

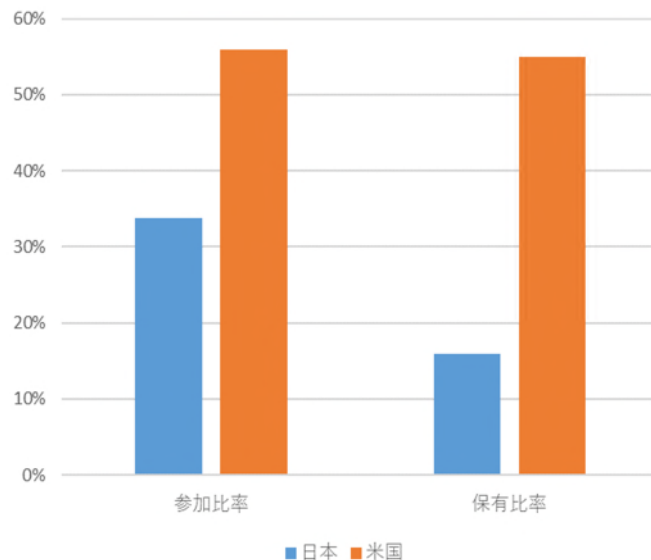
団塊ジュニアの資産運用と行動コントロール

野村証券金融工学研究センター エグゼティブディレクター
大庭 昭彦

1. 団塊ジュニアと日本の個人投資

「貯蓄から投資へ」が進まないと言われて久しい。2021年のデータを見ても、日本の個人は米国の個人と比較して、リスク資産の保有比率も低い、リスク資産投資への参加比率も低い。

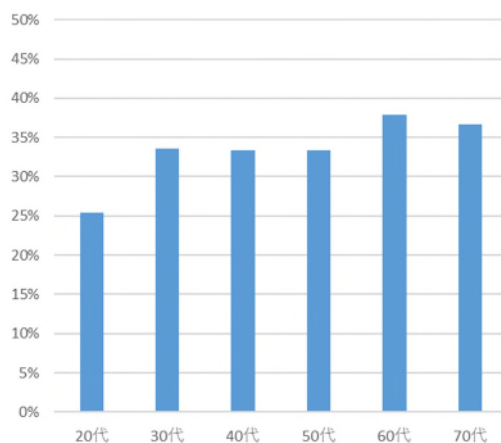
【図表 1 日米個人のリスク資産参加比率と保有比率】



(出所) 日本の参加率は投資信託協会「投資信託に関するアンケート調査 (NISA、iDeCo 等制度に関する調査)」、米国の参加率はGALLUP調査、保有比率は日銀「資金循環の日米欧比較」などの2021年の数値をもとに野村証券金融工学研究センター作成

参加していない人の保有比率はゼロなので、参加率が低いことの平均保有比率への影響は大きい。伝統的なポートフォリオ理論によると全員が参加した上で適切な比率を個人が決定するのが標準的な姿だが、現実の世の中ではそもそも参加していない人がたくさんいるわけである。これは日本よりもはるかに平均の参加率の高い米国であっても「低すぎる参加率のパズル」として研究テーマとなっているものだが、日本ではさらに極端な状況である。世代別に見ると高齢ほどリスク資産投資への参加が多い傾向がある。

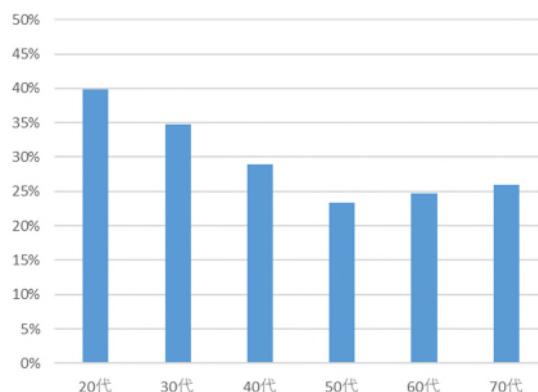
【図表2 世代別リスク資産参加比率】



(出所) 投資信託協会「投資信託に関するアンケート調査 (NISA、iDeCo 等制度に関する調査)」
データより野村証券金融工学研究センター作成

一方で、「金融教育を受けたことがあるか」という質問に対しては、図表3の様に50代までは高齢になるほど「受けたことがある」と答える人の割合が低い。

【図表3 金融教育を受けたことのある人(*)の割合(2021年)】



- (*) ・勤め先の企業で確定拠出年金の導入教育/継続教育を受けた
 ・ファイナンシャル・プランナー (FP) 相談を利用した
 ・金融機関でセミナーを受けた
 ・高校や大学で、講義を受けた
 ・金融機関以外でセミナーを受けた
 等、何らかの形でお金の話に触れたことがあると回答した者

(出所) 投資信託協会「投資信託に関するアンケート調査報告書-2021年(令和3年)投資信託全般」データより野村証券金融工学研究センター作成

この傾きの違いは、少なくとも個人の認識においては、金融教育を受けたと記憶に残っていることと実際のリスク資産投資を行うこととの関係は世代によって異なることを強く示唆している。「金融リテラシーがあることはリスク資産投資を行う割合を高めている」という多くのエビデン

スをふまえると、金融リテラシーがあるかどうか「教育を受けたと認識しているかどうか」だけでは説明がつかないということになる。

特に団塊ジュニア世代とその近傍である 40 代～50 代で「教育を受けたと認識しているからリスク資産に投資しているわけではない」とすると、金融教育の推進においては、量を増やすだけではなく、「教育」の中身と受け手へ及ぼす影響について、エビデンスを集めて真剣に検討する必要がある。

2. 教育効果の不均一性

一口に金融教育と言っても教育を与える主体が学校か家庭かで内容が変わってくる。そこで重視する項目は時代の変化の影響を受けている。何世代にもわたっての金融教育となると、同じ人が、子供のころは家庭での教育の受け手だったのが親となって教える側になるということも起こる。これらの違いが同じ主体からの教育が人によって（セグメントによって）異なる効果を及ぼすという、「教育効果の不均一性」を生む可能性がある。これを見るために、まず、母集団を2つの層に分けて特徴の違いを見る新しい分析から説明する。

欧州のゲルハルト等は英国の個人のデータをもとに、努力層 S と成熟層 E の2つのセグメントに分けて、心理的な特徴や金融リテラシーの違いが金融資産額（貯蓄額）に及ぼす影響の違いを確認している（Gerhard 等 [2018]）。なお、成熟層 E には高齢、男性、高収入、高学歴、結婚している、などの特徴があり、努力層 S はその逆になるというモデルを使っている¹。結果を見ると、まず心理的には他人へ同調しやすいこと、将来に楽観的であることはどちらの層でも資産額を減らす効果があるが、S 層の方が強い。S 層の方が性格の違いが資産額の違いに現れやすい。金融リテラシーはどちらの層でも資産額を増やす効果があるが、これも S 層の方が強い。S 層の方が金融リテラシーを得ることの効果が高いということだ。

慶応大学の荒木等はゲルハルト等の分析に習い、日本の個人を努力層 S と成熟層 E の2つのセグメントに分けて、前述の教育効果の違いを確認している（Araki, Martinez D. 2021）。結果をみると、まず、どちらの層でも学校や職場での金融教育は投資経験とプラスの相関があり、特に S 層で効果が高い。英国の研究と合わせれば、S 層の方が金融リテラシー向上の効果が高いので教育効果も高かったという可能性がある。一方で、家庭の保護者による金融教育は E 層にはプラスだが、S 層にはマイナスの結果となっていた。この理由について荒木等が、歴史的に家庭の保護者による金融教育は貯蓄の奨励であって、現在のような長期投資の奨励ではなかったということを受けて大変興味深い。貯蓄の奨励政策の影響が特に強かったのは団塊世代であり、主にこの世代から家庭内での教育を受けた団塊ジュニア世代を中心とした人々の行動が、特に余裕のある E 層と余裕のない S 層では違っていたという説明である。

¹ それぞれの性質で個別に影響を見ると言う従来手法ではなく、統計的な有限混合分布モデルを用いて、複数の変数で同時にセグメントを2分類している。

「こども銀行」の全国的な流行を典型とした戦後数十年の学校での貯蓄奨励教育は当時の子供（団塊世代）のお金に対する考え方に強く影響を与えたと考えられる。その子供たちが親となって家庭の教育を担った相手が団塊ジュニア（現在の 50 歳前後）である。受けた教育の内容は「貯蓄推奨・無駄遣いの抑止・節約」といったもので、決して現代的な「複利・インフレ・分散投資」ではなかっただろう。当時の子供たちの典型が団塊世代、その子供世代が現在の社会の中核をなす団塊ジュニア世代であることを考えると、現在の国内の個人全体が貯蓄志向になって（現代的にみれば貯蓄に偏って）いても不思議はない。

【図表 4 教育チャネルが及ぼす効果の違い】

	学校や職場	家庭（保護者）
E 層への効果	プラス	プラス
S 層への効果	強いプラス	マイナス

（出所）Araki, Martinez D. [2021] をもとに野村証券金融工学研究センター作成

ここで、この E 層と S 層の反応の違いを行動ファイナンスのモデルで説明することを考えよう。具体的にはサンタクララ大学のハーシュ・シェフリン教授とミア・スタットマン教授が開発した行動論的ポートフォリオ理論を用いて説明する（Shefrin, H., and M. Statman[2000]、大庭昭彦 [2016]）。この理論では、お金を貯める目的 = 「ゴール」ごとに違うアカウントを用意する。「リスク回避度」はゴールによって異なっている。失敗する不安や恐怖から逃れて安心したい気持ちを満たすためのアカウントは「安心のアカウント」と呼ばれる。老後の生活費をまかなうためのお金などが典型だ。成功に対して希望を持つ気持ちを満たすためのアカウントは「希望のアカウント」と呼ばれる。

【図表 5 典型的な 2 つのアカウント】



（出所）野村証券金融工学研究センター

希望のアカウントと安心のアカウントという 2 つのアカウントを前提としたケースでの行動論的最適化の結果は、それぞれのアカウントの目的を満たすポートフォリオ（安心と希望のポート

フォリオ)を同時に持つというものになる。安心のポートフォリオはリスク回避度が高いのでリスク資産比率が低く、希望のポートフォリオはリスク回避度が低いのでリスク資産比率が高くなる。特に、希望のポートフォリオの優先度が相対的に大きい場合には、この個人の金融資産全体の中でリスク資産比率が高くなる。

一方、強い貯蓄奨励の教育によって安心のポートフォリオの範囲が過大またはあいまいになると、「いくらあっても安心できない」ということで希望のポートフォリオへは配分されない(参加しない)という行動も増えるだろう。貯蓄だけを奨励すると安心のアカウントだけが大きく見える。またこうした偏った教育の影響は、特に余裕がないと自分で感じている層で強くなることも理解できる。これが、特に団塊ジュニア世代の近傍で「貯蓄から投資へ」が進まないことの原因だとすれば、金融教育の中身も、単なる知識の伝達ではなく、行動ファイナンスを用いた総合的な手法(本稿では行動コントロールと呼ぶ)が重要になる。

3. 行動ファイナンスと行動コントロール

英国で、1990年代後半に金融サービス機構(FSA)が始めた金融教育は2010年の金融サービス法に基づいて設立された消費者金融教育機関(CFEB、後にMAS、さらにMapsへと機能承継)へ移管され、それまでの「教育と情報の提供」というアプローチから「助言と行動の重視」というアプローチに方針転換している。その裏付けとなったのが、単なる教育と情報の提供だけでは家計の合理的な行動に繋がらないことを効果測定の結果(エビデンス)に基づいてまとめた“Transforming financial behaviour: developing interventions that build financial capability”(Antony Elliott等[2010])である。そこでは、金融アドバイスを行う場合に、「こうすればうまくいく」という合理的な方法を示して押し付けるというパターンリズムに基づく方法は成功しないということが示された。例えば、全ての人がいづでも無料で使える一般的なアドバイスサービスは、高いコストがかかる一方であまり成果を生まなかった。一方で、人がアドバイスを求めたい時にピンポイントで与えられるアドバイスは教育効果が高い。こうしたエビデンスを踏まえて現在のMapsは、「どんなアドバイスをどのように行うべきか」に、積極的に行動ファイナンスを応用する組織となっている。この、英国における“失敗と方針転換”の経験を参考にすれば、日本の現在までの状況は理解できるし改善の方策はパターンリズムの推進ではないところにあるという事もわかる。

日本で、行動ファイナンスを金融教育へ応用したものとして(大庭・根岸、2022年)では、投資アドバイザーやアドバイスを行うシステム・商品に適用した方が良い技術を「行動コントロール」と呼び、以下の6つに分けて解説している²。

² ダイエットや禁煙では自制心(セルフコントロール)が重要だが、時に他人のアドバイスでコントロールが成功することがある。これを広く行動コントロールと呼んでいる。人が行うアドバイスの形をとることもあれば、投資判断に伴う一連の手続きに組み込まれている場合もある。

1 期間のリフレーム～短期から長期へ

双曲割引バイアスがあるので、自然に任せると人は長期より短期を重視してしまう。例えば 20 年間は使わないつもりの余裕資金の投資であっても、毎日の損益に一喜一憂してしまう。これを防ぐには、意識的な短期から長期への「期間のリフレーム」が有効である。長期目的ならば、1 年後、3 年後ではなく 10 年後、20 年後の投資成果を考えることにする。

2 複雑さの排除

選択肢が多過ぎること、情報が多過ぎることが原因で決定できなくなってしまうことを「決定麻痺」と呼ぶ。「決定麻痺」を避けるためには、原理的には選択肢を少なくし、情報を減らした方が良い。ただし、選択肢を減らしすぎて選ばれるべきものが選択肢に残っていないとダメなので、情報を提供する側に問題を適切に単純化する工夫が求められることになる。例えば、生命保険はもともと様々なバイアスが入りやすい（過剰な保有、値段を気にしない）上に、保障の種類が多いことが複雑さと「決定麻痺」を生じさせやすい。単純化の一歩めとして、どのくらいの金額の生命保険を掛けるのが適切かについて、まず自分の死亡時の必要保障額を通常のフィナンシャルプランを参考に試算・検討することが推奨される。

3 イメージの利用

「投資をするのは増やしたお金でやりたいこと、買いたいものがあるからだ」ということを意識しておくことは大事だ。やりたいこと、買いたいものをイメージし続けることで、投資を継続しやすくなり、様々なバイアスの悪影響を防ぐことができることがわかってきたからである。良いイメージ（心理学用語でサリエンス）には個人的、肯定的、身近なもの、サステナビリティの 4 つの特徴が含まれやすい。

4 コミットメントデバイスの利用

目標を途中で変えたり、先延ばししたりすることを防ぎ、計画を確実に実行するために、自分の将来の行動に制約をかける仕組みをコミットメントデバイスという。投資の場面では、投資の目的・目標、基本ポートフォリオ、銘柄選択、モニタリング・リバランスの方法などを、あらかじめ文書にして投資アドバイザーと共有する投資方針書の利用が典型である。もっと直接的なコミットメントデバイスに積み立て投資やターゲットデートファンド（TDF）などの「自動化」がある。

5 ナッジデフォルトの活用

いくつかの選択肢がある時、何も選ばない時に自動的に選択される特別な選択肢をデフォルトと呼ぶ。人にはデフォルトの選択肢を選びやすいというバイアスがあるので、これを逆用して結果的に合理的な選択に導くというデフォルトの使い方をナッジデフォルトと呼ぶ。例えば、米国の DC 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。生命保険など金融商品の複雑さへの対処として、

既述の条件を減らす以外に、あらかじめ「適切な」条件の組み合わせを決めておいて、デフォルトの数を絞ると言う特殊なナッジデフォルト（スマートデフォルトと呼ばれる）も提案されている。

6 投資の比較対象のリフレーム

金融資産を持っていると、人は相場のニュースが気になるものである。しかし、投資目標が長期である場合にはもっと優先すべき比較対象がある。たいていの投資目標は一定期間後の具体的なサービスや物に対する支払いだったことを考えれば、個別のインフレ指標（例えば教育用資金なら高校・大学での教育費、退職資金なら相当長期の生活費・医療費等）と比較することが重要になるということだ。この方法の利点は、本当の目標を意識することに繋がるのに加え、自然に観点が長期化するので、期間のリフレームと相性が良いことだ。

行動コントロールを実践する上では、上述の個別技術を「必要になったタイミングで使う」（時期の工夫）、「他の人も行っていることを合わせて伝える」（伝え方の工夫）、などの追加的な工夫のもとで使っていくことが望まれる。

4. まとめ

本稿では、「貯蓄から投資へ」の推進にあたっては投資教育が重要であることを踏まえた上で、その効果は世代やチャネルによって異なる状況にあること、効果を高めるために行動ファイナンスを積極的に用いるアイデア（行動コントロール 6 箇条）について紹介した。日本でも、詳細なエビデンスをもとにして、行動ファイナンスの成果を活用した現代的な教育が進められていくことが期待される。

参考文献

Araki, Martinez D., "The Heterogeneous Relationship Between Financial Education and Investment Behavior in Japan", Keio-IES Discussion Paper Series, 2021

Shefrin, H., and M. Statman, "Behavioral Portfolio Theory", Journal of Financial and Quantitative Analysis, 2000

Antony Elliott, Paul Dolan, Ivo Vlaev, Charles Adriaenssens & Robert Metcalfe, "Transforming financial behaviour: developing interventions that build financial capability", CFEB, 2010

大庭昭彦、「新しい投資アドバイス手法と行動ファイナンス」、『財界観測』、2016

大庭昭彦・根岸康夫、（金融業務能力資格）「ポートフォリオコンサルティングコース」講座テキスト、（2022, 株式会社きんざい）

日本銀行、「資金循環の日米欧比較」2021年