

# 投資信託事情

多様な資産の取り崩し—デキュレーション研究会の2年 .....4

合同会社フィンウェル研究所 代表 野尻 哲史

〈Strategic Vistas〉 .....9

**NISA 本家英国ではISAやVCT、保険や年金にも格付け!**  
**英米のファンドレーティングとファンドフロー(資金流入)**  
**およびリターンとの関係、英米評価会社に学ぶ改革姿勢**

三菱UFJ アセットマネジメント株式会社 シニアリサーチアナリスト 松尾 健治

〈Morningstar Wealth〉 .....20

**Morningstar 2024年の展望と投資戦略**  
**みなさまの投資が成功する標(しるべ)として**

Morningstar チーフ・リサーチ、インベストメント・オフィサー Dan Kemp

Morningstar 米州 チーフ・インベストメント・オフィサー Marta Norton

Morningstar アジア太平洋 チーフ・インベストメント・オフィサー Matt Wacher

Morningstar EMEA チーフ・インベストメント・オフィサー Mike Coop、他16名

〈人生いろいろ、コツコツ投資もいろいろ〉 .....3

**山崎元さんを悼む**

ブログ「rennyの備忘録」note「ステキな投資信託をそだてましょう」 renny

〈投資家本位の環境作りに貢献してきた「投信ブロガーが選ぶ! Fund of the Year」〉 .....19

**低コスト、広く分散されたポートフォリオでパッシブ時代を牽引**

**投資信託がその先に進むには何が必要か?**

イボットソン・アソシエイツ・ジャパン 島田 知保

〈“粋”の相場〉 .....26

**今年の目標はどのサイズ?**

エグゼクティブコーチ 大里 千春

人気ファンド ランキング .....27~31

**追加型ファンドの運用実績〈2023年12月末〉**

つみたて NISA の対象投資信託 (32)

一般の口座で購入できる株式投信: 資産形成型(年1,2回決算型) (35)

一般の口座で購入できる株式投信: 資産活用型(年4回以上決算型) (44)

SMA・ラップなど投資一任口座専用投信 (48)

第67巻 第2号

**2月号**

**Feb. 2024**

**ibbotson**  
a Morningstar company

# 多様な資産の取り崩し—デキュムレーション研究会の2年

合同会社フィンウェル研究所 代表 野尻 哲史

## 資産形成から資産活用にThought Leadershipの軸足を移して

資産運用というと現役世代の積立投資がすぐに思い浮かぶ。新NISAがスタートした今は特にそうだ。しかし作り上げた資産をどう生活に生かしながら資産運用を続けるかは、あまり議論されてこなかった。資産を作り上げるステージは「資産形成」だが、退職後にその資産を取り崩すステージを表す言葉もなかった。英語でアキュムレーションの対となるデキュムレーションを「取り崩し」と訳すには、否定的な表現でもあり抵抗があった。そこで「資産活用」を充てた。生涯にわたるお金との向き合い方を登山に例えれば、山を登る「資産形成」とその山を下りる「資産活用」となる。

2007年3月、フィデリティ投信株式会社で、フィデリティ退職・投資教育研究所を立ち上げ、資産運用に対する考え方を対外的に発信するThought Leadership活動を始めた。その時代もデキュムレーションに言及していたが、活動の中心はもっぱら有価証券を使った「資産形成」だった。ただ退職後の生活のための「資産形成」を伝えるためのリタイアメント・セミナーでは、参加者の多くが資産形成を終えた高齢者だったし、資産運用のメッセージは運用するほどの資産を持っていない人には響かないといわれた。このギャップは、金融機関にとって「資産を増やすための投資」が柱であったからだろう。

高齢者には資産を積み上げるよりは、どう取り崩すべきかの方が重要だが、金融機関側は資産を増やすためのメッセージに拘らざるを得なかった。米国を参考にするまでもなく、資産の取り崩しは重要で、2010年にはその関連の書籍「定年後のお金」(講談社プラスα新書)も上梓したが、実際に「資産活用」を自分の活動の柱に据えたのは、2019年の定年時に合同会社フィンウェル研究所を設立してからだった。金融審議会市場ワーキング・グループの報告書「高齢社会における資産形成・管理」(2019年6月)では、初めてフィンウェル研究所の代表として資産の取り崩しに関する意見を載せることができた。だが、思わぬ仕儀から報告書は正式なものとはならず、その後の議論もなかなか深化しなかった。

そうしたなか、2022年1月にフィンウェル研究所が事務局となって「デキュムレーション研究会」をスタートさせた。設立の趣旨は、「現役世代の有価証券投資が進むなか退職後も有価証券を保有する高齢者が増える」ことが確実視されるなか、「高齢者が消費を促進させながらいかに有価証券資産の寿命を延伸させられるか」の議論を深めるため、これまで稀であった「退職後の有価証券資産の取り崩し・活用(Decumulation)」に関する、調査研究、議論の整理、実際のシステム・商品、コミュニケーション手段などを関連に議論する“議論のインキュベーションの場”が必要」と考えたためだった。

そして重要なのは、その議論を発信し、広めていくことである。そのために現在13人の研究会メンバーは、有識者であるだけでなく、それぞれに発信力のある方々に集まっていた。

この研究会で行った過去2年間、12回の議論のポイントを、この紙面を借りて2回にわたってお伝えする。今回は、資産を取り崩すというアイデアとアドバイスの現場で起きていること、実際の投資家の行動をまとめ、次回は取り崩すための制度や商品についての議論をまとめることにする。

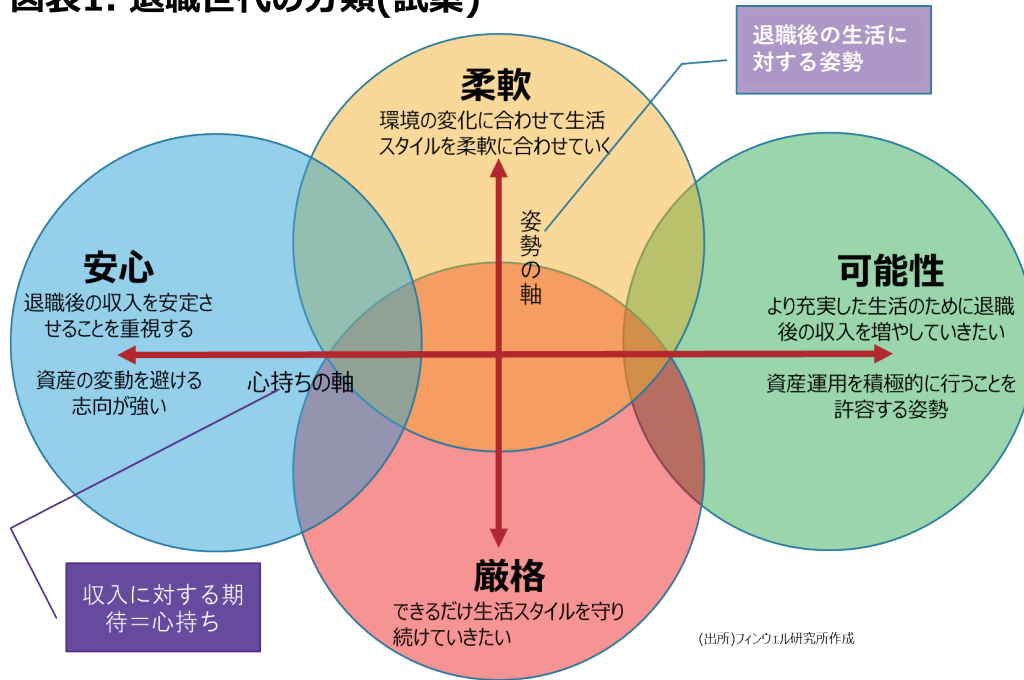
## 退職世代のお金との向き合い方を分類する

資産活用の課題のひとつは、高齢者の運用に関連する力が衰えていくなか、どうやって資産活用を続けられるかを考えるとき、アドバイザーの力が重要であるにもかかわらず、アドバイザーの力点が運用パフォーマンスに終始している点である。

資産活用を運用からスタートしないために、高齢者のリタイアメント・インカムに対する心持ち(横軸)と、退職後の生活に対する姿勢(縦軸)を使って、4つの象限を考慮した高齢者ニーズの分類を考えた。

研究会での批判的な議論として、収入と生活姿勢から見ることで「ライフスタイルには、“現実と希望”とか、“現状と将来”と

図表1. 退職世代の分類(試案)



か、「60代と80代」といった多様な乖離・違いを示せるはず」、「この2軸で表わす“効用”は、生きている時代のもの。“死”に着目すると遺産の軸が必要になる」、「資産を使い道ごとにポートフォリオのようにして表してみはどうか」、「資産額のデータをバブルの大きさと取り入れてはどうか」、さらに「念頭に置く“効用”は、金銭的なものだけでなく幸福度も入れられないか」といった指摘がなされた。

### 多様な取り崩しパターン

資産の取り崩しのパターンについても、①預金から定額で取り崩す方法(現在最もポピュラーなアプローチ)、②資産運用しながら取り崩しは定額のまま行う方法(収益率配列のリスクが残る)、③資産の枯渇リスクを回避するための「率」を意識して引き出す方法、④「率」を意識した引き出しによる引出額の不安定さを埋めるようにバッファー資産を活用する方法、⑤バッファー資産は運用資産が枯渇してから人生の最後で活用する方法、⑥バッファー資産の代わりに終身年金やリバースモーゲージを活用する方法、⑦運用の効率性を上げるために運用当初はバッファー資産から取り崩しを優先させる方法、⑧当初に活用するバッファー資産の代わりに勤労収入などで充当する方法、⑨長期保有を前提にしてバッファー資産を預金ではなく配当株の代替としてETFを活用する方法、などを検討した。また、年金収入は一定にしているが、繰り下げ受給でその金額を増やすことで取り崩しにも好影響を想定できる。

### 持続可能な引出率を適用する考え方

「持続可能な引出率 Sustainable Withdrawal Rates (SWR)」も議論した。退職後の生活期間に、保有する運用資産から一定額を取り崩しても資産が枯渇しない引出率のことで、退職時点での残高に対する引出率として計算する。退職後の生活では物価変動させるものの、定額引き出しとなる。米国では、William P. Bengenが1994年にJournal of Financial Planningに書いた「Determining withdrawal rates using historical data」が有名で、SWRの典型例として“Bengenの4%ルール”が挙げられる。これをもとに、現在ではモンテカルロ・シミュレーションで計算し、「90%の確率で枯渇しない引出率は4%」といった表現がなされる。

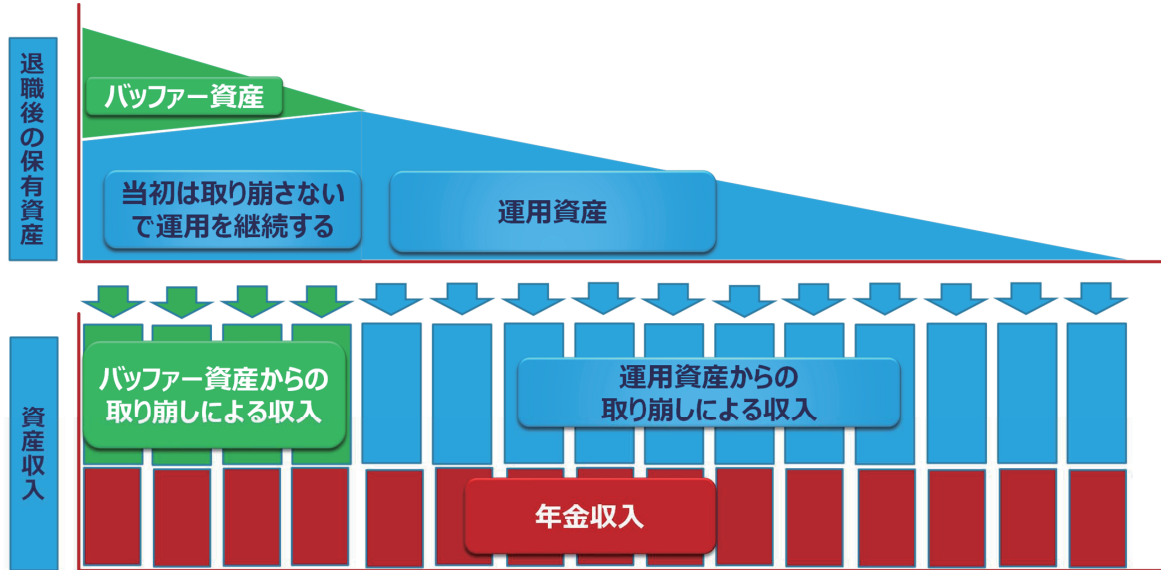
これを計算するためには、①退職時点での保有資産額(初期金額)、②最終時点での金額、③運用利回り、④運用期間(または引出期間)、⑤引出額の5つの変数が必要になる。このうち、①、④を設定して計算すれば、運用利回りと引出額(または引出率)で最終金額がわかるマトリックスができる。さらに運用利回りはモンテカルロ・シミュレーションを使って期待収益率を確率分布で示せば、②の最終時点での金額の分布は、資産額がマイナスになる(=枯渇する)確率も示すことができる。

### どうやって個人に納得感のある提案ができるか

理論的に推計した「持続可能な引出率(金額)」で資産を引き出しても、100%枯渇しないというわけではない。たとえば、図表3の右上では4000万円の資産で3%の引き出し(=毎年120万円の定額引き出し)をすると、積極型での運用を行えば40年の期間で13%の確率(最下段の結果確率)で事前に資産が枯渇することを示している。



図表2. バッファ資産を前半に取り崩す考え方



(出所) 合同会社フィンウェル研究所作成

図表3. 資産配分の違いが、資産額の推移にどの程度影響を及ぼすか？

20年後	期初金額		引出率				
	4000	-3%	安定型	やや安定型	バランス型	やや積極型	積極型
期待リターン	1.0	3.0	5.0	7.0	9.0		
推計リスク	2.3	6.2	10.5	14.6	20.0		
0.5%	1,341	994	465	17	-660		
2.5%	1,539	1,491	1,154	809	61		
5%	1,645	1,785	1,627	1,395	596		
25%	1,951	2,716	3,280	3,712	3,305		
中央値	2,191	3,558	5,000	6,456	7,053		
75%	2,447	4,558	7,290	10,542	13,503		
95%	2,837	6,304	11,787	19,475	29,956		
97.5%	2,982	7,047	14,002	24,332	40,154		
99.5%	3,269	8,603	18,915	36,037	64,367		
枯渇確率	0%	0%	0%	0%	2%		

40年後	期初金額		引出率				
	4000	-3%	安定型	やや安定型	バランス型	やや積極型	積極型
期待リターン	1.0	3.0	5.0	7.0	9.0		
推計リスク	2.3	6.2	10.5	14.6	20.0		
0.5%	-986	-1,292	-1,903	-2,381	-3,060		
2.5%	-769	-637	-971	-1,426	-2,338		
5%	-658	-259	-329	-632	-1,739		
25%	-290	1,270	2,920	4,544	3,527		
中央値	12	2,760	6,883	12,274	14,453		
75%	343	4,734	13,047	26,433	39,585		
95%	869	8,555	27,961	67,764	132,881		
97.5%	1,076	10,413	36,010	91,163	192,833		
99.5%	1,472	14,084	55,062	156,067	383,061		
枯渇確率	49%	7%	6%	7%	13%		

20年後	期初金額		引出率				
	4000	-5%	安定型	やや安定型	バランス型	やや積極型	積極型
期待リターン	1.0	3.0	5.0	7.0	9.0		
推計リスク	2.3	6.2	10.5	14.6	20.0		
0.5%	-255	-632	-1,147	-1,569	-2,127		
2.5%	-92	-228	-568	-920	-1,520		
5%	-16	-6	-229	-527	-1,156		
25%	243	789	1,186	1,468	1,055		
中央値	442	1,489	2,613	3,764	4,200		
75%	647	2,314	4,525	7,192	9,643		
95%	972	3,781	8,463	15,061	24,072		
97.5%	1,088	4,400	10,250	19,183	33,086		
99.5%	1,315	5,707	14,602	29,704	56,317		
枯渇確率	6%	5%	7%	9%	15%		

40年後	期初金額		引出率				
	4000	-5%	安定型	やや安定型	バランス型	やや積極型	積極型
期待リターン	1.0	3.0	5.0	7.0	9.0		
推計リスク	2.3	6.2	10.5	14.6	20.0		
0.5%	-4,255	-4,632	-5,147	-5,569	-6,127		
2.5%	-4,092	-4,228	-4,568	-4,920	-5,520		
5%	-4,016	-4,006	-4,229	-4,527	-5,156		
25%	-3,753	-3,156	-2,659	-2,232	-2,797		
中央値	-3,553	-2,341	-394	2,799	3,829		
75%	-3,339	-1,207	3,892	13,020	22,049		
95%	-3,006	1,380	14,967	44,678	96,229		
97.5%	-2,868	2,608	20,931	64,850	148,438		
99.5%	-2,603	5,405	35,978	115,118	304,963		
枯渇確率	100%	88%	53%	39%	39%		

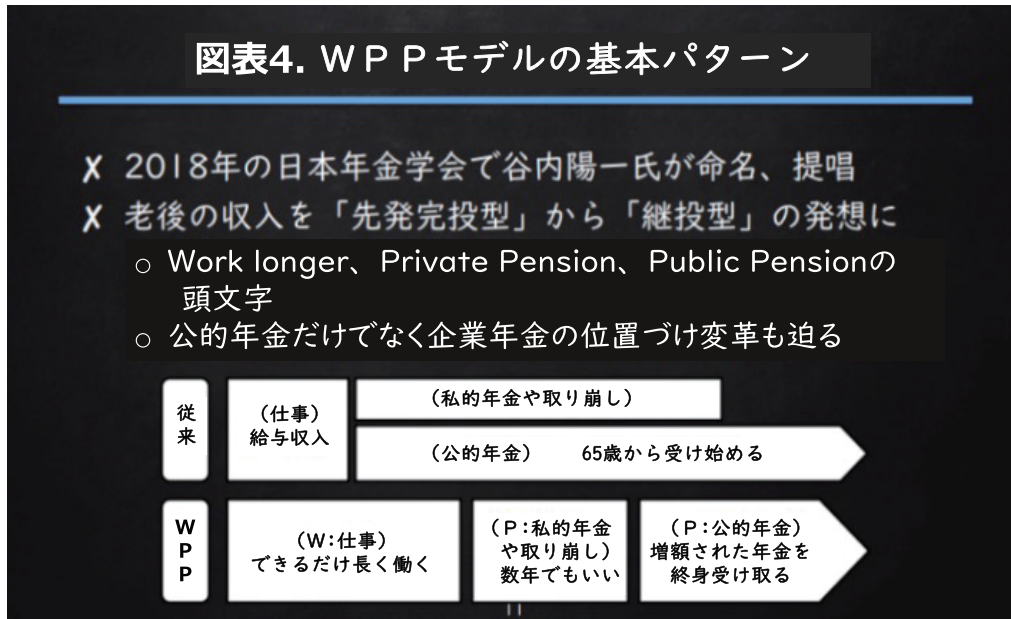
Copyright © 2022 Ibbotson Associates Japan, Inc. All Rights Reserved. 当資料はイボットソン・アソシエイツ・ジャパン株式会社（以下「イボットソン」）の著作物です。イボットソンの事前の書面による承諾なしの利用、複製等は損害賠償、著作権法の罰則の対象となります。当資料の情報については、その正確性・完全性・適時性等を保障するものではありません。当資料は、投資助言ではなく、情報提供のみを目的としたものです。いかなる投資の推奨・勧誘を行う、あるいは示唆するものではありません。過去のパフォーマンスは将来のリターンを保障するものではありません。当資料末尾の重要情報をご覧ください。

研究会の議論は、個人がこの枯渇確率を理解できるかに集中した。①枯渇確率という表現はコミュニケーションを難しくする、②枯渇確率10%（＝「10回に1回は計画年齢前に資産が枯渇する」という意味）を個人が許容しきれない、③資産形成の失敗確率よりも資産活用の場合（枯渇確率）の方を深刻に受け止める、といったことが指摘された。その一方で、④全資産をこの枠組みで運用する必要はなく、バッファ資産を別に設定することの重要性が伝えられる、⑤長く働くことと年金の繰り下

げを合わせて対策に加えることも重要、との意見もあった。

## FIRE、WPPとデキュムレーションの組合せ

最近話題になっているFIRE (Financial Independence, Retire Early)、WPP (Work longer, Private Pension, Public Pension)に、デキュムレーションの視点を入れて考えることもテーマになった。



リタイア年齢を自身で決める時代になり、「65歳まで働いて、そこから年金生活」といった定番から、自由にリタイア年齢が選べ、勤労、退職、年金受給がいろいろな形で存在する時代になってきた。これが、FIREやWPPの考え方の原点にある。長く働くことによって、老後生活のための資産形成期間を長くし、資産を取り崩す期間を短くできる。また年金受給開始年齢を繰り下げて、長く働ければ企業型DCやDB、iDeCoなどの私的年金を取り崩す効果も高まる。仕事と公的年金の間のつなぎ役として私的年金を位置付けることでWPPのフォーメーションができる。

## 難しさは私的年金の取り崩し方に

私的年金には、企業年金(DB)、企業型DC、退職一時金の他、社内持株会、財形年金、iDeCo、NISA、銀行預金まで含まれる。これらを取り崩しやすさと優先順位を考えて、WPPのフォーマットに組み入れていくことになるが、年金制度への不信や資産減少の心理的な影響から難しい点が残る。そのため、FPなどのアドバイザーの力が重要になってくる。WPPとデキュムレーションは相互補助する点多そうだ。

論点として、①退職世代の資産で中心のひとつになる不動産はWPPではどう位置づけるのか、②低所得・低資産世帯の状況では、いかに長く働けるかが唯一の選択肢のように見受けられる、③Private Pensionの中身をもう少し分類すべきではないか、例えば制度設計で取り崩しが予め決まっているもの(DB、企業型DC、iDeCoなど)と、それ以外の資産に分類する、といった意見も出された。

## 現場でデキュムレーションはどう位置づけられているのか

個人顧客向けにアドバイスを行っているメンバーからアドバイスの現場で取り崩しにどう取り組んでいるのかを報告してもらい、議論を行った。

## 成年後見制度の不備

### ■相談事例1

70代夫婦、金融資産1600万円、不動産1800万円で資産総額3400万円。80代前半までの勤労収入96万円と公的年金153

万円で、年間収支は70-80万円の黒字。取り崩しの必要なし。金融資産は外国株式(51%)、外国債券(20%)、現預金(29%)のポートフォリオで運用を継続。85歳からの有料老人ホーム入居を想定(入居一時金521万円、年間入居費246万円、勤労収入源96万円)すると、年間170-180万円の取り崩しが必要に。運用収益率3%であれば、100歳まで資産寿命は延命できる計算。

この事例では、兄弟名義となっている不動産の現金化は難しく、金融資産だけでポートフォリオを組むアドバイスを行っている。

有料老人ホーム入居を想定すると、資産の枯渇は避ける必要があるが、誰が入居者の代理を務めるかも課題になる。実際のアドバイスの現場では、シングル世帯の方も多く、その場合には近しい親族に頼らざるを得ない実情がある。有料老人ホーム入居の段階で認知・判断能力の低下が伴う場合には、成年後見制度を活用することもある。その際には資産運用が凍結される可能性が懸念材料である。制度面での改善が必要だとの意見が強く出された。

## ■相談事例2

70代シングル女性。6年前の初期相談時は金融資産3600万円、不動産2500万円で、資産は6100万円。子どもに継がせた家業からの年間収入360万円と年金60万円と収入は多いが、支出も多く、年間収支は130-150万円の赤字。アドバイスを受け入れず、6年後の再面談時には総資産は金融資産4100万円のみ。「今しかできない好きなことをやらないで生活するのは耐えられないと考え、支出の抑制はどうしてもできない」との信念から、運用は儲けを優先させるため86%を外国株に投資するポートフォリオを選択。

顧客に支出をコントロールさせることが、ライフプラン・アドバイスで最も難しい点。相談事例2の場合には、最終的には「子どもが継いでいる家業があるので自分の生活資金は大丈夫だから、運用資産は儲かったら売って使いたいことに使う」という姿勢が強く、資産活用という冷静なアプローチができないことが課題。

## バッファー資産から先に取り崩し

現場のアドバイスの中では、バッファー資産から先に取り崩す提案も多いとのこと。預金や個人年金などを退職後生活の当初5-10年で取り崩し、それが無くなった段階で改めて資産の見直しを行ってバッファー資産を捻出することを繰り返すのが特徴である。バッファー資産を運用資産よりも先に生活費として使っていくのであれば、これは「生活ポケット」と呼ぶべきで、「運用ポケット」と2つを区別してはどうかという指摘があった。ただバッファー資産は最後まで使わない資産という区分けで使うことの方が多く、この「生活ポケット」と呼ぶべきではないとの意見があった。

## 5-10年のバッファー期間は妥当か

実務的に「毎年の不足額の5-10年を想定して現預金にしておく」アイデアは、統計的な議論が必要だ。「株式投資の月次収益率を使ったローリングアベレージでは、損失確率(=損が出た確率)は20年間保有すればかなり少ない、グローバル投資を前提にすると、15年でマイナスにはならなかった」とのデータの紹介があった。それでも過去のデータは比較的上振れしていることが多いので、期待リターンを使ったモンテカルロ・シミュレーションによる将来推計では、もう少し慎重に見ておく必要があるとも付言された。ただ、15年とか20年の生活費をバッファー資産とすると、ほとんど運用資産がなくなってしまうため、実務上5-10年は妥当との意見が出た。

## 定率引き出しは実務的に可能か

アドバイスの現場で実際に「定率引き出し」のような取り崩しのアイデアは、現状ほとんどされていないとのこと。もちろん投資信託のなかには定期的に率を使った分配金を計算して分配するものがあり、オンライン証券では定率引き出しサービスを提供しているところもある。ただ、投資信託協会のアンケート調査結果では、定率引き出しをしている人の比率は1%台と、ほとんど使われていない。

今回は、資産所得倍増プランのほか、公的年金、終身年金、退職後支払い新型国債、認知症とデキュムレーション、家族信託、引き出しから見たDCに関する議論をまとめる。◇



# 投資信託事情

年金制度から認知症対策まで一デキュレーション研究会の2年 .....4

合同会社フィンウェル研究所 代表 野尻 哲史

〈Strategic Vistas〉 .....10

最終回・前編

世界の投信手数料と規制・制度改革

～日本の投資信託専門誌、世界の投信評価会社、日本の投信手数料、  
日本のFP、NISA拡充に並ぶ資産所得倍増プランの柱の認定アドバイザー～

三菱UFJ アセットマネジメント株式会社 シニアリサーチアナリスト 松尾 健治

国によるアンケートの回答バイアス(1):「中庸」を好む性質 .....14

株式会社パパラカ研究所 代表取締役社長 山根 承子

〈Morningstar Report〉 .....18

グローバル・ファンド・フロー2024 レポート

～2023年世界のファンド資金フロー～

Morningstar Direct シニア・プロダクト・マネジャー Sylvester Flood

本邦のコーポレート・ガバナンス改革 .....22

～まだ緒に就いたばかり、手を緩めることなく前進を。

クリエイトワン 特別顧問 郷右近 養一

〈人生いろいろ、コツコツ投資もいろいろ〉 .....3

投資信託に蔓延るPL発想、PL脳

ブログ「rennyの備忘録」note「ステキな投資信託をそだてましょう」 renny

〈“粋”の相場〉 .....17

カーニバルがやって来た!

エグゼクティブコーチ 大里 千春

人気ファンド ランキング .....25～30

追加型ファンドの運用実績〈2024年1月末〉

つみたて NISA の対象投資信託 (31)

一般の口座で購入できる株式投信：資産形成型(年1,2回決算型) (34)

一般の口座で購入できる株式投信：資産活用型(年4回以上決算型) (43)

SMA・ラップなど投資一任口座専用投信 (47) 確定拠出年金(DC)専用投信 (49)

第67巻 第3号  
**3月号**

Mar. 2024

ibbotson  
a Morningstar company

# 年金制度から認知症対策まで—デキュムレーション研究会の2年

合同会社フィンウェル研究所 代表 野尻 哲史

デキュムレーションの考え方の基本的な部分をまとめた前回はうけて、今回は具体的な制度や商品に関して行った議論をまとめる。

## 公的年金不安は煽りすぎ

最初は公的年金。公的年金の議論は、「不安を煽りすぎ」という認識から出発し、その鎮静化策に話が向かった。保有金融資産の取り崩しに関する議論では、公的年金の「繰下げ受給で年金収入の引き上げを想定すべき」との指摘があり、「それを入れると対応策がさらに複雑になる」、「税金や社会保険料増加の影響もでてくる」といった点に議論が及んだ。

公的年金制度を支える人と支えられる人の比率を模して、「お神輿(みこし)型」から「駕籠(かご)型」、そして「肩車型」へと悪化するといわれ、将来不安が煽られることが多い。しかし「所得代替率が60%から50%に低下すると実質2割の受給額減になるといわれるが、計算式の分母である現役世代の収入増もあるので、分子である支給額(現在価値に換算)はそれほど大きく減らない(1割程度の低下)」といった分析も紹介された。

そのうえで、「直観に訴えるような形」での公的年金の将来不安を打ち消すには、何か直観に訴えるポジティブメッセージが必要」といった意見も出た。例えば、学生には「賦課方式であることが制度の持続力を示している、国も短時間労働者に対する厚生年金保険の適用拡大などの対策を講じている、老齢年金だけでなく障害年金や遺族年金の機能も付いているなどを示すと、納得する大学生も多い」といった指摘もでた。

## デキュムレーションの視点で年金問題を考えると

将来の自分の年金受給額の議論は、いつのまにか年金財政の議論になるのが年金問題の特徴。例えば前述の日本の所得代替率は、分母に「現役男子の平均手取り収入月額」を、分子に「年金受給額」を置いて計算する。これが60%ということが自分事になりにくい。海外では、退職直前の年収(一般的にはこれが最も高い年収)を分母に、受給額の比率をみるGPRR(Gross pension replacement rates)が主流で、OECDのPension at Glance 2021では、日本のGPRRは平均所得層で32.4%とOECD38か国の平均値42.2%より10ポイントも低い水準になっている。日本の所得代替率が、年金財政の議論で使われるのに対して、GPRRは個人の年金受給水準の議論に使われる。

年金受給をデキュムレーションの考えに取り入れるために、「ねんきんネット」で確認した実額から10%くらい少ない金額を見込み額として、資産の取り崩しを考えるべき」とか、「年金の受給額は基礎生活費に、資産の取り崩しはゆとりの部分に充当するといったサイフ分けが必要」とか、「個人のALMを考える時期に来ている」といった議論がされた。また、年金受給額が少ないセグメントが多いことも議論となった。具体的には「共働きでも片方が非正規雇用やアルバイトだと上積みにならない」、「50代にはシングルとか厚生年金加入年数不足といった年金受給不足世帯が多い」、「現役時代に高所得世帯ほど退職後の生活費を抑制できない」といった世帯が挙がった。

## 確定拠出年金の取り崩しに課題あり

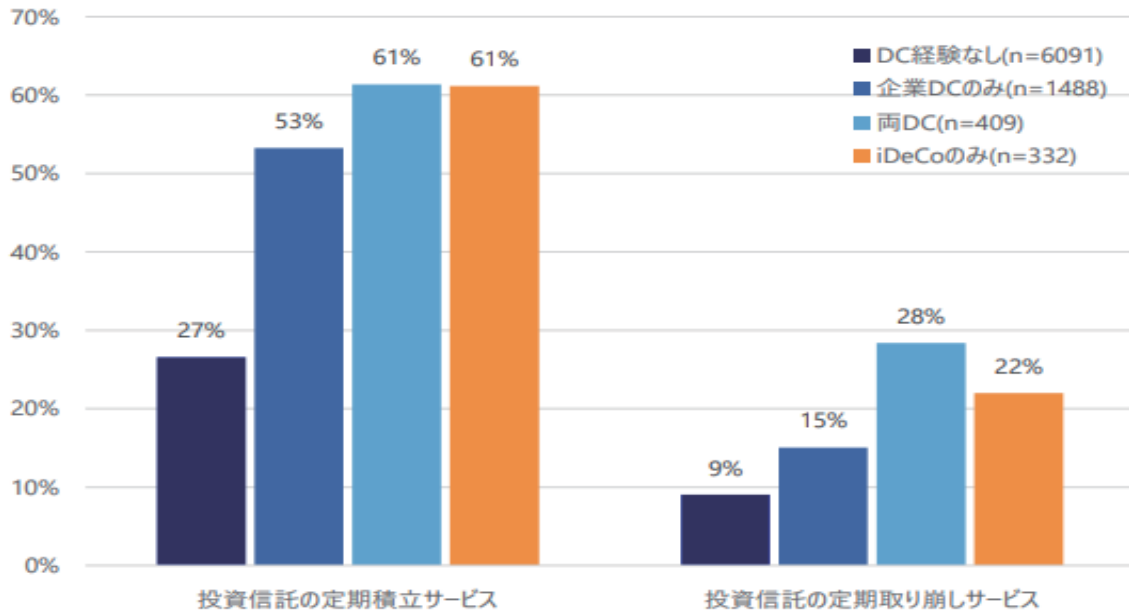
確定拠出年金(DC)もデキュムレーションの観点から取り上げた。確定拠出年金の取り崩しに関してユニークなアンケート調査「[確定拠出年金出口調査2023 アンケート調査結果](#)」を実施した野村総合研究所の上級研究員金子久さんをお招きして、議論を進めた。

日本証券業協会の「証券投資に関する全国調査」によると、過去10年ほど、60代の株式・投資信託の保有割合にあまり変化がないことがわかっており、「若年層に影響を与えているNISA、つみたてNISA、iDeCoなどの創設・拡充も、60代には限定的」で、60代前半のDC資産の引き出しに関する考え方の前提にもそれほど影響していないとの見方を示した。



また課題と指摘されたのが、①DCの投資教育の項目として、投資知識に関する項目を挙げる人は多かったが、「リタイアメントプランニングで必要になる知識」に関する項目を挙げる人は少なかった、②投信の定期積立サービスは認知度も高く、良いイメージを持っている人が多いが、投信の取り崩しサービスは認知度が低く、知っていても良いイメージを持っている人は少ない、などだ。

### 投信の定期積立サービスや定期取り崩しサービスを知っているか？



出所:野村総合研究所 第359回NRIメディアフォーラム資料より

### DCの引出に改善の余地がありそう

議論が集中したのは、受け取り方法としてなぜ年金受取よりも一時払いが多いのかという点。退職所得控除のメリットが大きくて、年金受け取りの公的年金等控除のメリットを上回っている(と感じている)ことが最大の要因と推測。しかし退職所得控除の廃止という議論にはなかなかなりにくい。雇用流動化を目指して控除額計算で20年の区切りを撤廃との声も出ているが、20年超の1年あたり70万円の控除額を引き下げると増税になると反対論が出るほどだ。

2つ目のポイントは、給付が現金に限られていること。一時金受け取りを選好する人が多い現状で、年金受け取りの普及を図るよりも、「一時金受け取りの際に保有投信の現物移管を認めるべき」との意見も出た。企業型DCでは、保有する有価証券は運営管理機関が一括保有する形態のため、引出時に個人毎に部分的に移管しにくく、これが阻害要因になっているとの指摘があった。

3つ目は新NISAで引き出しシステムがより重要性を増すとの議論。NISAそのものが資産形成にフォーカスしていることもあって、取り崩しのシステムの対応は後手に回っているとの指摘。国内で、定率引き出しのシステム対応をしているのはオンライン証券2社のみだ。新NISAでは投資残高が大きくなることからデキュレーションの対象資産としても注目され、これまで以上に資産の引き出しシステムが重視されるだろう。

### 終身年金と資産運用の組み合わせの重要性

次は公的制度から離れて、私的な資産所得をもたらす金融商品に関する議論をまとめる。まずは終身所得を補償する米国の年金商品。

「年齢を重ねるほど平均余命年齢が伸びていく現実を資産運用はカバーできるか」という疑問に対して、仮説をもとに検証した結果から議論を始めた。65歳男性の90歳までの生存確率30%と90歳時点の資産残存確率が一致するための資産配分を最適解とするモデルを立て、3000万円の資産における株式比率をモンテカルロ・シミュレーションで計算。結果は22%。すなわち65歳男性は資産3000万円の22%、660万円を株式で運用しながら、毎月12.8万円を引き出すと、90歳で30%の確率で資産が残る(70%の確率で資産が残らない)こととなる。

これを10年後に再計算する。月額12.8万円を引き出しながら株式比率22%で10年間運用した結果、75歳の資産は1872万円に。75歳男性の90歳までの生存確率は35%で、これと同じ資産残存確率にするには、株式構成比は41%となる。さらに85歳(資産539万円)で同様の再計算をすると、生存確率56%と同等の資産残存確率をもたらす株式比率は存在しなかった。高齢になるほど一定年齢までの生存確率は高まるため、不確実性を資産運用だけではカバーできないという結論になった。

## トンチン年金の次にGLWBが登場

このため、ある程度の年齢になると資産運用ではなく、終身年金といった長生きリスクをカバーする金融商品の重要性が高まることになる。米国では終身年金の商品が数多く考案されている。

典型的なものはトンチン年金。理論的には他人の死亡によって得られるリターンが運用収益に上乘せられることから、利回りが非常に高く、通常の資産運用よりも有利になることが知られている。ただ、トンチン年金契約は、購入時点で資産を契約に替えるため資産収入は確保できるが手元に資産がなくなる心理的な不安がある。死亡した際にも資産が残らないこともあって、理論的には評価されるものの心理的には受け入れられていないのが実態。これが「アニュイティ・パズル」と言われる。購入後に据え置き期間を設定した終身年金でも、同様に心理的なハードルが高く、しかもトンチン性がなければ、金利水準の低い日本では商品設計がさらに難しいだろう。

そこで注目されているのがGLWB(Guaranteed Lifetime Withdrawal Benefit)。終身年金と同様に退職後の年金収入を確保できるうえ、運用で資産が増える余地がある(変額年金の要素を持つ)。また退職時に現金化できるなど、資産としての特徴も備えていることで、心理的な壁も取り払えるのではないかと。米国のSECURE(The Setting Every Community Up for Retirement Enhancement) Act (2020年1月施行)で、DCのデフォルト商品として導入できるようになったことで注目を集めている。

米国では、DCの普及で多くの従業員が運用をするようになったが、本質的なニーズは「生涯にわたる十分な収入の確保」であるはず。それは終身で収入確保を担保するDBのような制度・商品の希求に繋がり、「DCのDB化」と言われている流れだ。

GLWBが終身年金なら公的年金がある日本では、敢えて求められないとの意見もあるが、一方で相対的に年金額が少ない、国民年金のみを受け取る世帯には受け入れられる可能性があるかもしれない。また、DCを退職金制度の中核に据えている企業の従業員や、厚生年金保険で標準報酬月額などの上限を超えるような高所得層では、繰り下げ受給だけでなく、より多くの収入を確保するアイデアとして評価する可能性もありそうだ。

## 退職後の実質収入を確保する「退職所得保障国債」

次はRSB(Retirement Security Bond、退職所得保障国債)。ブラジルなどでは実用化されているが、日本での可能性について議論した。研究会のメンバーで経営・金融コンサルタント/福岡大学経済学部非常勤講師の津曲眞樹さんが議論をリードした。

RSBは、2018年6月22付け日経新聞の経済教室(「[老後保障向け金融商品 退職後支払いの新型国債を](#)」、マサチューセッツ工科大学ロバート・マートン教授(1997年ノーベル経済学賞受賞)とジョージ・ワシントン大学アルン・ムラリダール教授)に紹介されたもので、受取利息が物価に連動することから、SeLFIES(Standard of living-indexed, Forward-starting, Income-only securities、将来の受け取り開始以降の生活水準維持を保証する物価連動利付債)とも呼ばれている。

## Solution: **SeLFIES** - A New Retirement Bond Government Issues a New Bond

- **Key Features:**
  - Payment begins at age 65
  - Coupons-only for 20+ years (Life Expectancy)
  - \$5 real/year
- **Goal of \$50K annual @ \$5 real/year = 10,000 bonds**
  - Easy to track: 6,000 bonds = 60% of Goal
- **If Individual Dies Early: Heirs Inherit Bonds (Easy to Bequeath) And Can Collect Income or Sell Bonds**
- **Change Retirement Date/Target Income: Simple**

➡ A Better "Safe" Retirement Asset

**SeLFIES Cash Flows**  
(based on TIPs Curve as of 10/10/2018)

■ Cash Flows (Nominal)    ■ Cash Flows (Real)

- Periodic savings invested in SeLFIES
- No coupons before 2059

SoL-Adjusted Retirement Income for 20 Years

出所: Muralidhar, A. K. Ohasi and S. Shin. 2016. The Most Basic Missing Instrument in Financial Markets: The Case for Forward Starting Bonds. *The Journal of Investment Consulting*, Vol.17, No.2. Merton, R.C. and Muralidhar. 2016. Time for Retirement 'SeLFIES'? *Investments and Pensions Europe*, June 2016

その基本的な特徴は、「退職時まで支払いを据置き、退職後は一定期間（例えば平均余命まで）にわたり、物価に連動する実質ベースの均等支払いが行われる国債」である。例えば、退職後に公的年金以外に年間100万円の資金がほしい人は、退職後に1口100円の受け取りができるRSBを1万口購入しておくと考えよう。そのため、個人が負っている、資産形成のリスク、必要資産額・投資方法・取り崩し方法などの複雑な意思決定を軽減し、生活者に高い金融リテラシーを求めない点も特徴になる。さらに、国債なので資産として保有できることからアヌイティ・パズルの懸念が少ない。据え置き期間があることで、TIPs(物価連動債)のように退職前から支払いが起きることがない。投資信託のように必要資金額やインフレを自分で予測する必要がなく、希望年間受取額さえ想定できれば退職後にインフレヘッジできた所得を確保できる。

### 生活者のみならず、政府にとっても金融業界にとってもメリット大

生活者にとって負担が軽い点に加え、この債券を発行する日本政府にとっては、①国民の退職後の生活不安の軽減、②消費税制度があることで比較的容易にインフレヘッジできる機能の具現化、③社会保障に関する歳出の抑制、といったメリットがある。また金融機関にとっても、例えば生命保険会社では、インフレヘッジ所得保証の低コスト終身年金など新商品を開発する余地が生まれると指摘されている。

最大の課題は、現在の金利水準では長期の据え置き期間を設けても、退職後の20-30年の受取資金額を確保するには、現状で相当量の債券を購入しなければならず、実現性が低いこと。もしDCなどの制度のなかで、積立投資の対象となるデフォルト商品として考えられれば、導入の可能性は広がるかもしれない。また、「国債」であることで、どこまで政府を信用できるかといった根本的な課題が生じる可能性もある。

### 認知症とデキュレーション:「認知症発症=金融取引停止」では難しい時代に

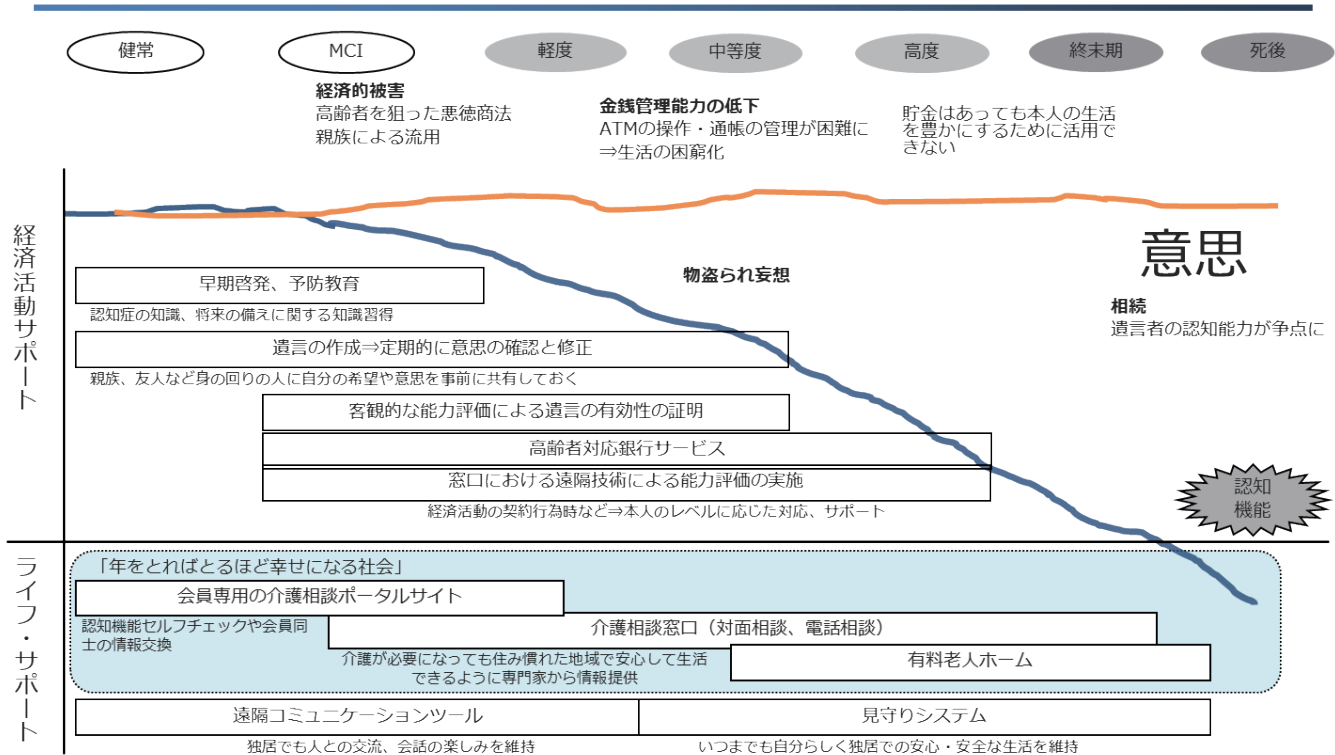
商品から離れて、資産活用に大きな障害となる認知症についても議論した。京都医科大学大学院の認知症臨床医で研究会メンバーでもある成木迅教授によれば、80代前半では認知症の人は20%程度、認知症予備軍は20%前後、まったく発症していない人は60%くらい。さらに認知症の67.6%を占めるアルツハイマー型は、記憶障害がゆっくり進行するため、予備軍からの進行や認知症のなかでも部分的な改善や進行の遅延など、多様な経過が複雑に存在している。発症率が高く、認知症



は限られた人の病気ではなく高齢期に当然のように起きる事象だが、その個人差は極めて大きいのが特徴といえる。

現状では認知症を発症すると金融取引は停止される。成年後見人が代わりを務めることができるが、その制度の利用は進んでいない。また成年後見人に指定されるのはほとんどが弁護士で、資産運用はできない点も大きな懸念。認知症患者の家族の視点、また認知症と診断された顧客を抱える金融機関の視点ともに、認知症発症=取引停止が大きな障害になっている。また、今や認知症患者数は462万人、軽度認知障害者が400万人といわれる状況で、少ない成年後見人では対応できなくなるのも懸念材料。

## 高齢者の人生経過図



出所:金融審議会 市場制度ワーキンググループ 成本迅教授提出資料より

親が認知症を発症した段階で、70.2%は家族が資金管理を行っていたという調査結果もある。本人のみならず家族の社会生活が滞ることを考えると、家族は金融機関に認知症発症を告知しないで、本人の代わりに資産管理を担っているのも実態だ。そのため、必要なのは本人の意思をサポートする仕組みとの指摘も。本人の意思を伝える能力が低下しても、サポートする仕組みが整っていれば、ある程度の本人の意思を明確にできるとの考え方。その一例として、資産運用のできる後見人が組み込まれているドイツの事例にも言及された。

### 医療と金融の協業の可能性

そのために検討、実験、実装されつつある対策もある。例えば、「遺言能力スクリーニング」は、関係者が遺言作成時の当該者の認知・判断能力に疑義を持たないように、遺言作成時に遺言に関連する認知・判断能力の検査を行うもの。ただ、専門医しかできない点がネック。「予約型代理人制度」は認知症と認定される前に、代理人を家族などに設定しておく民間のサービス。金融商品の購入はできないが、売却のみ代行可能な制度だ。既に導入している金融機関があり、資産の取り崩しが可能になる点は評価できる。このほか認知症がグラデーショナルであることから金融取引を一律に停止とせず、社会とのつながりを維持する手段として部分的に認めることも検討すべきではないか。現状、制度がないので、運用口座の一部を本人

が使える口座として残すといった実務的な対応が必要になるとの意見も出た。

### 認知症一歩手前からのアプローチ

健康診断のように認知症の進行を事前に予測できれば、金融取引・口座の整理といった対策を事前に進められるとの意見もあった。ただ、認知症に対して事前にその状況をチェックしたいと考える人がいるだろうか。「可能性が高いと診断されたらどうしよう」と考えて、心理面から受診を躊躇する人は多いのではないか。その対策として、神戸市などで受診費用を補助するクーポンを配布しているが、予算の面ですべての自治体が対応できるものではない。また、ユーザイのレカネマブのような薬が承認されると、「早期」アルツハイマー病の治療（進行抑制）の手段が具体化し、「早期」であれば薬効が期待できる」という認識から「早期」であるかどうかの診断に前向きになる人が増えるのではないかとみている。

### 低コスト化で家族信託を富裕層以外にも

成年後見制度の費用が想像以上に高額であること、保有資産の運用を続けられなくなること等のため、その対策のひとつとして家族信託についても取り上げた。株式会社ファミラの三橋克仁社長を講師に迎え、「家族信託をDXで考える」をテーマに議論した。

家族信託とは、本人を「委託者」とし、家族を「受託者」とする信託契約で、自由度が高いことが特徴。本人の認知・判断能力が低下しても、家族がその資産を管理し、受益者である本人またはその配偶者などにその資産を活用できる点が評価されている。大まかには、①目的・内容の決定、②信託契約書作成と公正証書化、③信託財産を受託者の名義に変更、④金銭信託の銀行口座を開設、といったステップを辿る。2007年に改正された信託法のもとで始まった、まだ10数年の歴史しかない新しい財産管理の仕組みだ。なお、この制度は建て付けの自由度が大きく、課題も多いことから、改善の余地も大いにあるようだ。自由度が高いため、契約そのものが多様で複雑な作り込みを必要とする。司法書士や弁護士など多岐にわたる関係者が関与しコストがかかるものになることから、資産1億円以上といった富裕層向けに提供されることが多い。

ここにDXを持ち込んで契約書作成に必要な情報処理を効率化することで、低コスト化を図り、家族信託全体の総コストを大きく軽減できる。また、その信託の安心感を高めるために、①信託口座を設定（受託者は自分名義の普通口座でも家族信託を受けられるが、資産の混在や悪用を避けるため、信託口座を設定して分別すべき）、②信託公正証書を作成（信託契約書は独自に作成可能だが公正でない懸念が残るため、公証人が関与した公正証書とすべき）、③信託監督人の設置（適切に履行され、財産が契約に基づいて管理されているかどうかをチェックすべき）、の3つを最低条件として、進める必要があるとの意見も出た。

なお委託者が高齢（例えば80代）であれば、その受託者も高齢で（例えば60代）、その場合、受託者本人が、認知・判断能力の低下をきたす可能性の懸念も残る。そうした際には、契約時点で第二受託者を設定することも可能。

### 家族信託で有価証券の運用も対応できるための手当てが必要

それ以外にも課題がある。商事信託では預金だけを対象としており、ファミラの家族信託では8割が不動産で残りが預金。既存金融機関の信託口座でも、一部で投資信託を受け付けているが、受託者が資産運用まで対応できる必要があり、一般論としては難しそうだ。そのため家族信託に資産運用アドバイザーが関与する建付けを検討する余地がある。また、保有資産を「使い切る資産」と「残す資産」に分けて、前者は保有する有価証券を中心にして、後者は預金と不動産を中心として家族信託とするといった振り分けを考えることも現実的な対策として検討する必要があるだろう。

デキュムレーション研究会がスタートして2年が経過したが、議論するテーマはまだ多く残されている。またここに挙げた制度・商品もそれぞれに改善の余地が大きいことがわかる。今後とも当該研究会ではデキュムレーションの議論を続け、その議論を多くの人に知ってもらおう努力を続けていくつもりである。◇

※デキュムレーション研究会の議論はフィンウェル研究所のホームページ内の下記のブログで毎回紹介しております。ご覧いただければ幸いです。<https://www.finwell.co.jp/category/decumulation/>