



高齢化時代の個人金融資産運用に 求められる視点



金融研究部門 主任研究員 梅内 俊樹

umeuchi@nli-research.co.jp

1—はじめに

年金・医療・介護などの社会保障制度は、多くの現役世代で少ない高齢世代を支えることを前提としてきた。しかしながら世界で類を見ないスピードで進展する少子高齢化により、こうした前提は崩れつつある。国立社会保障・人口問題研究所の「日本の将来推計人口」（2006年推計）によると、2005年に66%であった15-64歳人口の割合が2030年には59%まで減少する一方、2005年に20%であった65歳以上人口の割合は2030年には32%まで上昇することが予測されている。2030年には1人の高齢世代を15-64歳1.8人で支えなくてはならなくなる。3.9人で支えていた2000年から僅か30年で、支える現役世代の人数が半減するという急速な変化が見込まれているのである。

人口構成が急速かつ大きく変わり世代間扶養の限界が差し迫る中、社会保障制度の持続可能性を確保するため様々な角度から見直しが検討されている。特定の世代の負担が過重とならないよう世代間のみならず世代内での負担と給付のバランスをとることが制度改正の重要なポイントとなっている。ただいづれにしても財政健全化の観点からは国民の負担の増加と給付の削減は避けられないだろうし、世代間の公平性を勘案すると、現役世代のみならず高齢世代へも相応の負担が求められることになるだろう。高齢世代にとっては負担の増加と給付の削減の両面から、家計が圧迫されることが見込まれるのである。

こうした時代において個人が安心して豊かな老後生活を送るためには、もはや社会保障だけに頼ることはできない。共助・公助という社会保障に過度な期待を抱くのではなく、自助努力により自らの老後生活を支えること、そうした意識を持って老後に備えて資産形成を計画的に進めることが求められる。老後の生活資金は賃金収入が見込める現役時代に築くのが健全な自助の在り方と言える。しかしながら社会保障に関わる負担が増すことを想定すると、現役時代に老後の備えとしての資産を十分に積み立てることは今まで以上に難しくなるかもしれない。こう考えると現役時代の資産形成はもとより、金融資産を使いながら増やす退職後の金融資産運用の重要性は今後一層高まるものと想定される。

2—現役世代の資産形成の一般的な考え方

老後の生活資金の全てを現役時代に確保することが難しいとしても、将来に必要な資産形成を現役時代に計画的に進めることは健全性の観点からも望ましい。では老後の備えのために積み立てる金融資産はどのように運用すべきであろうか。価格変動性が大きいが故に将来の金融資産残高を大きく左右する株式や株式関連商品への配分比率をどうコントロールすべきであろうか。一般的には、若い時には株式等への配分比率を高めて積極的にリターンを追求し、「年齢の上昇と共に株式等への配分比率を引下げるべき」と言われている。この考え方は、収入基盤と運用期間という2つの側面から説明が可能である。

現役世代は定年までの間、賃金収入という形で安定した収入を見込むことができる。こうした安定的な財源である賃金の現在価値を金融資産の一部と見做して、金融資産全体のリスクが過度に高まらないように株式等のリスクの高い資産への配分比率を変更していくべきとするのが、収入基盤による説明である。将来受け取る賃金の現在価値の多い若い時には株式等への配分比率を高めることも可能であるが、年齢の上昇により将来受け取る賃金の現在価値が減少するに従い株式等への配分比率を引下げるのがリスク管理の観点から求められる訳である。この説明では将来受け取りが見込まれる賃金収入が安定的であり、株式等に比べ不確実性が小さいことが大前提となる。近年、終身雇用や年功序列型賃金体系の見直しが進み、将来受け取ることが見込まれる賃金の不確実性は以前に比べて高まっている。しかしながら若年期であれば自らを労働供給し定年に向けて賃金を受け取る機会も多いと想定されるため、「年齢と共に株式への配分比率を引下げるべき」との考え方は合理的と言えよう。

もう1つの側面である運用期間による説明は、リスクの高い株式は長期的な観点から投資することが望ましいとの考え方に基づくものである。過去の株価指数をもとに、投資期間1年、5年、10年、20年の投資収益率を比較すると、投資期間が長いほど収益率がマイナスとなり元本割れする確率が低いことが確認できる（図表-1）。若い時期には老後までの運用期間が長期に亘るため株式等への投資による元本割れリスクは低いが、年齢が高まり運用期間が短くなるに従い元本割れするリスクが高まる。このため元本割れリスクを抑制するためには、年齢と共に株式等への配分比率を引き下げる必要が生じるのである。

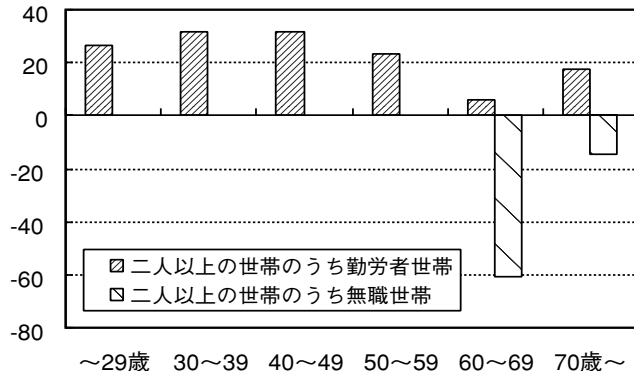
〔図表-1〕 運用期間と収益率・元本割れ確率（計算期間：1970/4～2011/3）

		運用期間			
		1年	5年	10年	20年
TOPIX	投資収益率の平均（％、年率）	8.5	6.2	5.8	5.2
	投資収益率の標準偏差（％、年率）	24.5	11.2	8.5	5.3
	元本割れする確率	35.6%	38.6%	35.4%	17.4%
SP500	投資収益率の平均（％、年率）	11.7	11.1	12.0	13.0
	投資収益率の標準偏差（％、年率）	17.8	8.0	5.4	2.7
	元本割れする確率	22.5%	11.5%	6.4%	0.0%
元本割れする確率（TOPIXとSP500の平均）		29.0%	25.1%	20.9%	8.7%

（資料）Morningstar EnCorrから、ニッセイ基礎研究所作成

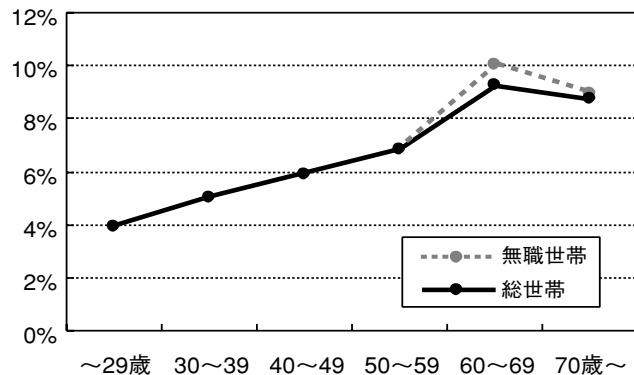
3—現実の金融資産運用の世代別傾向

[図表-2] 年齢階層別の黒字率 (%)



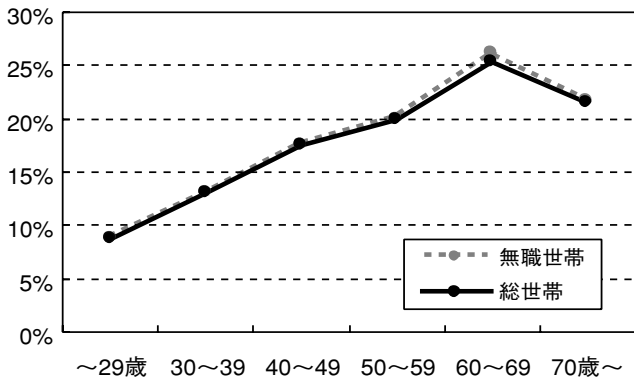
(資料) 総務省「家計調査」(H22年平均)

[図表-3] 株式・株式投資信託への配分比率



(資料) 総務省「全国消費実態調査」(H21年) から、ニッセイ基礎研究所研究所作成

[図表-4] 株式・株式投資信託を保有する世帯割合



(資料) 総務省「全国消費実態調査」(H21年) から、ニッセイ基礎研究所研究所作成

図表-2) 60歳以上の世帯を世帯主が無職の世帯に限定した統計では、黒字率は更に低下しマイナスに達している。60歳以上の勤労者世帯と無職世帯の黒字率の乖離は、勤労者世帯の一部の富裕層の存在によるものと推測できる。60歳以上の世帯の就労状態別の世帯数割合は、勤労者世帯が15%、無職世帯68%、無職世帯を除く勤労者以外の世帯(会社役員・個人営業等)17%であり、無職世帯が圧倒的に多い。これは定年を60歳とする企業が多いことも整合的である。典型的な60歳以上の世帯が無職世帯であると想定すれば、現役時代は金融資産を積上げ、退職後に金融資産を取り崩す姿が想像できる。

一方、金融資産のうちどの程度の比率まで株式・株式投資信託に配分しているかを、総務省「全国消費実態調査」で確認すると、年齢とともに株式への配分比率が上昇し、60-69歳で配分比率がピークを付けて、70歳以上では株式配分比率が低下している様子を見ることができる(図表-3)。60歳以上を無職世帯に限定した調査結果からも同様の傾向を確認できる。株式・株式投資信託を保有する世帯数の割合でも、傾向は変わらない(図表-4)。これらのデータは一時点での各年齢階級に対する調査結果であり、各年齢階級が経験してきた経済・社会環境や雇用環境・賃金水準などの違いを調整していないため、ライフサイクルと投資行動の関連性を的確に捉えるものではないが、現役時代には「年齢の上昇とともに株式への配分比率を引き下げるべき」との考え方とは異なる投資行動をとる一方で、退職後の投資行動は現役時代の一般的な考え方が踏襲されている可能性を伺い知ることができよう。

現役時代の投資行動が一般的な考え方と異なることについては、29歳以下では賃金収入が少なく、賃金収入が増大する30～40歳代にかけては教育関係費・住宅関係費の負担も同時に高まることで、株式等のリスクの高い資産に投資できるだけの十分な金融資産の積み立てが進まないといった事情を考えると、致し方ない面もあろう。しかしながら、退職後に「年齢の上昇とともに株式等への配分比率を引下げる」行動については、検討の余地があるものと思われる。

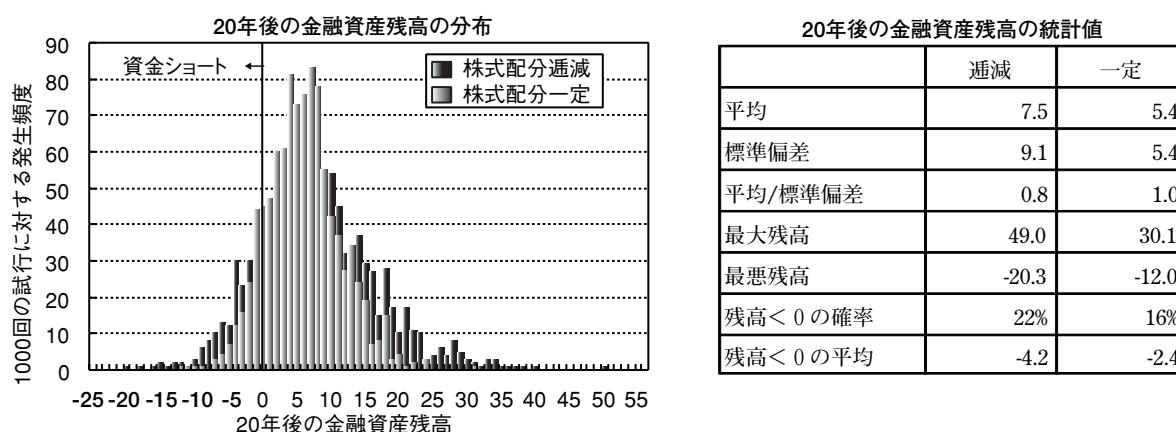
4—退職後世代の金融資産運用で認識すべき点

退職後の金融資産運用においても、現役時代と同様に年齢の上昇とともに株式への配分比率を引き下げる運用は最善の運用と言えるだろうか。簡単なシミュレーションで検証してみたい。

シミュレーションは、60歳時点で100の資産を持ち、生活資金として毎年5の資産を取り崩して消費に廻すことを前提とする。すなわち現金のまま保有していれば20年後の80歳の時点で資産を使い果たすことを前提とする。（予め余命が20年であることが既知であることを前提とする。）こうした前提のもとで、①60歳時点で株式に20%配分し、毎年1%ずつ株式への配分比率を引き下げ、20年後の80歳時点の株式配分比率を0%とする「株式配分逡減戦略」と、②株式への配分比率を10%で20年間一定に保つ「株式配分一定戦略」、の2つの戦略について80歳時点の資産残高がどのような分布となるのかモンテカルロ・シミュレーションで試算した。なお、いずれのケースも20年間の平均的な株式配分比率は10%で共通であり、株式へ配分した残りは短期金融資産（預金）で運用するものとした。

計算結果によると、「株式配分逡減戦略」の方が80歳時点の残高の平均や最大残高は大きいですが、標準偏差や最悪残高のマイナス幅も大きいことが確認できる。残高がマイナスに陥ることは、80歳に到達する前に金融資産を使いきり借入れに頼ることを意味するが、残高がマイナスとなる確率やマイナスとなったときの平均残高のマイナス幅も「株式配分逡減戦略」の方が大きいことを確認できる。「株

[図表-5] 取り崩し期の株式配分戦略と運用開始から20年後の金融資産残高



(注) 上記はモンテカルロ・シミュレーション（試行回数は1000回）の結果。
 運用開始時の金融資産残高を100とし、毎年5資産を取り崩し、20年間運用することを前提とする。
 対象資産を株式・短資とし、期待リターンは4%、0.1%、リスク・相関係数は2001/4～2011/3の実績を適用。
 (資料) Morningstar EnCorrから、ニッセイ基礎研究所作成

式配分逡減戦略」の方が借入れに頼らざるを得なくなるリスクが大きいことは、分布図を見れば一目瞭然である。資産の取り崩し額を70歳までを3、その後を7とし、70歳以降で医療費や介護費の負担が高まることを想定して試算しても、同様の結果が得られた。

極めて簡単なシミュレーションであるが、現役時代において受け入れ易い「年齢と共に株式等への配分比率を引き下げるべき」との考え方は、退職後の金融資産運用においては必ずしも当て嵌まるとは限らないことが理解されよう。そしてその要因は、退職後は定期的に資産を取り崩すことを前提としなければならないことにある。現役時代の積み立て期であれば株式投資で損を出しても定期的な積立金で損失を穴埋めでき、また資産を取り崩すまでの長い期間で株式市場の回復に期待もできる。しかしながら、取り崩し期においてはこうした期待ができないのである。100の資産額に対して10の損失をしたとしよう。その後資産を5取り崩すと資産額は85となるが、この85で10の損失を取り返すのは容易なことではない。特に、100の時に比べてリスクを抑制しているのであれば尚更である。このように一度発生した大きな損失を取り返すことが難しいのが、取り崩し期のリスク逡減運用の最大の問題点と言えよう。だからと言って、株式配分比率を一定に保つことが最善と言える訳ではないが、資産を取り崩す必要のある退職後の金融資産運用では、現役時代の常識が通用するとは限らないことを認識することは重要であろう。

5—これからの退職後世代の金融資産運用で必要な視点

1 | 退職後世代向けの投資教育

退職後の金融資産運用は現役時代にも増して難しさを伴う。資産を取り崩しながら増やさなければならず、現役時代の考え方が通用するとは限らないことは前述の通りであるが、意識しなければならない要素が多岐に亘るためでもある。何歳まで生きられ、そのために確保すべき生活費はいくらか、医療費や介護費としていくら必要かは、本人自らでさえも予め知ることはできない。こうした不確定要素がある上に、所得や金融資産残高の格差や遺産動機、扶養すべき人数や世話をしてくれる人の有無によっても、運用方法は変わりうる。現役世代とは異なる考え方が必要な上、個別性も強く他人と同様の投資行動をとる事が必ずしも最善とは限らないのが、退職後の金融資産運用である。

『貯蓄から投資へ』に関する特別世論調査（H19年・内閣府政府広報室）によれば、国民が投資より貯蓄を選ぶ理由として、調査対象者の4割以上の方が「株式や投資信託のことをよく知らないから」を選択している。こうした回答者のうち6割以上の方が、重要と思う国の取り組みとして「経済金融教育の促進」を挙げている。これらは20歳以上を対象とした調査結果であり必ずしも退職後世代に限定した結果ではないが、自助努力による金融資産運用を軌道に乗せるために投資教育を充実させることの必要性が理解できる。

退職後世代には現役世代とは異なる考え方が必要なことについて、退職のタイミングを捉えて投資教育を行うことは極めて重要と言えるだろう。単にリスクを引下げるべきというのではなく、資産を取り崩しながら増やし豊かな老後生活を送る上で必要なリスクの取り方について、投資教育の徹底を図ることが必要ではないだろうか。

2 | 企業の収益性と株式市場

退職後の金融資産運用においてどのような運用を志向するにしても、使いながら増やす必要性が高いことを前提にすれば、株式等をリスクが高いという理由だけで投資対象から除外することは望ましくない。男性の平均余命20年という定年退職時の平均的な年齢を考えても、金融資産運用から株式等の資産を排除する必然性もないであろう。この場合いずれの運用方法を採用にしても、株式市場の回復が不可欠である。結局、個人の老後生活は企業の収益性に掛かっていると言えるかもしれない。

[図表-6] 株式リターンとROE

	平均 TOPIX リターン	平均 ROE
1970 ~ 1980	14.2%	9.6%
1975 ~ 1985	14.5%	8.0%
1980 ~ 1990	19.6%	7.9%
1985 ~ 1995	5.6%	6.1%
1990 ~ 2000	-0.2%	3.4%
1995 ~ 2005	2.7%	1.6%
2000 ~ 2010	0.1%	2.9%
全平均	8.1%	5.6%
相関係数	0.87	

(資料) Morningstar EnCorr・東証統計資料からニッセイ基礎研究

1990年に資産バブルが崩壊して以降、日本の株式市場は上昇と下落を繰り返してきた。日本の株式市場において保有残高や売買金額で存在感を高めている外国人投資家の投資行動からは、彼らが日本株を長期的な成長を期待できる対象ではなく、上昇・下落を捉えてタイミング良く売買する対象と見做している可能性が透けて見える。こうした背景の1つとして収益性の低迷を挙げることができる。株主資本利益率は資本の成長を表す指標だが、長期的に見れば株式リターンとの連動性も高い(図表-6)。株式市場の回復と個人の豊かな老後生活には企業の収益性改善に向けた取り組みが不可欠である。

6—まとめ

「貯蓄から投資へ」のスローガンが掲げられてから早や10年が経過する。それにも拘らず日本の家計の貯蓄選好の高さは相変わらずで、株式・株式投資信託への配分比率は米国をはじめとする諸外国に比べ、極端に低い水準に留まっている。しかしながら、過去10年、20年の日本の株式市場の低迷期に株式等の配分比率が低かったことは、金融資産残高の大きな毀損を回避できたと好意的に考えることもできる。少子高齢化の進展は老後の備えとしての資産形成はもとより、老後に使いながら増やすための資産運用の重要性を高めるが、こうした中で効率良く金融資産残高を増やす上では株式等を投資対象の選択肢の1つとして外すことはできない。これまで致命的な傷を負わずに來れ、むしろ株式への投資余地を残すことは、将来に向けては前向きに捉えるべきかもしれない。

少子高齢化は労働力不足や貯蓄率の低下を通じて経済成長率を低下させると言われる。しかし家計の金融資産の一部がリスクマネーとして有効な役割を果たすのであれば、企業が活力を維持し持続的な利益成長を遂げる可能性もあろう。そして企業が獲得する利益が値上がり益や配当という形で家計に還元されることは、個人においても望まれるところである。

こうした好循環を作り出す上では、個人に対して投資教育を行い個人の金融リテラシーを高めるこ

とが必要である。特に、現役世代に比べて教育機会が少なく、現役世代とは運用に対する考え方が異なり得る退職後世代に対して、投資教育の機会を拡充することが重要であろう。投資教育を通じて年齢や状況に応じたリスクの取り方を認識させ、現役時代から退職後時代を通じて金融資産を効率的に増やすために適切なリスク管理のもとで適度にリスクマネーが企業に供給される流れを定着させることが不可欠である。個人投資家は決して合理的ではなく市場の動向に大きく影響されながら投資判断をする主体であることを踏まえると、個人の金融資産がリスクマネーとしての有効な役割を果たすためには、まずは利益と株価の成長を実現させることが重要であり、そのための一層の努力が企業にも求められよう。

[主要参考文献]

川北英隆「株式市場における投資家の行動—投資家行動は変化したのか—」ニッセイ基礎研 所報Vol.49

南武志、田口さつき「家計金融資産の動向と展望」農林金融2009・9

淵田康之、ロバート・ライタン（2008）『投資信託の将来』東洋経済新報社

Bodie, Z. “Thoughts on the Future: Life-Cycle Investing in Theory and Practice”, *Financial Analysts Journal*, January/February 2003

John J. Spitzer and Sandeep Singh “Shortfall Risk of Target-date Funds during Retirement”, *Financial Services Review*, Volume 17 Number 2 2008

Wei-Yin Hu and Jason S. Scott “Behavioral Obstacles in the Annuity Market”, *Financial Analysts Journal*, November/December 2007

