

資産選択の決め手となるのはデータよりも生まれ年

生まれ育った時代が資産クラスの選好を左右することを示す研究結果が増えつつある



勝負師、それとも慎重派？
それは各人が生まれた時期によって決まります。

投資の世界では、人は個々の経済的経験にかかわらず比較的安定したリスク選好を持っていると長年想定されてきました。しかし、行動ファイナンス学ではこの古い考え方に対する反論が出てきています。2009年に発表された『大恐慌ベビー：マクロ経済的経験はリスクテイクに影響を及ぼすか (Depression Babies: Do Macroeconomic Experiences Affect Risk-Taking?)』は、世界大恐慌を経験した世代と投資傾向の関係を結びつけた論文です。

同論文の著者である研究者のウルリケ・マルメンディア氏とステファン・ネーゲル氏は、1964～2004年までの米国の消費者金融の記録データを調査し、経済状況の影響と資

産クラスのパフォーマンスは若年期において特に顕著となっているとの結論を導き出しました。これは各人の人生を通じてのリスク許容度や資産選択にも影響を及ぼし得るというのです。

ミシガン大学の金融・経済学教授でもあるネーゲル氏は、「長期的な履歴を数十年前にさかのぼってみると、体系的なパターンがあることがわかります」と述べています。同氏は、株式相場で長期にわたり低調が続くと、若い層は株式投資をあきらめる傾向となると言います。これは上げ相場の場合には反対の傾向となります。

大恐慌時に生まれた世代は株式投資を回避

1950年代の米国の投資家は1929年の株価暴落と世界大恐慌を経験しているため、株を嫌い、債券を好んだということは十分実証されています。米国では、大恐慌から1950年代に終わるまでの20年間にわたり、下げ相場が続いたので

す。現代においては日本で同様の行動がみられました。マッキンゼー・グローバル・インスティテュートは2011年、先進国の中では日本の個人投資家による株式投資の割合が極めて低く、その点で突出していると指摘しています。

日本人投資家の態度は1989～1990年のバブル崩壊で変わりました。それ以降、20年にわたる下げ市場の間に何度か急上昇もみられましたが、個人による株式保有率は世帯ベースで30%から10%以下に急減し、その後も18%を下回る状況です。一方、米国では約42%の世帯が退職後資産以外の資産を株で保有しています。

他の先進国でも、ジェネレーションX(1960年代半ばから後半から1980年代初めの間に生まれた世代)は非常に異なる経験をしています。

バンクオブアメリカ・メリルリンチの調査によると、この世代は過去最大の上げ相場を経験しているのです。1982～1999年の間の米国における累積リターンは1,654%と、それ以前の1920～1928年の423%や、1860～1872年の332%と比べると大幅な上昇となっています。

しかし、現在の最も若い世代の投資家とは、「株式崇拜」に対しては懐疑的です。若い投資家は、資本収益率よりも資本収益を重視し、どちらかといえば定年後に備えている投資家のような行動を取っているようにみえます。資本収益自体の重視は、ロブ・アーノット氏の主張(プロジェクトM 21号『誤った認識の下に築かれた産業(An industry built on false perceptions)』を参照)が正しければ、それほど悪いことでもありません。

2014年4月にギャラップが発表した調査結果によると18～29歳代のうち株を保有している割合は全体の27%に留まり2008年4月の33%から低下していました。また、ジェネレーションXからミレニアル世代の上限を含む30～49歳代については67%となりました。また同年のUBSによる調査によると、このいわゆる「不況ベビー」と呼ばれる裕福なミレニアル世代のうち資産に占める現金および株の保有割合はそれぞれ52%、28%となっているのに対し、それ以上の世代では23%、46%となっていました。

ボルチモアのガウチャー大学のピクトル・リチャルディ金融学教授は「これは集団記憶説と呼ばれる現象です」と言います。リチャルディ氏はケント・ペーカー氏とともに『投資家の行動: ファイナンシャル・プランニングと投資の心理学

(Investor Behavior: The Psychology of Financial Planning and Investing)』を共同編集しました。リチャルディ氏は、近年の経済危機に対する情動反応が長期的な投資実績データや客観的情報よりも意志決定において大きなウェートを占めるようになったと説明しています。

しかし、ジェネレーションYは大恐慌ベビーと酷似していると結論付けるのは早計です。「ミレニアル世代は、深刻な経

済危機を経験したため、リスク資産に対し慎重となった若い世代の最近の事例ですが、この世代は、大恐慌ベビーほど激しい反応ではないように思えます」とリチャルディ氏は言います。

実際、2007～2009年の間に世界の主要株価指数は急落しました。しかし、その後は回復に転じ、その多くは過去最高の水準を上回っています。それとは対照的に、日本の投資家と「大恐慌ベビー」は20年間にわたる下げ相場を経験しました。

規制が資産配分を促す

これには構造的な理由があります。つまり、ミレニアル世代の多くは株式を持つことになるためです。リチャルディ氏が指摘するように、一部の国々では自動加入型の年金プランが導入されており、毎月の給与から一定金額が天引きされ、貯蓄商品に投資されます。こうした商品の多くは一部が株式に投資されることとなるでしょう。

資産配分の意志決定に大きな影響を与える規制もあります。ドイツ投資信託協会(BVI)のトマス・リヒターCEOはプロジェクトMのインタビューに対し、米国で株式が好まれているのは政府の優遇税制のためであると指摘しています。

これとは対照的にフランスでは、規制の枠組みによりマネー・マーケット・ファンドへの投資の流れが打撃を受けました。ドイツでは、むしろ様々な規則により貯蓄生命保険商品の市場が急拡大しました。しかし、米国の個人による株式保有比率は低下しており、米国連邦準備制度理事会(FRB)によると、2007年の53.2%から2013年は48.8%となりました。出版メディアのバンクレーターの調査によると、2014年には48%との結果が出ました。株式に投資しない第一の理由としては資金不足が挙げられています。これはおそらく1995年以降の平均所得の伸び悩みが背景にあるでしょう。また、第二の理由は投資に関する知識不足となっています。

株式保有比率の低下のその他の理由としては、多くの投資家が2007～2008年の株価急落で痛い目にあっていることも考えられるでしょう。また定年退職に伴い、株を売って退職関連商品に投資する動きもあります。しかし、マルメンディア氏とネーゲル氏の研究は、株式相場が1980年代以降のパフォーマンスを続ければ、ミレニアル世代が株式を選好する可能性があることを示唆しています。

【ご留意事項】

- 本資料は、アリアンツ・グローバル・インベスターズ・ジャパン(以下、当社)のグループ会社であるAllianz SEが作成したProject Mを当社が翻訳したものです。本資料の取り扱いは御社内限りでお願いいたします。
- 本資料は、金融について情報を提供するものであり、当社の戦略等の勧誘を行うものではありません
- 本資料の内容には正確を期していますが、必ずしもその完全性をAllianz SE及び当社が保証するものではありません
- 本資料には将来の市場の見通し等に関する記述が含まれている場合がありますが、それらは資料作成時における当社またはAllianz SEの見解であり、将来の動向や結果を保証するものではありません
- 本資料に記載されている内容は既に変更されている場合があります、また、予告なく変更される場合があります
- 最終的な投資の意思決定は、商品説明資料等をよくお読みの上、お客様ご自身の判断と責任において行ってください
- 本資料には、当社がAllianz SEから対外秘扱いで入手した情報が含まれていますので、Allianz SEまたは当社の事前の承諾なく第三者に開示すること、当該資料の一部または全部の使用、複製、転用、配布等をご遠慮ください

アリアンツ・グローバル・インベスターズ・ジャパン株式会社
金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第424号
一般社団法人日本投資顧問業協会 加入