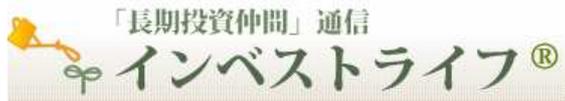


長期投資と資産運用の入門から実践まで



Vol.144

2014年12月15日 発行

発行人岡本和久

I-O ウェルス・アドバイザーズ株式会社【ホームページ】

〒150-0012 東京都渋谷区広尾1-8-6広尾186ビル7階

TEL : 03-5789-9821 FAX : 03-5789-9822

お問い合わせ : [メールフォーム](#)

## 今月の ひとこと

12月上旬にニューヨークに行きました。私にとっては2年ぶりのニューヨーク、そして、1984年まで9年間にわたるニューヨーク駐在員生活を終えて帰国してからちょうど30年目の訪問でした。

印象を一口に言えば、「全然変わっていない」と「すごく変わった」が混在しているということです。

「変わっていない」のはマンハッタンの町並み。レンガ色のビル、高層ビルが並んでいる。そして、相変わらず交通は渋滞、30年前まで住んでいたアパートではドアマンも変わっていませんでした。住宅地も昔のまま。全然、違和感なく行動ができます。

変わっているのは町が安全になり、全体としてはきれいになった。そして、何よりも人が多い、車も多い、騒音も大きい。昔もそうだったのですが、もっと程度が上がっています。そして、本当にいろいろな国から人が来て、楽しんでいる。まさにグローバルな大都市になったという感じです。

クリスマス・シーズンということもあって、町はお祭り気分がいっぱいです。どのレストランも満員御礼でみんなが大声で話しながら食事を楽しんでいます。美術館も人でいっぱい、お店も混雑、結構、高価な食事や買い物をみんな、惜しげもなくしています。

一方、郊外に住む友人夫妻は物価が上がってみんな、生活を切りつめているという話もありました。

いろいろな要素が混在している、これがまさにニューヨークなのでしょう。

しかし、移民も観光客も含めて、みんながあこがれて、楽しみを求めて、世界中から集まってくる、これがニューヨーク、米国の最大の強みなのでしょう。本号の出口さんとの座談会でもそのような話題がでていますが、国も都市もその魅力度においてグローバルな競争のなかにあるということを感じました。

FACEBOOK上でクラブ・インベストライフの仲間が活発な議論をしています。FACEBOOKに登録している方、ぜひ、ご参加ください。(2014年12月13日現在で参加者数は2631名です。)

[今月号の記事をすべてダウンロードする](#)

## I-OWA マンスリー・セミナー講演より 年金運用革命に学ぶ 個人投資家のための資産運用

講演 岡本 和久



私が年金運用に携わったのは1990~2005年ですが、この時期に、米国系の年金運用会社で仕事できたことは私にとって非常に幸運なことだと思います。それは以下のような理由によるものです。① 米国における確定給付年金市場で年金運用革命が本格化していた ② 米国で確定拠出年金が始まり、ようやくテイクオフ期から成長期に入りつつあった ③ 日本で年金運用再検討・運用革命が進行しはじめていた ④ 日本で日本版ビッグバン、日本版401K、投信改革(ETF)などが始まった。

[読んでみる](#)

## I-OWA マンスリー・セミナー講演より 歴史的視点から見た世界の課題

講演 : 出口 治明氏 レポーター : 川元 由喜子



世の中を正しく見るというのは、実はとても難しいことです。ありえないような嘘が、世の中にまかり通っているのを見ると、その難しさが分かります。正しくものを見るためには、数字、ファクト、ロジックで捉えることが必要です。歴史学もそうなのです。

[読んでみる](#)

## クラブ・インベストライフとは?

人生を通じての長期投資は孤独な長旅です。この長旅に耐え、大きな喜びを得るには、資産運用を行うための基礎となる知識と孤独な旅を支えあう仲間が必要です。「将来の自分はいまの自分が支える」ほかない時代、クラブ・インベストライフの活動は、豊かで幸せな人生のための投資を目指しています。

毎月、ネット上で会報誌を公開するほか、FACEBOOKやTwitter上で議論の場を提供し、各地でのセミナーを開催しています。

まったく投資の経験のない方も多数、参加しておられます。大手金融機関から完全に独立しているので、特定の商品をお勧めすることも販売することも一切ありません。

## <FACEBOOK、TWITTERへの 投稿の際のお願い>

1. 個別商品の販売・推奨、あるいはそれに類する投稿はご遠慮ください
2. 発言はあくまで個人としてのものとしてください
3. 企業広告はご遠慮ください

## I-O ウェルス・アドバイザーズの メール・マガジン

メルマガへのご登録は下記のメールアドレス宛に、空メールを送信下さい。購読は無料です。

[mag@i-owa.com](mailto:mag@i-owa.com)

毎月15日配信 無料

## Facebook

Facebook上のグループ、クラブインベストライフ  
<http://www.facebook.com/groups/investlife/>

Facebookへの登録が必要です。リクエストボタンを押して入会申し込みをしてください。

[Facebookへはこちらをクリック](#)

Twitter上のグループ  
クラブインベストライフ  
[http://twitter.com/c\\_investlife](http://twitter.com/c_investlife)

Twitterへの登録が必要です

[@c\\_investlifeさんをフォロー](#)

## I-OWAマンスリー・セミナー講演より 歴史的視点から世界を語る

フリーディスカッション 出口 治明 氏、ご参加のみなさま レポーター：赤堀薫里



日本の文化は、独自の文化があったと言っていますよね。僕は京都に10年住みほとんどのお寺に行きました。京都のお寺の襖の障壁画を見た時、琵琶湖や浜名湖、広島宮島とか、美しい所は山ほどあるのに、それらの障壁画は見たことなはないですよね？お寺の障壁画に描かれているのは、何かというと、見たこともない中国の風景です。いかに中国の文化に侵されてきたのか明らかですね。

[読んでみる](#)

バックナンバー

一覧

- [2014年11月17日発行 Vol.143](#)
- [2014年10月15日発行 Vol.142](#)
- [2014年09月16日発行 Vol.141](#)
- [2014年08月15日発行 Vol.140](#)
- [2014年07月15日発行 Vol.139](#)
- [2014年06月16日発行 Vol.138](#)
- [2014年05月15日発行 Vol.137](#)

バックナンバー

2012年12月までに発行されたインベスライフをご購入いただけます。



購入・詳細

## 中国がわかるシリーズ24 武韋の禍の実態 (上)

ライフネット生命株式会社 代表取締役会長兼CEO、出口 治明氏

名君であった唐の太宗（李世民）が死去した後、太宗の後宮にいた宮女達は尼寺に入りました。その中に武照という女性がいました。太宗の子どもの第3代皇帝、高宗（649～683）は、652年頃、武照を選俗させ、自らの後宮に加えたのです（父の妻妾を子が受け継ぐのは、北方民族ではよくあるレヴィレートと呼ばれる風習です）。頭脳明晰で政治的センスに優れた武照は、たちまち、高宗の寵を得て655年に皇后となりました。660年には、2聖（高宗、武后）政治が開始されましたが、気の弱い高宗に代わって武后が実権を掌握したことは傍目にも明らかでした。

[読んでみる](#)

インベスライフ応援団のブログ

あいうえお順、敬称略

紹介一覧はこちら

[伊藤宏一の「近現代日本と貯蓄」—貯蓄は美德なのか—](#)

伊藤 宏一

[実践コーポレートガバナンス研究会・ブログ](#)

門多 丈

[会長 澤上篤人のレポート](#)

澤上 篤人

[真マネー原理](#)

滝沢 伯文

[一昨日言ブログ](#)

竹田 和平

[積立王子のブログ](#)

中野 晴啓

[SRIのすすめ 未来の測り方](#)

速水 禎

[馬淵治好の凸凹珍道中](#)

馬淵 治好

[右脳インタビュー](#)

片岡 秀太郎

[鎌田泰幸のブログ](#)

鎌田 泰幸

[世代を超える想いの滴](#)

渋谷 健

[About Money, Today](#)

竹川 美奈子

[出口治明の提言：日本の優先順位](#)

出口 治明

[CFA流「さんない」投資塾](#)

日本CFA協会

[毎週3分で、資産運用の成功へ導くメルマガ！](#)

尾藤 峰男

[森本紀行はこう見る](#)

森本 紀行

## 参考データ・コーナー

### 基本ポートフォリオのパフォーマンス

データ提供：イボットソン・アソシエイツ・ジャパン/投信まとなび

過去1年を見ると海外株式へのエクスポージャーが大きい2資産型ポートフォリオのパフォーマンスが約20%なのに対し、日本株式の比率が大きい4資産型ポートフォリオのパフォーマンスは約16%でした。

[読んでみる](#)

**投信データ・ウォッチ**

データ提供：イボットソン・アソシエイツ・ジャパン/投信まとなび

直販ファンドのプロフィールです。

[読んでみる](#)**I-OWAたより****連載 資産運用「茶飲み話」(9)****岡本 和久**

★世界中の企業を保有する持ち株会社の株式を持つ ★値上りを狙わず、バランスを重視せよ ★買い物之三原則 ★資産運用の勉強は難しいか? ★生活者はCEO

[読んでみる](#)**新たな個人型確定拠出年金の導入に関する提言」を提出しました****岡本 和久**

下記の方々と議論を重ねてきましたが「新たな個人型確定拠出年金の導入に関する提言」をみなさまと厚生労働大臣に提出しました。すべての国民が使える「確定拠出年金制度」を求める民間有識者会議メンバー 大江英樹 (株式会社オフィス・リベルタス 代表取締役) 岡本和久 (I-Oウェルス・アドバイザーズ株式会社 代表取締役社長) 渋谷 健 (コモンズ投資株式会社 取締役会長、シブサワ・アンド・カンパニー株式会社 代表取締役) 島田知保 (イボットソン・アソシエイツ・ジャパン株式会社 「投資信託事情」発行人・編集長) 竹川美奈子 (LIFE MAP, LLC 代表 ファイナンシャル・ジャーナリスト) 中野晴啓 (セゾン投信株式会社 代表取締役社長) 野尻哲史 (フィデリティ退職・投資教育研究所所長) 藤野英人 (東証 (JPX) アカデミーフェロー)

[読んでみる](#)**岡本和久のI-OWA日記**

★「新たな個人型確定拠出年金の導入に関する提言」を厚生労働大臣に提出 ★大船渡訪問 ★大船渡 吉浜中学校で授業をさせていただきました ★11月22日、直江津の上越市民プラザでセミナーをさせていただきました ★ピギーちゃんの生みの親、ピーチャム夫妻が「O.M.G. ~ Official Money Guide for Teenagers」という本を出版 ★資産運用「気づきのタネ」(129) パフェットと個人投資家 ★第110回、I-OWAマンスリー・セミナーが開催されました

[詳細はこちらをご覧ください。](#)**セミナー案内**

★12/21@東京都渋谷区、I-OWAマンスリー・セミナー、講師：小松原幸明氏、岡本和久 ★2015/1/18@東京都渋谷区、I-OWAマンスリー・セミナー、講師：野尻哲史氏、岡本和久 ★1/24@大阪市北区、O&O Together in Osaka 「考えよう！ 確定拠出年金の利用法」、講師：大江英樹氏、岡本和久

[詳細はこちらをご覧ください。](#)

Page Top

バックナンバー | お問い合わせ | ご感想 |

Copyright © I-O Wealth Advisors, Inc. All rights reserved.



### I-OWA マンスリー・セミナー

## 年金運用革命に学ぶ 個人投資家のための資産運用

講演：岡本 和久

この記事は 2014 年 10 月 19 日に開催された I-OWA マンスリー・セミナーにおける岡本和久の講演の一部をまとめたものです。

私が年金運用に携わったのは 1990～2005 年ですが、この時期に、米国系の年金運用会社で仕事できたことは私にとって非常に幸運なことだったと思う。それは以下のような理由によるものだ。

- ① 米国における確定給付年金市場で年金運用革命が本格化していた。
- ② 米国で各位拠出年金が始まり、ようやくテイクオフ期から成長期に入りつつあった。
- ③ 日本で年金運用再検討・運用革命が進行しはじめていた。
- ④ 日本で日本版ビッグバン、日本版 401K、投信改革(ETF)などが始まった。



1980 年代から日米の年金市場は大きな変遷を遂げた。それは「合理性への道」だったと思う。そして、いま、その波が個人の資産運用へと広がりつつある。

### 年金運用革命に至る道

1920 年に米国でラジオ放送が開始された。1925 年には実用テレビが発明され、1927 年にはリンドバーグが太平洋横断飛行に成功した。そして、自動車などの産業がテイクオフした。未来に対する明るい期待が大きく膨らんだ「ロアリング・トゥエンティーズ」である。情報の伝達スピードと範囲が大きく改善し、しかも、それは今後、信じがたいような発展を遂げるであろうことをみんなが予感した。株式市場も各種のうわさや情報が乱れ飛び上昇を続けていった。しかし、ユーフォリアはいつかバブルを生み、1929 年の大暴落を招くことになった。



## 長期投資仲間通信「インベストラ이프」

市場の暴落は金融制度と投資手法・投資理論の変革をもたらす。1929年の暴落後、証券法、投資顧問法などの多数の法律が制定され、SECも証券取引所法にもとづいて設立された。また、ベンジャミン・グレアムがファンダメンタル分析の古典的名著、『証券分析』を出版し、ジョン・バー・ウィリアムスが「配当割引モデル」を発表した。そして、今日の証券分析の基礎が固められた。従来の需給関係やうわさ、材料などによって変動していた株価が、証券分析手法による実体価値の判断によって売買されるようになってきたのである。

1941年には米国でテレビ放送が開始された。さらに、第2次世界大戦が終了後、コンピューターやトランジスターの開発が進み、情報の処理スピードは著しく改善した。1950年代のハリー・マーコビッツに代表される「モダン・ポートフォリオ理論(MPT)」の開花は、これら技術的インフラストラクチャーなしにはありえなかったであろう。

1950年代に入り戦勝国としての米国の華々しい経済成長を背景に、ニューヨーク取引所などが中心となり「ピープルズ・キャピタリズム」が提唱された。折から、労働組合の攻勢により米国の企業年金制度は「ペンション・ドライブ」と呼ばれるブーム的發展を見た。特に、1950年に発足したGMの企業年金は株式を中心とした運用を行うことで労働組合と合意をした。

戦後の繁栄のなかで、年金を中心とする資金は徐々に株式への投資を増やし始めた。戦後の大学教育を受けた若者たちが投資業界でも活躍をはじめ、自信に満ちあふれた成長株理論を打ち出した。そして、50年代半ばには株式利回りが債券利回りを下回るという「利回り革命」が起こった。

1964年にウィリアム・シャープの「資本資産評価モデル(CAPM)」が発表された。また、1960年代にはNASAによる宇宙開発が大きな進化を見せた。1969年のアポロ11号の月面着陸に象徴される一連の技術開発は「システム工学の勝利」といわれた。そして、システム工学という技術が投資の分野でも活用されるようになってきた。事実、多数のNASAの技術者が資産運用業界へ参入し、ポートフォリオ・マネジメントをシステム工学的なアプローチでとらえる試みがなされていった。

1960年代前半の株式市場はゴールデン・シクスティーズと呼ばれるにふさわしい華やかなものであった。特に、ミューチュアル・ファンドがブームとなり、多数の成長株が活躍した。若いファンド・マネジャーが活躍し、彼らはガン・スリンガー(早打ち)と呼ばれた。日本のバブル期の「新人類ファンド・マネジャー」と同じようなイメージだったのであろう。

しかし、60年代後半になると、ベトナム戦争の泥沼化、ジョンソン大統領の偉大な社会の創設に象徴される社会福祉への傾斜などから、さすがの米国経済にもほころびが見えはじめた。米国株式市場はその後、ベトナム戦争の後遺症もあり、80年代初頭まで長期にわたるボックス相場入りをする事となった。



## 長期投資仲間通信「インベストラ이프」

1960 年後半から 70 年代のはじめにかけ、規模の拡大が続く年金運用について種々の運用面での見直しがなされた。リスクとリターンの関係の重視、時間加重収益率の使用、運用機関の拡大などの検討が行われると同時に、銀行、保険、投資顧問などによる激しい年金資産の獲得競争が行われた。

株式市場は全体的にはボックス相場が続くなか、ニフティ・フィフティ(すばらしき 50 銘柄)と呼ばれる一部の銘柄のみが、投信や年金などの資産増加を背景として市場の機関化現象が顕著となり、これら機関投資家はニフティ・フィフティへの投資を増やしていった。少数の銘柄が「買うから上がる、上がるから買う」という循環に入っていた。典型的バブルの形成である。同時に、60 年代からの投資理論の進化を受けて伝統的なアクティブ運用に多くの疑問が投げかけられるようになった。それを背景に 1971 年には初のインデックス運用が年金運用で採用されることになる。そして、1973 年、第 1 次オイル・ショックにより株式市場は暴落に見舞われることとなった。

1929 年の暴落時と同様、暴落は再び多くの変革をもたらした。1975 年、株式手数料の自由化が行われ、その後、70 年代を通して、株式市場では売買システムや派生商品取引の導入など市場の効率性を高めるような手段が講じられた。年金運用においては 1974 年に ERISA 法が制定され、また、年金コンサルタントが急増をし、パフォーマンス・メジャーメントが本格化した。投資理論の面でも、エリスの「敗者のゲーム」論が発表され、これがインデックス運用ブームの起爆材としての役割を果たした。

1980 年代にはパソコンがより高性能になり、より廉価になっていった。これにより情報伝達と処理のスピードは飛躍的に向上した。株価モニターの普及に代表されるように、市場情報の波及速度がいままでとは比較にならぬほど高速になり、しかも、それらは世界中どこにいても入手可能となってきた。

一方、80 年代は金融市場の規制緩和、自由化に一段と拍車がかけられた時代でもあった。そして、世界市場のリンケージが急速に進み資産運用のグローバル化が徐々に始まる時期でもあった。年金マネーの規模は一段と拡大し、しかも、種々の調査によりインデックス運用の優越性がはっきりと示されはじめた。1987 年には、ブラック・マンデーが起こるが、その後、発表されたブレイディ報告書などでは、市場を統一することの重要性が改めて指摘された。

### 年金運用革命を推進した四つの要因

米国における年金運用革命に大きな影響を与えた四つの要因を紹介したい。それらは、①GM の企業年金発足、②正確なリターンの測定、③パフォーマンス評価の浸透、④インデックス運用の登



## 長期投資仲間通信「インベストラ이프」

場と拡大である。

GM の企業年金発足に際して、表明された投資方針はこのスライドのようなものである。ここに本来の年金運用の基本理念があると言える。そして、運用責任が年金、企業から個人に移行しつつある今日、個人にとってもこの理念は重要であると思う。むろん、50年代と違いグローバル化が進行した今日、「アメリカという国全体の生産能力」は「世界全体の生産能力」と読み替えられねばならない。

今日、資産運用業界でも、個人投資家にしても、株価など価格だけを追い求める投資が主流になっている感がある。その背景には過剰流動性が市場を牽引してきたということもあるであろう。しかし、いま、この GM の原則を思い起こし本来の投資の原点に立ち返ることは極めて重要であろう。

それがもっとも容易にできるのは競争にさらされていない個人投資家と、バフェットのようにグルとなったごく少数のプロの投資家だけであろう。

### GMの企業年金発足

1952年4月、GMの会長、チャールズ・ウィルソンがUAW(全米自動車労組)に、GMの従業員のための年金制度の創設を提案、同年10月に年金制度が誕生

- ❖ 「大規模な年金はアメリカ経済(資本主義経済体制)そのもの、アメリカの生産と成長に直接投資すべき」
- ❖ 「年金は、生産手段に対する貸し付けではなく、生産手段に対する所有権に基礎を置かねばならない。しかも、その所有権は、特定の企業の所有権ではなく、アメリカという国全体の生産能力でなければならない」

P. F. ドラッカー、「見えざる革命」(ダイヤモンド社)より

© 2010, Kaz Okamoto, I-O Wealth Advisors, Inc.

二番目の要因は正確なリターン測定である。従来は、あいまいであったリターンの測定が精密化し、基金全体としての成果は金額加重収益率、運用機関のパフォーマンスは時間加重収益率によらねばならないことが認識されるようになった。

#### ● 金額加重収益率

金額加重収益率は、期初の資産総額、および、期中の新たな資金の追加、引出しを複利運用したとして算出される。同じ運用を行っていても資金の流出入の時期や量によって収益率に違いが生ずる。資金の流出入の決定権者である年金基金が用いる収益率としてはこの金額加重収益率が正しい概念である。しかし、資金の流出入をコントロールできない運用者側の運用能力評価尺度としては適切ではない。

#### ● 時間加重収益率

運用者がコントロールできない資金の流出入の影響を排除した、より公正で的確な時価ベー



## 長期投資仲間通信「インベストラ이프」

スの測定方法である。この収益率は、欧米では広く定着しており、運用機関側の純粋なファンド運用の巧拙を評価する計算方法として正しい概念である。

リターンの計測法が精緻になれば、当然の帰結としてパフォーマンスの評価が浸透してくる。それを反映して多数の年金コンサルタントも登場した。パフォーマンス評価は、ユニバース内比較法、ベンチマーク比較法のみでなく、リスクを調整した評価が行われるようになった。これが第三の要因である。

例えば、短期金融資産と株式ではリスクが大きく異なり、仮に両者が同じ収益率をもたらしたとしても、これらを同一基準で比較評価することは適当ではない。そこで、単に絶対的なリターンの高低だけでなく、投資に伴うリスクについてもパフォーマンス評価の観点で考慮する必要がある。これがリスク調整後リターンの概念である。

この考えに沿って考案された評価尺度としてシャープ測度、トレーナー測度、ジェンセン測度などがある。ここではもっとも代表的なものとしてシャープ測度の概要のみを記載しておく。

- シャープ測度: ポートフォリオのリターンのリスク・フリー・レートを上回る部分を超過リターンと呼ぶ。この超過リターンを収益率の標準偏差で除したものがシャープ測度である。つまり 1 標準偏差(1 リスク)当たりの超過リターンである。

四つの要因の最後はインデックス運用の登場と拡大である。50 年代から進化を続けた投資理論であるが 1965 年にユージン・ファーマが「効率的市場仮説」を発表する。市場がボックス圏入りする一方、リターンの測定が精緻になり、年金コンサルタントも増加してきた。そのような潮流のなかで 1971 年にウェルズ・ファーゴ銀行の運用部門がサムソナイト社年金基金のために初のインデックス運用を行った。さらに 1973 年には同社が S&P500 指数に連動するインデックス合同口が設定し、1976 年にはバンガードが個人向けのインデックス投資信託を始めている。

1973 年のオイル・ショック暴落を受けてニフティ・フィフティ銘柄に集中投資をしていたアクティブ運用者が大きなダメージをこうむった。1975 年にはチャールズ・エリスが「敗者のゲーム」論を発表する。これは「年金資産が巨大化し、それ自体が市場になってしまっている今日、市場を打ち負かそうという努力はむなししいものであり、市場のリターンを安いコストで運用することこそ勝者となる道である」と主張したものであった。

さらに 1991 年にウィリアム・シャープが「アクティブ運用の算術論」を発表している。彼は以下のように主張をした。アクティブ運用者のポートフォリオすべてを統合すれば市場がとなる。したがって、「アクティブ運用を総体としてみればゼロサム・ゲームである。さらにコストを考慮すればマイナスサム・ゲームである」というものであった。80 年代に入ると米国各州の州法改正が行われ年金運



## 長期投資仲間通信「インベストラ이프」

用にインデックス運用を使いやすい環境が整ってきた。これらを背景に米国の年金運用革命が本格化したのである。

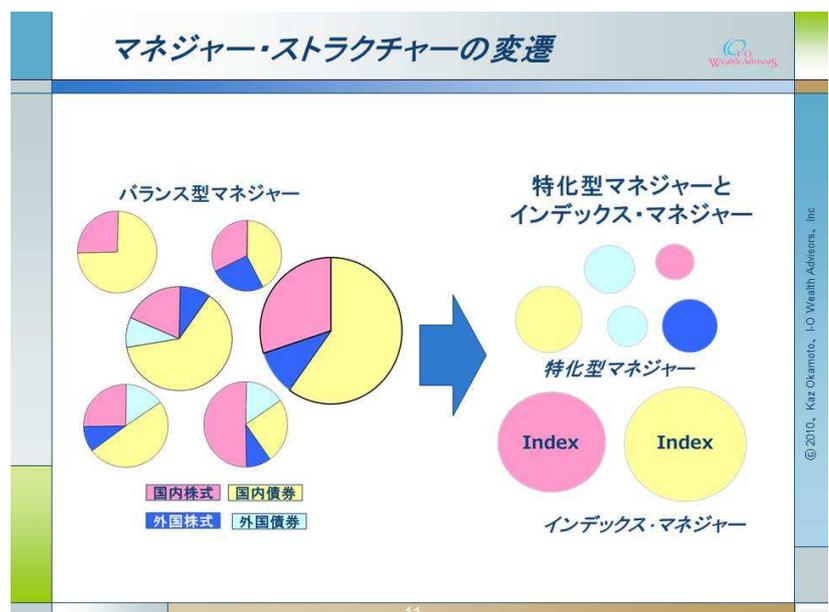
### 年金運用革命の進展

アメリカでは 60 年代から 1970 年代まで、日本では 1990 年代の初頭までは、ほぼすべてのマネジャーがバランス型だった。重複売買、相殺売買などの無駄があったがマーケットの上昇からそれらは大きな要因とは考えられていなかった。しかし、バランス型運用では、基金全体としてのアセット・アロケーション管理が困難であり、しかも、米国でも運用機関の選定は OB リーグと呼ばれる大学の先輩がやっている運用機関に委託するなどということが日常的に行われていた。

これは日本でも 90 年代初頭までは同様であった。基金には厚生省の OB が天下り、スタッフは人事、厚生畑の人で証券や金融の知識は乏しかった。それでもマーケットが上昇している間はさしたる問題もなかった。年金の成熟度も低く、資金が増大を続けていた。無駄の多い運用であっても持続的上昇相場のなかで 5.5%の予定利率は軽くクリア、余った資金で会館や保養所が建設された。

バランス型運用では、各社とも横並びのポートフォリオがいくつも存在することとなり、クローゼット・インデックスになってしまっていた。米ではオイル・ショック後、日本ではバブル崩壊後に問題が顕在化してそれが深刻度を増す程に改革が進まざるを得なくなった。

クローゼット・インデックスの無駄を排除するために行われたのが特化型運用であった。これは、「何でもできます」というデパート型の運用から、「当社はこれが得意です」という専門店型運用への変化であった。これは基金自身が自らの資産配分を決定し、資産クラスごとに最適なマネジャーを選別しようという動きであった。その背景には長期的な運用のパフォーマンスはほとんど資産配分で決まってしまうという現実が明らかになったこともある。





## 長期投資仲間通信「インベストラ이프」

最初はインデックス運用も特化型のひとつと考えられていたが、徐々にコアとして位置づけられるようになってきた。その背景には厳しい相場環境のなかで年金基金のコスト意識の高まりがあった。

クローゼット・インデックスの資産を整理して、きちんとしたインデックス運用と特化型アクティブ運用に分割することで運用報酬と取引コストを削減する。年金担当スタッフを減らすことで人件費

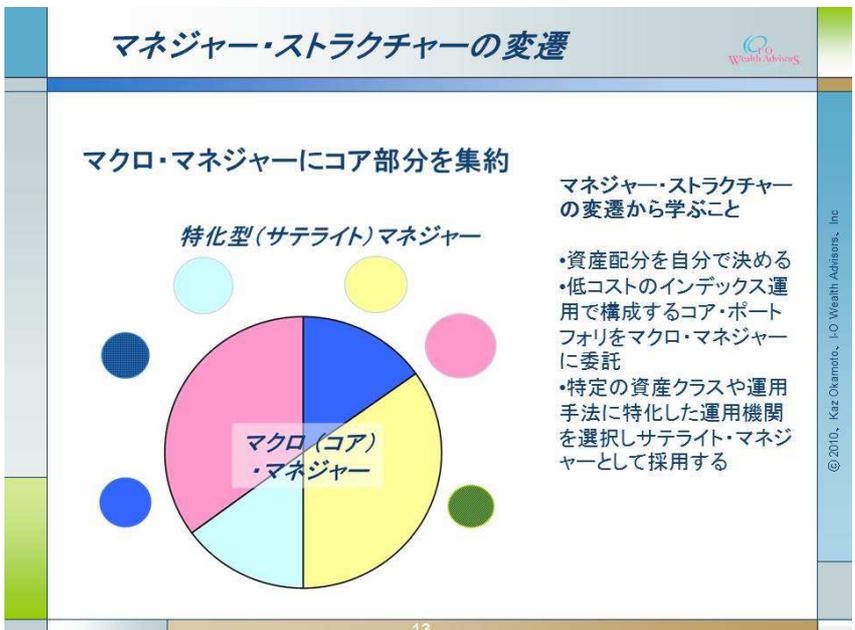
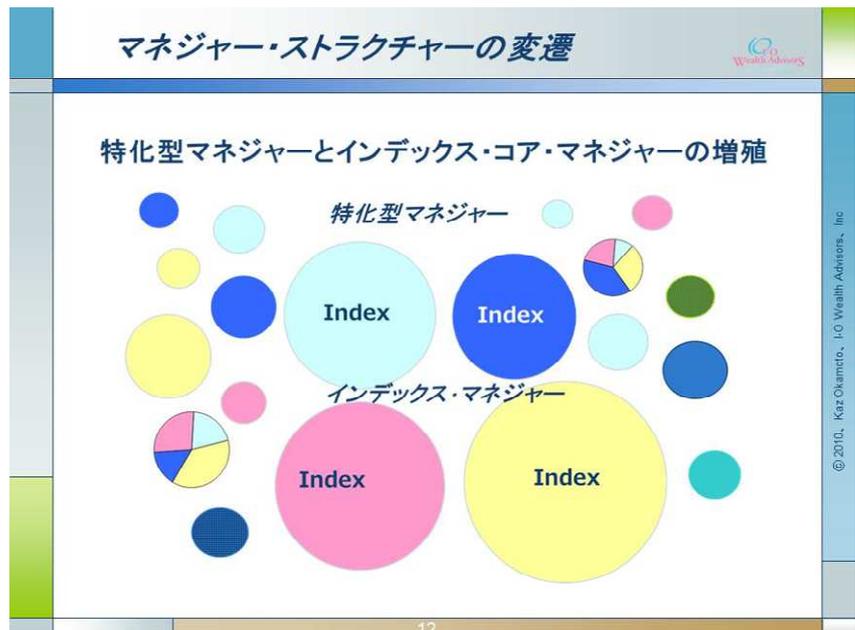
も削減する。一方で運用報酬の引き下げがその動きを加速化した。基金が自分で基金の債務構造、成熟度にあわせて資産配分を決め、それぞれの資産クラスに最適な、最強のマネジャーを選ぶようになってきた。系列によるマネジャー選択からの離脱である。現実的には、そんなことを言っていられないぐらい年金の状況は悪化していた。

しかし、徐々に資産クラスが増えるほどに特化型マネジャーが増えてしまうこととなった。また、この段階ではそれぞれのインデックス・マネジャーは典型的には資産クラスごとに異なっていた。

年金運用の分散投資化が進むにつれ資産クラスが増え、その結果、特化型マネジャーが増えることとなった。

その結果、資産配分の変更に際して以下のような問題が大きくなっていった。

- たくさんのマネジャーの配分変更をしなければならない
- 成績のよいマネジャーほど配分を減らさねばならない

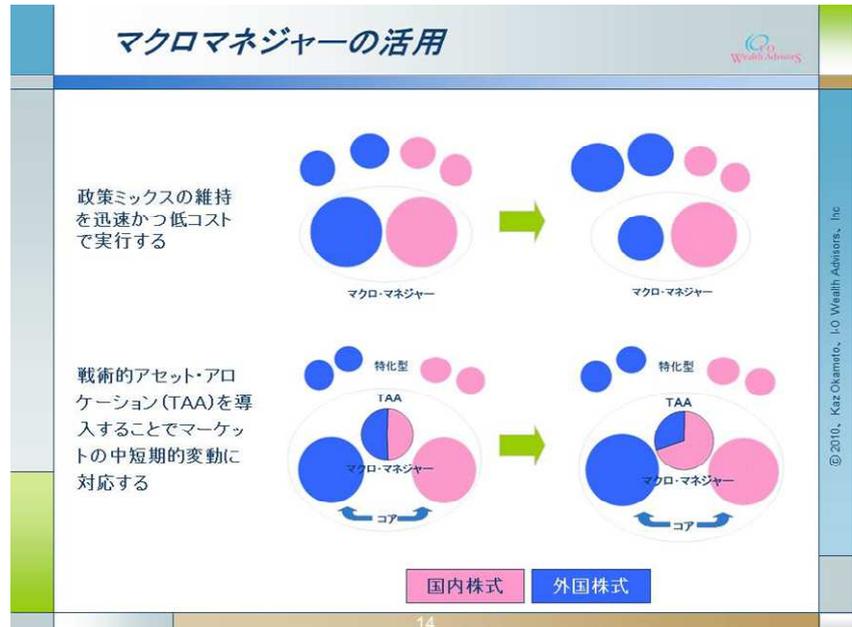




## 長期投資仲間通信「インベストラ이프」

そこで年金基金と戦略的なパートナーシップを結び、すべてコアの資産を一括して運用できるマネジャーが求められるようになった。それがマクロマネジャーとか、ストラテジック・パートナーと呼ばれる運用機関である。マクロマネジャー、あるいはストラテジック・パートナーの導入で年金資産をコアとサテライトに分ける傾向が強まった。マクロマネジャーは全資産のかなりの部分をコアとして運用する。その運用手法はインデックスが中心であった。

マクロマネジャーは基金の成熟度や債務構造に合わせて、基金が決めたアセット・アロケーションを忠実に実現してゆく責任を負った。また、インデックス運用によりコストの低下を徹底的に求められた。一方、サテライト部分では種々の運用手法につきその分野のトップのマネジャーが選ばれ運用を担当した。彼らはあくまで市場平均以上を狙うことを求められた。その分、報酬も高かった。



マクロマネジャーの活用でまず、可能となったのはサテライト・マネジャーが良いパフォーマンスをした時に、減額しなければならないというジレンマを避けることができるようになったことである。つまり、アクティブマネジャーの運用はそのままにしておき、コア部分の配分をマクロマネジャーに電話一本で変更を指示すれば全体のリバランスが可能となったのである。

さらに、マクロマネジャーに戦術的アセット・アロケーション(TAA)を委託するケースが増えた。つまり、戦術的アセット・アロケーション戦略では株式が割高な時には債券を増やし、逆の時は株式を増やすという操作をするが、その際、投資する対象はインデックス・ポートフォリオである。これもマクロマネジャーに任せてしまえば、インデックスの運用を用いて中期的な市場の環境に対応することもできる。通常、インデックス運用を得意とする運用機関は計量モデルによる分析にも長けており、相対的魅力度を計測する手法を使うことができた。このような戦術的AAはさらにグローバルなGTAAへと発展していった。

日米の年金運用合理化のトレンドを示したのがこのチャートである。日本はほぼ、アメリカから15~20年ぐらいの遅れを伴って変化してきていることがわかるであろう。



## 日米の年金運用合理化トレンド



© 2010, Kaz Okamoto, I-O Wealth Advisors, Inc

15

そして、運用革命の波が個人投資家の世界に浸透しはじめた。これも米国に遅れることほぼ15年程度であろう。

年金運用の変遷はまさに「合理性への道」であった。それは基金自らが運用基本方針を設定し、最適なアセット・アロケーションを決める、それをコアとサテライトに分けることから始まる。そして、資産クラスごとに最適なマネジャーを選択する。自らその成果をモニタリングする。つまり、運用の全過程に関与して自分の必要とする成果を得ようとするものであった。この基本は個人投資家の資産運用でも異なるものではない。

個人投資家の場合のコア・ポートフォリオは、海外ETFなどの取り扱いの多いネット証券にコアとなる口座を開き、その証券会社が取扱う高質・低コストのインデックス運用商品を組み合わせることで構築できる。サテライト・ポートフォリオについては、特色のないアクティブ型投信を複数持つのは個人版のクローゼット・インデックスとなってしまう。アクティブ型投信は各分野で、もっとも自分が気に入った投信を少数、持つべきである。そして、トータルでのコスト管理を怠らないことが重要である。これらが年金運用革命から個人が学べるもっとも重要な項目であろう。



## 長期投資仲間通信「インベストラ이프」

重要なのは以下の四つ意識と三つの常識に対する確信と実行力である。

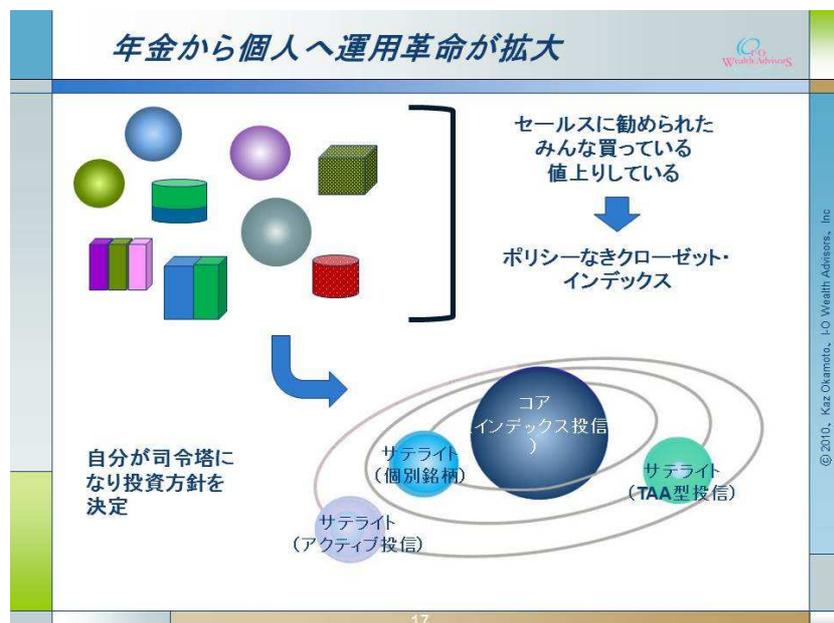
### 四つの意識

- 将来の自分はいまの自分が支える意識
- インフレ防衛意識(購買力の維持)
- 「税金はコスト」という意識
- ホーム・カンントリー・バイアス脱却意識

### 三つの常識

- グローバルに分散された株式ポートフォリの価値は長期的にはインフレ以上の増加をするという常識
- 積立投資の威力(時間の価値)という常識
- ゆっくり、そこそこのパフォーマンスを狙うなら資産運用は難しくないという常識

「合理性のあることは必ず実現する!」、これが日米の年金運用革命の最大の教訓である。





### I-OWA マンスリー・セミナー講演より 歴史的視点から見た世界の課題

講演: 出口 治明氏  
レポーター: 川元 由喜子

世の中を正しく見るというのは、実はとても難しいことです。ありえないような嘘が、世の中にまかり通っているのを見ると、その難しさが分かります。正しくものを見るためには、数字、ファクト、ロジックで捉えることが必要です。歴史学もそうなのです。

今の歴史学の基本は、19世紀頃のイングランドやプロイセンで出来ました。大英帝国を作ったイングランドは、「こんな偉業を成し遂げた自分たちの先祖は誰だろう」と考えました。「のし上がった成金は家系図を作る」という冗談がありますが、大英帝国も然り。そこで彼らはローマを発見し、「ローマこそ自分たちの祖先だ」という意識で歴史を書いたのです。



一方イングランドを追いかけていたプロイセンは、ローマ帝国をやっつけたゲルマン民族という概念をでっち上げましたが、喧嘩が強いただけというのでは納得できず、ローマに対してギリシャを発見するのです。我々が西洋史というとギリシャ・ローマから始まると思うのは、これをそのまま輸入しているからですが、20世紀になって、歴史学は大きな転換点を迎えます。フランスの歴史学者ブローデルが、歴史を「大・中・小」に分けたのです。

「大」は地理的条件や気候です。フランスのブルボン王家がハプスブルクを忌み嫌ったのは、ハプスブルクがドイツとスペインを持っているからです。挟まれていて楽しいはずはない。こうした人間力ではどうしようもないことが、歴史のベースにあるのです。その次の「中」は、「存続したい、繁栄したい」といった家や一族の意思、あるいは戦争。最後の「小」として、有名な事件とか大將軍の存在といったイベントがあるのです。昔、学校で習ったのは、ここでいう「小」が多いんですね。

このあとをウォーラステインという人が継いで、「世界システム」という概念を作り上げました。世界は全部結びついていて、全体をシステムとして捉えなければ、歴史はわからない。大・中・小が、



## 長期投資仲間通信「インベストライフ」

一つの地域を重層的に見るのに対し、今度は横のつながりです。荒っぽく言えば、イングランドとプロイセンで始まった歴史学が、ブローデルとウォーラステインによって、重層的かつ横の広がりを持って、今の歴史学が出来ているのです。

運用においても、これから発展する国に投資しておけば大体儲かるのですから、大・中・小で歴史を見るというのはすごく大事なことです。そういう意味で一番安心できるのは、アメリカでしょう。広い。資源がいっぱいある。先進国でありながら人口が増える。これは強い。「大」の見方では、こういうことが言えます。

もう一つ大切なのは、「世界中の優秀な人が喜んで来る場所があるか」ということ。今の日本のように、排他的で外国人が怖いなどという国は、なんだか心配ですね。アメリカのベンチャー企業のほぼ半分は、外国人が経営者です。優秀な人は昔から、チャンスを求めて世界中を回っているのだから、日本が「栄えよう」、「いい国になろう」と思ったら、人材を世界中から集めなきゃいけないということも、歴史を見れば大体分かります。

講演は、世の中にまかり通る多くの「常識のウソ」で始まり、初めて知る歴史エピソード満載でした。源平合戦で、平家はお腹が空いて負けたのだという話。1 万年以上前に青森と富山で交易があったという話。奈良時代の女帝たちは、当時、世界帝国を仕切った武則天の影響を受けた実質的な権力者であったという話。ゲルマン民族と五胡十六国は同じ遊牧民が東西に分かれたものだという話。指導者の存在が歴史に与える影響は大きいということ。歴史的事実は全て、科学的分析によって突き止められるということ。だから歴史は語り手によっていくつもあるのではなく、ただ一つであるということ。最後に、昨今の日中関係について、またライフネット生命の現況についてもお話がありました。



### I-OWA マンスリー・セミナー講演より 歴史的視点から世界を語る

出口 治明 氏、ご参加のみなさま  
レポーター: 赤堀 薫里

**参加者** 歴史というものの考え方ですが、過去から時間に沿って次の時代へというのが、大抵の方の習った歴史だったと思います。今の日本は、歴史に対する考え方として、過去に向かって掘り下げていくということがすごく苦手な気がします。日本の国家とか、日本人とは何かという議論を聞いていると、すごく辟易してしまいます。掘り下げていく作業が日本の中では弱いと思います。

**出口** 「日本人とは何か？日本とは何か？」と言っている人は、ほとんど勉強していませんよね。例えば、生物学的に言ったら、Y染色体ですと男性を遡れることができますし、ミトコンドリアの染色体を調べれば、今度は女性を遡れることができます。日本人の持っている遺伝子を分析すると、中国人や韓国人に比べて、日本人が一番、ばらけていることがわかります。つまり、いろんな遺伝子があるということです。ロシアから来た人、沖縄から来た人、朝鮮半島から来た人や、上海辺りから黒潮に乗って来た人、大体4種類ぐらいいるのです。中国、日本、韓国と比べたら、日本が一番、多民族国家なのですよね。これは分布を見れば、生物学では明らかになっています。でも、こんなことも知らされていませんよね。



あるいは、日本の文化は、独自の文化があったと言っていますよね。僕は京都に10年住み、ほとんどのお寺に行きました。京都のお寺の襖の障壁画を見た時、琵琶湖や浜



## 長期投資仲間通信「インベストライフ」

名湖、広島宮島とか、美しい所は山ほどあるのに、それらの障壁画は見たことなはないですよ？お寺の障壁画に描かれているのは、何かというと、見たこともない中国の風景です。いかに中国の文化に侵されてきたのか明らかですね。過去どういことをやってきたかということ、きちっと数字、ファクト、ロジックで議論する習慣は、日本には、全くないです。

そして、日本のリーダーは、とても不勉強ですね。日本における一般論でいえば、日本人は全員大学を出て、レベルが高いと思っていますけれど、海外の指導層は、金融機関でも博士号や修士号を持っていますよね。しかも、向こうは、博士号や修士号を持っているのに、さらに必死で勉強している。そんな指導層と、日本では、大学を出ていても、「東大運動部卒業です」というのでは、全く比較にならないと思います。経営者の知識レベルがすごく低い国だと思います。常識もないし、金融のリテラシーもすごく低いですよ。

岡本 日本人が持っている国家観というものと、世界の中でのいわゆる国として現実に存在している組織とでは、かなり概念が違う気がしますよね。

出口 これも有名な話でして、「お隣の国で100人死んでもトップニュースにならないのに、日本で10人死んだ場合、どうしてトップニュースになるのか？」という話ですよ。僕らは10人であっても10人であっても、もちろんその人のことは知らないですよ。それでは、どうして10人の場合はトップニュースになるのかというと、同じ日本人が死んだという幻想の共同体があるからです。これは、ナポレオンが作った国民国家の基本的なことで「同じ国民ですよ」という幻想を作り出して、そこで結びつきを強化する。ベネディクト・アンダーソンの「想像の共同体」という本に書いてあり、これは、世界共通です。例えば、日本では新聞や雑誌が書いてあることを正しいだろうと信頼する人は、大体どの調査を見ても、6割、7割になります。その記事を書いている人が、東大教授、慶応大学教授だったら、みんな正しいと信じますよ。これがイングランドでは、オックスフォード大学の教授が書いたものであっても、信じる人は1割位です。それは、自分で考えて腑に落ちるものでなければ、誰が書いてあってもそのまま信じないのです。これは教育の違いかもしれません。

「日本人は、どうしてこんなにダイナミックなんだ」とよく外国人に言われます。「安倍さんと鳩山さんは水と油ではないか。それなのに、どうして、わずか4年間の間にそれぞれが7割くらいの支持を集めることができるのか、こんな変な国民は見たことはない」と言われます。確かに変ですよ。やはり、戦後の社会に影響があって、自分の頭できちっと考えないわけです。僕はロンドンの経験しかないのに、自信がありませんが、例えば、北欧などでは国家観はすごくクールです。単純に言えば、ちゃんにご飯が食べられて、



## 長期投資仲間通信「インベストライフ」

赤ちゃんが産めるような、安定した社会を作ってくれれば、どんな政府でもいいというのが基本的な国家観ですよ。コミュニティーというか、市町村がベースとなった国家観です。国は、外交や防衛をするので、いわば国民は徴税権や権力を政府に委託しているんだと。ベースは、コミュニティーで考えられている。僕自身の国家観も近いですね。

僕は、政治というものは、ちゃんにご飯が食べられて、戦争がなくて、平和で、安心して赤ちゃんが産めればそれで十分じゃないかと思います。それを、この国に蔓延している変な人は、「アメリカと中国の狭間で、この国のアイデンティティーをどうするのか。日本らしさはどこにあるのか」と、あほなことを言いますが、「それでは、日本らしさとは何ですか？」と聞くと、「日本の伝統ですよ。あなたは、この美しい国の伝統を知らないのですか？」と、あほな議論になります。しかし、日本らしさを定義できないところで、大体みんな終わっていると思いますよね。僕は、どんな政府でもいいのです。平和で、安全で、安心して暮らせて、赤ちゃんを産みたい時に産めて、投資が自由にできればいいのです。

岡本 基本的にはそうですよね。行政というのは、サービスのプロバイダーであって、税金はそのサービスに対する費用ですからね。要するに、きちんとしたサービスをしてくれればね。押し売りをするのではなくて、必要なものだけを提供してくれればいいわけです。

相当長期の 100 年位の単位で考えて、この今の国家というものは、どういう風が変わっていくのでしょうか。私は最近のイスラム国とか、ビットコインとか、色々な意味で国というものの枠組みが、すごく弱くなってきていると感じます。その背景には、グローバル化とか、アメリカによる一国支配体制が終わってきたとか、多くの主要国が財政的に弱ってきていることがあると思います。

出口 ものすごく単純に言ったら、ネーション・ステートというのは、せいぜいメディアの発達と共に 200 年位の歴史しかない。でも、人間が作ってきた国というのは、もっとふわっとして、人・モノ・カネの移動が自由な組織ですよ。だから、この 200 年がちょっと特殊であるともいえるのです。振り子のように振れていると考えたら、ちょっとネーション・ステートに振れたのが、また元に戻って、もっとゆるやかに、人・モノ・カネの移動が自由な国家という存在になると考えれば、そんなに心配はないと思います。ただ、国の意味が、どこにあるのかといえば、先ほどヨーロッパの例でお話をしたように、結局、税金をとって、上手く配分することにあると思います。そういう面では、国というのは、もともとネーション・ステートで、戦争があるかないかということを前提に作られた形なのです。ある意味では、地方公共団体がしっかりしていて、ちゃんと税金を集めて、上手く配分することができれば、その上に立つ国というのは、ゆるやかに変わっても、全然、問題はないと思います。

岡本 問題は、世界全体の国々に対するガバナンスとして、一応、国連みたいなものがありま



## 長期投資仲間通信「インベストライフ」

すが、それはあくまで国が単位になっていて、国以外のカテゴリー、例えば民族、宗教とかそういったものの結束力がどんどん強まってくることによって、国そのものを超えたガバナンスが必要な時代になりつつあるのかな、という気がします。

出口 例えば、金融機関について言えば、BIS というものがありますよね。あれも考えてみるとそのような体制の例なのかも知れません。銀行は国にとってすごく大事なものですよね。その銀行の資本比率を BIS が決めるということは、主権侵害ですよ。でもそれをみんな認めていますよね。そう考えたら、国だけではなく、いろいろな国際機関や連合体が、ワークするようになるということは今でもあります。

ただ実は、一番、解けない問題は、警察の役割を誰がするのかということです。世の中には必ず犯罪が一定の確率で起こります。悪い奴を治めようとしたら、今の警察と一緒にそいつの所に行って、ぽかっと殴って手錠をかけて、ひっぱってくる力が、社会の安定の為には必要なんですよ。今の国連軍にはその力がないですよ。今の世界で警察権力を考えれば、空母と海兵隊の組合せしかないんですよ。航空母艦に飛行機を積んで、近くに行けばばんばん爆弾を落として、人間が上陸してぽかぽかっと殴る能力は、今の世界で、いいか悪いかは別として、アメリカ以外に世界の治安を守る警察権力を持っている国はないんです。

そういうふうに考えれば、今の世界にとっては、アメリカを上手におだてて、あほなことはせんように、必要最小限の警察権力を使うようにするということを考えるしかしかたがない。それが、いいかどうかということとは別に、他にアメリカほどの空母も海兵隊を持ってないわけですからね。しょうがないわけです。国際社会がどう知恵を使って、アメリカを上手にコントロールするかということが、世界の安定につながりますからね。癪で悔しいことですが、これはしょうがないことですよね。他に変わるところがないですからね。中国がこれだけの経済成長を続けても、アメリカと同じように空母を 10 隻持ち、海兵隊を持つようになるには、50 年ぐらいはかかるでしょうね。

岡本 本当の問題は 50 年後ですよ。

出口 でも、50 年後に中国がこういうふうになるのか。そこまで経済成長が続くかどうか。中国学者の中には、「今が中国のピークだということがわかっているから、今、力が在るうちに出来ることを押さえておこうとしている」と言っている学者もいるのです。僕もよくわからないですね。ただ間違いなく、僕が生きているぐらいの時代は、アメリカにかわる国は生まれません。

岡本 いろいろ話はずきないですが、今日はどうもありがとうございました。



### 中国がわかるシリーズ 24 武韋の禍の実態（上）

ライフネット生命株式会社

代表取締役会長兼 CEO、出口 治明氏

名君であった唐の太宗(李世民)が死去した後、太宗の後宮にいた官女達は尼寺に入りました。その中に武照という女性がいました。太宗の子どもの第3代皇帝、高宗(649~683)は、652年頃、武照を還俗させ、自らの後宮に加えたのです(父の妻妾を子が受け継ぐのは、北方民族ではよくあるレヴィレートと呼ばれる風習です)。頭脳明晰で政治的センスに優れた武照は、たちまち、高宗の寵を得て655年に皇后となりました。660年には、2聖(高宗、武后)政治が開始されましたが、気の弱い高宗に代わって武后が実権を掌握したことは傍目にも明らかでした。

同じ660年、新羅は唐と結んで、百済を滅ぼしました。倭は、同盟国として百済の再興を図るべく、朝鮮半島に出兵しましたが、663年、白村江で、唐と新羅の連合軍に敗れました。軍事力では、唐の派遣軍に勝っていたようですが、倭には、新羅の名君、武列王のような国際情勢に明るい人材がいなかったのでしょうか。

668年、唐は、遂に難敵高句麗を滅ぼし、その首都平壤に、安東都護府を置きました(高句麗の遺民は、698年、東北・吉林省に渤海を建国。渤海は新羅と緊張関係にあり、倭とは誼を通じました。渤海は、727年から919年まで33回の遣倭使を送っています。日本からは13回ですが、8世紀以降、回数減じた遣唐使に代わって、渤海バイパスは、大陸の文物を吸収する貴重なルートとなりました)。

674年、今度は、唐と新羅が抗争を始めました。新羅は、倭との外交を重視し、低姿勢に出ました。7世紀後半の30年間には、双方で30回以上に及ぶ遣使の往来が記録されています。裏を返せば、唐の脅威は、それほど大きかったのでしょうか。676年、唐は、新羅と争う愚を悟って、安東都護府を遼東に引き揚げ、朝鮮半島は新羅によって、統一されました。

唐と安定関係を結んだ新羅は、8世紀に入ると、倭とは疎遠になりました(この結果、遣唐使の渡海ルートは、新羅沿いの北路ではなく、五島列島から長江河口を目指す南路に変更されました)。もともと、3国時代に比べれば、高句麗の旧領は、大半が放棄されたので、統一新羅の領土は、ほぼ半島部に限られました。新羅も渤海も倭も唐に朝貢し、東北アジアは、唐の時代は相対的に安定関係を持続したと言えます。新羅商人は、山東にも拠点を有して東アジアで活躍しました。



## 長期投資仲間通信「インベストラ이프」

679年、唐はハノイに安南都護府を置きました。681年、浄土宗を大成した善導が死去、善導の教えは、やがて、日本の法然や親鸞に受け継がれることとなります。682年、イルテリシュ可汗に率いられて、東突厥が復活しました(第2帝国)。東突厥の復活や渤海の建国などにより、唐の領域は縮小して、漢と似たサイズになりました。東突厥第2帝国は、遊牧民最初の纏まった史料である幾つかの碑文を残したことで知られていますが、その盛期は約半世紀しか続きませんでした。



### 連載 資産運用「茶飲み話」(9)

岡本 和久

#### 世界中の企業を保有する持ち株会社の株式を持つ

世界中の国と地域の主要な産業の主要企業を全部持っている持ち株会社があったら投資したいと思いませんか？もちろん、その中には高度成長の国、産業、企業、そして、反対に衰退していく国、産業、企業すべてが含まれています。しかし、明るい面、暗い面、全部合わせて、ほぼ世界全体の経済の成長を享受するわけです。

世界全体の経済はこれからも成長を続けるでしょう。人口も増加し続けていますし、新興国を中心に需要も拡大しています。中期的には景気の波は避けられませんが、潮流としては成長が続くと思います。その成長をざっくりと取り込めるのが、そのような持ち株会社への投資です。



では、そのような持ち株会社がこの世の中に存在するかと言えば残念ながら存在しません。でも、投資手段としてそれに代わるものはあります。グローバルな株式インデックス投信です。もちろん、厳密に言えば持ち株会社と投資信託は違います。一番大きな違いは、持ち株会社は企業を支配することを目的としているのに対して、投信は投資目的で保有しているのです。

投資信託の場合は、受益者が直接、投資先企業に株主権を行使することはできません。しかし、考えてみれば個人の財力で、持ち株会社を支配できるほど株式を所有するのはいずれにしても困難です。ですから、その面の違いは投資家からみれば実質的にはそれほど大きな差異があるものではありません。

経済的な面而言えば持ち株会社の場合、保有先企業の収益が持ち株会社のもとに集まってきます。持ち株会社の株主はその利益を受け取ります。投資信託への投資家は、投資先企業の収益を投信の分配金、あるいは基準価格の値上がりの形で享受します。投資信託を保有するのに信託報酬などのコストが掛かりますが、持ち株会社も同じように管理コストなどが掛かります。

法制面の細かいことを別にして、実質的に長期投資家の視点からみれば、グローバルな株式インデックス投信を保有するということは、世界中の企業を保有している持ち株会社を持っているのと同じくらい大きな違いはないのです。長期投資家は株価を見ながら売ったり買ったりして値幅取りを



## 長期投資仲間通信「インベストラ이프」

するわけではありません。むしろ、投資先企業のオーナーとなって、その企業の成長とともに自分の資産を増やしていくことを目指しています。その意味ではグローバルな株式インデックス投信を長期で保有することは、世界中の企業を持っている持ち株会社の株式を持っているのととても似た面があるのではないかと思います。

### 値上りを狙わず、バランスを重視せよ

長期的な投資のパフォーマンスの大部分は資産配分で決まるということが言われます。資産配分は「アセット・アロケーション」とも呼ばれますが、金融資産全体が、株式や債券、国や地域でどのように分布しているかを示すものです。例えば、日本株、外国株、日本債券、外国債券にそれぞれ25%ずつというようなものです。いわば、資産運用の設計図。これが長期パフォーマンスのほとんどを決めるというわけです。80年代の中ごろから実証研究が発表され、これが注目され始めました。

このような指摘は、それまでの投資のプロにとって大変なショックでした。つまり、値上りしそうな良い銘柄を選ぶという証券選択や、下がったところで買って、上がったなら売るという投資タイミングこそプロの腕の見せ所だとみんな考えていたからです。それが、証券選択やタイミングの長期的な説明力は数パーセントに過ぎないとされたのです。要するに銘柄選択やタイミングは、まあ、8勝7敗や、7勝8敗ぐらいのもので、これを長期に続けていると、全体に占める貢献度は非常に小さくなってしまいます。しかも、売買に伴いコストがかかるので、その分は資金の流出になってしまいます。それよりは、自分の運用目的に合った資産の配分を決め、それをしっかりとキープする。それが長期的な資産運用する上での鍵です。

多くの人が「何が値上りするか」と言うことばかりを考えます。しかし、本当に大切なのは、まず、自分の資産配分を決め、あとはそのバランスをキープすることです。何パーセント単位での細かい操作は不要です。何割ぐらいの単位で結構です。ですから、別に毎日、値動きなどチェックする必要はありません。まあ、年に3~4回、状況をチェックして、大きくバランスが崩れていたら、飛び出しているところの買いを控えたり、売却したりして、反対に比率が引っ込んでいるところを余分に増やす。そして、長期的な設計図に近づくように操作をしていく。ただ、それを何十年も続けていけばいいのです。

### 買い物の三原則

私は次のような買い物の三原則を決めています。



## 長期投資仲間通信「インベストライフ」

### ① 値段につられて買わない

つい、「セール」という札がついていると買わずにいられなくなる人も多いことだと思います。安いからと言って unnecessary なものを買う必要はありません。自分にとって本当に意味のあるものだけを買うことに徹すべきです。

### ② 自分の価値観で買う

買い物をするとき、きちんと自分の価値観を持って買うことが大切です。単に、その時に流行っているとか、みんなが買っているからといった理由で自分も買ってしまおうことがないように。

### ③ 借金はできるだけしない

お金を借りるということは、借りた瞬間から元利金を支払わねばなりません。つまり、自分という資産が生み出す収入に対して、自分より先にそれを取る人がいるということです。余程、意味のある借金でない限りお金を借りるのは避けるべきです。

これらは一般的な買い物のルールなのですが、よく考えてみると株式投資にもそのまま当てはまります。つまり、株価が下がったから買うとか、上がっているから買うということはない。人気につられて買うのではなく、自分の判断で買う。みんなが買っているけど、自分にとって意味がなければ絶対に買わない。そして、信用取引はしない。レバレッジは使わない。当り前のことですが、欲に目がくらむと陥りがちなワナなので注意をしたいものです。

## 資産運用の勉強は難しいか？

資産運用というと、「難しい」という印象が強いようです。でも、年金だけでは退職後の生活がなかなか成り立たない可能性が高い、いま、誰にとっても資産運用は「しなければならない」ものです。まさに、資産運用は生活の中に組み込まれるべきものなのです。

その一つの理由が銀行や証券など販売を担当する企業が、少しでも多くの投資商品を売ろうとして、どんどん商品を複雑化しているという点があると思います。株式や債券などのように価値の裏付けがある金融商品は非常に単純です。販売サイドの宿命として、買ってもらった商品はできるだけ早く、できるだけたくさん儲かるものであって欲しい。そこで、みんな、価値の長期的な増加ではなく、目先の価格の変動を追い求め、袋小路に入ってしまうのです。そのような短期的なニーズに合わせて作られた難しい投資商品の話を金融機関の営業マンから聞かされ、「難しい」という印象を持ってしまうのです。投資は時間をかけて少しずつ儲けて行けば決して難しくもないし、怖くありません。

私は、時間をかけて少しずつ増やす資産運用をするための知識は、我々がコンビニで買い物をす



## 長期投資仲間通信「インベストライフ」

るとき必要な知識ぐらいで十分だと思っています。我々がコンビニにお昼を買いに行く時を考えてください。昨日の夕食、結構、食べ過ぎてしまったので、今日は焼肉弁当ではなく、サンドイッチにしておこう。飲み物はお茶のボトル。ちょっと甘いものも欲しい。でも、アイスクリームはやめて、小ぶりの羊羹にしておこう。それぞれ、メーカーや値段、賞味期限、カロリー、素材の原産地などをチェックして全体の予算内で何をかうかを決めます。また、極端に安い商品などあれば、ちょっと「？」と思うでしょう？

別に専門技術はありません。学校でも「コンビニでの買い物の仕方」などという授業はありません。ただ、「自分は何を求めているのか」が明確で、賞味期限やカロリーなどの基本的な意味がわかっていて、そして、自分の予算を知っている。それだけです。ところが、金融商品となるとなぜかこの常識的なことができないのです。お店でセールになっているものをみんな買ってしまふ。みんなが買っていると一緒に買ってしまふ。キャンペーンに飛びついてしまふ。営業マンに勧められるとなんとなく「お任せ」したくなってしまふ。

スーパーでは常識が働くけれど、証券会社や銀行などの販売会社ではそれが失われる。投資に難しい勉強は不要です。コンビニで買い物をするときに必要な知識程度で十分です。複雑な理論よりも、何よりも、大切なのは、「明確な目的」と普通の常識、特に「おいしい話は危ない」という注意深さだけです。

### 生活者は CEO

普通、CEO はチーフ・エグゼクティブ・オフィサー(最高経営責任者)の略です。つまり、CEO は企業の経営の総責任者です。私は生活者こそ、CEO だと思っています。CEO と言っても企業の最高経営責任者ではありません。しかし、生活者は、CEO という三つの側面から、企業の最高経営責任者以上に、経済全体に対して大きな影響力を持つ存在です。

- まず、「C」はコンシューマー(消費者)の C です。企業にとってはお客です。お客がどう思うかが企業のビジネスの成否を決定付けます。
- 次の「E」はエンプロイ(従業員)です。多くの方は企業に勤めて従業員として仕事をしています。従業員の質が企業の商品やサービスの質を決めるといっても過言ではありません。
- 最後の「O」はオーナー(資本の出し手)です。株式を買うということは発行会社のオーナーになることです。直接、株式を保有している方は言うに及ばず、投資信託などを通じて保有している方もいるでしょう。「私は株など持っていない」と思っても、実は年金や保険などを通じて、ほとんどの方は株式を所有しているのです。

社会を構成する生活者は、消費する商品を選択することで企業のビジネスに影響を与え、同時に、



## 長期投資仲間通信「インベストラ이프」

企業の中にあってより良い財やサービスを提供し、そして、企業を支える資本の出し手として企業の活動をチェックしつつ、その企業が生み出す付加価値を享受します。そして、その評価が株式市場に株価として反映されます。

このように、生活者を総体としてみれば、消費し、生産し、そして、利益を得るという循環を構成しているのです。単に生産して、それを消費するという直線的な関係でなく、株主であるという要素を加えた「三角関係」にすることで、社会に生まれた富を回収するということが可能になることがわかります。ここに株式投資の大切な意義があります。

厚生労働大臣殿

すべての国民が使える  
「確定拠出年金制度」を求める  
民間有識者会議  
2014年12月1日

### 新たな個人型確定拠出年金の導入に関する提言

わが国は今後も少子高齢化の流れが続き、2060年の総人口は9000万人を割り込み、その4割が65歳以上になると予想されています。こうしたなか、多くの国民は、老後の生活資金を確保するためには現状の公的年金制度だけに頼るのは難しいとの不安を抱いており、この不安を少しでも緩和するための支援制度の拡充が喫緊の課題になってきております。

現状、わが国には自助努力による老後資産形成の手段として「個人型確定拠出年金制度」があります。企業型確定拠出年金制度が企業の運営する「退職給付制度」の一環であるのに対して個人型確定拠出年金は「個人が自助努力で老後の資産形成を行う手段」です。しかし、現状では加入可能者のわずか0.5%しか加入しておらず、十分に活用されている状況ではありません。

現役世代の資産形成を様々な立場から支援する個人の集まりである、“すべての国民が使える「確定拠出年金制度」を求める民間有識者会議”はこの制度を「より多くの人  
が使える、よりわかりやすい制度」へと改善し、どのような職業やライフスタイルを選択しても、長期的に、継続的に資産形成を行うことを可能とするべく、下記の通りの制度改正を提言します。

#### 提言内容

より多くの人が使える

「現行の個人型確定拠出年金の加入対象者を20-60歳のすべての国民に拡大する」

わかりやすい

「所得控除方式から政府上乗せ拠出方式に変更し、投資成果は非課税とする」

- 1) 現行の個人型確定拠出年金の加入対象者を自営業者(第1号被保険者)、企業従業員・公務員(第2号被保険者)、専業主婦(第3号被保険者)などすべての公的年金加入対象者に拡張する。
- 2) この制度は現状の全ての公的年金及び企業年金の既存制度と並立する。但し、企業型確定拠出年金の従業員拠出分(いわゆるマッチング拠出)を個人型確定

拠出年金に統合し、「退職給付制度としての企業型確定拠出年金」と「自助努力による老後資産形成手段である個人型確定拠出年金」の位置づけを明確にする。

- 3) わかりやすく、かつ制度への参加意欲を引き上げるため、拠出額を所得控除の対象とする非課税制度は廃止し、政府が個人の拠出額に上乗せ拠出する制度(政府マッチング拠出と呼ぶ)を新たに創設する。具体的には、政府は、個人の拠出額の 15%にあたる額を上乗せして拠出するが、現状の個人型確定拠出年金ならびに企業型確定拠出年金の個人拠出分に認められている、拠出額を所得控除対象とすることを停止する。
- 4) 拠出上限は、他にどんな年金制度に加入しているかに関わりなく、月額 5 万円(年間拠出 60 万円)とする。
- 5) 60 歳まで引き出すことを認めず、その運用期間中は運用益に課税せず、また 60 歳以降の引き出し時にも課税しない。
- 6) この制度は貯蓄優遇策ではなく、資産形成を確保するための年金制度であることから有価証券による運用に対してのみ適用する。
- 7) マイナンバー制の導入に伴って、この制度は NISA や証券の特定口座など通常の金融商品と同様の扱いとして、それに係る諸コストの低減を図ることとする。

すべての国民が使える「確定拠出年金制度」を求める民間有識者会議メンバー  
(五十音順)

- 大江英樹 (株式会社オフィス・リベルタス 代表取締役)  
岡本和久 (I-O ウェルス・アドバイザーズ株式会社 代表取締役社長)  
渋澤 健 (コモンズ投信株式会社 取締役会長、  
シブサワ・アンド・カンパニー株式会社 代表取締役)  
島田知保 (イボットソン・アソシエイツ・ジャパン株式会社  
「投資信託事情」発行人・編集長)  
竹川美奈子 (LIFE MAP, LLC 代表 ファイナンシャル・ジャーナリスト)  
中野晴啓 (セゾン投信株式会社 代表取締役社長)  
野尻哲史 (フィデリティ退職・投資教育研究所所長)  
藤野英人 (東証 (JPX) アカデミーフェロー)

メンバー個人の意見を集約したものであり、  
所属する組織の意見を代表するものではありません

問い合わせ先

事務局 シブサワ・アンド・カンパニー株式会社

電話番号 03-3556-9970

E-mail ; info@shibusawa-co.jp

# <モデルポートフォリオ:2014年11月末の運用状況>

単位：%

		トータルリターン				リスク	1万円ずつ積み立てた場合の投資額に対する騰落率			
		1ヵ月	1年	5年 (年率)	10年 (年率)	10年 (年率)	1年 12万円	5年 60万円	10年 120万円	2000年1月~ 179万円
4資産型	積極型	6.31	19.14	14.56	6.58	16.79	15.11	66.16	62.66	74.92
	成長型	5.30	15.99	11.39	5.81	11.88	12.47	49.73	50.61	64.07
	安定型	4.30	12.85	8.12	4.82	7.46	9.87	34.69	38.55	52.04
2資産型	積極型	7.20	23.73	15.95	8.24	19.08	17.43	73.61	77.17	96.89
	成長型	6.47	20.47	12.84	7.16	14.01	15.20	58.21	62.85	82.71
	安定型	5.73	17.23	9.63	5.83	9.57	12.99	43.92	48.46	67.06

\* 投資にかかるコストは控除していない。積み立ては、税引き前分配金再投資。ポートフォリオは毎月リバランスをしたものとする。積み立ては計算月数分を運用したものとする。例えば1年の場合は2013年11月末に1万円投資資金を積み立て始め、2014年10月末の投資資金までとする(2014年11月末積み立て分は運用期間がないため含めていない)。出所:イボットソン・アソシエイツ・ジャパンがMorningstar Directにより作成。MorningstarDirectについてのお問い合わせは「投信まとなび」のお問い合わせメール(<https://www.matonavi.jp/inquiry>)にてイボットソン・アソシエイツ・ジャパンまで。

## ポートフォリオの資産配分比率(外貨建て資産は円換算ベース)

4資産型		国内株式: TOPIX	外国株式: MSCI KOKUSAI	国内債券: NOMURA- BPI (総合)	外国債券: Citi WGBI (除く日本)
		積極型	40%	40%	10%
成長型	25%	25%	25%	25%	
安定型	10%	10%	40%	40%	

2資産型		世界株式: MSCI ACWI (含む日本)	世界債券: Citi WGBI (含む日本)
		積極型	80%
成長型	50%	50%	
安定型	20%	80%	

ポートフォリオは「インベストラ이프」が参考のために考案した資産配分に基づき、イボットソン・アソシエイツ・ジャパンがデータを算出しています。特定の資産配分による投資の推奨を行うものではありません。

「長期投資仲間」通信『インベストラ이프』のその他の記事はこちらからご覧ください。  
<http://www.investlife.jp/>

### 4資産

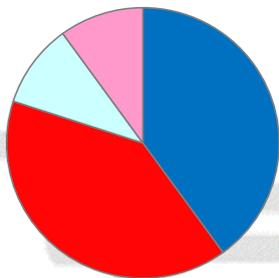
■ 国内株式:  
TOPIX

■ 外国株式:  
MSCI KOKUSAI

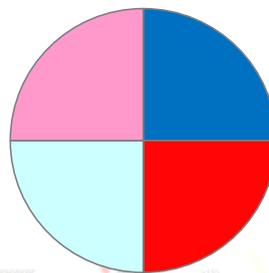
■ 国内債券:  
NOMURA-BPI  
(総合)

■ 外国債券:  
Citi WGBI  
(除く日本)

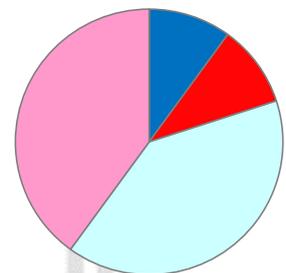
### 積極型



### 成長型



### 安定型

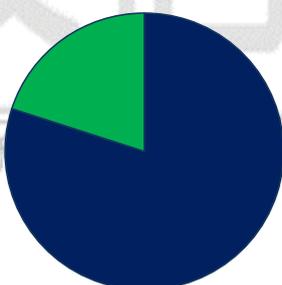


### 2資産型

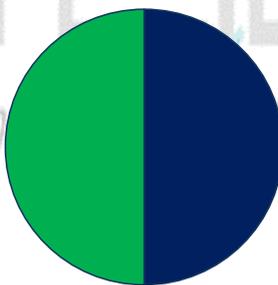
■ 世界株式:  
MSCI ACWI  
(含む日本)

■ 世界債券:  
Citi WGBI  
(含む日本)

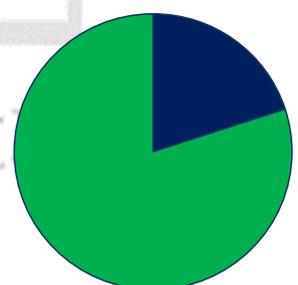
### 積極型



### 成長型



### 安定型



当資料は「インベストラ이프」のために、イボットソン・アソシエイツ・ジャパンがデータを算出、作成しています。特定の投資信託による投資の推奨を行うものではありません。  
※ファンド名をクリックすると「投信まとなび」でそのファンドを見ることができます。

「長期投資仲間」通信『インベストラ이프』の  
その他の記事はこちらをご覧ください。  
<http://www.investlife.jp/>

## <直販ファンド:2014年11月末の運用状況>

運用会社名	ファンド名	トータルリターン				リスク	1万円ずつ積み立てた場合の 投資額に対する騰落率				1万円ずつ積み立てた場合の 月末資産額				2014年11月末		2014年 8月末	2014年 11月中
		1ヵ月	1年	5年 (年率)	10年 (年率)		10年 (年率)	1年 12万円	5年 60万円	10年 120万円	2000年1月 179万円	1年 12万円	5年 60万円	10年 120万円	2000年1月 179万円	純資産 (億円)	基準価額 (円)	(前回掲載時) 基準価額 (円)
さわかみ投信	さわかみファンド	7.94	15.42	12.22	5.08	20.21	13.53	57.14	47.67	63.58	13.62	94.29	177.21	292.80	3,098.6	20,147	18,185	-114.46
セゾン投信	セゾン・バンガード グローバルバランスファンド	9.49	19.31	11.61	-	-	14.93	55.71	-	-	13.79	93.43	-	-	903.7	13,487	12,094	5.57
セゾン投信	セゾン 資産形成の達人ファンド	11.78	24.95	19.89	-	-	18.62	91.14	-	-	14.23	114.69	-	-	191.2	15,801	13,971	2.14
レオス・ キャピタルワークス	ひふみ投信	5.63	18.43	18.70	-	-	11.75	87.27	-	-	13.41	112.36	-	-	163.2	27,653	26,320	0.46
鎌倉投信	結い 2101	2.73	10.14	-	-	-	6.50	-	-	-	12.78	-	-	-	121.4	15,267	14,815	3.22
ありがとう投信	ありがとうファンド	9.39	16.82	13.96	4.57	17.30	13.92	60.01	53.14	-	13.67	96.01	183.76	-	117.3	15,260	13,858	-1.91
コモンズ投信	コモンズ30ファンド	7.39	16.40	12.07	-	-	15.69	57.94	-	-	13.88	94.77	-	-	54.8	21,704	19,339	-0.11
クローバー・アセット	コドモ ファンド	6.93	16.04	-	-	-	12.35	-	-	-	13.48	-	-	-	35.3	12,339	11,511	0.12
ユニオン投信	ユニオンファンド	8.34	15.84	12.18	-	-	13.14	52.27	-	-	13.58	91.36	-	-	32.8	21,729	20,078	0.48
コモンズ投信	ザ・2020ビジョン	4.17	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	19.2	12,002	11,345	2.05
クローバー・アセット	浪花おふくろファンド	9.26	16.10	12.90	-	-	12.17	55.67	-	-	13.46	93.40	-	-	8.8	15,175	14,024	-0.07
クローバー・アセット	らくちんファンド	8.39	16.76	11.26	-	-	12.81	49.96	-	-	13.54	89.97	-	-	7.2	13,455	12,369	-0.03
クローバー・アセット	かいたくファンド	10.09	23.77	13.56	-	-	17.83	61.98	-	-	14.14	97.19	-	-	6.1	16,014	14,178	-0.06

\*積み立ては税引き前分配金再投資、計算月数分を運用したものとします。例えば1年の場合は2013年11月末に1万円で積み立てを開始し、2014年10月末投資分までの11月末における運用成果とする(11月の積み立て額は入れない)。  
出所: MorningstarDirectのデータを用いてイボットソン・アソシエイツ・ジャパンが作成。MorningstarDirectについてのお問い合わせは「投信まとなび」のお問い合わせメール(<https://www.matonavi.jp/inquiry>)にてお気軽にご送信ください。