特集 社会科学としての個人の資産運用

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

個人の資産運用に関する現代的な議論では、古典的な経済学やファイナンスの最適化理論に加えて、実際の行動データを踏まえたエビデンスをベースとした「社会科学」としての捉え方がなくてはならないものになっている。本特集「社会科学としての個人の資産運用」では、この点を踏まえ、従来の、合理的な個人をベースとした理論や理論とは独立したデータ集計にとどまらず、国内個人の資産運用を「社会科学」として総合的に検討する上で核となり得る重要な４本の研究を集めることができた。

祝迫論文「ライフサイクルを通じた貯蓄と資産形成の理論と現実」では「高齢化と貯蓄率の関係」と「リスク資産保有比率の決定要因」という二つの重要な点について、従来的な考え方の問題点が浮き彫りになっている。

高齢化と貯蓄率の関係

従来のライフサイクル・モデルや重複世代モデルは、「高齢化が進むと退職後世代が増加し、金融資産の取り崩し（負の貯蓄）が増えるため、経済全体の貯蓄率が低下する」と説明するが、日本の過去30年間の貯蓄率の変動は、人口構成の高齢化で説明できるような単調な低下を示していない。貯蓄率低下のほとんどが2000年代初頭の数年間に集中しており、2000年代半ば以降の約20年間についてはトレンドを見いだすことはできないとする。貯蓄率低下について人口構成の変化よりも2000年代初頭の労働所得の低下の影響が大きいと考えられること、他の重要なファクターとして安倍政権下で加速した女性と高齢者の労働参加の増加で構造が変化していることなど、考慮すべきことは複雑で、貯蓄率の変化を高齢化だけで論じるのは難しいということはいえるようだ。

リスク資産保有比率の決定要因

「すべての個人が合理的だとすれば、各自のリスク回避度の高低はあっても、全員が幾分かのリスク資産を保有するはずだ」ということが、古典的なファイナンスの最適化理論の教えるところである。しかし、現実には、（世界的にみても）リスク資産を全く保有しない家計がかなり存在する。このため、家計の平均リスク資産保有比率は、非保有家計の比率に強く影響を受ける。これは、古典的な理論が参加のハードル（コスト）がゼロだという前提を置いているためだと思われる。ここでいうコストには、①金銭的費用、②情報収集・学習・処理する（時間的）費用、③株式取引に対する心理的抵抗感、といった多様なコストが含まれる。また、日本の制度的背景が若年世代のリスク資産への投資を難しくしている可能性もある。

祝迫教授は、この参加のハードルの問題を踏まえると、個人の投資推進のために国の行うべき施策は、すでに投資に参加している個人向けよりも、まだ投資に参加していない個人向けのものが重要になるはずだという重要な主張をされている。

駒村論文「長寿社会における望ましい資産管理・運用支援政策―加齢に伴う資産管理・運用能力の変化の視点から―」は、先進諸国とともに急速に進む高齢化社会で、長くなった生涯にわたる資産管理・運用のための金融リテラシーの充実、加齢に伴う認知機能の低下を踏まえた望ましい老後生活支援などの難しい問題を論じている。

論文ではまず、日本では最新の簡易生命表でみて個人が90歳に到達する確率は男性26％、女性50％強と「人生90年時代」に、ほぼ到達していること、個人金融資産の半分以上を65歳以上の高齢者が保有する「資産の高齢化」が進んでいること、などを丁寧にデータで説明する。個人の長期的な資産管理が、これまでになく重要になっているということが実感できる数字だ。その上で考えるべきは、個人の資産管理能力は平均して50代前半でピークを迎え、その後、加齢とともに低下する山型の変化を示すことが実証的に確認されていることだとする。裏にあるのは、主に加齢に伴う流動性知能の低下だという（結晶性知能はかなり維持される）。資産管理能力に直接影響する「金融リテラシー」は、この認知能力のレベルと学習量によると考えられるが、「金融リテラシー」自身を経済的な価値がある「人的資本」とみなす駒村教授のモデルは、中高年の金融教育の重要性を理解する上で非常に分かりやすい。

一般に、主観的リテラシーが客観的リテラシーより高い個人は金融トラブルに遭いやすいので問題だとされるが、このことが、高齢者の認知能力の変化の中でシステマチックに起こり得ることを示しているのも興味深い。この事実を客観的なデータで認識しておくことは重要で、この問題の適切な対処には、従来のような「すべての個人を年齢で区切り、認知能力の差のあるグループとみなして対応を変える」という簡単なものから、認知能力を個別に診断・定量化して、対応をできる限りパーソナライズしていく精緻なものへ改善していくことも必要になってくるだろう。こうした研究・分析を受けて、駒村教授は政策・金融サービスへの提言を具体的に行っており、さらなる応用が進むことが期待される。

山根論文「個人の性格と投資に対する態度について」は、性格特性モデル「ビッグファイブ」を使い、個人の性格と投資行動の関連研究を概観している。

古典的な個人の性格と投資の関係の研究では、性格として「リスク許容度」のみが扱われることが普通で、参考にできる知見も多くなかった。一方で、本論文で利用している「ビッグファイブ」は現代心理学で最も広く受け入れられているといってよい性格特性モデルの一つであり、人の性格を「外向性」「調和性」「勤勉性」「開放性」「神経症傾向」の五つの因子で説明する。各因子は高低の度合いで個人の特性を表し、人材配置や自己理解など、幅広い分野で応用されている。本論文によれば、ビッグファイブが投資行動に与える影響は大きく、特に不安の感じやすさや慎重さを表す「神経症傾向」が高いと投資に消極的、独創性・創造性の強さを表す「開放性」が高いと投資に積極的であるという結果が広く得られている。世界的にみても同様な結果なのは興味深い。多くの研究で共通していた傾向は次のようなものだ。

まず、神経症傾向（心配性、慎重さを表す）が

強い場合には、投資に消極的である傾向が強い。比較的リスクの低い債券投資を好み、将来の株式リターンや経済成長に対して悲観的である。また、他人と同じ投資行動、特にニュースにも反応しやすい。次に、開放性（独創性、創造性の強さを表す）が強い場合には、投資に積極的である傾向が強い。長期的投資意図が強く、投資したい金融資産の種類が多い。結果として分散投資につながりやすい。外向性（挑戦を好む、ポジティブさを表す）が強い場合には、短期的投資意図が強く、頻繁に投資について考えている傾向がある。残りの二つの特性についても、「勤勉性が強いと長期投資をしやすい」「調和性が強い個人で投資をしていない層には投資促進メッセージの効果が高い」という結果は、どちらも独立して重要な知見であるといえる。

一般個人以外の結果でも、ファンドマネジャーの業務では外向性と勤勉性が重要であること、投資家とファイナンシャルアドバイザーの性格の類似性に関しては、開放性、外向性、勤勉性、調和性の類似性は良い影響があるが、神経症傾向の類似性は良くない影響になるということは興味深い。山根氏は、こうした性格と投資の研究が、投資教育やデータサイエンスの時代における金融サービスのパーソナライゼーションに生かされることを期待されているが、これは金融サービスに関わるすべての人の期待に沿っているのではないだろうか。

青山論文「投資者の「不安感」に関する実証的分析―投資者意識調査からの検証―」は、1万人アンケート調査の結果に基づき、日本の投資者が抱く「不安感」の実態、要因、行動傾向を分析している。結果として、投資家の約6割が投資に不安感を抱いており、「満足し不安はない」という人は全体の3割程度にすぎないことが分かった。また、「満足しながらも不安」という複雑な感情を持っている人が4割を超えているということも興味深い。重回帰分析の結果、不安感が強い人には、①投資結果に不満感が強い、②知識自信度が低い、③年齢が高い、④世帯年収が低い、⑤元本割れの可能性の認識が誤っている、⑥男性よりも女性、⑦金融機関への信頼度が低い、という七つの特徴があることが分かった。まとめれば、高齢女性で、金融リテラシーが低く、投資結果に不満だという人が、典型的な「不安を強く感じている人」だということになる。

次に不安感が強い人々の性質を単回帰で調べた結果によると、

- 不安感が強い人々は、損失許容額が小さいが、期待リターンは相対的に高い傾向がある
- 不安感が強い人々は、リスク性資産の多い配分よりも預金だけのポートフォリオを選択する傾向が強い
- 投資方法については、不安感が強い人々は積立投資、特にNISAつみたて投資枠や旧つみたてNISAを利用できていない傾向がある

などのことがいえた。不安が強いために適切な資産配分と長期積立投資ができていないということで、結果として投資成果にも不満が出やすいのだろう。また、アンケートの対象者の半分強がそもそも投資に参加できていない方々であったが、その理由も、不安が強く金融リテラシーが不足しているためである可能性がある。

不安感の緩和のためには、個々人の状況に即した支援や金融経済・投資教育、そして客観的で正しい情報の浸透が重要である。特に、金融知識に自信がある人々でも、正しいリテラシーを身につけているとは限らないということもある。詐欺等の被害を防ぐためにも、リスクとリターンのト

レードオフ、投資における現実的なリスク・リターンの理解促進を強く促すことが必要であり、国内の教育機関、公的機関、民間金融機関は、客観的で正しい情報を発信し続けることで、投資家の不安感を減らしていくことが重要だと青山氏は結んでいる。

以上を踏まえると、今特集「社会科学としての個人の資産運用」の四つの論考の主張は、「個人の投資行動は、経済的合理性だけでは決まっていない。合理性に加えて、個々人の内面的な要因(性格、心理的抵抗感、認知機能の変化、金融リテラシー）と環境要因の複雑な関係によって決定されている。したがって、個人に対する支援や政策介入は、この複雑な状況をエビデンスベースで検討し、個人の脆弱性や多様な心理的障壁を考慮した上で策定されたものでなければならない」とまとめることができるだろう。投資行動の促進や老後の資産形成を成功させるためには、個人の心理的・認知的障壁を乗り越えるためのサポート・仕組みづくりが、古典的な合理的行動の強制より重要であるということだ。具体的には、以下の二つのステップを踏むことになる（注1）。

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（注2）。

本誌2025年９月号展望「デキュミュレーションと投資の考え方」で示したように、個人の「投資・運用」の対となるお金の問題である、「支出・取り崩し」を考える場合も、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必要になる。広く個人をとりまく金融研究(パーソナルファイナンス）は、これを「社会科学」として捉えることで、応用がますます広がり、社会的価値が高まっていくことが期待される。

（注１）　この二つのステップは、本誌2021年７月号特集「人生100年時代の個人金融資産」の「解題」で、これから重要になるアイデアとして推奨したものである。

（注２）　2023年７月号～11月号の「金融データサイエンス入門シリーズ」や2025年７月号～11月号の「金融データサイエンス入門Ⅱシリーズ」でも示されているように、金融データサイエンスの進展で各種金融サービスのパーソナライゼーションが進んでいる。