

解 題

証券アナリストジャーナル編集委員会

第二小委員会委員 大庭昭彦 CMA

「人生100年時代」というとメディアで注目されやすいのは高齢者の生活だが、言うまでもなく、変化の影響を受けるのはすべての世代である。性別やお金持ちかどうかとも関係なく、すべての人が、長い人生にわたる自分の幸福を、親や祖父母の時代とは異なる前提で考えることになった。そこにはお金の問題も当然含まれるだろう。時代の変化に呼応した働き方改革もあり、事前に高齢化で予想・懸念されたようには家計資産が減っていない。また、年金改革や民間のサービスの拡大で、個人の長期投資のツールとしての投資信託の残高は継続して増加傾向にある。これらは家計の健全性、ひいては社会全体のサステナビリティを高める方向の、良い変化といえる。一方で、高齢化に関する論点を見渡すと、未解決の様々な問題も残り、新しく見えてきた難しい問題も多い。本特集では、マクロモデルによる評価、フィンテックの応用、内外年金制度の比較・検討、退職後の資産管理技術の精緻化、神経経済学の応用といった、重要で新しい切り口での四つの研究成果をまとめた。

まず祝迫論文「高齢化社会と家計の金融経済行動—公的年金改革の影響とフィンテックがもたらすインパクト—」では、マクロ的な論点整理とフィンテックへの期待が示されている。マクロモデ

ルによれば、高齢化による家計貯蓄へのマイナスの影響よりも、高齢者・女性の就労の増加などのプラスの影響が大きく、日本の家計資産は全体としては減っていない。一方で個人のレベルでは、特に低所得層で、自分で資産形成と退職後の備えを行うことの重要性が高まっている。このために、まず金融リテラシー教育をすべての人にいきわたらせる努力は必要だ。教育といっても学校教育だけでは不十分で、広く社会全体で教育していくことが求められる。祝迫氏は、その際有効なのはフィンテックの革新であるとする。現在、個人のマネープラン策定をサポートするフィンテックといえ「ロボアドバイザー」になるが、機能は限定されている。この状況を念頭に、今後のフィンテックの革新が期待されている点とは、以下のよう

- ・低所得で金融リテラシーの水準もあまり高くない、より広い層をターゲットに含める。
 - ・毎年の目標貯蓄額のような基本的な金融経済行動に関するアドバイスも提供する。
 - ・退職後の高齢者に対する資産の取り崩しなどのアドバイスも提供する。
 - ・保険や年金も含めた、広い意味での個人にとっての金融ポートフォリオ全体をカバーする。
- この4点は、単独カテゴリーの金融商品を販売

することを目的とする一般の民間金融機関では積み残しがちなサービスになるだろうが、「すべての個人」からみれば必要だろう。これらは祝迫論文のみならず、以降の3本の論文とも重なる問題意識を、フィンテックによる効率化という観点で示しているといえる。

野村論文「海外との比較でみる日本の年金制度の課題と展望」では、国際的な年金制度間の比較評価の軸をもとに、日本の制度の改善策を提案する。そこでは、祝迫論文でも指摘された「制度のサステナビリティという評価軸だけでなく、個人に対する給付の十分性という評価軸での評価を高める必要がある」という問題意識がある。まずOECD諸国との比較においては、日本の年金制度は公的年金所得代替率、私的年金の対GDP比ともに平均以下という状況をあげ、私的年金の十分性向上を求めている。私的年金の十分性向上には、税制上の後押しが必要だ。具体的には、まず米国の9分の1しかないとも計算できる、過小な拠出限度額を引き上げること、次に収益ゼロでも徴収されている（世界的に特異と表現されている）特別法人税を撤廃するということが直接的だ。また、せっかく可能になった「指定運用」の活用促進も行動ファイナンスというナッジ技術、とりわけデフォルトファンドの典型的な応用として重要な論点である。デフォルトファンドは何も選択しなかった人に自動的に適用されるファンドを指す。行動ファイナンスの言葉では、過剰な情報をもとに重大な決断を迫られた個人が非合理的な先延ばしをしてしまうという「決定麻痺」バイアスを避ける技術として知られる。米国のDC(確定拠出型年金)で利用されるデフォルトファンドには、あらかじめ平均的な個人に対して適切だと判断される商品(多くはターゲットデートファンド)が使われる

ことが多く、米国の個人の長期分散投資実行と金融資産額拡大に大きく貢献してきた。日本でも2016年の法改正で導入された「指定運用方法」は合理的なデフォルトファンドの指定に利用できるはずだが、2019年調査では全体の4割の利用にとどまり、そのうち76%が預金・保険をデフォルトにしているということ、海外との状況の違いは歴然である。実際のしくみを決めている企業側への啓蒙と状況改善のための議論が必要だと思われる。また、加入を直接的に促す上で参考になるのが英国の自動加入制度である。これは加入時の「決定麻痺」を避け、脱退時の「決定麻痺」を積極的に使うので、加入率を上昇させた上でその後も維持できているとのことだ。このように、非合理性を単純にすべて無視・抑制するのではなく、必要に応じて逆に利用するというのは重要なナッジの技術で、メンタルアカウンティングを逆用するゴールベースの投資アドバイスなどでも使われる(大庭[2016])。

高岡論文「資産取り崩し期における夫婦二人世帯の適正支出」は、野村論文の中でも重要性が指摘されている「長寿リスクに対応しつつ運用しながら取り崩す最適な方法」に焦点を絞って、従来の日本での研究に不足していた重要なピースを提供する。それは余命の不確実性だ。従来の国内での個人向けマネープランの策定において、老後の必要額の算出や資産の取り崩し方を決めるときのキーファクターの一つである「余命」が不確実だという事実は軽視されがちである。退職時点の金融資産額を平均余命で割って支出可能額を見積もるという簡易な計算はよくみるが、平均余命以上に生き延びた場合に資産がゼロになるという計算は現実的ではない。さらに、単身世帯でなく夫婦二人世帯の場合のマネープランでは、問題はもっ

と複雑になる。本人の余命の不確実性に加えて、配偶者の余命の不確実性も考慮すべきだからである。

そこで、先行研究を参考にした確率的なシミュレーションで、単身世帯と夫婦二世帯の適正支出の考え方を提示しマネープラン策定上の注意点を確認している。ここで利用している考え方のテキストや利用例としてミレブスキー [2018]、大庭 [2017] などがある。まず、単身世帯では、資産枯渇の許容上限 P が高いほど、当初の適正支出が高くできることを、具体的な数値例をもとにして確かめた。次に、夫婦二世帯の場合に、本人と配偶者それぞれの余命の不確実性に着目し、資産取り崩し期における適正支出の考え方を提示し、夫婦二世帯の適正消費支出の特徴を確認した。高岡氏によれば、最も重要な結果は、単身世帯においては資産が枯渇する要因は本人の長生きだが、夫婦二世帯においては配偶者の早世も資産枯渇を招く可能性がある点である。現役時代の働き方の相違によって、夫の早世のみが資産枯渇に影響するケースもあれば、妻の早世も重要なファクターとなる世帯もあるということである。

リタイア後の資産枯渇に関する精緻なシミュレーションが重要なのは、その前段階の現役中のマネープランに影響するからである。「いくら貯めておけばいくら使えるのか」について不正確な計算しかできないとすると、間違った思い込みで過小な目標や過大な目標を設定してしまうことになりかねない。今後も、投資の分野だけでなく生命保険・年金分野のクオソツの知見を活用しながらの議論の精緻化が期待される分野である。

駒村論文「加齢が意思決定に与える影響—神経

経済学と金融ジェロントロジーの視点から—」では「人生100年時代の個人金融資産」を神経経済学と行動ファイナンスを組み合わせた神経行動経済学の観点で検討している。まず、脳などの各部位の動きを統合的に説明する理論として、行動ファイナンスで著名なダニエル・カーネマンなどが世に広めた「二重過程理論」が紹介される。脳の機能の中には、進化的に古いもの「情動系」と進化的に新しいもの「熟慮系」の二つの処理プロセスをつかさどる部位が存在する。反応の早い情動系をつかさどる脳の部位は脳辺縁系（扁桃体や海馬）であり、反応の遅い熟慮系をつかさどるのが前頭前野等（前頭前皮質）である。「二重過程理論」では、情動系の活動を熟慮系が制御し、力を合わせて意思決定が行われるとされる。これらの部位の機能は年齢とともに変化するが、最もバランスよく機能するのが、中年期とされるという。さらに、経済学的に時間選好の観点からみれば、若年期ほど「情動系」が強く働き時間選好が高く、加齢とともに低下していくが、寿命に近づくとき再び上昇するということだ。脳科学的にみて若者ほど長期計画が立てにくく、中高年ほど立てやすくなるということで、経験的にも理解できる。一方、高齢化に伴う正常な範囲での認知能力の低下を補う上で高い倫理感を持ったアドバイザーが有効であるということは、社会的に合理性があるだけではなく、本人の心理の変化からみても、行動神経経済学で強く支持されている（注1）。

すべての人にとっての「人生100年時代の個人金融資産」を考えることは大変難しい問題だ。本特集だけでみても、マクロモデルによる評価、フィンテックの応用、内外年金制度の比較・検討、

（注1） なお、人間の投資アドバイザーがロボアドバイザーに比較して、特に高齢者にとって意義が大きいということは大庭 [2016] などで紹介しているので参考にされたい。

退職後の資産管理技術の精緻化、神経経済学の応用といった、様々な切り口でソリューションが提案されている。そこでは個人の不完全性・非合理性を認めた上で、結果的に合理的な行動を選びやすくしていくという、行動ファイナンス由来のアイデアは一貫して有用であった。ここで重要なことは、以下の二つのステップだと考えられる。

- ①まず合理的にはどうすべきかという規範をはっきりさせること。ここでは伝統的な経済学での多くの理論が役立つ。
- ②次に実際の大量のデータに基づいて、多くの人はどのような行動をしていて、どのようなファクターに影響を受けているのかを検証すること。ここでは行動ファイナンスのモデル

と先端的なデータサイエンスが役立つだろう。

こうして、人生100年時代においてこそ、伝統的な経済学と行動ファイナンスが両輪となって、個人金融資産に関するエビデンスベースでの研究とその応用が発展していくことが望まれる。

(参考文献)

- 大庭昭彦 [2016] 「投資アドバイス理論の新展開」、『証券アナリストジャーナル』 54(7).
—— [2017] 「行動ファイナンスと金融リテラシー」、『証券アナリストジャーナル』 55(12).
ミレプスキー、モシェ [2018] 『人生100年時代の資産管理術』、鳥海智絵監訳、野村證券ゴールドベース研究会訳、日本経済新聞出版社。