

老後の投資と支出の意思決定（3）

老後のインフレリスクと長生きリスク

2026 年 9 月 30 日

資産運用研究所

シニアフェロー 角間和男

要 約

- 老後のお金に関する意思決定を不確実にする要因には、投資リスク、インフレリスク、長生きリスクの 3 つのリスクがある。今回はこのうち、インフレリスクと長生きリスクについて考える。
- インフレリスクは物価上昇によって支出金額も増えていくことであり、その不確実性を含めて対応していく必要がある。そのためにはまず、インフレリスクを正確に把握しなければならない。
- 長生きリスクは想定以上に長生きして資金が枯渇するリスクであるが、生命に関するこのリスクは個人で対応することは極めて難しい。
- これら 2 つのリスクはリスク性資産への投資で対応できる可能性はあるものの、それには限界もある。インフレ連動商品や保険、あるいはその組み合わせによる対応も検討すべきである。
- 現状は、インフレリスク、長生きリスクに対処するための金融商品市場は未整備である。これらのリスクを直接低減する商品の普及が望まれる。

目次

- I. はじめに
- II. 設例
- III. インフレリスクの把握とその対処
- IV. 長生きリスクの把握とその対処
- 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

今回は老後の資産取り崩し(デキュムレーション)における投資リスクについて考えた。投資をしながら資産を取り崩すのが口で言うほど簡単ではないということをシンプルな設例とともに紹介し、そのリスクを回避するためにはどうすれば良いかということについても少しだけ触れた。確信犯的なところはあるが、それに対する明快な答えは出していない。明快な答えを求めてもっと深く考えてみたかったのだが、その能力が不足しているので、もう少し勉強してからにしようと思って先送りしたというのが本当のところである。

投資リスクを避けたければ、投資しないという選択肢がある。それはやや言い過ぎであるが、投資するのが無リスク資産であれば、定義上、投資リスクはない。ただ、実はこの「無リスク」という概念が曲者で、一見すると無リスクのように見えても、実際にはそうではない投資対象がほとんどである。これもやや言い過ぎのように聞こえるかもしれないが、おそらく真実である。さらに言えば、自分にとって「無リスク」とは何かを正確に把握し、理解している人は稀なのではないかと思えてくる。

1.1. インフレリスク序論

何も預貯金や(短期の)国債にも銀行や政府の信用リスクがあるなどということを言いたいわけではない。天変地異でも起こらない限り発生しないそのようなリスク(最近はどうでもないと考えている人がいるのかもしれない)を想定すべきだと言っているわけではない。そのようなこれまで無リスクだと思われていた資産にも、非常に大きなリスクがあるということである。ここ数年は多くの人が意識し

始めているのでそれほどもったいぶって書くようなことでもないが、それはインフレに伴って生計費が上昇するリスクのことである。預貯金や国債はこのインフレリスクに非常に弱いとされる。その預貯金など「確定」キャッシュフロー型商品が金融資産に占める比率が相対的に高いとされる高齢者は、まさにこのインフレリスクにさらされているのである。公的年金に加えて確定給付(DB)企業年金を受給し始めて老後の生活資金は万全だと思っていた退職後世代も、インフレリスクを意識し始めるとその「確定」が恨めしく思ってしまうことだろう。物価スライドが組み込まれている公的年金ですらも、毎年の調整が微々たるものに見えてしまうほど昨今のインフレ懸念は強い。

老後のお金の問題のうち、おそらく最も重要なのはこのインフレリスクへの対応であろう。これなくして安心して老後の生活は送れない。そして、このリスクが投資リスクと違ってたちが悪いのは、それをとらないという選択肢がないからである。繰り返しになるが、投資リスクがどうしても許容できないのであれば投資しなければいい(別のリスクが発生するかもしれないが・・・)。しかし、インフレリスクは、どれほど嫌でも見ないふりができるというものではない。何もしなければ必然的にインフレリスクにはさらされるのである。したがって、インフレリスクを部分的にでも除去したり低減させたりするためには何らかの対応を能動的に取らざるをえない。

実はこのインフレリスクと投資リスクは密接な関係があって、市場リスクを取ってまで投資する目的の一つはインフレ対策であり、その重要性は近年、一段と増している。前述の投資しないことによる別のリスクとは、インフレリスクであることが多いのである。しかし、市場リスクを取って投資をすれば必ずインフレリスクが低減できるというものでもない。リスク性資産のリターンが明確にインフレ率に

連動しているのであれば良いのだが、その確たる証拠があるのかどうか知らない(あるのであればそうすれば良いので調べてみる価値はあるのかもしれない)。ファイナンスの教科書を紐解くと、リスク資産にはリスクプレミアムというものがあって、長期間投資すれば無リスク資産に比べて高いリターンが期待できるという話はあるし、過去の米国などでは株式のリターンがインフレ率を大幅に上回っていたという実証結果もある。ただ、今後もそれが当てはまるという信頼性が高い理論があるようにも思えないし、何よりこれから老後(ここでは 65 歳以上と定義している)を迎える人やすでに迎えた人にとっては、勝負となるこれから何年かの一度限りの市場の動きを保証するものではない。そして、その投資によるリスクは、老後の支出や消費にも、短期的または長期的な影響を及ぼすことになる。そう考えると、投資によるインフレ対策には非常に悩ましい意思決定を伴うのはご理解いただけるであろう。

1.2. 長生きリスク序論

さらに、老後のリスクとして避けて通れないのが生命に関するリスクである。生命のリスクと言えば、予定外のタイミングで早期に死亡する可能性のことを指すのが普通だが、高齢になると当然ながら徐々に死亡確率は高まるので、そのリスクの重みは小さくなる。と書くと怒られそうであるが、若い時の死亡に比べるとその蓋然性は高まるのでサブライズが小さくなるということである。一方、老後の「長生きリスク」という言葉が近年(もしかしたらずいぶん前から)使われるようになった。これは文字通り長生きするのがリスクだということであるが、もう少し踏み込んで、想定外に長生きしたときに生活資金が枯渇してしまうリスクを指すのが一般的

である(もしかしたら、お金の面以外の長生きリスクがあるのかもしれないが筆者はよく知らない)。一昔前なら長生きはおめでたいことだとされ、「長寿」という言葉がそれを端的に表していた。それにもかかわらず、単なる不確実性を定量化したという意味にとどまらず、ダウンスайдのネガティブな意味でのリスクとして長生きをとらえなければならなくなったところに、現代の高齢者を取り巻く厳しい現実があるように思う。本稿ではお金に関する問題のみを扱うため、老後の生命に関するリスクとしては早死にリスクは扱わず、長生きリスクのみを対象にすることにする。早死にはその人自身のお金に関する問題にとってはリスクとはならないからである(家族にとってリスクになり得るが・・・)。

自分の余命が不確定な状況における支出の意思決定は、非常に難しい。前回余命を 90 歳までに固定することでこの不確定さを避けて投資リスク(相場変動リスク)に限定して議論したが、この長生きリスクを考慮に入れると通常の方法では最適な投資と意思決定というものが議論できなくなってしまう。その理由を一言で言えば、最適化のゴールが設定できないからである。ターゲットが定まらない状況では通常の方法での最適化はできないのである。もちろん余命には期待値(平均的にこれくらいだと思える値)があるから、それに基づいて最適化はできそうなものだが、一度きりの人生においては、大勢の人の平均値に位置づけられるこの期待値を用いた議論では十分ではないケースがほとんどである。

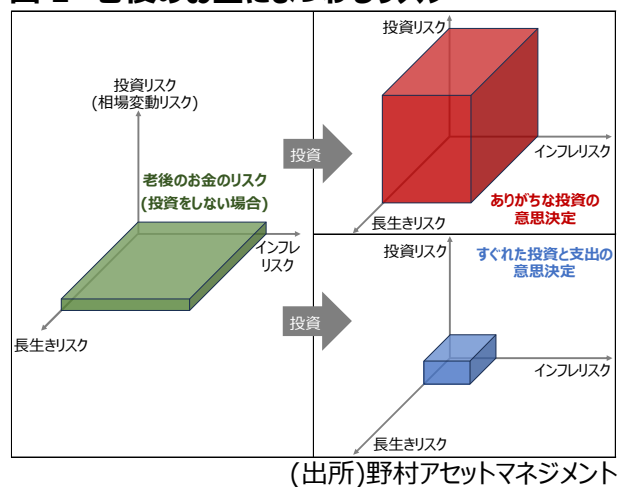
このように考えると、長生きリスクがいかに厄介な問題であるかがわかるであろう。それでも本稿ではお金の問題だけに絞っているからまだいいが、長生きリスクにはそれを超えた難しい問題もある。いくらお金があってもそれを有効に使えないような状況まで考えると、もはや本稿の手に負える問

題ではない。このあたりについては、金融ジェロントロジー、さらにはそれを含めた総合的なジェロントロジーの知見を十分に活かして対応すべき問題だということは前回の前書きでも述べた。これは本稿の対象とする範囲を超えるテーマである。

1.3.本稿の構成

本稿では、第2章で高齢者世帯の具体的なペルソナを設定した上で、続く第3章、第4章でその人がさらされているインフレリスクおよび長生きリスクとそれらの対策を考える。金融資産をどのように投資し、それをどのように取り崩していくかというお金に関する意思決定が非常に重要だということは前回述べた通りであるが、それには前回述べた投資リスクと、今回扱うインフレリスクおよび長生きリスクとの間のトレードオフが存在する。図1は老後のお金にまつわるリスクを概念的に示したものであるが、インフレリスクと長生きリスクにさらされた状態から誤った投資判断をして取り崩しを行えば、これらのリスクを減らす以上に投資(相場変動)リスクを増やしてしまう。そうならないための、すぐれた投資と支出が求められているのである。

図1 老後のお金にまつわるリスク



本稿において投資と支出(資産の取り崩し)の望ましい意思決定とはどのようなものかを考えたのは山々だったが、結論から言うと、既存の投資商品だけでは限界があるという情けない結果しか出てこない。第5章は全体のまとめであり、これらのリスクにさらされた高齢者の悩み、そして政府、金融界に何を望むのかについて、筆者なりの考え方を述べる。

II 設例

老後のインフレリスクと長生きリスクの問題を具体的に考えるために、前回と同様、浩さん(仮名)に登場してもらうことにしよう。浩さんは現在65歳で独身、会社をやめて完全に無職となったばかりである。公的年金の受給開始手続きを終え、これから1ヵ月あたり20万円の年金を受給する。1ヵ月あたりの生計費支出として最低でも25万円は必要なので、年金収入だけでは月5万足りない。さらに余裕のある暮らしをしようとするれば、これに上乗せした支出が必要である。そうなることを想定して現役時代に貯めた金融資産と退職金が合わせて3000万円ほどあり、これを運用しながら取り崩していくことを考えている。

図2 前提条件 (浩さんのケース)

- ・年齢 65 歳(独身)
- ・実収入(年金) 20 万円/月
- ・生計費支出 25 万円/月
- ・金融資産 3000 万円、借金なし
- ・できるだけ長生きしたいと思っている
- ・遺贈の希望はない

(出所)野村アセットマネジメント

前回との違いは、自分の余命が 25 年、つまり 90 歳の誕生日だと完全に予見できているという空想的な仮定を外し、できるだけ長生きしたいと考えているとしたことである。これによって、浩さんは余命の不確実性を考慮しながら投資と支出の意思決定をしなければならなくなる。つまり、彼にとって最適化すべき問題は、いつ訪れるかわからない自分の寿命が尽きる日までいかに安定的に消費を行うか、もっと具体的に言えば安定的に取り崩せるお金をどれだけ確保できるかということである。ただ、話を必要以上に複雑にしないため、まず余命の不確実性をいったん忘れて 90 歳までのインフレリスクについて第 3 章で考え、続く第 4 章でこの余命の不確実性を前提に議論することにしよう。

III インフレリスクの把握とその対処

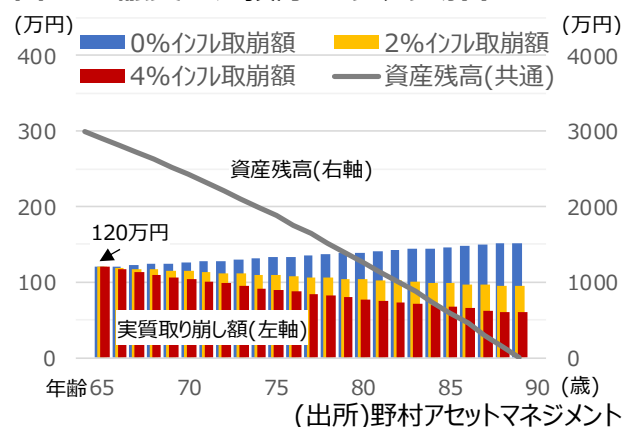
3.1. インフレリスク

インフレリスクとは物価の上昇によって以前と同じような水準の消費ができなくなるリスクである。浩さんは 3000 万円の金融資産を持っているが、90 歳まで 25 年間生きることを想定して毎年 120 万円を取り崩したとしよう。金融資産を金利 1% の預金に置いておけば、利息がついて取り崩せる金額は 120 万円より多少は多くなる。インフレがなければ、このお金で当初想定した以上の生活を維持することは可能かもしれない。

図 3 は、金融資産残高(この場合は金利 1% の預金残高)を 90 歳までの期間で按分して取り崩した場合の取り崩し額と金融資産残高を示したものである。青色の棒グラフがインフレのない状

態の取り崩し額を示している。しかし、インフレがある場合にはこの金額の価値は目減りする。インフレ率が 2% の場合と 4% の場合について、この取り崩し額が 65 歳時点の実質価値でどれくらいになるかを示したのが残り 2 つの棒グラフである。インフレ率が 2% の場合(黄色)は 25 年目には約 95 万円、4% の場合(赤)は約 59 万円までこの実質価値が減少している。つまり、インフレがあると、このように実質取り崩し額が減少することによって、浩さんの生活水準は当初想定していたよりも徐々に低下していくことになる。これが老後の資産取り崩しにともなうインフレリスクである。

図 3 金融資産が預貯金の場合



3.2. インフレリスクがない状態

実はこのインフレリスクを正確に把握するのはそれほど簡単ではない。それは、「以前と同じような水準の消費」が何を意味するのか、明らかではないからである。例えば消費者物価指数(CPI)で物価というものを代表させて、それに連動する金額分だけのお金があればそれまでと同じような水準の消費ができるといった考え方がある。それに基づいて公的年金などは CPI を指標にして、それに連動する形で受給額を決定している¹。

¹ ただし、我が国の公的年金は、マクロスライドという仕組みのために、完全に CPI に連動して受給額が決定されるわけではない。

しかし、人によって消費する財やサービスのバスケットは異なるため、支出額がCPIに連動していても、その支出額によって以前と同じような消費水準が維持できるとは限らない。地域によっても、年齢によっても、生活スタイルによってもそれはかなり違って来る可能性がある。本来はそれぞれの消費バスケットについて何らかの方法でコントロールすべきなのだが、これは現実的に不可能である。そのため、多くの人は、CPIの上昇をインフレリスクと捉え、それに連動した消費ができる状態をインフレリスクがないと考える。

しかし厄介なのは、消費バスケットがCPIの構成と同じで、かつインフレに連動した支出を行ったとしても、その人は生活水準が維持できるわけではないことである。それは、世の中全体が物価調整後の実質ベースで成長していて、その実質成長こそが豊かさの増加の源泉になっているからである。CPIに連動する消費とは、一部のハイテク商品について、従来と同じ性能の製品を使い続けるようなものだろう²。それは、実質経済成長によって周囲の人々が豊かになっていくなかで、自分だけがそれまでと同じ水準で生活していくような感覚なのかもしれない。これをリスクがない状態と言えるかどうかは疑問である。

であるとすれば、浩さんにとって本当の意味で生計費指数の上昇率というのは消費財のバスケット価格(ここではCPIで代用できるものとする)の上昇率にいくばくかの上昇率を加えたものであると考えるのが妥当であろう。このCPIに対する上乘せ分は大きい方が豊かな生活ができるわけだが、現実的な潜在成長率を想定すれば1~2%程度に置きたいところである。つまり、浩さんにとって本当にインフレリスクがない無リスクな状態とは、様々な仮定はあるにしても、このCPIに連

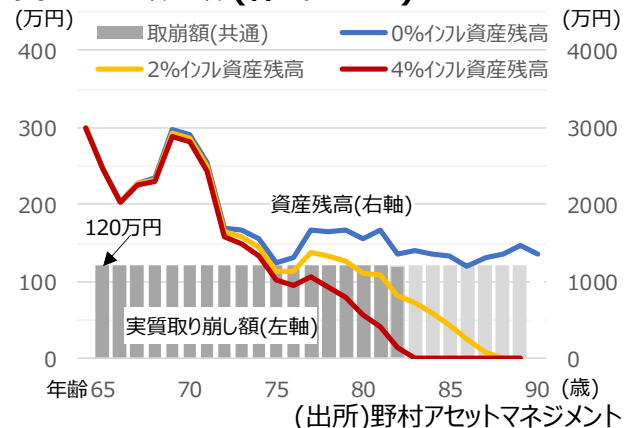
動した上で、CPI 上昇率+1~2%のリターンが得られるような投資商品だと言える。この無リスクな状態に比べれば、通常の状態はリスクがあるわけだが、そのようなリスク調整後でより幸せな状態を実現するのがインフレリスク対策だと定義できる。

というのは建前であるが、さすがにそこまで望むのは無理なので、現実的な対応としてCPIに連動した消費や支出を行うことができる状態を目指すことにしよう。

3.3. 例えば株式への投資

インフレ対策としてまず思いつくのはインフレに勝てる資産に投資することである。インフレに勝てる資産というのは、期待リターンが期待インフレ率を上回るような資産のことだと考えるのが普通である。インフレ率が5%なら10%のリターンを上げられればインフレによる資産価値の目減り分をカバーしてお釣りがくる。これは、実質期待リターンがプラスの資産だと言える。この考え方にはたしかに一理あるが、当然ながら問題は投資リスクが伴うことである。投資リスクがインフレリスクをある程度相殺してくれることもあるが、効果は場合によりけりである。

図4 4%ルール(株式75%)



² これについては、CPIに施されているいわゆるヘドニック法による調整を考えてみればイメージしやすいが、詳細は割愛する。

さらに言えば、投資対象資産とその相場動向によっては、インフレリスクを低減できないばかりか、かえって追加的に相場変動リスクを負うことになりかねない。図 4 は浩さんのケースを念頭におき、3000 万円の金融資産を株式 75%、債券 25%に投資し、いわゆる 4%ルールによって 25 年間で取り崩しを行ったと仮定したケースの資産残高の推移を示した計算例である。4%ルールとは当初の資産金額の 4%に物価上昇分を加味して取り崩すルールであり、25 年間の資産リターンとしては 2001-25 年の配当込み TOPIX と 1 年国債を前提とした³。取り崩し額についてはインフレに連動しているので、65 歳時点基準とした実質金額は当初から変わっていないことに注意しよう。この図を見ると、投資対象の 25 年間のリターンは 4.7%強と比較的高いものの、インフレ率が 2%および 4%の場合には 25 年を待たずに資産が枯渇してしまっていることがわかる。

図 5 残高按分ルール(株式 75%)

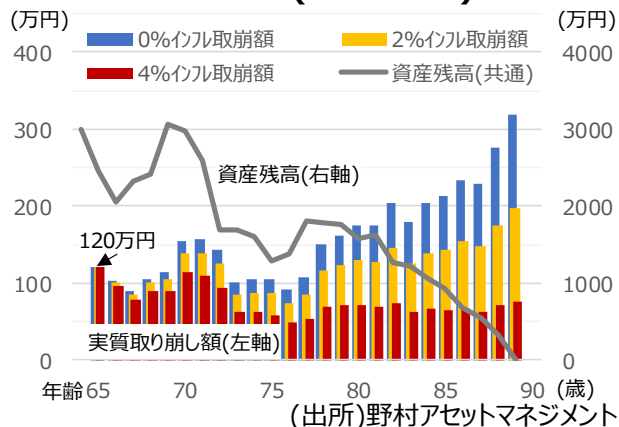


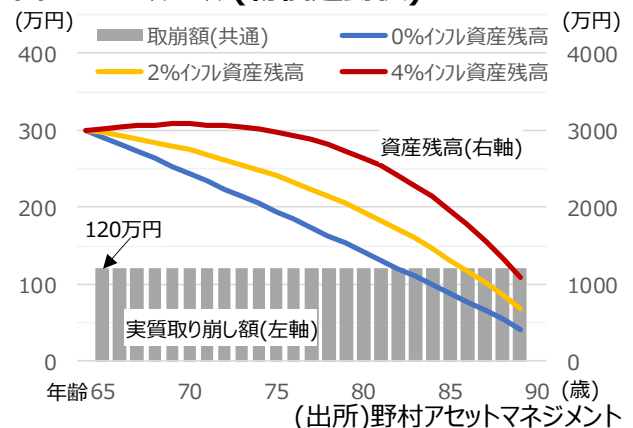
図 5 は、資産が枯渇しないように、残高を残りの想定取り崩し期間に按分するルール(以下、「残高按分ルール」)に基づいて取り崩した結果である。棒グラフは、インフレ率が 0%、2%、4%の場合における実質取り崩し額である。このルー

ルに従えば、金融資産は枯渇せず、しかもインフレ率がゼロなら非常に高い金額の取り崩しが可能になっている。しかし、インフレ率が 2%、4%となると当然ながら実質取り崩し額は減少し、4%の場合には全期間にわたって当初想定した取り崩し額には達していないことがわかる。このように、図 4 および図 5 を見れば、投資リスクによってインフレリスクを相殺することが非常に難しいことは容易に想像できよう。

3.4. 例えば物価連動債への投資

しかし、もう少し冷静に考えてみれば、上で定義されるようなインフレに勝てる資産のうち、それほどリスクをとらなくてもよいものもある。それは物価にリターンが直接連動するような商品で、代表的なものが物価連動債である。細かいことを言わなければ、この種の債券はインフレ率にその利回り分を上乗せしたリターンを提供してくれる商品である。したがって、この物価連動債の(実質)利回りがプラスであれば、投資家はそれに投資することで、当初のお金にその利回り分の購買力を上乗せできることになる。浩さんにとって、夢のような商品ではないだろうか。

図 6 4%ルール(物価連動債)

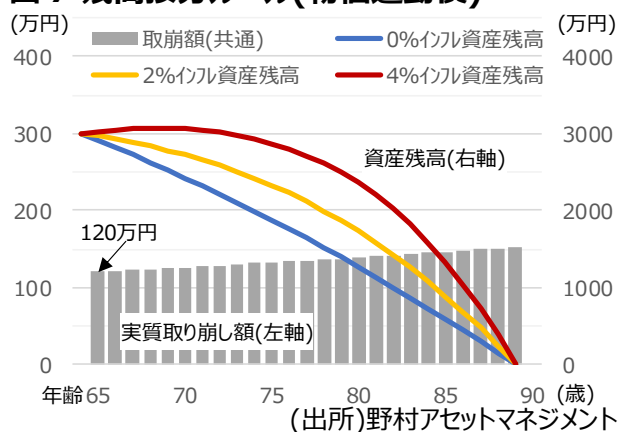


³ 資産取り崩しの計算例に関する前提については、本レポートシリーズの第 2 回を参照。

図 6 は、実質利回り 1%の物価連動債に投資して 4%ルールで 25 年間取り崩したときの計算例である。これを図 4 と比較してみればいかにパフォーマンスが良好であるかがわかるだろう。インフレに合わせて名目の取り崩し額を増やしながらもその実質価値を毎年 120 万円に維持しているが、資産残高は枯渇せず、実質利回りの分だけ残すことができています。これを 3.2.節で述べた CPI 考慮後の実質生活水準の低下を補うために用いることも可能であろう。

また、図 5 と比較するために、残高按分ルールによって取り崩した場合の実質取り崩し額を示したのが図 7 である。これによれば、インフレ率によらず実質取り崩し額を安定的に引き上げられていることがわかる。これは、非常にすぐれた投資と支出の意思決定だと言えるだろう。金融資産を残さず 90 歳のゴールに辿りついたという意味ではまさに「Die With Zero」である(90 歳で死ぬことがわかっていればであるが・・・)。

図 7 残高按分ルール(物価連動債)

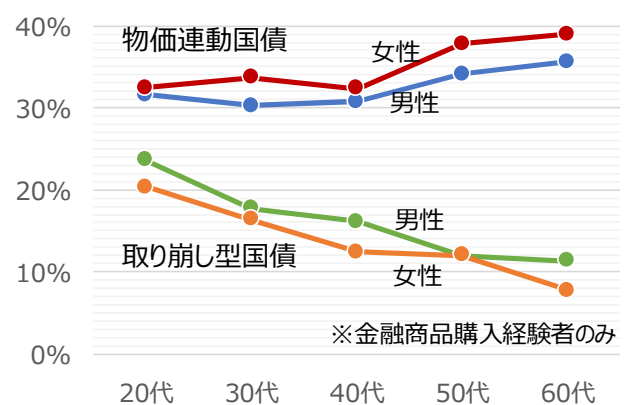


3.5.物価連動債の問題

しかし、物価連動債への投資における最大の問題は、それに実際に投資することが非常に難しいことである(身も蓋もないが・・・)。日本では

2004 年から発行され、一時的な中断を経て、2013 年から発行再開されている物価連動国債は、長らく実質利回りはマイナスの状態が続いていたが、最近では 10 年の実質利回りが 1%前後の水準にある。これは図 6 や図 7 の計算例が現実に近いことを意味し、非常に魅力的な利回りだと言えるだろう。しかし、残念なことに、この物価連動国債を日本では個人が直接買うことはできない。それを対象とした投資信託を通して間接的には投資することができるが、今のところ大きな規模になっているわけではなく、個人のインフレ対策手段としてはマイナーな存在である。

図 8 個人が購入したい新しい国債



(出所)財務省(<https://www.mof.go.jp>)国の債務管理に関する研究会(第 10 回)理財局説明資料より
野村アセットマネジメント

このような状況で、財務省が 2025 年 12 月に行った個人向け国債の新商品に関する調査によれば、発売されたときに購入したい商品としての回答が最も多かったのが物価連動国債であった。複数回答可能ではあるが、これを選択した回答者は金融商品購入経験者で 33.6%、未経験者では 39.6%にも上る。そして、年齢が上がるにつれてその割合は高くなる傾向がある。ついでは何であるが、このアンケートの選択肢には、「長期間に渡って元本を徐々に取り崩し

ながら、高い利回りで運用する商品」という、いわゆるデキュレーション型の国債も含まれているが、上記の物価連動国債に比べてこれを選択した回答者はかなり少ない。しかも、高齢者ほどこれを選択していないのは皮肉というほかない。

このように、物価連動国債によるインフレ対策に期待はあるものの、少なくとも現時点の日本では現実的ではない。「日本では」と書いたのは、米国ではすでに物価連動の個人向け貯蓄国債である「アイボンド(I Bonds)」が 1998 年から導入されており、2022 年の物価高騰時には販売が急増した事例があるからである。これは最長 30 年満期の利子再投資型の貯蓄商品で、その利子率は CPI 上昇率に発行時に決められた固定利率を加えたものになっている。直近発行分の固定利率は 0.9% であり、CPI 上昇率を上回る実質リターンが得られるものである。ここではその具体的な商品説明はしないが、このような商品が日本で提供されれば、高齢者にとってはインフレリスクをかなりの部分取り除き、前述のような無リスクに近い状態を作り出すことができるだろう。日本での早期導入が望まれるところである。

IV 長生きリスクの把握とその対処

4.1. 長生きリスク

狭義の「長生きリスク」は長生きすることそのもののリスクではなく、長生きしたときにお金に困ることになるリスクだと考えられる。ただ、長生きし過ぎてお金に困っている人というのをあまり見たことがない。お金に困っている高齢者の多くは比較的若いときからお金に困っているもので(偏見かもしれない)、例えば 65 歳のときにお金をそれなりに

持っていたにもかかわらず、想定よりも長生きしたことでお金に困ることになったという人の話はあまり聞かない。我々はもしかしたら必要以上に長生きリスクを警戒しているのかもしれないが、そのように警戒しているからこそ現実には長生きし過ぎてお金に困っている人が少ないというのが正しい因果関係なのかもしれない。

ただ、長生きリスクを警戒しすぎているがゆえに、必要以上に消費を抑制してお金を貯めこみ、せっかく蓄えた老後の資金を有効活用できていない現実もある。それが本シリーズの第 1 回で提起した「もう一つの 2000 万円問題」にもつながっている。いずれにしても、精神論だけではいかんともしがたいものがあって、退職世代にとって長生きリスクへの対処は極めて重大な問題であるのは間違いない。それに折り合いをつけなければ、その後の人生を豊かに生きることはままならないだろう。

4.2. 「サザエさん」の古き良き時代

サラリーマンの定年は現在 60 歳と 65 歳が併存している状態だが、かつてそれは 55 歳が主流だった。もともとは明治期半ばに長年の勤務者に恩恵的に休息を与えるという理由で設けられたのが始まりなのだそう。その後、55 歳定年制は大正末期から昭和初期にかけて民間企業に定着したようだが、目的は労働力の新陳代謝にあったとされる。55 歳という年齢は、労働力としての価値(人的資本)のピークが完全に過ぎ去った年齢だったわけである。55 歳定年の期間は非常に長く、60 歳定年が努力義務化されたのは 1986 年、さらに 40 年近くたって 2025 年から 65 歳までの雇用確保が企業に義務づけられた。半世紀前は、男性は 55 歳で定年になって 70-75 歳まで生きるというのが標準的なライフサイクルだった

が、それが 10 年は後ろ倒しになったことになる。

長寿テレビドラマの代表ともいえる「サザエさん」の第 1 回放送は 1969 年 10 月であるが、その設定によれば磯野家の世帯主である波平は 54 歳ということになっている。定年を目前に控えたサラリーマンだったわけである。テレビでは今でも働いているが、現実の世界なら 55 歳で定年退職した後は、潤沢な退職金を原資にのんびりした老後を過ごす計画をしていたはずだ。番組が始まった頃の設定なら平均的には 70 歳代前半で亡くなる想定だったと考えられるが、老いるにしたがって娘(サザエさん)夫婦に面倒をかけることになりながらも、孫(タラちゃん)らに囲まれて好々爺として幸せな老後を過ごしていたことだろう。

しかし、今や面倒を見てくれる子どもが同居しているケースはかなり稀で、高齢者は住まいから食事まで日々の生活を自分で手当しなければならぬ人がほとんどである。そのためにいくらかかるかを計算し、その手当を元気なうちにやっておかなければならない。「サザエさん」を見ながら、「昭和の時代は良かった・・・」と感傷に浸っている余裕はないのである。今は令和なのだから・・・。

4.3. 平均余命

では、日本人はどれくらい長生きするようになっているのだろうか？ 平均値を知るだけなら難しくはない。2024 年簡易生命表によると、平均寿命は男性が 81.09 歳、女性は 87.13 歳である。ここ数年は、新型コロナウイルスの影響もあって男女ともに少し短くなる傾向があったが、トレンドとしてはまだ少しずつ長くなっているはずである。

この平均寿命に対して、「平均余命」はある年齢に達した人があと何年平均的に生きるかを生命表から計算したものである。同じ 2024 年簡

易生命表によると、65 歳男性の平均余命は 19.47 年、女性は 24.38 年である。つまり、浩さんは平均的には約 84.5(≒65+19.47)歳まで生きると予想されるわけである。なお、蘊蓄を垂れるようで恐縮だが、平均寿命というのは現在生存している人の平均死亡年齢ではもちろんない。正しくは 0 歳の人の平均余命である。ただ、生命表における各年齢階層の死亡率が変われば現在 0 歳の人が平均的に生きる期間も変化していくという意味では、単純な予測値でもない。少し考えてみればわかることだが、65 歳時になった人の予想死亡年齢が平均寿命を上回るのは自明である。

図 9 平均寿命・平均余命の推移

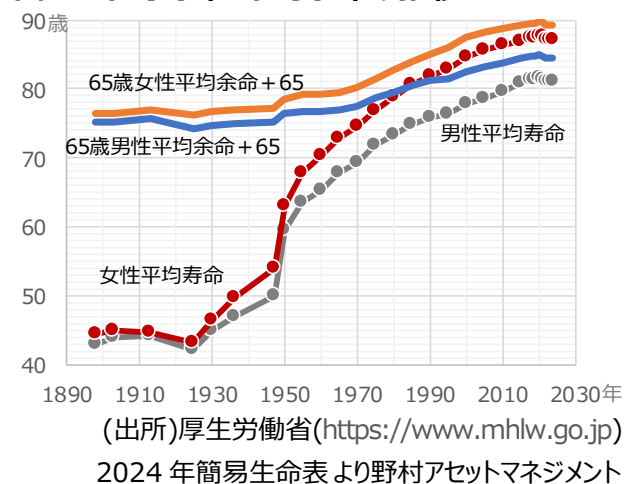


図 9 は平均寿命と 65 歳時の平均余命(正確にはそれに 65 を加えたもの)を示したものである。これを見るまでもなく、平均寿命は戦後 80 年で大幅に延びている。戦後の最も古い統計は 1947 年の第 8 回生命表によるものだが、男性は 50.06 歳、女性は 53.96 歳だった。今からは信じられない短さである。直観として戦死者の影響かと思っていたが、上の寿命の定義を考えればそういうことはありえない。おそらく栄養状態の悪さから、若年層の死亡率が高かったからだろう。

さらに遡って、1891-98年に作られた第1回生命表によれば平均寿命は男性約42.8歳、女性約44.3歳とされている。これほど寿命が短い最大の理由は、乳幼児期の死亡率の高さにある。戦後になって高度経済成長期に入ると、この若年期の死亡率は劇的に低下し、平均寿命も大幅に延びた。さらに医療技術の進歩とともに高齢者の死亡率も低下し、2024年の平均寿命は男性81.09歳、女性87.13歳である。

平均寿命を平均余命に置き換えると少し違った見え方になる。若年期の苦難を乗り越えてある程度の年齢に達すると、その後はそれなりに長生きしていたからである。65歳の平均余命は第1回生命表のころでも男性が10年超だったから、ここまで生きてくれば75歳まで平均的に生き延びていたことになる。2024年はそれが男性19.47年、女性24.38年ということだから、それぞれ、約85歳、90歳まで生き延びることになる。

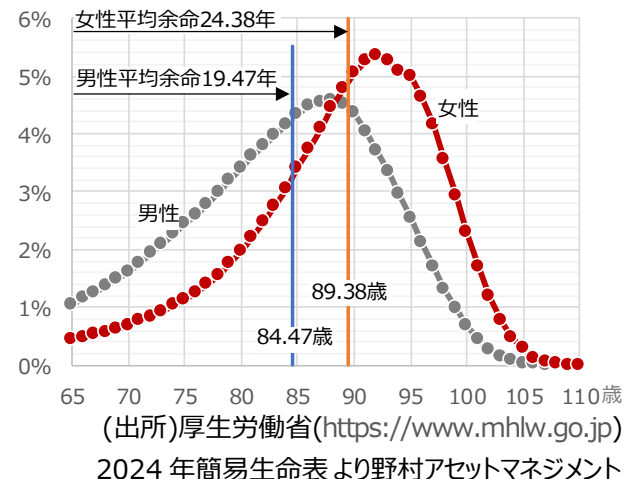
4.4. 余命の不確実性

浩さんにとっての余命の不確実性をもう少し詳しく見てみよう。図10は2024年簡易生命表から計算した65歳の人の死亡年齢分布である。これを見ると、浩さんが65歳で(つまり1年以内に)死亡する確率は約1%であることがわかる。これは思いのほか高い数字ではないだろうか。そこから徐々に死亡率は上昇し、ピークは88歳である。平均余命の数字を見た後では、これは思いのほか遅いように感じる。

ただ、この死亡確率のピークである88歳までの累積では66.75%、つまり3分の2ほどの人が死亡している。そして90歳代になると当該年齢で死亡する人は急減し、99歳までの累積死亡率は98.33%で、100歳まで生きる人はそれ

ほど多くない。65歳の人々が66歳までに亡くなる確率と101歳以降まで生きる確率は約1%でほぼ等しい。「人生100年時代」とは言うけれど、これが現実である。

図10 65歳の人の死亡年齢分布

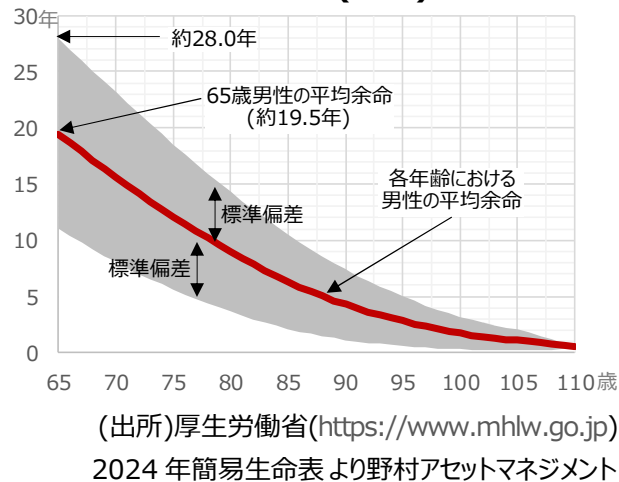


この分布は多少歪んでいるように見えるが、その特性値を計算してみよう。年齢は1年刻みだが、例えば「70歳」は70～71歳と解釈して70.5歳ということにする。そう計算すると、平均は前述の通り84.47歳となる。また、標準偏差は8.51歳なので、90歳代前半まで生きていること(と75歳過ぎまでに死ぬこと)にはそれなりの蓋然性があることは想定しておくべきなのだろう。中央値は85歳、最頻値は上記の通り88歳である。

もちろんこれは、浩さんが65歳になったときの推定値であり、年齢が上がるにつれて余命分布も変わってくる。当然であるが(考えてみればすぐにわかる)、年齢が1歳上がっても平均余命が1年短くなるわけではなく、余命の短期化スピードは緩やかになる。図11は浩さん(つまり男性)の年齢と平均余命の関係を示したものであるが、その不確実性を表すものとして標準偏差も併せて示した。65歳のときには約19.5年±8.5年であるが、年齢とともに平均余命が短くなり不確実

性も小さくなる様子が見てとれる(当たり前のことを多少面倒な計算をしてグラフにただけである)。

図 11 平均余命の変化(男性)



このように長々と余命分布について書いてきたのは、この長生きリスクが平均余命といった1つの数字だけでは捉えきれないということをはっきりさせたかったからである。平均がどうであれ、1人の人間の人生は1回限りで、それは当然ながら平均的な人生ではない。多くの人は平均とはまったく違った人生を送り、平均に近い人すら少数派でしかない。そんな中で、余命の不確実性や長生きリスクを考えることがいかに難しいかをよくよく肝に銘ずる必要がある。平均余命を前提とした分析や、「Die With Zero」といった理想論では語れないリスクが老後の人生にはあるわけだ。まさに長生きリスクのドラマと言えるだろう。ただ、人間の生命のリスクはコントロールできないが、それにとともになお金のリスクはある程度まではコントロール可能である。以下では老後資金の枯渇リスクをコントロールする2つの手段について考えてみよう。

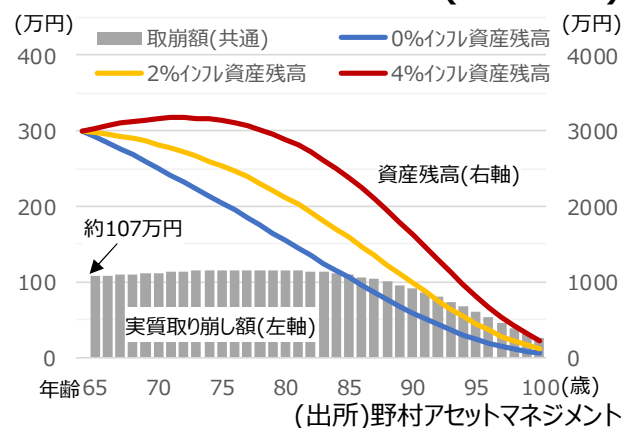
4.5. 例えば投資による対処

長生きリスク対策の基本は資金をできるだけ

長く持たせることである。それには2つの方法が考えられる。1つは単位時間(例えば1年)あたりの支出を抑えることである。もう1つは投資によって資産を増やすことであり、そのような努力を「資産寿命を延ばす」と表現する人もいる。人の寿命(余命)が長くなるのであれば、取り崩す資産の寿命も長くすれば良いのだという発想であり、「資産寿命」は非常にセンスのいいネーミングである。

資産寿命を延ばすには、リターンの高い資産に投資すればいいわけだが、当然ながらそれには投資リスクという別のリスクをとる必要があるということはこれまで繰り返し述べてきた。それがうまくいけばいいが、うまくいかない場合もあるという意味ではリスクからは逃れられない。

図 12 残高按分による長生き対策(物価連動債)



しかも、長生きリスクについては投資や取り崩しの期間が定まっていないことが最も厄介な問題である。その不確実性を考慮し、平均余命を念頭に置きながら取り崩し額を決めていく必要がある。図7では90歳までという期限を決めて物価連動債に投資すれば非常にすぐれた取り崩しパフォーマンスを得られたが、これを図11に示した「平均余命+標準偏差」という期間を想定して取り崩しの計算を行ってみた。このときの資産残高と実質取り崩し金額を示したのが図12である。

この図 12 を図 7 と比べると、取り崩し金額が少なくなっているが、これは長生きに備えて多少の余裕を持たせているためである。それでも当初の平均余命を過ぎた 80 歳代半ばから実質取り崩し額は減少していることがわかる。しかも、各年齢における資産残高は図 7 よりも多く、その年齢で死亡すれば、せっかく自分のために使おうと思っていた資産が有効利用できなかったことになる。これはどのような投資や取り崩しの意思決定を行ったとしても逃れることのできない問題であり、長生きリスクを通常の資産に投資することでは解決できない。これは考えてみれば当たり前のことであり、人間の生命の不確実性は、投資ではコントロールできないということである。これが、インフレリスクにもまして長生きリスクが厄介な理由である。

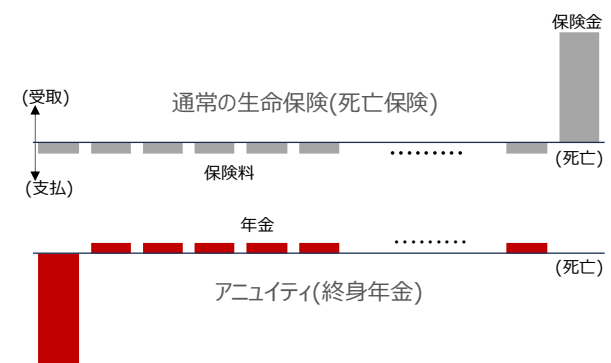
4.6. 保険の活用

このように、長生きリスクは通常の投資によっては回避もコントロールも難しいが、アニュイティ(annuity)と呼ばれる商品を購入することによってそれが回避できる可能性がある。アニュイティとはもともと、毎年(または定期的に)一定額が支払われる仕組みや契約を意味する。日本語では「年金」とか「終身年金」が対応するが、年金制度(pension)との混同を避けるために本稿ではそのまま「アニュイティ」としよう。

アニュイティには、給付期間、開始時期、支払い条件、給付額の変動、早期死亡に対する保証の有無、支払い頻度・タイミング、資産運用との連動の有無、インフレ連動の有無などによって様々な種類のものがあるが、ここではもっとも単純なケースとして、ある年齢から死ぬまで給付される定額の終身アニュイティを考えることにしよう。死ぬまでという条件がついているので、これは保険

性の商品である。通常の生命保険は対象となる人が亡くなったときに保険金が支払われるもので、その対価はある期日まで(多くは死ぬまで)定期的に支払う一定の保険料であるが、こうして言葉で定義してみるとアニュイティはその逆のようなものであることがわかる。それをさらにはっきりさせるために、生命保険の購入(加入)とアニュイティの購入を概念的に比較したのが図 13 である。この図から、両者が逆のキャッシュフロー構造を持っているのが見てとれるだろう。

図 13 生命保険とアニュイティ(概念図)



(出所)野村アセットマネジメント

図 10 で示した 2024 年簡易生命表による死亡率に基づいて試算してみると、1 年あたり 100 万円が給付されるアニュイティの価格は、割引率 2%なら男性が 1600 万円強、女性は 2000 万円弱となる。女性の方が高いのは男性よりも余命が長いからである。実際にはアニュイティの価格は保険会社のコストや割引率、想定死亡率によって変動するが、さしあたりこの金額で売られているとすれば、浩さんが金融資産 3000 万円すべてをアニュイティの購入に充てることによって年額 180 万円余りを一生涯に亘って年金として受給できる。この金額は第 3 章で示した計算例に比べても魅力的であるが、このままではインフレリスクにさらされることになる。それを回避す

るために物価連動アニュイティを考え、その価格を試算してみると実質割引率がゼロなら年額 100 万円のアニュイティに対して約 2000 万円となる。つまり、浩さんは 3000 万円すべてをこの物価連動アニュイティの購入に充てれば、65 歳時の実質金額で 1 年あたり約 150 万円の給付を受けられることになる。インフレリスクにさらされず、しかもこの給付は一生涯にわたって受けられるわけである。これは極めて魅力的な商品だと言えるだろう。

このように、アニュイティや物価連動アニュイティのエコノミーが魅力的なのは、それが平均余命(上のケースでは約 20 年)に基づいて計算されているからである。アニュイティの購入者の中には、この平均余命より前に亡くなる人もいれば、それよりも長生きする人もいるが、両者を相互に補い合うのが生命保険の機能である。その機能がアニュイティには組み込まれているわけである。それによって、予防的に支出を抑えることでお金を残しておき、結果的にそれを使い残してしまうという「無駄」がなくなるのである。生命に関する経済的リスクを再配分し、加入者全体にとってリスクとリターンを効率的な状態にするのが保険であり、アニュイティなのだと考えられる。これを活用することによって長生きリスクを回避または抑制することが可能になる。

4.7. アニュイティ・パズル

このアニュイティが退職者にとってすぐれた金融商品だと最初に示したのは、ヘブライ大学の経済学者だったメナヘム・ヤーリ(Menahem E. Yaari)だとされる。彼は、1965 年に書いた論文「Uncertain Lifetime, Life Insurance, and the Theory of the Consumer(不確

実な寿命、生命保険、そして消費者理論)」において、寿命が不確実な個人にとってアニュイティがいかに望ましいかを理論的に示した。その結論は、もし消費者に遺贈動機がなく、完全なアニュイティ市場があり、公平な価格でアニュイティを買えるなら、人は資産をすべてアニュイティ化するのが最適であるというものである。この論文についてはそのロジックまで正確に理解していると言えるだけの自信はないので偉そうなコメントをするのは憚られるが、実際に退職世代の直前に身を置いてみると、読むまでもなく当然の結論のように感じる。

しかし、この記念碑的論文が発表されてから半世紀以上がたった現実の世界では、アニュイティはあまり普及していないようだ。「ようだ」と書いたのは十分に調査したわけではないからだが、少なくとも退職年齢が近づいてきた筆者が購入したいようなアニュイティ型の商品に出会ったことはない。それは何も日本に限ったわけではなく、先進国の多くが抱える共通の問題らしい。そして、これだけすぐれた退職者層向け商品であるはずのアニュイティが普及しない現象は「アニュイティ・パズル」と呼ばれている。

このパズルの発生原因としては様々なものが考えられており、それに関する研究も多くなされている。そもそもヤーリの論文の前提条件が強すぎるのではないかというのが一つの理由である。もちろんその通りなのだろう。遺贈動機がないなどということも、完全なアニュイティ市場が存在すること、設定を単純化しすぎていることは明らかである。ただ、それが決定的にアニュイティの普及を阻害しているのかと言えば、必ずしも自明ではない。ヤーリの画期的な論文がアニュイティの普及を促すのではなく、アニュイティ・パズル研究の出発点となったのは皮肉というほかない。

これらを含めて多くの原因が考えられているも

の、突き詰めれば、退職者がアニュイティのメリットを十分に認識していないことと、そのアニュイティが適正価格で提供されていないことに尽きるのであろう。需要と供給の両面に関わる問題だとも言え、両者は鶏と卵のような関係がある。どのような形にしろ、アニュイティ型の商品が適正価格で提供されるようにならないかぎり、長生きリスクの本質的な解決にはならないのだろう。

V

おわりに

5.1. 資産取り崩しリスクの現実

長々と老後のインフレリスクと長生きリスクについて書いてきたが、結局のところ、これらのリスクにどう対処したら良いのかという解決策は何一つ示すことはできなかった。世の中では老後の投資をしながら取り崩していくことによってこれらのリスクは低減できるとも言われるが、本稿で示すことができたのは、それが実は難しいことなのだというくらいである。誤解がないように書いておくと、(お金の面で)豊かな老後を過ごすために若いうちから資産形成を計画的に行うこと、そしてそのためには長期・分散・積立投資が効果的だということを否定するつもりはない。しかし、その努力によって積み上げられた資産を取り崩す段階になると、投資リスクは思いのほか短期的なものだということに気付く。順序リスクという形で前回述べたことが象徴的だが、その他にも想定外のことが起こったときには修正は効きにくい。そのような状況で必要以上の投資リスクをとるのは好ましくないのだろう。

しかし、何もしなければインフレリスクや長生きリスクにさらされたままである。不必要な投資リスクをとらないインフレリスク対策には物価連動債への

投資、長生きリスク対策にはアニュイティの購入、両方のリスクをまとめて抑制するためには物価連動アニュイティの購入が原理的には効果的だということは第3章および第4章で述べた通りである。ただ、これらのリスク対策商品が十分に適正価格で提供されていないのが現実である。

5.2. 仕組みとしての老後のリスク対策

冷静になって考えてみれば、日本の公的年金はまさに物価連動アニュイティである。マクロスライドといった給付額の調整があったり、給付額が十分ではないと言われたりはするが、上で述べた老後のお金の問題を解決するような商品性を備えている。つまり、話を単純化すれば、この公的年金を上積みすれば良いだけのような気もする。問題はそれをどのような手段で実現するかということだが、そのまま「公助」として給付を増額することは、公的年金制度や財政にも関わる問題であるから簡単ではない。北欧のような高福祉国家を今から目指すのも現実的ではないのだろう。

現実的には、「自助」として物価連動アニュイティを高齢者が老後のために蓄積したお金で購入する仕組みを作ることではないかと考えている。表現を変えれば、「アニュイティ・パズル」を金融の力で解決していくための取り組みである。高齢者には(できれば若者にも)いかにアニュイティにメリットがあるかということを金融経済教育によって伝え、保険会社などにはそれを適正な価格で提供するためのモチベーションを喚起するのである。具体的な方法はいろいろあるのだろうが、そのような仕組み作りが求められているのではないかと思う。そうすれば、3000万円の金融資産を持つ浩さんは、全額をこの物価連動アニュイティの購入に充てて、インフレにも長生きにも怯えることなく豊かな老後

が過ごせるだろう。

現在は純資産額というストックで「富」が測れることがほとんどだが 20 世紀半ばまでは、いくら使えるかという観点でそれが測られてきたそうである。たしかに使えるかどうか分からないお金を多く持つよりも、確実に使えるが生涯にわたっていくらあるかということの方が、その人にとっての「富」を表す上では適当なのだろう。今一度、人生の(お金の面での)豊かさを支える「富」というものを考え直してみる必要があるのかもしれない。

そして、余計な(と言うとお叱りを受けるかもしれないが)リスクやそれに対する心配を抱えずに生きることが何よりの豊かさである。長生きリスクなど

という矛盾に満ちた言葉がそれを象徴しているように思う。16 世紀ルネサンス期のフランスを代表する哲学者モンテーニュ(Michel Eyquem de Montaigne)の主著『エッセー(随想録)』に次の有名な言葉がある。

我々は死の心配によって生を乱し、生の心配によって死を乱している。

インフレの心配にも長生きの心配にも惑わされることなく、もっと言うならすべてのお金のリスク、そしてその他の心配にも惑わされることなく、豊かな老後を送りたいものである。

参考文献

- ・『すぐれた投資と支出の意思決定 消えたビリオネアに学ぶ新しいファイナンシャル・プランニングの教科書』(ビクター・ハガーニ、ジェームス・ホワイト著、角間和男、浦壁厚郎訳、大橋和彦監訳、金融財政事情研究会、2026 年 5 月)
- ・国の債務管理に関する研究会(第 10 回) 理財局説明資料(財務省)
https://www.mof.go.jp/about_mof/councils/study_gov_debt_management/d20260526-1.pdf
- ・令和 6 (2024)年簡易生命表(厚生労働省)
<https://www.mhlw.go.jp/toukei/saikin/hw/life/life24/houkokusho.html>
- ・Yaari, M. E., Uncertain Lifetime, Life Insurance, and the Theory of the Consumer, The Review of Economic Studies, Vol. 32, No. 2.
- ・『モンテーニュ随想録 第三巻』(ミッシェル・エケム・ド・モンテーニュ著、関根秀雄訳、国書刊行会、2014 年)

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9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、「組入価値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