

# 個人投資家の老後に備えた資産運用再考

袖山 則宏\*

Reconsideration of the investment management of individual  
investors for their old age

Norihiro Sodeyama\*

## Abstract

Defined Contribution Pension allows us to expand investment options according to the diversification of individual lifestyles. It can be thought of as a participation type system that makes it possible for us to enrich our life after retirement with our own effort. However, there are some aspects that are not fully understood yet.

In this article, I will summarize the points of how to use Defined Contribution Pension “rationally” in the position of the users who receives the benefit, rather than the position of the financial business providing the Defined Contribution Pension management program.

## 1. はじめに

現在の我が国の年金制度は、「賦課方式」と呼ばれる方法により、現役世代の負担する保険料がそのまま高齢者の生活保障として「年金」の形で支払われる仕組みとなっている。つまり保険料を負担する現役世代がいなくなる限り年金の支え手は存在し、制度自体がなくなることはない。

支払う年金の源泉がなくなること、お年寄りがいくら長生きしても一生涯年金を受け取ることができ、高齢化社会においても、ずっと国から年金が支払われるという大きな安心感がある。

しかしながら日本は少子高齢化が着実に進んでいることで、このままでは保険料を負担する支え手となる現役世代の数がどんどんと減少し、年金の支払いを受けとる高齢者の数が着実に増加するといった構造的な大きな問題は解消されることはない。

そのため、実際に、現役世代が月々に負担する保険料が上がり、年金を受給する年齢が引き上げられたりしているのである。

保険料を納めるお財布を国全体でシェアしていることで、結果として、少子高齢化などといった国の事情で“保険料の徴収や受給条件が変化せざるを得ない状況”となっている。これが我が国の年金事情の宿命ともいえるのではないだろうか。

---

\* 大阪電気通信大学 金融経済学部

## 2. 確定拠出年金制度

### 2.1 確定拠出年金とは何か

これに対して確定拠出年金（以下「DC」）とは、国の年金だけでは不足する可能性がある老後資金を「自らにとって得な方法になり得る方法により作りあげる」制度のことを指している。DCは、自分ひとりだけの老後資金専用口座であり、若いうちから積立てたお金を、歳をとった自分が使う仕組みとなっており、国の事情で自分のお金が使えなくなったりするようなことは一切ない。

60歳までは受け取ることはできないが、それまでに10年以上の加入期間があれば、60歳から70歳までの間の好きな期間に一時金で受け取ったり、年金で受け取ったりと非常に自由度の高い選択ができるのが特徴となっているのである。

また税金の優遇があるのもうれしいポイントといえるであろう。

何しろ自分自身の老後のために貯蓄（掛け金）は、その全額が所得税のかからないお金となるのであるから、とてもお得である。この大增税の傾向にある時代に貯蓄をすると税金の払い戻しがある制度なんて、DC以外にはない。更に運用益は非課税、受け取り時点でも税制優遇ありという至れり尽くせりの制度となっているのである。

### 2.2 NISA（少額投資非課税制度）とDC

多くの人が老後資金作りのために利用しているのがNISAである。ここではNISAとDCのメリット・デメリットを整理し、個人にとっての最善な運用アプローチについて考えていくこととする。

NISAとは、専用の口座を開設しその口座内で得た利益にかかる税金が免除される仕組みとなっている。NISA専用の口座は銀行や証券会社で開設され、20歳以上の人であれば1人1口座だれでも開設が可能である。

一度開いた金融機関の口座は1年毎に変更できる。

NISA口座内では1年に120万円まで投資でき、たとえば2017年1月にNISA口座でA社の株を120万円購入し、2019年にその株を売却して30万円の利益を得た場合、通常の口座であればその利益に対して20%の税金が差し引かれるところ、NISA口座ではその税金が引かれることなく利益の全額30万を手に入れることができる（ちなみに5年間で総投資元本は120万円×5年＝600万円まで可能。2018年より開始される「つみたてNISA」に関しては、本稿では、その取扱い方法については触れないが、商品概要に関してのみ、4章にて紹介させていただくこととする）。

ただし運用益に対する税金がかからないメリットを受けられるのは、投資から5年間に限ってであり、このケースであれば2021年12月末までに得た売却益は非課税となるが、それ以降、普通口座に移してからの売却益に対しては通常通り課税されることとなる。

このようにNISAの強みは「運用に柔軟さがあること」にある。

年間120万円までといった枠の制限があるが、この投資可能な上限まで段階的に積立をしてもいいし、一括で積立をしてもいいし、120万円の上限まで使っても使わなくてもいいといったフレキシブルな対応が可能であることに強みがあるといえるのであろう。

またDCと比較をすると、NISAは加入資格、投資可能額の設定がとってもシンプルで分かりやすいこともメリットの一つといえる。さらに運用期間に関わらず“引き出し”に関しては制約がないことも使いやすい点である。

しかし、現段階では運用益が非課税であるのが投資から5年間のみというのはDCにはないデメリットではある。DCであれば、60歳までの加入期間（あるいは最長70歳までの運用期間）において全期間運用益は非課税ですので、メリットを享受できる期間がとて長くなっている。

またNISAでは投資できる対象が株式の個別銘柄や、投資信託、ETF、REITといったいわゆる「投資」商品に限られているのも特徴といえる。つまり、投資に消極的な人の場合、そもそもNISAには希望にあう金融商品がないわけである。

一方、DCは掛け金の上限がNISAより低い、途中解約が難しいといったデメリットはあるものの、たとえば投資に消極的な人であっても定期預金を選びつつ、運用から得た利益をずっと非課税で受け取れるというメリットが長く続く点を基準として投資設計（「貯蓄」と「運用」の設定）を行っていけるところに強みがある。

老後の資金作りでは、できるだけDCを有効利用することがベストな選択肢といえるのではないだろうか。

NISAは、運用期間が5年間に限定されているという制約はあるが、投資商品をいつ売却してもいいし、積立に限らずある程度まとまったお金で投資することもできる。

それでもやはりDCほど税制優遇が大きい優れた制度ではないので、老後資金としてしっかりとお金を準備することを目的とするのであれば、DCが今の日本では最強の制度であることは間違いない。

DCは、掛け金を拠出ただけで節税メリットを享受することができる。つまり、掛け金で元本確保型の商品を選んだとすればそれだけで税金のキャッシュバックの恩恵を受けることとなり、「節税」による誰もが失敗しないノーリスク・ハイリターン金融商品に投資したのと同様な利益（効果）を獲得したことになるのである。

しかしながら、この低金利の時代に取ってリスクがあるものが怖いからといって、一方的に全くリスクを取らないといった考え方でいいか、再考してみる余地はあるといえるのではないだろうか。

DCは、お金を積立てるだけでメリットがある。少なくとも自分のための貯蓄をしているだけに税金が得する制度なのだから、これほどありがたいものはない。

ただし、やはり世の中はマイナス金利であるから、元本保証型商品では節税分のメリットしか望まず、将来の備えとしてある程度の運用で積立額を増やしたいと思うこと自体、当然であろう。

以下では、個人投資家がDCの「節税」メリットを最大限に享受しつつ、どのように運用手法を整理していけば有効であるか順を追って考えいくこととする。

このように考えると、「節税」メリットを最大限に享受する有効な手段は、DCの枠を最大限に使用することを前提にNISA口座を開設し、NISAを補完的に位置付ける。そして、必要に応じて課税口座も開設するとの手順が自然と思いつくのではないだろうか（4章「アセット・アロケーションとアセット・ロケーション」で詳細に解説）。

### 3. 個人投資家にとっての最良運用基本原則

#### 3.1 バランス・ファンドへの投資意義

バランス・ファンドは、商品それ自体として評価すると、株式100%に投資しているファンドよりもリスクが小さくて投資家からみて精神的にも無難であり、商品を販売する側から見ても後のクレーム・リスクが小さいように思える。

また、アセット・クラスの配分を決める「アセット・アロケーション（資産配分計画）」は、投資に不慣れな人にとっては難しく感じられるので、これをファンドの運用側でやってくれるバ

ランス・ファンドは、初心者にとって気が楽な商品だといえるだろう。

こうした性質から、バランス・ファンドは「初心者向きである」との声が聞かれるが本当であろうか。

また、2014年から導入されたNISAでは、5年間の非課税優遇期間中に対象資産を売却した場合に、非課税枠がその分だけ縮小してしまう制度設計になっている。運用期間を通じて資産配分を調整する投資行動を「リバランス」と呼び、バランス・ファンドは、NISAの枠内でリバランスを可能にするので、「NISA向き商品である」という声もあるが本当なのであろうか。結論からいえば、バランス・ファンドが「初心者向け」だというのは明らかに間違いであり、「NISAに向いている」というのは明白な誤りでといえる。

これらの間違いや誤りを理解することは、何れも難しくはないが、そのためには、お金の運用に関して3つの「物の見方」に気づく必要がある。列挙すると、個人の運用管理は以下の三原則に整理することができるのだ。

- (1) 投資家はリスクを投資金額で調整することができる。
- (2) 投資家にとって大切なのは自分の資産の「一部」ではなく「総合計」である。
- (3) 投資家は運用の中身を知らないよりも知っている方がいい。

リスク管理の一般論として、投資額の調整(縮小・拡大)が最もシンプルであり確実な方法である。他方、バランス・ファンドに投資した場合、運用の中身が実際にどうなっているのかが把握できないことが多く、何よりも、ある程度理解することができたとしても、今後どうなるのかといった重要な点について曖昧さが残ることは否定できない。

リスクの把握がこれほどまでに「難しい」ということは、少なくともバランス・ファンドは「初心者には向いていない」といえる。「バランス・ファンドは初心者向きである」といっている人は、おそらく、投資の初心者がリスクの把握を放棄することを前提としているのであり、もちろん、これは不適切且つ無責任なことであるといえよう。

バランス・ファンドを売る場合でも、金融機関はリスクについて説明しなければならないし、投資家はリスクを理解して投資すべきである。

加えて、バランス・ファンドと同等のリスクを自分で組み立てる方が「安上がり」である。たとえば、株式・債券(含む現金)に半々に投資するバランス・ファンド(リテール向けの投信だと信託報酬は1.0%くらいが多い)に投資するよりも、半額をインデックス・ファンド(ETFだと0.1%くらいである)に投資し、残りで個人向け国債でも買っておく方が、投資家は、支払手数料の総額を遙かに小さく抑えられることは明らかである。

NISA口座でバランス・ファンドを買うことも正しくない。NISAは運用益が非課税になる仕組みなので、自分の運用全体の中で期待リターンの高い資産の運用をNISA口座に集中させることが「得」になる。たとえば、450万円の金融資産中、150万円分株式ファンドを買ってもいいと思っている人は、NISAに120万円分株式ファンドへの投資を集中させて、残りの30万円をNISAの外の一般口座で株式ファンドに投資し、あとの300万円を元本割れしない運用に回すといった運用を行うことで、自分の運用の「全体」を最適化することができる。

このような明白な優劣があることから、NISA口座でバランス・ファンドに投資すると、NISAの非課税効果のメリットを薄めてしまうことになる。

尚、バランス・ファンドを擁護する論拠として、「プロの投資家によるアセット・アロケーショ

ンの付加価値」が指摘する側面もあるが、資産配分のタイミングで安定的に成功する運用者を見つけることが難しいことは、今や資産運用業界の一般常識となっている。

だからこそ、約130兆円の資産を運用する公的年金を含む年金基金をはじめとして、投資家自身が資産配分を決めて、アセット・クラス毎に運用を任せる相手を選ぶスタイルで運営することが、機関投資家の運用の世界の標準になっているのである。

大規模な年金基金ほどではなくとも、複数の運用口座を持っていたり、複数の運用商品に投資していたりする個人投資家は多だろう。NISA口座を持っていたり、DCを持っていたりする投資家も、大半が、別の口座でお金を運用しているであろう。

こうした場合、「自分の運用全体を最適化し、その中で、個々の口座や商品に最適なものを割り当てる」という考え方ができるかどうかが重要である。もちろん (1) リスクの把握 (2) リスクのコントロールが共に容易で (3) 運用に掛かるコストが安い方がいいことは、容易に理解することはできるのではなかろうか。

残念ながら、バランス・ファンドが個人投資家にとっていい運用対象だとはなり得ないといえるのではないだろうか。

## 3.2 DCではまずどのファンドから取組むか

### 3.2.1 マネージャー・ストラクチャーの問題

DCの普及は拡大しているが、残念ながら、DCの運用をどうしたらいいのかについて、正しく理解できていないDC加入者がまだかなり多いのではないと思われる。

その原因は、加入者側がもともと運用に関する基本的な知識を持っていないことが大きいと推測されるが、DCに伴う投資教育を行う主体が、DCを取り扱う金融機関の利害に影響されて、加入者に提供する情報が歪む場合もある。「金融機関に利害関係のある者が提供するお金に関する情報を無条件に信用してはならない」ということは、全ての個人投資家にとって今や共通の重要な常識であるといえよう。

結局、運用に関する基礎知識に加えて、DCの扱い方に関する幾つかのポイントを覚えて、DCでの運用について自分で決められるようにすることが一番の近道といえる。

個人がDCで資産運用をどう行うかについて、運用の問題として本質を一言で言うなら、「マネージャー・ストラクチャーの問題」である。もう少し詳しく言うと、「自分の運用全体を最適化の中で、運用手数料・税金などのコストを最小化する問題」と置き換えてもいい。

そうは言っても、年金運用など、プロの運用の世界に馴染んでいない投資家にはピンと来ない場合が多いであろう。年金の積立金を運用する年金基金のような機関投資家の場合、運用会社（マネー・マネジャー）を数社から数十社くらい利用して資産を運用することが一般的となっている。この場合に、運用会社や運用会社と結ぶ運用内容に関する契約をどのように組み合わせるかを「マネージャー・ストラクチャー」と称する。年金基金等の自分の資産を間接的に（運用会社に任せて）運用する投資主体にとって、マネージャー・ストラクチャーは通常アセット・アロケーションに次ぐ重要な課題となっている。

今日の個人投資家の場合、通常の証券口座で自分が直接銘柄を選んで投資しているなら、マネージャー・ストラクチャーの問題は生じないが、アセット・クラス毎に複数の投資信託を選んで投資していたり、DCやNISAを利用していたりする場合、年金基金がマネージャー・ストラクチャーを考える際に必要な問題と同様な問題に直面する。こうした運用の場合に適用すべき

原則の幾つかが、機関投資家と個人投資家の間では共通しているのである。

### 3.2.2 マネージャー・ストラクチャーの基本原則

DCの資産運用を考える際に適用できるマネージャー・ストラクチャーの基本的な設計原則を挙げてみよう。

- (1) 運用資産全体の合計が最適になるように資産配分を設計すべきである。
- (2) アセット・アロケーションのリスク・コントロールが利くように設計すべきである。
- (3) 運用手数料・税金などの「コスト」が全体として最小となるように設計すべきである。
- (4) 相殺的な売買の発生を抑えるように設計すべきである。

個人投資家の場合、そもそもアクティブ運用の有効性を評価することができないので（機関投資家ですら難しい問題である）、アクティブ運用のスキルを組み合わせることに関わる諸々については特に心配する必要はない。

しかし、基本的な原則である(1)～(4)については有効であり、実際に機能するものである。

### 3.2.3 DC運用の基本原則

個人のDC運用にあって、前記の4原則を適用するとどうなるのであろうか。

- (1) DCの中だけではなく、自分の運用資産全体の「合計の状態」が望ましいものになっていることが必要である。
- (2) アセット・アロケーションの把握とコントロールが難しくなるので、バランス・ファンドの採用は避けるべきである。
- (3) 運用手数料・税金などの「コスト」が全体として最小になるように設計すべきである。
  - a) DCの制度上メリットである税制優遇を最大限に活用すべきである。具体的には、所得税控除を最大限に利用するために掛け金をできるだけ大きくして、DC枠を最大限に使用する。
  - b) 運用期間中の課税がゼロであることを生かすために、運用資産の中で期待リターンの高いものをDCに集中するといいい。
  - c) 全運用資産に対して掛かる手数料を最小化する努力を行う必要がある。
- (4) 複数のアクティブ・ファンドを運用資産内に抱えると相殺的な売買が生じる可能性があることから、DCではインデックス・ファンドに投資する方がいい。

DCが利用可能な個人投資家は、同時にNISAも利用できる立場にあるだろう。一般口座での運用を合わせると、少なくとも3つの口座を持って運用することになる。つまり、マルチ・マネージャーの状況が発生するのである。

この場合に肝心なのは、これらの「合計」が自分の運用したいポートフォリオになっているかどうかである。流動性に問題が生じない限りは、この「合計」を最適に設計して、DCやNISAに適切な資金運用の「部分」を割り当てると考えることが合理的である。

間違いの典型的な例は、「DCの中だけ」で考えて、「ミドルリスク・ミドルリターン」を期待してバランス・ファンドを買うようなケースである。これは、(2)、(3)の観点からも原則に

逸脱する公算が大きく、注意しなければならない。

運用手数料については、NISA口座、一般口座での運用とDC口座での使い分けを考える必要がある。この際にポイントになるのは、DC以外の口座で投資可能な広い範囲の商品の手数料と、DCに用意された商品の手数料の差である。

尚、近年新たに企業型DCを導入するケースでは、投資教育における情報提供の観点からインデックス・ファンドを中心とした運用対象がラインナップされるケースが増えている。アクティブ・ファンドを評価することを一般のDC加入者に強いるのは明らかに無理があり、責任のある評価方法を持って教育することなどできない。当然のことではあるが、今までそうになってこなかったのは、DCを推進する金融機関の手数料稼ぎに企業側が乗せられて来たからである。

### 3.2.4 先ず、外国株式のインデックス・ファンドから考え始める

実践的なDC運用の構築について考えてみる。多くの場合、DCにおける運用対象の第一の選択肢は外国株式のインデックス・ファンドである。先ずは、ここから考え始めるといい。理由は2つある。

先ず、DCの運用選択肢では、ノーロード（販売手数料ゼロ）であることはもちろん、信託報酬も一般にリテール向けに売られている公募の投資信託よりも安いことが多い。特に、DCの外国株式インデックス・ファンドの場合、現在0.2%前後でしばしばラインナップされていることから手数料はかなり割安である。

もう一つの理由は、NISAとの使い分けである。投資対象商品の運用手数料が同じなら、DCとNISAの運用内容はたとえば「国内株式」と「外国株式」を、たとえばそれぞれで50%ずつ持つといった方法でいいが、NISAではETF（上場型投資信託）を使うことができる。

NISAではTOPIX連動型ETFに投資して「国内株式」部分の運用を割り当てると、公募の投資信託のインデックス・ファンドの信託報酬率が0.4%程度であるのに対し、0.1%以下の水準に抑えることができる。DCにはその分「外国株式」のインデックス・ファンドが割り当てられやすくなる、というバランスになっている。

運用資産全体の金額、DC、NISAで使える金額などに個人差があるし、DCにラインナップされている商品には企業毎・運営管理機関毎（個人型の場合）に利用できる商品に差はあるが、「全体のアセット・アロケーション」を踏まえて、紹介した原則に従って考えると、個々のケースで殆どの場合、答えは1つに決まるはずである。

DC運用の構築では、外国株式のインデックス・ファンドから始めることが最良である。

## 4. アセット・アロケーションとアセット・ロケーション

### 4.1 続々登場する新しい「器」

2016年は、確定拠出年金法の改正があり、DCの対象者の範囲が広がるなどの大きな変更があった。

また、2015年に登場したNISAは、それ自体の枠が拡大し（年間100万円から120万円に）、さらにジュニアNISAが生まれ、報道によれば、2018年には金融庁が「つみたてNISA」と呼ばれる新制度の導入を決定しており、運用の「器」が続々と登場している状況にある。

ちなみに、「つみたてNISA」の内容は、年間40万円を限度に、積立投資に好適な商品の投資を行うことができ、20年間（ロールオーバーは無し）の運用益非課税期間を与える制度のよう

である。この制度でも、既存のNISA同様に、投資対象商品を途中売却すると、その分の元本が非課税枠から外れる仕組みになっており、金融庁の「本来の投資は長期投資である」とする強いメッセージと、国民及び金融業界への「教育」の意図が窺える。

但し、純粹に投資の立場から考えるなら、長期のバイ・アンド・ホールドが原則として望ましいとしても、20年もの運用期間があると、物価も金利も経済成長率も大きく変化する中での、「つみたてNISA」の使い方は、それほど簡単ではない。

一方、DCも、それなりに癖のある「運用の器」である。

DCは、運用内容に関してはスイッチングができる点でNISAよりも柔軟性があるが、運用対象商品は加入者が選んだ運営管理機関が用意した商品ラインナップに限られる点で選択範囲が狭い。また、原則として60歳まで引き出しができない点についても、考えておく必要はあるだろう。

確かに「難しい」、「面倒である」と敬遠する人が出てきても無理はないように思えるが、DCも、NISAも、同じ運用を行うなら、是非とも利用したい「得な制度」であるので、投資家は効果的に且つ最大限に活用することを検討すべき制度であることは間違いない。

#### 4.2 大事なものは「運用資産全体」

さて、たとえば、DCと、NISAと、証券会社の課税口座と、銀行預金とに、金融資産を持っている投資家がいるとしよう。投資家にとって、大事なことは何だろうか。

それは、自分の「運用資産全体」がどのように構成されているか、ということ把握することにある。

たとえば、「国内株式」について、どの運用口座でどれだけのリスクを取っていて、その合計が幾らあって、どのような手数料を払っているのかといった点が問題である。もちろん、国内株式以外のアセット・クラス（資産区分）についても同様なことがいえるし、全体で「アセット・アロケーション（資産配分）」がどうなっているかということも、是非、自分で理解し、且つコントロールすべきかを検討することが重要な問題となるのである。

個人投資家が成すべきことは、①全体のアセット・アロケーションを設計し、②利用可能な運用口座を適性に応じてアセット・アロケーションの「部分」に割り振ること、この2点に尽きるのである。

これは、機関投資家の世界でいうなら、年金基金が、アセット・アロケーションを決定し、これに合わせて、個々の運用機関にどのように資産運用を任せるかという「マネージャー・ストラクチャー」を作るプロセスに非常によく似ている。

それでは、個人投資家は、この管理をどのように行ったらいいのだろうか。

#### 4.3 「アセット・アロケーション」と「アセット・ロケーション」

この管理方法については、「アセット・アロケーション」（資産配分）と「アセット・ロケーション」（資産の置き場所）を、マトリックス化して考えると分かりやすい。

「アセット・アロケーション」（資産配分）とは、多くの投資家に浸透している考え方で、投資家のリスク許容度や目標、時間軸に応じて、ポートフォリオ内の各資産クラスの割合を調整することで、リスクとリターンのバランスを取ろうとする投資戦略であり、多くの金融専門家は、アセット・アロケーションが運用資産全体の収益を決定する重要な要素であると主張していることはご存知であることといえる。

一方で、今回ご紹介する方法で、特に、「アセット・ロケーション」（資産の置き場所）という

概念については、岡本（2014）のアイデアを引用したものであり、運用する際に、どの口座に資産を振り分けるかを定めることをいう。投資においてコストはマイナスのリターンであり、コストというと金融商品の「税金」がまずもって思い浮かび、それに加えて「運用手数料」も立派なコストであるといえる。そのため、税制メリットの大きな場所（口座）を最優先的に運用することが有利であることは明らかなことである。つまり、老後資金をつくることを目的とするのであれば、DCの口座は真っ先に活用したい場所なのである。

具体的な構築方法は次の通りにすると視覚的にも分かりやすい。横軸にアセット・アロケーション、縦軸にアセット・ロケーションを区分したマトリックス表を作り、ここに、自分の資産の現状、又は、自分がこれから構築しようとする資産管理の状態を記入していくのである。そのようにすることで、結果として物事が簡単に決まることになる。

具体的な例として山崎（2016）の考え方を引用してみる。仮に、金融資産を総額で200万円持っており、そのうち、DCに200万円、NISA口座に120万円の残高を持っている個人投資家がいるとしよう。

個人投資家は、たとえば、『資産のうち、800万円までをリスク資産に投資していいと考えている。その内訳は、「国内株式」と「外国株式」を半々にしよう』と決めたとした場合、たとえば、次のような図表を書いて、運用方法を検討してみると理解しやすい。

アセット・アロケーションの項目は、左から右に、リスクが大きい方から順に並べてみる。推定リスクの大きさは「外国株式」と「国内株式」で、使用するデータ期間によって異なるものの、取り敢えず、「外国株式」、「国内株式」、「外国債券」、「国内債券」、「現預金」といった順で考えてみる。

アセット・ロケーションについては、「課税口座」、「DC」、「NISA」と運用対象の入れ替えが容易な口座を上段に、運用対象を変更しにくい口座ほど下段に配置してみる。

NISAは、一旦投資した対象を、非課税期間の途中で一部ないし全売却してしまうと、その元本相当額が非課税枠から外れてしまうことから、できるだけ「途中で売りたいなりにくい資産」を組入れるのがいい。端的に言って、TOPIX連動型ETFはこの条件を満たし、DCに用意されている運用選択肢よりも運用管理手数料が安い。NISAでの運用対象の第一選択肢は、圧倒的にTOPIX連動型ETFといえるのではないだろうか。

次にDCだが、このお金の置き場所としての性質は、その利用自体が得（一定以上の所得が見込める場合所得税控除の効果が大きいから）なので、最大限に利用したいことの他に、通常、外国株式のインデックス・ファンドに、市販の投資信託よりも運用管理手数料が安い商品がラインナップされている。

NISAに「国内株式」を割り当てたこともあり、DCの第一選択肢は外国株式インデックス・ファンドである場合が多い。

この割り当ては、「同じアセット・アロケーションなら手数料の安いアセット・ロケーションがいい」という原則から導き出されているが、それぞれの商品の運用手数料を図表の欄内に書き込んで、資産毎に合計し、さらに総合計を計算してみると、どのような配置が最適なのかが分かりやすい。

一方で、現在の低金利環境下では、国内債券については、個人向け国債「変動10」のタイプを入れることが、現預金（リスク上の性質は短資に近い）よりも、圧倒的に優れた運用対象といえるのではなからうか。DCの中で、債券ファンドを持ったり、債券が含まれるバランス・ファンドを持ったりすることは、むしろ「勿体ない」。こうした無駄を排除するためにも、先のようなマトリックス表を利用してみることは非常に有効である。

課税口座は、税金面で他のロケーションよりも不利だが、入れ替えの自由度が大きいので、当該口座を調整することによって全体のバランスを取って、「アセット・アロケーション」を完成させるといい。

## 5. 知っておきたいその他の運用常識

### 5.1.1 長期投資と運用の計画期間の関係

たとえば、現状では、国内債券は低利回りの面からも魅力が乏しい。長期国債を株式と組み合わせるのも気が進まないし、金利上昇の可能性に備える意味では、むしろ、個人向け国債（「変動10」のタイプ）などを買っておくのが良からう。

しかし、たとえば、長期金利が2%を超えるような状況が訪れた場合には、長期国債と株式を組み合わせる運用が魅力を回復する可能性があり、その場合には、ポートフォリオを一部変えることは十分に検討に値すると考えられる。

30年間、「そのようなことは起こらない」と決めつけて、その間ずっと長期国債を持たないのも、また「途中で必ず利回り上昇が起こる」と決めつけて、「30年間の予想平均利回り」を期待リターンとして、今から長期国債を持つのも、「どちらもおかしい」ことは、容易に理解することができる。

最適な行動は、「3年」がいいのかどうかは分からないが、30年経たなくても、運用期間途中までの状況を見て、都度、必要に応じてポートフォリオを調節することが賢明であろう。

つまり、運用期間が長いからといって、当面のポートフォリオを運用期間にあわせて固定する必要は無い。個人投資家の運用資産額でいうと、1年から、どんなに長くとも5年程度の期間を想定してポートフォリオを作り、その後の前提条件に変化があれば、ポートフォリオを調整する、という考えでいいはずである。

こうして考えると、ある程度の期間（たとえば「3年」）を超える運用を行う場合、「当面のポートフォリオ」は運用期間が変化してもほとんど同じになることは容易に予想できる。

### 5.1.2 運用計画の想定期間は、誰でも同じでいい

運用期間にある程度以上の長さがあれば、当面のポートフォリオを作るために想定する期間は概ねみな同じで構わないということになるのではないだろうか。

個人投資家のポートフォリオは、一般的に小回りが利くことから、想定期間1～3年で運用計画を作っていいだろうし、公的年金を運用するGPIF（資産は約130兆円）であっても、5年の期間があればポートフォリオをかなりの程度動かすことができる。状況の変化を考えると、運用計画に想定すべき「期間」は、長くても5年だろう。

### 5.1.3 短期の判断の積み重ねが「長期投資」

たとえば、向こう3年を想定してポートフォリオを組んで、3年経った時点で、次の3年を想定してポートフォリオを調節することを想像してみよう。

多少のバランスの調整は必要かも知れない。しかし、これに加えて、たとえば、株式の組み入れ比率を大きく動かすべきだと考えるような状況の変化・情報・判断といったものを、新たにその時点で持っているかどうかの問題だが、重大な与件の変化は無い場合が多いのではないかと予想される。

「市場の効率性」を盲信するのはいかなるものとも思うが、たとえば、市場が概ね効率的であると考えるなら、3年前の株価も、今の株価も、その時の情報と適正なリスク・プレミアムを織り込んで形成されているのだらうと考えた場合、投資家側でリスクに対する態度が変わらない限りは、ポートフォリオの大きな調整は必要が無い。

端的に言うなら、短期の判断の積み重ねにより、長期的にポートフォリオがゆっくりと動いた結果、あたかも最初から長期を想定してポートフォリオを作ったかのような、典型的に「長期投資」という言葉でイメージされるような運用ができ上がる、というのが現実なのではないだろうか。

短期投資の積み重ねの結果が長期投資だったというのは、考えてみると普通の話である。長期投資は特別ではない。

## 5.2 高齢者の「適切なリスク水準」

前節の議論を踏まえると、高齢であるということ自体は、運用方法での「適切なリスク水準」の取り方について少し見方を改めて確認してみる必要がある（結論からいうと高齢であっても「適切なリスク水準」は案外”変わらないものである”）。

個人投資家の資金サイズと取引コストを考えると、2、3年以上の運用期間がある場合、今後運用する期間がせいぜい向こう5年程度なのか、30年、40年とあるのかという条件の違いは、最適な運用方法に対してさほど大きな影響力を持たない。どちらの場合も、当面2、3年について良さそうな運用を積み重ねて行くといい。

特に、リスクを取る資産の内訳について何が最適なのかは殆ど同じ筈であり、異なるのは、“運用資金全体の額”と、“リスクを取る資産に振り向ける金額”の違いだけである。「リスクに対するリターンが最も効率的な組み合わせ」があれば、投資家は非効率的な運用を嫌うことから、少なくとも必要十分な判断力を持ち合わせている高齢者であれば、単に高齢になったからといってポートフォリオにまで自然と齢を取らせるのは賢明な判断ではない。リスク資産に振り向ける金額は「リスクに対してリターンが最も効率的な組み合わせがいい」と思う筈である。

## 5.3 株式は「投資」の、外国為替は「投機」のリスク

### 5.3.1 ゼロサムゲームのリスクに、リスク・プレミアムはない

「ハイリスク・ハイリターンの原則」が、それとなく世の中に広がっているせいか、為替のリスクにも追加的なリターンがあると思いつく向きがあり、特に円よりも高金利な通貨に「リスクに見合う高いリターン」があると錯覚している向きが多いようである。

しかしながら、外国為替市場は、ゼロサムゲームの構造になっており、しかも、通貨の交換比と金利がセットでやりとりされる場なので、どの通貨と金利の組み合わせがよりリターンが高いかは、原則として五分五分と言わざるを得ない。高金利通貨が儲かるとも、低金利通貨が儲かるとも言えないのである。

つまり、為替のリスクはいわば「投機」のリスクといえる。

「投機が悪い」という価値観は一切無いが、リスクを取ってもリターンが増えにくいという意味では、投機のリスクを取ることは資産形成にとって有利ではないことは明らかである。

一方、株式投資のような「資本」を提供する世界では、将来予想されるキャッシュ・フローを現在価値に割り引いて価格を決める際に、割引率の中にリスク・プレミアムが含まれている可能性が大きいと考えられる。こちらは、「投資」のリスクだと考えていい。

投機リスク、投資リスクの何れを取るかは個人の自由ではあるが、投資の原則論で考えれば、資産の形成には投資リスクの方が有利だと言っているのではないだろうか。

## 6. おわりに

本稿では、個人にとって老後に備えた資産運用について、100%加入者個人側の利益に立って、DCを如何にして「合理的」に利用すべきか、見落としがちな幾つかのポイントについて考えてみた。

各種「運用の器」が拡大している中で、個人投資家にとって重要となるのは、あくまでも資産全体での最良執行であり、そのためには、アセット・アロケーション（資産配分）とアセット・ロケーション（資産の置き場所）を決定することが非常に重要になることは上述したとおりである。特にアセット・ロケーションの考え方は各口座の特性（運用手数料や税金といったコスト抑制）を最大限に生かすことを意識するもので、是非とも実践すべきであろう。

その他にも、各種運用口座内での運用について常に意識しておくべき項目を整理してみた。それは、「投資期間」の考え方、「高齢者の投資」の考え方、「為替の投資」の考え方についてである。

投資は退職した時点で終了するのではなく、退職後も「適切なリスク水準」で運営していく必要性があるものと考えられる。退職、即ただ単にお金をつかうだけの生活になるとは必ずしも決めつける必要はないといえるだろう。そう考えると、個人の資産運用との付き合いは非常に長いものになるといえそうである。

## 参考文献

祝迫得夫『超高齢化時代を迎えた日本の家計の貯蓄と資産選択』、証券アナリストジャーナル、2017年5月  
バートン・マルキール著、井手正介訳『ウォール街のランダムウォーカー』、日本経済新聞社、2016年2月

岡本和久『確定拠出年金最良の運用術』、日本実業出版社、2014年6月

竹川美奈子『臆病な人でもうまくいく投資法』、プレジデント社、2016年3月

山口修『確定拠出年金のすべて』、きんざい、2002年7月

山崎元『確定拠出年金の教科書』、日本実業出版社、2016年9月