

ライフサイクル投資の考え方とその課題

野村証券金融工学研究センター エグゼクティブディレクター 大庭昭彦

1. ライフサイクルとリスク資産比率の原理

個人の株式や投資信託などのリスク資産保有が公的に後押しされ始めて久しいが、具体的にどのくらい持てば良いのか、年齢を経るにしたがって変えるべきなのか変えない方が良いのかという議論はあまりされていないようだ。加齢とリスク資産比率の関係で、米国のフィナンシャルアドバイザーが簡単なルールとして使っているのは「リスク資産比率を100から年齢を引いたものにせよ」というものである。例えば30歳ならば7割、50歳ならば5割、70歳ならば3割が良いということになる。高齢になるほどリスク資産を低くした方が良いというのは感覚的にも受け入れやすい。

この高齢になるほどリスク資産を低くした方が良いという話には厳密な理論があり、ハーバード大学のジョン・キャンベル教授等によって研究されている。2018年7月に野村証券グローバルベース研究会が翻訳した「人生100年時代の資産管理術～リタイア後のリスクに備える」(鳥海智絵監訳、日本経済新聞出版社)で主張されている通り、この理論のキーワードは「人的資産」である。人的資産とは将来収入の現在価値で、資産管理は資産合計で行うべきというものである(Campbell, J. and L. Viceira[2002])。

資産合計 = 保有資産 + 人的資産(将来収入の現在価値)

伝統的な資産配分理論によれば、年金など長期投資の場合、市場などの条件が一定ならば最適リスク資産比率は一定になる。しかし、キャンベル教授等による新たな理論によれば、資産合計の中での最適リスク資産比率が一定でも、人的資産を安全資産だとすると、年齢

と共に人的資産が減るにつれて、保有資産の中の最適リスク資産の比率は減っていく。こうした運用を自動化したものがターゲットデットファンド(TDF)であり、米国の確定拠出年金では2016年末で約8,800億ドルの残高と、単独カテゴリーとしては大きなヒット商品となっている。年齢以外の属性でも、収入の安定性は職種によって違うので、最適比率は職種で異なる。公務員などの雇用が比較的安定した職種であれば、人的資産が債券の概念に類似しているため、最適リスク資産比率が高い。給与が株式市場に連動している人はその逆である。

2. 加齢とリスク資産投資の実際

さて、2016年総務省「全国消費実態調査」などで日本の個人のリスク資産(株式、投資信託)比率をみると、高齢者のリスク資産比率が相対的に高い。前述の理論とは逆である。これは高齢者がリスク資産を持ち過ぎているのだろうか。ここで再び、キャンベル教授の理論に戻ると、最適化の結果やTDFの運用で使われている比率では、株の比率は若年層から中年のころまで8割以上と高く、退職時は5割程度、その後75歳くらいまでに2割～3割に落とすものが多い。一方で総務省等の統計によると、リスク資産比率が高い高齢者層でもリスク資産比率は2割に満たない。つまり、合理的な行動に照らし合わせると、中年から若年層のリスク資産比率が低すぎ、高齢者についても合理的な水準はもう少し上であるという解釈が正しいと思われる。

3. 金融リテラシーの重要性

中年から若年層のリスク資産比率が低すぎ

ることを裏付けるのが、最近日本でも詳しいデータが計測され始めた「金融リテラシー」である。金融リテラシーとは、金融に関する知識や情報を正しく理解して判断する能力と定義される。知識や情報だけを指しているのではないということがポイントであり、金融経済の雑多な知識を得ることはさほど重要ではない。合理的な行動を促すための、数少ない単純な常識が金融リテラシーになり得る。例えばペンシルバニア大学のオリビア・ミッチェル教授等が2013年の報告で紹介した金融リテラシーのテストは3問から成り、金利、インフレ、分散投資の意味を順番に問う構成だ。同報告によれば、この3問に全て正解した人は全体の34%しかいなかった。こうしたリテラシーの低さが問題なのは、リテラシーが低い程、長期的にお金を貯められないというデータがあるからだ。例えば、この研究グループが個人の実際のデータを使った分析で「金融リテラシーは退職時点の資産額の差の3分の1を説明する」とも言っている。

日本でも日本銀行内に設置されている金融広報中央委員会が2016年6月にミッチェル教授等と同様の金融リテラシーに関する調査を全国25,000人を対象にして行っている。結果をみると、日本の正答率の平均は米国よりも低く、金融リテラシーの低さが浮き彫りとなっている。また、年齢セグメント別の金融リテラシーの差をみると、高齢者層の方が若年層に比較して金融リテラシーが高い。これが「傾きの反転」の原因の一つだとすれば、まず若年層に対する金融教育は重要である。また、相対的にリスク資産比率の高い高齢者層に対する金融教育も不要ではない。

4. 安全に対する誤解と退職後のリスク資産投資

安全を求めて安全とは逆の行動をとる人がいるという話がある。多くの退職者は“安全志向”でリスクのある商品を好まない。フィデリティ退職・投資教育研究所が2011年に約8,000人の日本の退職者を対象に行った調査によると、日本の退職者の63%は投資していない。特に老後資金に不安を感じている世帯（約半分）の中では67%が投資しておらず、平均よ

り多い。こうした行動は合理的だろうか。そこで65歳の日本人が資産の5%を毎年取り崩していくときに、死亡まで資産が枯渇しない確率を、分散投資する場合としない場合で比較してみよう。分散投資のリターンとリスクは、日本株（TOPIX配当込）、国内債券（BPI総合）、外国株（MSCI-KOKUSAIヘッジなし）、外国債券（Citi WGBI除く日本ヘッジなし）を均等保有していた場合の1970年1月から2017年8月までの約47年間（外債のみ85年以降）の統計値（リターン7.07%/年、リスク9.32%/年）で計算した。資産が枯渇しない確率は、前述した翻訳書の著者で、フィールズ研究所でこの問題を研究しているモシェ・ミレブスキー教授による分析方法を採用した。死亡率の前提は、厚生労働省大臣官房統計情報部人口動態・保健社会統計課「人口動態統計」による。これによれば日本人の65歳時点での余命は男女平均で約21年である。

結果を見ると、全て現金で保有している人の、資産が枯渇しない確率は半分程度しかないのに対し、分散投資している人はほぼ9割の確率で枯渇しなかった。投資した方が安全なわけである。この結果が多くの人にとって意外に感じられるのは、金融リテラシーの不足により長期分散投資や長生きリスクの効果を軽視しがちという行動ファイナンス上の理由からだと考えられている（大庭[2017]）。

5. まとめ

人は誰でも年をとる。そして、その間のリスク資産運用をどうすれば良いかについては合理的な考え方が提案されている。一方、そのような合理的な行動が実践できている人は少ない。この状況の改善には、金融リテラシーの向上、行動ファイナンスの応用などが重要だと思われる。

【参考文献】

大庭昭彦[2017]、「行動ファイナンスと金融リテラシー」証券アナリストジャーナル、2017年12月
 Moshe A. Milevsky[2013]、「Are You a Stock or a Bond」(邦訳「人生100年時代の資産管理術」[2018]、日本経済新聞出版社)
 Campbell, J. and L. Viceira[2002]、Strategic Asset Allocation: Portfolio Choice for Long-Term Investors, Oxford University Press. (邦訳「戦略的アセットアロケーション」[2005]、東洋経済新報社)
 フィデリティ退職・投資教育研究所 [2011]、「見直したい、退職金での投資」フィデリティ退職・投資教育研究所レポート