

老後のための資産形成

確定拠出年金等で老後のために何に投資したら良いのか？－外国株式型、国内株式型、バランス型、外国債券型と国内債券型でのパフォーマンス比較



金融研究部 研究員 熊 紫云
ziyunxiong@nli-research.co.jp

※ 本稿は 2021 年 10 月～2022 年 3 月に発行した「基礎研レポート」を加筆・修正したものである。

1—はじめに

資産形成は老後資金のみならず、自助努力が求められる流れになってきた。2019年6月に、金融庁の金融審議会で報告された長寿社会の日本における「老後資金の2,000万問題」が世間で大きな物議を醸した。「夫65歳以上、妻60歳以上の夫婦のみの無職の世帯では毎月不足額の平均は約5万円であり、まだ20～30年の人生があるとすれば¹」、公的年金の他に、2,000万円の金融資産が必要だと提唱された。こうしたこともあり、老後資金の早めの準備など、将来のために資産形成を始めたいと考える人が多くなっている。

資産形成の手段においては預貯金、債券、株式（個別株）、投資信託、不動産などがある。しかし、数ある資産形成手段の中で、なぜ株式インデックス投資が魅力的なのかを、まず初めに説明してみたい。

現状、預貯金は安全性が高いが、低金利環境で収益性は極めてゼロに近い。個人向け国債も元本割れリスクがなく安全性が高いものの、低金利で収益性が低い。一方で、株式は後ほど説明するが、価格が短期的に大きく変動するリスクはあるが、収益性が高く、分散や長期投資等でリスクを抑制することもできるため、長期の資産形成に向いている。

株式に投資する方法はいくつかある。まず、株式の個別株に投資する場合は、多くの銘柄から自らのニーズに合わせて自由に選択し投資することができる。しかし、企業に関する情報収集などの手間と一定以上の金融知識が求められ、また、1銘柄当たり最低でも投資資金として数万円程度を要するため、リスク軽減のために多くの銘柄へ分散投資するには相当な金額が必要となる。そのため、投資の初心者にはハードルが高い。

¹ 金融審議会「市場ワーキング・グループ報告書」（2019年6月3日）16頁より抜粋。

一方で、株式投資には、投資信託という、専門の運用会社が投資家から集めたお金を一つ大きな資金としてまとめ、株式などに、国・地域と業種に分散投資できる²手段がある。最低金額も 100 円から始められるものがあり、少額から手軽に投資できる。

投資信託の中ではさらに、プロの運用者が選択した比較的少数の銘柄を組み入れて各種指数を上回る収益を目指すアクティブ型投資信託と、各種指数と同様の値動きを目指すインデックス型投資信託に分けられる。

主要な市場インデックス型投資信託はニュース等でも報道される有名な株式市場の各種指数の動きと連動しており、値動きが把握しやすい。また、20 年、30 年後のための資産形成の場合、コストがとても重要になるが、インデックス型投資信託は、一般的にアクティブ型投資信託よりコストが安い。また、インデックス型投資信託は数多くの銘柄を組み込んでいるので、少数の株式に投資するよりもリスクが分散されており、相対的にリスクが小さい。以上のことから、株式インデックス投資は、資産形成の手段として初心者に適していると筆者は考えている。

本稿では、通常ファイナンスで使われる統計学の専門用語をなるべく使わずに株式インデックス投資について説明してみたい。株式投資と言えば一般的にまだまだ怖いというイメージを持つ人もいるが、実は株式インデックスに長期投資をすれば、ある程度リスクを低減できる。ただ、日本で投資できる 1,000 種以上のインデックス投信商品から、どれを選んだらいいのか戸惑ってしまう方もいるだろう。そこで、本稿では主要な株式インデックスについて紹介し、過去のデータに基づいて、どの株式インデックスを選択すべきだったかについて確認したい。さらに、一括投資と積立投資の違い等についても説明する。最後に、国が自主的な老後のための資産形成を支援する目的で整備した制度である「確定拠出年金」における資産配分について考えたい。今後老後のための資産形成の際に参考になるような情報を提供してみたい。

2——株式インデックスについて知るべきこと

1 | 国内外における代表的な株式インデックスの紹介

ニュース、インターネットなどを通じて情報を簡単に入手でき、値動きが把握しやすい観点から、本稿では図表 1 に挙げた株式インデックスを分析の対象とする。

代表的な日本株式インデックスには TOPIX と日経平均株価がある。TOPIX は時価総額が東京証券取引所上場企業全体の 97.8%³を占めており、日本経済の動向を示す指標でもある。日経平均株価は 1950 年 9 月 7 日から算出され、長い歴史と高い指標性を持っており、一般に広く知られている。

代表的な米国株式インデックスには S&P500、ダウ平均株価とナスダック 100 がある。S&P500 の時価総額は米国株式市場全体の約 80%を占めており、米国の株式市場動向を広く反映している。ダウ平均株価は米国を代表する企業の株価動向を示しており、ニュース等によく報道される。ナスダック 100 は IT やバイオテクノロジーなど最新技術を持つ企業と米国に上場している海外企業が含まれている。

² 投資信託協会ウェブサイト「投資信託を学ぼう」—「そもそも投資信託とは？」を参照した。

³ 日本取引所グループウェブサイトより、東京証券取引所上場企業全体の時価総額は東証プライム、東証スタンダード、東証グロースの時価総額（浮動株ベース、円単位）で計算した（2022 年 5 月末時点）。

世界の各国・地域を代表するインデックスもある。米国ニューヨークに本拠地がある MSCI 社が算出するインデックスシリーズが投資信託によく採用されている。MSCI コクサイは米国、イギリス、フランス、カナダ等の先進国株式が組み入れられているが日本株式は除かれている。一方で、MSCI World は MSCI コクサイと異なり、日本株式が組み入れられている。MSCI エマージング・マーケット (EM) は中国、韓国、インド、ブラジルなどの新興国株式が組み入れられている。先進国と新興国の両方の株式を組み入れているのが MSCI ACWI (オール・カンントリー・ワールド・インデックス) である。

【図表1】代表的な株式インデックス

国・地域	インデックス	構成銘柄	銘柄選択ルール	算出方法	時価総額
日本	TOPIX	東京証券取引所プライム市場上場全2,171銘柄。	東京取引所プライム市場上場全銘柄	時価総額加重	405兆
	日経平均株価 (日経平均)	東京証券取引所プライム市場のうち225銘柄。	流動性が高い市場を代表する上場企業	株価平均	466兆
米国	S&P500種 (S&P500)	ニューヨーク証券取引所、ナスダック証券取引所に上場している銘柄の大型株、504銘柄。	・時価総額が最低131億ドル ・十分な流動性 ・浮動株が発行済株式総数の50%以上 ・連続4四半期が黒字の米国企業	時価総額加重	4,497兆
	NYダウ工業株30種 (ダウ平均株価、ダウ平均)	S&P500の構成銘柄から選定し、米国各業種を代表する優良企業の30銘柄。 (世界産業分類基準の運輸・公益事業に分類される銘柄を除く)	・定量的なルールがない ・評判、持続的な成長力と投資家の関心が高い米国企業	株価平均	1,327兆
	ナスダック100	ナスダック証券取引所に上場する金融株を除く時価総額上位100銘柄 (現時点は102銘柄)。	・平均1日20万株以上の出来高 ・破産手続きに入っていない等の条件を満たす米国を含む各国の企業	時価総額加重	1,923兆
先進国	MSCIコクサイ	MSCI Worldから日本が除かれる先進国22カ国に上場する大型株&中型株を対象。1,280銘柄が採用され、各国市場の約85%をカバー。 (米国株の割合が72.8%)	・最低時価総額基準 ・最低浮動株調整後時価総額基準	時価総額加重	6,500兆
	MSCI World	MSCIコクサイに日本を加え先進国23カ国に上場する大・中型株を対象。1,540銘柄が採用され、各国市場の約85%をカバー。 (米国株の割合が68.3%、日本株が6.2%)		時価総額加重	6,929兆
新興国	MSCIエマージング・マーケット (EM, Emerging Markets)	新興国24カ国に上場する大・中型株を対象。1,393銘柄が採用され、各国市場の約85%をカバー。	・最低流動性基準 ・外国人投資基準 ・最低売買期間基準	時価総額加重	888兆
全世界	MSCI ACWI (オール・カンントリー・ワールド・インデックス)	MSCI WorldとMSCI EMを合わせ、先進国23カ国と新興国24カ国に上場する大・中型株を対象。2,933銘柄が採用され、グローバルの株式市場の約85%をカバー。 (米国株の割合が60.6%、日本株が5.5%)		時価総額加重	7,817兆

(注) 構成銘柄と時価総額(円単位)については「2022年5月末時点」。円換算レートは2022年5月末のRefinitivが替レート。

時価総額について、TOPIX、S&P500、ナスダック100、MSCIコクサイ、MSCI World、MSCI EM、MSCI ACWIは浮動株ベース、日経平均株価とダウ平均株価は発行済み株式ベース。

(資料) Bloomberg、Datastream 及び各インデックスのファクトシート、メソドロジーから作成。

2 | 代表的な株式インデックスの過去の推移

国内外における代表的な株式インデックスの過去の推移を振り返ってみよう。

日本から見た代表的な4つの金融・経済危機を取り上げ、株価暴落を挟む形で以下の期間に分けてそれぞれ見ていきたい。

- ・日本バブル崩壊直前から IT バブル崩壊直前まで（1990 年初～2000 年 2 月末）
- ・IT バブル崩壊直前からリーマン・ショック直前まで（2000 年 2 月末～2007 年 10 月末）
- ・リーマン・ショック直前からコロナ・ショック直前まで（2007 年 10 月末～2019 年 12 月末）
- ・コロナ・ショック直前から現在まで（2019 年 12 月末～2022 年 4 月末）

株式インデックスには通常ニュースで報道されるプライスインデックス（PI、Price Index）だけでなく、トータルリターンインデックス（RI、Total Return Index）もある。トータルリターンインデックス、つまり配当込み指数は、構成銘柄の価格変化等によるキャピタルゲイン（売却益）だけでなく、分配金の再投資等によるインカムゲイン（配当収益）も反映しているため、常にプライスインデックスを上回る⁴。本稿では、投資信託の運用成績を表すのに用いられるトータルリターンインデックスを原則的に取り上げる⁵。

また、株式インデックス以外の資産クラスのインデックスとの値動きの違いを説明するため、リーマン・ショック以降の期間に限り、国内債券を代表するインデックスである NOMURA-BPI（総合）と国内の上場不動産投資信託の J-REIT を比較対象として加えている。

(1) 日本バブル崩壊直前から IT バブル崩壊直前まで

1980 年代後半、日本はバブル景気に沸いており、株価についても上昇を続け 1989 年末に TOPIX と日経平均株価は史上最高値をつけた。1990 年に入ってもバブルの状況はしばらく続いていたが、いわゆるバブルがはじけてバブル不況に陥った。特に景気の不調を先取りする株価はいち早く反応し、1990 年 8 月にイラクのクウェート侵攻（湾岸戦争の始まり）で世界的な範囲で株価暴落が発生した（図表 2：網掛け部分）。それ以降、日本株式は長期間に亘り伸び悩んだが、1995 年以降、米国、先進国、新興国と世界株式インデックスは総じて上昇した。

それでは、この期間について、1990 年初の値を 100 として各株式インデックスの推移を見てみよう。

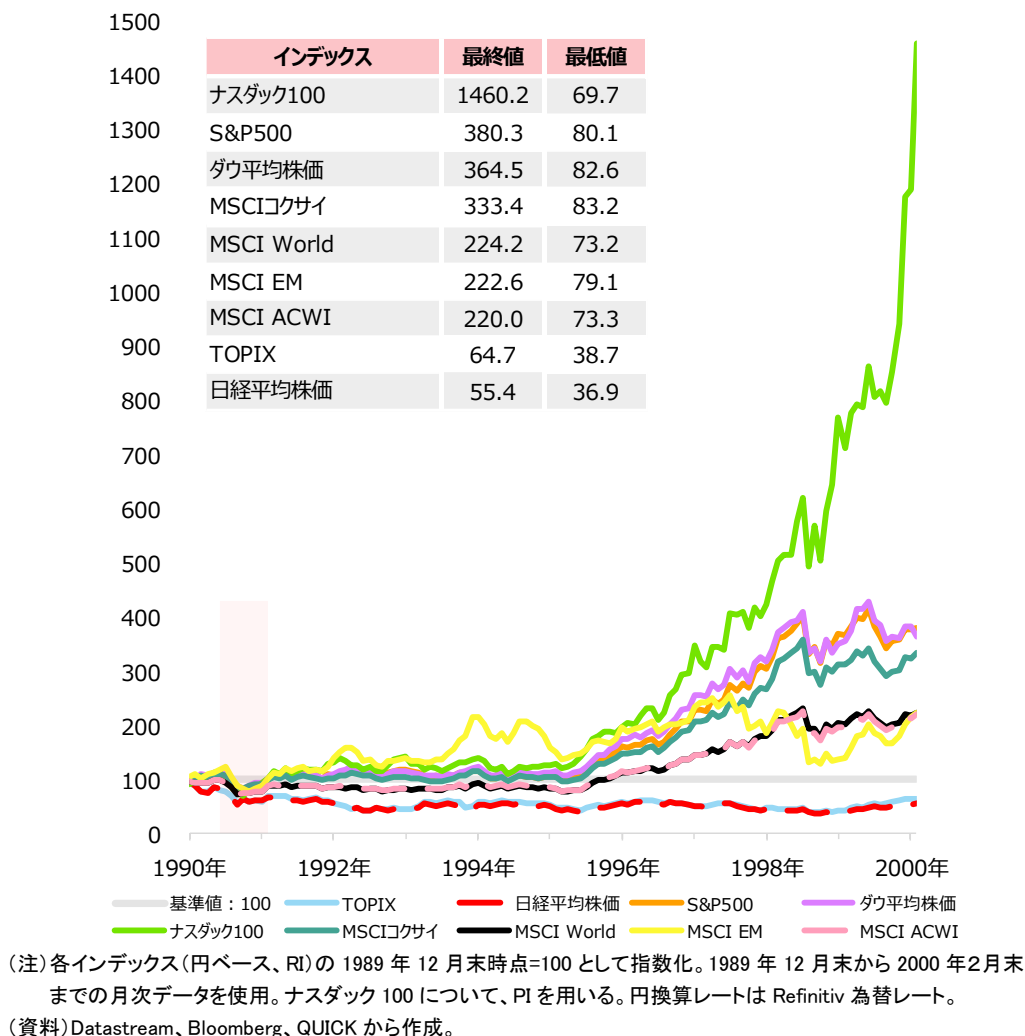
この期間、2000 年 2 月末までで上昇幅が一番大きかったのはナスダック 100 で、最低値が 69.7 と一時的に 3 割程度下落したものの、最終値は 1,460.2 にまで上昇し、14 倍以上と異常なまでの値上がりとなった。次に上昇幅が大きかったのは S&P500 とダウ平均株価、MSCI コクサイで、最低値が 80 台と一時的に 2 割ほど下落したものの、最終値が 300 台と 3 倍以上になった。MSCI World と MSCI エマージング・マーケット（EM）、MSCI ACWI も一時的に下落したが、最終値は 200 台と 2 倍以上に上昇した。

⁴ S&P ダウ・ジョーンズ・インデックス社の指数の基礎情報「インデックス・リテラシー」サイトを参照した。

⁵ ナスダック 100 の RI は 2003 年 9 月 24 日から算出された。本稿では、ナスダック 100 のパフォーマンスを保守的に示すため、1989 年 12 月末から 2003 年 8 月末まで PI を使用した。

TOPIX と日経平均株価は最低値が 40 を切るなど 6 割以上も下落し、最終値も TOPIX が 64.7、日経平均株価が 55.4 と低迷し、2000 年 2 月末まで一度も 100 に回復することはなかった。

【図表2】日本バブル崩壊直前から IT バブル崩壊直前までの価格推移



(2) IT バブル崩壊直前からリーマン・ショック直前まで

2000年3月に、上記で見たように米国のIT関連企業の株価が大幅に値上がりし、絶頂期を迎えた。しかし、株価高騰の行き過ぎを懸念する投資家が多くなり、PC関連の過剰在庫から生産調整等が行われる中、米国FRBの利上げもあって株価が急落し、IT関連企業の倒産が大幅に増えた。いわゆるITバブル崩壊である。続いて翌年9月の米国同時多発テロ事件、2003年の米国対イラク戦争などを経て、世界が同時に不況に陥った(図表3:網掛け部分)。その後、米国は金融緩和策等を実施し、アフガニスタン紛争による軍事特需等もあって、徐々に景気は回復した。さらに、住宅ブームによる資産価格の上昇などもあり、経済の好調が続いた。アジアでは、中国が高い成長率を遂げた一方、日本は「失われた20年」の低迷期に苦しんだ。

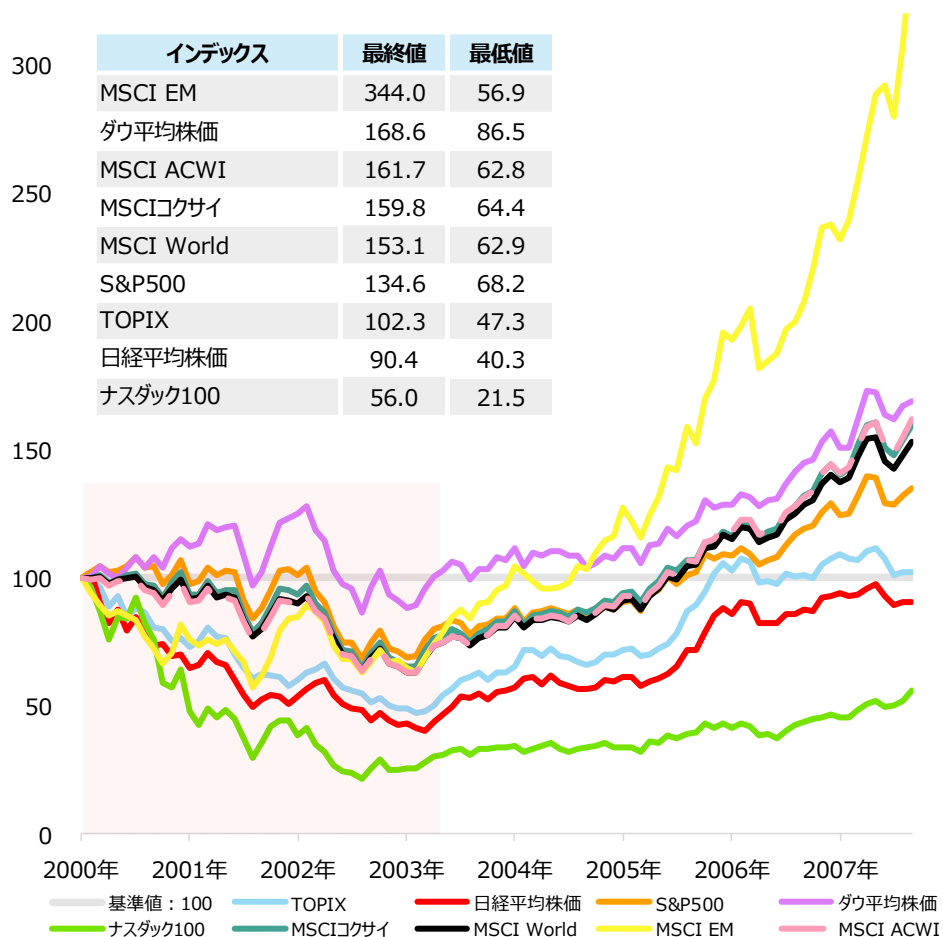
それでは、この期間について、2000年2月末の値を100として、2007年10月末までの各インデックスの推移を確認してみよう。ナスダック100と日経平均株価を除いて、株式インデックスは概ね上昇した。

この期間に上昇幅が一番大きかったのは、MSCI エマージング・マーケット (EM) で、最終値が 344.0 と 3 倍以上になった。続いて上昇幅が高かったのはダウ平均株価、MSCI ACWI、MSCI コクサイ、MSCI World で最終値は 150~160 だった。

S&P500 は最終値が 134.6 とそれなりの上昇となった一方で、ナスダック 100 は下落幅が大きく、最低値が 21.5 と約 5 分の 1 にまで値下がりした。大幅に下落したこともあって、ナスダック 100 は最終値が 56.0 と、半分程度にまでしか値を戻していなかった。

一方、日本株式は低迷が続いた。TOPIX の最終値が 102.3 とわずかに 100 まで回復したが、日経平均株価の最終値は 90.4 と 100 を下回った。

【図表3】IT バブル崩壊直前からリーマン・ショック直前までの価格推移



(注)各インデックス(円ベース、RI)の2000年2月末時点=100として指数化。2000年2月末から2007年10月末までの月次データを使用。ナスダック100について、2000年2月末~2003年8月末までにPIを用いる。円換算レートはRefinitiv為替レート。

(資料)Datastream、Bloomberg、QUICKから作成。

(3)リーマン・ショック直前からコロナ・ショック直前まで

2007年半ばくらいから米国の住宅ブームが終わり、住宅価格が下落し始め、低所得者向けの住宅ローンの返済が延滞する等のサブプライム問題が発生した。その後、住宅ローンを証券化した商品のデフォルト等で信用収縮が急速に拡大し、先進国を中心に多くの金融機関が経営危機に直面した。2008年9月には米大手投資銀行リーマン・ブラザーズが経営破綻し、金融システムに対する不安が

広がったことで、結果として世界的な金融危機を招いた【図表4】。日本ではリーマン・ショックと呼ばれる金融危機で、世界的には「国際金融危機：Global Financial Crisis」と呼ばれる。

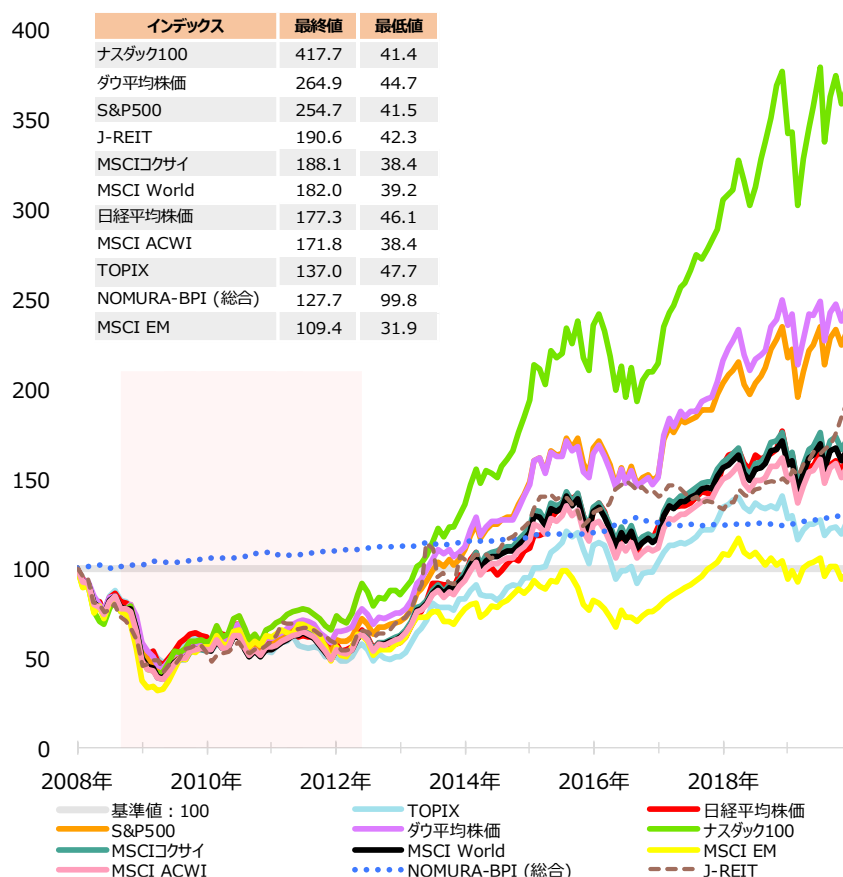
加えて 2011 年下期から、欧州債務危機も深刻化し、世界経済の不況と株式市場の低迷が長らく続いた。当初は各国政府の対応が遅く、財政出動等の規模も小さかったため、世界経済の回復は大幅に遅れた。

しかし、2012 年頃から遅ればせながら、各国で積極的な財政・金融政策がとられた。例えば日本では、2012 年末からデフレ脱却を目指すアベノミクスが発動され、2013 年から「量的・質的金融緩和」が導入された。2016 年には、マイナス金利政策と 10 年金利をほぼ 0% で推移させるイールドカーブ・コントロールが導入された。

各国の中央銀行も非伝統的な金融政策、つまり、大規模な資産買入れ（FRB は MBS、日銀は ETF、J-REIT 等）等を実施した。その後、2016 年に英国 EU 離脱国民投票、2018 年に米中貿易摩擦等のリスクが顕在化し、株式インデックスはその度に下落したものの、その後に総じて上昇した。

それでは、この期間について、2007 年 10 月末の値を 100 として株式インデックスの推移を確認しよう。リーマン・ショック以降、各種株式インデックスが低下し、2009 年 1、2 月に底値をつけた（図表 4：網掛け部分）。それ以降、日本株式市場は世界特に米国株式市場との連動性が高まってきた。2013 年春ごろから、MSCI エマージング・マーケット（EM）を除き、各種株式インデックスが

【図表4】リーマン・ショック直前からコロナ・ショック直前までの価格推移



(注)各インデックス(円ベース、RI)の 2007 年 10 月末時点=100 として指数化。2007 年 10 月末から 2019 年 12 月末までの月次データを使用。円換算レートは Refinitiv 為替レート。

(資料)Datastream、Bloomberg、QUICK から作成。

続々と 2007 年 10 月末水準まで回復した。

この期間に一番上昇したのはナスダック 100 で最終値が 417.7 と 4 倍ほど上昇した。その次に上昇幅が大きかったのはダウ平均株価と S&P500 で、それぞれの最終値は 264.9、254.7 となった。ついで、MSCI コクサイ、MSCI World、日経平均株価、MSCI ACWI で最終値は 170~180 台となった。TOPIX の最終値は 137.0 と小幅に上がった。一方、MSCI エマージング・マーケット (EM) は一時的に最低値が 31.9 にまで下がり、下げ幅が一番大きく、また最終値も 109.4 と他の株式指数と比較して低迷が続いた。

他資産クラスのインデックスも見てみよう。

国内債券インデックスの NOMURA-BPI (総合) はリーマン・ショック時もその後も変動幅が小さく、国内金利の低下もあって最終値も 127.7 と安定的な上昇となった。

J-REIT はリーマン・ショック時に各株式インデックスとほぼ同幅で下落したが、最終値が 190.6 にまで回復し、米国株式インデックスに次ぐ上昇となった。

(4) コロナ・ショック直前から現在 (2022 年 4 月末) まで

2020 年初に新型コロナウイルスの世界的な拡大に伴って各インデックスが暴落した (図表 5 : 網掛け部分)。その後各国による大規模な財政・金融対策が講じられたものの、感染再拡大と各種行動制限措置のため景気の回復ペースが緩やかであった。しかし、2020 年秋以降、各国による継続的な財政支出や金融政策に加えて、ワクチン開発に対する期待が高まり、実際にワクチン接種が先進国を中心に開始されるとともに、企業業績が回復しはじめ、景気の見通しも明るくなってきている。

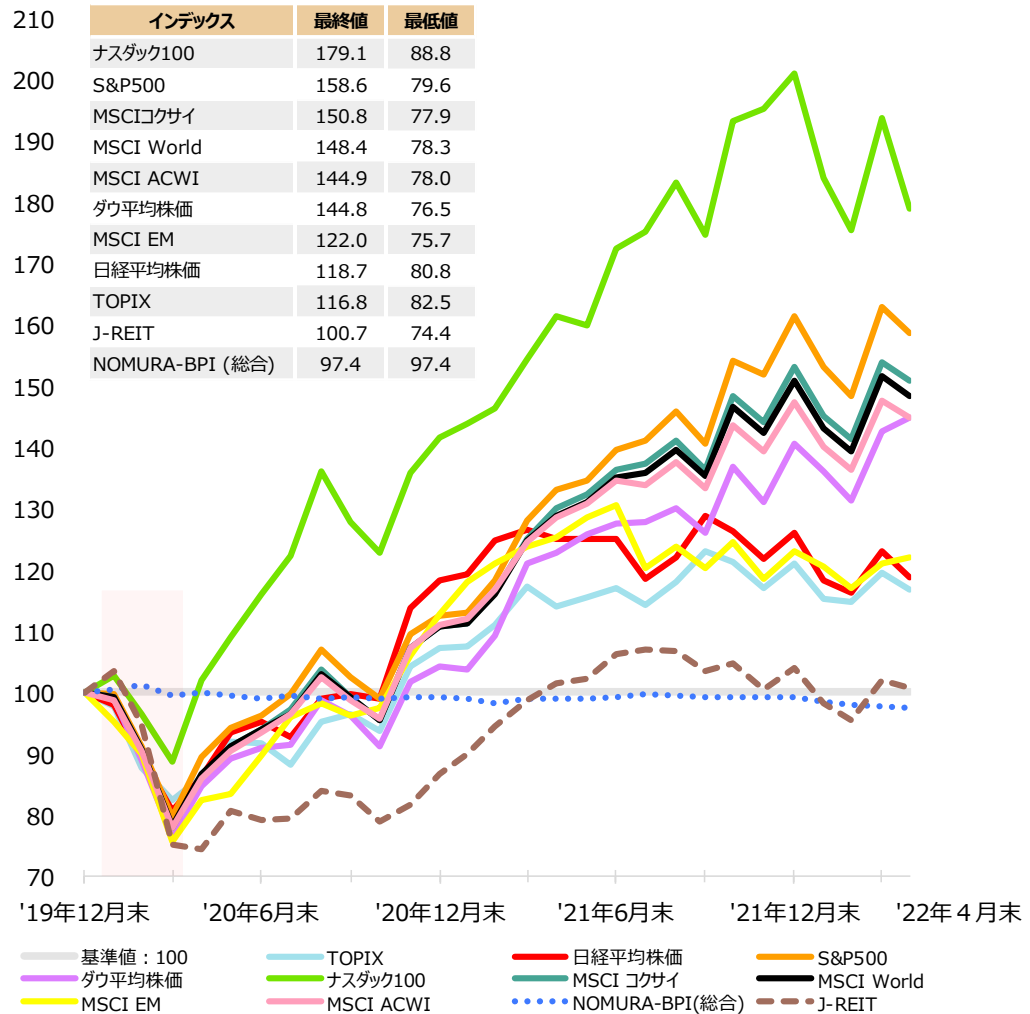
それでは、この期間について、2019 年末の値を 100 として見てみよう。各株式インデックスが概ね 2020 年 11 月に 2019 年末を超える水準まで回復し、上昇傾向にある。

この期間に上昇幅が一番大きかったのはナスダック 100 で、最低値が 88.8 であり、下落幅が最も小さく、最終値も 179.1 と短期間ながらも大幅な上昇となった。

次に S&P500、MSCI コクサイ、MSCI World、MSCI ACWI、ダウ平均株価、MSCI エマージング・マーケット (EM)、日経平均株価、TOPIX の順で上昇幅が大きく、最終値は 110~150 台となっている。

他資産クラスのインデックスも見てみよう。国内債券の NOMURA-BPI (総合) は変動幅が小さかったが、若干の金利上昇もあって最終値は 97.4 と 100 を切っており、収益性は極めて低い。J-REIT は株式インデックスより回復がやや遅く、2021 年春頃に 100 に戻し、最終値は 100.7 となんとか 100 を上回った。

【図表5】コロナ・ショック直前から現在までの価格推移



(注)各インデックス(円ベース、RI)の2019年12月末時点=100として指数化。2019年12月末から2022年4月末までの月次データを使用。円換算レートはRefinitiv 為替レート。

(資料)Datastream、Bloomberg、QUICK から作成。

以上、4つの代表的な金融・経済危機前後の株式インデックスの推移を見てきたが、概ね、代表的な株式インデックスは経済危機による一時落ち込みが繰り返し生じるものの、そのショックを乗り越えて長期的に上昇してきたことが分かる。特に、米国および外国株式インデックスは1990年以来長期に亘って上昇率が高い水準を維持していることが分かる。

一方で日本株式インデックスのTOPIXと日経平均株価はいまだに1989年末の最高値を超えていないため、日本バブル崩壊から見ると長期的な収益率が相対的に低い。しかし、2000年以降はアベノミクスを契機に量的・質的金融緩和政策などによって株高・円安が進んだことで、上昇率が高くなってきていることが分かる。

3——株価下落直前に投資をする場合、その後どうなる？

本章では、日本から見た代表的な4つの金融・経済危機（日本バブル崩壊、ITバブル崩壊、リーマン・ショック、コロナ・ショック）の直前から一括及び積立投資をしたら、どれくらい増えて、どのくらいの金額になるのかを見てみたいと思う。さらに、一括投資と積立投資の違い等について説明したい。

1 | 100万円一括投資の場合

実際に、上記の株式インデックスを使って100万円の一括投資をする場合はどうなるか？

仮に100万円を日本バブル崩壊直前、ITバブル崩壊直前、リーマン・ショック直前、コロナ・ショック直前に一括投資し、2022年4月末まで保有していたら、100万円がいくらになったかを見てみよう。

(1) 株式インデックスへ一括投資の成果

投資する起点が異なると、最終残高も大きく変わる【図表6】。本稿で選択した株式インデックスは金融・経済危機直前に投資しても年率利回りが最終的にプラスであり、最終残高が元本100万円

【図表6】一括投資の最終残高と年率利回り(2022年4月末時点)

日本バブル崩壊直前～今			ITバブル崩壊直前～今			リーマン・ショック直前～今			コロナ・ショック直前～今		
インデックス	最終残高	年率利回り	インデックス	最終残高	年率利回り	インデックス	最終残高	年率利回り	インデックス	最終残高	年率利回り
ナスダック100	6,115万円	13.6%	ダウ平均株価	647万円	8.8%	ナスダック100	748万円	14.9%	ナスダック100	179万円	28.4%
ダウ平均株価	2,357万円	10.3%	S&P500	544万円	7.9%	S&P500	404万円	10.1%	S&P500	159万円	21.9%
S&P500	2,068万円	9.8%	MSCI EM	459万円	7.1%	ダウ平均株価	384万円	9.7%	MSCIコクサイ	151万円	19.3%
MSCIコクサイ	1,511万円	8.8%	MSCIコクサイ	453万円	7.1%	MSCIコクサイ	284万円	7.5%	MSCI World	148万円	18.4%
MSCI EM	1,022万円	7.5%	ナスダック100	419万円	6.7%	MSCI World	270万円	7.1%	MSCI ACWI	145万円	17.2%
MSCI World	927万円	7.1%	MSCI World	414万円	6.6%	MSCI ACWI	249万円	6.5%	ダウ平均株価	145万円	17.2%
MSCI ACWI	886万円	7.0%	MSCI ACWI	403万円	6.5%	日経平均株価	210万円	5.3%	MSCI EM	122万円	8.9%
TOPIX	106万円	0.2%	日経平均株価	190万円	2.9%	J-REIT	192万円	4.6%	日経平均株価	119万円	7.6%
日経平均株価	105万円	0.2%	TOPIX	164万円	2.2%	TOPIX	160万円	3.3%	TOPIX	117万円	6.9%
NOMURA-BPI (総合)	NA	NA	NOMURA-BPI (総合)	NA	NA	MSCI EM	133万円	2.0%	J-REIT	101万円	0.3%
J-REIT	NA	NA	J-REIT	NA	NA	NOMURA-BPI (総合)	124万円	1.5%	NOMURA-BPI (総合)	97万円	▲1.1%

(注)各ランキングは各インデックスがそれぞれの期間内における順位。日本バブル崩壊直前、ITバブル崩壊直前、リーマン・ショック直前、コロナ・ショック直前は1989年12月末、2000年2月末、2007年10月末、2019年12月末から月次データ(円ベース・RI)を使用。ナスダック100について、1989年12月末から2003年8月末まではPIを用いて試算。円換算レートはRefinitivを替レート。年率利回りは複利ベース。株価指数に直接投資することができない。上記グラフは、株価指数に投資できると仮定し、各時点に等金額100万円を一括投資した場合の四捨五入の試算結果。投資コスト、税金などを考慮していない。

(資料)Datastream、Bloomberg、QUICKより作成。

を大きく上回ることが分かる。

株式インデックスを詳しく見ると、米国株（ナスダック 100、S&P500、ダウ平均株価）と MSCI シリーズ（MSCI コクサイ、MSCI World、MSCI ACWI）は4つの期間において6%以上の年率利回りがあり、総じてリターンが高かった。日本株式除きの MSCI コクサイの年率利回りは、日本株式を含む MSCI World、日本と新興国株式を含む MSCI ACWI の年率利回りを常に上回っている（図表1：構成銘柄参照）。MSCI エマージング・マーケット（EM）は年率利回りが最大8.9%、最小2%とリターンの変動幅が大きい。日本株式インデックスの年率利回りは日本バブル崩壊直前からスタートした場合は1%未満でほぼ横ばいで、ITバブル崩壊やリーマン・ショック直前から投資すると、年率利回りは2%～5%台に上昇するが、他の株式インデックスと比べて低い。ただ短期間ではあるが、コロナ・ショック直前から投資すると、米国株には多少見劣りするものの、年率利回りは7%台である。

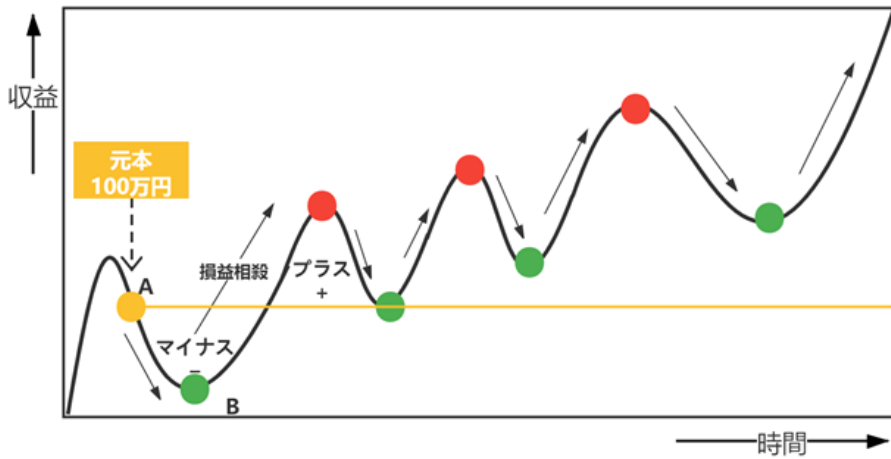
比較のため、他資産クラスのインデックスも見てみよう。NOMURA-BPI（総合）はリーマン・ショック直前からだと金利低下局面でもあるため、年率利回りが1.5%とプラスの収益だが、コロナ・ショック直前からだと短期間ではあるが、若干の金利上昇で年率利回りがマイナス1.1%と年間11,000円ほど損失が出る。今後の金利上昇リスクを考えると国内債券の公社債投信は元本割れの可能性が否定できず、投資対象としては当面お勧めできない。J-REITはリーマン・ショック直前から年率利回りがプラスであるが、大半の株式インデックスより見劣りしている。

図表6から、金融・経済危機直前という非常に悪いタイミング（図表7：A点）で株式インデックスに投資を開始したとしても、長期保有をすると、元本100万円が大幅に増えることが多い。例えば、日本バブル崩壊直前の1990年年初にナスダック100に100万円投資し、2022年4月末まで32年4か月持ち続けたとすると最終残高が6,115万円と60倍以上になっている。実際は各種コストがかかるので、多少はこれよりは少なくなるが、相対的に極めて大きな金額となっている。ITバブル崩壊直前の2000年3月にダウ平均株価に100万円投資し、22年2か月持ち続けたとすると最終残高は647万円になっている。リーマン・ショック直前の2007年11月にナスダック100に100万円投資し、14年6か月持ち続けたとすると、最終残高は748万円になっている。

一方、日本株式インデックスを見てみよう。ITバブル崩壊直前に日経平均株価に100万円投資した場合で、最終残高は190万円と22年間も投資して2倍に至っていない。リーマン・ショック直前に日経平均株価に100万円投資した場合はおよそ14年で最終残高が210万円になっているが、米国株には見劣りする。

投資を始める時期について、金融・経済危機の最中（図表7：B点）、つまり最安値のタイミングで投資できればベストのタイミングなのであろうが、金融・経済危機がいつ起きるか、株価の最安がいつなのかは事前には予測できない。人生100年を豊かにするためのお金を効率良く準備したいのであれば、株価の短期的な値動きに一喜一憂し、試行錯誤を重ねて短期売買するよりも、良い株式インデックスを選んで長期投資をして値上がりを待つ方が堅実なのではないかと思われる。

【図表7】投資を始める時期の考え方



(資料)筆者作成。

(2) 株式インデックスへ一括投資のリスク

このように株式インデックス投資に長期投資すると高い収益が期待できるのだが、注意する必要があるのは、株式インデックス投資には値下がりして含み損を抱えるリスクがあり、決して値動きがずっと安定しているわけではないということである。これまで説明してきたそれぞれの金融・経済危機直前に元本 100 万円を一括投資した場合、2022 年 4 月末までの最低額を示してみた【図表 8】。いずれの最低額も当然ではあるが 100 万円をかなり下回っている。また、各株式イン

【図表 8】一括投資の最低額と元本割れ期間の割合(2022 年 4 月末時点)

日本バブル崩壊直前～今				ITバブル崩壊直前～今				リーマン・ショック直前～今				コロナ・ショック直前～今			
インデックス	最低点	最低額	元本割れした期間の割合	インデックス	最低点	最低額	元本割れした期間の割合	インデックス	最低点	最低額	元本割れした期間の割合	インデックス	最低点	最低額	元本割れした期間の割合
ナスダック100	1990年10月末	70万円	2.1%	ダウ平均株価	2009年2月末	75万円	10.9%	ナスダック100	2009年1月末	41万円	35.6%	ナスダック100	2020年3月末	89万円	7.1%
ダウ平均株価	1990年10月末	83万円	2.1%	S&P500	2009年2月末	56万円	36.8%	S&P500	2009年2月末	41万円	37.9%	S&P500	2020年3月末	80万円	28.6%
S&P500	1990年10月末	80万円	2.3%	MSCI EM	2001年9月末	57万円	19.5%	ダウ平均株価	2009年2月末	45万円	37.4%	MSCIコクサイ	2020年3月末	78万円	32.1%
MSCIコクサイ	1990年10月末	83万円	4.6%	MSCIコクサイ	2009年2月末	61万円	39.1%	MSCIコクサイ	2009年2月末	38万円	41.4%	MSCI World	2020年3月末	78万円	32.1%
MSCI EM	1990年11月末	79万円	1.3%	ナスダック100	2002年9月末	22万円	65.4%	MSCI World	2009年2月末	39万円	42.0%	MSCI ACWI	2020年3月末	78万円	32.1%
MSCI World	1990年9月末	73万円	18.0%	MSCI World	2009年2月末	60万円	42.5%	MSCI ACWI	2009年2月末	38万円	42.5%	ダウ平均株価	2020年3月末	76万円	35.7%
MSCI ACWI	1990年9月末	73万円	17.8%	MSCI ACWI	2009年2月末	62万円	39.8%	日経平均株価	2009年2月末	46万円	44.3%	MSCI EM	2020年3月末	76万円	35.7%
TOPIX	2003年3月末	31万円	96.1%	日経平均株価	2003年4月末	40万円	65.8%	TOPIX	2009年2月末	48万円	52.3%	日経平均株価	2020年3月末	81万円	35.7%
日経平均株価	2003年4月末	22万円	95.4%	TOPIX	2003年3月末	47万円	60.2%	MSCI EM	2009年1月末	32万円	73.6%	TOPIX	2020年3月末	83万円	35.7%

(注)各ランキングは図表6における順位。日本バブル崩壊直前、ITバブル崩壊直前、リーマン・ショック直前、コロナ・ショック直前は1989年12月末、2000年2月末、2007年10月末、2019年12月末から月次データ(円ベース・RI)を使用。ナスダック100について、1989年12月末から2003年8月末まではPIを用いて試算。円換算レートはRefinitivを替レート。株価指数に直接投資することができない。上記グラフは、株価指数に投資できると仮定し、各時点で等金額100万円を一括投資した場合の四捨五入の試算結果。投資コスト、税金などを考慮していない。

(資料)Datastream、Bloomberg、QUICKより作成。

デックス間の値動きの連動性が近年高まってきており、リーマン・ショック直前から投資した場合の各株式インデックス投資の最低額は2009年1、2月末時点と近い時期にあり、一斉に50万円以下になっている。コロナ・ショック直前から投資した場合も同様で、最低額になったのは2020年3月末で70～80万円程度まで減少している。

元本割れの期間が最も長いのは日本バブル崩壊直前からTOPIXと日経平均株価に投資した場合であり、一時的に20～30万円にまで低下し、今に至るまで約31年間ほぼ元本割れの状態にある。ちなみに、配当を考慮しないプライスインデックスは2022年4月末時点も元本割れしており、配当込みのトータルリターンインデックスの場合で、2020年後半から2021年初頭に元本100万円を回復している。インデックスの選択によっては、長期間に亘って元本割れから回復しないリスクがあることが分かる。各株式インデックスに投資する場合は、金融・経済危機等があると、大きな価格下落によって、元本割れを被る時期がほぼ間違いなくあると覚悟すべきである。

しかし、日本株式インデックスを除いて投資期間が長ければ、元本割れをした期間が投資全期間に占める割合が徐々に小さくなる傾向があり、日本バブル崩壊直前からの投資だと日本のものを除くと20%以下、元本割れの期間が最も少ない米国株式インデックスは2%台に抑えられている。つまり、最低点(図表7：B点)にいても我慢して持ち続けていれば、一時的に損失(図表7：マイナス)を被ったとしても、その後の好調時期の値上がり(図表7：プラス)によって埋め合わせることができている。過去データからは、一時的に株式インデックスで元本割れして含み損を抱えるリスクや不安な気持ちを受け入れることの対価として、預金等よりも極めて高い利回りが得られるということが分かる。投資対象さえ間違わなければ、長期投資は株式インデックス投資のリスクを抑制できる有効な手段として期待できるものと思われる。

2 | 毎月2万円積立投資の場合

以上、一括投資を前提に、長期的な資産形成をするなら株式インデックス投資が良いと述べたが、株式インデックスへの投資方法においては、まとまった金額を一度に購入する「一括投資」の他に、定期的に定額を購入する「積立投資」がある。最近の調査⁶によれば、投資信託の保有者のうち、約半分の人が積立投資を利用している。特に若年層ほど積立投資利用率が高い。積立投資の場合でも、結論に変わりはないのだろうか？

(1) 株式インデックスへ積立投資の成果

それでは、国内外の代表的な株式インデックスを使って、4つの金融・経済危機直前から毎月2万円を積立投資した場合に最終残高がいくらになったのかを見てみよう。

具体的には日本バブル崩壊直前、ITバブル崩壊直前、リーマン・ショック直前、コロナ・ショック直前から毎月月末に2万円を投資し、2022年4月末まで保有したものとする。

4つの金融・経済危機直前から各株式インデックスに積立投資した場合、いずれの場合においても最終残高は累計積立元本を上回っている【図表9】。投資期間が短いコロナ・ショック直前からの場合を除くと、日本バブル崩壊直前からTOPIXに、リーマン・ショック直前からTOPIXとMSCI EMに投資した場合を例外として、最終残高は累計積立元本の倍以上に増えている。また、当然では

⁶ 2021年3月 投資信託協会「2020年度投資信託に関するアンケート調査報告書(投資信託協会)」37頁。

あるが、投資期間が長ければ長いほど、累計積立元本が大きくなるので、最終残高が大きくなる傾向が確認できる。

【図表9】積立最終残高(2022年4月末時点)

日本バブル崩壊直前～今 (累計積立元本：776万円)		ITバブル崩壊直前～今 (累計積立元本：532万円)		リーマン・ショック直前～今 (累計積立元本：348万円)		コロナ・ショック直前～今 (累計積立元本：56万円)	
インデックス	最終残高	インデックス	最終残高	インデックス	最終残高	インデックス	最終残高
ナスダック100	13,076万円	ナスダック100	4,050万円	ナスダック100	2,044万円	S&P500	76万円
ダウ平均株価	6,176万円	S&P500	2,376万円	S&P500	1,322万円	ダウ平均株価	75万円
S&P500	5,948万円	ダウ平均株価	2,246万円	ダウ平均株価	1,204万円	MSCIコクサイ	74万円
MSCIコクサイ	4,689万円	MSCIコクサイ	1,935万円	MSCIコクサイ	1,053万円	MSCI World	73万円
MSCI World	3,964万円	MSCI World	1,839万円	MSCI World	1,014万円	ナスダック100	72万円
MSCI ACWI	3,772万円	MSCI ACWI	1,754万円	MSCI ACWI	954万円	MSCI ACWI	72万円
MSCI EM	3,096万円	MSCI EM	1,457万円	日経平均株価	765万円	MSCI EM	64万円
日経平均株価	1,816万円	日経平均株価	1,316万円	TOPIX	661万円	TOPIX	63万円
TOPIX	1,549万円	TOPIX	1,073万円	MSCI EM	613万円	日経平均株価	61万円

(注)各ランキングは各インデックスがそれぞれの期間内における順位。日本バブル崩壊直前、ITバブル崩壊直前、リーマン・ショック直前、コロナ・ショック直前は1989年12月末、2000年2月末、2007年10月末、2019年12月末から月次データ(円ベース・RI)を使用。ナスダック100について、1989年12月末から2003年8月末まではPIを用いて試算。円換算レートはRefinitiv為替レート。株価指数に直接投資することができない。上記グラフは、株価指数に投資できると仮定し、各時点から毎月2万円ずつを積立投資した場合の四捨五入の試算結果。投資コスト、税金などを考慮していない。

(資料)Datastream、Bloomberg、QUICKより作成。

それぞれの株式インデックスを確認してみると、4つのどの時点から投資を始めても、米国株式(ナスダック100、S&P500、ダウ平均株価)と先進国株式(MSCIコクサイ、MSCI World)、全世界株式(MSCI ACWI)の最終残高が上位を占めている。特にナスダック100はコロナ・ショック直前を除くいずれの期間からスタートしても最終残高が最も高かった。日本バブル崩壊直前の1990年年初からナスダック100に毎月2万円ずつ投資し、2022年4月末まで32年4カ月持ち続けた場合は最終残高が1億3,076万円と、累計積立元本の776万円からおおよそ17倍になっている。次にダウ平均株価、S&P500、MSCIコクサイ、MSCI World、MSCI ACWI、MSCI EMの順に最終残高が大きい。日本株式以外は最終残高がいずれも3,000万円以上になっている。

一方、日本株式(TOPIX、日経平均株価)を見てみよう。日本バブル崩壊直前からTOPIXに毎月2万円ずつ投資した場合、最終残高は1,549万円と最も低かった。日本株式でも最終残高は累計積立元本のおおよそ2倍になっているものの、米国株式、先進国株式、全世界株式等と比べ見劣りする。ただ、ITバブル崩壊直前以降は、他の株式インデックスとの最終残高の差は縮まってきている。

但し、日本バブル崩壊以外の金融危機直前から積立投資をスタートした場合でも、米国株式、先進国株式の最終残高が上位で、日本株式の最終残高が下位となっていることに変わりはない。

(2) 株式インデックスへの積立投資のリターン

投資成績を評価する際に、投資金額の大きさ、投資期間や期中のキャッシュフローも加味できる金額加重収益率（内部収益率）という便利なものがある。そこで、金額加重収益率（年率）を各株式インデックスの投資リターン（年率利回り）として計算してみた。また、積立投資の特徴を明らかにするため、一括投資した場合の結果も比較対象として加えている。

4つの金融・経済危機直前から2022年4月末まで毎月2万円ずつを投資した場合、代表的な国内外の株式インデックスのリターンが全てプラスであることが分かる【図表10】。

【図表10】一括投資と積立投資のリターン（年率利回り、2022年4月末時点）

日本バブル崩壊直前～今 (累計積立元本：776万円)			ITバブル崩壊直前～今 (累計積立元本：532万円)			リーマン・ショック直前～今 (累計積立元本：348万円)			コロナ・ショック直前～今 (累計積立元本：56万円)		
インデックス	一括投資 年率利回り	積立投資 年率利回り	インデックス	一括投資 年率利回り	積立投資 年率利回り	インデックス	一括投資 年率利回り	積立投資 年率利回り	インデックス	一括投資 年率利回り	積立投資 年率利回り
ナスダック100	13.6%	13.4%	ナスダック100	6.7%	14.8%	ナスダック100	14.9%	19.7%	S&P500	21.9%	26.2%
ダウ平均株価	10.3%	10.3%	S&P500	7.9%	11.4%	S&P500	10.1%	15.4%	ダウ平均株価	17.2%	24.9%
S&P500	9.8%	10.1%	ダウ平均株価	8.8%	11.0%	ダウ平均株価	9.7%	14.4%	MSCIコクサイ	19.3%	24.2%
MSCIコクサイ	8.8%	9.1%	MSCIコクサイ	7.1%	10.0%	MSCIコクサイ	7.5%	13.0%	MSCI World	18.4%	23.3%
MSCI World	7.1%	8.4%	MSCI World	6.6%	9.6%	MSCI World	7.1%	12.6%	ナスダック100	28.4%	21.9%
MSCI ACWI	7.0%	8.1%	MSCI ACWI	6.5%	9.3%	MSCI ACWI	6.5%	12.0%	MSCI ACWI	17.2%	21.9%
MSCI EM	7.5%	7.3%	MSCI EM	7.1%	8.0%	日経平均株価	5.3%	9.6%	MSCI EM	8.9%	11.6%
日経平均株価	0.2%	4.7%	日経平均株価	2.9%	7.3%	TOPIX	3.3%	7.9%	TOPIX	6.9%	9.7%
TOPIX	0.2%	3.9%	TOPIX	2.2%	5.8%	MSCI EM	2.0%	7.0%	日経平均株価	7.6%	7.4%

(注)各ランキングは各インデックスが図表9における順位。日本バブル崩壊直前、ITバブル崩壊直前、リーマン・ショック直前、コロナ・ショック直前は1989年12月末、2000年2月末、2007年10月末、2019年12月末から月次データ(円ベース・RI)を使用。ナスダック100について、1989年12月末から2003年8月末まではPIを用いて試算。円換算レートはRefinitivが替レート。株価指数に直接投資することができない。上記グラフは、株価指数に投資できると仮定し、各時点から毎月2万円ずつを積立投資した場合の四捨五入の試算結果。投資コスト、税金などを考慮していない。

(資料)Datastream、Bloomberg、QUICKより作成。

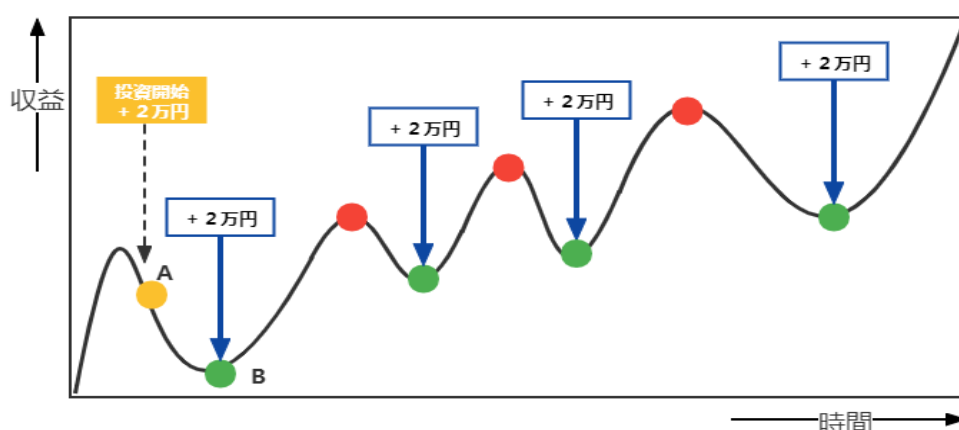
積立投資のリターンを見てみると、4つのどの期間においても米国株式(ナスダック100、S&P500、ダウ平均株価)はリターンが10%~20%台と高水準であり、圧倒的に上位であった。その次にリターンが高かったのは先進国株式(MSCIコクサイ、MSCI World)、全世界株式(MSCI ACWI)である。新興国株式(MSCI EM)と日本株式(TOPIX、日経平均株価)は他の株式インデックスと比べて相対的にリターンが低かったが、3.9%を超え一定の水準を保っている。

一方で、各株式インデックスへ積立投資のリターンは一括投資より高い傾向にあることが図表10から見て分かる。投資期間が一番長い日本バブル崩壊直前からだと、米国株式、先進国株式、新興国株式と全世界株式は一括投資と積立投資のリターンは同程度であり、優劣をつけにくい。ITバブル崩壊やリーマン・ショック直前からだと、明らかに積立投資の方が一括投資より年率利回りが高かった。例えば、ダウ平均株価に投資した場合は日本バブル崩壊直前からだと積立投資は一括投

資とほぼ同じ年率利回りだが、IT バブル崩壊直前、リーマン・ショック直前とコロナ・ショック直前からだと投資期間が短くなるにつれ、積立投資の方が一括投資よりそれぞれ 2.2%、4.7%、7.7% 利回りが高くなっている。それに対して、日本株式へ積立投資は、4つの投資期間において一括投資より安定的にリターンが高かった。例えば TOPIX へ積立投資は一括投資よりリターンがずっと 2%~5%程度高かった。

株価下落直前という最悪のタイミング（図表 11：A点）で株式インデックスへ積立投資をスタートしても、一括投資と同様に長期的には高い収益が期待できる。とはいえ、積立投資は高値のタイミング（図表 11：A点）で投資開始をしても、定期的に購入することができるため、のちに訪れてくる最低点（図表 11：B点）を含め、安値のタイミングを逃さずに継続的に投資を続けることができるため、長期的に値上がりする場合は利回り面では一括投資よりも安価で積み立てることができ、効率が良いというメリットがある。

【図表 11】利回り面では積立投資は一括投資より効率が良い



(資料)筆者作成。

(3) 株式インデックスへの積立投資のリスク

以上のように、一括投資と同様、株式インデックスへの積立投資は金融・経済危機直前という最悪のタイミングから始めても、適切な投資対象を選択すれば高いリターンが見込めるが、株式インデックスの価格変動リスクについても注意する必要がある。4つの金融・経済危機直前から積立投資した場合、「毎月2万円ずつ増えていく元本に対する時価残高の最低値の比率」と「投資期間に対する元本割れした期間の割合」を図表 12 で表した。

【図表 12】一括投資と積立投資のリスク(2022 年4月末時点)

投資方法	日本バブル崩壊直前～今			ITバブル崩壊直前～今			リーマン・ショック直前～今			コロナ・ショック直前～今		
	インデックス	元本に対する時価残高の最低値の比率	投資期間に対する元本割れした期間の割合	インデックス	元本に対する時価残高の最低値の比率	投資期間に対する元本割れした期間の割合	インデックス	元本に対する時価残高の最低値の比率	投資期間に対する元本割れした期間の割合	インデックス	元本に対する時価残高の最低値の比率	投資期間に対する元本割れした期間の割合
一括投資	ナスダック100	69.7%	2.1%	ナスダック100	21.5%	65.4%	ナスダック100	41.4%	35.6%	S&P500	79.6%	28.6%
積立投資		74.5%	2.1%		48.5%	32.7%		61.5%	14.9%		86.7%	14.3%
一括投資	ダウ平均株価	82.6%	2.1%	S&P500	55.9%	36.8%	S&P500	41.5%	37.9%	ダウ平均株価	76.5%	35.7%
積立投資		82.3%	2.8%		59.3%	32.7%		61.6%	23.6%		84.9%	14.3%
一括投資	S&P500	80.1%	2.3%	ダウ平均株価	75.4%	10.9%	ダウ平均株価	44.7%	37.4%	MSCIコクサイ	77.9%	32.1%
積立投資		82.0%	4.9%		65.7%	20.7%		64.1%	20.7%		85.6%	14.3%
一括投資	MSCIコクサイ	83.2%	4.6%	MSCIコクサイ	61.4%	39.1%	MSCIコクサイ	38.4%	41.4%	MSCI World	78.3%	32.1%
積立投資		83.8%	5.4%		64.2%	27.4%		58.9%	24.1%		85.9%	14.3%
一括投資	MSCI World	73.2%	18.0%	MSCI World	60.0%	42.5%	MSCI World	39.2%	42.0%	ナスダック100	88.8%	7.1%
積立投資		79.5%	12.6%		64.4%	29.7%		59.7%	24.7%		91.8%	7.1%
一括投資	MSCI ACWI	73.3%	17.8%	MSCI ACWI	62.1%	39.8%	MSCI ACWI	38.4%	42.5%	MSCI ACWI	78.0%	32.1%
積立投資		79.5%	11.1%		66.1%	28.2%		59.1%	25.3%		85.8%	14.3%
一括投資	MSCI EM	79.1%	1.3%	MSCI EM	56.9%	19.5%	日経平均株価	46.1%	44.3%	MSCI EM	75.7%	35.7%
積立投資		78.1%	7.2%		74.1%	11.7%		65.8%	31.0%		84.9%	17.9%
一括投資	日経平均株価	22.3%	95.4%	日経平均株価	40.3%	65.8%	TOPIX	47.7%	52.3%	TOPIX	82.5%	35.7%
積立投資		49.6%	60.1%		65.7%	37.2%		67.6%	33.9%		90.2%	17.9%
一括投資	TOPIX	30.6%	96.1%	TOPIX	47.3%	60.2%	MSCI EM	31.9%	73.6%	日経平均株価	80.8%	35.7%
積立投資		59.8%	54.4%		66.9%	37.6%		50.8%	17.2%		88.4%	14.3%

(注)各ランキングは図表9における順位。日本バブル崩壊直前、ITバブル崩壊直前、リーマン・ショック直前、コロナ・ショック直前は1989年12月末、2000年2月末、2007年10月末、2019年12月末から月次データ(円ベース・RI)を使用。ナスダック100について、1989年12月末から2003年8月末まではPIを用いて試算。円換算レートはRefinitivが替レート。株価指数に直接投資することができない。上記グラフは、株価指数に投資できると仮定し、各時点から毎月2万円ずつを積立投資した場合の四捨五入の試算結果。投資コスト、税金などを考慮していない。

(資料)Datastream、Bloomberg、QUICKより作成。

4つの金融・経済危機直前からスタートした株式インデックスへの積立投資のすべてのケースにおいて、少なくとも一度は時価残高が元本を下回ることがある。例えば、リーマン・ショック直前からだと、各株式インデックスの元本に対する時価残高の最低値の比率は50%~60%台と、半分ぐらいまでに減少した。投資期間が最も長い日本バブル崩壊直前から投資した場合、米国株式(ナスダック100、S&P500、ダウ平均株価)、先進国株式(MSCIコクサイ、MSCI World)、新興国株式(MSCI EM)と全世界株式(MSCI ACWI)は投資期間が相対的に短いITバブル崩壊やリーマン・ショック直前からよりはリスクが抑えられているが、やはり残高が元本の70%~80%台までに一時的に低下

している。一方、日本株式（TOPIX、日経平均株価）は40%~50%と、他の株式インデックスに比べ下落幅が大きく、元本に対する時価残高の最低値の比率が最も低かった。

続いて、投資期間に対する元本割れした期間の割合も見てみよう。米国株式、先進国株式、新興国株式と全世界株式はITバブル崩壊、リーマン・ショックやコロナ・ショック直前からだと、コロナ・ショック直前からナスダック100に投資した場合を例外として、元本割れ期間が投資期間の1割以上を占めているが、投資期間が最も長い日本バブル崩壊直前からだと1割程度であった。一方で、日本株式については日本バブル崩壊直前から投資した場合、日本株式への影響が特に大きかったこともあって、日本株式の元本割れ期間の割合が6割前後と、非常に大きかった。このようにリスクを抑制できるはずの積立投資の場合でも、株式インデックスの選択を誤ると、一括投資と同様に長期間にわたって含み損を抱えてしまうリスクがあると認識すべきである。

次に、積立投資が一括投資と比べてリスクがどの程度になるかについても見てみよう。

ごく一部の例外（日本バブル崩壊直前からダウ平均株価やMSCI EM、ITバブル崩壊直前からダウ平均株価に投資する場合）を除いて、元本に対する時価残高の最低値の比率は、積立投資の方が一括投資より大きく、下落リスクは低かったと言える。

元本割れした期間においても、ITバブル崩壊、リーマン・ショック、コロナ・ショックの直前からだと、積立投資の方が一括投資より投資期間に占める元本割れした期間の割合が少なく、リスクが相対的に小さかったとみられる。

しかし、投資期間が長くなるにつれ、米国株式、先進国株式、新興国株式と全世界株式は元本に対する時価残高の最低値の比率と元本割れした期間の割合について、一括投資が積立投資との差が小さくなる。長期投資をすると、時間の経過とともに積立投資の元本が増えていき、一括で投入した元本に近づくため、リスクが同程度になっていくことが分かる。

ただ、日本株式では様子が多少異なる。日経平均株価へ日本バブル崩壊直前からだと、一括投資であれば元本に対する時価残高の最低値の比率が22.3%であるのに対して、積立投資だと49.6%にまで上昇している。さらに、一括投資だと元本割れした期間が投資期間に対して95.4%を占め、約30年10カ月間にわたって元本割れの状況が継続したが、積立投資だと投資期間に対して60.1%、約19年5カ月間まで元本割れ期間は短くなった。日本株式では積立投資の方が一括投資よりリスクを大きく抑制できていたことが分かる。

4— 株式インデックスの将来のパフォーマンス

過去と今後は違うので、過去を参考にしつつも、今後を見極める必要がある。長期投資はリスクが抑制できる可能性が高いとはいえ、株価上昇を見込むことができる株式インデックスに投資すべきだろう。では将来に上昇が見込まれる株式インデックスを選ぶにはどのようにすれば良いのだろうか。インデックスは個々の構成銘柄（企業）の株価から算出されるが、その構成銘柄全体の株式価値について考える必要がある。株式を将来の利益を受け取る権利だと解釈するならば、株式の現在価値は利益と、利益の期待成長率、株主要求利回りをを用いて以下のように表すことができる。

$$\text{式①} \quad \text{株式の現在価値} = \text{利益} / (\text{株主要求利回り} - \text{期待成長率})$$

式①から、利益が増加するか、投資家の成長期待（期待成長率）が高くなるか、株主要求利回りが低くなるかによって、株式の現在価値が高くなる。

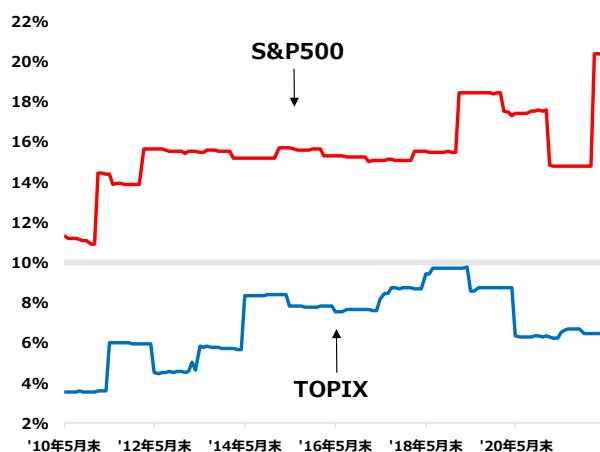
尚、各国の潜在成長力は資本ストックの増加、労働力の増加、生産性の向上（技術革新等）、国のGDP成長等、様々な方面からもみることができる。

しかし、ここでは、具体例として、分かりやすさを優先して米国株式を代表する S&P500 と日本株式を代表する TOPIX を取り上げる。

現在の企業の収益性を評価する指標である ROE を比較してみよう。最近 10 年間の実績から、日本企業の ROE は上昇してきてはいるが、概ね 6～8%、一番高くても 10% を超えない程度であるのに対して、米国企業の ROE はほぼ 10% 半ばで推移している【図表 13】。日本企業の ROE が低い水準にあるのはそもそも ROA（利益率）が低いことに起因しており、つまり日本企業の稼ぐ力が相対的に劣後しているからだ指摘されている⁷。現時点では、米国企業の収益性が日本企業より高い。

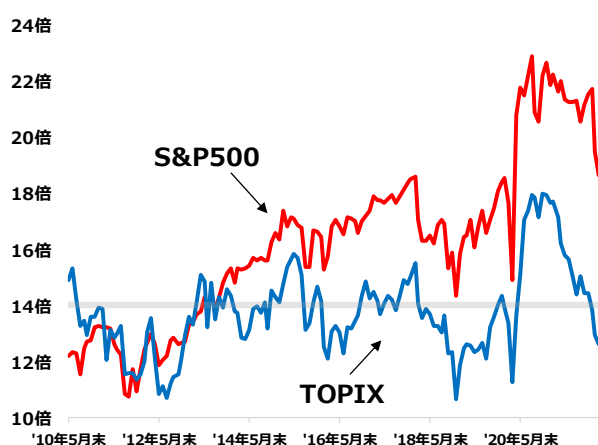
次に予想 PER は投資家が期待する今後の企業の収益の成長力を示す指標の一つである。S&P500 を構成する米国企業は 2014 年以來、TOPIX を構成する日本企業との差が拡大してきている【図表 14】。一方で、投資家が見誤り、予想 PER が高すぎるという可能性も大いにあるが、長期に亘って予想 PER が高いとなると、米国企業の成長力はずっと期待され続けており、かつその期待を裏切っていないことになる。

【図表 13】実績 ROE(2022 年 4 月末まで)



(注) 実績 ROE は I/B/E/S 実績 EPS と実績 BPS から算出。
月次データ(指数構成割合で加重平均)。
(資料) Datastream から作成。

【図表 14】予想 PER(2022 年 4 月末まで)



(注) 予想 PER は I/B/E/S 12 カ月先予想、月次データ。
(資料) Datastream から作成。

このように ROE と予想 PER の過去のデータからみる限り、企業の収益力と投資家の成長期待が高いのは米国企業であり、将来 10 年くらいは、米国企業が優位であり続けるであろうと筆者は考えている。

加えて株式インデックスの銘柄選択のルールにも留意したほうが良いものと思われる。大半の株式インデックスは銘柄のスクリーニングがあり、時価総額などの条件に基づいた銘柄の入れ替えが

⁷ 2014 年、「持続的成長への競争力とインセンティブ～企業と投資家の望ましい関係構築～」プロジェクト（伊藤レポート）37 頁より。ROE=ROA×回転率×レバレッジ、日米それぞれの ROA が 3.8% と 10.5%、回転率が 0.96 と 0.96、レバレッジが 2.51 と 2.69（2012 年本決算実績ベース、金融・不動産除く）。

ある。中には、S&P500のように企業の収益力を銘柄選択条件とするインデックスもある。銘柄選択条件を満たさなくなった企業を除外して、他の有望企業を自動的に追加してくれるため、個別銘柄を吟味する必要がない。選択条件が厳しく、銘柄数が少なく常に優良企業が構成される株式インデックスに投資するという考え方も良いものと思われる。

5—「確定拠出年金」制度における資産配分

収入や貯蓄も十分でなく経済的に余裕もない中で、計画的に老後のための資産形成をするためには、少額から始められる積立投資が現実的であろうし、その際には税制優遇措置がある「確定拠出年金」や「つみたて NISA」の活用することをおすすめしたい。本章では「確定拠出年金」制度を活用する際に、何に投資したら良いのかについて過去のデータを用いて確認してみたい。

資産運用において運用の成果であるパフォーマンスは、実はどういう資産や資産クラスに投資するか、どのくらいの割合で投資するかで、その大半が決まる。この資産や資産クラスを組み合わせた金融資産全体をポートフォリオというが、リスク許容度によって人それぞれポートフォリオの最適な資産配分が異なる。絶対に損を出したくないなどの理由で預貯金などの元本確保型の運用商品だけを100%持つ人もいれば、とにかく高いリターンを獲得するため、手元資金以外の大半を株式などのリスクの高い運用商品に投資する人もいる。

2019年夏に老後資金が足りないという「2,000万問題」で取り上げられたように、多くの人は公的年金だけでは老後を安心して生活するのが難しく、やはり、老後を見据えた資産形成が必要である。また、昨今の低金利環境下では、元本確保型の運用商品だけでは資産を十分に増やすことは難しいので、自己責任で適切な資産配分を決めることで、効率良く資産形成していくことが望ましい。

2021年3月末、加入者数が1,000万人⁸に近づいている「確定拠出年金（企業型および個人型のiDeCo）」は典型的な老後のための資産形成手段である。確定拠出年金は、企業あるいは自分が拠出した掛金を、預金、保険、投資信託などから、どの運用商品に投資するか、それぞれの運用商品にどの程度配分するかを自身で決めて運用する私的年金制度である。60歳まで資金の引き出しが原則不可となっており、老後のための資産形成以外の目的では利用できない仕組みになっている。このため、確定拠出年金の資産配分は、老後のための資産形成を目的としたポートフォリオの資産配分の典型例と言える。

本章ではまず、国が自主的な老後のための資産形成を支援する目的で整備した制度である「確定拠出年金」における資産配分の現状を紹介する。次いで、数ある確定拠出年金の運用商品の中で比較的大きな割合を占めるバランス型投資信託を取り上げ、その中でも特に資産配分固定型に焦点を当てたいと思う。その上で、日本での4つの金融危機直前から、資産配分固定型バランス運用や国内債券、国内株式、外国株式などのインデックスに月々2万円を投資し、それぞれ最終的にいくらになったのかについて確認したい。

⁸ ニッセイ年金ストラテジー「DC加入者数は1,000万人に迫る」<https://www.nli-research.co.jp/report/detail/id=69757?site=nli>から参照。また、「確定拠出年金統計資料」によると、2021年3月末時点、企業型と個人型の加入者数は750万人と195万人である。

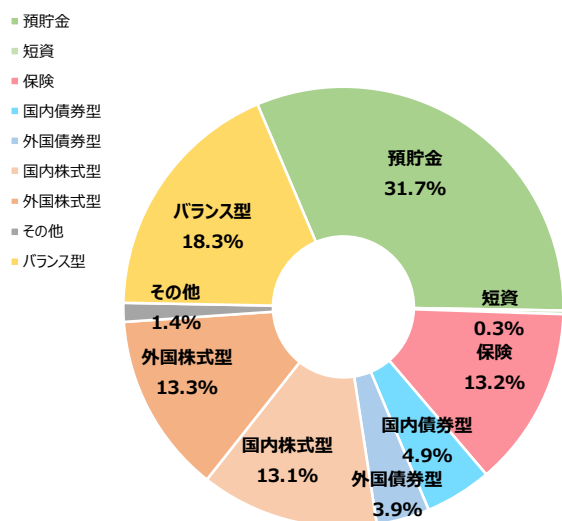
1 | 確定拠出年金の資産配分の現状

確定拠出年金（企業型および個人型の iDeCo）では、運用商品は大きく元本割れリスクがない元本確保型と元本割れリスクがある投資信託の2つに分けられている⁹。さらに分類すると、元本確保型には預貯金、生命保険、損害保険などがある。元本割れリスクがある投資信託には国内株式型、国内債券型、外国株式型、外国債券型、バランス型などがある。

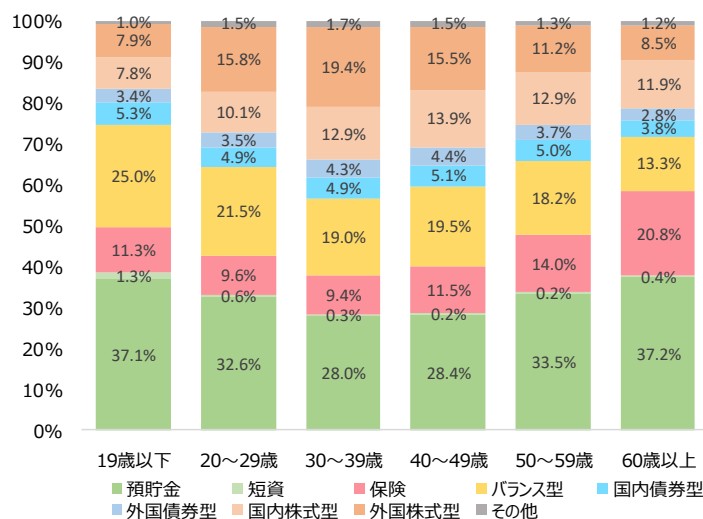
2021年3月末のデータで運用商品の割合を見てみると、預貯金が31.7%、保険が13.2%で、元本確保型が、確定拠出年金の全運用資産額に対して半分近くを占めている【図表15】。また、確定拠出年金統計資料（2021年3月末）によると、企業型確定拠出年金においては元本確保型（預貯金・保険）の商品だけで運用している者の割合が32.1%もいることから、リスクを一切取らずに老後のための資産形成をする人がかなり多いといえよう。

リスクをとる投資信託の中では、バランス型が18.3%と一番大きな割合を占めている。続いて、外国株式型が13.3%、国内株式型が13.1%である。国内債券型、外国債券型、短資とその他が合計で10%程度と比較的割合が小さい。

【図表15】確定拠出年金の運用商品資産額割合



【図表16】年代別確定拠出年金の運用商品割合



（注）短資：MMF、処理待機資金。その他：REIT、コモディティ、自社株、変額年金。

2021年3月末企業型と個人型確定拠出年金のデータを合計した。

（資料）運営管理機関連絡協議会「確定拠出年金統計資料（2021年3月末）」より、筆者作成。

確定拠出年金の運用商品の割合を年代別に見てみると、現状どの年代でも預貯金の割合が一番大きいことがわかる【図表16】。リスクがない預貯金、短資、保険を合わせた運用商品の割合は30代で37.7%、40代で40.1%、50代で47.7%、60歳以上で58.4%と、年齢が上がるにつれてその割合は高くなる。

一方で、リスクをとる投資信託の中でバランス型の割合を年代別に見てみると、19歳以下で25.0%、20代で21.5%、30代で19.0%、40代で19.5%、50代で18.2%とほぼ2割を占め、60歳以上が13.3%とやや低くなっている。

資産クラスの中で一番リスクが高い国内株式と外国株式を合わせた割合を見てみると、20代で

⁹ 確定拠出年金制度について（法令解釈通知：2021年7月28日現在）第4 運用の方法の選定及び提示に関する事項の1（3）を参照。

25.9%、30代で32.3%、40代で29.4%、50代で24.1%、60歳以上で20.4%と30代をピークに年齢が上がるにつれて割合は低くなっていく。

年齢が上がるにつれてリスクがない商品の割合が増え、リスクが高い商品の割合が減っている。一般的に、年齢を重ねるにつれポートフォリオ全体のリスクを抑えていくべきと言われているので合理的に思えるが、年齢別の平均的な資産配分が適切かどうかは各自で検討する必要がある。これからは、まずリスクをとる商品で運用割合が大きいバランス型とはどんなものかについて説明し、その後過去のパフォーマンスを見てみたいと思う。

2 | バランス型投資信託はどんな運用商品であろうか

確定拠出年金では、国内債券型、国内株式型、外国債券型、外国株式型とバランス型などの運用商品から自由に配分を決めて組み合わせることができる。その中で、比較的大きな比重を占めているバランス型投資信託は国内債券だけとか外国株式だけという一種類の資産クラスだけでなく、複数の資産クラスを組み入れている投資信託のことである。本節ではバランス型投資信託を資産配分固定型、資産配分変動型、ターゲットイヤー型に分け、それぞれについて説明する。

(1) 資産配分固定型

資産配分固定型はあらかじめ決められた配分を維持するよう運用する投資信託である。

資産配分固定型は、必要に応じて自動的にリバランスを実施してくれる。資産価格が日々変動しているので、実際の資産配分が基本的な資産配分から乖離する。この乖離を解消するためには、実際の資産配分が基本的な資産配分より大きい資産クラスを売却し、実際の資産配分が基本的な資産配分より小さい資産クラスを購入する必要がある。この投資行動をリバランスと呼ぶ。実際の資産配分が基本的な資産配分より大きい資産クラスは、相対的に価格が上昇した資産クラスであり、実際の資産配分が基本的な資産配分より小さい資産クラスは、相対的に価格が下落した資産クラスである。このため、リバランスは価格が上昇した資産クラスを売却し、下落した資産クラスを購入する戦略と言える。

(2) 資産配分変動型

資産配分変動型は基本的な資産配分を事前に決める資産配分固定型と違い、機動的に資産配分を変更するバランス型投資信託のことである。

主にTAA型とリスクコントロール型に分けられている¹⁰。

TAA (Tactical Asset Allocation) 型は短期的な相場見通しを考慮し、資産の割安、割高を判断して、今後価格が上昇しそうな資産クラスの配分を増やし、価格上昇が期待できない資産クラスの配分を減らす戦略で運用される。上手く行くかどうかは別として、より高いリターンを目指す戦略と言える。

一方、リスクコントロール型は価格下落回避を主な目的として、価格変動リスクが大きい時は、リスクの高い資産クラスへの配分を減らすことで価格変動リスクをなるべく抑え、安定的なリター

¹⁰ ニッセイ基礎研究所 高岡和佳子「リスクコントロール型ファンドは過剰なリスクを回避できるか」を参照。
<https://www.nli-research.co.jp/report/detail/id=64534?site=nli>

ンを目指す戦略と言える。

(3) ターゲットイヤー型

ターゲットイヤー型は事前に設定したいくつかの目標の年に向けて、各資産クラスの配分を段階的、自動的に変更するバランス型投資信託である。運用会社はいくつかの目標期日とそれまでの基本的な資産配分を設定し、次の目標期日に至るまで、資産配分固定型と同様に基本的な資産配分を維持するが、次の目標期日に至ったら、次の目標である基本的な資産配分に変更する運用となっている。

例えば、退職する年を最終的な目標の年として、若い頃は株式などリスクの高い資産クラスの割合を高くして積極的な運用をし、時間の経過とともにリスクの高い資産クラスの割合を下げ、債券、預金のようなリスクの低い資産クラスの割合を上げていく。そして退職する年に到達すると、全てを安定運用に切り替えるといったものである。若いうちは積極的にリスクを取りリターンを獲得し、その後、目標年次に向けて順次リスクを減らしていく戦略と言える。

3 | 代表的なバランス型の資産配分

(1) 代表的な資産配分固定型バランス運用の資産配分

2021 年末まで、バランス型投資信託の純資産総額上位 20 本のうち、資産配分固定型が 12 本、資産配分変更型が 8 本（灰色表記）ランキングに入っている【図表 17】。今回はバランス型投資信託の上位 20 本のうち、6 割を占める資産配分固定型を取り上げてみたいと思う。

これら 12 本の資産配分固定型のうち、三菱 UFJ プライムバランス（安定成長型）、三菱 UFJ プライムバランス（成長型）、マイバランス 50、マイバランス 70、インデックスコレクション（バランス株式 30）の 5 本が確定拠出年金専用である。名称が類似するのは、リスク水準の異なる様々な顧客ニーズに対応するため、運用コンセプトは同一だが、リスク水準の異なる資産配分固定型商品を、運用機関が複数用意しているからである。三菱 UFJ プライムバランス（成長型・安定成長型・安定型）シリーズ、マイバランス（バランス 70・バランス 50・バランス 30）シリーズ、インデックスコレクション（バランス株式 70・バランス株式 50・バランス株式 30）シリーズはいずれもリスク水準が異なる 3 つの投資信託を展開し、資産配分は図表 18 の通りである。

3つのシリーズに属している3つの資産配分固定型投資信託を、株式インデックスの配分が高い順に、それぞれ高リスク型、中リスク型、低リスク型と分類する。資産配分を詳しく見てみると、運用機関によって差はあるが、同じ型の資産構成比は類似していることが分かる。例えば、高リスク型の株式インデックスの配分は、マイバランスシリーズ¹¹とインデックスコレクションシリーズ¹²では70%、三菱UFJプライムバランスシリーズでは75%であり、中リスク型の株式インデックスの配分は、全シリーズ50%である¹³。

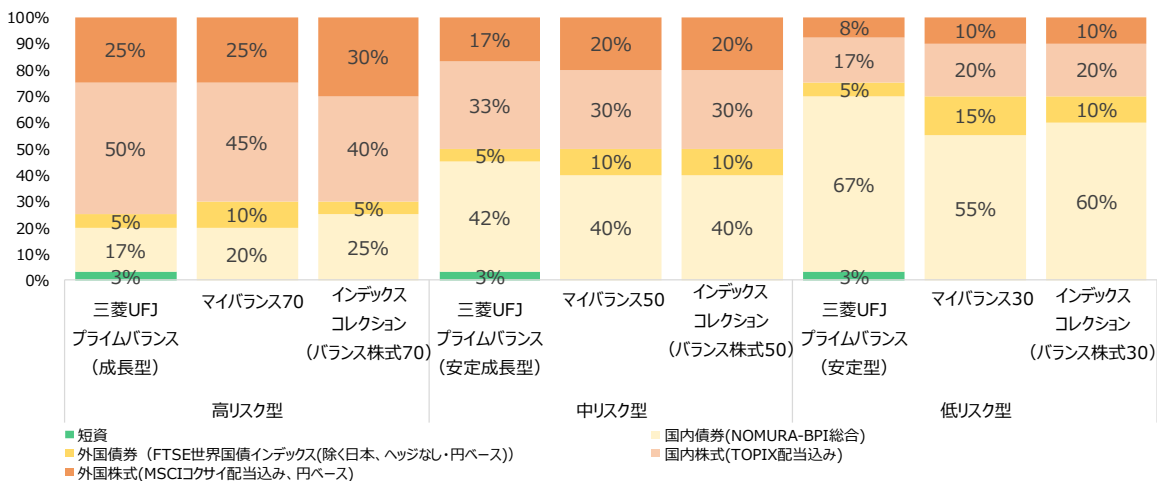
【図表 17】純資産総額上位 20 本のバランス型投資信託一覧(2021 年末時点)

順位	ファンド名	分類	純資産総額 (百万円)	過去3年リターン (年率)
1	投資のソムリエ	資産配分変更型	648,062	4.26%
2	東京海上・円資産バランスファンド(毎月決算型)	資産配分固定型	574,746	▲0.22%
3	スマート・ファイブ(毎月決算型)	資産配分変更型	349,538	3.71%
4	財産3分法F(不動産・債券・株式)毎月分配型	資産配分固定型	335,189	5.87%
5	セゾン・バンガード・グローバルバランスファンド	資産配分固定型	303,431	10.05%
6	ピクテ・マルチアセット・アロケーション・ファンド	資産配分変更型	280,639	5.17%
7	三菱UFJ プライムバランス(安定成長型)(確定拠出年金)	資産配分固定型	260,207	6.13%
8	東京海上・円資産バランスファンド(年1回決算型)	資産配分固定型	250,431	▲0.21%
9	リスク抑制世界8資産バランスファンド	資産配分変更型	225,096	3.51%
10	JPMベスト・インカム(毎月決算型)	資産配分変更型	200,804	5.40%
11	三菱UFJ プライムバランス(成長型)(確定拠出年金)	資産配分固定型	179,259	8.72%
12	分散投資コア戦略ファンドS	資産配分変動型	177,548	5.43%
13	マイバランス50(確定拠出年金向け)	資産配分固定型	174,959	6.84%
14	のむらっぴ・ファンド(普通型)	資産配分変更型	162,745	8.14%
15	マイストーリー分配型(年6回)Bコース	資産配分固定型	137,656	5.54%
16	マイバランス70(確定拠出年金)	資産配分固定型	135,696	8.76%
17	インデックスコレクション(バランス株式30)	資産配分固定型	134,781	4.45%
18	NWQフレキシブル・インカムファンド 為替ヘッジなし(毎月決算型)	資産配分変更型	131,540	-
19	JP4資産バランスファンド 安定成長コース	資産配分固定型	130,307	6.69%
20	eMAXIS Slim バランス(8資産均等型)	資産配分固定型	130,127	8.00%

(注)レバレッジ型除き。分類は交付目論見書によって筆者が分類した。

(資料)モーニングスターHPより、筆者作成。

【図表 18】確定拠出年金専用3シリーズの資産配分



(資料)各運用会社の交付目論見書より、筆者作成。

¹¹ 2021年12月29日から使用開始の当該運用会社の交付目論見書を引用した。

¹² 2021年10月27日から使用開始の当該運用会社の交付目論見書を引用した。

¹³ 2021年8月20日から使用開始の当該運用会社の交付目論見書を引用した。

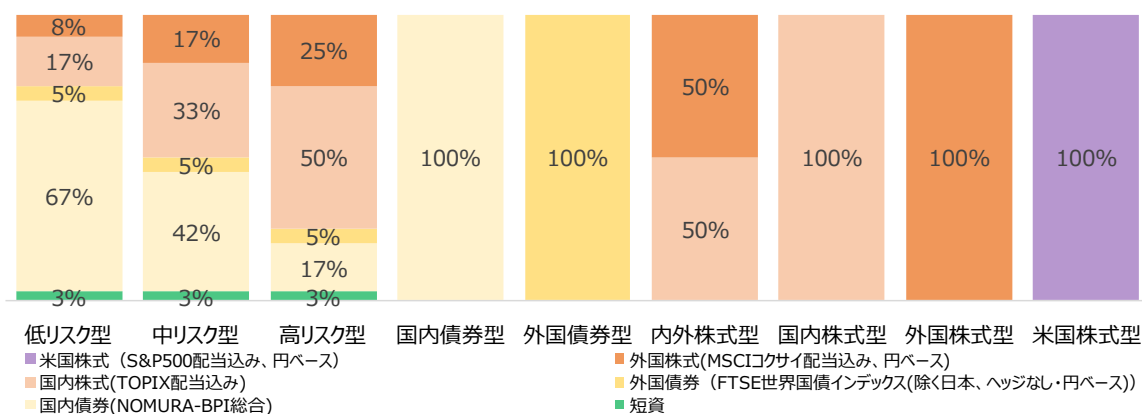
4 | 4つ金融危機直前にバランス型に投資したらいくらになる？

確定拠出年金においては、多くの選択肢の中から自分で運用商品を選び、それぞれの資産の割合、つまり適切なポートフォリオの資産配分を考えなければならない。そこで、過去のデータを用い、実際に投資していた場合のパフォーマンスを確認することで、商品の特徴のイメージを掴んでみたい。

確定拠出年金は2001年10月からある制度であるが、日本での過去の4つの金融危機直前に遡って、いくつかのポートフォリオを想定し、毎月2万円を積立投資したら2022年4月末にいくらになったのかを見てみたい。

前節に紹介した確定拠出年金専用のバランス型（資産配分固定型）の代表例として、株式インデックス25%・債券インデックス72%・短資3%を組入れる比較的低リスクが低い「低リスク型」、株式インデックス50%・債券インデックス47%・短資3%を組入れるある程度リスクがある「中リスク型」と株式インデックス75%・債券インデックス22%・短資3%を組入れる比較的高リスクが高い「高リスク型」を想定する。加えて、国内株式インデックス50%・外国株式インデックス50%を組入れる「内外株式型」と「国内債券型」、「外国債券型」、「国内株式型」、「外国株式型」、「米国株式型」それぞれ100%の場合も追加し、合計9種の資産配分で、4つの金融危機直前から毎月2万円を積立投資したら2022年4月末でいくらになったのかについて比較してみた【図表19】。

【図表19】9種の資産配分



(資料)筆者より作成。

結果を確認してみよう。いずれの場合も2022年4月末の最終時価残高は累計積立元本を上回っている【図表20】。積立時間が長ければ長いほど、最終積立金額が大きく、特に米国株式型、外国株式型が9種の資産配分の中では群を抜いて最終積立金額が大きく、資産を大幅に増やしたことが分かる。

一番投資期間が長い日本バブル崩壊直前から積立投資を始めた場合、米国株式型の最終積立金額は5,948万円となっており、累計積立元本776万円の7~8倍になっている。外国株式型も4,680万円とおおよそ元本の6倍になっている。その次に内外株式型は2,688万円、高リスク型は1,956万円、外国債券型は1,771万円、中リスク型は1,665万円となっている。日本バブル崩壊から今に

至るまで、日本株式の回復が緩いため、国内株式型は1,549万円と2倍程度の最終積立金額にとどまっている。そして低リスク型が1,358万円、国内債券型が1,069万円となっており、資産の増加が比較的小さかった。

ITバブル崩壊、リーマン・ショックとコロナ・ショックの直前から投資をした場合、米国株式インデックス、外国株式インデックスといった成長力のある株式型が変わらず最上位となっており、最終積立金額が最も大きかった。次に最終積立金額が大きかったのは外国株式と国内株式50%ずつ組み入れた内外株式型である。バランス型の高リスク型と国内株式型も健闘している。総じて株式型が上位に位置するのに対して、債券型は下位に位置している。資産配分固定型のバランス運用は、株式インデックスと債券インデックスの両方に投資するので、当然中間的な結果となり、株式インデックスの配分が高い方が、上位に位置している。高リスク型は国内株式型と同程度かそれ以上のパフォーマンスとなっている。低リスク型は国内債券型より最終積立金額が大きい、国内株式型には見劣りする。株式インデックスと債券インデックスの配分が同程度であるので、中リスク型の最終積立金額は高リスク型と低リスク型の中間に位置している。

尚、図表20で示しているように、一番投資期間が短いコロナ・ショック直前から2022年4月末までの資産残高の順位は長期期間の結果と同じように見える。しかし、今後株価急落で結果が違って来るかもしれない。このように短期ではリターンもリスクも安定していない可能性があるため、短期のパフォーマンスで資産配分を決めることは避け、あくまで参考程度と考えた方がよい。

【図表20】最終積立金額(2022年4月末時点)

日本バブル崩壊直前～今 (累計積立元本：776万円)		ITバブル崩壊直前～今 (累計積立元本：532万円)		リーマン・ショック直前～今 (累計積立元本：348万円)		コロナ・ショック直前～今 (累計積立元本：56万円)	
ポートフォリオ	最終積立金額	ポートフォリオ	最終積立金額	ポートフォリオ	最終積立金額	ポートフォリオ	最終積立金額
米国株式型	5,948万円	米国株式型	2,376万円	米国株式型	1,322万円	米国株式型	76万円
外国株式型	4,680万円	外国株式型	1,931万円	外国株式型	1,050万円	外国株式型	74万円
内外株式型	2,688万円	内外株式型	1,465万円	内外株式型	842万円	内外株式型	68万円
高リスク型	1,956万円	高リスク型	1,133万円	国内株式型	661万円	高リスク型	64万円
外国債券型	1,771万円	国内株式型	1,073万円	高リスク型	659万円	国内株式型	63万円
中リスク型	1,665万円	中リスク型	945万円	中リスク型	551万円	中リスク型	61万円
国内株式型	1,549万円	外国債券型	855万円	外国債券型	468万円	外国債券型	58万円
低リスク型	1,358万円	低リスク型	769万円	低リスク型	455万円	低リスク型	58万円
国内債券型	1,069万円	国内債券型	612万円	国内債券型	372万円	国内債券型	55万円

(注)各ランキングはそれぞれの期間内における順位。日本バブル崩壊直前、ITバブル崩壊直前、リーマン・ショック直前、コロナ・ショック直前は1989年12月末、2000年2月末、2007年10月末、2019年12月末から月次データ(円ベース・RI)を使用。1ヵ月毎にリバランスを行うと想定する。上記グラフは四捨五入の試算結果。投資コスト、税金などを考慮していない。

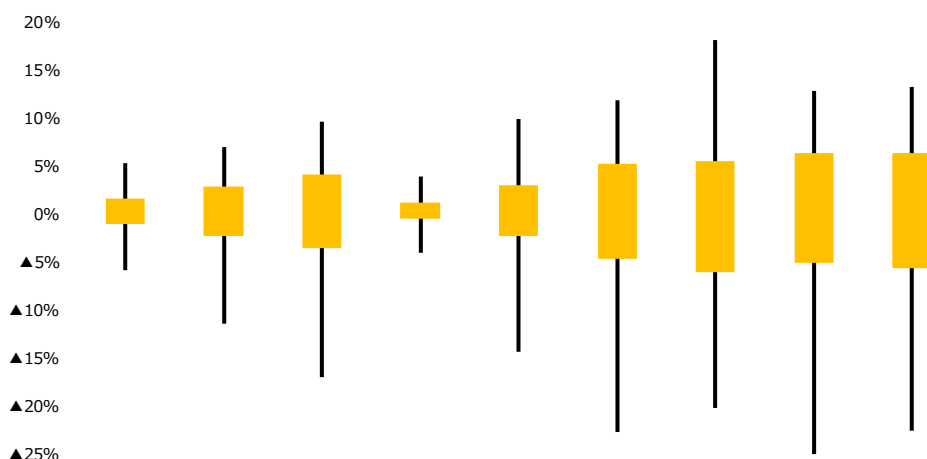
(資料)Datastream、Bloomberg、Morningstar Directより作成。

5 | 若い人ほど、もっとリスクの高い資産を多く配分すべきである

日本バブル崩壊直前から、各種資産配分における月次リターンの最大・最小値（図表 21：黒線）と昇順に並べた月次リターンの極端な値を取り除いて 75%が収まる範囲（図表 21：長方形）をグラフにしてみた【図表 21】。資産配分固定型のバランス運用を見ると、低リスク型のひと月最大下落率は国内債券型より多少大きいですが、外国債券型よりは小さく低リスク低リターンと言える。中リスク型と高リスク型だと、ひと月最大下落率が外国債券型と同じくらいだが、日本バブル崩壊直前を除き、外国債券型よりリターンが良い。短期的な価格変動が小さいわりに、リターンが高い点が、資産配分固定型のバランス運用の利点ではある。

一方、株式型の月次最大下落率は、国内株式型で 20%、外国株式型では 25%である。極端な値をとり除いても、株式型に投資するなら、ひと月±6%は変動する。金融市場が混乱すれば、たったひと月で積み上げた資産を失い積立元本を下回る可能性もある。しかし、一番投資期間が短いコロナ・ショック直前から 2022 年 4 月末までのように投資期間が短いとその可能性もあるが、繰り返しになるが、投資期間が長くなるにつれ、積み上げた資産が大きくなり、積立元本を下回る可能性は極めて小さくなっていく。短期的な値動きを抑えたければ、バランス型の方が優れているが、長期的には短期的な値動きを抑えるメリットは低下する。

【図表 21】リターンの最大・最小値と 75%範囲内の最大・最小値（2022 年 4 月末時点）



	低リスク型	中リスク型	高リスク型	国内債券型	外国債券型	内外株式型	国内株式型	外国株式型	米国株式型
最大値	5%	7%	10%	4%	10%	12%	18%	13%	13%
75%範囲内の最大値	2%	3%	4%	1%	3%	5%	5%	6%	6%
75%範囲内の最小値	▲1%	▲2%	▲4%	▲1%	▲2%	▲5%	▲6%	▲5%	▲6%
最小値	▲6%	▲11%	▲17%	▲4%	▲14%	▲23%	▲20%	▲25%	▲23%

(注) 日本バブル崩壊直前(1989 年 12 月末)から月次データ(円ベース・RI)を使用。1 ヵ月毎にリバランスを行うと想定する。

上記グラフは四捨五入の試算結果。投資コスト、税金などを考慮していない。

(資料) Datastream、Bloomberg、Morningstar Direct より作成。

確定拠出年金の場合は 60 歳まで現金化できず、投資を継続することとなるが、実のところ、60 歳までの投資期間が短い人と異なり、若い人が短期的なリターンのブレにこだわる必要性は小さい。

特に、一時的に資産時価残高が急落して慌てて元本確保型などに入れ替え、損失を確定すべきでないことに注意してもらいたい。短期の値動きに応じて売買を繰り返すより、長期的な視点で資産配分をする方が大切である。長い期間投資した場合、投資期間における元本割れしている期間の割合や元本最大毀損率で比較すると、株式型とバランス型のリスクは優劣がつけられない【図表 22】。

リーマン・ショック直前から投資する場合だと、株式型は元本割れした期間の割合が 20～30%台、元本最大毀損率が 30～40%台であるのに対して、高リスク型、中リスク型と低リスク型は元本最大毀損率が、株式型より小さく 10～28%であるが、元本割れした期間の割合は 20～30%台となっており、株式型とさほど変わらない。

【図表 22】元本割れ期間の割合と元本最大毀損率(2022 年4月末時点)

日本バブル崩壊直前～今 (累計積立元本：776万円)			ITバブル崩壊直前～今 (累計積立元本：532万円)			リーマン・ショック直前～今 (累計積立元本：348万円)			コロナ・ショック直前～今 (累計積立元本：56万円)		
ポートフォリオ	元本割れした 期間の割合	元本最大 毀損率	ポートフォリオ	元本割れした 期間の割合	元本最大 毀損率	ポートフォリオ	元本割れした 期間の割合	元本最大 毀損率	ポートフォリオ	元本割れした 期間の割合	元本最大 毀損率
米国株式型	5%	18%	米国株式型	33%	41%	米国株式型	24%	38%	米国株式型	14%	13%
外国株式型	6%	16%	外国株式型	27%	36%	外国株式型	24%	41%	外国株式型	14%	14%
内外株式型	17%	23%	内外株式型	36%	34%	内外株式型	29%	36%	内外株式型	14%	12%
高リスク型	15%	20%	高リスク型	35%	24%	国内株式型	34%	32%	高リスク型	14%	9%
外国債券型	7%	11%	国内株式型	38%	33%	高リスク型	32%	28%	国内株式型	18%	10%
中リスク型	6%	14%	中リスク型	28%	14%	中リスク型	29%	19%	中リスク型	14%	6%
国内株式型	54%	40%	外国債券型	2%	3%	外国債券型	32%	17%	低リスク型	18%	3%
低リスク型	3%	8%	低リスク型	14%	4%	低リスク型	21%	10%	外国債券型	0%	0%
国内債券型	2%	2%	国内債券型	0%	0%	国内債券型	2%	1%	国内債券型	86%	2%

(注)各ランキングは図表 20 における順位。日本バブル崩壊直前、IT バブル崩壊直前、リーマン・ショック直前、コロナ・ショック直前は 1989 年 12 月末、2000 年 2 月末、2007 年 10 月末、2019 年 12 月末から月次データ(円ベース・RI)を使用。1 ヶ月毎にリバランスを行うと想定する。上記グラフは四捨五入の試算結果。投資コスト、税金などを考慮していない。最大毀損率は絶対値をとる。

(資料)Datastream、Bloomberg、Morningstar Direct より作成。

投資期間が一番長い日本バブル崩壊直前から投資した場合は、国内株式型の評価が難しいが、それ以外の株式型(米国株式型、外国株式型、内外株式型)の元本最大毀損率は 16%～23%に対して、高リスク型と中リスク型は 14%～20%と大差ない。また元本割れした期間の割合も、国内株式型以外の株式型が 5%～17%に対して、高リスク型と中リスク型は 6%～15%と大差ない。バランス型と比べて、株式型は価格変動が大きいが、長期保有をすれば、価格変動による影響に大差はなく、その上リターンは株式型の方が高い。

低リスク型の場合、元本最大毀損率が 8%と国内債券型のリスクと同程度低いが、極めて低いパフォーマンス、つまり最終積立残高があまり増えないという代償を払うことになる。

過去のデータからは、バランス型よりも、もっとリスクの高い資産クラスを多く配分することが得策であると思う。なぜなら、分散投資は重要だが、分散投資には様々な分散効果があり、必ずしもすべての分散効果を等しく活用する必要性はないからだ。分散投資には、時間分散と資産分散が

あり、さらに資産分散には、同一資産クラス内の銘柄を分散する銘柄分散と、投資する資産クラスを分散する資産分散がある。長期的な資産形成においても、銘柄分散は重要だが、株式インデックスであれば、十分銘柄分散されている。長期積立投資により、資金投入時期が分散される時間分散と長期保有のメリットを十分享受できる若い人にとって、資産分散により価格変動リスクを抑えるメリットは小さく、長期的により高いリターンを得るメリットの方が大きい。そもそも、確定拠出年金制度は積立時期の分散と長期保有によって時間を味方にできる年金制度である。確定拠出年金の資産配分を決定する際に、長期的により高いリターンを得る可能性が大きいリスクの高い資産クラスをより多く配分した方が老後のための資産をより効率良く形成できるのではないかと考える。

6—結論

過去のデータを見る限り、結論として以下のことが言えると思う。

○株式インデックスとしては、米国株（ナスダック 100、S&P500、ダウ平均）、米国株が7割以上を占める先進国株（MSCI コクサイ）などをはじめ、収益力、成長力が期待できるインデックスが良い。尚、インデックス投資ではリターンは同様なので、コストが安いものを選ぶべきである。

○長期的な資産形成には一括投資及び積立投資を用いての株式インデックス投資がとても有効であることが分かる。金融・経済危機がいつ起きるか、株価の最安がいつなのかは事前には予測できない。人生100年を豊かにするためのお金を効率良く準備したいのであれば、株価の短期的な値動きに一喜一憂し、試行錯誤を重ねて短期売買するよりも、良い株式インデックスを選んで長期投資をして値上がりを待つ方が堅実である。

○分散投資には、時間分散と資産分散があり、さらに資産分散には、同一資産クラス内の銘柄を分散する銘柄分散と、投資する資産クラスを分散する資産分散がある。当然ながら、投資においては分散投資が重要と言われているため、通常は値動きが違う他の資産クラスへの投資も考えられる。しかし、分散投資には様々な分散効果があり、必ずしもすべての分散効果を等しく活用する必要性はない。最近の傾向として各種株式インデックスの値動きの連動性が高まってきており資産分散投資のメリットは小さく、一方で、国内債券投資は利回りが低すぎるため、投資するメリットは小さい。長期積立投資においては、株式インデックスであれば、十分銘柄分散されている。資金投入時期が分散される時間分散と長期保有のメリットを十分享受できる若い人にとっては、資産分散により価格変動リスクを抑えるメリットは小さく、長期的により高いリターンを得るメリットの方が大きい。

○長期保有と積立時期の分散によって時間を味方にできる年金制度である確定拠出年金においては、投資期間が長い若い人は、資産固定型バランス運用より外国株式など中長期的に高いリターンが期待できる資産クラスにもっと投資すべきであると考えている。もちろん、株式インデックスに長期投資する場合も注意すべき点はある。株価暴落とかのニュースが流れて、資産の時価残高が大きく減少しても、慌てて元本確保型商品などに入れ替え、損失を確定すべきではないということである。一時的に元本が大きく毀損しても、長期的には高い収益率を獲得できる可能性が高いから

である。元本確保型商品などに入れ替えて損失を確定してしまうと、高い収益率を獲得する機会を失うことになる。

一方、年齢が上がるにつれ、残る投資期間が短くなり、株価が回復するまで待てられなくなる。残る投資期間が短くなるにつれ、資産分散により短期的リスクを抑える重要性が増えるので、少しずつバランス型に移行するなど、リスクの低いポートフォリオに移行した方が良い。また、資産運用の結果、十分に満足できる老後のための資産形成ができたなら、思い切って全額を元本確保型にするのも良いと思う。

老後のための資産形成が十分にできるよう、まずは若いうちに、確定拠出年金等といった税制優遇措置のある制度を活用し、外国株式インデックスなどといった中長期的に高いリターンが期待できる資産クラスに積立投資を始めてみてはどうだろうか。

【参照した基礎研究所レポート】

- 2021年10月8日「[株式インデックス投資、何が良いかー先進国株、新興国株、米国株と日本株、どれを選ぶ？](#)」熊 紫云
- 2021年11月5日「[株式インデックスに積立投資をしたら、どれくらい増えるのかー先進国株式、新興国株式、米国株式、日本株式で比較してみた。](#)」熊 紫云
- 2022年3月11日「[確定拠出年金では何に投資したら良いのか？ー外国株式型、国内株式型、バランス型、外国債券型と国内債券型でパフォーマンスを比較してみた](#)」熊 紫云