

Liquidity. Longevity. Legacy.

人生目標達成のための資産運用



目次

- 03 読者の皆様へ
- 04 **Liquidity. Longevity. Legacy.**アプローチ
- 06 リスク調整後リターン以外の要素
- 11 **Liquidity. Longevity. Legacy.**の利点
- 15 **Liquidity. Longevity. Legacy.**戦略を管理する
 - 1 Liquidity - 流動性戦略
 - 2 Longevity - 老後戦略
 - 3 Legacy - 資産承継戦略
- 22 結論
- 23 参考文献・関連文献一覧
- 24 巻末の注

Authors

Michael Crook
michael.crook@ubs.com
+1 212 649-8153

Ronald Sutedja
ronald.sutedja@ubs.com
+1 212 713-2812

Jeff LeForge
jeff.leforge@ubs.com
+1 212 882-5594

CIO regional contacts

Americas
Michael Crook
michael.crook@ubs.com
+1 212 649-8153

APAC
Hartmut Issel
hartmut.issel@ubs.com
+65 64958030

UK
Caroline Simmons
caroline.simmons@ubs.com
+44 20756 78846

Switzerland
Marianna Mamou
marianna.mamou@ubs.com
+41-44-234 28 59

読者の皆様へ



Mark Haefele

自らの価値観と人生で何を成し遂げたいのか分かっておくことは、投資戦略において重要な要素となっています。投資は非常に個人的な取り組みです。だからこそ我々は常に、読者の皆様にとって本当に重要なことは何か問い掛けることから始めるのです。

今回のレポートで我々は、Liquidity. Longevity. Legacy. という、流動性を確保し(Liquidity)、老後に備え(Longevity)、資産承継を準備する(Legacy)というアプローチを取り上げ、その基本的な仕組みを説明します。

- 1 **Liquidity**: ライフスタイルの維持に役立てるための**流動性の確保**
- 2 **Longevity**: ライフスタイルの改善に役立てるための**老後への備え**
- 3 **Legacy**: 残された人たちの生活改善に役立てる**資産承継**



Michael Crook,
CAIA, CRPC

資産管理におけるこのユニークなアプローチにより、皆様の資産がLiquidity. Longevity. Legacy. のどこに位置していて、それは何故なのかを明確にして理解するサポートを致します。このプロセスを通じて、今日、明日、そして次の世代のために万全の準備を整えることで、安堵感を得ることができるでしょう。

Mark Haefele
Global Chief Investment Officer
Wealth Management

Michael Crook, CAIA, CRPC
Head of Investment Strategy Americas
UBS CIO Global Wealth Management

* Liquidity. Longevity. Legacy.の意味は、流動性を確保し(Liquidity)、老後に備え(Longevity)、資産承継を準備する(Legacy)。
* 時間軸は様々です。戦略はお客様の長期目標、中期目標、適合性によって変わります。このアプローチは、資産構築あるいは何らかの投資利益の達成を約束または保証するものではありません。

Liquidity. Longevity. Legacy. アプローチ

投資計画は投資家によって異なるものだが、大半の投資戦略は非常に似た構成となっている。Liquidity. Longevity. Legacy.アプローチは、「リスク寛容度」を主な指針とするのではなく、投資家の資産構築目標を基礎に構築されている。流動性を確保し(Liquidity)、老後に備え(Longevity)、資産承継を準備する(Legacy)というアプローチ¹は、投資家が資産をLiquidity. Longevity. Legacy.の3つの戦略に配分するという考え方だ。²

1 Liquidity 流動性の確保

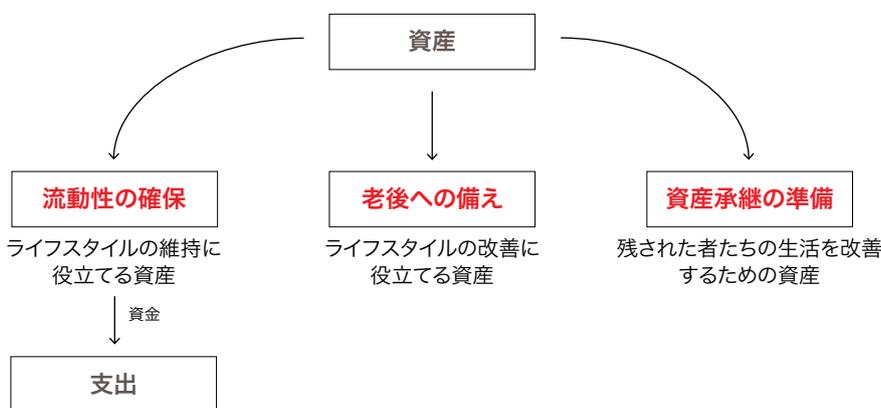
流動性確保戦略(「流動性戦略」)は、今後2~5年間の支出に合わせて自動的(あるいはほぼ自動的)に安定したキャッシュを提供できるように資産配分を行う。たとえば、退職者の流動性用資産としては、年金資産、キャッシュ、3年のラダー型債券ポートフォリオ(短期債から3年債まで均等保有する)などを保有し、全体として退職者の支出計画に合わせる。なお、よほど異例的环境下でない限り、1年以上の支出用の資金をキャッシュで保有することは推奨しない。

2 Longevity 老後への備え

老後に備えた戦略(「老後戦略」)は、投資家が人生の残された期間で利用したい全ての資産を対象に設計され、将来の支出の明確な展望を示すことを意図している。この戦略が成果を生むには、適切な管理が必要となる。具体的には、インフレを意識しつつ、下方リスクにも対処できるよう十分に分散投資されたポートフォリオを構築しなければならない。老後に備えた資産には、退職資産、投資ポートフォリオ、長期医療・介護プラン、住居その他の資産が含まれる。時間が経過するとともに、こうした資産は流動性戦略に再び充当することも可能だ。

3 Legacy 資産承継の準備

資産承継を準備する戦略(「資産承継戦略」)は、投資家が、残された者の生活を(現在あるいは将来にわたり)改善するために、何がどの程度残せるかを明確にする。この資産は、投資家とその家族がライフスタイルの目的達成に必要とする資産以外の資産のことで、一般的には相続計画に重点が置かれる。資産承継戦略の投資ポートフォリオは、リスクのかなり高い資産に投じられるのが一般的だ。ポートフォリオで想定される時間軸が数十年におよぶのが通例で、慈善基金、不動産、収集品もこれに含まれる。



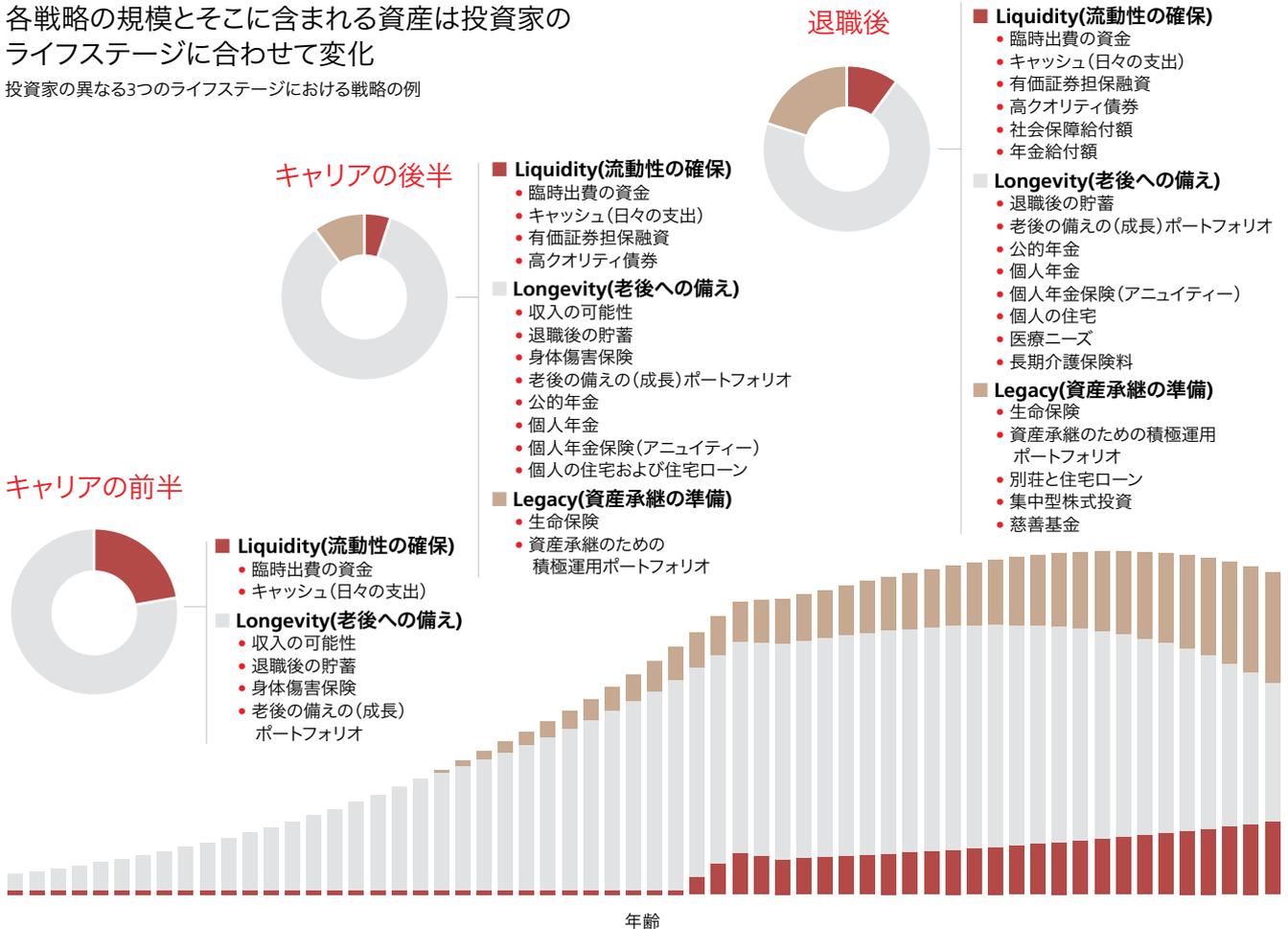
* Liquidity. Longevity. Legacy.の意味は、流動性を確保し(Liquidity)、老後に備え(Longevity)、資産承継を準備する(Legacy)。

* 時間軸は様々です。戦略はお客様の長期目標、中期目標、適合性によって変わります。このアプローチは、資産構築あるいは何らかの投資利益の達成を約束または保証するものではありません。

図表1

各戦略の規模とそこに含まれる資産は投資家のライフステージに合わせて変化

投資家の異なる3つのライフステージにおける戦略の例



出所: UBS

Liquidity. Longevity. Legacy.アプローチの中心にあるのは、投資家とその家族がその目的を達成するために、いかに資産配分と負債管理を改善すればよいかを理解し、人生の資産計画を描くための青写真となることである。このアプローチは、投資家の具体的な目標に立脚した全ての資金運用における決断に対する明確な指針を示すよう設計されている。

Liquidity. Longevity. Legacy.の流動性戦略(Liquidity)、老後戦略(Longevity)、資産承継戦略(Legacy)の各戦略の相対的な規模は、投資家のライフステージと共に変化する。定年退職の前の段階では、投資家は流動性戦略に

それほど資金を配分しないだろう。通常は、現在の収入で出費をすべてまかなえるからだ。老後戦略については、貯蓄と資産形成を行っている段階であり、この期間の大半では、資産承継戦略はおそらくまだ何も始まっていないだろう。その結果、投資家のほぼすべての資産は、老後戦略に回っている可能性が高い。

退職が近づくと、老後戦略向けの資産が十分確保でき、一部の資産は資産承継に回るかもしれない。また、その後数年間にわたる支出のために配分される資産も流動性戦略に移り始めるので、戦略全体にリスク低減効果もたらされる。

最後に、投資家は引退すると老後のために蓄えていた資産をゆっくりと使っていく。承継に回した資産は手つかずのままなので、価値が高まる可能性がある。実際、支出に比べて多額の資産承継戦略用の資産を持っている投資家は、実際には退職後の平均リスクが上昇していることに気づく。承継用資産が資産全体に占める割合が高くなっていくからだ。これは、社会通念とは矛盾しているように響くかもしれないが、資産がこのフレームワークを用いて区分されれば、かなり直観的に理解できる。**図表1**は、仮想的な投資家が年齢の進行とともに必要となる資産の種類の変化を示している。

* Liquidity. Longevity. Legacy.の意味は、流動性を確保し(Liquidity)、老後に備え(Longevity)、資産承継を準備する(Legacy)。

* 時間軸は様々です。戦略はお客様の長期目標、中期目標、適合性によって変わります。このアプローチは、資産構築あるいは何らかの投資利益の達成を約束または保証するものではありません。

リスク調整後リターン 以外の要素

1952年、ハリー・マーコビッツは『ジャーナル・オブ・ファイナンス』誌に「ポートフォリオ選択」と題する記事を発表した。これは、その後「現代ポートフォリオ理論(MPT)」へと発展した概念についての最初の論文である。「ポートフォリオの最適化とは、ポートフォリオを構成する資産の平均(期待)収益率と分散(リスク)からの選択のことである」という現代ポートフォリオ理論の前提は、今日十分に理解されている。現代ポートフォリオ理論の要点は、ポートフォリオを構成する資産のリスクとリターンの特徴、および資産間の相関がわかれば、投資家は一定のリスク水準に対するリターンを最大化するか、目標リターン水準に対するリスクを最小化できるというものだ(平均分散アプローチによる最適化)。

現代ポートフォリオ理論は、ポートフォリオの資産配分に定量的なフレームワークを最初に提供しただけでなく、投資家に向けて2つの重要な考え方を提供した。第1が、投資の意

思決定は、ポートフォリオに保有する他のすべての資産との関連でなされるべきだという考え方だ。しかし、この点はおそらく、現在も多くの投資家によって過小評価されていると思われる。第2に、投資家は保有資産を分散すればリスク全体を低下できるという考え方で、現在は広く受け入れられている。

もちろん、投資家は保有資産を分散すべきだということを昔から知っている。ユダヤ教の聖典「バビロニア・タルムード」にも「富は3分の1を土地、3分の1を商品、残る3分の1を現金と、常に3分法で保有すべき」と記されている。この基本的な考え方が提案されてから1,600年が経ち、マーコビッツはそこに定量的な裏付けと厳密さを加えた。

今から振り返ると、現代ポートフォリオ理論は、少なくとも長期的な時間軸で見れば、ユダヤ教の教えに実践的な利便性を加えたことになる。図表2は、5つの主要資産クラスについて、1926年から2016年までのリスクとリターンの特徴をグラフ化したものである。曲線は、この期間の効率的フロンティア、つまり任意のリスク水準に対して最大リターンを提供する効率的ポートフォリオの集合を描いている。効率的フロンティアは、あらゆる個別資産(極端なものは例外とする)の上に位置するため、資産全般への分散投資はポートフォリオの効率性を高めると言えよう。

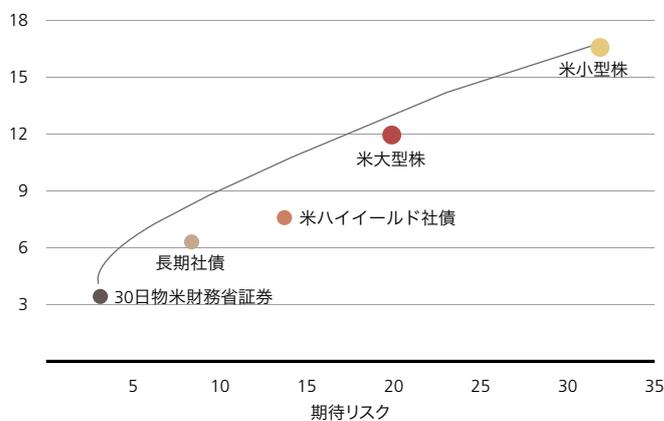
ここで米国の資産を使ったのは、単に他の金融市場よりも米国資産に関する圧倒的に長いデータを我々が持っているからにすぎないのだが、長期の時間軸で見ると、事実上あらゆる資産クラスが同様のパターンを示すだろう。

しかし、過去のデータに基づく仮想的な効率的フロンティアと、将来の効率的フロンティアを予測することの間には大きな違いがある。³

図表2

長期効率的フロンティア(1925~2016年)

期待収益率(縦軸)と期待リスク(横軸)(単位、%)



出所：モーニングスター・ダイレクト、UBS (2016年12月31日現在)

* Liquidity. Longevity. Legacy.の意味は、流動性を確保し(Liquidity)、老後に備え(Longevity)、資産承継を準備する(Legacy)。

* 時間軸は様々です。戦略はお客様の長期目標、中期目標、適合性によって変わります。このアプローチは、資産構築あるいは何らかの投資利益の達成を約束または保証するものではありません。

図表3

Liquidity, Longevity, Legacy. (流動性戦略、老後戦略、資産継承戦略) は、負債対応投資(LDI)、投資のエンダウメント(寄付基金)モデル、行動ファイナンス、「包括的バランスシート」アプローチを組み合わせる。

Liquidity, Longevity, Legacy.アプローチの理論的ベース

	Liquidity (流動性戦略)	Longevity (老後戦略)	Legacy (資産継承戦略)
目的	目先の支出費用を提供する	資産の伸びと適切なリスクヘッジ手段を提供して、生涯に必要な資金を確保する	承継用資産の成長
投資アプローチ	資産負債マッチング	総資産のLDI	課税されるエンダウメント(寄付基金)
規模設定の基準	今後3年間のキャッシュフロー	目的と年齢に基づく	余剰金
リスク評価	成功確立、積立割合、サープラスリスク(資産-負債の変動リスク)		長期のリスク調整後リターン
理論的フレームワーク	マートン、サミュエルソン、カーネマン、セイラー、ウォーリング、シャープ		マーコビッツ、シャープ、スエンセン

出所:UBS

効率的ポートフォリオを構築することと、特定の投資家およびその家族に適したポートフォリオを、そのライフスタイルの適切なタイミングで選択することの間には、もっと大きな違いがある。「ポートフォリオを最適化すること」に焦点を絞ることは、投資家にとっての成果の最大化にはつながらない。

このLiquidity, Longevity, Legacy.アプローチは、日々のボラティリティ(変動率)が適切に投資リスクを測定するという概念から離れ、マーコビッツの当初の考察から発展させた4つの優れたアプローチを利用する。つまり負債対応投資(LDI)、投資のエンダウメント・モデル、行動ファイナンス、「包括的バランスシート」だ。いずれも、伝統的なマーコビッツのアプローチよりも大きな利益を投資家にもたらすと我々は考えている(図表3参照)。

負債対応投資(LDI)

負債対応投資(LDI)の背景にある基本的な前提は、資産中心アプローチから離れ、一定量の資金を具体的な将来の支出、つまり負債に充当するという考え方をとる。⁴日々のボラティリティに絞ってリスクを測定するのではなく、投資家の将来の負債に合うように最適化したポートフォリオをつくる。リスクを「こうした負債に合致しないこと」と再定義する。

主に年金基金がLDIアプローチをとっており、事実、多くの基金でこの戦略が非常にうまく機能している。年金投資プログラムの成功度合いは、資産で負債を賄える可能性が高

まるか、もしくは賄える予定であるかどうかに基づいて測られる。

概念的には、この目的は将来の負債を、ポートフォリオ内の強制的なショート・ポジション(売りポジション)としてモデル化することで達成できる。たとえば、退職後の出費は、インフレ連動国債(TIPS)の売りポジションとしてモデル化できるかもしれない。大半の家計は、将来の目標や目的を持っており、それを実現するために投資計画を立てたいと考えている。大学の授業料、住宅の購入、退職後の出費、休暇、遺産贈与は、いずれもそれらにかかる金額と発生するタイミングが極めて具体的なタイプの出費であり、投資はそうした目標達成に対するリスクを最小化するのに使える。

技術的な点から述べると、こうした状況で本当に重要なのは、戦略の黒字または赤字(資産-負債)であって、資産の絶対額やポートフォリオの分散ではないということだ。したがって、目的関数は、ボラティリティに対するポートフォリオの資産の最大化ではなく、サープラスリスク(資産-負債の変動リスク)がある中で、余剰金を最大化させることである。

個人の「リスク許容度」がどうであれ、孫の大学授業料向けの資金は、もしその支払いが6カ月後なら、リスクの低い分散ポートフォリオであっても、それを投資に回すことには無理があるが、支払いが7年後なら完璧に合理

* Liquidity, Longevity, Legacy.の意味は、流動性を確保し(Liquidity)、老後に備え(Longevity)、資産承継を準備する(Legacy)。

* 時間軸は様々です。戦略はお客様の長期目標、中期目標、適合性によって変わります。このアプローチは、資産構築あるいは何らかの投資利益の達成を約束または保証するものではありません。

的だろう。2008年に多くの投資家が気がついたように、2年後の生活費として必要な資金を積極（リスクを積極的に取る）運用のポートフォリオや流動性（換金性）の低い資産に保有した場合にも同じことが言える。

資産またはポートフォリオが損失を出す確率は、時間軸に依存する。つまり、時間軸は適切な投資ポートフォリオに一定の影響を及ぼす（図表4参照）。十分に発展した経済では、キャッシュを保有して損失を出す確率は、短期（たとえば1年）ではゼロに近い。同じことは株式には当てはまらない。過去90年の実績で1年間という時間軸でのパフォーマンスを見ると、株式の保有者は20%、つまり5分の1の期間で（時に著しい額の）損失を計上してきた。キャッシュは通常、短期的には株式よりも安全だ。

一方、保有期間が10年になると結論は変わる。我々は、米国について100年近く、つまり様々な市場環境を経過してきた長期データを持っている。それによると、投資期間を少なくとも10年間とみた場合、インフレ考慮後で株式が損失を計上した期間はおよそ10%にすぎない。キャッシュは、10年以上保有すると22%の期間で実際に損失となっている。保有期間が20年を超えると、米国株式の投

資家は、常にプラスのリターン（インフレ調整後）を得ている。米国株式で最も悪い20年リターンは、キャッシュで20年保有した場合の最も高いリターンに近い。時間軸は非常に重要だ。負債に対応する形で資産配分の最適化をすることで、こうした要素をすべて考慮し、個人それぞれの状況に即した意思決定を下す。

もちろん、個人とその家族は年金とは違う。将来の生涯支出を十分賄えるだけの豊富な資金があり、資産全体に対する負債対応アプローチを利用する必要のない個人投資家は多い。しかし、資産を区分することは、実行可能な戦略だ。Liquidity, Longevity, Legacy. フレームワークでは、流動性戦略と老後戦略の2つでLDI戦略を構成し、家計の余剰資産は資産承継戦略で保有する。

エンダウメント・モデル

エンダウメント・モデルは、エール大学のエンダウメント（寄付基金）で有名になった投資プロセスで、優れた長期投資リターンの要因として、バリュー志向（高いリターンを狙う）、非流動性、オポチュニスティック（市場の変動に対して機動的な）アプローチを特に重視する。資産承継戦略は、優れた長期の税引き後パフォーマンスを達成する方法として、このモデル（課税投資家には必要な調整を行う）を利用する。資産承継戦略のポートフォリオ管理について、18頁で詳しく解説する。

行動ファイナンス

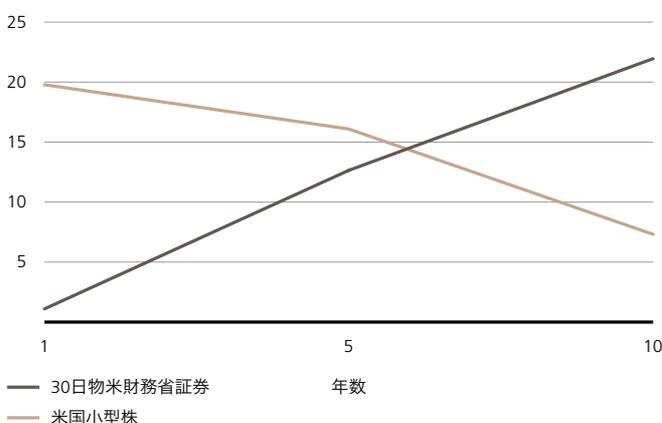
金融および経済学の世界では、数学者と経済学者がモデル化している通り、個人と投資家は合理的に行動することが前提となっている。しかし、現実にはモデルとは大きく違う。情報と、将来の市場パフォーマンスに対する期待感（強力的な情緒的反応を生み出す）（図表5参照）。興奮とそれに続く損失への不安から、自分の資産を効果的に配分しようという投資家の短期的な意欲は劇的に変化し、長期的な目標を犠牲にしてしまうことも多い。

たとえば、市場が下落するのではないかとの不安から、投資家心理はリスク回避的になり、投資すべき時にリスクを減らすこともあり得る。その一方で、投資家は売却で損失が確

図表4

短期的にはキャッシュ、長期的には株式の方が安全

様々な時間軸（横軸）で5%以上の損失（インフレ調整後）となる確率（縦軸）（単位：%）



出所：モーニングスター・ダイレクト、UBS（2016年12月31日現在）

* Liquidity, Longevity, Legacy.の意味は、流動性を確保し(Liquidity)、老後に備え(Longevity)、資産承継を準備する(Legacy)。

* 時間軸は様々です。戦略はお客様の長期目標、中期目標、適合性によって変わります。このアプローチは、資産構築あるいは何らかの投資利益の達成を約束または保証するものではありません。

定することに対する不安や、投資の失敗を認めることを悔やむことで動けなくなってしまう、もっと優れた投機機会に乗り換えられず、損の出ているポジションを持ち続けてしまう。次にパニックの瞬間がやってくる。投資家が行動の必要性に気づくと冷静さを失い、割安の銘柄を買うのではなく、売ってしまうのだ。

同様に、プラスのパフォーマンスが続くと、少しの利益で興奮し、すぐに売ってしまう。これを「気質効果」と呼ぶ。あるいは、欲と自信過剰に負けてしまい、高パフォーマンスを上げている資産をなかなか売れず、ポートフォリオにリスクを加えることを選択する投資家も多い。たとえば、1999年12月にハイテク株を買い増したり、2007年10月に金融サービス業のポジションを増やしたり、2009年3月に株式を売却する、といった事例が挙げられよう。感情が論理と事実より優先され、パフォーマンスの悪化をもたらしたのだ。

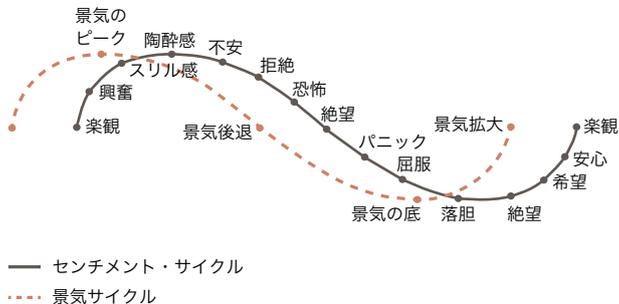
我々のリスク選好度は時間とともに変わり得る。Liquidity. Longevity. Legacy.アプローチは、損失をもたらす心理的な誤りの回避に寄与する。とりわけ、市場が非常に難しい局面にあるときに大きな効果を発揮する。短期的な支出に振り分けられている資産が市場リスクから隔離されているという安心感を提供するからだ。流動性戦略は、今後2～5年間の支出ニーズを満たす程度の規模に設定されており、弱気相場の期間中は安定した金融資産を含んでいる。その結果、投資家は、老後戦略と資産承継戦略(いずれも長期的な成長を狙って投資される戦略)が今後長期にわたり利用しなくてよいことがわかっているため、安心して市場に向き合うことができる。市場が下落している期間中は、投資判断の誤りが頻発するため、こうした安心感には極めて価値がある。それだけではなく、市場、マクロ経済、地政学的な問題が発生している時に、投資規律が維持されやすくなるという利点もある。

さらに、Liquidity. Longevity. Legacy.フレームワークは、行動バイアスを障害から利点に変えることを目指している。たとえば、「メンタル・アカウンティング(心の会計)」は、自分の資産と支出目標を(心の中で)いくつかの会計勘定に区分し、全体について考えない

図表5

投資家の感情は、非生産的な行動を引き起こすことが多い

投資家センチメント・サイクル



出所：Fisher, G. S. (2014) Advising the Behavioral Investor: Lessons from the Real World, Investor Behavior: The Psychology of Financial Planning and Investing (eds H. K. Baker and V. Ricciardi), John Wiley & Sons, Inc., Hoboken, NJ, USA

まま各勘定を別々に取り扱うという人々の傾向を示している。こうした傾向があると、クレジットカード残高にかかる金利が15%の時に利回り2%の投資商品で補填しようという、不合理な判断につながる可能性がある。Liquidity. Longevity. Legacy.フレームワークは、我々のこうした傾向をうまく利用して、具体的な支出目的を満たすために資産を区分しようとするアプローチだ。その結果、資産と資産の目的とを明確に結びつける投資戦略が生まれた。

「包括的バランスシート」アプローチ

従来のバランスシートには、家計の有形資産と有形負債が含まれている。資産には、不動産、退職資産、パートナーシップの持ち分、証券会社の口座、年金などが考えられる。負債は、支払い義務の残っているものに限られる傾向がある。おそらく、住宅ローンなどの負債だ。

個人と家計は、有形資産の他に、無形資産を保有しており、それらは資産状況をなるべく正確に反映するために、包括的バランスシート上に計上できる(図表6参照)。

極めて重要な無形資産は人材だ。客観的に言って、30歳の新人外科医は、高卒の、あるいは安定した職を持っていない30歳の人

* Liquidity. Longevity. Legacy.の意味は、流動性を確保し(Liquidity)、老後に備え(Longevity)、資産承継を準備する(Legacy)。
 * 時間軸は様々です。戦略はお客様の長期目標、中期目標、適合性によって変わります。このアプローチは、資産構築あるいは何らかの投資利益の達成を約束または保証するものではありません。

よりも経済的に恵まれている。人材の価値を正確に数値化することは難しいものの、人材の一般的なリスク特性とバランスシートへの影響を理解し、説明できれば、資産配分はこれまで以上にうまくできるだろう（現役生活中に、「人材」への危険をヘッジするために傷害保険を購入するといったこと）。⁵

負債には、2件目の家の購入、子供や孫の教育費、退職後の出費といった将来の支払い義務も含まれるだろう。そのような出費は、住宅ローンその他の負債と同じく、家計にとって将来の負債となる。Liquidity. Longevity. Legacy. フレームワークを使うことで、住宅ローンや証券担保ローンなど、投資家が自分たちの目標を達成するために負債をどう使っているかを明確にすることができる。たとえば、将来不意の出費が発生した時に流動戦略用資産

として利用できる有価証券貸借(SBL)（それがないければ投資資産を売却して、繰り延べできたはずの税金を支払って充当していた）、投資家が主な住宅を購入するための老後戦略における住宅ローン、あるいは、相続用資産の一部にしようと考えている休暇用住宅のような承継用資産を効率的に購入するために使われる住宅ローンなどがある。

完全なバランスシートができあがると、資産と負債を比べることで重要な情報を得ることができる。資産の額が負債の額を超えていると、その家計は負債を超えた分の余剰（安全の幅）を持っていることになる。負債の額が資産の額を超えていると、資産を増やすか、計画している支出を減らすか、投資戦略を修正して不足分に対処しなければならない。

図表6

バランスシートは有形・無形の資産と負債で構成されている

退職前と退職後の包括的バランスシートの事例

退職前		退職後	
総資産	総負債	総資産	総負債
流動性用 5%	流動性用	流動性用 10%	流動性用
臨時費用(キャッシュ)	利用可能な信用枠	臨時費用(キャッシュ) 債券(3年) 年金給付額 アニュイティー収入	プライベート・エクイティのキャピタル・コール 退職費用(3年) 医療費費(3年) 利用可能な信用枠
老後用 85%	老後用	老後用 70%	老後用
老後用投資ポートフォリオ 大学入学準備 疾病・障害への備え 公的年金 私的年金 アニュイティー 個人の住宅 人材	住宅ローン 銀行ローン 老後の支出ニーズ 退職時の医療費ニーズ 将来の長期看護ニーズ 子供の大学教育費	老後用ポートフォリオ 長期ケアプラン 公的年金 私的年金 アニュイティー 個人の住宅	老後の支出ニーズ 退職時の医療費ニーズ 長期介護の準備
資産承継用 10%	資産承継用	資産承継用 20%	資産承継用
生命保険 老後用投資ポートフォリオ		生命保険 資産承継用ポートフォリオ 休暇用住宅 集中型投資 ドナー・アドバイザー・ファンド (寄贈者の助言に基づき、 資金をNPOに再分配するファンド)	子供の住居用ローン 休暇用住宅ローン 遺産寄付の宣誓 ブランド・ギビング(計画的な寄贈) 遺産税

出所:UBS

* Liquidity. Longevity. Legacy.の意味は、流動性を確保し(Liquidity)、老後に備え(Longevity)、資産承継を準備する(Legacy)。

* 時間軸は様々です。戦略はお客様の長期目標、中期目標、適合性によって変わります。このアプローチは、資産構築あるいは何らかの投資利益の達成を約束または保証するものではありません。

Liquidity. Longevity. Legacy. の利点

1 他のアプローチよりもパフォーマンスがよい

Liquidity. Longevity. Legacy.アプローチの基本的な利益は、投資家が、正しい資産配分戦略を、正しいタイミングで選択しやすいという点である。正しい資産配分の選択は取るに足りないことに聞こえるかもしれないが、それは違う。たとえば、投資家は債券に資産配分しているときに人材や年金給付額といった資産を考慮することはあまりなく、必要以上に債券を含む、最善ではないポートフォリオを保有する。

その影響は現実として表れている。我々の試算によると、ポートフォリオに株式が占める比率を、債券に対してわずか10%ポイント引き上げだけでも、年率リターンは平均で0.5%上昇する。もちろん、リスクは適切に管理しなければならない。リターンが毎年0.5%ずつ上昇するとしても、その結果、退職期間が始まった時に、家計がシークエンス・リスクを抱えたとすれば、それほど価値があるとは言えない。シークエンス・リスクとは、定年退職直後に保有資産が大幅なマイナス・リターンに見舞われることで退職後の計画が頓挫し、投資家が資金不足に陥るリスクのことだ。Liquidity. Longevity. Legacy.戦略が非常にうまく言っている一つの理由はこの点にある。この戦略は、ライフサイクルの全体を通じて、自然な形でリスクを適宜上下させる。

我々は、モンテカルロ分析(乱数を用いたシミュレーションを何度も行って、近似的な解を得る数値計算の手法)を用いて、年齢が45歳の夫婦のLiquidity. Longevity. Legacy.について、(1)資産配分固定型のバランス型ポートフォリオ戦略と(2)「100年一年齢」戦略という、よく用いられる2つの資産配分戦略を比較した。モンテカルロ分析は、投資家が数年および数十年の期間で経験しそうな投資リターン、資金の預け入れ、引き出しに関するシミュレーションを提供する。モンテカルロ・シミュレーションを投資計画に採用することで

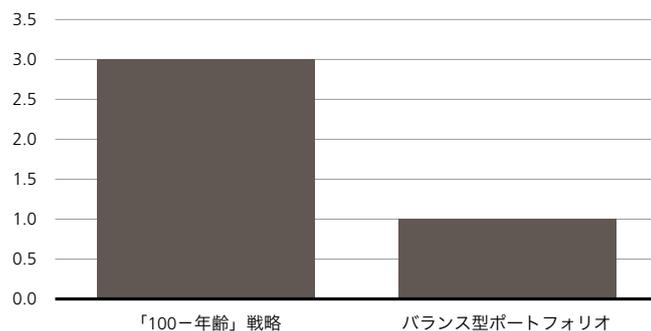
投資リターンの変動性を計算し、様々な市場環境で投資が成功する確率をより正確に算出できる。

Liquidity. Longevity. Legacy.アプローチは、資産配分固定型のバランス型ポートフォリオに比べて年率およそ1%高いリスク調整後リターンを実現できることがわかった。「100年一年齢」戦略と比べたLiquidity. Longevity. Legacy.のパフォーマンスはこれよりもはるかに大きく、平均で年率3%を超える。その主な理由は、「100年一年齢」戦略の場合、夫婦が50代や60代の時にこのルールを適用すると、あまりに保守的なポートフォリオをつくることになるからだ(図表7参照)。

図表7

Liquidity. Longevity. Legacy.は他の戦略よりも良好な成果を得やすい

シミュレーションで算出されたLiquidity. Longevity. Legacy.アプローチを各戦略と比較した場合の追加リターン(アルファ、%)



注記：パフォーマンスは本文で説明されているシナリオでシミュレーションを行った結果です。算出された追加リターン(アルファ)は、ポートフォリオを正味現在価値ベースでLiquidity. Longevity. Legacy.戦略に適合させた場合の年間アウトパフォーマンスを試算したものです。「100年一年齢」とは、投資家の株式保有比率を、「100-その人の年齢」%に一致するように、年に1度調整するということです。たとえば、65歳の方は35(100-65)%を株式で保有します。「バランス型」ポートフォリオとは、投資家の年齢やライフステージと関係なく「株式60%/債券40%」の配分を保つということです。
出所：UBS (2017年8月1日現在)

* Liquidity. Longevity. Legacy.の意味は、流動性を確保し(Liquidity)、老後に備え(Longevity)、資産承継を準備する(Legacy)。

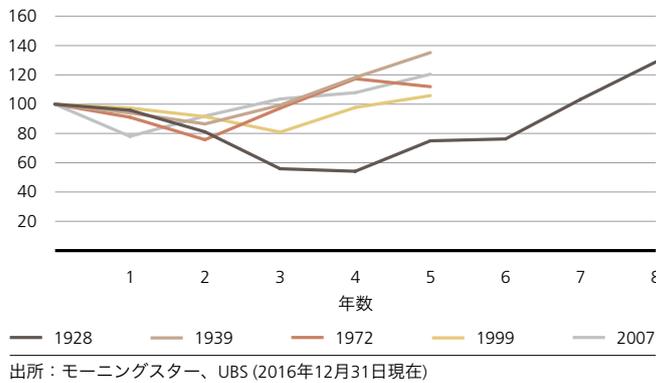
* 時間軸は様々です。戦略はお客様の長期目標、中期目標、適合性によって変わります。このアプローチは、資産構築あるいは何らかの投資利益の達成を約束または保証するものではありません。

他の戦略が通常はLiquidity. Longevity. Legacy. アプローチを上回れないのは、投資家の目標や目的(生涯でいくら使いたいのか等)達成に向けた投資判断を効果的に行えないからだ。今日(あるいは近いうちに)に使いたい資産と、10年、20年、あるいは30年後に使うことを目的としている資産(ただし、少なくとも生涯

の間に使うことはまず間違いない)との間には区別がまったく、あるいはほとんどない。金融資産の目的は具体的ではなく抽象化されている。その結果、投資と資産配分に関する判断が、投資家の将来目的とリスク許容度にそぐわず、時間の経過とともに、ポートフォリオが最善ではなくなってくる。

2 資産の分類が弱気相場を乗り切る鍵

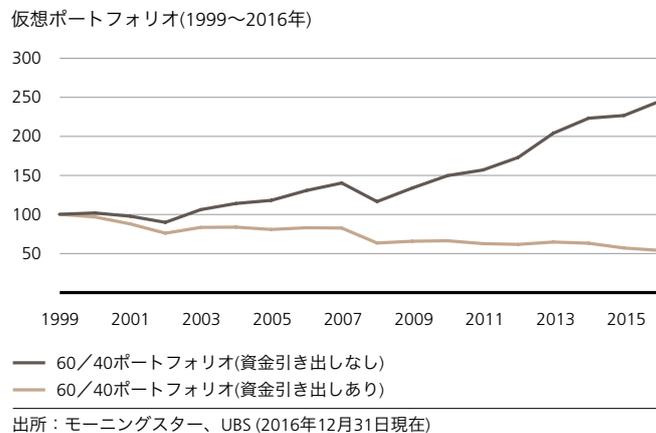
図表8
大半の株式相場の急落は4年以内に回復している
米国株式相場の調整、下落と回復までの期間(年数)



株式相場下落が好きでない投資家はほとんどいないが、現役期間中の下落相場は、低価格で投資できる重要な機会になることが多い。下落相場は心理的にはつらいものの、長期的には資産拡大の機会となり得る。

退職者、および退職者向けのポートフォリオ・マネジャーほど厳しい試練を抱えている。退職者は、定義上、弱気相場の時にポートフォリオに追加するための給与収入を得られない。むしろ、収入を得るために自らのポートフォリオに依存する。退職直後の弱気相場は、ポートフォリオからの資金の分配もあり、シークエンス・リスクにつながるおそれがある。

図表9
1999年に退職した人のポートフォリオは
シークエンス・リスクにさらされた



たとえば、過去90年間で、投資家は複数年にわたる相場下落を5回経験してきた。具体的には、1928年、1939年、1972年、1999年、2007年に始まった下落である。1928年に始まった大恐慌時代の下げ相場の規模が圧倒的に大きかった。米国債に30%、米国株式に70%を配分する成長型ポートフォリオの価値は半分になり、その後完全に回復するまで7年かかった。1939年、1972年、1999年、2007年には、規模こそ小さかったものの下落率は20~30%に達し、その後3~4年かかり、漸く回復した(図表8参照)。

2000年に始まったITバブルの崩壊は、投資家にとってみれば、シークエンス・リスクが顕在化した最新の事例である。「株式60%対債券40%」で、当初は5%の分配(インフレ調整後)を想定した1999年退職者のポートフォリオの価値は、その半分まで下落し、退職者が支出を抑制しなかったとすると、毎年13%を引き出す事態となっている(図表9参照)。

* Liquidity. Longevity. Legacy.の意味は、流動性を確保し(Liquidity)、老後に備え(Longevity)、資産承継を準備する(Legacy)。
* 時間軸は様々です。戦略はお客様の長期目標、中期目標、適合性によって変わります。このアプローチは、資産構築あるいは何らかの投資利益の達成を約束または保証するものではありません。

Liquidity. Longevity. Legacy.アプローチは、シークエンス・リスクを緩和できる。投資家は、相場の下落時に流動性戦略の資産を使えるからだ。その結果、老後戦略に回してある資産をやむを得ず売って支出ニーズを満

たすのではなく、価格が回復するまで待つことができる。過去80年の我々の分析によると、Liquidity. Longevity. Legacy.戦略をとることで、毎回の下げ相場で年率0.25%の追加リターンを得られていたことになる。

3 税引き後のリターンを重視する

ポートフォリオ管理の点から見逃せない要素は、税への意識だ。税引き前リターンが高いほど、税引き後のリターンの悪化が大きく見えるので、事実上すべての投資家は、税引き後のリターンを最大化するために、自国で適用されている税法の解釈が必要である。

資産をLiquidity(流動性用)、Longevity(老後用)、Legacy(資産継承用)に分けることで、最終的な資産の使用に基づき、税を意識したポートフォリオの管理が可能だ。とりわけ、老後用と承継用の資産は、最終的な資産の税の扱いが異なった場合、別の方法で投資することができる。

たとえば、現在の米国の税法によると、遺産の受取人は、承継用資産を引き渡し時の時価で相続する(Step-up in cost basis)。つまり、資産の譲渡段階で、その資産にあった納税義務(購入時からのキャピタルゲイン)が事実上消えることになる。したがって、資産譲渡時点で得られるこの「税アルファ」の存在によって、米国の投資家にとっては、承継資産の中にキャピタルゲインを積み上げることが非常に重要になる。過度にアクティブな(頻りに売買をする)ファンド・マネジャーはなるべく利用しない方がよいわけだ。

他の国や地方政府についても、様々な対応策が必要となるが、投資ポートフォリオを構築し、運用する際には常に税引き後のリターンに注意する必要がある。さらに、年金の税処理、所得対キャピタルゲイン、保険金の受け取り、およびその他様々なタイプの投資口座や商品構造も考慮に入れなければならない。Liquidity. Longevity. Legacy.アプローチは、複雑さを克服し、投資家が資産の目的に基づいて税処理方法を改善するのに有益である。

* Liquidity. Longevity. Legacy.の意味は、流動性を確保し(Liquidity)、老後に備え(Longevity)、資産承継を準備する(Legacy)。

* 時間軸は様々です。戦略はお客様の長期目標、中期目標、適合性によって変わります。このアプローチは、資産構築あるいは何らかの投資利益の達成を約束または保証するものではありません。

4 行動ファイナンスの適用でパフォーマンスの改善を図る

20世紀の傑出した投資家、ベンジャミン・グレアムは「投資家にとって最大の問題であり、最大の敵でさえあるのは、自分自身であることが多い」と看破した。投資家は、取引を頻繁にやり過ぎ、リターンを追いかけ回し、パニックに陥り、高値買いと安値売りを繰り返しては、結局低パフォーマンスに陥るのだ。

たとえば、ブラッド・バーバラとテランス・オディーンは、「トレーディングはあなたの資産にとって有害である」と題した論文⁶の中で、平均的な家計は、毎年株式ポートフォリオの75%以上を入れ替え、年率1.5%パフォーマンスを下げている」事実を見いだした。ミューチュアル・ファンド投資家の売買の意志決定に注目した我々の分析によると、2007年4月から2016年3月までの間で、株式を中心に運用するファンドの投資家は、ファンド自身のパフォーマンスを、年間で0.9%アンダーパフォームしている。誤解のないように指摘しておく、0.9%のアンダーパフォーマンスとなった原因は、特定のファンド自体のパフォーマンスではなく、完全に、そのファンドをいつ買っていつ売るか、のタイミングの誤りである。行動ギャップの方

がはるかに大きいと考える研究者がいる一方で、我々は、タイミングと資金流入の規模を考慮するという保守的な手法を用いている。

感情的な行動は大きなコストを伴うが、これを最小化する一つの方法は、リバランスなどの規律の取れたアプローチを確立することだ。パフォーマンスが最も高い資産クラスを売却して、最も悪い資産クラスを購入することは直感に反するかもしれないが、我々の分析によると、Liquidity. Longevity. Legacy.のフレームワーク内で厳格なリバランス・アプローチを確立すると、年率0.8%の追加リターンが得られることがわかっている。

Liquidity. Longevity. Legacy.フレームワークは、我々自身の感情的なバイアス(先入観)をすべて解決する万能薬ではないが、市場が停滞・混乱している時に投資家が頼ることのできる、意思決定の具体的な枠組みを提供する。市場の動きに合わせて短期売買を繰り返すのではなく、投資上の大きな決断を投資家の具体的な目標と目的に組み込むことによって、このフレームワークは厳しい投資環境下で行動するための指針を提供する。

* Liquidity. Longevity. Legacy.の意味は、流動性を確保し(Liquidity)、老後に備え(Longevity)、資産承継を準備する(Legacy)。

* 時間軸は様々です。戦略はお客様の長期目標、中期目標、適合性によって変わります。このアプローチは、資産構築あるいは何らかの投資利益の達成を約束または保証するものではありません。

Liquidity. Longevity. Legacy. 戦略を管理する

本章では、Liquidity. Longevity. Legacy. (流動性、老後、資産承継) 戦略にどの程度配分し、管理すればよいのかを掘り下げて考える。各戦略を正確に管理した場合とそうしなかった場合では、目標の達成度と純資産で非常に大きな差が生じかねない。

自分、家族、そして残される人々の生活

自分の目標は、投資と相続計画に関するほぼすべての判断の基礎を構築する。目標を設定し、それを随時見直していくには、自分はどのようなライフスタイルを望んでいるのか、そして、残される人々の生活をどう改善したいのかを自問するという慎重な行動が求められる。自宅のリフォームや売却、大学の学費の支払い、慈善団体への寄付など、一部の目標はすぐに認識できる。一方、将来の健康問題に備えるといった目標は、子供たちにとっての負担とはならないが、こちらの方が曖昧かもしれない。

自分の目標と目的を定めることは、それがどの程度明確かどうかは別として、地図の上にポイント地点を書き込むようなものだ。これは、これからの充実した人生を送るための計画に必要なプロセスだ。Liquidity. Longevity. Legacy. アプローチは、投資家がこうしたポイントに基づいて保有資産と資源を(今後可能な限り長きにわたって)効果的に配分することで、投資の成功における運の要素を低下させ、適切な判断をサポートすることを目標とする。

* Liquidity. Longevity. Legacy. の意味は、流動性を確保し(Liquidity)、老後に備え(Longevity)、資産承継を準備する(Legacy)。

* 時間軸は様々です。戦略はお客様の長期目標、中期目標、適合性によって変わります。このアプローチは、資産構築あるいは何らかの投資利益の達成を約束または保証するものではありません。

1 Liquidity - 流動性戦略

流動性戦略は、今後2～5年の支出をまかなえるほどの資産と資源で構成されている。

目的	今後2～5年の支出ニーズを満たす資産と資源を提供すること
規模設定の基準	支出目標の正味現在価値
割引率	現地のキャッシュレートまたは短期債利回り
資産および資源	キャッシュ、現金等価物、高格付債、給与・賃金収入、年金収入、アニュイティー収入

流動性戦略は、投資家が短期的な支出目的で使うことを計画している資産で構成されている。この戦略は外部収入の代替となる。投資家は、給与収入を得ていて日々の支出ニーズを満たせる場合には、流動性戦略(臨時の出費は想定していない)に投資資産を持つ必要はない。一般には、投資家が退職までに流動性戦略を本格的に利用することはない。退職すると、年金やアニュイティーなどの収入源ではカバーできない支出を賄うために、流動性戦略で投じていた投資部分の規模を調節する必要がある。

流動性戦略の適当な規模は、老後戦略で取られるリスクに依存する。「資産の分類が弱気相場を乗り切る鍵」で論じたように、我々は、流動性戦略を、シークエンス・リスク(定年退職直後に保有資産が大幅なマイナス・リターンに見舞われることで退職後の計画が頓挫し、投資家が資金不足に陥るリスク)の影響を十分低下させることのできる規模にしておきたい。一般論としては、インカムまたは利回り重視の資産を老後戦略に保有している投資家は2年間の支出ニーズ分の資金を、老後戦略にバランス型ポートフォリオを保有している投資家は3年間の支出ニーズ分の資金をそれぞれ流動性戦略に入れることを検討するとよい。そして、老後戦略に成長型ポートフォリオを保有している投資家は、4年間の支出ニーズ分が妥当と考える。

* Liquidity. Longevity. Legacy.の意味は、流動性を確保し(Liquidity)、老後に備え(Longevity)、資産承継を準備する(Legacy)。

* 時間軸は様々です。戦略はお客様の長期目標、中期目標、適合性によって変わります。このアプローチは、資産構築あるいは何らかの投資利益の達成を約束または保証するものではありません。

低金利環境では、投資家は支出ニーズの全額近くを流動性戦略に充当しておく必要があるだろう。しかし、流動性戦略のリターンが低いとしても、投資家に安定した収入源を供給し、他のポートフォリオで安心して高いリスクを保持できるという重要な目的を果たしている。老後戦略には、資産を成長させるという役割を担う。こうした様々な目的を混同すると最善の配分にならないため、流動性戦略には高リスク、高リターンの投資商品进行を避けるよう推奨する。

我々が推奨する流動性戦略のポートフォリオは、1年分のキャッシュに、債券による3年のラダー型ポートフォリオを組み合わせ、短期債の償還金で支出に必要な資金を充当するものだ(図表10参照)。

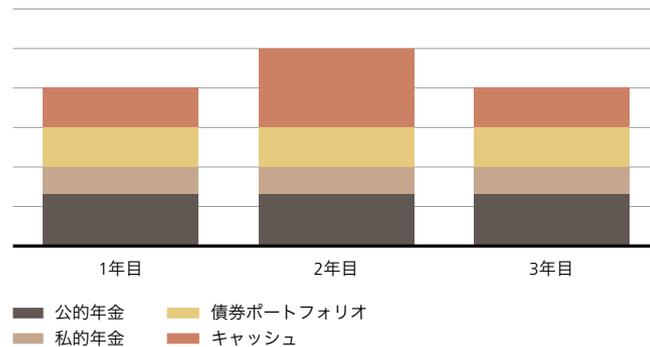
入手可能であれば、「満期確定債券ミューチュアル・ファンド」と上場投資信託(ETF)は、個別債券の運用を望まない投資家には選択肢となる。⁷こうしたファンドは、目標償還日が明示的に定められているので、投資家は限られた数のファンドを購入して、分散した債券ラダーを構築できる。たとえば、投資家は2018~2020年の支出向けの資産を提供するために、2018年、2019年、2020年満期のファンドを購入できる。

満期確定債券ファンドは、単純化されているという利便性があるものの、目につく欠点がある。たとえば、債券ファンドを保有する投資家は、ポートフォリオの特徴とキャッシュフローのタイミングについて、

図表10

流動性資産は支出計画に合わせる

3年間の収入源別支出内訳(予想)



出所：UBS

顧客のニーズに応じて構築された債券ラダーほどの柔軟性を実現できない。その一方で、資産額が小さくないと、個別債券の購入で十分な分散を実現するのは難しいかもしれない。債券ファンドは、この分散を実現するのに効果的な方法である。実際に戦略を決める際にはこうしたトレードオフ(二律背反)を考慮しなければならない。

債券ラダーだけが流動性戦略の方法ではない。最も重要な基準は、資産が流動的で、価格が十分に安定していることだ。利回りを求めてリスクの高い投資商品に向かいなくなるかもしれないが、「支出ニーズに合わせてインカム資産と安全資産を確保する」という流動性戦略の目的を念頭に管理すべきだ。

* Liquidity. Longevity. Legacy.の意味は、流動性を確保し(Liquidity)、老後に備え(Longevity)、資産承継を準備する(Legacy)。

* 時間軸は様々です。戦略はお客様の長期目標、中期目標、適合性によって変わります。このアプローチは、資産構築あるいは何らかの投資利益の達成を約束または保証するものではありません。

2 Longevity - 老後戦略

老後戦略は、投資家の生涯の目標と目的達成に向けた資産と資源で構成されている。

目的	生涯の支出ニーズに向けた資産と資源を提供する(流動性戦略の対応を超えた期間、退職後)
規模設定の基準	予想される生涯支出見込み額の正味現在価値、または成功率を高めるために必要な価値を計算するシミュレーションで算出された金額
割引率	長期金利相当
アプローチ	マルチアセット・クラス型ポートフォリオ。年金、疾病・障害への備え、長期介護保険などの資産を含む

老後戦略では、投資家が生涯の生活費として計画している資産を含むポートフォリオを保有する。このポートフォリオの規模は、予想される支出額をもとに設定される。つまり、年間5万米ドルを使う投資家は、年間50万米ドルを使う投資家よりも少ない老後戦略資産を保有し、80歳の投資家は、最近退職したばかりの60歳の投資家よりも少ない資産を保有するのが一般的だ。

老後戦略の目的が資産の長期成長であるため、リスクをやや積極的に取る資産配分となるのが通例だ。しかし、流動性戦略よりもリスクの高い、あるいは低い老後戦略のポートフォリオを選ぶ投資家もいるだろう。もちろん、それぞれにトレードオフがある。保守的な老後戦略を取るということは、投資家が生涯支出ニーズを満たすための資産を多く確保しなければならないことを本来意味するが、リスクを積極的に取るポートフォリオを構築すると、持続的な資金減少の可能性が高まってしまう。我々の分析によると、バランス型のポートフォリオは、適正な規模の流動性戦略との組み合わせで、こうした様々なリスクに対処できることがわかっている。

退職直前には、投資家は自分の全資産またはほとんどすべての資産を老後戦略に配分してしまっているかもしれない。退職前後には、流動性戦略と老後戦略の組み合わせにより、十分な分散投資ポートフォリオを形成することが多い。これはシークエンス・リスク(定年退職直後に保有資産が大幅なマイナス・リターンに見舞われることで退職後の計画が頓挫し、資金不足に陥るリスク)の影響の緩和に適切なポジショニングである。このリスクを回避することは重要性から、下落相場に捕まりにくい投資戦略と投資商品も老後戦略の優れた候補ともなる。

* Liquidity. Longevity. Legacy.の意味は、流動性を確保し(Liquidity)、老後に備え(Longevity)、資産承継を準備する(Legacy)。

* 時間軸は様々です。戦略はお客様の長期目標、中期目標、適合性によって変わります。このアプローチは、資産構築あるいは何らかの投資利益の達成を約束または保証するものではありません。

資産配分の点からは、キャッシュまたは短期債券は老後戦略の目標達成に寄与することはまずない。キャッシュと短期債は長期投資家にはリスクが高い。これは長期債が短期投資家にとってリスクが高いことのまさに裏返しである。長期債は、短期的には価格変動が激しいものの、長期インフレ連動債が将来どこかの時点で提供する購買力に、投資家は高い確信を抱いている。しかし、キャッシュの長期ポジションに同じことは言えない。

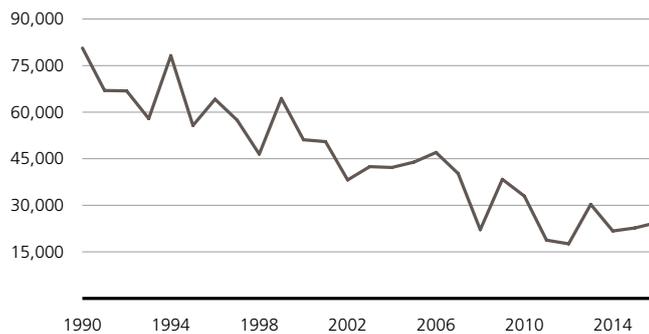
たとえば、2006年には、100万米ドルのキャッシュを米国債市場に投じていれば、投資家はその利息収入で、およそ4万7,000米ドルの購買力を生んだ。現在は、同じ100万米ドルで約2万3,000米ドルの買い物しかできない(図表11参照)。キャッシュを保有して債券を買うのを待つという2006年の戦略は、2017年に5万米ドルを必要としている投資家には非常に危険だった。

これと同じくらい重要な点として、老後戦略は、人材や公的・私的年金、長期ケアプラン、疾病・障害への備え、居住用住宅、その他将来、生存期間中に投資家に提供される福利などの、取引不能な資産を含むことを意図して構築される。

図表11

100万米ドルからの期待収入が劇的に減少

100万米ドルで米10年国債を購入した時の年利息収入(単位：米ドル)



出所：ブルームバーグ、UBS (2016年12月31日現在)

* Liquidity. Longevity. Legacy.の意味は、流動性を確保し(Liquidity)、老後に備え(Longevity)、資産承継を準備する(Legacy)。

* 時間軸は様々です。戦略はお客様の長期目標、中期目標、適合性によって変わります。このアプローチは、資産構築あるいは何らかの投資利益の達成を約束または保証するものではありません。

3 Legacy - 資産承継戦略

資産承継戦略は投資家の
余剰資金を運用する。

目的	遺産贈与、慈善活動、および遺産相続計画
規模設定の基準	投資家が生涯目標の達成に必要な額を超える資産
割引率	n/a
アプローチ	価値を重視する、非流動性プレミアム付きの修正エンダウメント(大学寄付金基金)モデル

資産承継戦略は、投資家の余剰資金を運用する。流動性戦略と老後戦略で必要な資産がすべて充足すると、それを超える資産は資産承継戦略に隔離される。この区分には重要な理由があり、その多くは投資上だけでなく人の行動に関連したものだ。

重要なのは、資産を今後どう利用するのかが明確になるという点だ。投資家は自らのバランスシートを見つめ直し、流動性戦略と老後戦略には、自らが人生の残りの期間で必要とする資産が用意されているかどうかを、かなりの高い確信をもって確認できる。こうした観点が重要なのは、資産承継戦略のリスクについて考えるときには、投資家の思考態度が変わるからだ。数年、あるいは数十年にわたって成長することを期待されているポートフォリオには、日々の価格変動はほとんど関係がないため、投資家はそうしたことを考慮することなく、長期で優れた税引き後パフォーマンスを提供する粘り強く資産を保有する戦略に集中できる。

資産承継戦略で特に重要な要素は、効果的な世代間譲渡だ。資産承継戦略はどう配分すべきだろうか？この点については、成功した大学エンダウメント(大学寄付金による基金)を手本にできるが、税効果については戦略を調整する必要がある。⁸平均的な大学のエンダウメントは、資産のかなりの部分を流動性の低い資産(ヘッジファンド、プライベート・エクイティ、個人不動産など)に配分するという積極(リスクを積極的に取る)運用のポートフォリオを保有している。多くのエンダウメントは、上場株式ポートフォリオの運用でも非常に積極的だ。

* Liquidity. Longevity. Legacy.の意味は、流動性を確保し(Liquidity)、老後に備え(Longevity)、資産承継を準備する(Legacy)。

* 時間軸は様々です。戦略はお客様の長期目標、中期目標、適合性によって変わります。このアプローチは、資産構築あるいは何らかの投資利益の達成を約束または保証するものではありません。

もちろん、課税される投資家は、税引き後のリターンを最適化するために、従来のエンダウメント戦略を修正する必要がある。税制は国や地方によって異なるが、要するに、税引き前リターンが税引き後にかなり悪くなる可能性があるのだ(米国を基準とした場合の例は図表12参照)。

多くの投資家とその家族は、資産承継の目的を達成すべく適切な資産配分を選択するが、それ以外にも、自らの資産承継戦略に、特定の目的を持った、標準的ではない投資戦略も多く組み入れるだろう(たとえば、米国の場合、ドナー・アドバイズド・ファンド(寄贈者の助言に基づくファンド)、私的な基金、非上場の事業等)。

図表12

高リターンは税引き後にはかなり悪く見える可能性がある

15年トータルリターンと税コスト比率(単位:%)

資産クラス	年率トータルリターン	税コスト比率	税引き後リターン
地方ハイイールド債	4.39	0.00	4.38
中期地方債	3.68	0.04	3.56
米大型株ブレンド	8.42	0.82	6.70
不動産	9.99	1.66	7.69
社債	5.47	1.67	3.52
新興国債券	9.57	2.45	6.56
ハイイールド債	7.83	2.55	4.97

*モーニングスターは、様々な時間軸で、販売手数料調整後、および税調整後のリターンを用い、税コスト比率を社内で毎月計算している。「税コスト比率」は、分配金に投資家が支払う税額分でファンドの年率リターンがどれだけ減額になるかを測定する。

出所:モーニングスター・ダイレクト、UBS (2017年8月10日現在)

* Liquidity. Longevity. Legacy.の意味は、流動性を確保し(Liquidity)、老後に備え(Longevity)、資産承継を準備する(Legacy)。

* 時間軸は様々です。戦略はお客様の長期目標、中期目標、適合性によって変わります。このアプローチは、資産構築あるいは何らかの投資利益の達成を約束または保証するものではありません。

結論

我々は、分析と観察に基づき、流動性を確保し(Liquidity)、老後に備え(Longevity)、資産承継を準備する(Legacy)というLiquidity. Longevity. Legacy.アプローチが、投資家の資産管理にとって非常に高い効果を発揮すると判断する。本レポートでは、このアプローチに対して技術面と投資行動面について説明したが、我々の実際の経験がさらにそれを裏付けている。

過去4年間で、我々はこのLiquidity. Longevity. Legacy.アプローチに基づいて、多くの投資家とその家族に説明し助言してきた。その成果は上々だ。このフレームワークを採用することで、多くの投資家は、これまで明確に定義されてこなかった資産承継戦略に注目すべきだということに気がついた。他の投資家は、投資内容を自らの目的にうまく一致させるために資産配分を変更した。

我々の目標は単純明快である。資産を使って投資家がいかにそれぞれの目的を達成させることができるのかを理解できるようサポートすることだ。これは、ウェルス・マネジメントに対する目的重視のアプローチだ。現在のライフスタイルを維持するためにはどうすべきか？自分のライフスタイルを改善するためにはどうすべきか？他の人々の生活を改善するために自分はどうすべきか？このLiquidity. Longevity. Legacy.アプローチは、こうした疑問に対する答えを提供してくれるだろう。

* Liquidity. Longevity. Legacy.の意味は、流動性を確保し(Liquidity)、老後に備え(Longevity)、資産承継を準備する(Legacy)。

* 時間軸は様々です。戦略はお客様の長期目標、中期目標、適合性によって変わります。このアプローチは、資産構築あるいは何らかの投資利益の達成を約束または保証するものではありません。

参考文献・関連文献一覧

Babylonian Talmud: Tractate Baba Mezi'a, folio 42a.

Baredes, Matthew and Michael Crook. "Frequently Asked Questions about Liability Driven Investing." Investment Strategy Insights, UBS, 2014.

Blanchett, David and P. Kaplan. "Alpha, Beta, and Now... Gamma." The Journal of Retirement, Vol. 1, No. 2 (2013), pp. 29-45.

Blanchett, David, and Philip Straehl. "No Portfolio is an Island." Financial Analysts Journal, Vol. 71, No. 3 (May/June 2015), pp. 15-33.

Chhabra, Ashvin B. "Beyond Markowitz: A Comprehensive Wealth Allocation Framework for Individual Investors." The Journal of Wealth Management, Vol. 7, No. 4 (2005), pp. 8-34. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=925138>.

DeMiguel, V., L. Garlappi and R. Uppal. "Optimal versus naïve diversification: how inefficient is the 1/N portfolio strategy?" Review of Financial Studies, Vol. 22, No. 5 (2008), pp. 1915-1953.

Dichev, Ilia. "What are stock investors' actual historical returns? Evidence from dollar-weighted returns." American Economic Review, Vol. 97, No. 1 (2007), pp. 386-401.

Graham, Benjamin and David Dodd. *The Intelligent Investor*. New York, NY: Harper & Brothers, 1949.

Huggert, Mark and Greg Kaplan. "How large is the stock component of human capital?" NBER Working Paper No. 21238, 2015.

Ibbotson, R., M.A. Milevsky, P. Chen, and K. Zhu. "Lifetime Financial Advice: Human Capital, Asset Allocation and Insurance." The Research Foundation of the CFA Institute, 2007.

Leibowitz, Martin L. "Pension Asset Allocation Through Surplus Management." Financial Analysts Journal, Vol. 43, No. 2 (March/April 1987), pp. 29-40.

Leibowitz, Martin L., and Roy D. Henriksson. "Portfolio Optimization Within a Surplus Framework." Financial Analysts Journal, Vol. 44, No. 2 (March/April 1988), pp. 43-51.

Markowitz, H. M. "Portfolio selection," The Journal of Finance, Vol. 7, No. 1 (1952), pp. 77-91.

Milevsky, Moshe. *Are You a Stock or a Bond? Identify Your Own Human Capital for a Secure Financial Future*, 2nd ed. Upper Saddle River, NJ: FT Press, 2013.

Pfau, Wade D., and Michael E. Kitces. "Reducing Retirement Risk with a Rising Equity Glide Path." Journal of Financial Planning, Vol. 27, No. 1 (2014), pp. 38-45.

Sharpe, William F., and Lawrence G. Tint. "Liabilities: A New Approach." Journal of Portfolio Management, Vol. 16, No. 2 (1990), pp. 5-10.

Sharpe, William F. "Budgeting and Monitoring Pension Fund Risk." Financial Analysts Journal, Vol. 58, No. 5 (September/October 2002), pp. 74-86

Thaler, Richard. "Mental Accounting Matters." Journal of Behavioral Decision Making, Vol. 12, No. 3 (1999), pp. 183-206.

Tversky, Amos and Daniel Kahneman. "Loss aversion in riskless choice: a reference-dependent model." The Quarterly Journal of Economics, Vol. 106, No. 4 (1991), pp 1039-1061.

Waring, M. Barton. "Liability-Relative Investing: Be Dual-Duration Matched and on the Surplus Efficient Frontier." Journal of Portfolio Management, Vol. 30, No. 4 (2004), pp. 8-20.

Waring, M. Barton. "Liability-Relative Investing II." Journal of Portfolio Management, Vol. 31, No. 1 (2004), pp. 40-53.

巻末の注

- 1 Your Wealth & Life: Goals-Based Wealth Management, Q1, 2015.
- 2 Crook, Michael. "Total Wealth Allocation: Liquidity, Longevity, and Legacy," The Journal of Wealth Management, Winter 2015, Vol. 18, No. 3: pp. 18-26 DOI: 10.3905/jwm.2015.18.3.018
- 3 DeMiguel V., L. Garlappi and R. Uppal (2008), Optimal versus naïve diversification: how inefficient is the 1/N portfolio strategy?, Review of Financial Studies, 1915-1953
- 4 Leibowitz (1987), Leibowitz, Martin L, and Henriksson (1988), Sharpe and Tint (1990) are important foundational articles. More recently, Waring (2004a) and Waring (2004b) are fully-developed explorations of liability relative allocation policies for pension funds.
- 5 Ibbotson et al (2007), Milevsky (2012), Blanchett and Straehl (2015) and Huggett and Kaplan (2015) provide a good background in regard to quantifying the size and characteristics of human capital.
- 6 Barber, Brad M., and Terrance Odean, 2000, Trading is hazardous to your wealth: The common stock investment performance of individual investors, Journal of Finance 55, 773–806.
- 7 For more information see Perlman, David. "Exchange-traded funds: Target maturity ETFs," UBS WMA, February 13, 2015.
- 8 Geddes, Patrick and Goldberg, Lisa R. and Bianchi, Stephen W., "What Would Yale Do If It Were Taxable?" (June 8, 2014). Financial Analysts Journal, Vol. 71, No. 4, 2015. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=2447403> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2447403>

Liquidity. Longevity. Legacy. ディスクレーマー

時間軸は様々です。戦略はお客様の長期目標、中期目標、適合性によって変わります。このアプローチは、資産構築あるいは何らかの投資利益の達成を約束または保証するものではありません。

免責事項と開示事項

本レポートは、UBS CIO ウェルスマネジメントリサーチが作成したリサーチレポートをもとに、UBS証券株式会社が作成したものです。なお、本レポートは、UBS証券株式会社(以下、「当社」)のほか、その業務委託先であるUBS銀行東京支店を通じて配布されることがあります。本レポートは情報提供のみを目的としたものであり、投資やその他の特定商品の売買または売買に関する勧誘を意図したものではありません。本レポートに掲載された情報や意見はすべて当社が信頼できると判断した情報源から入手したものです。その正確性または完全性については、明示・黙示を問わずいかなる表明もしくは保証もいたしません。本レポートに掲載されたすべての情報、意見、価格は、予告なく変更される場合があります。UBS AG(以下、「UBS」)およびUBSグループ内の他の企業(またはその従業員)は随時、本レポートで言及した証券に関してロングまたはショート・ポジションを保有したり、本人または代理人として取引したりすることがあります。あるいは、本レポートで言及した証券の発行体または発行体の関連企業に対し、助言または他のサービスを提供することもあります。一部の投資は、その証券の流動性が低いためにすぐには現金化できない可能性があり、そのため投資の価値やリスクの測定が困難な場合があります。先物およびオプション取引はリスクが高いと考えられ、また、過去の実績は将来の運用成果等の指標とはなりません。一部の投資はその価値が突然大幅に減少する可能性があり、現金化した場合に損失が生じたり、追加的な支出が必要になったりする場合があります。また、為替レートの変動が投資の価格、価値、収益に悪影響を及ぼす可能性があります。当社は、お客様固有の投資目的、財務状況、ニーズを考慮に入れることはできません。金融商品・銘柄の選定、投資の最終決定は、お客様ご自身のご判断により、もしくは、自ら必要と考える範囲で法律・税務・投資等に関する専門家にご相談の上でのお客様のご判断により、行っていただきますようお願いいたします。

金融商品取引法による業者概要及び手数料・リスク表示

商号等:UBS証券株式会社 金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第2633号

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

UBS証券株式会社における国内株式等の売買取引には、ウェルスマネジメント本部のお客様の場合、約定代金に対して、最大1.00%(税抜)、外国株式等の売買取引には、約定代金に対して最大1.25%(税抜)の手数料が必要となります。ただし、金融商品取引所立会内取引以外の取引(店頭取引やトストネット取引等の立会外取引、等)を行う場合には、個別にお客様の同意を得ることによりこれらの手数料を超える手数料を適用する場合があります。この場合の手数料は、市場状況、取引の内容等に応じて、お客様と当社の間で決定しますので、その金額等をあらかじめ記載することはできません。インベストメント・バンク部門のお客様については、お客様ごとの個別契約に基づいて手数料をお支払いいただくため、手数料の上限額や計算方法は一律に定められておりません。国内株式等の売買取引では手数料に消費税が加算されます。外国株式の取引には国内での売買手数料の他に外国金融商品市場での取引にかかる手数料、税金等のお支払いが必要となります。国により手数料、税金等が異なります。株式は、株価の変動により損失が生じるおそれがあります。外国株式は、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。不動産投資信託は、組み入れた不動産の価格や収益力などの変化により価格が変動し損失が生じるおそれがあります。

当社において債券(国債、地方債、政府保証債、社債、等)を当社が相手方となりお買い付けいただく場合は、購入対価のみお支払いいただきます。債券は、金利水準の変動等により価格が上下し、損失を生じるおそれがあります。外国債券は、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。

当社における投資信託のお取引には、直接的にご負担いただく手数料として申込手数料があり、申込代金に対して上限3.00%(税抜)です。間接的にご負担いただく手数料として運用報酬(信託報酬)があり、各ファンドの平均純資産額の年率2.34%(上限)(ファンドごとに異なりますので、各ファンドの目録見書または販売用資料をご覧ください。)およびその他費用がある場合があります。その他の費用は、保有期間等によりご負担が異なりますので、表示することができません。投資信託は組み入れた有価証券の価格や為替相場などの変化により価格が変動し、損失が生じるおそれがあります。

外貨建て有価証券を円貨で受払いされる場合にかかる為替手数料は、主要通貨の場合、当社が定める基準為替レートの1%または1円のどちらか大きい方を上限とします。非主要通貨の場合には、基準為替レートの2%を上限とします。

本レポートは、資産クラスや市場に関する参考情報の提供を目的としており、特定の商品の取引を想定したものではありません。本レポートに記載されている資産クラスや商品群には、当社または業務委託先であるUBS銀行東京支店で取り扱っていないものも含まれています。

金融商品仲介等業務を行う登録金融機関

商号等:ユービーエス・エイ・ジー(銀行)東京支店 登録金融機関 関東財務局長(登金)第605号

加入協会:日本証券業協会、一般社団法人金融先物取引業協会

© 2019無断転載を禁じます。UBSはすべての知的財産権を留保します。UBSによる事前の許可なく、本レポートを転載・複製することはできません。また、いかなる理由であれ、本レポートを第三者に配布・譲渡することを禁止します。UBSは、本レポートの使用または配布により生じた第三者からの賠償請求または訴訟に関して一切責任を負いません。

Publication details

Publisher

UBS Financial Services Inc.
CIO Americas, Wealth Management
1285 Avenue of the Americas, 20th Floor
New York, NY 10019

This report was originally published on 13 September 2017 and updated on 20 August 2018.

Editor in chief

Michael Crook

Primary authors

Michael Crook

Editors

Kate Hazelwood

Contributors

(in alphabetical order)

Kiran Ganesh
Jeff LeForge
Mike Ryan
Ronald Sutedja

Project management

John Collura
Paul Leeming
Matt Siegel

Report design

Candice Stern

Graphics support

Cognizant Group – Basavaraj Gudihal,
Srinivas Addugula, Pavan Mekala
and Virender Negi

