

## 日本における家計の金融資産運用

商学部教授 阿萬 弘行

本レビューでは、「投資信託事情」に最近掲載された日本における家計の金融資産運用に関する論文を紹介する。なお、本文中での「著者」とは、紹介する各論文の著者のことを指す。

野尻論文は、全4回の連載記事であり、現在の日本の家計における金融資産の状況を分かりやすく説き明かすとともに、望ましい資産運用に対して種々の興味深い提言を行っている。第1回では、少子高齢化の進む日本の個人金融資産の現状を概観している。それによると、政策的な契機となった「高齢社会対策大綱」（1996年7月閣議決定）では、既に、高齢期に備えての自助努力による金融資産形成の重要性が謳われている。その後の1991年から2021年の約20年間にかけて、個人金融資産は1.35倍となっており、預金・現金比率は、0.3%の微増である。著者は、これに対して、「貯蓄から投資へ」という目標達成失敗は、リスク資産構成比が増加しなかったことではなく、比較対象とする米国（3.10倍）・英国（2.19倍）に比べて、個人金融資産の増加幅が小さい点にあるとする。そして、論文タイトルとなっている「4000兆円」という数字は、米国の一人当たり金融資産額に追いつくために、20年後に必要な日本の個人金融資産総額として算出されている。著者は、資産運用を現役世代の資産形成期と退職世代の資産活用期に分け、前者を登山の上り、後者を下りにたとえて、双方の重要性を強調している。一般的に資産運用論では、いかにして現役のうちに資産を増やしておくかという前者が重視されており、後者への新たな着眼点は非常に示唆に富む。

第二回では、若年世代に焦点を当てている。家計調査での有価証券購入額は、全世代平均よりも、34歳以下の若年世代において、2018年を境に大きな上昇傾向を示している。著者は、この原因として、コロナの時期での若年層のオンライン投資の増加、NISA（日本版少額投資非課税制度）の影響があるのではないかと推測している。より興味深いのは、確かに若年層にとって、投資へのハードルが下がっているようだが、他方で、著者は、家計調査の有価証券売却額、つみたてNISAの売却額から見て、短期売買傾向を指摘している。ファイナンス分野の多くの実証研究は、株式や投資信託などへのリスク投資障壁の高さを指摘している。また同時に、投資が金銭的利得の獲得が目的ということもあり、短期的な回転売買が、自信過剰などの要因によって生じることを示すファイナンス研究もある。投資障壁を低くすると共に、短期売買への誘因をいかにして抑制するかも、今後の課題となるだろう。

第三回では、退職世代の「資産活用」（資産の取り崩しと資産寿命の管理）について解説している。そこではまず、一般的な「毎月〇〇万円取り崩す」という定額取り崩しが、晩年

での老後資金不足を生む危険性「収益率配列のリスク」をはらむことを指摘している。このリスクに対応するために、「定率での取り崩し」「定口数での取り崩し」などを紹介している。そして、一つの試案として、退職後の生活のあり方を分かりやすく分類することを提案している。そこでは、第一の軸として、老後の収入への期待、第二の軸として、退職後の生活に対する姿勢を定めている。こうした類型化によって、多様な老後の人生での資産活用の進め方を明確にメリットがある。たしかに、不確実性の高い老後の資産活用には、類型化・単純化によって、細部を犠牲にしても、大まかな自分自身の位置の把握し、自身の要望を確認することは有益と思われる。

第四回では、個人の資産運用を支えるビジネスとして、金融アドバイスの先進的事例である英国の状況を紹介している。その中で、英国の IFA (Independent Financial Advisor, 独立系金融アドバイザー) は、小規模零細の事業者が多く、また、収益は規模に左右されず、十分な水準にあることをデータから示している。そして、その収益性を支える基盤として、各種のアドバイス関連の業務を外注できるファンド・プラットフォーム・ビジネスの存在を挙げている。また、英国での手数料撤廃とアドバイスフィーへの移行を紹介し、日本での独立系金融アドバイザーへの示唆を述べている。

山口論文は、各種の調査データをもとにして、家計の資産運用の意識・経験などを分析している。それによると、金融資産の保有目的では、人生の三大費用のうち、20代から40代頃までは、教育資金が大きな割合を占めるが、それ以降では、老後の生活資金の比率が高くなっており、長期的な資産運用の目的は、年代によって異なっている。また、金融資産状況の分析では、よく知られた日本の家計の傾向と一致して、預貯金が多く保有され、株式や投資信託は少ない。データから、家計は元本割れの可能性のある金融商品を保有したくないという傾向も示されている。リスク性金融資産は当然のことながら完全に元本割れを防ぐことができないが、筆者は投資家心理の観点からいくつかの示唆・アドバイスを述べている。第一に、評価損と実現損を区別するべきとしている。相場は常に変動するものであるから、評価損も変動する。これに一喜一憂しないことが重要と強調している。第二に、個人の相場予想をたしなめている。実際に、アンケート調査では、元本割れの理由の最大の理由は、「相場予想が外れたから」となっている。第三に、投資期間が短すぎるとしている。そこでのデータでは、推計された投資信託の平均保有年数は約2年から5年程度の範囲である。著者の行ったシミュレーションによると、長期間の積み立て投資では、元本割れの確率が低下することを示しており、その点では、実際の投資信託の保有期間は極めて短いと言える。とくに、ネット証券経由の場合、保有期間が非常に短い。著者は、顧客である若年層の投資家が、手軽さや低コストのためにかえって短期売買に傾いているのではないかと推測している。第四に、若い世代への継続的な投資を促進することが、金融業界のビジネスモデルに必要であると述べている。若年世代の短期売買の特徴は、野尻論文でも類似した点を指摘されている。若い人々の興味や利益動機を喚起して投資の入り口に向かわせることと、短期売買を抑制することのバランスをいかにとっていくかが今後ますます必要となると思われる。

野尻哲史 連載「4000兆円を目指して」投資信託事情(投資信託事情調査会)

「(第1回)人口減少・超高齢社会における個人金融資産」 65(2), 4-9, 2022-02

「(第2回)若年層の資産形成の拡大と課題」 65(4), 4-9, 2022-04

「(第3回)これから20年間の資産活用の可能性と課題」 65(5), 4-10, 2022-05

「(第4回)超高齢社会の個人金融ビジネスのあるべき姿」 65(6), 4-10, 2022-06

山口勝業 「インターネット時代の投信販売での営業スタイルとは?(2)「投資信託等の販売会社に関する調査」からの示唆」 投資信託事情(投資信託事情調査会) 64(11), 4-9, 2021-