

(年金運用)：人的資本とリスク許容度—ライフサイクルファンドを例に

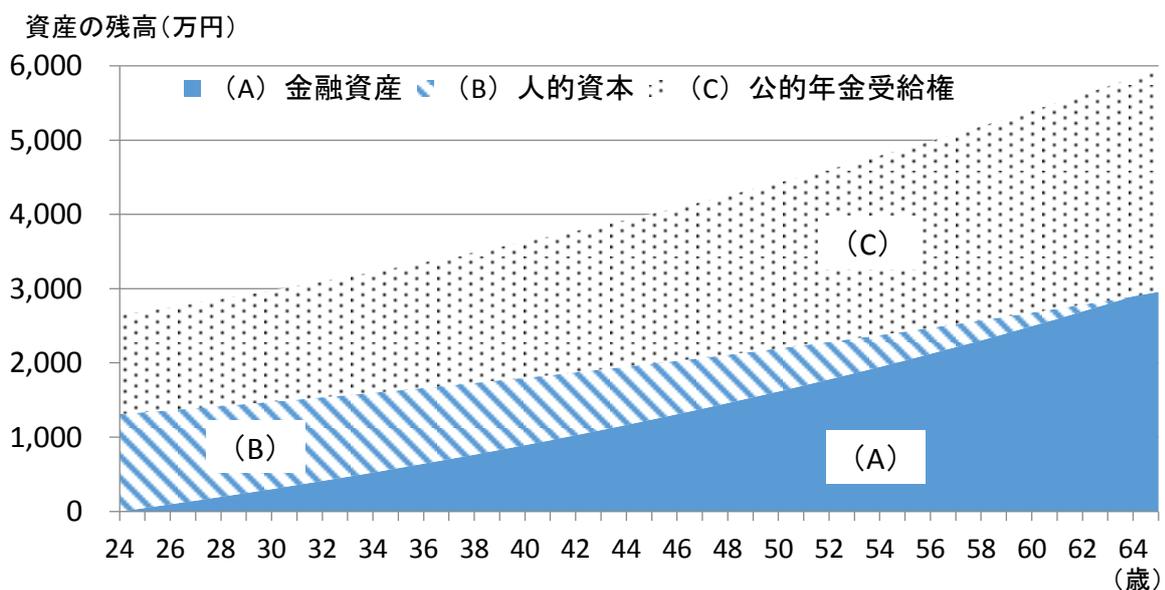
確定拠出年金加入者の有力な分散投資の手段として注目されているライフサイクルファンドという商品では、年齢とともにリスク資産への配分を落としていく。その背景には、長期にわたり働き、キャッシュフローを生み出す能力である、「人的資本」に注目する考え方がある。

確定拠出年金における運用商品の中で、自動的に投資対象を分散し、配分割合を決まった数値に保ってくれるのがバランス型ファンドである。米国の2006年の年金保護法では、その選定手続などが労働省の定めた基準を満たしていれば、バランス型ファンドをデフォルト商品とした結果、仮に加入者が投資によって損失を被っても、事業主は原則としてその責任を負わないと定めた。それ以降バランス型ファンドを保有する加入者の割合が徐々に増加している。

バランス型ファンドには大きく2種類ある。1つは年齢に関係なく配分割合を一定に保つ商品であり、もう1つが年齢に応じて配分割合を調整する、ライフサイクルファンドと呼ばれる商品である。この商品では若い間は比較的株式への配分割合の高いポートフォリオを組み、年齢を重ねて引退時期が近づくにつれ、株式から債券などへ配分を移し、ポートフォリオのリスクを落としていく。資産の積み増しから取崩段階に移行する引退年齢を目標年(ターゲットイヤー)とし、その年が近づくにつれて株式などリスク資産への配分を減らす、いわゆるターゲットイヤーファンドも同じ機能を持つ商品といえる。

ある研究¹⁾によると、実際に米国で販売されているライフサイクルファンドの平均的な株への配分割合を、30歳から60歳までの10歳ごとにみると、88%、81%、69%、50%になっていた。その反対に債券への配分比はそれぞれ8%、14%、25%、35%と年齢ともに上昇している(両者の合計で100%に満たない部分は主に短期資産への配分である)。株式への配分ルールを単純化して、 $(100 - \text{年齢})\%$ 、あるいは $(110 - \text{年齢})\%$ と表すこともある。

図表1：加齢による金融資産・人的資本・公的年金受給権の価値の変化



では、加齢とともに株式への配分を下げる根拠は何か。しばしば、若い間の損失は取り返せる可能性が高いのに対して、引退が近づき投資期間が短くなると簡単には損失を回復できないからだ、とされる。ただ、こうした立論は従来、学術上は疑問があるとされてきた。すなわち、毎年のリターンリターンやリスクが過去のリターンから影響を受けず、投資家の選好に変化がないのなら、最適なポートフォリオは常に一定のはずだからである。

しかし、人的資本 (human capital) を考慮に入れることで、株式への配分を徐々に減らすことの説明ができる。人的資本とは、工場などの資本財のように長期にわたるキャッシュフローを生み出すことができる人間の能力を指す。この人的資本の価値は、その人が生涯働くことで稼ぎ出すキャッシュフローの現在価値になる。例えば 25 歳の誕生日から 64 歳までの 40 年間働き、その賃金から月 4 万円 (1 年に 48 万円) を拠出し年利 2.0% で複利運用できるなら、65 歳時点での貯蓄額は約 3000 万円になる。この場合の 25 歳時点での人的資本の価値は 2.0% を割引率とした 3000 万円の現在価値、約 1300 万円になる。この価値はそれ以降毎年 2.0% 増加しながら、1 年あたり 48 万円の貯蓄が金融資産に変わっていく。この関係を図示したのが、左頁下図である。加齢とともに人的資本 (B) が金融資産 (A) に振り替わっている。

日本の家計の保守性を考慮し、保有資産における株式などリスク資産への最適な配分割合を 20% としよう。金融資産だけを考えるとリスク資産にその 20% を配分し、80% を債券や短期資産に配分することになる。ところが、人的資本との合計額を考慮すると、金融資産の配分割合が変化する。上述の例では、30 歳、40 歳、50 歳時点での人的資本と金融資産の合計額は、金融資産の 4.9 倍、2.0 倍、1.35 倍である (図表 1)。一方、リスクの指標として過去のリターンの年率標準偏差をみると、株式の 20% 程度、債券の 4% ~ 8% に対し、賃金上昇率は 3% ~ 5% である。そこで人的資本を債券と同じ低リスク資産とするのなら、資産全体すなわち (A) + (B) の 20% をリスク資産に配分するためには、金融資産の 98% ($=4.9 \times 20\%$) をリスク資産に投資すべきことになる。同様に考えると、40 歳、50 歳時点の金融資産における最適なリスク資産への配分は 40%、27% となり、加齢に応じて減少していく。

通常の家計であれば、これに加えて公的年金の受給が期待される。もしも 65 歳から 84 歳までの 20 年間、月 15 万円 (年間 180 万円) の年金を受給できるのなら、その累計額の 25 歳時点での現在価値もやはり約 1300 万円になる (図表 1 の (C) の部分)。ここで公的年金受給権のリスクも債券並みとすれば、金融資産でのリスク資産への配分は上述のケースの 2 倍、すなわち 30 歳で 200% (レバレッジをかけた場合)、40 歳で 80%、50 歳で 55% となる。

もちろん、ここで紹介した議論に対しては、① 今後は人的資本や公的年金のリスクが高くなる、② 住宅などの他の資産を考慮すべき、③ 税制の違いや遺産動機も資産配分に影響するはず、などの異論が有り得る。しかし、少なくともそのリスクが株式ほど高くないのなら、人的資本を考慮することによって金融資産ポートフォリオのリスク資産への配分が、年齢が低い時ほど高くなることは知っておくべきであろう。

(名古屋市立大学 大学院経済学研究科 臼杵 政治)

¹ James M. Poterba, Joshua Rauh, Steven F. Venti, and David A. Wise (2009), "Lifecycle Asset Allocation Strategies and the Distribution of 401(k) Retirement Wealth" in David A. Wise ed. *Developments in the Economics of Aging*, University of Chicago Press