

解題

証券アナリストジャーナル編集委員会
第三小委員会委員 野村 亜紀子 CMA

本特集のタイトルである「金融ジェロントロジー」は、米国発祥の学術分野の名称である。老齢期・老齢化のプロセスを学際的に研究する「ジェロントロジー（老年学）」に立脚しつつ、老齢期の金融に関する問題を幅広く研究するものだ。「金融老年学」、「フィナンシャル・ジェロントロジー」という表記も用いられる。20世紀後半以降、平均寿命（生命寿命）が飛躍的に伸び、今世紀に入ってから、併せて健康寿命を延ばすことの重要性が強調されるようになった。もう一つの重要な要素が「資産寿命」、すなわち金融面で不自由のない期間である。金融ジェロントロジーにおいては「資産寿命」をいかに伸長するかが追究される。

資産寿命の伸長において最も難しいことの一つが、長寿リスクへの対応である。長期化する老後を幸せに過ごすには現役時代の資産形成とともに、引退後の資産管理による終身給付確保が重要となる。しかしながら、自分の寿命は誰にも予測できず、これを実践するのは極めて困難である。更に、一般に個人の認知機能は加齢とともに低下するので、資産管理に求められるような、比較的複雑な判断が難しくなっていく可能性が高まる。

超高齢社会の日本にあっては、このような個人と家計の抱える課題は社会全体の課題でもあり、個人・家計、金融サービス業者、更には政策当局

も含め様々な観点からの工夫が求められる。本特集では、金融ジェロントロジーをキーワードに、長寿社会の課題、退職後の資産運用のあり方、個人・家計にとって最大の資産の一つである住宅の活用、海外動向等について執筆を得た。

駒村論文「長寿社会の課題と金融ジェロントロジー」は、金融ジェロントロジー（金融老年学）という学術分野について整理し、日本における有用性を論じている。経済学で前提とされる個人は、十分な認知機能を有する合理的な意思決定者である。この前提を崩しヒューリスティックな選択によるバイアスを研究するのが行動経済学であり、一方、認知機能の変化を織り込むのが認知経済学である。著者は、加齢に伴う認知機能変化が、行動経済学的な行動をより極端にする点に着目し、これを加齢行動経済学と整理する。

他方、個人金融資産の年代別保有状況を見ると年代が高まるにつれ保有割合が増加する。著者の推計では、既に75歳以上が全体の22%を保有しており75歳以上人口の増加に合わせて保有割合も増加していく。認知症有病率が加齢に伴い上昇することは知られており、今後、認知症高齢者の保有する金融資産も増加することが想定される。

著者は、今後、認知経済学・加齢行動経済学の

方法論に基づき、金融老年学を発展させる必要性を説く。高齢者特有の資産選択行動に関する仮説として、①相手の説明により意思決定が大きく左右される（「フレーミング効果」の増大）、②分かりやすい情報・シンプルな選択を好む傾向がある、③意思決定を延期する傾向が強く、いったん保有すると価値を過大評価する（「保有効果」の増大）、④肯定的な情報を記憶し否定的な情報を忘れる傾向がある、⑤現在から過去を振り返る視点で意思決定をする、といった特性があり、これらの理解に基づく支援や制度の構築が必要となる。

日本は世界諸国の中でも経済に占める高齢者の消費活動・金融取引の比重が高まっている。過小でもなく、過剰でもないバランスの取れた高齢者保護が重要となる。金融老年学が、高齢者資産管理に関する経済社会インフラの見直しに貢献することが期待される。

加藤論文「退職後の資産運用の枠組み」では、老齢期の資産運用の具体的手法について、シミュレーションも交えた分析が提示された。退職後の家計は、現役時代と異なりキャッシュフローがマイナスになり保有資産が減少する。資産運用も「山登りの資産運用から山降りの資産運用」へと変わり、これに伴い運用の哲学・方法論も変える必要性が生ずる。加藤論文では退職後の資産運用について、①資産の引出しと枯渇リスクの管理、②退職金投資のタイミングリスクの管理、③資産運用のパーソナル化のテーマが採り上げられる。

資産枯渇リスク管理には、引出し率、投資戦略、インフレ率、寿命といった変数が重大な影響を及ぼす。Bengen [1994] の研究による4%引出しは米国で広く受け入れられているが、著者はモンテカルロシミュレーションにより資産枯渇確率を推定し、引出し率をはじめとする変数を変えた場

合の影響を検証した。これにより、例えば3%引出し率であれば2%インフレの下でも平均余命前に資産が枯渇する確率が低いこと、長寿ケース（100歳まで生存）の場合、無リスク運用だと引出し率3%でも枯渇確率が100%となることなどが示された。また、運用期間の後半にリスクを低下させる投資戦略を適用したところ、枯渇確率はほとんど上昇せず、ターゲット・デート型運用の有用性が示唆された。

資金引出しを行う退職者にとって、投資リターン（SOR：Sequence of Returns）が極めて重要になる。この管理手法について、著者はドルコスト平均法による枯渇確率低減の有効性を分析した。世界株式を投資対象に期初一括投資と毎月等金額分割投資の二つの方法を試したところ、リターン平均値では期初一括投資が勝ったものの、下方リスク（下半標準偏差）については、毎月等金額分割投資による低下が顕著だった。退職後にまとまった資金を投資する場合、時間分散を検討する価値があることが示された。

資産運用のパーソナル化について、著者は退職者の多様な目的に対応するためには資産運用の「機能的アプローチ」が必要であると指摘する。そのために成長・インカム・インフレヘッジの三つの機能ポートフォリオを導入し、これらの配分比率の決定方法について、「階層分析法」（AHP：Analytic Hierarchy Process）を紹介している。リスク・リターン・インカム・資産保全を、個人の投資に対する志向を表す4要素とし、これらを反映したポートフォリオ構築が可能であることを示している。

住宅は、個人・家計が老齢期の資産管理を考える際に極めて重要な要素である。大垣論文「金融ジェロントロジーと住宅の資産活用」は、住宅資

特集

産活用の可能性について、米国との比較等も行いながら日本の現状と課題を分析する。

住宅は取得資金の大部分を借入で賄うのが一般的で、資産形成は住宅価値から借入残高を控除した純資産価値（ホームエクイティ）を増やす形で行われる。高齢期に居住し続けながらホームエクイティを資金化する仕組み（エクイティリリーススキーム）としては、米国のリバースモーゲージがよく知られている。日本にも導入されており、元本返済のみを死亡時に行い変動金利を毎月支払う「利払いあり型」がほとんどである。「住宅ローン型」もある。これは住宅のリフォーム、住み替え住宅の購入、高齢者住宅への入居一時金など高齢期の住居確保のためのまとまった資金貸付で、生前は利払いのみとし死亡時に住宅処分価値で元本返済となる。

更に、住みかえ支援（家賃返済）型もある。これは住みかえ先の資金を住宅ローンで取得し、住みかえ前の住宅を賃貸してその収益で返済するという仕組みである。一般社団法人移住・住みかえ支援機構による公的借り上げ保証の制度もあり、一定の要件を満たす住宅の賃貸について、貸主は家賃の最低保証を得ることができる。

住宅の処分価値のみに依存した仕組みには限界があることを踏まえ、著者は、賃貸市場における価値に注目した仕組み、若年期の住宅購入時点から将来のホームエクイティ活用を織り込む仕組みなど、新たな住宅保有と金融の枠組み導入が求められると指摘する。

神山論文「英国における退職後の資産管理をめぐる議論―年金自由化」とその影響」は、英国の「年金自由化」をめぐる状況を紹介する。英国では確定拠出型年金からの受給方法について、従来、年金原資の25%未満は非課税の一時金受

給を認める一方、25%以上についてはアニュイティ（個人年金）を選択しないと55%課税の対象となり得るという制度だった。税制により事実上、アニュイティの利用を求めていた形だったと言えるが、2015年に年金自由化と呼ばれる制度改正が行われ、より柔軟な年金原資の取り崩しが認められることとなった。

自由化の背景には、個人の選択権を尊重する考え方や、アニュイティ市場が必ずしも健全に機能していなかったことなどがあった。一時金に対する55%課税は撤廃され、年金原資を運用しつつ継続的に引き出す「ドローダウン」と呼ばれる仕組みも規制緩和された。また、個人が多様な選択肢を有効活用できるよう、年金関連の情報提供を行うペンション・ワイズが設立された。

その後、17年には年金自由化後の個人の行動変化に関する調査が金融規制当局により行われ、ドローダウン商品を選択する際にアドバイス利用が少ないことなどが問題点と認識されている。また、年金自由化の間接的な影響として、足元では「年金移管」という新たな論点が浮上している。確定給付型年金の加入者が自分の受給権相当額を確定拠出型年金に移管することだが、不適切なアドバイス提供やアドバイザーの利益相反の問題などが顕在化し対策が急がれている。英国は、もともあつた資産取り崩しに対する制約をあえて撤廃して再構築を試みており、その成否は注目に値する。

高齢期の認知機能低下、長寿リスクといった難題についてこそ、社会保障給付を当てにしたいところであるが、少子高齢化が進む日本の社会保障制度は給付抑制を余儀なくされる。公的年金制度においては、04年の改革により、給付額を自動的に実質目減りさせる「マクロ経済スライド」が

導入された。医療・介護の制度においても財政難が既に顕在化しており、所得や資産を有する高齢者に対する負担増のあり方が議論されている。社会保障制度を持続させるためにも、多くの個人・家計に自助努力が求められていくのが実情だ。

長寿化に見合う資産寿命の伸長は難題であり、加藤論文のような資産取り崩し手法が、更に高度化していくことが期待される。また、金融資産だけでは不十分であり、住宅資産の活用が鍵を握る。大垣論文の諸手法の中でも、賃貸・住みかえの活用の必要性は、空き家問題の深刻化と相まって、

重要な指摘のように思われる。

資産寿命の伸長が国民的重要課題であるなら、個人の自由裁量に任せず、かつての英国のように規制による方向付けを行うというアプローチもあり得るだろう。英国の規制緩和とその後の取組みは、日本の議論において示唆に富む可能性がある。駒村論文にある通り、金融ジェロントロジーが金融庁の行政方針や高齢社会政策大綱で採り上げられた今、必要な施策を訴えかけていく好機である。残された時間は決して多くはない。活発な議論が望まれる。