

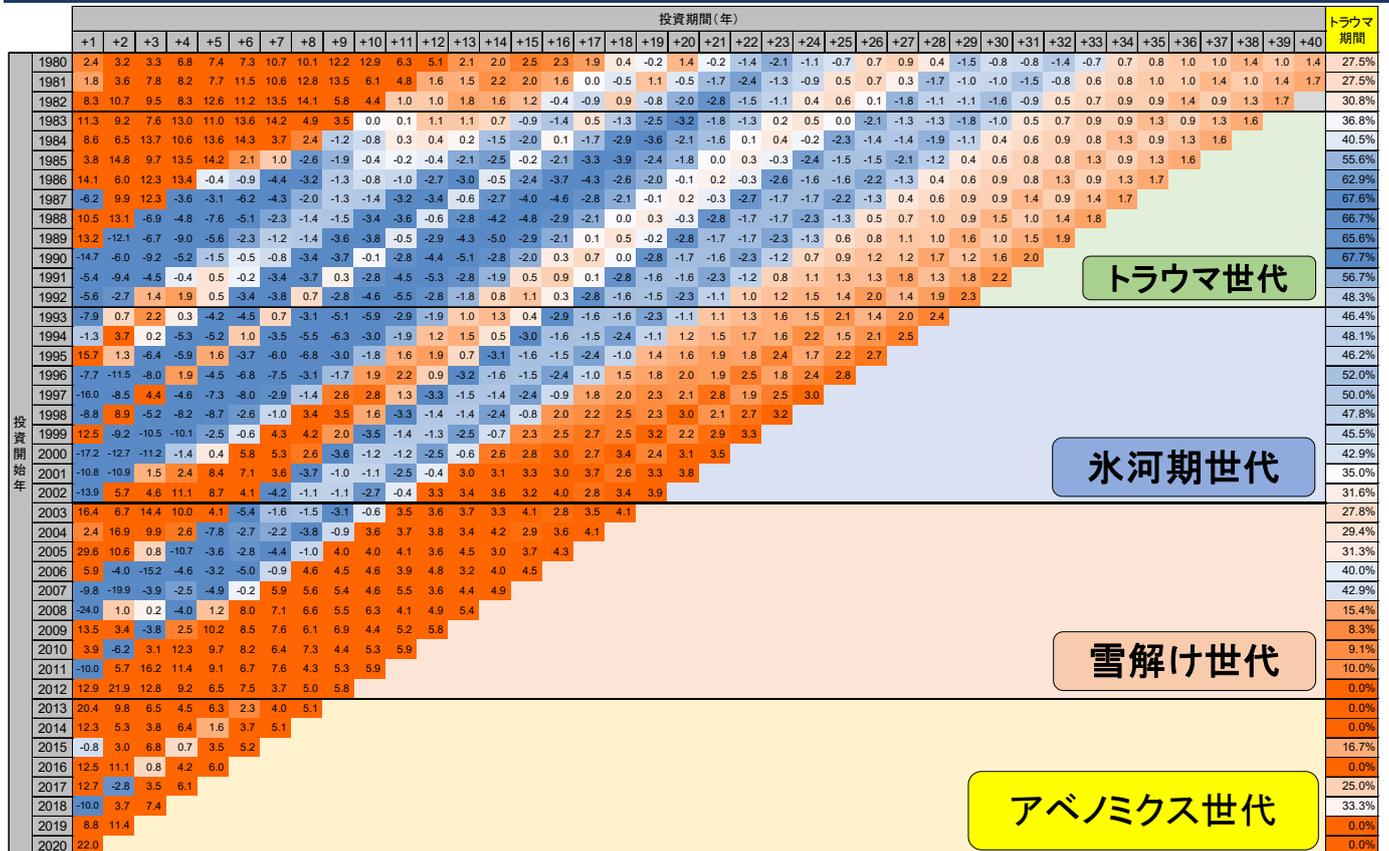
# 「資産運用トラウママップ」本邦初登場 －若者はなぜ資産運用に前向きになるのか

岡三グローバル・リサーチ・センター理事長  
エグゼクティブエコノミスト 高田 創

## 資産運用トラウママップ初公開

昨日のTODAY（2021/5/25）で「日本ではなぜ資産運用にトラウマが生じたのか」として、日本で資産運用が進まない要因として株式市場へのトラウマがあるとした。そこで世代別に抱くトラウマを考えるために岡三証券では以下の「資産運用トラウママップ」を考案した。同図表では、資産運用に向けたトラウマを抱く世代の存在と、変化を促す主体として20代、30代を中心とした新たな世代が存在する二極化が示されている。

### 日本の株式市場のトラウママップ



出所：Refinitiv 作成：岡三証券 日経平均株価をドルコスト平均法で毎月10,000円買い付けた場合の期間別リターンの複利年率換算値。マップ内数値の単位は%。配当等は考慮していない。投資開始時点は各初年度の1月末。その後は12月末時点を用いて算出。トラウマ期間は投資開始年におけるマイナス利回りの年の比率を示す。

## トラウママップは資産運用の期間利回りを開始年、運用期間別に示したもの

前頁のトラウママップは、縦軸が投資開始年で、横軸が投資年限を示し、毎月1万円を日経平均にコンスタントに投資した場合の利回り（年率、複利）を示している。ここで、最も下の2020年に開始した世代の1年間の投資利回りは22.0%となる。また、上から5番目の1984年に開始した世代では、37年の運用利回りは1.6%となる。1981年に開始した世代から始まり、2020年に開始した人まで、昨年末に至るまでの運用利回りは対角線上に示される数値になる。どれもプラスが確保され、長期にわたって投資を行えば利回りはプラスになる長期投資のメリットを示している。

ちなみに、筆者は1982年に社会人になったが、その年から毎月投資をすれば現在まで1.7%の利回りでの投資になった。ただ、自らの人生を振り返り最初の15年はプラスの利回りが確保されても、その後長年に亘ってマイナスが続いた。今日まで続ければ結果として1.7%の利回りになったことが示されるが、マイナス期間のなかで投資を継続させるのは極めて困難であろう。

## マイナス利回りになることで生じる負のトラウマに注目

ここでの問題は1990年代のバブル崩壊時の株安や2000年代半ばのリーマンショック後の株安などを経験することで生じるマイナス利回りの期間にあり、それは投資への負のトラウマにつながる。

例えば、バブル崩壊が始まった1990年から投資を開始した世代は15年間にわたり損益のマイナスが続いたことになる。同世代は現在まで投資を続ければ2.0%の利回りに浮かび上がるが、実際にはマイナスが続く中で投資を止めてしまうケースが多いだろう。このトラウママップでは、損失が生じた期間を水色でトラウマとして示し、運用利回りがプラスの局面をオレンジ色で示した。全般的に上に行くほど（運用期間が長期化するほど）、水色のマイナス、トラウマ地域が大きいことが示される。筆者はこれまで「金利水没マップ」としてグローバルなマイナス金利の地域を示す表を作成してきたが、今回は、マイナス運用利回りの「資産運用トラウママップ」として新たな次元で示すことにした。

## トラウマにおける世代間ギャップ

以上のトラウママップで注目されるのは世代間ギャップである。ここでは、投資を開始した時期を学校卒業時点と想定し、次頁の4世代に大まかに分類した。それは、①2013年から2020年に運用を開始したと想定される20代を中心とした

■トラウママップが示す長期投資のメリット

■長期間のマイナス利回りが負のトラウマにつながる

■トラウママップでは世代を4つに区分

「アベノミクス世代」、②2003年から2012年に開始した30代と想定される「雪解け世代」、③1993年から2002年に開始した40代と想定される「氷河期世代」、④1983年から1992年に開始した50代と想定される「トラウマ世代」である。もちろん、各世代のイメージには相当に幅があるため、一律の議論を行うことはミスリードにつながる可能性がある点には注意が必要だろう。ただし、損失へのトラウマを中心に行動経済学的観点から世代ごとに環境を比較することは、今後を展望するうえでも一定の意義があると考えられる。

### 世代におけるギャップ状況

| 世代名<br>(運用開始年)          | 主な<br>年齢層 | 特徴             | 長期運用<br>利回り(%) | トラウマ状況                         |
|-------------------------|-----------|----------------|----------------|--------------------------------|
| トラウマ世代<br>(1983-1992)   | 50代       | バブル崩壊のトラウマを背負う | 1.6-2.3        | 2/3程度の期間がトラウマ                  |
| 氷河期世代<br>(1993-2002)    | 40代       | 就職氷河期+バブル崩壊    | 2.4-3.9        | 半分程度の期間がトラウマ                   |
| <b>運用トラウマの崖</b>         |           |                |                |                                |
| 雪解け世代<br>(2003-2012)    | 30代       | ポストバブル崩壊～雪解け   | 4.1-5.9        | トラウマは限定<br>NISA、iDeCoなどの制度サポート |
| アベノミクス世代<br>(2013-2020) | 20代       | アベノミクスでトラウマ無し  | 5.1-22.0       | ほぼトラウマなき世代<br>各種制度サポート         |

岡三証券作成

## トラウマ世代・氷河期世代・雪解け世代・アベノミクス世代

以上の図表から見た世代ごとのイメージを改めて考察する。20代を中心としたアベノミクス世代は、アベノミクス以降に資産運用に入った世代であり、その間の運用利回りは5%以上と高い水準にある。さらに運用でマイナスになったトラウマを殆ど経験していない稀な世代である。更に、NISAやiDeCo等の資産運用サポートが揃った環境にある面でもグローバル水準にある。

30代を中心とした雪解け世代は、バブル崩壊や金融危機が生じたあとに資産運用を始めた世代であり、雇用環境も改善したなかで育った世代である。リーマンショック前後での損失のトラウマはあるものの、その後の世界的な改善もあり、トラウマ度合いは低くNISAやiDeCo等、制度面でもサポートが始まった時期に相応している。

一方、40代、氷河期世代はバブル崩壊後に長年運用面で損失のトラウマを負ったのに加え、就職氷河期に該当するため、非正規社員も多く正社員になっている割合が低い世代という、二重のハンディを負った世代と考えられる。

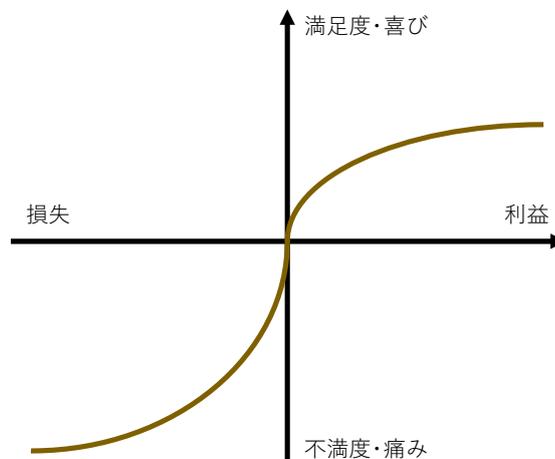
同様に、50代のトラウマ世代は資産運用を始めて間もない時期から一貫して損失のトラウマに直撃された世代であり、2/3以上の時期が運用でマイナス状況になっていたと考えられる。

## 行動経済学での「損失回避」

今回の資産運用トラウママップでは、トラウマは損失が生じたときに意識されるものとした。行動経済学では「損失回避」という考えがあり、同じ変動でも利益より損失に対してより重大に感じることを指す。こうしたバイアスは行動経済学で先駆者となったカーネマンの議論のなかで紹介されたもので、以下の図表で示される。

下図では横軸に利益と損失が示され、縦軸には利益・損失から得られる満足度が示される。ここで示された損失回避とは、以下の図表で満足度を示す曲線の傾きが大きく異なることにある。すなわち、利益を得た場合の満足度の増え方と、損失を生じた場合の不満や痛みの大きさを比較した場合、後者が大きく、損失の局面の曲線の傾きが大きい。その結果、損失への不満が当初の予想以上に大きく意識されやすい。

### 損失回避の概念図



岡三証券作成

## 「損失回避」のトラウマと“scarring effect”

行動経済学で関連の用語に「保存効果」というものがある。人々が現在保有しているものを失うことで、「喪失感」として大きな不安を覚えることを指す。こうしたこともトラウマの意識を生じさせる要因になる。以上の損失へのトラウマは、グローバルにも“scarring effect”（心理的な傷跡）として説明されることがあり、欧米でもリーマンショックのように大きな損失が生じたあとの市場参加者に生じやすい行動変容として説明されるケースもある。

■金融危機を通じて、「保存効果」からトラウマが発生

## 「運用トラウマの崖」は40歳

以上を総括すれば、20代アベノミクス世代・30代雪解け世代の間と、40代氷河期世代・50代トラウマ世代との間には大きな「運用トラウマの崖」が存在し、世代間意識分断が生じやすいと考えられる。

アベノミクス世代と雪解け世代は、昨日のTODAY(2021/5/25)で議論した資産運用をサポートする制度要因に加えて資産運用へのフォローな市場環境という「車の両輪」がそろった状況にあり、さらに、資産運用のトラウマが殆どない。従って、資産運用に必要な3条件、①市場要因、②制度要因、③履歴要因のすべてを満たした状況にある。それだけに、40歳前後を境にした「運用トラウマの崖」までの世代は貯蓄から投資に向かう可能性を秘めている。

一方で、氷河期世代とトラウマ世代は今日の市場や社会の中核を占める絶対的な多数派であるものの、長年のトラウマから③履歴効果の条件を満たしにくい状況にある。従って、現段階で、①市場要因、②制度要因を満たしていても、そう簡単にトラウマを乗り越えて資産運用に向かう状況にはなりにくいのが実態であろう。

■40歳前後に「運用トラウマの崖」が存在

## トラウマの少ない若者世代が山を崩すことに期待を

トラウママップが示すことは、長期投資においては、いつ投資を開始しても一定のプラスのリターンをもたらしたことである。また、長期になればなるほど利回り水準が安定していくことから、長期投資のメリットが改めて示されたことになる。ただし、トラウマの時期の存在によって実際に長期投資を完遂することは容易でないことも示している。

こうしたなか、すでにトラウマを殆ど経験していない新たな世代が既に存在している。その結果、貯蓄から投資に向かう、日本の現預金の山が部分的ではあるものの動く兆しが生じており、こうした若者世代が日本の資産運用のカルチャーを一変させる可能性をもつ。

一方、氷河期世代・トラウマ世代の山を崩すのは容易ではなく、マクロ的には「貯蓄から投資へ」の潮流の実現にはいまだ時間を要すると考えられる。今後、新たな世代であるアベノミクス世代・雪解け世代の力をできるだけ発揮できるような社会や風土を政策的にも作り上げる革命的対応が必要だろう。

■トラウマを経験しない世代が資産運用カルチャーに変化をもたらす可能性

## 重要な注意事項

### 免責事項

- ・本レポートは、投資判断の参考となる情報提供のみを目的として作成されたものであり、個々の投資家の特定の投資目的、または要望を考慮しているものではありません。また、本レポート中の記載内容、数値、図表等は、本レポート作成時点のものであり、事前の連絡なしに変更される場合があります。なお、本レポートに記載されたいかなる内容も、将来の投資収益を示唆あるいは保証するものではありません。投資に関する最終決定は投資家ご自身の判断と責任でなされるようお願いいたします。
- ・本レポートは、岡三証券が信頼できると判断した情報源からの情報に基づいて作成されたものですが、その情報の正確性、安全性を保証するものではありません。企業が過去の業績を訂正する等により、過去に言及した数値等を修正することがありますが、岡三証券がその責を負うものではありません。
- ・岡三証券及びその関係会社、役職員が、本レポートに記載されている有価証券について、自己売買または委託売買取引を行う場合があります。岡三証券の大量保有報告書の提出状況については、岡三証券のホームページ(<https://www.okasan.co.jp/>)をご参照ください。

### 地域別の開示事項

#### 日本:

○金融商品は、個別の金融商品ごとに、ご負担いただく手数料等の費用やリスクの内容や性質が異なります。金融商品取引のご契約にあたっては、あらかじめ当該契約の「契約締結前交付書面」(もしくは目論見書及びその補完書面)または「上場有価証券等書面」の内容を十分にお読みいただき、ご理解いただいたうえでご契約ください。

#### <有価証券や金銭のお預りについて>

株式、優先出資証券等を当社の口座へお預けになる場合は、1年間に3,300円(税込み)の口座管理料をいただきます。加えて外国証券をお預けの場合には、1年間に3,300円(税込み)の口座管理料をいただきます。ただし、当社が定める条件を満たした場合は当該口座管理料を無料といたします。

なお、上記以外の有価証券や金銭のお預りについては料金をいたしません。さらに、証券保管振替機構を通じて他社へ株式等を口座振替する場合には、口座振替する数量に応じて、1銘柄あたり6,600円(税込み)を上限として口座振替手数料をいただきます。

お取引にあたっては「金銭・有価証券の預託、記帳及び振替に関する契約のご説明」の内容を十分にお読みいただき、ご理解いただいたうえでご契約ください。

#### <株式>

- ・株式の売買取引には、約定代金(単価×数量)に対し、最大1.265%(税込み)(手数料金額が2,750円を下回った場合は2,750円(税込み))の売買手数料をいただきます。ただし、株式累積投資は一律1.265%(税込み)の売買手数料となります。国内株式を募集等により購入いただく場合は、購入対価のみをお支払いいただきます。
- ・外国株式の海外委託取引には、約定代金に対し、最大1.375%(税込み)の売買手数料をいただきます。外国株式の国内店頭(仕切り)取引では、お客様の購入および売却の単価を当社が提示します。この場合、約定代金に対し、別途の手数料および諸費用はかかりません。
- ※外国証券の外国取引にあたっては、外国金融商品市場等における売買手数料および公租公課その他の賦課金が発生します(外国取引に係る現地諸費用の額は、その時々々の市場状況、現地情勢等に応じて決定されますので、その合計金額等をあらかじめ記載することはできません)。外国株式を募集等により購入いただく場合は、購入対価のみをお支払いいただきます。
- ・株式は、株式相場、金利水準、為替相場、不動産相場、商品相場等の変動による株価の変動によって損失が生じるおそれがあります。
- ・株式は、発行体やその他の者の経営・財務状況の変化およびそれらに関する外部評価の変化等により、株価が変動することによって損失が生じるおそれがあります。
- ・また、外国株式については、為替相場の変動によって、売却後に円換算した場合の額が下落することによって損失が生じるおそれがあります。

#### <債券>

- ・債券を募集・売出し等により、または当社との相対取引により購入いただく場合は、購入対価のみをお支払いいただきます。
- ・債券は、金利水準、株式相場、為替相場、不動産相場、商品相場等の変動による債券価格の変動によって損失が生じるおそれがあります。
- ・債券は、発行体やその他の者の経営・財務状況の変化およびそれらに関する外部評価の変化等により、債券価格が変動することによって損失が発生するおそれがあり、また、元本や利子の支払いの停滞もしくは支払い不能の発生または特約による元本の削減等のおそれがあります。
- ・金融機関が発行する債券は、信用状況の悪化により本拠所在地国の破綻処理制度が適用され、債権順位に従って元本や利子の削減や株式への転換等が行われる可能性があります。ただし、適用される制度は発行体の本拠所在地国により異なり、また今後変更される可能性があります。

#### <個人向け国債>

- ・個人向け国債を募集により購入いただく場合は、購入対価のみをお支払いいただきます。個人向け国債を中途換金する際は、次の計算によって算出される中途換金調整額が、売却される額面金額に経過利子を加えた金額より差し引かれます(直前2回分の各利子(税引前)相当額×0.79685)。
- ・個人向け国債は、安全性の高い金融商品ではありますが、発行体である日本国政府の信用状況の悪化等により、元本や利子の支払いが滞ったり、支払い不能が生じるおそれがあります。

#### <転換社債型新株予約権付社債(転換社債)>

国内市場上場転換社債の売買取引には、約定代金に対し、最大1.10%(税込み)(手数料金額が2,750円を下回った場合は2,750円(税込み))の売買手数料をいただきます。転換社債を募集等によりご購入いただく場合は、購入対価のみをお支払いいただきます。転換社債は転換もしくは新株予約権の行使対象株式の価格下落や金利変動等による転換社債価格の下落により損失が生じるおそれがあります。また、外貨建て転換社債は、為替相場の変動等により損失が生じるおそれがあります。

#### <投資信託>

- ・投資信託のお申込みにあたっては、銘柄ごとに設定された費用をご負担いただきます。  
お申込時に直接ご負担いただく費用:お申込手数料(お申込金額に対して最大3.85%(税込み))  
保有期間中に間接的にご負担いただく費用:信託報酬(信託財産の純資産総額に対して最大年率2.254%(税込み))  
換金時に直接ご負担いただく費用:信託財産留保金(換金時に適用される基準価額に対して最大0.5%)  
その他の費用:監査報酬、有価証券等の売買にかかる手数料、資産を外国で保管する場合の費用等が必要となり、商品ごとに費用は異なります。お客様にご負担いただく費用の総額は、投資信託を保有される期間等に応じて異なりますので、記載することができません(外国投資信託の場合も同様です)。
- ・投資信託は、国内外の株式や債券等の金融商品に投資する商品ですので、株式相場、金利水準、為替相場、不動産相場、商品相場等の変動による、対象組入れ有価証券の価格の変動によって基準価額が下落することにより、損失が生じるおそれがあります。
- ・投資信託は、組入れた有価証券の発行者(或いは、受益証券に対する保証が付いている場合はその保証会社)の経営・財務状況の変化およびそれらに関する外部評価の変化等による、対象組入れ有価証券の価格の変動によって基準価額が変動することにより、損失が生じるおそれがあります。
- ・上記記載の手数料等の費用の最大値は、今後変更される場合があります。

#### <信用取引>

信用取引には、約定代金に対し、最大1.265%(税込み)(手数料金額が2,750円を下回った場合は2,750円(税込み))の売買手数料、管理費および権利処理手数料をいただきます。また、買付けの場合、買付代金に対する金利を、売付けの場合、売付株券等に対する貸株料および品質料をいただきます。委託証拠金は、売買代金の30%以上で、かつ300万円以上の額が必要です。信用取引では、委託証拠金の約3.3倍までのお取引を行うことができるため、株価の変動により委託証拠金の額を上回る損失が生じるおそれがあります。

- 自然災害等不測の事態により金融商品取引市場が取引を行えない場合は売買執行が行えないことがあります。
- 2037年12月までの間、復興特別所得税として、源泉徴収に係る所得税額に対して2.1%の付加税が課税されます。

### 岡三証券株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第53号

加入協会:日本証券業協会、一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会

#### 香港における本レポートの配布:

本レポートは、香港証券先物委員会(SFC)の監督下にある岡三国際(亜洲)有限公司によって、SFCに規定される適格機関投資家(PI)に配信されたものです。本レポートに関するお問い合わせは岡三国際(亜洲)有限公司にお願いします。

#### 米国内における本レポートの配布:

本レポートは岡三証券が作成したものであり、1934年米国証券取引所法に基づく規則15a-6に規定される米国主要機関投資家のみには配信されたものです。岡三証券は、米国内における登録業者ではないため、米国居住者に対しブローカー業務を行いません。本レポートで言及されている銘柄の売買注文は、アーバック・グレイソン社を通して執行いたします。

なお、本レポートは、受領者及びその従業員が使用することを目的として配信しております。

さらに、本レポートのアナリストは米国で活動をしていないため、米国のリサーチ・アナリストとして登録されておらず、資格も有していません。また、当該アナリストは、アーバック・グレイソン社または他の業者の関係者ではありません。したがって、当該アナリストは、米国金融規制機構(FINRA)規則の適用の対象ではありません。

その他の地域における本レポートの配布:

本レポートは参照情報の提供のみを目的としており、投資勧誘を目的としたものではありません。

本レポートの受領者は、自身の投資リスクを考慮し、各国の法令、規則及びルール等の適用を受ける可能性があることに注意をする必要があります。

地域によっては、本レポートの配布は法律もしくは規則によって禁じられております。本レポートは、配布や発行、使用等を行うことが法律に反したり、岡三証券に何らかの登録やライセンスの取得が要求される国や地域における国民や居住者に対する配布、使用等を目的としたものではありません。

※本レポートは、岡三証券が発行するものです。本レポートの著作権は岡三証券に帰属し、その目的いかんを問わず無断で本レポートを複写、複製、配布することを禁じます。

(2020年11月改訂)