.1%と半分に満たない。その上、保有する金融資産額が高いほどその割合は増える(表1)。このため、プレシニア・シニア層において、現在投資を行っている人の大半は金融資産額が2,000万円以上の老後の生活資金不足をさほど感じていない人たちで、投資の目的として「余裕資金を作っておく」と回答した人の割合が高い(表2)。つまり、投資を行っているプレシニア・シニア層の大多数は、資産寿命の延命を目的とはしていない。一方、金融資産額500万円～1,000万円未満の人でも半数近くが投資を行っており、「年金では生活費が不足する」、「不測の事態に備えて」や「将来の医療、介護費用に備えて」など自分や家族の生活に直結する目的で投資していることが分かる。このように、同じプレシニア・シニア層でも投資目的が異なるので、各人の望ましい運用方針も異なるはずである。そして、一部の資産寿命の延命を目的として投資をする人にとっては、生存中に資産が枯渇する確率に着目した資産運用方法が望ましい。

(3) 資産運用による資産寿命延命の効果には限界がある

では、65歳時点の金融資産額1,000万円で年間72万円(6万円×12か月)取り崩す場合、資産運用によってどの程度の資産寿命の延命効果が期待できるのだろうか。図4のような代表的なシミュレーションを用いて資産寿命の延命効果を確認する。運用しなければ79歳到達前に金融資産が枯渇するが、GPIFの市場運用開始後22年間(2001～2022年度)の時間加重収益率、年率3.83%で運用すると84歳まで資産寿命が延びるといった結論が導かれる。残念ながら、84歳は65歳男性の平均寿命(65歳+平均余命)をわずかに下回る。

以上より、資産寿命の延命を目的に投資する保有資産額が不十分な人にとって、資産運用だけでは資産枯渇の回避は難しいということが分かる。余命を事前に分かることができないため容易ではないが、適正な取り崩し額の把握は極めて重要である。一方、数年前とは異なり、インフレが顕在化しつつある。インフレの進行に伴い、預貯金の利率が上昇すると考えられるが、預貯金の利率はインフレ率を中長期的に下回る。数年前までなら、給与や年金の範囲内に生活費を収めれば、資産運用を行わなくても不測の事態に備えて老後資金を温存することができたが、

表2 プレシニア・シニア層の金融資産額別、投資の目的

	1位		2位		3位	
500万円～1,000万円未満	年金では生活費が不足	64.0%	不測の事態に備えて	31.6%	将来の医療・介護費用に備えて	30.7%
1,000万円～2,000万円未満	年金では生活費が不足	52.4%	余裕資金を作っておく	46.4%	預貯金の利率が低い	43.4%
2,000万円～5,000万円未満	余裕資金を作っておく	53.7%	年金では生活費が不足	52.0%	預貯金の利率が低い	41.9%
5,000万円以上	余裕資金を作っておく	60.6%	預貯金の利率が低い	46.3%	年金では生活費が不足	44.0%

(資料) 一般社団法人投資信託協会(2023年3月)『投資信託に関するアンケート調査(プレシニア・シニア調査)報告書』を基に筆者が加工

図4 資産運用による資産寿命延命の効果
金融資産1,000万円、毎年の取り崩し額72万円

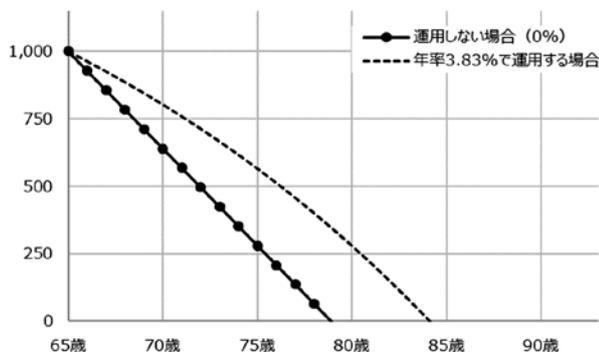
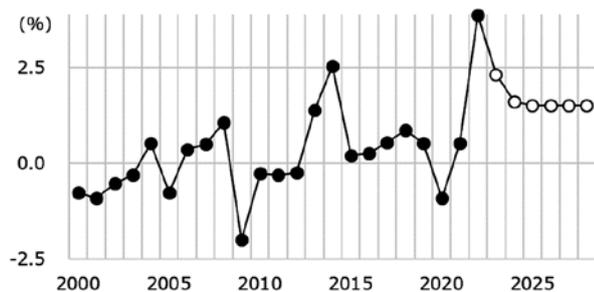


図5 インフレ率の推移（予測を含む）



（資料）IMF “World Economic Outlook Database”を
基に筆者が加工

資産運用を行わなければ保有資産の相対的価値が減少してしまう。このため、資産防衛という観点でも資産運用の必要性が高まっている。このように、適正な取り崩し額の把握だけでなく、資産運用の検討も重要であり、これらを併せて検討することが望ましい。

3 取り崩し額と資産運用方法を併せて資産の枯渇の回避方法を検討する

(1) 取り崩しを伴う資産運用による延命効果は短期で決まる

本稿の目的は、取り崩し額と資産運用方法の組み合わせ毎に、生存中に資産が枯渇するリスクの程度を確認することであるが、その前に、図4のような代表的な方法で資産寿命の延命効果を確認することの問題点を指摘する。

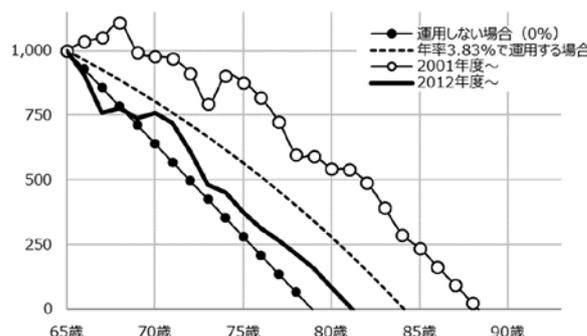
22年間で平均すると収益率が年率3.83%でも、各年度の実際の運用実績は大きく異なる。仮に、GPIFと同じ運用成果を上げた場合、2001年度始時点100の資産は、2022年度末には228.5相当になっているはずである。しかし、その推移は図6の太線で示す通りで、資産価格が毎年3.83%上がった場合の推移（図6の破線）を下回る期間が多い。仮に2012年度～2022年度の運用実績が先行し、その後2001年度～2011年度の運用実績が発生した場合でも、最終的な資産価値は228.5相当で変わらないが、その推移は大きく異なる（図6の丸付線）。

22年間一切資金の流出入がない場合は、どのように資産価格が推移しても最終的な資産価格に差は生じないが、毎年一定額を引き出す場合は資産価格の推移によって結果が異なる。図7

図6 収益率の順序による資産価格の経路への影響



図7 資産運用による資産寿命延命の効果
金融資産1,000万円、毎年の取り崩し額72万円



は経路の違いによる資産寿命の違いを表している。2012年度の収益率からスタートした場合は88歳まで伸びるが、毎年 GPIF と同じ運用成果を上げた場合は、資産寿命は81歳までしか伸びない。中長期的には収益率が同じでも、取り崩し開始後の収益率によって資産運用による延命効果は大きく異なってくる。このように、発生する収益率の順序が及ぼす資産寿命への影響は大きく、この影響を順序リスクと呼ぶ。

加えて、図4のような方法では、資産寿命が何年伸びるかがわかるだけである。資産運用することで79歳までだった資産寿命が84歳まで5年間も伸びると安心するかもしれないが、生存中に資産が枯渇する確率は、男性なら74%から56%に低下する程度で依然として高いままである。女性に至っては、88%から77%に低下する程度の効果しかない。長生きすることで、資産が枯渇する可能性(長生きリスク)を別途勘案しなければ、資産運用の効果を適切に評価することはできない。

(2) 生存中に資産が枯渇する確率の推計方法

本稿では、順序リスクと長生きリスクを考慮し、取り崩し額別や資産運用方法別の生存中に資産が枯渇する確率を多数のシナリオを生成して推計した。

毎年の取り崩し額は、当初の金融資産額の一定割合を基準に設定した。毎年同程度の生活水準を維持することが原則で、翌年以降の取り崩し額は2025年以降のインフレ率(予測値)に応じて毎年増加させた。当初金融資産額が1,000万円、6%の場合、初年度は60万円を取り崩し、翌年以降は61万円、62万円と取り崩しが増えていくといったイメージである。

資産運用方法は、預貯金100%、投資100%、預貯金と投資が50%ずつの3つの方法を想定す

る。預貯金の利率は、インフレ率の0.82倍とし、この乗数は1980年から2001年のインフレ率と通常貯金を参考に設定した。投資収益率は GPIF の市場運用開始後22年間(2001~2022年度)の時間加重収益率をベースに、同時期の平均インフレ率と2025年以降のインフレ率(予測値)の差を調整した22個の収益率の中からランダムに抽出し、収益率の発生順序が異なる1,000個のシナリオを生成した。但し、初めの22年間ですべての収益率を重複なく抽出し、23年目以降は初めの22年間が繰り返されるものとした。

1,000個のシナリオそれぞれに対して、取り崩し額別や資産運用方法別に資産寿命を算出し、最後に、単身世帯の男女別かつ取り崩し開始年齢別の生存中に資産が枯渇する確率を算出した。なお、死亡率は、厚生労働省「令和4年簡易生命表の概況」を参考にした。

(3) 生存中に資産が枯渇する確率

表3に生存中に資産が枯渇する確率の推計結果を示す。まず、適切な取り崩し額の把握が極めて重要であることが分かる。毎年、当初金融資産額の6%相当を取り崩すと、よほど高齢になってから取り崩しを始める場合を除き、高い確率で生存中に資産が枯渇する。積極的に資産運用を行っても、生存中に資産が枯渇する確率は高いままである。前述のアンケート調査によると、金融資産額が1,000万円に満たない人でも、資産を取り崩している人は平均して月6万円程度を取り崩しており、これは当初の金融資産額の7%に相当するため明らかに過大である。一方、金融資産額が2,000万円以上5,000万円未満で資産を取り崩している人は平均して月8.4万円取り崩しているが過大ではない。金融資産額が中央値の3,500万円なら、当初の金融資産額の3%を下回るからだ。

表3 生存中に資産が枯渇する確率（取り崩し額別や資産運用方法別）

取り崩し額	当初金融資産額の3%			当初金融資産額の4.5%			当初金融資産額の6%		
	預貯金	投資	0%	100%	50%	0%	100%	50%	0%
65歳～	7.2%	0.1%	0.0%	46.9%	27.5%	9.8%	66.9%	59.3%	47.1%
男性 70歳～	0.9%	0.0%	0.0%	25.7%	10.2%	2.8%	50.1%	40.2%	27.7%
75歳～	0.0%	0.0%	0.0%	8.6%	1.9%	0.4%	28.7%	19.6%	11.5%
65歳～	21.4%	0.5%	0.0%	70.0%	51.0%	22.1%	84.1%	79.1%	69.0%
女性 70歳～	4.5%	0.0%	0.0%	49.0%	26.0%	8.1%	71.9%	63.5%	49.1%
75歳～	0.0%	0.0%	0.0%	23.0%	7.1%	1.7%	51.2%	39.8%	25.7%

次に、資産運用による生存中に資産が枯渇する確率を下げる効果は取り崩し額によっても大きく異なることが分かる。取り崩し額が当初金融資産額の3%ならば65歳から取り崩し始めたとしても、資産運用することで生存中に資産が枯渇する確率は極めて低いが、女性が65歳から取り崩す場合を除き、資産運用をしなくても生存中に資産が枯渇する確率は低い。資産運用によって資産寿命を延ばすことができるが、自身の寿命を超えて延ばす必要はない。一方、取り崩し額が当初金融資産額の4.5%の場合は、資産運用しないと生存中に資産が枯渇する確率が高く、積極的に資産運用することによる低減効果は大きい。また、上述の通り当初金融資産額の6%の場合、積極的に資産運用を行っても、生存中に資産が枯渇する確率は高いままである。資産運用の効果は不十分であり、取り崩し額の見直しの検討が重要ということが明らかである。

生存中の資産枯渇を回避しつつ、老後の収入低下に備えて準備した資金を活用するためには、取り崩し額と資産運用方法の検討が必要であるだけでなく、これらを総合的に検討することが重要だ。そして、総合的に検討する際には、生存中に資産が枯渇する確率等、順序リスクを含む資産運用リスクと長生きリスクを統合して評価できる指標が有用だろう。

4 最後に

本稿では、現時点のプレシニア・シニア層の多くは老後資金が不足していること、加えて消費の抑制に努めて、せっかく準備した老後資金をより豊かな生活のために活用できていない人が多い一方、取り崩し額が過大な人がいることを確認した。いずれも、適正な取り崩し額を把握できていないことが原因と考えられる。老後資金を適切に活用するためには、適正な取り崩し額の把握が重要だが、適正な取り崩し額の把握は難しい。また、老後資金が不十分な場合の選択肢として、「支出を減らす」だけでなく、「保有資産を運用して収益を得る」という方法もあるが、資産運用による効果も勘案して、適正な取り崩し額を把握しようとする、さらに難しくなる。そこで、生存中に資産が枯渇する確率という尺度を用いて、順序リスクを含む資産運用リスクと長生きリスクを統合して評価することを提案した。また、具体的な数値を確認することで、取り崩し額と資産運用方法を総合的に勘案することの重要性も示した。

実は、提示した数値例(表3)は、保有資産を全額もしくは常に一定割合を投資しつつ資産を定期的に取り崩すといったやや非現実的な仮定の下で推計している。前述のアンケート調査によると、プレシニア・シニア層における、金融資産のうち預貯金が占める割合は平均66.9%で

あり、保有資産の半分以上を投資している人の方が少ない。保有資産の半分以上を投資している人の割合は、金融資産額 500 万円～1,000 万円未満の人だと 15% 程度、金融資産額 2,000 万円～5,000 万円未満の人でも 25% 程度である。また、資産を取り崩している人はいるが、大多数は預貯金を取り崩している。投資資金の一部若しくは全部を現金化して生活している人は極めて少ない。実際に、取り崩し額と資産運用方法を統合的に検討する場合、より現実的に即した資産運用方法を想定して生存中に資産が枯渇する確率を算出する必要がある。

また、取り崩し方にも改良の余地がある。老後資金を適切に活用できない根本的な原因が長生きリスクの存在ならば、リスクを移転することも検討すべきである。具体的には終身年金を購入することでリスクを移転できるが、公的年金の繰り下げ受給（受給開始年月を遅らせる）によっても、リスクを移転することができる。受給開始年月を 1 か月遅らせるごとに、年金受給額が 0.7% 増額され、最長 75 歳まで受給開始を遅らせることができる。70 歳まで受給開始を遅らせると 42%、75 歳までだと 84% も増額される。繰り下げ受給の効果で、65 歳時点の金融資産が 1,000 万円で、65 歳から受給開始した場合の公的年金受給額が年額 185 万円の男性単身者を例に、簡単に説明する。彼が 65 歳から公的年金を受給し、不足分は資産を取り崩して生活する場合、資産運用をしなければ、毎年の取り崩し額は 30 万円程度、積極的に資産運用する場合でも 45 万円程度に抑える必要がある（表 3 参照）。つまり、年間の支出は 215 万円～230 万円になる。年間 230 万円以下で生活できるならば、65 歳から公的年金を受給しなくても、保有する 1,000 万円で 4 年間は生活できる。69 歳まで受給開始を遅らせると増額率は 33.6% ($0.7\% \times 12 \text{ か月} \times 4 \text{ 年}$) で、

62 万円程度増額されて合計 250 万円近くになる。公的年金受給額の増加に伴う税や社会保険料の負担の増加など考慮すべき要素はあるが、老後資金が不十分な世帯にとって公的年金の繰り下げ受給は有効な選択肢になるはずだ。つまり、公的年金制度等の受け取り方による影響も評価できるよう、資産の取り崩し方について改良の余地がある。

上記の通り、生存中に資産が枯渇する確率の推計方法には改良の余地が多いが、順序リスクを含む資産運用リスクと長生きリスクを統合して評価できる指標を活用した老後の資金計画の有用性が失われるわけではない。むしろ、シミュレーションにより、生存中に資産が枯渇する確率を算出する方法は、市場環境に応じて資産管理方針を変えるなど柔軟な対応も可能である。しかし、複数のシナリオ生成すること、そして複数シナリオをベースに指標を算出することが個人にとって容易ではないことも事実であり、金融機関や、フィナンシャルプランナー等によるサポートが不可欠である。幸い、金融機関などの金融サービス提供者にとって、複数のシナリオ生成とそれらを用いて指標を算出することは決して難しくはないはずだ。

従来の非現実的な単一のシナリオによるシミュレーションは分かりやすいが、順序リスクが把握できず、また長生きリスクも別途勘案する必要がある。このため、生存中の資産枯渇を回避したい多くの人に対するサポートとしては不十分である。簡便なシミュレーション結果の提示に留まることなく、老後の生活への不安の解消につながる幅広いサポートが金融機関には望まれる。

【参考文献】

- IMF, World Economic Outlook Database, April 2023
- 一般社団法人投資信託協会（2023年3月）『投資信託に関するアンケート調査（プレシニア・シニア調査）報告書』
- 運営管理機関連絡協議会「確定拠出年金統計資料（2018年3月末～2022年3月末）」
- 金融広報中央委員会（2022年12月）「家計の金融行動に関する世論調査2022年」（二人以上世帯調査）
- 厚生労働省「令和4年簡易生命表の概況」
- 総務省「労働力調査（2022年度）」
- 年金積立金管理運用独立行政法人「2022年度業務概況書」

たかおか わかこ

株式会社ニッセイ基礎研究所 金融研究部兼年金総合リサーチセンター兼ジェロントロジー推進室 主任研究員。
1999年大阪大学工学部卒。2009年一橋大学大学院国際企業戦略研究科修士課程修了。日本生命保険、ニッセイアセットマネジメントを経て06年ニッセイ基礎研究所入所。

【老後の資産運用と取り崩しに関する執筆歴】

- 2020年8月「老後資金を考える(1) 資産運用の必要性」
日経ヴェリタス
- 2020年8月「老後資金を考える(2) 資産運用と取り崩し」
日経ヴェリタス
- 2020年8月「老後資金を考える(3) 資産運用と価格変動」
日経ヴェリタス
- 2020年8月「老後資金を考える(4) 二つの財布戦略」
日経ヴェリタス
- 2020年8月「老後資金を考える(5) 金融機関への期待」
日経ヴェリタス
- 2021年4月「老後資金の取り崩し再考～生存中の資産枯渇回避を優先する～」基礎研レポート
- 2021年7月「資産取り崩し期における夫婦二人世帯の適正支出」証券アナリストジャーナル
- 2022年12月「老後資金の準備と住宅資産活用」国民生活
-