



### 退職後のためにいま、必要なこと

対談 | 山崎 元氏、岩城 みずほ氏  
岡本 和久  
レポーター | 佐藤 安彦

山崎 元(やまざきはじめ)氏

経済評論家、楽天証券経済研究所客員研究員、国家公務員共済組合連合会資産運用委員会委員、株式会社マイベンチマーク代表。1958年北海道生まれ。1981年東京大学経済学部卒業、三菱商事に入社。その後、野村投信、住友生命保険、住友信託銀行、シュローダー投信、NBインベストメントテクノロジー、メリルリンチ証券、パリバ証券、山一損券、第一勧業朝日投信投資顧問、明治生命保険、UFJ総合研究所と、12回の転職を経て現職。資産運用及び経済全般の分析・評論を専門とする。『ファンドマネジメント』(きんざい)、『全面改訂 超簡単お金の運用術』(朝日新書)、『確定拠出年金の教科書』(日本実業出版社)、『難しいことはわかりませんが、お金の増やし方を教えてください!』(文響社)、『人生にお金はいくら必要か』(岩城氏との共著、東洋経済)など著書多数。

岩城みずほ(いわき みずほ)氏

ファイナンシャルプランナー、CFP認定者。慶應義塾大学卒業。NHK松山放送局を経て、フリーアナウンサーとして活動後、生命保険会社等を経てFPとして独立。個人相談、講演、執筆を行っている。貯めると増やすの車座の会「C(貯蓄)リーグ」、「サムライズ勉強会」主宰。「今からでも必ず解決できる!おカネと人生の相談室」を東洋経済オンラインで連載中。著書に『そこ、ハッキリ教えてください!「お金」の考え方このままでいいのか心配です。』(日本経済新聞出版社)、『人生にお金はいくら必要か』(山崎氏との共著、東洋経済)などがある。

岡本 | まず、今回お二人で共著された本の紹介をしていただきたいと思います。山崎さんと岩城さんは、以前からお知り合いだったのでしょうか?

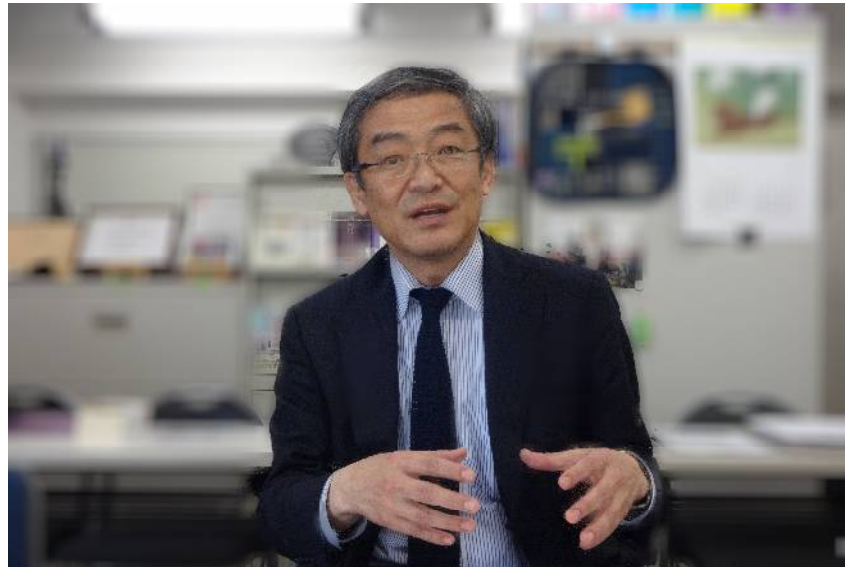
山崎 | 数年前にインデックス投資ナイトというイベントでお目にかかったのが最初でした。保険会社などの紐付きでなく、純粹にアドバイスをしているFPだというお話を聞いて、好感を持ちました。私は女性の読者が少ないのです。POSの集計結果を見ても、30~40代の男性がメイン読者です。もっと広く私の主張を知っていただくためには、どんな商品でも共通していますが、男女両方に売れなければいけません。



## 長期投資仲間通信「インベストラ이프」

この先、自分の意見を広く売るためには、女性の要素が必要だと言うことで、女性の共著者を探していて、その中で、岩城さんが良いなと思い、一緒に2冊作ってもらうことになりました。

岡本 | 男性読者の方が投資に対してマニアックな人が多い気がしますね。一方、女性読者はもう少し生活感を持って考えている印象があります。素直にお金の不安をどうやって解消していこうと思っていて、読者としての興味の幅が広い感じがあります。



山崎 | また、男性の場合は、どうしても勤めている会社に縛られている部分もあって、例えば銀行の人は銀行がやっている仕事を根本から悪くは言えないというところもあります。そういった面で女性は会社に関係なく、話ができるという長所があるとも思います。この本を出してから、女性誌で連載を書くようになったり、女性向けの記事の取材が来たり、多少思っていた効果があるので、岩城さんには感謝しています。

岡本 | 岩城さんは、今回共著してみてもいかがでしたか？

岩城 | 私の場合、以前はマスコミ関係だったので、FPとして金融業界に入ってきた時に、ロールモデルになる人も、誰にくっついて勉強をしたらよいかも分からなくて、手探り状態の時期が長かったのです。それで、岡本さんのセミナーや生活設計塾クルーのセミナーなどに毎月行っている勉強をして、整理してきた事が沢山ありました。でも、よくわからないところも出てきて、一度、きちんと理論的に答えを出したいという思いが大きくなっていました。それは自分の中での疑問が大きくなったり、マーケットの状況についても勉強したりして、整理したいという気持ちがありました。今回、この本の中でだいぶ整理ができました。山崎さんは間違っているものは間違っているということをはっきりおっしゃるので、そういう面で非常に分かりやすいし、信頼できます。本当に勉強になりました。

岡本 | 岩城さんがいつも接しているお客様達からは、今回の本について、なにか反応はありましたか？



## 長期投資仲間通信「インベストラ이프」

岩城 | 私は実際に、人生設計の基本公式を中心にした勉強会をしているのですが、非常に分かりやすいと言っていていただいております。

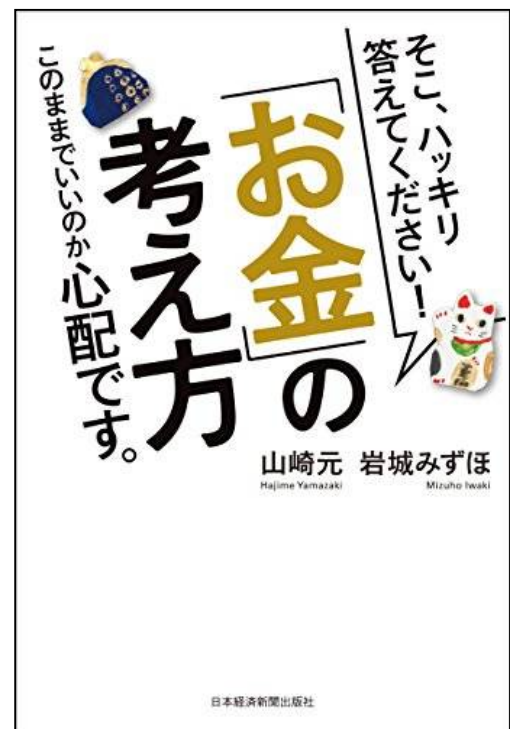
岡本 | それはどのような勉強会ですか？

岩城 | C(貯蓄)リーグという、「貯める」と「増やす」を一から勉強して、どうやってお金を増やしていくかとか、お金の置場所をどうするかなど、基礎的なところからの勉強なんですけど、その最初に、人生設計の基本公式を使っています。

それを使って、実際に自分自身のことを計算してもらい、自分で将来の見通しをたてて、どのくらい貯蓄が必要なのかを把握する。それから一カ月に一回みんなが集まって、一カ月間の振り返りで貯蓄率を発表してもらおうという活動です。

山崎 | FPの方々がどのような事をやっているのかなと、本や雑誌を読んでみると、キャッシュフロー表みたいなものを使っているケースが多いのです。人生のイベントが書かれていて、給料も少しずつ増えていくし、運用成果も増えていくことになっている表をベースにして話をしているようなのですが、それが不必要に複雑なんで割に役に立たない。人生の先は読めません。リストラされることもあるだろうし、離婚するケースもあります。なので、ポイント、ポイントをざっくり把握した方がよいんじゃないかと思うのです。会社であれば、バランスシートがあって、PLがあって、資金繰りが出来れば良いのですから。個人のファイナンシャルプランニングについても、もう少しポイントを押さえると、簡単にお金と付き合うことができるのではないかという印象を持っています。

一応、証券会社に勤めているので、貯まったお金を複利で増える前提で考えると、貯蓄率をどこまで下げられるかという計算式を作ってはみました。だけど、例えば4%で増やすという前提を持ち込んで人生設計させるのは、正直あまり良くないなと思いました。もちろん余裕のある中で、リスクを取って投資することは良いことなので投資してもらいたいのですが、間違えるのであれば慎重な方向に間違えるように、慎重な計算をした方がよいのではないかと思います。また、お金の運用方法については、これまで色々な簡便法を考えてきましたが、何回も改訂していますし、自分が持っていた先入観から離れるのはなかなか難しいことだと、2~3年に一度くらい感じて来ました。





## 長期投資仲間通信「インベストラ이프」

岡本 | それはよくわかりますね。私は元々企業向けに確定給付型年金の世界で仕事をしていて、それをどのように個人の世界に当てはめていくかをずっと考えています。それは如何に理論的に正しい方法をシンプルにしていくかという話になるのですが、それはまさに何年かに一度、革命的に自分の考えが開けるような時があります。結局、個人の世界でどういう風に、難しくなく使えるようにするかというのが一番大きな鍵になってくると思います。確かにこの本は、投資でどれくらい儲かりますという話からは切り離されていて、むしろ手堅くどうやっていけばよいという話を中心になっています。逆に手堅さ故に、実行できるかというところに課題があるように感じました。つまり、いくら必要だと分かっている、手堅くやった場合にそれが貯められるのかということが問題になります。

山崎 | 確かにこれは難しい問題です。事実、20%くらいの貯蓄率が必要だということになるケースが多いのですが、率直に言って収入の二割貯めるのは大変です。そうした中でどうするか、例えば、老後の生活を縮小するのか、長く働くのか、あるいは、夫婦共に働くのかというようなことを考えてみた上で、一応概算ではあっても納得のできる形にしておくなら、結果的に15%しか貯められなくても、自分の状態が把握できている点はその方がよいと思っています。

岡本 | 基本公式について、ごく簡単にご紹介いただけますか？

山崎 | 現役時代に稼いだお金というのは、大概において、消費するか貯蓄するかのどちらかです。そこで貯蓄したお金を、現役が終わった時の生活に回していくという配分が必要になります。老後に使えるお金には年金を入れてもよいのですが、老後の生活を、現役時代と比較して何倍くらいの生活でやっていこうかということを考える。そうすると、現役時代の所得の中から、どのくらいの割合を貯める必要があるのかが概算できます。これは簡単な連立方程式を解けば出てくるのですが、その際に運用による利益を見込むのではなくて、シンプルに計算する方法を紹介しています。

岡本 | この式を紹介した時の、いわゆる普通の方々の理解は、どのような感じでしょうか？

岩城 | はい。これはやり方さえ分かれば、数字を入れていだけなので皆さんしっかり理解されています。

入れる数字は、1.今後の平均手取年収、2.現在の貯蓄額、3.現役であと何年働くか、4.仕事を辞めてから95歳まで何年あるか、5.今の生活に対して老後の生活の水準はどれくらいか、6.年金額、の6つの数字を入れるだけで、計算ができるので分かりやすいと評判が良いです。



## 長期投資仲間通信「インベストライフ」

- 岡本 | なるほど。要するに、数字を埋めて公式の結果をみることで、将来の問題を、今の問題として如何に対処していくかの指針を与えることになりますね。
- 山崎 | そうです。例えば、お金の運用の話になると、仮に 2,000 万円の資産があってそのうち 1,000 万円を株式に投資しているとした場合、この 1,000 万円のリスクは適切なのかそうでないのかは、なかなかピンと来ないものです。もちろん 100 万円でも減るのは嫌だけど、仮に 500 万円減ってしまったとしても、すぐに困る事はない。だとするとリスクってどうなんだろうと考えた時に、老後 30 年があるとして月に直すと 360 ヶ月で、もし仮に 360 万円マイナスになったとしたら、月々に使えるお金が毎月 1 万円少なくなるというふうに理解し直すと、投資額が 1,000 万円の場合は、1/3 くらいの金額がマイナス 2 標準偏差の場合の損だとすると、将来の毎月の生活費 1 万円分のリスクだと考えれば、「大丈夫だろうな」となる。資産が 3,600 万円の場合は、毎月取り崩せる金額が 10 万円から 9 万円になる。1,800 万円の場合は、5 万円が 4 万円になる。それは少しインパクトが大きいかもしれない、というような、自分にとって考えやすい数字を、概算して考えやすいように加工してあげるということが実用的であろうと考えています。
- 岡本 | これを使うのは、大体どれくらいの人をイメージしていますか？
- 山崎 | 私が最初にイメージしたのは、22 歳で就職した人です。この人の生涯所得に対して、最初は何れくらい貯蓄したらいいのか、将来は何れくらい貯蓄をしていけばいいのかを計算しようとしていました。だけど、25 歳でも 50 歳でもできるはずで、結局、将来のお金の事は、いくつになっても計算しなくてはいけないので、考え方は同じなのだと思います。
- 岡本 | 時々、50 歳くらいで「貯蓄がないです。どうしたらよいですか？」と言う人がいます。それは、計算上はなんとでもなるけれど、実際にはなかなか大変ではないですか。
- 山崎 | 大変です。だけど、55 歳で気が付くよりは 50 歳で気が付いた方がまだ対処が楽なのです。とにかく、なるべく手前で分かっていた方がよいでしょう。それが計画をするということの意味なのだと思います。
- 岡本 | 結局、早く気が付くということが大事なのですね。
- 山崎 | 知りたくないという心理が働くので、そこを「まあまあ」と言って早く気付かせるのが FP の腕の見せどころなのだと思います。



## 長期投資仲間通信「インベストラ이프」

岩城 | 「老後はいくら必要だ」とマスコミでいろいろ言いますが、そのような数字ではなく、自分の老後のイメージに合わせて自分で計算をして出した貯蓄率なので、皆さん頭を殴られたような結果になるかもしれません。だけど、そうする事がスタートなのだと思います。そうして、ではこれを貯めるためにはどうしたらよいのか。そうすると、節約をすとか、無駄をなくすとか、もっと収入を増やすとか、いろいろな人がいるのでその辺をコンサルティングしていく。その取っ掛かりとしてイメージしやすくなるのが、この公式の良いところだろうと思います。



岡本 | 私が投資に縁がなかった人たちに向かって話すときには、65歳を定年と考えて、30歳の時に貯めるお金は、自分が66歳になった時のお金だと考えてくださいと言っています。30歳の時の収入のうち、70を使って残り30を将来のために残す。それを2%で増やすことができれば、30歳から65歳までの36年でほぼ2倍になるから60ですよ。それに年金が加われば70くらいにはなるだろう。そうすれば、現役時代とそれほど変わらない生活ができるのです。この時に大事なものは物価水準よりも多めにリターンをとっていくことで、その源泉はやっぱりグローバルな株式投資になると思います。若いうちはそれほど貯蓄できないでしょうから、株式の比率は100%でもよいと思います。私は基本的に年齢と共に株式比率は下げた方がよいと思っていますので、50代になったら50対50にして、70代8代になったら、20とか10まで下げていくというようなことをやっていけばよいと思っています。そんな話をするのですが、それをベースに考えると、要するに年金基金がやっているような最適化というのは一切必要なくなっている訳ですね。今は、預貯金も債券ほとんどゼロ金利ですから、ポートフォリオといっても預金と株式の2資産と考えることができます。片方が実質リスクフリーで、もう片方がリスク資産なんですね。そうすると、リスクの調整は預金と株式の比率だけで対応できるのではないかと考えています。それが老後の経済基盤を自分で作っていくベースラインになっていくのかなと思っています。ですから、お二人の本の考えと共通しているのは、将来の問題を今どう考えるかという部分だと思います。



## 長期投資仲間通信「インベストラ이프」

山崎 | おおよそのポートフォリオの動きというか、実際に貯めたお金の扱い方について言うと、結果的には似たようなものになると思います。私も考え方のベースになっているのが、80年代から90年代に掛けてやっていた年金運用のファンドマネージャーをやりながら考えた事なのです。その時やっていた事をどう個人に向けてカスタマイズするかを何年もずっと考えていたのです。その中で、比率という考えからは離れた方がいいのではないかと考えています。比率ではなく額で考えてみる。例えば、運用する額とそれ以外の額がありますね。ある人が同じ年齢で同じ収入であっても、500万円のポートフォリオなのか、5,000万円のポートフォリオなのかによって違ってくるので、比率で考えない方がより現実に近い判断ができると思います。

最初は最適な「比率」で提案してあげるのが一番だと考えて、エクセルで計算できるようなものを本にしたりした時期もあったのですが、今たどり着いた段階のもので言うと、例えば、いくらリスクを取ることができて、そのリスクから逆算したリスク資産の「額」の範囲の中で好きにやってみてくださいという考えになっています。このリスクの範囲内でやっている分には、そう大きな間違いは起きないであろうということが大事です。

それから、若い人と高齢者という問題ですけど、これは金融資産の額と人的資本の比率の問題なのだと思います。例えば、バートン・マルキールの本が、ある意味で悪い影響を与えているのだと思いますが、長期だとリスクが小さくなるという説明をしがちなのですが、実際には長期だと資産が減りうる範囲も広がるので、長期だからと言ってリスクが縮小するのではなく、若者の場合は人的資本が大きくて金融資産が小さい。なので、金融資産の中で大きな比率でリスクを取ったとしても、全体への影響は小さいというのが、若者のポートフォリオの性質なのだと思います。逆に高齢者の場合は、人的資本が小さくなっているので、願わくば、金融資本が大きくなってほしい。その金融資本の中でリスクを取ると、暴落した場合の影響が大きくなるということなのだと思います。ただ、高齢者の場合は、将来使わなければいけないお金が縮小している場合もあるので、必ずしもリスクを小さくしなければならないということもないと思っています。方法としてはリスク資産の額だけを決めて、これを内外の株式で運用すればよいというフォーメーションについては、私も全く同意に考えています。ただ、高齢者だからといってリスクを小さくした方がよいと言う人もいるし、そうでない人もいます。キャッチフレーズ風に言うと、ポートフォリオにまで歳を取らせる必要はないということです。

考えてみると、あのバフェットは今年87歳です。判断力がしっかりしている限りリスクの金額は自分でコントロールして、インデックスファンドで運用すればよいと思います。お金がある人ない人、家族がある人ない人など、色々なケースがあるので、あまり年齢でパターン分けをしない方がよいのではないかと考えています。

岡本 | それは全くその通りだと思います。年齢というのは共通項として分かりやすいので、年齢のことを言っていると思います。実際には持っているお金の額だとか、現役時代の収入の



## 長期投資仲間通信「インベストラ이프」

額だとか、あるいは、その人の性格だとか個人的な事情などもあるから、年齢でバシッと切って考えるものではないと思います。

ある意味、金融資本と人的資本の構成比というのは、高齢者にも分かりやすいかも知れませんがね。自分はまだ働けるから大丈夫だとか、ずっと医者にばかり掛かっているようになったから少しリスク資産を減らしておこうとか、そういう判断なら自分でできるのかもしれませんがね。

山崎 | 人的資本の概念を教えるとよいのは、例えば高齢者に、身体に良いことをして寿命を伸ばすとあなたの人的資本は増えるとか、減りが遅くなるとかを教えることができるので、自分に投資をするという考え方を伝えることにあります。

岡本 | 確かに、定年退職を迎えたら、あなたの人的資本はゼロになったと言われたら、「あなたは今この世では価値がないよ」と言われているようで、これはちょっと悲しいものがありますよね(笑)。

山崎 | 難しいと思うのは、どの年代でもインデックスファンドを持って、その比率を変えればよいというのはよく考えると本当にその通りなのですが、顧客のタイプ別に商品が違うという先入観があるので、なかなか伝わりにくい面があることです。みんな一緒だと金融機関のビジネスにとっても都合が悪いし、金融商品取引法でも、適合性の原則ということがあるので、その原則に合うように、例えば相手の年齢であったり属性であったりとかで提案する商品を変えたりする事が多いのです。この点をもう少しスッキリ伝えられるとよいなというのを、近年強く思っています。

岡本 | 時々、私のセミナーにFXや個別銘柄をやっている人達も参加されます。話を聞くと、それはそれで楽しんでやっているというのですが、意外なことにそういう人達が、「退職後の資産形成はどうしたらよいでしょうか？」という質問をします。

要するに、自分たちのしていることと、資産形成を別のものとして考えているみたいなのです。短期売買はゴルフや海外旅行が趣味ですというのと変わらない感覚で、株式投資をしているという人もたくさんいる訳で、そういう人達に、「ゴルフを止めて、将来のための投資をしろ」と言うのは、その人にとっては面白い話ではありません。それはやっけてもらって構わない。だけど、一方で将来のために、やることはやっておいた方がよいということなのです。

山崎 | 私が毎週、競馬の馬券を買っているのと同じですね(笑)。

岡本 | 中にはそれで将来もやっけていこうと考えている人もいるのだろうけど、やればやるほど、それで退職後の経済基盤を作るのはなかなか難しいというのは分かってくるのだと思





## 長期投資仲間通信「インベストラ이프」

ます。よっぽど幸運に恵まれればそれも可能かもしれませんが、自分の退職後を運にまかせるといってもリスクが高すぎます。

先程、貯めるときに、定率かどうかという話がありましたが、お金を引き出す時は、定額か定率か、どちらが良いと思いますか？

山崎 | そうですね。まだそれほど真剣に考えていませんが、十分な寿命の余裕があると仮定した場合、おそらく定率の方が状態の変化に対する柔軟性があるので、ドンと大きく減ってしまう事も考えると、定率の方が合理的だと思いますね。

岡本 | 私もそう思います。時価が大きく低下し定率で引き出せる額が大きく減ってしまったときは、フロアーを付けるなどの工夫は必要なのかも知れませんね。まあ、まず、資産全体が大きく減らないようにしておくことが重要なのですけどね。

それで、先ほどの公式で、退職までに大体どれくらい貯めるというのが決まりました。でも、ドルコスト平均法でそれを達成するのは難しいですよ。なぜならば、段々と積み上がっていたとして、もう少しで達成するかもしれない時に、ガクッと下がるかもしれないですからね。

山崎 | 確かにそうですね。買い終わったものにはリスクの削減効果はありませんからね。私はドルコスト平均法に対してあまり素晴らしい効果があるという宣伝をしない方がよいと思っています。

岡本 | はい。結局、長期的な相場の動きによりますよね。やっぱり最後は上がっていないと効果がでない訳ですからね。それから、終わった時にいくらが残っているという保証は全くありませんからね。

山崎 | 論理的に考えるとすると、例えば10が最適な投資額であるとして、それを1ずつ10カ月かけて買って行くよりも、タイミングはわからないのだから、10まとめて買う方が合理的だし、それでも徐々に積み立てるといえるときに、毎回同じ株数を買うのか、毎回同じ金額を買うのか、これは、リターンの時系列の自己相関の問題になるのですが、実はそれはゼロなので、どちらでもよいという答えにおおよそなります。ただ、ドルコスト平均法は、いわゆる貯蓄習慣との整合性がとりやすいので、定額で買い付ける方がやりやすいと思います。つまり、それは特別なメリットがあるわけではないのですが、金融機関にとっては、一回説得すればずっとお金を入れてくれるからありがたい仕組みです。

岡本 | 「一括」の買い付けと「分割」の買い付けのどちらがいいのかという問題と、一般的に言われているドルコスト平均法は違うと思うんですね。今一括で買えるだけのお金を持っているのであれば、論理的には一括の方が正しいと思います。



## 長期投資仲間通信「インベストラ이프」

山崎 | はい。そう思います。それではリスクが大きすぎるというのであれば、それは1,000万円が不適當なのであって、600万円とかにすればよいのです。

岡本 | そうです。配分比率で調整すべき問題ですね。過去長い歴史を見ると、結局ずっと右肩上がりなので、できるだけ早く、最適な、あるべき姿にする方がいいでしょう。ただ、毎月貰っている給料の中の一部で買っていくというのであれば、それは積み立て投資、ドルコスト平均法でやるしかないということになりますよね。

山崎 | そうですね。そういったケースでは結果的にドルコスト平均法でやっていくことになると思いますね。仮に今500万円投資しているとして、今月5万円積み立てることによって、現在の最適額を505万円なのだと認識を改めていくということではないかと思います。

岡本 | 要するに、投資可能額の全額を毎月投資しているということなので、それはそれで良いことだと考えています。

一方、着地点でいくら必要かというのであれば、バリュースト平均法というやり方も合っているんじゃないかと思いますけどどうでしょうか？

山崎 | 我々の考えは着地点でいくらというものではありません。将来の生活費と今の生活費の比率を設定して、それを今の毎月の貯蓄にならしてやっていくという考えです。仮に65歳の時点で3,000万円という目標にした時にそれが3,500万円でも4,000万円でも邪魔にはならないので、その時々で貯めなくてはならない額を貯めていった中で、運用は適切なリスクの中でのなるべく増やせばよいし、そしてそのために過大にリスクを取り過ぎなければよいのだと思います。そしてその結果として、2,800万円なのか3,000万円なのか3,200万円になるのかは、出来上がりが近づいてきたら見えてくるのだと思います。その上でどうしても3,000万円が必要なら、そこから貯蓄額を増やさなければならない。なので、運用のリターンの事と、将来のターゲットの事とを別々に考えた方が現実的だろうと思っています。お金というのはなるべく増やせばよいものです。でも、リスクの適切な範囲はある。一方、運用の仕方というのは生活と切り離して考えることができるのが、お金のフレキシブルで良いところなんだと思いますね。

岡本 | 例えば、今の例で、50歳の時に2,500万円になっていて、あと10年で1,000万円を貯めていくなった場合に、貯蓄で貯めていく部分と若干の投資をする部分など、いろいろありますね。だけど、ある年に株式が予想以上に下がってしまったという時は、貯蓄部分を増やして、最初のラインに乗せるようにして着陸と計るということでしょうか？



## 長期投資仲間通信「インベストラ이프」

- 山崎 | 3,000万円がどうしても必要であれば、そうするのでしょうか。老後の生活のために今の生活を下げるといってもできますし、老後の生活を下げるといふのもあると思います。
- 岩城 | ある時に下がってしまったら、貯蓄額を調整する必要があつて、それをその都度考えていくといいのだと思います。
- 岡本 | つまりそれはバリュウ平均的な考えに近いのだと思いますよ。
- 岩城 | 確かに近いですね。
- 岡本 | 率ではなく金額で考えるのであれば、似ていると思いますよ。
- 山崎 | 目標額に対して貯蓄している訳ではないですが、当面の手取りの生活に対して将来の生活の比率を設定したときに貯蓄しなければならない金額は運用の結果によって変動しているということですから、実際貯めなければならない額がどういう状況で増えるか減るかの調整の方向は、同じことになります。
- 岡本 | アクティブとパッシブという議論については、どのように考えていますか？
- 山崎 | 私はアクティブのマネージャーをしていたのですが、市場の効率性に絡めて議論するのは全く意味がないと思います。例えば、ポートフォリオマネージャーが10人いたとして、11人目のポートフォリオマネージャーを考えたときに、10人のポートフォリオを知っていれば、彼らの平均を持つことは明らかに有利です。というのは、単年度では11人の内の5番か6番目にはなるのですが、長いことやっていけば変わってきます。例えばひとりがソニーを売って、他のひとりがソニーを買ったとしたら、そのトランザクションに掛かるコストは負担する必要がない。それからシャープレシオベースで考えると、個々のライバルのポートフォリオよりも分散されているポートフォリオを持っていてリターンが平均的になる訳なので、シャープレシオでも勝ちやすいということになります。そういう意味では、効率的であろうがなかろうが、いわゆる時価総額平均を持って戦うというのは、ゲームのプレーの仕方として有利なのです。どっちに張るかを考えることはファンドマネージャーがやるゲームなので、運用が仕事でも趣味でもない人にとっては、より平均的なポートフォリオを持っていけばよいと思います。
- 実際にアクティブの平均はインデックスよりもちょっと劣っている。優れたアクティブファンドを事前に特定する方法はない。この2つを私は、運用業界の不都合な真実と呼んでいます。そうすると、コストの高いアクティブファンドに投資することは合理的ではないという理解でよいと思います。ただし、個人がアクティブファンドを買うのは自由ですし、アクティブ運用を仕事にするのもよいことだと思います。だけど、それにしてもアクティブファンドのフ



## 長期投資仲間通信「インベストラ이프」

ィーが高すぎると思います。ではどれくらいが適切かは計算で出せるのですね。これは、適切なリスクを取ったときに期待されるアクティブリターンの半分以下にならないといけないのです。でも現実には提供できているリターンに対してあまりに高くフィーが設定されていると思います。この間、テレビに出演した時にも話したのですが、年間 50 ベースポイント以上支払っている運用というのは選択の仕方が何かオカシイので、これ以下の範囲で考えた方がよいと思います。例えば、バンガードのアクティブファンドであれば、この範囲内に入っていますね。こういうレベルのアクティブファンドであれば、面白いファンドだという事で紹介できますけど、今の1%を越えるようなアクティブファンドと 20bp のインデックスファンドを比べた場合では、アクティブファンドの方を薦める論拠はないですね。しかも、アクティブファンドのフィーというのは、たちが悪いことに 90 年代初頭から後半に掛けて上がっているのです。運用というのは急に上手くなるものでも、下手になるものでもないのに、商品としての投資信託は、フィーが上がる前と比べて劣化していると言えます。

岡本 | なるほど。私は、取っているリスク当たりのフィーを見るべきだと考えています。つまり、フィーが分子で分母をベータ係数にした結果を時系列でみたら面白い気がしています。日本の中でも投信や年金運用について、インデックス化がどんどん進んでいて、これが市場を歪めているんじゃないかという議論を目にすることが増えていると思います。私は、これは変な議論だと思っているのですが、どのように考えますか？

山崎 | 別に歪めているような気はしないですね。時価総額加重の運用が増えるというのは合理的なことですし、それに、例えばぼんやりした投資家が増えて価格に歪みができればアクティブにチャンスが生まれるのですから、それをプロのマネージャーが拾うのも個人投資家や企業の関係者がチャンスだと思って買うのもよいことだと思います。つまり、大衆の欲望をもっと信頼してよいと思います。

岡本 | ここで重要なのは、市場の効率性を保つという意味においては、流通市場の中でどれくらいの株式が取引されているのかであって、発行済み株数の何%がインデックス化されているかどうかは、それほど大きな議論ではないのですよね。

山崎 | いわゆる時価総額加重の部分を除いてしまうと、残りはアクティブになるわけで、そして、アクティブの平均が常に時価総額加重になるので、ここが大きいか小さいかというのは、全体のプライシングとは関係が無いと思います。

岡本 | 昔に読んだ論文かなにかに、発行済み株数の 5%が取引されていれば市場の効率性は十分に保たれるという事が書かれていたような気がするのですが、これは正しいと思いますね。ですから、インデックスが増えたからと言って、市場の質が悪くなっているというより



## 長期投資仲間通信「インベストラ이프」

もむしろ、インデックスが増えたことを上手く使って、高いパフォーマンスを上げようとするアクティブマネージャーが少ないところに問題があるような気がしています。

山崎 | そうですね。文句を言っていないで、自分でやればよいのにというのが率直な感想です。だけど、運用業界の人はインデックスファンドが嫌いですし、とりわけETFが嫌いです。それは自分達の関与が少ないし、フィーを下げるきっかけにもなりますから、インデックスファンドを嫌うのです。でもやっぱり、元々、アクティブの問題はフィーが高すぎることにあります。



岡本 | 本当はアクティブの良いマネージャーが出てきて、10年20年を掛けて、カリスマ的な存在になってほしいですけどね。

山崎 | そうですね。これまで、そういったスターを作り出すことができなかったというのは、ビジネスとしての日本の運用業界にとって残念な事ですね。

岡本 | 話を改めて、岩城さんはこれからどんな事をやっていきたいと思っていますか？



## 長期投資仲間通信「インベストラ이프」

- 岩城 | はい。今はフィデューシャリー・デューティーということで、FPも変わっていかなくてはならない時期なんだと思います。今の問題点としては、やっぱり金融商品を売らないと生活が成り立たないと言っている人が多くて、それを改善していかないとならないと思っています。
- 山崎 | 今度、岩城さんが金融庁の方に会ったときに、ぜひ聞いてほしい事があります。それは、FPというのはフィデューシャリー・デューティーの範囲内に入っていると理解しているのだけど、フィデューシャリー・デューティー宣言をしたFPはいるのだろうかということです。そして、及ばずながら、私はフィデューシャリー・デューティー宣言をしてみたいと考えているが、そういう考えについて、「金融庁はどう思っていますか？」ということです。私の理解では、フィデューシャリー・デューティーは、金融機関に限らず、金融サービスに関わる人たちが広く対象になっていて、そこで顧客本位の立場を明らかにするというのをベースにしているから、FPもその対象だと思っています。それで、もし、フィデューシャリー・デューティー宣言をしたFPがいなければ、最初の一人になることは意義深いと思いますよ。岩城さん、どうですか？
- 岩城 | はい。考えてみます。
- 岡本 | フィデューシャリー・デューティーはすべての業種のすべてのプロフェッショナルが持つべき職業倫理です。その職業の価値は職業倫理をいかにプロたちが大切に守るにかかっています。もし、組織が倫理に反することを強要するならきちんと議論をして主張する。ある意味、金融業界が先陣を切ってその方向に動き出しているとも言えます。先は長く曲がりくねった道でしょうけれど、ぜひ、しっかりとそれを確立してほしいですね。山崎さん、最後に何かメッセージをお願いします。
- 山崎 | 投資教育がやっと重要になってきた。というか元々重要だったのですが、ようやく脚光を浴びるようになってきました。それで、顧客本位という話になると、今度は顧客に判断力を持ってもらわないと、情報の非対称性が解消しないので、ここをどうやって顧客側の判断力をサポートしてあげるかが大事になってくると思っています。金融庁は金融機関を通じて、投資教育を普及させていきたいと言っているのですが、どうしても金融機関を通じた投資教育というのは、鴨の養殖のように思えてしまう。例えば長期分散で積立投資が良いですよという資料を金融庁が作ってツールにして金融機関にあげたら、長期で持っていれば大丈夫だと金融庁が言っている、という営業ツールにして都合の良い所だけ使われるだろうから、やっぱり金融機関ではないところから情報発信して伝えなければならないので、そうした努力が大事だと思います。



## 長期投資仲間通信「インベストラ이프」

これだけ大事なことで、対象が広がってきたので、多少はビジネスになってもよいはずで  
す。考えてみると、自分はあまりに事業欲が無かったのかもしれないのですが、せつかくこ  
ういう世の中になってきたので、もう少し出しゃばっていこうかと思っています。

自分のミッションみたいなものをまとめて言うと、「正しくて、できれば面白いことを、なるべ  
く沢山のの人に伝える」ってことになります。これが、私にとって基本的にやりたい事なので  
す。自分の伝えられる、正しくて面白いことは金融知識なので、そこを多いにやっていき  
たいと思っています。

岡本 | 金融庁も業界の人の話や学会の話を聞いているだけでなく、普通の生活者がなぜ投  
資をしないのかを、もっともっと勉強しないと埒があかないと思いますよね。  
金融機関の人は自分達のお客のことしか知らないので、例えば、証券会社ならば株を売  
り買いしている人達がいて、そういう人にどうやったら、もっとやらせられるかというこ  
とになってしまいますよね。だから、金融庁がその辺をもっと考えていかななくてはならないと思  
っています。

山崎 | 金融機関の経営者は、顧客の資産から何ベースポイントくらいまで取ってよいのかを、  
明示的に考えるべきかもしれませぬ。刈り取り過ぎると土地が痩せるし、とは言え、全  
然刈り取らなければ、自分達が食っていけない。そのバランスを決める必要があるのだけ  
ど、現実にはコンプライアンスに引っ掛かからなくて、かつ、去年よりも数字を持ってこい  
と言っているだけの経営者が多い感じがしますね。だけど、違う方向に金融業界が動いてく  
れるとよいなと思っています。

岡本 | 山崎さんの「正しくて、できれば面白いことを、なるべく沢山のの人に伝える」というミッシ  
ョンは良いですね。でも、私は逆説的に自分の「退職後のため資産運用ってそんなに面白い  
ものじゃないよ」と言っています。毎日歯を磨くようなもので、やらないと将来が困る。だか  
ら、ごく自然にやるのが理想なんだろうなと思っています。面白くやってもらうのは良いこと  
なんだけど、そこからもっと進むと、投資が日常化されて、生活の一部になって、みんなが  
やってくれるようになったらよいなと思っています。今日は長時間どうもありがとうございました。