

ニッキン 投信情報

(4) ニッキン投信情報

寄稿

もはやルールベースと捉えるべき「顧客の最善利益の追求」(下)
～ “積立投資はコレ1本でOK”、“ドルコスト平均法” は、本当に正しいのか?～

日興アセットマネジメント リテール事業本部 副本部長 汐見拓哉

本連載は、前回(6月23日号掲載)まで「投資家の運用損益」を向上させるために私たち金融事業者が追加的・主体的にできることがあり、それには「分散投資」や「積立投資」が有用であること、しかし「積立投資」は「一括投資」とは異なる基準でファンド選びをする必要があることなどを述べてきた。最終回となる今回は、さらに投資家に推進する上で注意すべき点を挙げていきたいと思う。

■“積立は〇×ファンド1本”に潜む落とし穴

積立投資では、“積立期間中に、基準価額がどのような軌道を描くか”が投資成果を左右するとした。そして、積立期間中に基準価額が「U字」や「逆L字」の軌道を描いていることが望ましいということを述べてきた。それは、前者が平均買付単価を下げる軌道だから、後者が基準価額の値上がり効果を極大化できる軌道だからである。そして、その考え方を「基準価額の始点と終点を直線で結び、その直線と基準価額との間にできる面積が直線の下方に広いほど収益が大きい。逆に、その面積が直線の上方に広いほど収益が小さい」と整理した。

前回、積立投資の投資成果を基準価額の典型的な軌道別に12パターン示したが、そのうち十分な投資成果が得られたU字や逆L字に近い軌道を描いたものは2パターン(J、Fファンド)しかなかった。リスク資産は長期的にリスクプレミアムを得られるため、前回の図表5に分類されるような基準価額が値上がりするパターンの確率はそれなりであるが、基準価額がU字や逆L字を描く蓋然性の高いファンドなどない。

そもそも、積立投資を始める時期や終える時期など、積立期間は投資家によって異なるのだ。にもかかわらず、「積立投資は必ずうまくいく」ことを所与として“積立は〇×ファンド1本”とする方法は、いささか“賭けに出すぎ”ではないだろうか。実際に、少額投資非課税制度(NISA)・つみたて投資枠では、1ファンドだけ選択している人が32.5%と最も多いようだ¹。

「積立投資は万能ではない」し、「積立期間は投資家によって異なる」。「積立は〇×ファンド1本」としたときに、たまたま選んだファンドが、積立期間中に基準価額が悪い軌道を描くことは想定しておくべきではないか。このことへの対応策として、積立投資を失敗で終わらせないために、例えば市場への感応度(β)の異なる複数のファンドを選択することが考えられる。

翻って、NISA・つみたて投資枠の対象ファンドの要件を見ると、インデックスファンドであれば特定の指数に連動すること、アクティブファンドであれば純資産額が50億円以上かつ資金流入超の期間が3分の2以上であること等が求められる。これらの要件と基準価額の軌道との関連性を見出すことは難しそうだ。さらに要件には、いかなる場合でも株式の組み入れが必須とある。果たして、これらの要件を満たしたファンドから複数のファンドを選択したとき、 β の分散効果は得られるのだろうか。

参考までに、企業型確定拠出年金(DC)の加入者のうちファンドを1本しか選択していない人の割合は15%程度と少なく²、比較的分散が図られているようだ。確かに、「NISAはこれ1本」というフレーズは世の中にあふれていても、

(コピー厳禁)

NIKKIN INVESTMENT TRUST NEWS 2025. 6. 30

「DCはこれ1本」というのは聞かない。DCは金融機関が特定の運用商品を推奨することができず、加入者が自ら選択しなければならない。それでも加入者がファンドを分散する傾向があるのは、NISAには義務化されていない「投資教育」が機能していて³、その先にさまざまな投資対象のファンドがラインアップされているからだろう。

■“金融資産額が多いほど、投資家のリスク許容度は高い”は本当か？

投資家の「リスク許容度」を決める要素は、「年齢」、「収入」、「家族構成」、「健康状態」、「投資目的」、「投資経験」、「金融資産額」などがあるとされる。投資家は、金融機関で口座開設時にこれらの情報を聞かれ、それは顧客カードに登録される。一般的に、金融資産額が多いほどその人のリスク許容度は高いとされ、ハイリスク・ハイリターンの商品の勧誘が可能になる。一方、金融資産額が少ない人のリスク許容度は低く、ローリスク・ローリターンの商品が適しているとされる。

2024年9月、「顧客本位の業務運営の原則」が改訂され「プロダクトガバナンスに関する補充原則」が追加された。その補充原則4には、“金融商品の組成後の対応として、製販間で情報連携を行い、販売対象として想定する顧客属性と実際に購入した顧客属性が合致しているか等を検証する”とある。いきおい製販間で情報連携が必要なファンドには想定顧客が設定されるわけだが、金融資産額が多ければ想定される顧客層は緩和的に分類される傾向があるように見える。例えば、ハイリスク・ハイリターンのブルベア型や通貨選択型のファンドは年齢にほぼ関係なく金融資産が多ければ想定顧客に近いと分類されるといったようにだ。

保有する金融資産額の一部で投資するのか、

金融資産額の大半で保有するかで場合分けはある。しかし実際には、金融資産額が少ないために将来に備えて投資の必要性を感じている人は、リスク許容度は高いと考えるべきだ。例えば、比較的高い目標額を設定して投資を始めたばかりの人であれば、10万円の投資金額が一時的な暴落で5万円（▲50%）に減る可能性のある資産に投資してもかまわないし、実際にそうなくても気にせず投資を続けるべきであろう。積立投資を行っている投資家の場合は特にそうだ。多少リスクが高くても期待リターンの高い資産に投資を継続すればよい。

それが5年、10年と経過し、金融資産額が目標額の3分の1程度に増えたとしよう。この投資家のリスク許容度は、まだ高いままであろうし、リスクを取り続けるべきだろう。

そして20年、30年と経過し、野村総合研究所の推計・調査結果⁴で、“いつの間にか富裕層”と言われるような金融資産額が1億円に達したときに、この投資家のリスク許容度は当初より上昇したのだろうか。逆にリスク許容度は低下しているのではないか。それは、仮に1億円が目標額だったとして、それに達した後、5,000万円（▲50%）に減ってしまうことは一時的であっても許容されないだろうからだ。

この投資家は、投資を30年続けたことで年齢が上がったためにリスク許容度が低下しただけでなく、金融資産額が増えたためにリスク許容度が低下したという側面もあるはずだ。投資家のリスク許容度は、さまざまな要因で決まり、それぞれの要因の寄与度もまちまちだが、つまるところ、金融資産額とリスク許容度は正の相関でも負の相関でもなく、無相関に見える。いずれにせよ、投資家のリスク許容度は変化する。私たち金融事業者は、変化する投資家のリスク許容度をアップデートして、正しく理解する必要がある。適切なタイミングで、当初から変化

寄稿

したこの投資家のリスク許容度に応じた助言をすることが非常に重要だ。

■誤解を生む「ドルコスト平均法」の説明

私たちは、積立投資が平均買付単価を下げる効果を示すとき、「ドルコスト平均法」を使って説明する機会が多い。ここでドルコスト平均法の注意点を挙げておきたい。ドルコスト平均法は、定時定額の買付けによって、価格が高いときは少しの、価格が安いときは多くの口数（株数）を仕込むことによって、平均買付単価を下げる効果があるとしている。そのとき、図表10のような説明がされる。なるほど、基準価額が始点と終点で同じでも、積立投資であれば平均買付単価が下がっている。そしてこのようにドルコスト平均法の効果を示している事例は、業界全体としても枚挙にいとまがない。しかし、実はこの効果を得るには基準価額のボラティリティが相当程度必要で、通常私たちが投資対象とする資産ではまず得られないということを見てみよう。図表11をご覧ください。

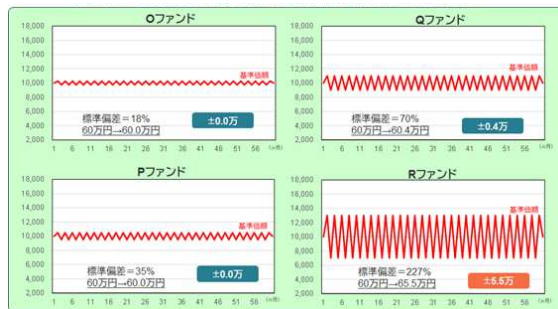
ここに4つのファンドの基準価額の推移を載せている。いずれも始点と終点が同じものだが、5年（60カ月）という運用期間中にどの程度ドルコスト平均法の効果が得られるだろうか。それぞれの基準価額の標準偏差は、Oファンドが18%、Pファンドが35%、Qファンドが70%、Rファンドが227%である⁵。ちなみに、NISAのつみたて投資枠などの投資対象で人気のある先進国株式の標準偏差はOファンドと同等の18%程度、一般的にリスクが高いとされている新興国株式のそれは22%程度である（図表12参照）。この中で、ドルコスト平均法によって平均買付単価を有意に下げる効果を得て収益に結び付けたファンドは、Rファンドだけである。しかし、その基準価額の標準偏差227%は非現実的な水準ということが分かる。参考までに図表10の10,000円を起点として20,000円から5,000円の（コピー厳禁）

図表10 ドルコスト平均法の説明例



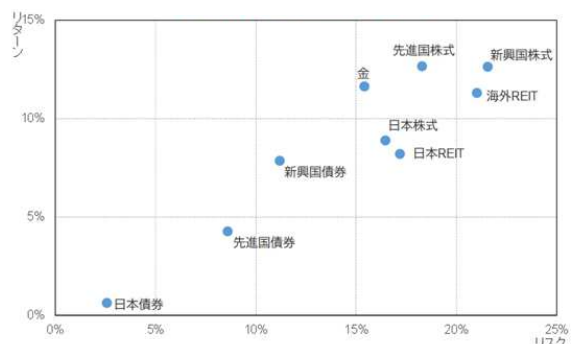
出所：金融庁「はじめてみよう！NISA早わかりガイドブック」

図表11 ドルコスト平均法では、平均買付単価をなかなか下げられない



※グラフ上のファンドはいずれも架空のファンド
 ※積立投資の結果は、架空の基準価額を使い、毎月1万円投資した場合のもの。分析期間は60カ月（5年）、手数料、税金等は考慮していない。
 ※投資成果の千円未満は切り捨て。
 ※データは過去の実績であり、将来の運用成果等を約束するものではありません。

図表12 各資産のリスク・リターン



※分析期間は、2003年3月末～2025年3月末。
 ※リターンは月次リターンの平均を年率換算、リスクは月次リターンの標準偏差を年率換算したものである。
 ※各資産で使用したインデックスは、それぞれ以下の通り。日本株式：TOPIX（配当込み）、先進国株式：MSCI-KOKUSAIインデックス（配当込み、円ベース）、新興国株式：MSCIエマージング・マーケット・インデックス（配当込み、米ドルベース）を円換算、日本債券：FTSE日本国債インデックス、先進国債券：FTSE世界国債インデックス（除く日本、ヘッジなし、円ベース）、新興国債券：JPモルガンEMIGグローバル・ディバースンファンド（米ドルベース）を円換算、日本REIT：東証REIT指数（配当込み）、海外REIT：S&P先進国REIT指数（除く日本、配当込み、米ドルベース）を円換算、金：ダウ・ジョーンズUBS金サプラインデックス・トータル・リターン（米ドルベース）を円換算。
 ※上記データは過去のものであり、将来の運用成果等を約束するものではありません。

間を行き来する基準価額の標準偏差は288%である⁶。

■平均買付単価の低減を図る方法とは

このように現実には起こり得ないボラティリティーの基準価額を使って「ドルコスト平均法」の効果を説明することは自重しなければならないと感じる。私たちが投資家に理解してもらいたいことは、平均買付単価の低減は、基準価額のジグザグ（短期的なボラティリティー）の中で得るのではなく、基準価額の長期的な軌道の中で得るものということだ。日経平均株価が1989年から2024年にかけて大きなU字の軌道を描き、当該期間の始点と終点が同水準となったが、この間に日経平均株価に連動するファンドなどで積立投資をしていた人が、平均買付単価の低減効果を得ることで大きな投資成果（図表8参照。6月23日号掲載）を得られたことを思い出したい。蛇足ながら、同期間に日経平均株価に“毎月”積立したと仮定した場合の投資成果は411万円の投資金額に対して1,044万円だったが、基準価額のジグザグを捉えるため日経平均株価に“毎日”積立したと仮定した場合の投資成果は同1,046万円だった⁷。平均買付単価を低減させるために短期的なボラティリティーを利用することや、毎月積立と毎日積立のどちらが有利かという議論にはあまり意味のないことだと言える。

以上、3回にわたって、「顧客の最善利益の追求」のために、私たち金融事業者が追加的・主体的にできることと、特にその手段の1つである積立投資の注意点などを紹介した。それは、NISA・つみたて投資枠という制度に包んでしまったときに、投資家が盲目的な選択・判断をしてしまうことを危惧しているからだ。もちろん30年以上といった非常に長い期間であれば、株式を主体とした投資が資産形成において有効で

汐見拓哉（しおみ・たくや）

国内外の投信市場動向や法制度の調査・分析、販売会社向け営業戦略の立案などを手掛ける。NISAに関しては2014年の制度導入以前より、情報発信や商品・推進戦略の提案に携わる。24年4月から現職。



あるに違いない。しかし残念ながら、すべての投資家はその前提で考えることはできない。私たちの預かり資産ビジネスも、もっと手前の、短い場合は数年という単位で、「顧客の最善利益の追求」を図り、その成果が評価される場合がある。常に、「成功するまで続けてください」とは言えないのだ。今回は資産運用の“出口戦略”には触れなかったが、それも「顧客の最善利益の追求」において重要な一要素だ。例えば、積立投資が不運な結果となりそうな場合には、出口戦略で工夫できることがある。さまざまなシーンで、形式的・画一的ではなく、実効性のある取り組みが求められることを忘れないようにしたい。

¹ 日本証券業協会の「新NISA開始1年後の利用動向に関する調査結果（速報版）」（2025年2月12日）。

² 元本確保型のみ加入者を除く。ジャパン・ペンション・ナビゲーター（J-PEC）の「プラン・モニタリング・レポート」（2025年3月末現在）。

³ DCでは、事業主等が制度の加入時はもちろん、加入後においても継続的に加入者等が資産運用について十分理解できるよう、資産運用の基礎知識等に関する必要かつ適切な投資教育を実施することが努力義務として定められている。

⁴ 野村総合研究所「2023年の日本における純金融資産保有額別の世帯数と資産規模」（2025年2月13日）。

⁵ 架空の基準価額の月次リターンの標準偏差を年率換算したもの。

⁶ 図表8の基準価額の月次の推移（10,000円→20,000円→5,000円→10,000円）を60カ月、20回繰り返したと仮定したときの月次リターンの標準偏差を年率換算したもの。

⁷ 分析期間は、1989年12月29日～2024年2月29日（8,388営業日）。日経平均株価の日々の終値に毎日約490円（411万円／8,388日）積立投資したと仮定。税金・手数料等は考慮していない。