

老後の投資と支出の意思決定（1）

老後 2000 万円問題とデキュミュレーション

2026 年 5 月 20 日

資産運用研究所

シニアフェロー 角間和男

要約

- 老後 2000 万円問題が社会問題化してから 7 年が経過した。高齢化社会に向けて、老後生活を豊かにするためには自助努力が必要だとの意識を国民に植え付け、その後の制度整備につながったという点では大きな意味があったと考えられる。
- ただ、2000 万円という金額が独り歩きしたのは問題である。
- 2000 万円という金額は、平均的な高齢者世帯における家計収支の月間約 5.5 万円という赤字額から算出されたが、因果関係としては、2000 万円超の資産額の結果として 5.5 万円の取り崩しが行われたと見るのが自然であろう。
- 高齢者世帯の状況を家計調査から見ると、金融資産は比較的多く保有しているものの、その取り崩しはかなり保守的であることがうかがわれる。
- この保守的な資産取り崩しを緩和するには、高齢者を取り巻く不確実性を取り除く必要がある。その一つの方法が、老後の投資と支出の意思決定に関するフレームワークを提供することである。

目次

- I. はじめに
- II. 老後 2000 万円問題とは？
- III. 高齢者世帯の資産取り崩し
- IV. 老後の投資と支出の意思決定
- V. おわりに

当資料は資産運用市場の内容を基に情報を開示することを目的として野村アセットマネジメントが作成したものです。投資勧誘を目的とした資料ではありません。当資料は信頼できると考えられる情報に基づいて作成しております。当資料に示された内容等は、当資料作成日現在の当社の見解であり、事前の連絡なしに変更されることがあります。当資料中のいかなる内容も将来の投資収益を示唆しないし保証するものではありません。また特定の銘柄の推奨や売買等を示唆するものではありません。

I

はじめに

「資産運用立国」という政策ビジョンが岸田内閣において示されたのは 2023 年のことである。半世紀以上にわたって掲げられながら進捗が緩やかだった「貯蓄から投資へ」という家計金融資産の構造変化を一気に加速させる試みである。リスクマネーの供給によって企業成長を促し、それが投資リターンとして家計の資産増加につながり、さらなる経済成長を促すという循環を作るのが狙いだと考えられる。2023 年 6 月に閣議決定された「骨太の方針 2023（経済財政運営と改革の基本方針 2023）」¹には、「家計金融資産を開放し、持続的成長に貢献する「資産運用立国」を実現する」と明記されている。それ以降、制度対応としての 2024 年の NISA 恒久化（新 NISA）、iDeCo 改革などによって国民の資産形成に対する意識は急速に高まった。現役勤労世代は、制度を有効活用しながら投資によって資産を積み上げていくことに対する関心が非常に高く、投資手法に対する啓蒙も広がっている。それを支える投資理論の研究も進んでおり、これらの資産形成層に対する指針ともなっている。

一方で、その積み上げられた資産を取り崩していくはずのリタイアメント（退職後）世代、端的に言えば高齢者世帯の悩みは尽きない。退職して収入が激減した友人に話を聞くと、それまでは資産残高が時間とともに増えていたのに、退職後はそれ（象徴的には預金残高）が減っていくのを見ながら、真綿で首を絞められるような思いをする日々なのだそうだ。現役世代から見ればこの「真綿で・・・」は多少大げさな表現にも見えるだろうが、その苦痛は経験してみないとわからない

ものなのかもしれない²。その苦痛を和らげようと、できるだけ支出を少なくして、せっかく蓄積した資産の取り崩しを抑えるようなバイアスが働く。今ある資産をどのように運用しながら取り崩していくかということを確認に示す指針もなければ、その悩みを解消してくれるような金融商品も十分には提供されていないのが実情であろう。

もちろん、それに対する取り組みがまったく進んでいないわけではない。一部の志ある金融関係者によって問題提起がなされ、資産取り崩しを意味する「デキュミュレーション（decumulation）」という言葉の広がりとともに問題解決に向けた取り組みも見られる。しかし、このデキュミュレーション問題がやっかいなのは、投資問題に比べてはるかに個別性や不確実性が強く、税などによる摩擦も大きいことである。そして、最大の問題は自らの寿命を知り得ないということである。ベストセラーのタイトルともなった「Die With Zero」、すなわちすべてを使い切って死ぬことは理想ではあるが、そう簡単にはいかないという現実が裏にはある。その中で、どのように資産を取り崩していくかという意思決定が求められ、それに対する解決策の提供が金融に課された命題なのである。

私事であるが、今年（2026 年）の 6 月で 64 歳となる。普通に行けば、あと 1 年で厚生年金を受給し始めることになるようだ。ただ、金融に携わって約 40 年になり、投資理論について浅く長く研究してきたとはいうものの、今ある貯蓄をどのように取り崩していくかということに関するビジョンも計画もほぼないと言ってよい。そもそも、完全にリタイアしたときに年金などでどの程度の収入があるのかもよくわかっていないし、生計費（生活に最低限必要な経費）にいくらかかるかも知らない。それでいて、昔取った杵柄で、命が永遠に続くか

¹ https://www.cao.go.jp/press/new_wave/20230626.html

² おそらく、この友人も真綿で首を絞められた経験はないのだろう。

のように投資運用の最適化を行っている始末である³。運用がうまくいけば命が尽きた頃には資産は大きく余剰になり、うまくいかなければ命が尽きる前に枯渇しかねない状況でもある。お世辞にも優れた投資や資産取り崩しの意思決定をしているとは言えないのだろう。

幸か不幸か、完全リタイアまであと1年ほどある（それができればであるが）。その間にリタイアメント世代の意思決定について自分なりの指針作りを試してみたいと思ったのが、この稿の筆を執り始めた理由の一つである。何回かに分け、1年ほどかけて、リタイアメント世代のお金に関する意思決定について書いてみたいと思っている。ただ、このテーマはかなり大掛かりなもので、自分の力でどこまで書けるのか、正直言えば自信がそれほどあるわけではない。とはいえ、自らがその意思決定を迫られる状況が近づいているのだから、現役世代の方々には課題の提示、リタイアメント世代の方々とは悩みの共有くらいはできるかもしれない。温かい目で見守るか、軽い気持ちでお付き合いいただければ幸いである。

第1回の本稿では、具体的な高齢者世帯のイメージとして、老後2000万円問題の数字の根拠ともなった家計調査の平均的高齢者世帯の収入と支出の状況を見てみたいと思う。そこには高齢者世帯が抱えるお金の問題がいろいろ詰まっていると考えるからである。

II 老後2000万円問題とは？

2.1. 市場ワーキング・グループ報告書

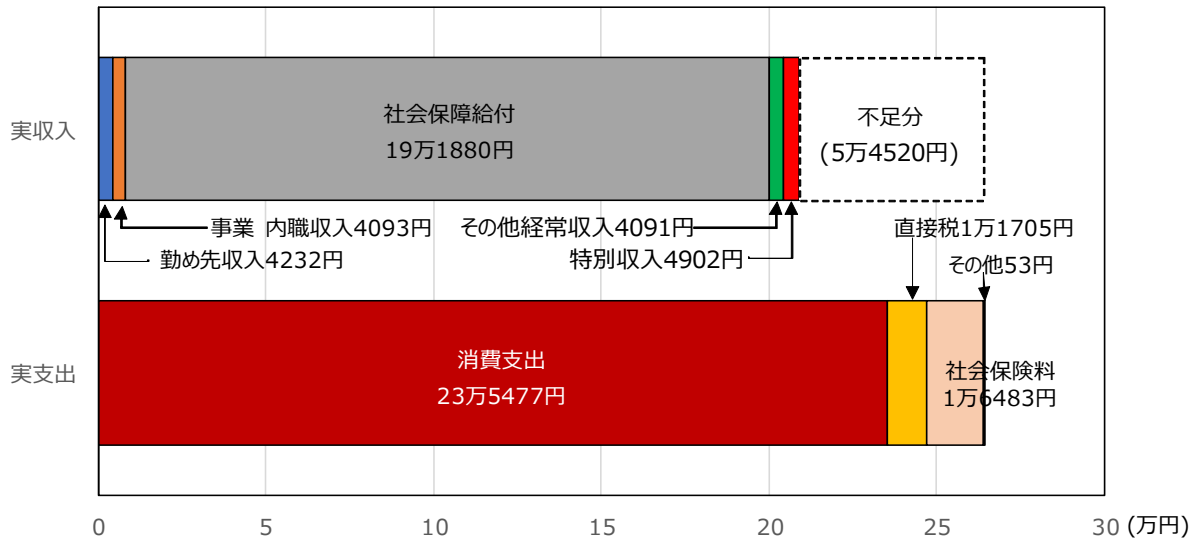
資産形成の目的は様々だが、多くの人の頭にあるのは老後に備えた資金を蓄えることであろう。現在の年金制度だけでは金銭的に豊かな老後を送るには十分ではないとのコンセンサスができあがりつつあり、それを補うための資産運用が求められている中での自助努力である。そのきっかけになったのがいわゆる老後2000万円問題である。この老後2000万円問題が社会問題として最初に大きく取り上げられたのは2019年6月3日、金融審議会・市場ワーキング・グループの「高齢社会における資産形成・管理」と題する報告書（以下、「2019年報告書」または単に「報告書」とする）⁴が公表されたときであった。この報告書は、高齢化社会における金融の目指すべき姿とは何かをテーマに、それを取り巻く環境変化として、(1)人口動態等、(2)収入・支出の状況、(3)金融資産の保有状況、(4)金融環境に対する意識に関する現状を整理したうえで、国民一人ひとりがそれぞれのライフステージにあった資産形成・資産管理をすることの必要性を指摘し、それを支援する金融サービスのあり方、制度や環境の整備に関する提言を行っている。老後2000万円問題につながる数字が提示されたのは、このうち収入・支出の現状認識においてである。

報告書では、2000万円という数字を平均的高齢者世帯のモデルケースとして示したにすぎないが、この数字のインパクトはことのほか大きく、そ

³ そのわりには株式のエクスポージャーが少なすぎたことを今になって反省・後悔している。浅く長くやってきた投資理論研究の成果はその程度のものである。

⁴ https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/tosin/20190603.html

図 1 報告書で使われた高齢者世帯の家計収支



(出所) 総務省統計局「家計調査年報(家計収支編)」2017年版より野村アセットマネジメント
<https://www.stat.go.jp/data/kakei/npsf.html>

れが発表されるやいなやマスコミで大きく取り上げられた。その中には「年金だけでは老後に 2000 万円足りない」という趣旨での報道も多く⁵、大騒ぎになった。国会でも議論になり、政府が報告書を正式に受理しないなど政治問題化した。報告書を受理することは老後資金が不足するという事実を政府として認めたことになると懸念したものと考えられている。それが老後 2000 万円問題の端緒である。

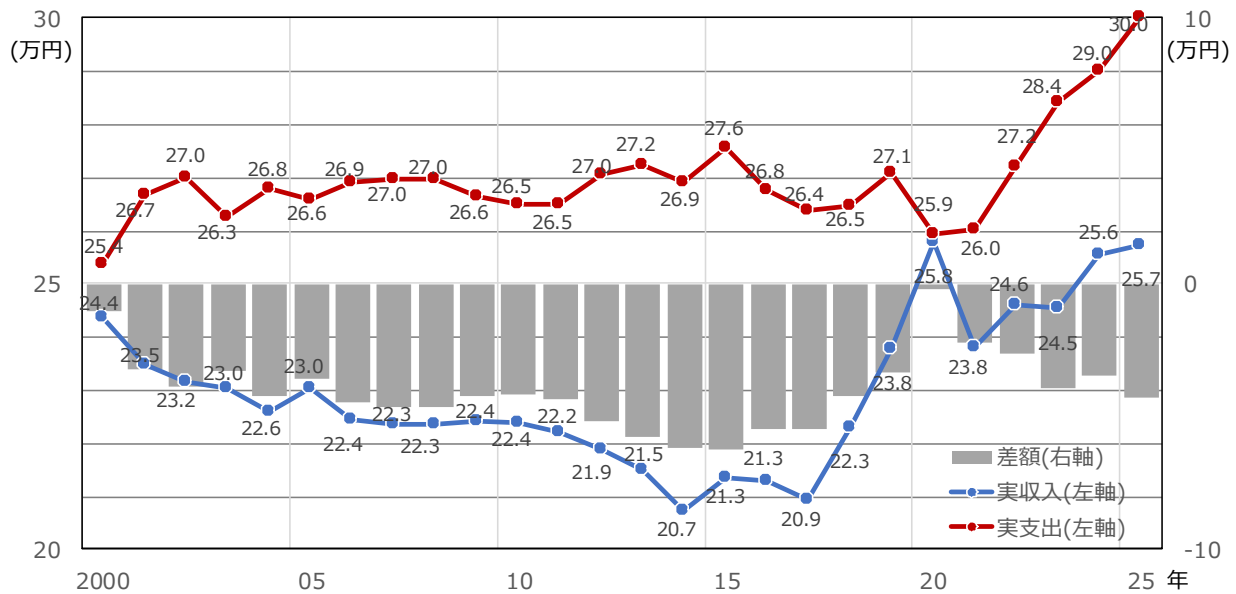
報告書では、2017 年版家計調査年報の「第 3-12 表 (高齢者のいる世帯) 世帯主の就業状態別 1 世帯当たり 1 カ月間の収入と支出」における「夫 65 歳以上、妻 60 歳以上の夫婦一組の無職世帯」を高齢者世帯の平均的な姿とし、その収支において「毎月の赤字額は約 5 万円となっている」ことから、その 20~30 年分ということで、「不足額の総額は単純計算で 1300 万円~2000 万円になる」という試算を行っている。20~30 年という期間は、65 歳時点における男性の平均余命が約 20 年、60 歳時点における女性の平均余命が約 30 年であることを意

識して仮置きされた値なのであろう。

しかし、報告書が老後資金の不足額として示した「2000 万円」は、上の家計調査における平均的な高齢者世帯の 1 カ月の不足額約 5.5 万円 (正確には 5 万 4520 円なので以下では「約 5.5 万円」とする) を 30 年分ということで 360 倍したものにすぎない。それ以上でもそれ以下でもないことはまず認識すべきであるが、そのような数字の限界を超えて、あたかもこの「2000 万円」が絶対的な金額であるかのように見られてきたことがそもそもの問題である。ただ、この試算のもとになった家計調査の数字が、全国の数千世帯の平均にすぎないことくらいは多くの人は理解していたであろう。それを認めたくえでも、平均的な高齢者世帯で月間約 5.5 万円、30 年間で約 2000 万円生活費が不足するのだということが多くの人の頭に刻み込まれたのである。そして、この 2000 万円という金額が多すぎもせず、少なすぎもせず、実感として受け入れやすい水準だったことがさらにこの数字の独り歩きを加速したものと考えられる。この数字が、国民一人ひとりが自らの老

⁵ 私見ながら、これらの報道には一面の真実が含まれていると思う。

図2 高齢者世帯の家計収支推移



(出所) 総務省統計局「家計調査年報(家計収支編)」より野村アセットマネジメント
<https://www.stat.go.jp/data/kakei/npsf.html>

後のお金の問題を考えるきっかけになったのだとしたら、それ自体はとても意味のあることだったと言える。

2.2. 高齢者世帯の家計収支

平均的な高齢者世帯の家計における 2017 年の実収入と実支出の差が月間約 5.5 万円の赤字であったのは報告書に書かれた通りであるが、それをもう少し詳しく見たものが図 1 である（この図と同等のグラフは報告書にもある）。なお、実収入とは資産の減少や負債の増加を伴わない収入、実支出とは資産の増加や負債の減少を伴わない支出のことである。具体的に実収入に含まれるのは、勤め先からの給与収入、家計による事業収入、社会保障給付、その他の経常収入としての仕送りなど、特別収入としての手当などである。無職の高齢者世帯においては一般に、社会保障給付、つまり年金などが大部分を占める。また、実支出に含まれるのは消費支出、直接税、社会保険料である。大部分は消費支

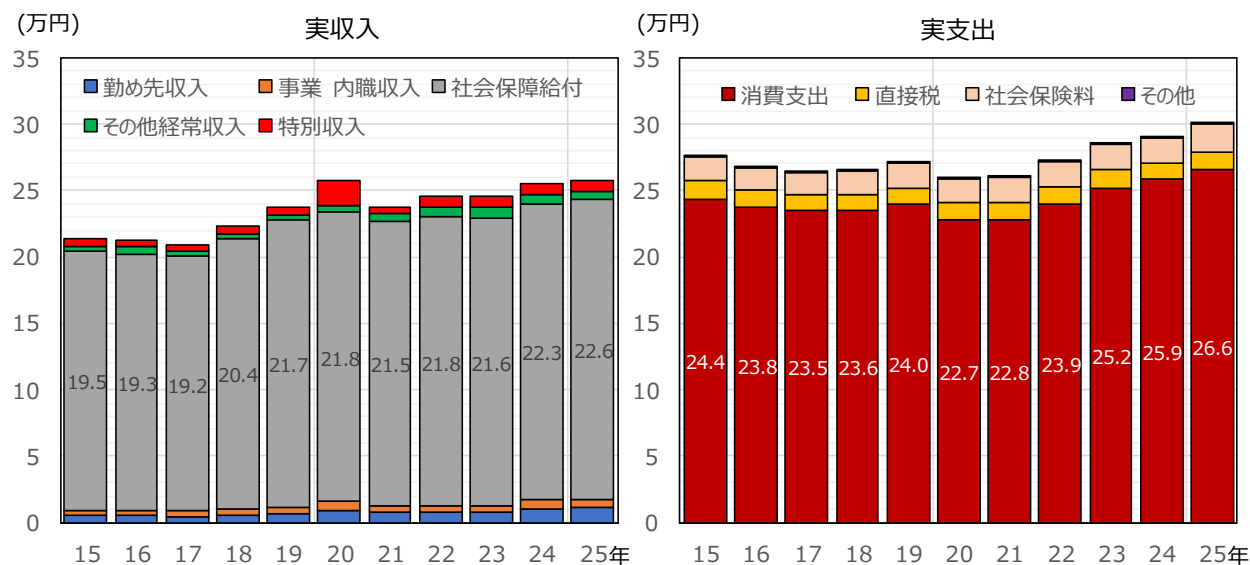
出であるが、高齢者世帯といえども一定の直接税や社会保険料は支出している。

モデルとなる高齢者世帯において、2017 年にこの実収入が実支出よりも約 5.5 万円少なかったということが報告書に示され、「2000 万円」の算定根拠にされたわけであるが、その不足分がどのように捻出されたかはそれほど広く知られているわけではない。報告書では「この毎月の赤字額は自身が保有する金融資産より補填することとなる」とされ、図表中では「預金等での対応」と記されている。実収入と実支出の差額を補うのは、それらの定義を考えれば、資産の減少または負債の増加でしかあり得ないが、一般的には資産の減少であり、これがまさしくデキュミュレーション（資産取り崩し）である。これについては次章で述べることとする。

2.3. その後の老後「2000 万円」

このようにして平均的な高齢者世帯が老後の生活を営む上で不足するとされる「2000 万円」

図3 高齢者世帯の実収入・実支出変化の要因（2015年以降）



（出所）総務省統計局「家計調査年報(家計収支編)」より野村アセットマネジメント
<https://www.stat.go.jp/data/kakei/npsf.html>

が計算されたわけであるが、その算定根拠となった実収入と実支出との差額はその後大きく変動することになる。それがどのように推移したかを、同じ統計の数字から見てみよう。このことについてはあまり大きく注目されているわけではないが、一部のメディアでも取り上げられてはいる。

総務省統計局のサイトでは2000年分からの数字が容易に取得でき、それをグラフにしてみたのが図2である。これを見ると、平均的な高齢者世帯（夫65歳以上、妻60歳以上の夫婦一組の無職世帯の平均）における実収入と実支出の差額は、2004～17年のかなり長い期間にわたって概ね4～6万円のマイナスであったことがわかる。トレンドとして実収入が緩やかに減少する中で実支出がほぼ横ばいで推移し、その差額である家計の赤字は緩やかに拡大していた。実収入の減少については、年金改革によって給付が減額されてきたことが大きく影響している。

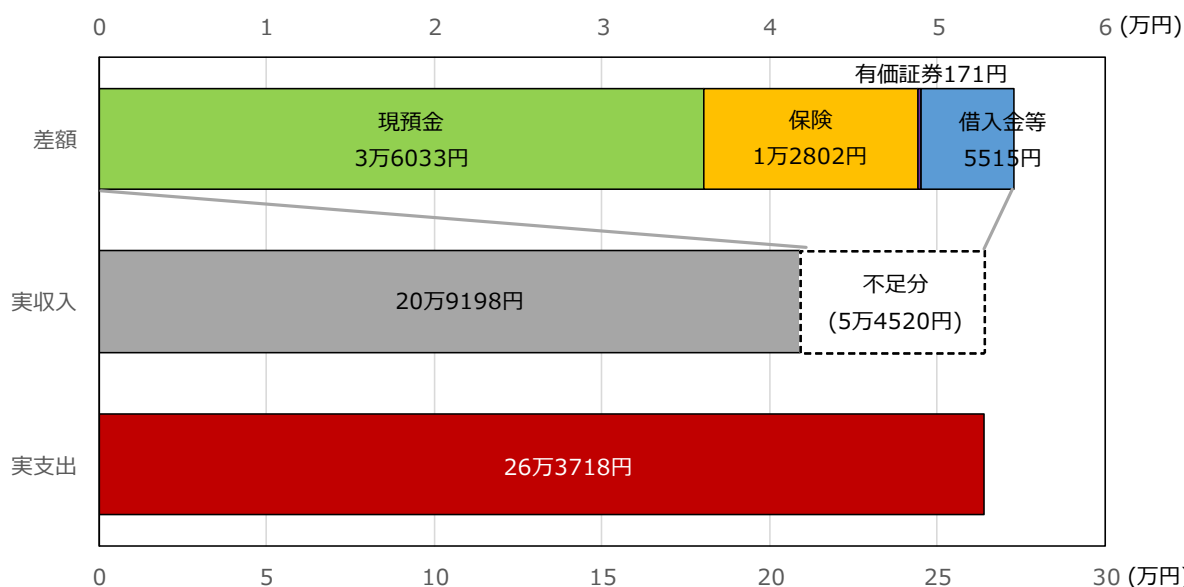
しかし、2018年からこの実収入が増加に転ず

る。正確な要因については別途詳しく分析する必要はあるが、おそらく年金生活者支援給付金の影響ではないかと見られる。この給付金は2019年10月から制度化され、一時金ではなく毎月上乗せされる仕組みとなって、社会保障給付の水準を押し上げたのであろう。さらに、2020年には新型コロナ対策として1人10万円の特別定額給付金が支給された。これが特別収入となって実収入に上乗せされている。2020年の特別収入は、前後の年よりも約1万3000円多いが、これによってこの年の実収入が突出しているかなりの部分は説明できる⁶。

一方、実支出は横ばいが続いたが、2020-21年はその新型コロナの影響で一時的に減少している。実支出の大部分を占める消費支出が抑制されたことによるものである。この結果、実収入と実支出の差は2020年にわずか▲1541円となった。30年換算のため360倍しても▲55万4760円である。口の悪い人々が皮肉を込め

⁶ なぜか、この年は経常収入も前後の年より約7000円多い。また、特別定額給付金は一人10万円、夫婦で20万円なので、ここで対象としている世帯では、1カ月の収入に換算すると1.7（≒20/12）万円弱である。つまり2割強（≒1-1.3/1.7）の世帯が受け取っていないことになる。

図 4 高齢者世帯の家計収支赤字の埋め合わせ



(出所) 総務省統計局「家計調査年報(家計収支編)」2017 年版より野村アセットマネジメント
<https://www.stat.go.jp/data/kakei/npsf.html>

てこの数字を「老後 55 万円問題」と呼んでいるのを見たことがある。言うまでもなく、これで老後 2000 万円問題が解消したわけではない。

蛇足になるかもしれないが、2022 年以降の動きを追っておくと、この平均的高齢者世帯の家計収支の赤字は再び拡大している。図 3 には直近 10 年分の実収入と実支出を要因別に示したが、物価上昇によって消費支出が急増している中で⁷、社会保障給付がそれに追従できていないことが見て取れる。さらに詳しく見ると、消費支出の中でも食料費の上昇が顕著である。その結果、実収入と実支出との差は 2025 年に▲4 万 2622 円となって、報告書で数字が用いられた 2017 年以來の高水準である。30 年換算で▲1500 万円を少し超えた水準であるが、いずれ 2017 年を上回って▲2000 万円を超えてくる可能性が高いのではないかと見ている。そして「老後 2500 万円」とか「老後 3000 万円」とかいっ

たように、老後に必要とされる金額も上昇するときにやってくる可能性は高い。

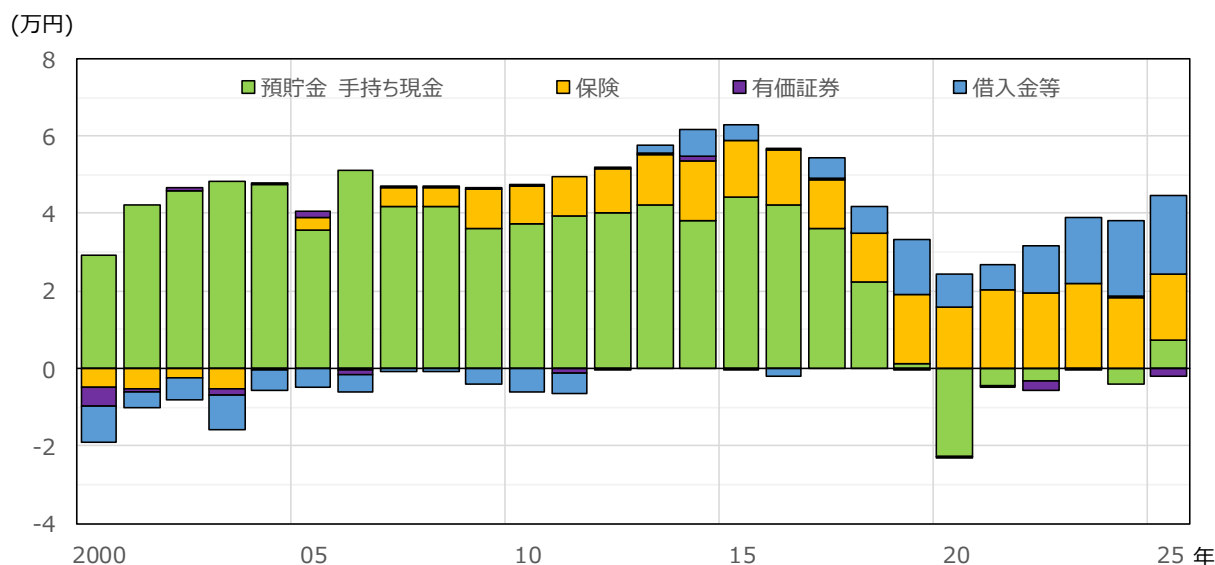
2.4. 報告書のメッセージ

2019 年報告書が示したかったのが「2000 万円」という金額ではなかったのは当然である⁸。にもかかわらず、その数字が独り歩きしてしまったのが「2000 万円問題の問題」だということは上でも述べた通りである。では、報告書が本当に言いたかったのは何だろうか。報告書全体の内容を踏まえれば、それは、自分の老後は自分で設計すべき時代になっているということなのだと考えられる。公的年金はその道具の一つである。それだけで老後の生活を送りたいのであれば、そのような選択ができないわけでもないが、おそらく多くの人はいずれ「豊かな老後」を送るに十分ではないのだろう。これはあたりまえのことのようであるが、その

⁷ この支出の増加は、コロナ後のいわゆる「リベンジ消費」の結果だと見られなくもないが、平均的な高齢者世帯においてはほとんどが物価上昇の影響であろう。2021 年から 2025 にかけての 4 年間で、実支出は 15.2%、消費支出は 16.6%、食料費は 20.1%増加しているが、消費者物価指数（全国、年次）は生鮮食品を除く総合指数（いわゆるコア CPI）で 11.4%、食料の指数は 25.8%上昇している。

⁸ とはいえ、計算結果が 500 万円や 5000 万円であれば、おそらく報告書には掲載されなかったのだろう。2000 万円はまさにゴールドロックな（適温の）金額だったのではないかと考えられる。

図5 赤字の埋め合わせ手段の変化



(出所) 総務省統計局「家計調査年報(家計収支編)」より野村アセットマネジメント
<https://www.stat.go.jp/data/kakei/npsf.html>

あたりまえのことが広く国民に認識されていなかったことに警鐘を鳴らしたかったのではないだろうか。その効果もあってか、この報告書が発表されてから、老後に向けての資産形成に対する国民の意識は急速に高まり、そのために政府や金融界も動き出したように見える。NISA、iDeCo などの制度整備も進んだ。市場環境も概ね良好だと言って良いのだろう。少なくとも環境は整いつつある。

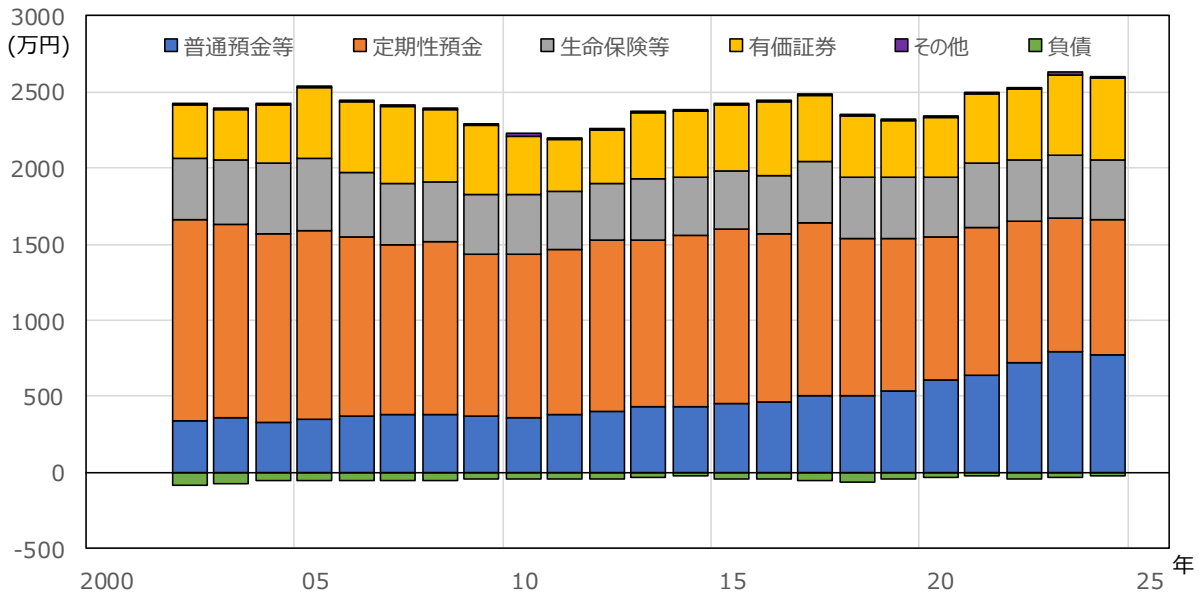
III 高齢者世帯の資産取り崩し

3.1. 家計収支赤字の埋め合わせ

何度も繰り返して恐縮だが、老後 2000 万円問題の「2000 万円」という金額は、平均的高齢者世帯で実収入から実支出を引いた月間約 5.5 万円の赤字から算出されていたのは上述の通りである。そして、この赤字は資産の取り崩しによって埋め合わせられていたという仮説があったが、実際にどうであったかを見てみよう。

図 4 は、図 1 の実収入と実支出の差額がどのように埋め合わされていたかを示したものである。この図において、「現預金」は預貯金引出 + 繰入金 - 預貯金 - 繰越金、「保険」は保険金 - 保険料、「有価証券」は有価証券売却 - 有価証券購入、「借入金等」はその他であるが大部分は土地家屋借金 + クレジット購入借入金 - 土地家屋借金返済 - クレジット購入借入金返済として計算されている。この図を見ると、約 5.5

図6 高齢者世帯の資産と負債



(出所) 総務省統計局「家計調査年報(貯蓄・負債編)」より野村アセットマネジメント
<https://www.stat.go.jp/data/sav/np.html>

万円の不足額のうち約 3.6 万円が現預金で、約 1.3 万円が保険、約 0.6 万円が借入金等で補われていることがわかる。高齢者世帯において保険が比較的大きな部分を占めていることは想定範囲内であるが、借入金等による埋め合わせが無視できないほどの金額を占めているのは意外である。

この赤字の埋め合わせ手段を時系列で見たのが図 5 である。2017 年までは現預金で埋め合わせる割合が高かったものの、2018 年以降は収支の改善とともにそれが急速に低下している。実収入に近いところに位置づけられる「保険」まで含めれば収支は 2019 年から実質的に黒字化し、現預金はむしろ預入超過となっていることがわかる⁹。そして気になるのが借入金の増加であるが、これは主にクレジット購入によるものである。預貯金がありながら、それを取り崩さずにクレジットでの購入を増やしているのは単なる時代の流れなのか、それとも家計に何らかの問題が生じているからなのかはこれだけではわからないが、

今後注意深く見ていく必要があろう。

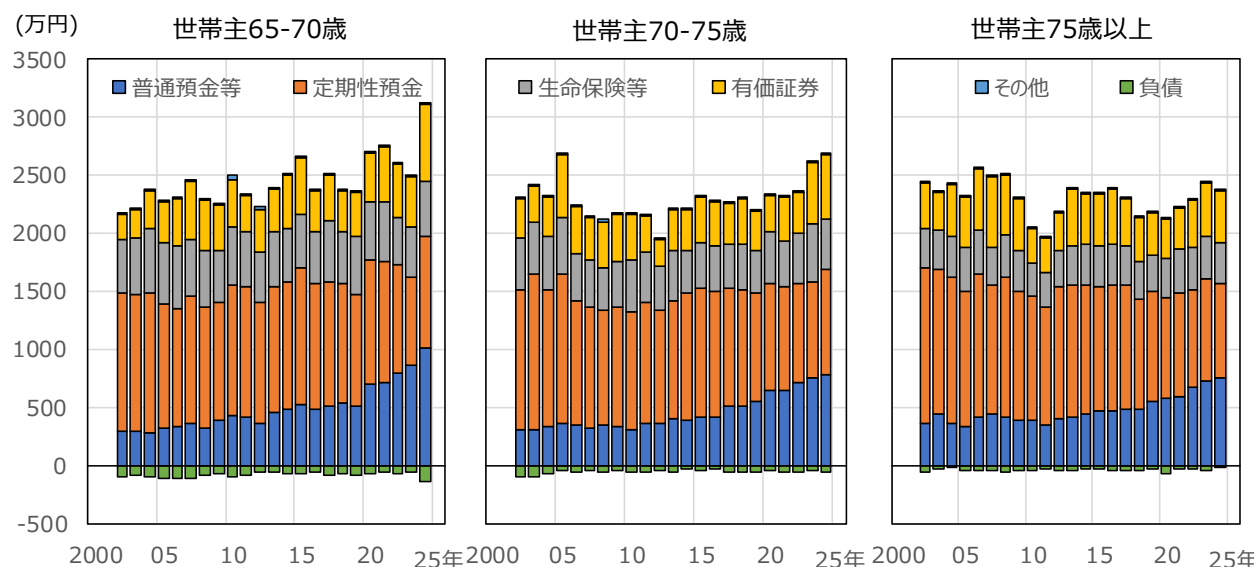
ここで指摘しておきたいのは、高齢者世帯において家計収支の赤字を埋め合わせるために用いられている手段として、受動的な資産取り崩しとも言える現預金や保険が中心だということである。前者は決済上の理由が中心であろうし、後者も自ら保険資産を取り崩しているわけではなく、何らかの財務的な要請以外の理由（病気、契約満期など）によって保険金が給付されたものと推察される。図 5 に見られるように、積極的な資産取り崩し（この図では「有価証券」に相当するものと考えられる）はほとんど行われていない。予想されたことではあるが、これでは老後のためにせっかく蓄えた資産が有効活用されていないとも言える。

3.2. 高齢者世帯の資産

では、高齢者世帯はどれくらいの資産を保有しているのだろうか。これも基準を揃える意味から

⁹ 2020 年に預貯金が大幅な預入超になっているのは、コロナ禍で消費に回されずに家計に蓄積した、いわゆる「強制貯蓄」と考えられる。

図7 世帯主の年齢別資産額推移



(出所) 総務省統計局「家計調査年報(貯蓄・負債編)」より野村アセットマネジメント
<https://www.stat.go.jp/data/sav/np.html>

家計調査の計数をもとに見ておきたい。家計調査年報(貯蓄・負債編)における「夫65歳以上、妻60歳以上で構成する夫婦一組の無職世帯」の資産・負債状況を時系列で示したのが図6である。想像通り、負債はほとんどなく、大幅な資産超過である。総資産額(家計調査では「貯蓄額」)は2200~2600万円で推移している。年によってサンプルの変動があることも踏まえれば、かなり安定していると言える。そして、この金額を見ると、平均的な高齢者世帯は老後2000万円問題をクリアしているようにも見えるのである。

最近10年間の平均額は、預貯金が約1600万円、保険が約400万円、有価証券が450万円程度である。通貨性預金(普通預金など)と定期性預金の割合が変化していることを除けば、資産構成も非常に安定している。これだけの資産を持ちながら、高齢者世帯はその取り崩しについてとても慎重であることがうかがわれるのである。

3.3. 取り崩されない資産

高齢者世帯が資産の取り崩しに慎重であると書いたが、図6を見ただけでそれがわかるわけではない。図6はあくまでもその時点ごとに「夫65歳以上、妻60歳以上で構成する夫婦一組の無職世帯」という条件を満たした世帯の平均を示したものであり、ある時点でその条件を満たした世帯のその後の変化を示したものではないからである。高齢者世帯がさらに年齢を重ねていったときに、その家計収支や資産構成がどうなるかを直接観測することは家計調査の計数だけでは不可能である。ただ、年齢層別に区切ったデータを見れば、間接的に年齢とともに高齢者世帯の家計がどう変わっていくかというおおまかな傾向は把握することができる。

そのような目的で、①世帯主が65-70歳の無職世帯、②世帯主が70-75歳の無職世帯、③世帯主が75歳以上の無職世帯の3つの年齢区分について、資産と負債の推移を見たのが図7である。なお、この計数は図6の「夫65歳

以上、妻 60 歳以上で構成する夫婦一組の無職世帯」よりも広い世帯を対象としているが¹⁰、①～③の合計の約 6 割は図 6 で対象とした世帯であり、その傾向に大きな違いはない。また、家計調査では世帯主が「65 歳以上」「70 歳以上」「75 歳以上」といった区分になっているため、それらを加工して「65-70 歳」「70-75 歳」を算出した。

ただ、苦労して計算したわりには、世帯主が 65-70 歳、70-75 歳、75 歳以上で、総資産額の水準にもその構成にもそれほど大きな違いはない。預貯金は 1500 万円程度でどの年齢層も同水準であるし、有価証券はむしろ 75 歳以上の高齢者世帯の方が多いほどである¹¹。傾向的な特徴がみられるのは、世帯主の年齢が高い世帯ほど保険資産が少ないことであり、これは図 5 で見られた特徴とも符合する。

このように、家計収支と資産残高のいずれから見ても、高齢者世帯の資産取り崩しは円滑に進んでいないことがわかる。このままでは、世帯主が 80 歳になっても 90 歳になっても、金融資産は 2000 万円を超えたままなのではないかとさえ思えてくる。これがデキュレーション面から見た本当の「老後 2000 万円問題」と言えるのかもしれない。

IV 老後の投資と支出の意思決定

4.1. 「2000 万円」と資産取り崩しの関係

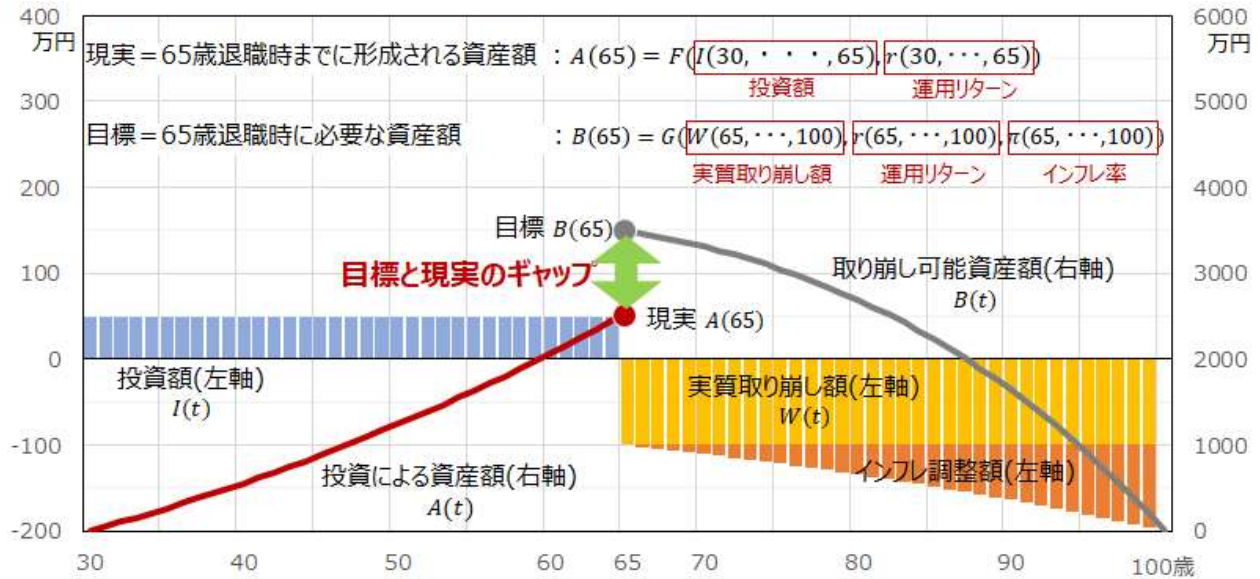
これまで見てきたように、平均的な高齢者世帯の家計収支は 2017 年時点において月平均約 5.5 万円の赤字で、それを埋め合わせるために必要な金額として算定されたのが 2000 万円であった。この数字はすべての家計にあてはまるものではないのは言うまでもないが、平均的な高齢者世帯にとってさえも、目標とすべき姿なのかどうかは疑問である。

まず、月平均約 5.5 万円の赤字を 30 年換算して 2000 万円という数字を導いたところに問題があるのではないかと考えられる。つまり、この家計調査に示される平均的な高齢者世帯であっても、この実収入と実支出の差がその世帯にとって必要な資産の取り崩し額を表しているのかどうかはわからないのである。この世帯は取り崩せる資産がそれだけあったから取り崩し、それに合わせて支出を調整しただけかもしれない。もっと取り崩せる資産が多ければ支出を増やすことができたかもしれないし、逆に、資産がなければもっと支出を切り詰めなければならなかったかもしれない。つまり、実収入と実支出の差額から必要な資産額を求めるといった報告書のようなロジックは実は正しくなく、すでに保有する資産額が実収入と実支出の差額となって出てきている可能性の方が高いとも考えられるのである。仮に実収入と実支出の差額がゼロであっても、その世帯がお金の面で豊かな生活をしているわけではなく、必要な資産額が

¹⁰ 家計調査では、「夫 65 歳以上、妻 60 歳以上で構成する夫婦一組の無職世帯」について、世帯主の年齢階層別データが存在しないためである。

¹¹ ただし、2023 年に 70-75 歳の世帯、2024 年は 65-70 歳の世帯で有価証券の伸びが大きいのが面白い。これは最近の NISA 投資の影響とも考えられる。

図 8 目標資産額算定までのイメージ



(出所) 野村アセットマネジメント

ゼロだというわけでもない。その世帯は、少ない収入に合わせるために支出を切り詰めているだけかもしれないのである。

実際に、図 6 や図 7 が示しているのは金融資産を 2500 万円前後保有している高齢者世帯の姿である。平均的な高齢者は 2017 年時点において、保有する純金融資産の約 2.7%に相当する取り崩しを 1 年かけて行っていたようにも見える。おそらく因果関係としては、金融資産額から取り崩し可能額が決まり、それによって消費水準が決定されていったと考える方が現実に近いだろう。そう考えると、老後 2000 万円問題は、2000 万円を超える純金融資産を持つ高齢者世帯の家計収支を見て、老後に 2000 万円必要だと言っているようなものである。そうだとしたら、これはトートロジーではないだろうか。おそらく、この平均的な家計は、なんらかの目標をもってこれだけの資産を蓄積したと考えられるのであり、それはまさに自助努力だったのである。ただ、その人たちと、これから老後の資産形成をしていく人々の目標は当然異なる。だからこそ、これから老後

迎える人はどのように資産形成の目標を設定するかが問われるわけである。これは当然のことであるが、そのためには具体的にどうすれば良いのだろうか。

4.2. 目標設定

このように考えてくると、2000 万円という数字を鵜呑みにするなという当然の結論になるのであるが、ではいつまでにいくらを蓄積すべきなのかというやはり当然の疑問が生じる。これに対する答えも当然のもので、必要な額を必要なときまでにということである。両方を同時に決めることは難しいので、例えば 65 歳の退職を前提として 65 歳までに必要な資産額を算定することが現実的であるが（もちろんこの年齢は、70 歳でも 75 歳でも、自分にあったものに設定すれば良い）、それでも答えは「65 歳以降に必要な額」ということになって埒があかない。そう言われても、もちろん多い方がいいに決まっているから（そうでない人も稀にいるが）、高齢者にとっては何の指針にもな

らない。

それでも、現実的な目標としてその額を設定することは重要である。具体的には、現在の生活水準を維持するために必要な支出をベースに、そこから年金などで支給されるある程度確定している収入を引いて不足額を算定することが考えられる。そして、その不足額を取り崩すにはどれだけの資産額が必要かを計算する。この資産は 65 歳以降少しずつ取り崩していくため、残りは適切に管理しながら運用していくことになるが、その運用環境を考慮して計算する必要がある。また、現在の生活水準を維持するためには当初想定した支出はインフレの影響を受けて変動していくため、名目の支出額も増加し、それにもなって取り崩す必要がある額も増加する。このように、65 歳時点で必要な資産額を算定する際にはインフレや運用リターン¹²の考慮は欠かせない。これを概念的に示したのが図 8 である。

この図が示しているのは、老後の生活のための投資を始めたとき（仮に 30 歳とする）から退職時（65 歳とする）までの投資額 $I(t)$ と、その間の運用リターン $r(t)$ によって退職時まで形成される資産額 $A(65)$ が決まること、そして、退職時から死ぬとき（仮に 100 歳とする）までの実質取り崩し額 $W(t)$ とインフレ率 $\pi(t)$ 、運用リターン $r(t)$ によって 65 歳のときに必要な資産額 $B(65)$ が決まるということである。前者は退職までに現実的に形成可能な資産額、後者は老後に必要な資産額だと言えよう。この図では、現役時代の 35 年間に毎年 50 万円を積み立て、65 歳以降の 35 年間で年間実質 100 万円（65 歳時の価値）を取り崩したときの計算例も示してある。

運用リターンおよびインフレ率はすべて 2% で一定だという単純なケースの数値例であり、結果は概算で $A(65) = 2500$ 万円¹²、 $B(65) = 3500$ 万円¹³である。両者には 1000 万円ほどのギャップがある。

こうして計算された 65 歳時点の目標資産額が現実的に達成可能かどうかを検討しながら修正していくのがライフプランニングの前期段階である。現時点から自分が 65 歳になるまでの期間を考慮し、現在の資産額にそれまでに追加される資金を加えて、投資によって目標資産額まで増やすことができるかどうかを検討することになる。その過程で、もし目標が現実的でなければ、つまりどうしても目標金額に達することが無理なら、65 歳以降の支出額を削るか、または 65 歳までに投資する金額を増やすかのいずれかの選択肢が迫られる。前者は、遠い将来（65 歳以降）の金銭的な豊かさを低下させることになり、後者は現在および近い将来（現在から 65 歳まで）の金銭的な豊かさを低下させることになり、その両方が許容できないなら、所得を増やすための方策を講じなければならないが、それが可能かどうかは状況次第である。

このように、現在および将来の投資と支出、さらには所得まで含めてバランスをとりながら調整していくわけであるが、それは環境変化を踏まえて随時見直し、それに基づいて意思決定していく必要がある。そして、65 歳になるまでの期間が長ければ長いほどその選択肢が広いのは明らかである。したがって、ライフプランニングは早い段階から始めるに越したことはない¹⁴。いずれにしても、65 歳以降の支出額と 65 歳までの投資額、さらに

¹² 各年の積み立てタイミングなど細かいことを言わなければ、 $A(65) = 50 \text{ 万円} \times \sum_{t=1}^{35} (1.02)^t = 2550$ 万円である。もちろん、運用リターンが 2% より高ければこれより多いし、2% より低ければこれより少ない。

¹³ これも細かいことを言わなければ、運用リターンとインフレ率が等しいと仮定しているので、 $B(65) = 100 \text{ 万円} \times 35 = 3500$ 万円である。もちろん、運用リターンがインフレ率より高ければこれより少ないし、インフレ率より低ければこれより多い。

¹⁴ ただ、人間は切羽詰まるか危機が具体的に見えないとなかなか動けないものである。

は所得額が密接に関連していて、それらの間にトレードオフが働いているという認識が重要である。そして、そのトレードオフにどう折り合いをつけるか提示するのがファイナンスに関する意思決定理論の役割でもある。これについては、次回以降で述べていきたいと思う。

4.3. 現役時代の投資の意思決定

65 歳までの投資の意思決定は本稿の主たるテーマではないが、65 歳以降の支出額決定と密接に関係しているため、簡単に補足しておく。仮に、65 歳時点で必要な金融資産額の目標が決まったとしよう。このとき、それを達成するためにどれくらいの額をどのように投資するかは 65 歳以前の意思決定である。積立投資が良いのかマーケットタイミングを計った投資が良いのか、どのような資産または資産クラスにどのような配分で投資するのが良いのか、様々な投資判断が伴うことはもちろんである。置かれた財務上の立ち位置も取り巻く経済・市場環境も様々であるが、一般には人的資本の比率が高い若いときにはリスクをとって投資をし、加齢とともに金融資本の割合が高くなるにつれてそのリスクを徐々に減らして、目標を設定した年齢（ここでは 65 歳）のときのリスクは必要最低限（必ずしもゼロではない）にするのが好ましいとされる。それらをシステムティックに組み込んだターゲットデートファンド（TDF、日本では「ターゲットイヤーファンド」と呼ばれることが多い）もある。

いずれにしても、いったん投資目標を定めたら、それに向かって規律正しく投資していくことが求められる。ただし、その人が置かれた立場や相場環境は時間とともに変化するものであるから、定期

的にそれを見直すことも求められる。上で述べたように、様々な不確実性によって、とすれば投資や支出の判断にはバイアスが入り込む。目標に向かった投資を規律正しく行うには投資方針書（IPS：Investment Policy Statement）のようなものを作成しておくのも良いだろう。

4.4. 支出の意思決定

前節では、インフレや運用環境を考慮した上で、65 歳以降に必要な支出額から 65 歳時点で必要な資産額を計算すればよいということを書いたが、実はこれはそれほど簡単なことではない。それはいくつかの不確実性があるからである。インフレ率や運用リターンの不確実性はもちろんあるが、決定的に重要なのが余命の不確実性である。老後の支出の意思決定における苦痛や恐怖の最大の源泉はこれである。早く死ぬのも怖い、長生きしすぎて資産が枯渇してしまうのはもっと怖いという人もいる¹⁵。

これらの不確実性があると、老後 2000 万円問題のときのように、老後の月次必要金額を 30 年換算ということで 360 倍するといった簡便な方法では必要な資産額が求められなくなる。まず、当然であるが、インフレ率が高くなれば同じ生活水準を維持するためには支出が増え、65 歳時点で必要な金融資産の額は増加する。運用リターン（または運用利回り）については、高ければ高いほどいわゆる資産寿命が延び、同じ支出額に対して必要な資産額は少なくとも済む。しかし、高いリターンを得るには高いリスクを伴うのが世の常である。高いリターンを求めれば、ほぼ必然的に不確実性がさらに高まるということは肝に銘ずる必要がある。そして余命については、長くなればな

¹⁵ そう言いながらも本心かどうか疑わしい人も多い。

るほど同じ支出額に対して必要な資産額は多くなる。これらは当然のことであるが、その対処が極めて難しい問題なのである。そして、それが難しいということは、支出額から必要な資産額を計算することもまた難しいということである。それを逆に考えれば、65歳のときにある金額の金融資産が老後資金として与えられたとしても、それをどのように取り崩していくかというルールにも依存するということになる。

この点については次回以降でもう少し掘り下げていこうと思うが、例えば、65歳以降も実質リターンがゼロの運用ができるのであれば（つまり、名目でインフレ率程度の運用ができるのであれば）、1年あたり資産額の4%を取り崩していけば25年、3%なら33年程度は資産がもつことになる。保守的に3%の取り崩しを前提にすれば、月間5万円の取り崩しに必要な資産額は約2000万円となる。これは5.5万円を30年間取り崩すとした老後2000万円問題を算定したときの数字にかなり近い。もちろん、月間10万円の取り崩しが必要ならその2倍の約4000万円が必要だということになる。ここでは余命の不確実性は計算に含めなかったが、105歳とか110歳まで生きても生活資金が枯渇しないようにと考える人は、さらに多くの金額が必要なのは言うまでもないし、これらは運用リターンやインフレ率によって大きく変動するのは上述の通りである。ここではこれ以上深くは論じないが、老後の生活費を賄うための資産額の目標を決めることすら実はそれほど簡単ではないのである。

V おわりに

本稿では、老後2000万円問題のケースを具体例としてとりあげ、現状の日本の高齢者世帯の家計を概観した上で、その投資と支出を考える出発点とした。予想されたこととはいえ、日本の平均的高齢者世帯は比較的多くの金融資産を保有しながら、その取り崩しはかなり保守的である。おそらく様々な不確実性がそうさせているのであろう。とはいえ、せっかく老後のために形成された資産を、その目的を十分に果たせぬままにしておくのはいかにももったいないし、経済における資金循環の観点からも好ましいことではない。

高齢者の資産取り崩し、いわゆるデキュミュレーションを促すには、様々な不確実性を緩和することが必要だが、そのためには金融リテラシーとして取り崩しルールに関する知識を広めること、そしてその不確実性を緩和するような投資商品などの金融の仕組みが求められているのであろう。これから何回かに分けて、それに関して述べていきたいと考えている。世界情勢の不確実性、読者の関心の不確実性、そして筆者自身の余命の不確実性を考えたときに、目指す目標に達することができるかどうかは不透明であるが……。

野村アセットマネジメントからのお知らせ

■ ご注意

下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、野村アセットマネジメントが運用するすべての公募投資信託のうち、投資家の皆様にご負担いただく、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。投資信託に係るリスクや費用は、それぞれの投資信託により異なりますので、ご投資をされる際には、事前によく投資信託説明書（交付目論見書）や契約締結前交付書面をご覧ください。

■ 投資信託に係るリスクについて

投資信託は、主に国内外の株式や公社債等の値動きのある証券を投資対象とし投資元本が保証されていないため、当該資産の市場における取引価格の変動や為替の変動等により投資一単位当たりの価格が変動します。したがって投資家の皆様のご投資された金額を下回り損失が生じることがあります。なお、投資信託は預貯金と異なります。また、投資信託は、個別の投資信託毎に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ので、ご投資に当たっては投資信託説明書（交付目論見書）や契約締結前交付書面をよくご覧ください。

■ 投資信託に係る費用について

以下の費用の合計額については、投資家の皆様がファンドを保有される期間等に応じて異なりますので、表示することができません。

2026年5月現在

ご購入時手数料 《上限 3.85%（税込み）》	投資家が投資信託のご購入のお申込みをする際に負担する費用です。販売会社が販売に係る費用として受け取ります。手数料率等については、投資信託の販売会社に確認する必要があります。投資信託によっては、換金時（および償還時）に「ご換金時手数料」等がかかる場合もあります。
運用管理費用（信託報酬） 《上限 2.222%（税込み）》	投資家はその投資信託を保有する期間に応じてかかる費用です。委託会社は運用に対する報酬として、受託会社は信託財産の保管・管理の費用として、販売会社は収益分配金や償還金の取扱事務費用や運用報告書の発送費用等として、それぞれ按分して受け取ります。 * 一部のファンドについては、運用実績に応じて報酬が別途かかる場合があります。 * ファンド・オブ・ファンズの場合は、一部を除き、ファンドが投資対象とする投資信託証券の信託報酬等が別途かかります。
信託財産留保額 《上限 0.5%》	投資家が投資信託をご換金する際等に負担します。投資家の換金等によって信託財産内で発生するコストをその投資家自身が負担する趣旨で設けられています。
その他の費用	上記の他に、「組入有価証券等の売買の際に発生する売買委託手数料」、「ファンドに関する租税」、「監査費用」、「外国での資産の保管等に要する諸費用」等、保有する期間等に応じてご負担いただく費用があります。運用状況等により変動するため、事前に料率、上限額等を示すことができません。

投資信託のお申込みにあたっては、販売会社よりお渡しする投資信託説明書（交付目論見書）の内容を必ずご確認のうえ、ご自身でご判断下さい。

商号：野村アセットマネジメント株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第373号

加入協会：一般社団法人資産運用業協会／一般社団法人第二種金融商品取引業協会