

最適な退職後の資産「取り崩し率」を探る

「4%ルール」は高すぎる、低すぎる、ちょうど良い?——それは状況次第

米国 Morningstar ポートフォリオ・ストラテジスト Amy C. Arnott, CFA

退職後の人生は、それまで社会のプレッシャーに晒されてきた人間に当然与えられる安息の時間となるはずですが、退職後に安泰な生活を送るのはそれほど簡単なことではありません。なかでも、ポートフォリオ(資産)を安全な状態に維持しながら、どれくらいお金を使えるのかを判断することは、退職者にとって最も難しいことの一つといえます。使い過ぎれば、のちのち資産が枯渇してしまうリスクが高まります。幸いにも、長寿を享受できるのであればなおさらです。

出費を切り詰めすぎれば、旅行や外食、慈善団体への寄付、家族にお金をあげたい、レジャーにもっとお金をかけたいなど、貯蓄の成果ともいえる人生の楽しみのいくらかを諦めることになりかねません。資産の取り崩し率として高すぎず低すぎない数字を決めるのは、とても困難なこととされています。しかも、判断には高いリスクが伴います。

正しい資産の取り崩し率(年間取り崩し額の残存資産額に対する%で示す)については、退職資産の専門家の間でも意見が分かれています。「4%ルール」—退職者は、取り崩しを開始する年の取り崩し率を、開始時点のポートフォリオの価値の4%に設定し、それ以降は毎年、前年の取り崩し額をもとにインフレ率を考慮して調整する—は、ファイナンシャル・アドバイザーや個人投資家に広く活用されています。とはいえ、取り崩し率については、(市場の収益率の低下にあわせて)徐々に引き下げるべきか、あるいは、(インフレが安定しているのであれば)引き上げるべきか、さらに、取り崩し率を固定しないより柔軟な方法の必要性など、活発な議論が交わされています。

本稿では、様々な取り崩し率の推定の背景にある主要な仮定、そしてそれらが退職者にとって何を意味するのかについて掘り下げていきます。将来の市場収益率がこれまでより低下すると仮定すれば、開始時点の取り崩し率は3.5%程度が妥当な水準です。

「4%ルール」とは

ファイナンシャル・プランナーのWilliam Bengen氏による画期的な研究は、「過去の一定期間の市場収益率の平均値」を用いるのではなく、「実際に毎年観察された収益率」に基づいて取り崩し率のストレステストを行ったことで注目を集めました。¹ 検証は、取り崩し率を毎年実際のインフレ率で

調整していく方法で、1926年から1976年までの観察期間にある異なる30年間について行われました。同氏は、このデータ系列をもとに、株式50%/債券50%で構成されるポートフォリオは、4%という取り崩し率であれば1928年から1957年、1973年から74年の弱気相場など、最悪の局面でもポートフォリオの価値が完全に枯渇することはなかったと結論付けています。

しかし、「4%ルール」は最悪のシナリオを想定しているため、極端に保守的である可能性があるかと主張する向きもあります。ファイナンシャル・プランナーのMichael Kitces氏は、過去のリターンを1871年まで遡って検証し、こう結論を出しました。「4%の取り崩し率は、株式60%/債券40%で構成されるポートフォリオであれば、どのようなシナリオ下にあっても有効であるが、異なる30年間を取り出して検証すると、実際の持続可能な取り崩し率は大きく変わる(4%から10%の間。中央値はおよそ6.5%)」。² この調査結果に基づけば、「4%ルール」に頼る多くの退職者が、ポートフォリオに大きな資産を残したまま運用期間を終えることとなります。

同様に、コーナーストーン・ウエルス・アドバイザーズのJonathan Guyton氏は、株式への資産配分を65%として、かつ、より動的な取り崩し戦略をとれば、開始年の安全取り崩し率(運用最終年まで資産が枯渇しない取り崩し率)は5.8%から6.2%のより高いレンジまで引き上げることが可能であるとしています。³

高すぎる、低すぎる、それとも最適?

米国MorningstarのDavid Blanchettは、リサーチャーのMichael FinkeとWade Pfauと共同で2013年に発表した論文の中で、4%という取り崩し率は債券の利回りが低い環境では持続できないとしています。⁴ 債券の利回りと債券の将来の総収益率(年率平均)の間には強い相関があるため、記録的な低金利は、債券の総収益率が大幅に悪化することを示唆しています。

また、2020年にPfauは、債券の利回り低下を考慮して、取り崩し率を引き下げる必要性についての論文も発表しました。⁵ 彼は、2020年3月の債券利回りを起点としてこの問題を調査しました(当時、米国債10年物の利回りはおよそ0.8%)。また、株式のリスクプレミアムは、債券利回りに対して過去の年率平均値である+6%ポイントが続くものと仮定しましたが、

1 Bengen, W. P. 1994. "Determining Withdrawal Rates Using Historical Data." Journal of Financial Planning, Vol. 7, No. 4, PP. 171-180. October.

2 Kitces, M. 2008. "Resolving the Paradox—Is the Safe Withdrawal Rate Sometimes Too Safe?" The Kitces Report, May.

3 Guyton, J.T. 2004. "Decision Rules and Portfolio Management for Retirees: Is the 'Safe' Initial Withdrawal Rate Too Safe?" FPA Journal, October.

4 Blanchett, D., Finke, M., & Pfau, W.D. 2013. "Low Bond Yields and Safe Portfolio Withdrawal Rates." Morningstar White Paper. Jan. 21.

5 Pfau, W.D. 2020. "How Much Can Retirees Spend on March 11, 2020? It May Not Be What You Think." Retirement Researcher.

これは将来の株式収益率が低下することを示しています。これらの仮定に加えて、さらに想定インフレ率を2%として計算すると、株式50%/債券50%で構成されるポートフォリオの持続可能な取り崩し率の推定値は2.4%という結果になりました。つまり、新たな退職者が取り崩しを開始する年に手にする金額は、およそ40%—100万ドルのポートフォリオなら1万6千ドル—減少することになります。

その一方で、4%を提唱したBengen氏自身も、インフレ率が低ければより寛容な取り崩し率も可能だという見解を示し、5.25%から5.5%の高い数字を挙げています。同氏は、2020年10月に行われたKitces氏とのポッドキャストで、これまでの取り崩し率は最悪のシナリオに基づく推定値であり、我々が現在いる低インフレ環境のもとでは、より高い取り崩し率も持続可能であると述べています。⁶ 例えば、2020年のインフレ率は1.4%に過ぎず、年率3%近くだった過去に比べてかなり低い水準にあります。インフレの安定は、退職後の支出可能額に大きな追い風になります。Bengen氏は、数字の背景にある収益率の仮定について詳しくは述べていませんが、筆者の試算では、株式と債券の収益率を過去の平均値に維持し、株式への配分率を資産全体の60%まで引き上げ、インフレを年率1.4%に引き下げることで同じような数字が得られることが分かりました。

実際、人々が今までに経験した中で最悪の収益率を記録した1929年から1958年の30年間でも4%の取り崩し率が持続できたのは、インフレ率が低かったことが理由の一つです。この30年の間に、世界大恐慌、1937年の弱気相場、そして第2次世界大戦があり、退職者たちは自身のポートフォリオが打撃を受けるのを目の当たりにしています。この間、株式50%/債券50%のバランス型ポートフォリオの名目収益率は年平均でわずか6.4%でした。しかし、インフレ率も年平均1.8%と低く、退職者たちにとって極めて望ましい水準にありました。

特に、取り崩しが開始された初期においてデフレ傾向にあったことが、シークエンス・オブ・リターン・リスク(取り崩し開始の初期に市場が下落した場合、その時期にいつもと同じように資産を取り崩すことでその後の運用資産額が大幅に減少し、ポートフォリオが早期に枯渇してしまうリスク)の負の影響を相殺するのに寄与しました。1926年から1931年に市場は2桁の下落に見舞われましたが、インフレ率もゼロを下回りました。この結果、インフレ率で取り崩し率を調整することで、金額ベー

スの取り崩し額を下げることができたのです。もしインフレ率が過去の平均値2.9%という通常の水準に近かったら、ポートフォリオはおおよそ25年後には枯渇していたことになります。

論争への参加

ここまでで明らかになったのは、正しい持続可能な取り崩し率に対する答えは、あいまいで参考にならないということです。それは時と場合によって変わります。それでも、妥当なシナリオを検証するために、経験則に基づいて推測することは可能です。

債券利回りの低下は、将来の債券の収益率にとって良くないことに疑いの余地はありません。同時に、株式市場のバリュエーションが高ければ、将来の株式の収益率は低下する可能性があります。我々は、この2つのシナリオを織り込み、株式と債券の実質(インフレ調整後)収益率を起点とし、株と債券両方の資産クラスの算術平均収益率を200ベースポイント引き下げて検証を行いました。この結果、想定される平均実質収益率は、株式が約7%、債券が約0.4%となりました。

取り崩し率によってポートフォリオの持続可能性がどう変化するかをより感覚的に捉えられるよう、同僚のMaciej Kowaraは、上の実質収益率の想定を基本ライン(ボラティリティと相関係数を過去の平均値に維持する)として、観察期間を30年とし、開始時点の取り崩し率ごとにポートフォリオの持続可能性を検証しました。Kowaraは、モンテカルロ法を用いて個々の取り崩し率について10000の潜在的収益率を無作為に発生させ、様々なシナリオを生成してそれぞれの成功確率を推計しました。

図表1にあるように、これらの想定に基づく、株式50%/債券50%で構成されるポートフォリオの取り崩し率はやや低くなることが分かりました。成功確率を90%にしたい投資家は、開始時点の取り崩し率を従来の4%とすると目標を達成することができません。開始時点の取り崩し率を3.5%まで下げれば、成功確率が上がります。図表1の一番下の行は、30年という運用期間の最終年の何年前にポートフォリオの資産が枯渇してしまうかを、年数で表しています。

ポートフォリオの資産構成も重要な要因となります。図表2が示すとおり、ポートフォリオの株式への配分率を上げることで、成功確率は改善される可能性があります。反対に、債券

図表1 株式50%/債券50%で構成されるポートフォリオの成功率

我々の研究は、投資家は開始時点の取り崩し率を4%をやや下回る水準に設定すべきであることを示しています

開始する年の取り崩し率 (%)	1.0	1.5	2.0	2.5	3.0	3.5	4.0	4.5	5.0	5.5	6.0	6.5	7.0
成功確率(%)	100	100	99.9	99.5	98.1	93.9	86.0	74.5	61.6	47.9	34.9	23.9	15.5
資産が枯渇する年数	—	—	1.8	3.6	3.6	4.1	4.8	5.7	6.7	8.0	9.1	10.5	11.8

出所：Momingstar

⁶ Kitces, M. 2020. "How the Creator of the 4 Percent Rule Applied It for His Clients and His Own Retirement, With Bill Bengen." Financial Advisor Success Podcast, Oct. 13.

への配分率が高いポートフォリオは、持続可能な取り崩し率を押し下げてしまう可能性があります。株式市場のボラティリティに対する退職者の許容度にもよりますが、退職者は、株式へのエクスポージャーを梃子として、取り崩し率をやや引き上げることができることとなります。

もちろん、この分析にはいくつかの重要な注意点があります。人間の寿命はもともと不確実です。ほとんどの退職者は、資金が必要となる期間が何年続くのかを予測することができません。たとえ我々が正確な収益率を特定できたとしても、退職者たちが最終的にどう対処すべきかは、シーケンス・オブ・リターン・リスクをはじめ多くの要因に左右されます。退職直後の数年間の収益率（シーケンス・オブ・リターン）がマイナスとなった場合、問題は特に深刻です。

はじめは保守的に

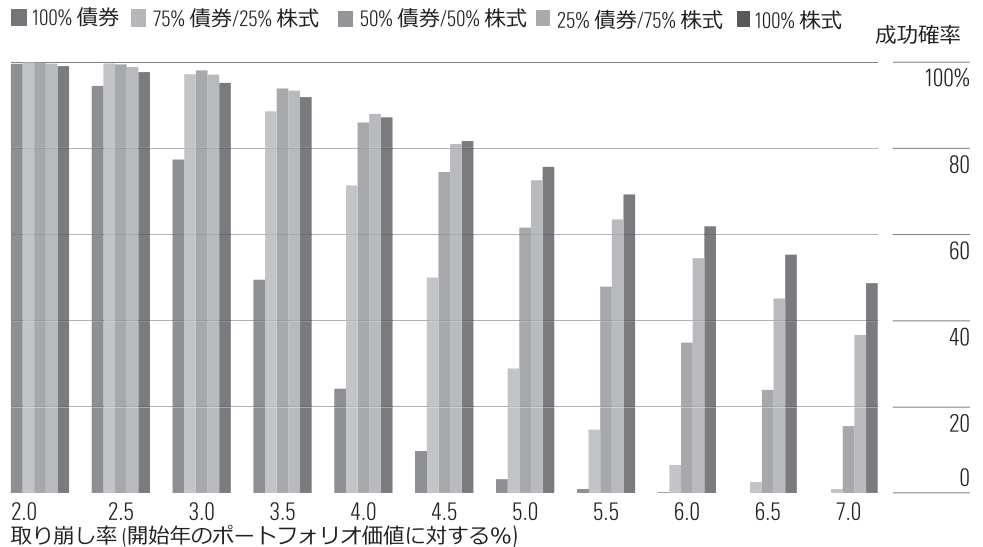
市場の環境とポートフォリオの残存価値から目を離さないことが大切です。何が起こっても構わず、来る年来る年、同じ金額を取り崩している退職者はほとんどい

ません。市場の収益率がマイナスとなった次の年は取り崩し率のインフレ調整を行わない、あるいは、ポートフォリオの資産額に対して一定の割合に取り崩し額の上限を設定するなど、柔軟な取り崩し戦略によってポートフォリオの運用成果を改善することができます。

誰もいずれ取り崩しを開始する時期が来ます。すぐに取り崩しを始める予定の退職者は、将来の予想収益率を考慮し保守的な姿勢で臨むことが賢明なやり方と言えます。◇

図表2 ポートフォリオの資産構成が成功確率に与える影響

株式へのエクスポージャーが大きいほど、成功するチャンスは高まる



出所: Morningstar.

コラム:インフレに備える

米国 Morningstar パーソナルファイナンス・ディレクター **Christine Benz**

インフレ率が大幅に上昇する兆し、あるいは大幅な上昇につながるような実際の要因は今ほとんど見られません。インフレ率が3%近辺の通常レベルに戻る可能性はありますが、1970年代から1980年代初期のインフレスパイラルのような状況が起こると予想する向きはほとんどいません。

それでも、たとえ確信はなくてもインフレ率が上がる可能性がある限り、退職後の資産の取り崩しには、これまで以上に慎重になる必要があります。また、急激なインフレによって自身のポートフォリオを運用期間の最終年まで持続できなくなるリスクを避けるため、退職者は裁量効くお金を得られるその他の手段を詳しく知るべきであると主張されています。

手段の一つに、特に低所得層の退職者の場合、社会保障制度（年金保険）があります。年金保険はインフレを調整して支給されます。ポートフォリオから資金を取り崩すことだけに依存するのではなく、退職プランにおいてインフレを考慮して総合的に考えることの重要性が指摘されています。ファイナンシャル・プランナーが、健康な人に社会保障の受給開始時期の先延ばしを推める理由の一つは、より多くの受給額が得られることだけでなく、インフレ調整というより大きな恩恵をうけることができるからです。

インフレによる退職者の支出力の脆弱化を抑えるもう一つのアイデアがあります。家を買うか借家に住むかという決断は、明らかにインフレ以上に難しい問題ですが、持ち家に住むことの大きな経済的利点は、インフレになっても支出額がそれほど膨らまないことです。

最後になりますが、退職者の投資ポートフォリオはインフレから退職者を守る役割を担う必要があります。私の推奨するモデル・ポートフォリオには、インフレをヘッジできる資産、あるいは、時間の経過とともにインフレを上回る収益率が期待できる資産へのエクスポージャーが多く含まれています。前者に適するのは米国物価連動国債、そして、後者は株式です。