



I-OWA マンスリー・セミナー講演より デキュミュレーションの考え方

講演：岡本 和久
レポーター：赤堀 薫里

退職後のためのコアのポートフォリオを形成することは簡単です。できるだけ若い時からグローバルな株式インデックス投信を積立てればいいのです。そして定年退職になった時、退職金全額を原則、公社債投信にして全体のバランスをとります。大体、株式部分と公社債投信が半々になっていればいい。両者の間に極端な差があった時は調整します。

重要なことは、退職後の資産運用は今までなかったようなリスクが顕在化してくることです。これをリターン・シーケンス・リスクといいます。収益率の順列です。どういう順番で株式市場が上がったり下がったりするのか。これが大きなリスクとして顕在化してきます。

取崩しができない限り、大幅な下げがどのような順番で起こっても問題はありません。ところが実際に資産を取り崩していくと非常に大きな違いが出てきます。この取崩し方に現在、大きく二通りの考え方があります。

一つ目は定額の引き出しです。どんと下がった時に引き出すと全体が小さくなっているのだから、戻り率が高くても戻る額は小さい。逆にどんと上がった時はそんなに大きなインパクトはない。定額で引き出すとリターン・シーケンス・リスクがものすごく大きく影響を及ぼすことになります。定率で毎年の資産の額の一定の%で引き出した場合はどうなるのか。この場合は、リターン・シーケンス・リスクは回避できます。ただし、高齢になり残高が小さくなるほどに引き出せる金額が小さくなってしまいます。普通は例えば70歳までは定率、その後は定額というような方法がとられているようです。

もう一つ退職後の資産の引き出し時によく使われたのがモンテカルロ・シミュレーションという手法です。シミュレーション自体はリスクとリターンという2つの変数を用いてある引出額を引き出すことのできる確率を計算するものです。しかし、この場合も医療費や介護のコスト、長寿化のリスクの部分が全然含まれていない。だいたい、「あなたは60パーセントの確率で大丈夫です」と言われて



長期投資仲間通信「インベストライフ」

も安心していいのかわかりません。このようなところがモンテカルロ・ミュレーションの限界だと一般的に言われています。

つまり、これまで明らかな答えがなかったのです。今年の春、たまたま私の友人であるバートン・M・ウェアリングの論文を入手しました。「The Only Spending Rule Article That You Will Ever Need（あなたが唯一必要とする支出のルール）」というバートンとローレンス・B・シーゲルが書いた論文です。この論文は権威あるグレアム・ドッド賞を受賞しています。

論文の中で示しているのは、リスク資産を保有していても資産が枯渇しないですむような資金の引き出し法です。ポイントは資産の変動に合わせて支出を調整するという方法です。支出の調整はまだ受け入れられるが、破産は受け入れられない。破産は無限の不効用である。破産是最悪のシナリオであり、それを避けるために支出の調整をすべきで、いくら使えるのかを変えるしか答えはないと言っています。



アニュイティとは、一般的に年金と訳されていますが、ここでは公的年金や企業年金と混同することを避けるためにアニュイティとしておきます。この手法は、現在の資産の時価を一定の現在価値をもつ資金の流列(アニュイティ)に変換していくのです。今ある貯蓄を将来、自分が行う消費のための支払いに変換していく。

実質価値を持つ終身アニュイティとは、リタイア後に始まる支払いであり、退職者の立場からすればこれが無リスク資産なのです。保険会社が提供する個人年金には保険会社のカウンターパーティ・リスクがあり、また、コストも掛かるので無リスク・レート以上のリターンを得ることも難しい。

それに対する解決策が ARVA (Annually Recalculated “Virtual” Annuity) です。つまり、毎年再計算されるバーチャルなアニュイティ。これは、保険会社の個人年金を買わずに、リスク資産を含むポートフォリオを保有しつつ、アニュイティの考え方に基づくメリットを受けられる意味で、バーチャルだと言います。

期初における資産の時価総額を用いて今後、受け取れるアニュイティの額をその年の支出額にする。今の時点のお金で年金化して、均等に受け取れる金額を今年の金額にする。毎年毎年更新して計算し直していくというやり方です。



長期投資仲間通信「インベストラ이프」

講演の後半では、ARVA を用いてリスク資産を保有しない場合とリスク資産を保有した場合についての計算方法や、ARVA のメリットとデメリットについての説明。さらに長寿リスクについても言及されました。また、支払い期間を変えることで引出可能額を比較する三つのケースのシミュレーションの解説をしてくださいました。最後に、今後、日本でもデキュミュレーションの手法についてきちんとしたやり方が確立されるべきであると結ばれました。