



ジェロントロジー ジャーナル

超高齢社会におけるオーソドックスな投資スタイルとは？

債券・株式を例に金利・配当目的の投資の有用性を探る

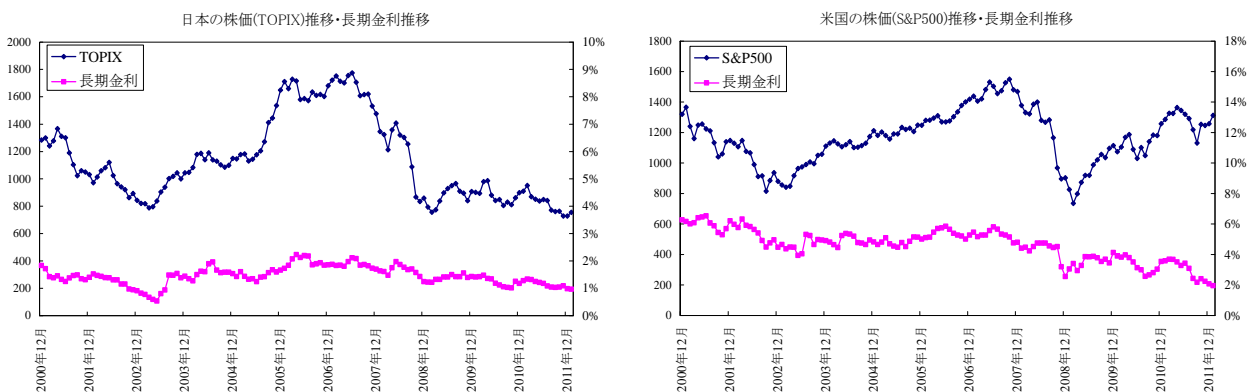
金融研究部門 研究員 伊藤 拓之
e-mail : hitoh@nli-research.co.jp

1—はじめに

日本はすでに超高齢社会へ突入しており、高齢者が大部分を保有している約1500兆円といわれる個人資産に関し、『貯蓄』から『投資』へと叫ばれて久しい。しかし、未だに資金は預貯金のままで眠り続けている。その背景には内閣府の『貯蓄から投資へ』に関する特別世論調査^{※1}によると、貯蓄指向の高さがうかがえ、元本保証の安心感や証券投資への知識の欠如や不信感があるようだ。はたして、貯蓄指向を保ったままで保有資産を守っていくことは可能な状況にあるのだろうか。

まず現在の投資環境を見るために、ここに日米の株価指数（日本：TOPIX, 米国：S&P500）の推移と長期金利（日本：10年国債、米国：10年国債）の推移を図示した（図表1）。株式は変動が大きく、特に日本株では2008年のリーマン・ショックから未だに回復しておらず、株式の継続保有では資産を毀損する懸念を払拭できない。他方長期金利は日米とも近年は低下しており、金利収入が低迷し十分なりターンを得られない。このような厳しい投資環境の中であればこそ、収益を高める方法を考える必要があることは言うまでもない。

図表1：日米の株価推移・長期金利推移



(資料) DataStreamを用いて筆者作成

今後の超高齢社会では低金利が長期化する中、資産保全するために、個人資産の大部分を保有する高齢者がその資産を運用する必要に迫られる。在職中は投資に縁がなかった人も老後資金を補うために投資せざるを得ない環境がやってくる。そこで、次章以降では超高齢社会におけるオーソドックスな投資スタイルについて考察したい。

2——インカム・ゲインに焦点をあてた投資スタイル

1 | インカム・ゲインとキャピタル・ゲインの特徴

投資や資産運用のリターンは一般的にキャピタル・ゲインとインカム・ゲインに分けて説明することができる。キャピタル・ゲインは証券価格自体の変動による差益で、例えば値上がりした株式を売却した場合の売却益や、株式を空売りしてそれを安く買い戻して得られた差益のことである。一方、インカム・ゲインとは、債券の利息や株式の配当から得られる収入のことで、証券を長期保有することで安定的かつ継続的に得られる収入である。

資産運用や投資を行う場合、株式では株価の値上がり益を狙って投資することが多く、一方債券は満期まで保有して定期的な金利収入を目的に投資することが多い。しかし高齢者が常に株式市場の動きを追いかけて値上がり益を追及することは容易ではない。そこで本レポートでは、インカム・ゲインに重点を置いた投資方法「インカム投資」に焦点をあてて、超高齢社会での投資方法のあり方を検討してみたい。

2 | 毎月分配型投資信託の人気に見るインカム指向

株式インデックス連動型の投資信託を除くと、投資信託の純資産残高の上位20には、毎月分配型の国際債券や国際株式、REIT(不動産投資信託)が並んでいることがわかる。毎月分配型投資信託とは毎月一定額の分配が支払われる投資信託で、日本より金利が高い国の債券や利回りの高いREITに投資して利息や配当を分配金の原資に当てる商品である。

図表 2 : 投資信託の純資産残高上位 (2012年1月末)

順位	投資信託名	運用会社	分類	純資産額(億円)	順位	投資信託名	運用会社	分類	純資産額(億円)
1	グローバル・ソブリン・オープン(毎月決算型)	国際	国際債券	17,730	11	ビクテ・グローバル・インカム株式(毎月分配)	ビクテ	国際株式	5,849
2	短期豪ドル債オープン(毎月分配型)	大和住銀	国際債券	12,296	12	フィデリティ・USリートB(為替ヘッジなし)	フィデリティ	国際REIT	4,844
3	ハイグレード・オセアニア・ボンド(毎月分配)	大和	国際債券	9,367	13	財産3分法R(不動産・債券・株式)毎月分配型	日興	バランス	4,783
4	野村 G・ハイ・イールド債券(資源国通貨)毎月	野村	国際債券	8,283	14	フィデリティ・USハイ・イールド・ファンド	フィデリティ	国際債券	4,523
5	新光 US-REITオープン『愛称:ゼウス』	新光	国際REIT	6,821	15	ダイワ 米国リート・ファンド(毎月分配型)	大和	国際REIT	4,431
6	日経225連動型上場投資信託	野村	国内株式	6,819	16	ワールド・リート・オープン(毎月決算型)	国際	国際REIT	4,425
7	TOPIX連動型上場投資信託	野村	国内株式	6,775	17	DIAM 高格付インカム・オープン(毎月決算)	DIAM	国際債券	4,336
8	ラサール・グローバルREIT(毎月分配型)	日興	国際REIT	6,363	18	ダイワ・グローバル債券ファンド(毎月)	大和	国際債券	3,739
9	(通貨選択)新興国債券<リアル>(毎月)	三菱UFJ	国際債券	6,207	19	野村 米国ハイ・イールド債券(リアル)毎月	野村	国際債券	3,692
10	ブラジル・ボンド・オープン(毎月決算型)	大和	国際債券	6,140	20	エマージング・ボンド・リアルコース(毎月)	大和住銀	国際債券	3,675

(資料) Morning Star社ホームページ^{※2}

フィデリティ退職・投資研究所レポート^{※3}のアンケート調査によれば、分配型投資信託保有者の78.3%が毎月分配型の保有者で、種類別では52.1%が海外債券に投資する投資信託の保有者であった。

また同調査によれば、分配型投資信託の保有金額は平均803万円、年間分配金総額は平均24.5万円である。分配金利回りは3～5%と推計されるが、64%に達する投資家が分配金をさらに2～3%多く欲しいと考えている。投資信託の純資産残高に見る人気とアンケート調査の結果は合致していることがわかり、毎月分配金を受け取れるといったインカム指向への人気が見える。

このように人気の高い毎月分配型投資信託であるが、2012年1月27日の日経新聞^{*3}によれば、金融庁は毎月支払われる配当金の原資を運用益に限定する規制を検討しているという。投資家の高い分配金の要求に応えるため、株価下落や円高等で元本が目減りしているにもかかわらず、運用益以上に分配金を出し続け、さらに元本を減らす投資信託が増えていたことが背景にある。このような事態を避けるため、運用成績が悪い時は分配金を制限することを検討しているようである。

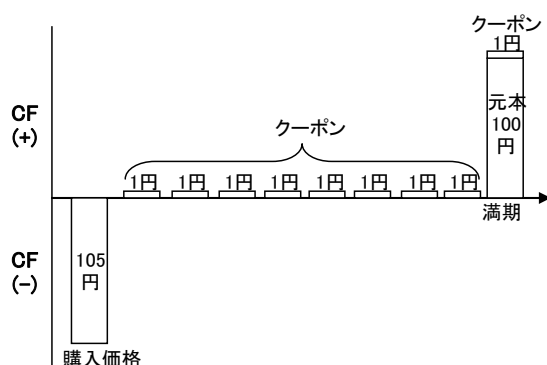
投資信託の分配金に回せる原資は米国では配当や金利収入および値上がり益、英国・フランスでは配当・金利収入に限られる。日本ではそれに加えて元本の払戻しも分配金として認められている。金融庁が神経をとがらせる背景にはこうした事情に対する高齢者の理解不足にあるようだ。高齢者がこのような仕組みの投資信託や過度な為替リスクに頼らないで収入を確保する方法として、本レポートでは実際に証券から得られるインカム・ゲインに着目し、債券のクーポン収入や株式の配当を重視した本来の「インカム投資」について、有効な投資方法やそのリスクについて述べる。

3—債券におけるインカム投資

1 | インカム投資目的はクーポンの極大化

債券は一般的に満期まで保有し、定期的なクーポン収入を目的とした投資が多いので、「インカム投資」を考える場合にはクーポン収入の極大化を目指すものとする。一般的な債券のキャッシュフロー(CF)の流れは、次の通りである。例えば債券を105円で購入すると、一定額の金利(年利2%の場合、半期では1円)が定期的(日本の国債や社債は年2回)に支払われ、満期を迎えると、債券の元本100円が償還される仕組みである。債券が英語でFixed Incomeといわれる所以は、金利に当たるクーポン収入が固定されているからである。(なお、満期までの期間と投資利回りの変化によって、債券価格は変動するので、満期を待たずに売却した場合には元本(100円)を回収できない可能性がある。)

図表3: 債券におけるキャッシュフロー(CF)

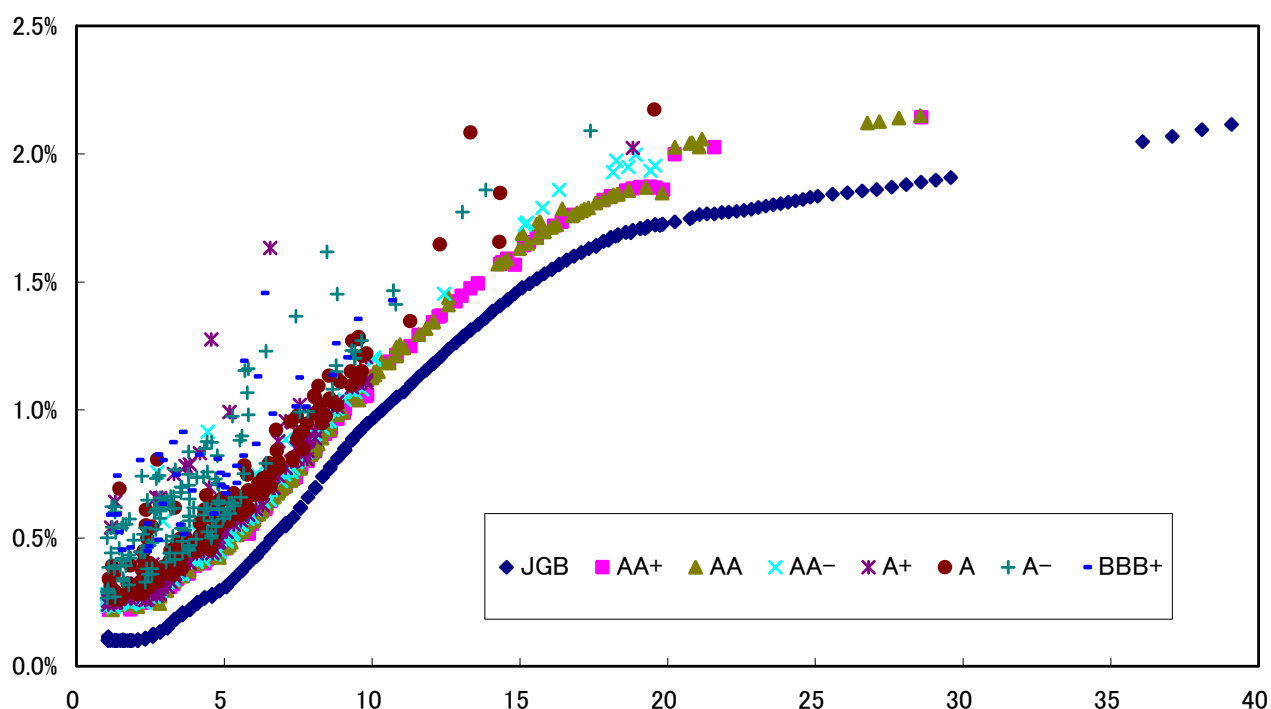


2 | イールド・カーブ分析によりクーポンの極大化を考える

次に日本の国債および事業債の利回り水準をグラフ化した上で、クーポン収入を高める方法を検討する。図表4の債券には年金資産運用の国内債券のベンチマークとしてよく用いられる野村BPI総合指数の国債およびR&I社が格付を付与した事業債(金融・電力除く)を利用した。ここに描かれた曲線は償還までの期間(残存期間)が異なる債券の利回りを描いたものであり、期間の長短が生み出す利回りの関係を表し、「金利の期間構造」を示している。

まず日本国債(JGB)についてみると、右肩上がりのグラフで残存期間が長くなればなるほど、利回りが高くなっていることが分かる。また国債と事業債の比較では事業債の利回りが高く、格付別に見るとA格(A+, A, A-を含む)の利回りが、AA格(AA+, AA, AA-を含む)を上回る傾向が見られる。そこで債券投資におけるクーポン収入を高める方法として、①年限が長い債券への投資、②事業債への投資、特に格付が低い銘柄の投資が候補として考えられよう。

図表4：日本の国債・事業債(R&I社格付基準)のイールド・カーブ(2012年2月20日)



(資料) 野村証券BPI, R&I社格付を用いて筆者作成、※注1

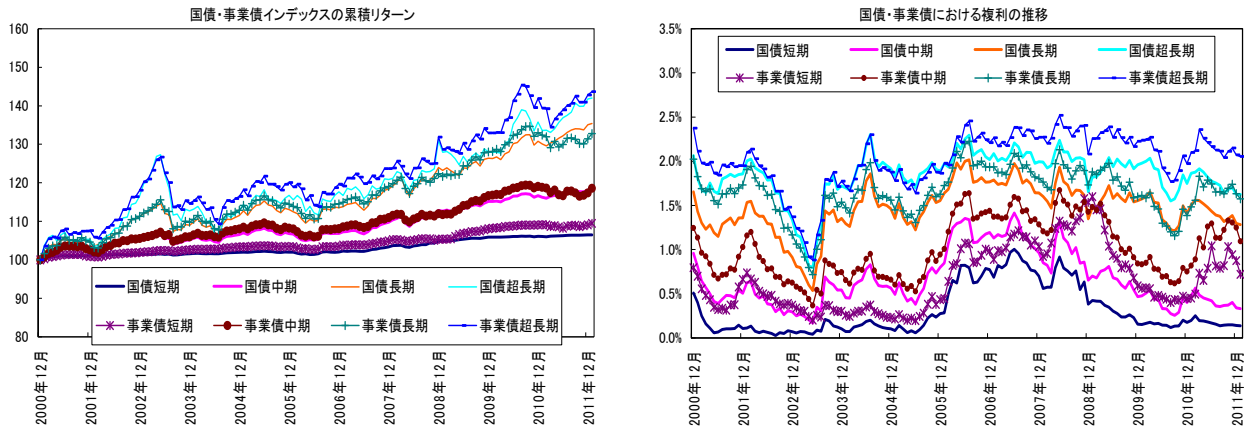
3 | 債券におけるインカム戦略およびそのリスク

このイールド・カーブ分析から考えられる①残存期間の長い債券への投資、②事業債への投資といった方法が、実際に収益を生む投資であったか債券インデックスをベースに検証してみる。

まず日本の国債・事業債について、野村証券が算出している国債・事業債の満期までの期間(残存期間)別インデックスを用いて、キャピタル・ゲイン含みの累積リターン(2000年12月を100)および投資

タイミング毎の利回り（複利）の推移を図表5に示した。残存期間区分は短期を1年以上～3年未満、中期を3年以上～7年未満、長期を7年以上～11年未満、超長期を11年以上の債券としている。累積リターン・複利ともに残存期間区分が長くなるほど期間を通して高くなる傾向がある。同一の残存期間における国債と事業債の比較では、累積リターンでは若干事業債の方が高いリターンを確保している時期が多いことが分かる。複利の推移については期間を通して国債よりも事業債の複利が高いことが分かる。

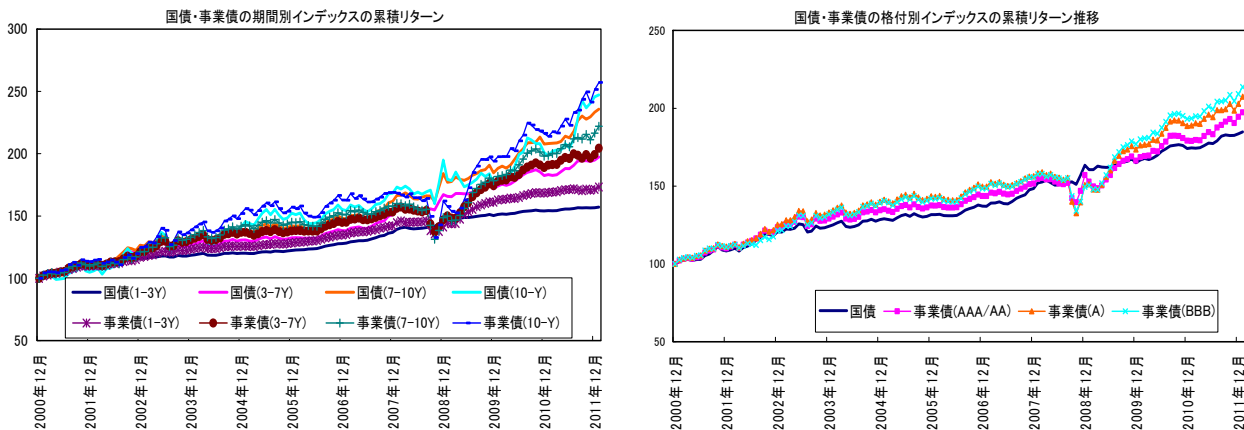
図表5：日本の国債・事業債のインデックス累積リターンおよび複利の推移



(資料) 野村証券BPIを用いて筆者作成

次に米国の国債・事業債については、CITI USBIG(シティグループ 米国BIG債券インデックス)が算出している国債・事業債の残存期間区分別インデックスを用いて、累積リターン(2000年12月を100)を図表6左に示した。さらに格付別インデックスを用いて累積リターン(2000年12月を100)を図表6右に示した。同一の残存期間における国債と事業債の比較では、若干事業債の方が高いリターンを確保している時期が多いことが分かる。格付別では期間を通して格付が低いほどリターンが高くなっている。

図表6：米国の国債・事業債の期間別・格付別インデックス累積リターン(現地通貨建て)



(資料) DataStreamを用いて筆者作成

このように見てくると、日米ともに国債での比較ならば残存期間が長い投資、国債と事業債の比較ならば事業債への投資がクーポンを高める上で有効なようである。ただし、累積リターンや複利を高める効果はあるものの、残存期間が長い投資は金利変動リスクを大きく背負い、事業債や低格付け債への投資はそれに加えて信用リスクを背負っていることを忘れてはならない。金利変動リスクは、金利上昇時に残存期間が長い債券ほど債券価格下落が大きく、大きな損失を被るリスクのことである。信用リスクは、企業の破綻やその懸念のため利回りが上昇して債券価格の下落がおこり、大きな損失を被るリスクのことである。実際に2008年のLehman Brothers破綻後の時期には、他の金融機関の破綻も懸念され、債券価格が大きく下落して米国の事業債の累積リターンが急落している。ただし、満期まで債券を保有する場合は債券の元本や利子の支払いが不能となる債務不履行に該当しない限り、これらのリスクは顕在化しない。

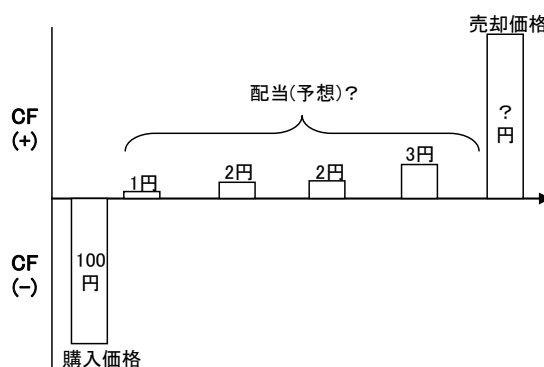
こうした事例から言えることは、債券のクーポン収入を高めることは可能であるが、自身がどのようなリスクを背負ってより多くのインカムを得ているか常に考えておく必要があるという点だ。実際のところ高齢の個人投資家が超長期国債（20年国債や30年国債）や事業債へ直接投資するのは商品に限られ難しい。そこで、長期債や事業債に焦点をあてた投資を行うのであれば、分配原資が健全かつ十分に確保されている投資信託への投資が適切といえよう。

4—株式におけるインカム投資

1 | インカム投資目的は配当利回りの極大化

株式は一般的に株価の値上がりを期待して投資することの多い商品である。このような一般的なものとは異なり、株式における「インカム投資」はインカム・ゲインである配当利回りの高い銘柄を選択してくることになる。株式のキャッシュフロー(CF)に関する情報は限られ、一般に各期末(決算期)に企業から発表されるのを待つか、将来の配当について会社やアナリストが公表する予想に頼るしかない。また売却価格も時価となり予測は難しい。固定利払いで満期に固定額が償還される債券と異なり、株式は配当も変動するし売却価格も変動する特徴を持つ。

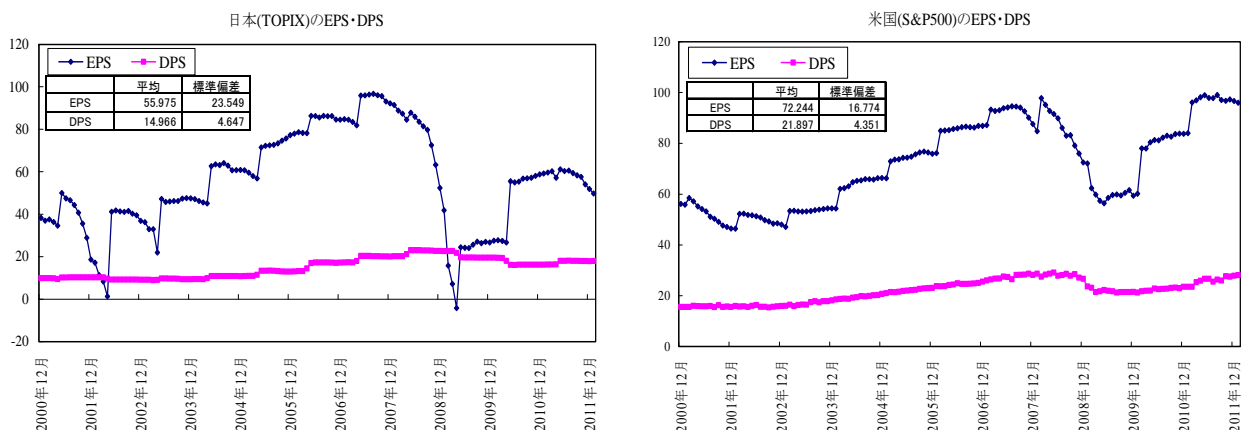
図表7：株式のキャッシュフロー(CF)



2 | 株式におけるインカム戦略およびそのリスク

次に日本・米国の主要インデックスにおける予想1株当たり利益^{※注2} (EPS)、1株当たり配当^{※注3} (DPS)の推移を見てみよう。EPSはIBES社が発表しているもので、証券会社などのアナリストが予想する1期先の利益見通しをインデックス採用銘柄全てについて集計している。日米両国ともにDPSに比べると、EPSの変動が激しい^{※注4}ことが分かる。業績連動配当企業ばかりではなく安定配当企業も存在することから、DPSは業績変動の影響を受けにくく比較的安定しているといえよう。

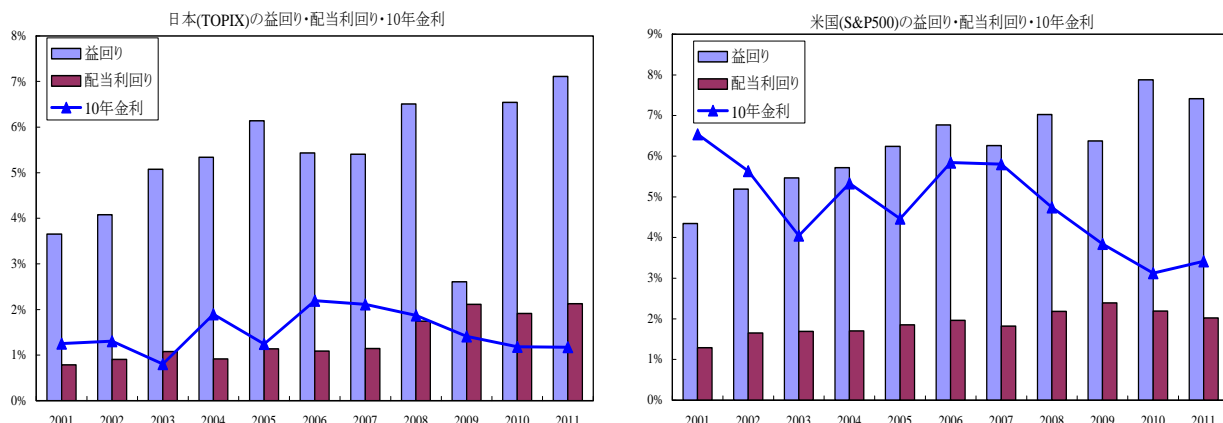
図表8：日米のEPS・DPSの推移



(資料) DataStream、IBESを用いて筆者作成

さらに各年6月時点の予想益回り^{※注5}・配当利回り^{※注6}、10年金利を見ると、日米ともに予想益回りに比べて、配当利回りが安定していることが分かる。近年日本の配当利回りが10年金利を上回ることも多くなり、また米国でも直近の10年金利の低下によって配当利回りとの逆転現象が見られるようになってきている。配当利回りが10年金利を上回る状態は「逆利回り革命」と呼ばれ、デフレの長期化や株式の期待収益率の低下を反映したものであると言われている。過去の分析ではこのような期間は長く続かず、配当利回りの10年金利に対する逆転現象はいずれ解消すると考えられる。

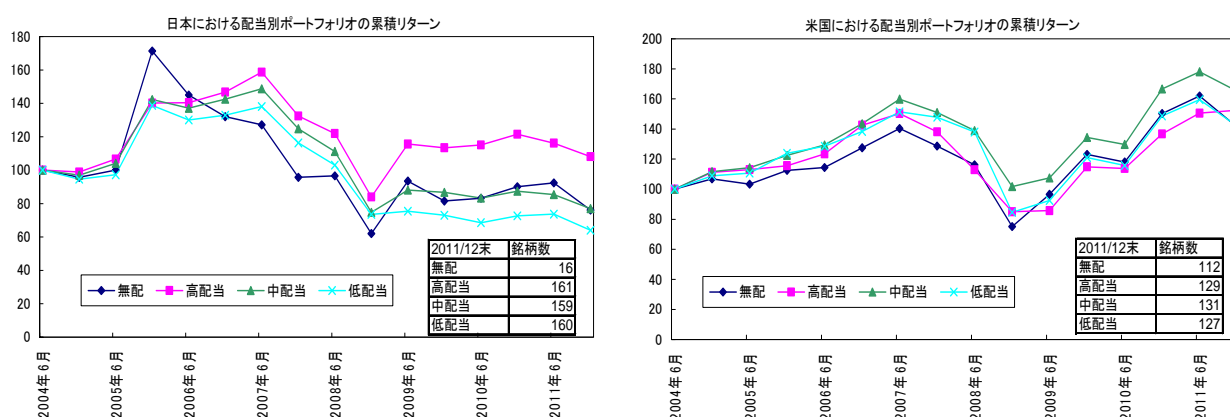
図表9：日米の益回り・配当利回り・10年金利



(資料) DataStreamを用いて筆者作成

最後に配当利回りの大小が株価リターンに結びつくか検討してみる。配当利回りの大小で4つのポートフォリオに分けて、6ヶ月ごとに各銘柄等金額で入替を行ったものとして、それぞれのポートフォリオの配当込み累積リターンを分析した。分析対象は日本がTOPIX500採用銘柄、米国がS&P500採用銘柄として、2004年6月末から2011年12月末までを分析した。その結果、日本では長期的に見て高配当ポートフォリオの累積リターンが高く、低配当ポートフォリオの累積リターンが低いとの結果を得た。他方米国では、高配当ポートフォリオの累積リターンと他のポートフォリオのリターンに有意な差はなかった。この理由として、①米国では株主還元策として配当以外にも自社株買いが盛んに行われている、②無配銘柄の多さから窺えるように、株主還元をせずに自社の事業成長に投資する企業が多数存在している、などが考えられる。

図表10：日米における配当別ポートフォリオの累積リターン



(資料) DataStreamを用いて筆者作成

株式の配当はある程度安定したリターンを得られる源泉ではあるが、株価の変動は配当に比べて非常に大きく、配当で収益が得られたとしても、配当以上に株価が下落してしまい損失を抱えてしまうというリスクには注意しなければならない。また配当も企業業績によっては減配されることもあるので、安定配当主義を掲げる企業や業績の安定した企業等を考慮した上で投資先を決定することが必要である。これは高齢の個人投資家にとって容易なことではない。そこで株式について自らが判断を下すのは特定の銘柄に限定し、それ以外の株式投資については高配当に焦点をあて、分配原資が健全かつ十分に確保されている投資信託（高配当銘柄投資信託）を利用することも考えられる。

5—結び

本レポートでは「インカム投資」に焦点を当て、債券・株式を具体例にインカム収益を極大化する投資方法およびその有効性やリスクについて述べてきた。特に株式投資において、「インカム投資」は確かに従来の株式の投資に比べて安定してインカム・ゲインを稼ぎ出し、最終的なトータルリターンも高くなる傾向が見られる。しかし、キャピタル・ゲイン狙いの投資ほどではないものの、その高いインカムを得るためにはリスクをとって

ることを忘れてはならない。投資家は自分の投資がどのようなリスクにさらされているかも十分に考慮しながら、投資対象を検討する必要がある。

(参考文献)

1. 内閣府政府広報室「『貯蓄から投資へ』に関する特別世論調査に関する概要」
<http://www8.cao.go.jp/survey/tokubetu/h19/h19-tousi.pdf>
2. morning star ホームページ
<http://www.morningstar.co.jp/FundData/FundRankingJyunshisan.do>
3. フィデリティ退職・投資研究所レポート「3つの非合理的な投資行動 分配型投資信託保有者3000人アンケート」
<http://www.retirement.fidelity.co.jp/pdf/report201005divided.pdf>
4. 日経新聞電子版2012年1月27日「投信『配当しすぎ』に歯止め 金融庁が法改正検討」、「『分配型』ゆがんだ市場 運用益越す配当9割」

(注)

1. 野村BPIインデックスの事業債の格付に関する組入れ条件は「S&P、ムーディーズ、R&I、JCRの格付会社4社のうちいずれからかA格相当以上を取得している」とされている。R&IがBBB+であるが、JCRからA-以上の格付を得ている場合、野村BPIインデックスの組入れ銘柄となる。
2. (予想1株あたり利益) = (今期予想純利益) / (発行済み株式数)
3. (1株あたり配当) = (前期実績配当総額) / (発行済み株式数)
4. 日本では標準偏差/平均がEPS:0.42、DPS:0.31、米国ではEPS:0.23、DPS:0.19とDPSがEPSに比べて低く、安定している。
5. (予想益回り) = (予想1株あたり利益) / (株価)
6. (配当利回り) = (1株あたり配当) / (株価)