

NEWS RELEASE

令和5年3月16日

一般社団法人 信託協会

信託経済研究会 報告書の公表について

今般、一般社団法人 信託協会（会長 長島 巖）が設置する信託経済研究会（座長：若杉敬明 東京大学名誉教授）は、「家計の資産形成促進と信託」をテーマに報告書を取りまとめましたので、公表いたします。

信託経済研究会は、信託業の経済的な役割・機能について、諸外国との比較等も踏まえて多角的な観点から研究を行うべく発足したものであり、毎年度、時宜にかなったテーマを選定し、研究活動を行っております。令和4年度は、「貯蓄から資産形成へ」の流れを更に加速させるには何が必要かという観点から、「家計の資産形成促進と信託」をテーマに設定し、全7回の研究会と昨年11月5日に開催した信託経済コンファレンスで議論を行いました。本報告書は、これまでの研究会の内容を取りまとめたものです。

（別紙）信託経済研究会報告書

以 上

本件に関する照会先：

一般社団法人 信託協会

総務部（広報担当）

調査部

松村

電話

03-6206-3992

進藤

電話

03-6206-3686



一般社団法人

信託協会

信託經濟研究会報告書

2023 年 3 月

一般社団法人 信託協会

はじめに

令和4年度の信託経済研究会は、「貯蓄から資産形成へ」の流れを更に加速させるには何が必要なのかといった観点から、「家計の資産形成促進と信託」をテーマに取り上げた。

国民の資産選択の問題や日本経済の諸事情を踏まえた上で、日本の家計において金融資産の伸びや運用リターンがなぜ英米等に比して劣後しているのかを解決するために、「特に運用機関に対して何が求められるか」という問題意識のもと、各分野から講師をお招きして研究会を開催した。

政府が「貯蓄から投資へ」というスローガンを掲げてから久しい。しかし、家計の金融資産の構成をみると依然として現預金が過半を占め、欧米と比較して有価証券の占める割合が低い。金融庁が5年ほど前に作成した資料には、日本の家計金融資産の伸び、および運用リターンが英米に比べ劣後していることを如実に示すグラフが引用されている。それを解決することを目指して、安倍政権のアベノミクスでは、また事実上それを引き継いだ現岸田内閣の経済政策「新しい資本主義」でも、政策目標として「資産所得倍増計画」が提唱され、家計の資産を貯蓄から投資へと積極的に振り向け、資産所得の倍増につなげるため、税制改正においてNISAの抜本的拡充・恒久化が行われたが、その成果はいまだ見えないと言わざるをえない。

そもそも貯蓄にせよ投資にせよ、その価値の源泉は企業が生産する付加価値にある。その付加価値が労働に対しては賃金として、資本に対しては利子および利益として分配される。貯蓄が利子を受け取り、投資が利益を受け取る。利子は確定しているが利益はビジネスリスクを負担するのでリスクがある。貯蓄か投資かの選択の問題は、リスクのない利子を選ぶかリスクのある利益を選ぶかの問題である。その選択は利子と利益いずれが国民にとって価値が大きいかにかかっている。

金融機関は国の政策のバックアップを受けて、利子および利益を加工し金融商品として国民に提供する。国民はそこから選択する。金融業界の付託を受けた信託協会の信託経済研究会は、今年度、家計や機関投資家がリスクを取らない要因として考えられる日本経済の課題を踏まえた上で、上述の「日本の家計金融資産の伸びや運用リターンが英米に劣後している」問題を解決するために、「家計の資産形成促進と信託」をテーマに、7回の研究会を開催し議論を交わした。

その集大成として、11月5日に、加盟会社の役職員も参加した信託経済コンファレンスを開催し、以下のような報告を巡り、業界として活発な議論を展開した。それを報告書としてまとめたものが本報告書である。信託業界の使命遂行そして発展のために、また国民の資産形成に大いに貢献することを期待したい。

信託経済研究会座長
東京大学名誉教授 若杉敬明

目次

1. 経済の長期停滞と家計の経済環境—家計のリスクテイクを高めるために—	1
(1) 潜在成長率からみた長期停滞の現状	1
(2) 長期停滞の要因	1
(3) 家計の経済環境	2
(4) 期待成長と家計のリスク資産選択	2
(5) まとめ	3
(6) メンバーとの意見交換等	4
2. 日本経済と資産運用	5
(1) 問題意識	5
(2) 要因分析	5
(3) 今後対応していくべきこと	6
(4) メンバーとの意見交換等	8
3. 日本の資産収入はなぜ海外と比べて少ないのか～資産所得倍増より、金融所得倍増へ～	9
(1) 日本の運用リターンは少ない	9
(2) 日本の運用収益率が低い要因	10
(3) 日本の運用額が少ない要因	12
(4) 資産所得倍増より個人金融資産倍増へ	12
(5) メンバーとの意見交換等	13
4. これまでとこれからの金融経済教育	14
(1) NISA の利用状況	14
(2) これまでの金融経済教育	14
(3) これからの金融経済教育	16
(4) メンバーとの意見交換等	16
5. デジタルトランスフォーメーション(DX)は、家計の資産形成促進を加速できるか？	17
(1) 個人の投資意識	17
(2) 投資行動の変化	18
(3) 投資への動機	19
(4) 投資意欲の拡大に DX は貢献しているか？	19
(5) Fintech の台頭	20
(6) 金融機関にできることは何か	20
(7) メンバーとの意見交換等	21

6. 資産運用と情報技術の利活用	22
(1)概観 情報技術の進展が与える影響について	22
(2)取り組み事例の紹介	22
(3)終わりに	24
(4)メンバーとの意見交換等	24
7. 老後準備におけるリスクテイクと資産所得倍増計画	25
(1)日本の老後所得保障: 公的年金と私的年金	25
(2)公的年金に上乗せされる私的年金(確定拠出年金)のポートフォリオのリスク許容度	25
(3)DC と金融リテラシー・行動ファイナンス	26
(4)メンバーとの意見交換等	27
8. DC の資産運用に関する諸外国からの示唆	28
(1)諸外国の私的年金制度の概要	28
(2)米英豪の DC におけるデフォルトファンドの設定状況	29
(3)日本への示唆	31
(4)メンバーとの意見交換等	31
9. リタイア期にフォーカスした投資促進の課題と対応	32
(1)課題認識	32
(2)リタイア期における投資促進のために	33
(3)メンバーとの意見交換等	33
10. 相続法から見た資産承継型商品の仕組みと留意点	35
(1)相続で有価証券等は承継されているか?	35
(2)投資信託等に関するアンケートから見る金融商品と承継	35
(3)長期分散投資のメリットを享受するために	35
(4)相続法(民法 882 条以降)から見た資産承継型商品の留意点	36
(5)まとめ	37
(6)メンバーとの意見交換等	37

1. 経済の長期停滞と家計の経済環境—家計のリスクテイクを高めるために—

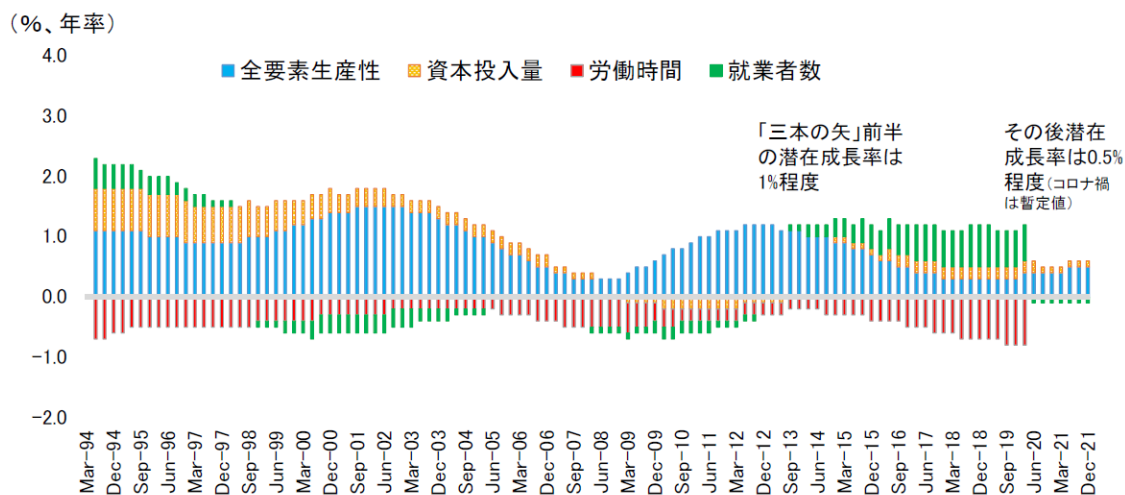
報告: 梅溪 健児 (法政大学兼任講師)

(1) 潜在成長率からみた長期停滞の現状

最近 30 年ほどは失われた 20 年プラスアルファの時期であり、経済成長率は年平均 0.7%と低成長の状況である。この間の潜在成長率の変動要因を【図表1】に示した。注目すべきポイントは、労働時間は継続して減少しており働き方改革で成長率を下げる要因になっているが、2013 年後半から就業者数の増加が成長率に寄与してきたことである。就業者の中では高齢者と女性の寄与が大きい。長期的に考えても、就業者が増えているチャンスを成長に活かさない手はないと考える。高齢者と女性が労働市場に参加し成長を支えているという動きを好循環へ広げていくことが重要である。

【図表1】

潜在成長率の変動要因



(出所) 内閣府「月例経済報告」GDPギャップ、潜在成長率(2022年4月12日更新)

(2) 長期停滞の要因

長期停滞の時期には世界全体で貯蓄過剰・供給過剰が進展していたので、日本の中で考えられていた「質の良い日本製品は値段が高くても売れる」ことは過去のものになっていた。そして、バブル崩壊後のリストラと投資抑制の中で成長を起こすきっかけを見失っていたことが長期にわたる停滞の大きな流れである。また、海外移転を進めながら、国内ではコスト・カットと価格引き下げを行い、それがデフレと停滞に拍車をかけ、人口面の要因でも高齢化・人口減少が重なり、活力を失っていった。この間の対応は政策当局も民間企業においても「too little too late」であり、問題先送りがずっと続いていたことが Japanization という考え方に基づく長期停滞の要因に挙げられ、代表的な整理になる(福田慎一(2015)『「失われた 20 年」を超えて』)。これに加えて、近年の少子高齢社会における日本モデル(金融、終身雇用等)の不適応などが指摘される(Takatoshi Ito and Takeo Hoshi (2020), *The Japanese Economy*, Second Edition)。

(3)家計の経済環境

内閣府(2021)『経済財政白書』は長期停滞期の労働生産性と賃金の状況を国際比較している。付加価値で見た日本の時間当たり労働生産性は、過去20年程度の間はアメリカの約7割にとどまっている。ただし、労働生産性の上昇率で比べると、日本が他の国より全般的に低いということではなく、伸び率としては上昇している。ところが、日本の労働生産性が伸び率では他の国とそれほど変わらないのに、平均賃金をPPP(購買力平価)ベースで比較すると、日本は横ばい状態がずっと続いており、増加する他の国から大きく離されているという問題がある。つまり、この20年間、賃金が伸びていないことが家計にとっては第一のポイントである。

また、1990年代には海外に比べ日本の国内物価が高い、つまり内外価格差のあることが国民生活の向上にとって大きな課題だった。購買力平価から為替レートを引き算したものを内外価格差の定義とすると、1990年代は為替市場で決まる為替レートは円高だが、国内物価を映す購買力平価と比べると、海外物価より国内物価のほうが高かった。ところが30年を経過してこれが逆転し、近年の購買力平価(102.84円/ドル、2020年)は為替レート(106.78円/ドル、同)を下回っている。最近の円安(126.13円/ドル、2022年4月)はこの差をさらに拡大させている。これまでの日本経済の停滞、物価がデフレ状況にあったこと、賃金が上がらないことを反映して、国内物価が海外物価よりも割安な状況に国民は直面している。これが第二のポイントである。

こういう経済環境を踏まえると、今こそ家計支援への好機が訪れていると言えるのではないかと。原材料高に対する値上げという企業の対応による物価上昇に合わせ、生産性の上昇に見合う賃上げを行うことが望ましい。これは、賃上げによる所得増を通じた消費の増加、それによる生産増がもたらす所得増という好循環に留まるのではなく、賃上げと働きがいの相互補完性を重視し、それから好循環を実現させることが必要である。そして、労働市場に参加してきている高齢者・女性・氷河期世代の雇用を拡大し、高付加価値分野へ雇用をシフトさせていくことが大事になってくる。

また、「骨太の方針」や新しい資本主義実現会議の報告でも、情報公開を政府として推進しようとしている。情報公開の内容は、男女の賃金格差、企業の人への投資、企業のワークエンゲージメントの高さ、女性管理職の割合などである。日本企業にとって情報公開は大きなピアプレッシャー(同調圧力)になると見込まれ、賃上げや格差是正の観点から実行が望まれる。

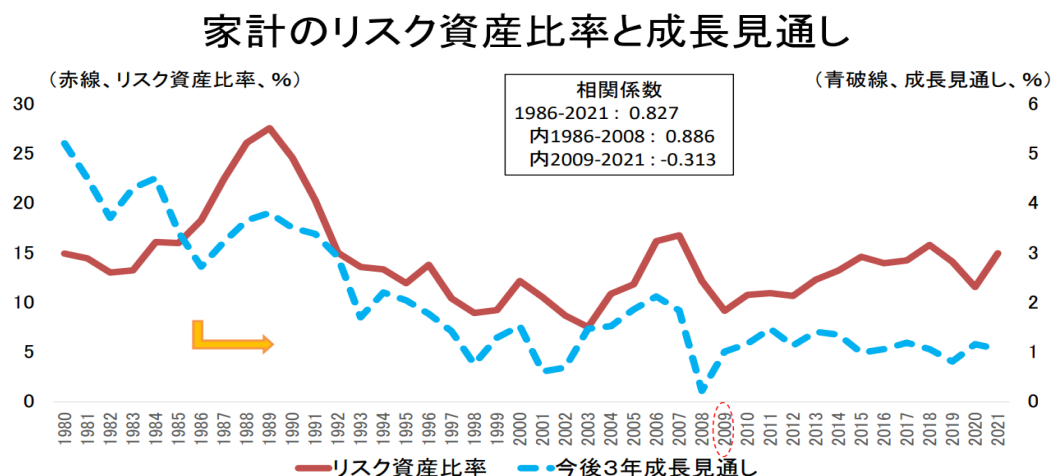
雇用はジョブ型への傾斜が進んでいる。仕事の成果と賃上げの対応関係をわかりやすくする意味でもタイミングがよい。新しい流れの中で賃上げの実現と高齢者・女性・氷河期世代の雇用拡大を通じ、経済全体に良い影響が広がることを期待している。

(4)期待成長と家計のリスク資産選択

内閣府経済社会総合研究所の調査データを活かしながら、期待成長と家計のリスク資産選択の関係について試行的に作成した【図表2】を紹介したい。まず、グラフの赤い線は資金循環統計における家計のリスク資産比率を、各年の最後の四半期末の値で整理したものである。このリスク資産の定義は、株式等・投資信託受益証券の合計である。青い破線は内閣府「企業行動アンケート調査」の

今後3年間の実質経済成長率見通しである。これは 2400 社ほどの企業を対象に毎年1月に調査を行い、回答率は 4 割ほどである。

【図表2】



(出所) 日本銀行「資金循環統計」、リスク資産は株式等・投資信託受益証券の合計。各暦年末値。伊藤雄一郎他
(2017) 図6参照。内閣府「企業行動アンケート調査」、今後3年間(年度)の実質経済成長率の見通し(年平均)、全産業。

両者を比較すると、1986 年以降では相関が結構強い。特にリーマン・ショックが起こった 2008 年までの相関係数は 0.886 である。ただし、2009 年以降は、青い破線の成長期待は停滞しているが、株価の上昇を反映してリスク資産比率が上がっており、こちらは相関が弱くかつマイナスになっている。

そこで、リーマン・ショックまでの 20 年ほどについて計測された成長期待と家計のリスク資産比率の正の相関について考えてみたい(新しい期間については触れない)。暫定的ではあるが、期待成長が改善し安定することは、予備的貯蓄動機を軽減し、流動性制約を緩和することから、家計のリスクテイクには好影響がありうるというストーリーを推測しうる。

しかし、資産選択の要因として期待成長は一つの要素にすぎない。全体の資産残高、投資する人の年齢、金融知識、取引費用の問題なども影響しており、それらはこの図には入っていない。さらに、この二つの時系列データは、偶然動きが一致しているというみせかけの相関を描いているだけかもしれない。あるいは、成長期待と株価の動きは同方向になることから、株価の変動をリスク資産比率の大きさが反映しているにすぎないのではないかと考えられる。したがって、この図から確定的なことを言うにはさらなる検証が必要である。

(5) まとめ

これまでの長期停滞は、マクロ経済学者の間ではデフレ均衡的な状況にあったことが指摘されている。デフレ均衡的とは、緩やかな物価下落が持続する中で円高が起り、賃金は下がり、成長率は低く、国内の企業投資は停滞する均衡状況だったということである。この状況から脱出するには、やはり賃上げが重要になると思う。2012 年末に安倍内閣が発足した後に賃上げの声掛けが政権から企業団体に行われたが、そのときに目立った成果は実現しなかった。ただし、当時は賃上げということがストレートに出るだけで、今起こっているような消費者物価の上昇傾向や雇用の情報公開など、

賃上げを後押しするような要素があまりなかったように記憶している。

したがって、今日行われることが期待される賃上げは、インフレ圧力が高まる中で物価スライドも考慮しながら、賃金格差是正や人的投資推進などの施策を補完的に進める好環境にあると思っている。繰り返しになるが、高齢者や女性の労働参加が起こっている流れを活かさない手はないわけで、ここで賃上げが起こり、高齢者や女性にも賃上げの影響が及んでくると、加速的に労働参加が進むことが期待できるだろう。経済の成長が期待として根づいてくるなかで実際の所得が改善し雇用環境も安定すれば、家計のリスクテイクに関しては予備的貯蓄動機の軽減、あるいは流動性制約の緩和が期待でき、リスク資産選択にも前向きな影響があるのではないかと考える。

(6)メンバーとの意見交換等

- ✓ 「失われた 30 年」の要因としては、基本的に企業の内向きの姿勢のようなものが大きいのではないかと。生産性の低下、技術革新や創造的破壊の欠如、イノベーションにより国際競争力を高められなかったといったことが指摘されていた。企業の内部留保がものすごく積み上がっているところにも表れているように、特に大企業はリスクを取らない。具体的にどのようなインセンティブを企業に与え、それをうまく賃上げに持っていく、そこから好循環を生めるのか。
- ✓ 日本の家計は預金等の超安全資産をたくさん持っていて、そこからリスク資産へという施策を長年やってきたが進んでいない。もう少しミドルリスク・ミドルリターンのような金融商品を、信託の枠組み等を使ってうまく組成していく必要があるのではないかと。
- ✓ これだけ低金利であれば、若い世代の人たちは、低利で借金してリスク性の高いものに投資できるようなスキームができないか。若い頃にもう少しリスク性の高いもので借金してでも資産を運用し、高齢者になれば、それをどんどんリスク性の低いものになだらかにというのが、ライフサイクルで見ればスムーズな消費と資産形成のやり方だと思う。
- ✓ 物価や賃金が上がらなかったことの一つの大きな影響は、物価や賃金で調整することにより、生産性の低い企業が市場からの退出を強いられなかったのが非常に大きいのではないかと。特にアメリカとの比較で言うと、そういう新陳代謝が起こらなかったことが日本の停滞の一番大きい原因ではなかったか。
- ✓ 賃金と配当を比べたときに、大企業は海外の株主も多くなっている中、相対的に、株主の配当がある程度増やすという傾向があったのではないかと。

2. 日本経済と資産運用

報告：吉野 直行（慶應義塾大学名誉教授）

（1）問題意識

2000 年から 20 年間の家計の金融資産額の伸びをアメリカ、イギリス、日本の間で比較すると、運用リターンによる伸びはアメリカが 2.3 倍、イギリスは 1.6 倍に伸びている一方、日本はたった 1.1 倍にしか伸びていない。家計の金融資産全体でも、アメリカは 3 倍、イギリスは 2.3 倍、日本は 1.4 倍で、この 20 年間、日本は運用効率も悪く、金融資産全体の伸びも非常に少ない結果となっている。このことが今回の問題意識にある。

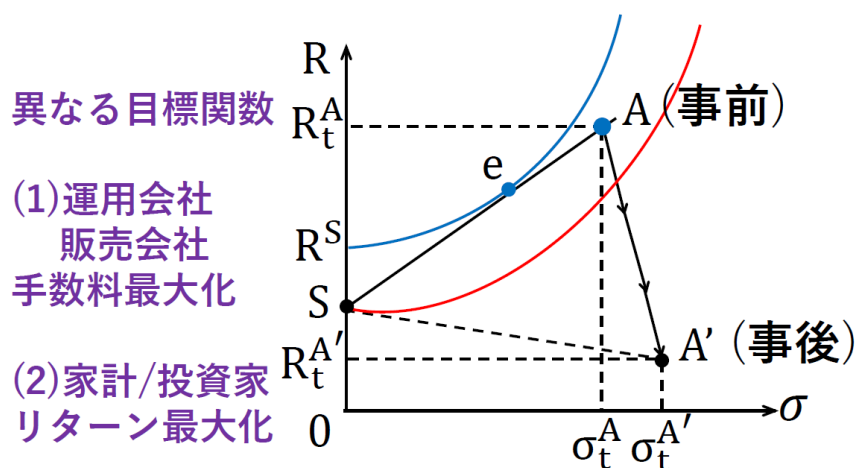
（2）要因分析

① 日本の資産運用のリスク・リターン

【図表3】は縦軸がリターン、横軸がリスクの水準で、縦軸のリスクゼロの安定資産（国債・元本 1,000 万円までの預貯金）が存在する場合、効率的フロンティアは S を切片として A というリターンとリスクの組み合わせを通る右上がりの直線になり、家計の効用関数（無差別曲線）のもとで e のリスクとリターンの点が選択される。これが一般的な資産選択である。

一方、日本の効率的フロンティアは、 A 点を通るものではなく A' を通る、右下がりの線に近かった。つまり、日本の金融商品は手数料や何かを引いてみると、安定資産よりも多少リターンが良い程度か、ともすれば悪いというものがほとんどということを意味する。 A から A' への変化は手数料収入や税を引いた後のリターンが減っているものである。こうした背景により預貯金を運用に回す方向になかなか向かわなかったのではないかと考えられる。

【図表3】

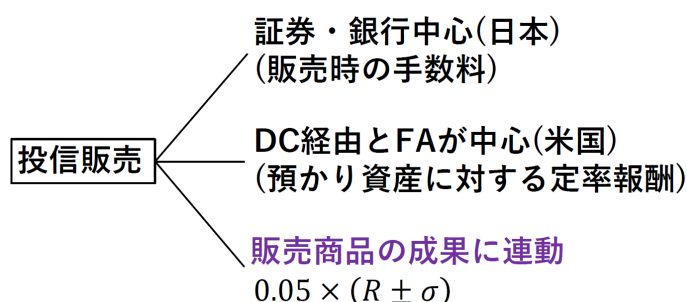


② 手数料体系による業者のインセンティブ

では、なぜ日本ではリターンが低かったのかという点であるが、投信販売の方に手数料のインセンティブが働いていて、よい運用をしようという方向のインセンティブがほとんど働かなかったのではないだろうか。金融資産について、日本では販売時に手数料を取るが、アメリカでは預かり資産額に対する定率報

酬制なので、預けている人たちの資産が増えれば、それに従って報酬も増える。ところが、日本の場合は販売時に手数料さえ取ればいい、ということになってしまったのではないか。

【図表4】



(3) 今後対応していくべきこと

① 成果に連動した報酬

そこで私が提案しているのは、投信の金融機関の利益を 3%だとすると、2%はアメリカのように預かり資産に対する定率報酬として、最後の1%は販売商品の成果に連動させる、 $R \pm \sigma$ という形の手数料とすることである。こうすることにより金融機関の各支店が、良い投資商品売り、お客様のリターンが良ければ、 $R \pm \sigma$ の数字が高くなる。また、手数料だけを考え、リターンの少し悪い投資商品売ると、その支店の $R \pm \sigma$ が悪くなる。このような報酬体系のもと、販売した商品の運用成果を競うようにする、ということである。

② 運用者の評価

金融機関においてもリスクを取って元本割れとなる運用は困ると言っている人がいるそう。例えば、企業年金の運用は 20 年から 30 年の期間を考えれば良く、2~3 年ごとに替わる個々の運用担当者の在任中に元本割れであっても将来資産が増えれば良いのだが、皆自分の在任中に元本割れになることを好まない。これは日本の金融機関が海外支店で運用する場合でも元本割れを好まない担当者が多いと聞く。ニューヨークとシンガポールにいる私の教え子の学生から聞いた話であるが、ニューヨークやシンガポールの支店長になると、そろそろ役員の顔が見えてくるので、ここで運用を失敗しないほうがいいと判断になり、本来ならもっと収益が期待できるところに手を出さないことになってしまうという。人事制度における評価も、リスクを取ってリターンを稼ぐよりは、マイナスを出さないことをチェックしているのではないか。

③ 報酬体系が金融リテラシーに与えた影響

日本では金融経済教育が行われてこなかったもので、金融リテラシーが高くないのではないかと問われる。【図表5】は金融リテラシーに関する質問の正答率についての世界各国のランキングを表したものである。赤字で記載の項目が全世界共通の三つの質問で、Q1 は複利計算ができるかどうか、Q2 はインフレ、デフレ、物価の変化に対する答えができるかどうか、Q3 はリスク分散がきちんと理解できているかどうか、を尋ねているもの。日本のランキングは総合順位が 57 位で、Q1 の複利計算は結構できているが、

Q3 のリスク分散はほとんどで理解できていない。これは資産が預貯金中心で、投資信託で運用して皆失敗してしまったところに原因があるような気がする。

【図表5】

Selected financial literacy survey results

Country (Year of Survey)	Overall Ranking*	Q1: Compound Interest	Q2: Inflation	Q3: Risk Diversification	Survey Sample
High Income					
United States (2009)	60	65	64	52	1488
Italy (2006)	48	40	60	45	3992
Germany (2009)	74	82	78	62	1059
Sweden (2010)	64	35	60	68	1302
Japan (2010)	57	71	59	40	5268
New Zealand (2009)	65	86	81	27	850
Netherlands (2010)	71	85	77	52	1324
Upper Middle Income					
Russia (2009)	33	36	51	13	1366
Romania (2010)	34	24	43		2048
Azerbaijan (2009)	46	46	46		1207
Chile (2006)	25	2	26	46	13054
Lower Middle Income					
Indonesia (2007)	56	78	61	28	3360
India (2006)	38	59	25	31	1496

(出所)世界銀行等

私の考えとしては、これを変えていくためには投資信託に係る手数料体系と、販売者のインセンティブメカニズムを根本的に変えなければいけない。なぜ、日本の手数料体系がこのように決まったのか、よくわからないが、それを決めた人たちの罪は相当あると思う。少なくともアメリカのような預かり資産に対する定率報酬制、また、私たちが発案している商品販売の成果に連動させるようなことをしない限り、先ほどのリスク・リターン図の手数料徴収後のリターンが低くなる A' が続いてしまう。そうすると自然に皆資産は預貯金に戻ってしまう。金融経済教育が悪いということではなく、悪い経験ばかり持っているから、こういうことになるのではないかと思う。

④ 日本の財政について

日本経済は高齢化により消費が増えないので財政政策や金融政策の有効性が低下している。いくらマクロ経済政策を実行しても、あまり効果がないのは、乗数効果で見ると限り仕方がない。非常に心配なのは国債である。今までは危機があると、ドルとユーロに加えて円も買われたが、ウクライナの危機あるいはコロナの危機に際しては、初めて円が買われなかった。ひょっとすると海外の投資家は、日本経済は回復しないのではないかと考えているのかもしれない。財政赤字が非常に拡大したことが、日本の国債市場に対する信認を低下させていないか。もしそうならば、日本に流入した資金が外国に戻っていくため、為替レートがますます円安になり、輸入物価の上昇からまた物価上昇につながり、日本の経済が弱くなり、今までビジネスで日本に移転してきていた人がまた逃げてしまう。さらには日本人が海外に脱出していくとなると経済には非常に悪い影響を与えるので、何とかこの財政赤字を食い止め、それで国債市場、債券市場の安定性を保たなければいけないのではないか。

(4)メンバーとの意見交換等

- ✓ 手数料の問題を是正することを手先でやったとしても、これまで手数料商売で成果を上げてきた人たちがいきなり報酬体系を変えるのは難しいのではないかと。そうすると、全く新興の企業でいわゆる個人投資家向けのフィンテック企業が出てきて、手数料商売ではないようなことをやっていくようにしないと、ルールだけ変えてもうまくいかないのではないかと。
- ✓ 個人の資金のアロケーションに国内株式市場がうまく適合できなかったならば、国内ではなく海外に投資しておけばよかったのではないかと。それほど国内に投資することに固執する必要はないのではないかと。
- ✓ 今回、ウクライナ危機で円高が起きなかったのは、日本の貿易黒字がもう無くなってきており、そこがファンダメンタルズの弱さのように思われているのではないかと。貿易黒字がゼロになった理由は、日本企業がどんどん海外投資して外に生産拠点を出したことの裏腹であろう。
- ✓ 住宅ローンと同じような形で投資信託への投資のためのローンは作れないかと。現状は若い人の手元に資金がなく、投資の第一歩を踏み出せないことが多いと思う。それができれば、ある程度年齢を通じたリスクの分散ができるようになってくるのではないかと。

3. 日本の資産収入はなぜ海外と比べて少ないのか～資産所得倍増より、金融所得倍増

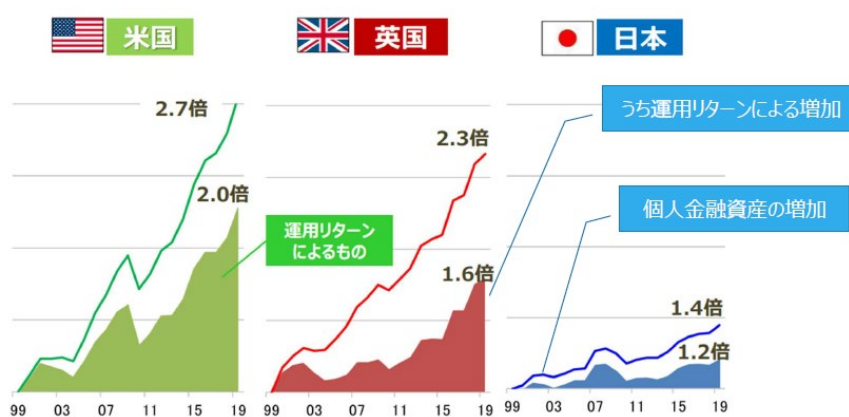
へ～

報告:野尻 哲史(合同会社フィンウェル研究所代表)

(1) 日本の運用リターンは少ない

日本と英米の家計金融資産の推移を比較すると、【図表6】の通り、この20年間で、日本は1.4倍に増加したのに対し、英国は2.3倍、米国は2.7倍の増加となっている。そのうち、運用リターンによる増加は、日本は1.2倍に留まるのに対し、英国は1.6倍、米国は2.0倍となっている。家計金融資産残高の増加率から運用リターンによる増加率を差し引くと、日本は0.2倍、英国は0.7倍、米国は0.7倍となるが、これは運用成果とは関係なく20年間のキャッシュインフローによりもたらされた増加率と言える。

【図表6】

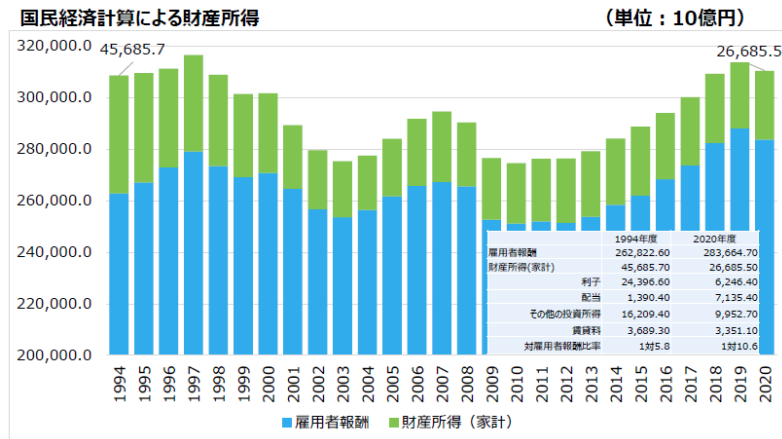


(出所)FRB、BOE、日本銀行より、金融庁作成

日本の家計金融資産が他国比で劣後しているのは、家計金融資産に流入した資金が少なかったことが大きな要因であると言えるのではないかと。資産流入分が生み出すリターンも翌年以降のリターンとして計算されるので、資産流入分が増えなければ、どんなに良い運用パフォーマンスを上げたとしても、金融資産残高の引き上げには限界がある。

国民経済計算のデータである雇用者報酬と財産所得(家計)の推移は【図表7】の通りである。財産所得(家計)は大きく増えていないので、費消しているために増えていないということではないように思われる。なお、財産所得(家計)のデータについて、1994年度と2020年度で内訳毎に比較すると、利子所得は金利の低下により大幅に減少している一方で、配当所得は非常に増加している。配当を生み出す資産額が大きくなっていたら、財産所得の総額は随分変わっていたと思われる。

【図表7】



(出所)内閣府、国民経済計算、国民所得(要素費用表示)のデータよりフィンウェル研究所作成

財産所得(家計)は費消されていないという前提で、【図表8】の通り、運用収益額は運用収益率と運用額の掛け算であると定義し、各要素を検証する。

【図表8】

$$\text{運用収益額} = \text{運用収益率} \times \text{運用額}$$

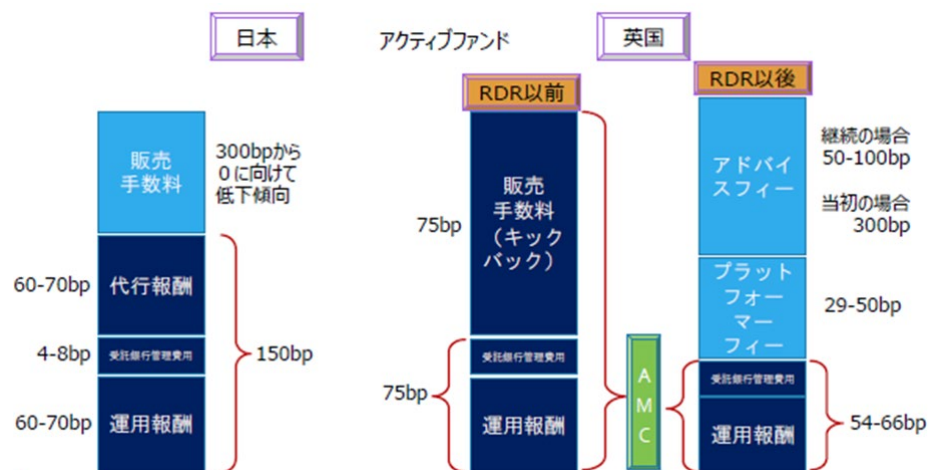
(2) 日本の運用収益率が低い要因

① 信託報酬

「資産運用業高度化プログレスレポート」では、信託報酬率以上にコスト控除前のリターンを稼げていないファンドが相当数存在すると示されている。信託報酬率は1.5~2%の間に集中し、その報酬は受託者たる信託銀行の取り分は概ね小さく、残りを運用会社と販売会社が折半するのが日本の慣行である。

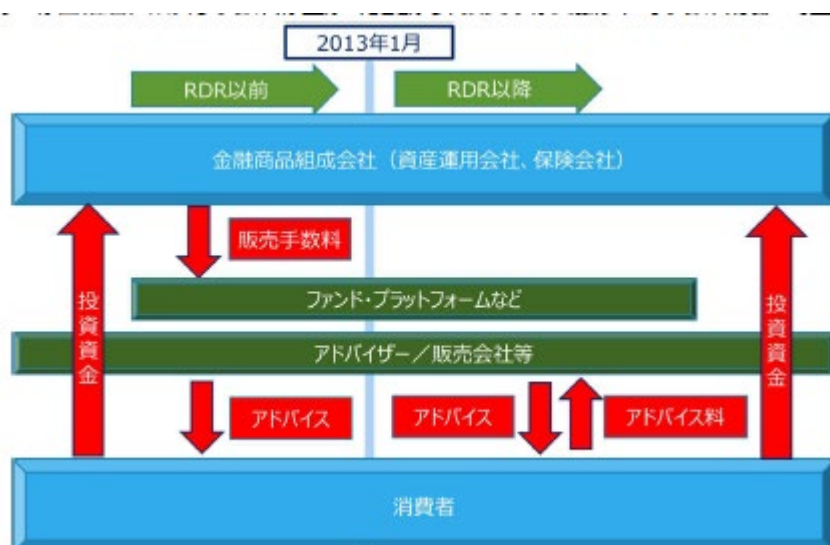
イギリスでは、販売手数料のバイアスを排除するために、2013年、RDR(Retail Distribution Review; 消費者向け金融商品の販売に関する改革)に基づく投信・保険の販売手数料のキックバック制が撤廃され、代わりにアドバイスフィーを受け取る仕組みになった。(【図表9】および【図表10】)。

【図表9】



(出所)日本の信託報酬150bpは金融庁データ(2021年末、アクティブファンド4573本の残高加重平均。内訳は野尻氏推計)。

【図表10】

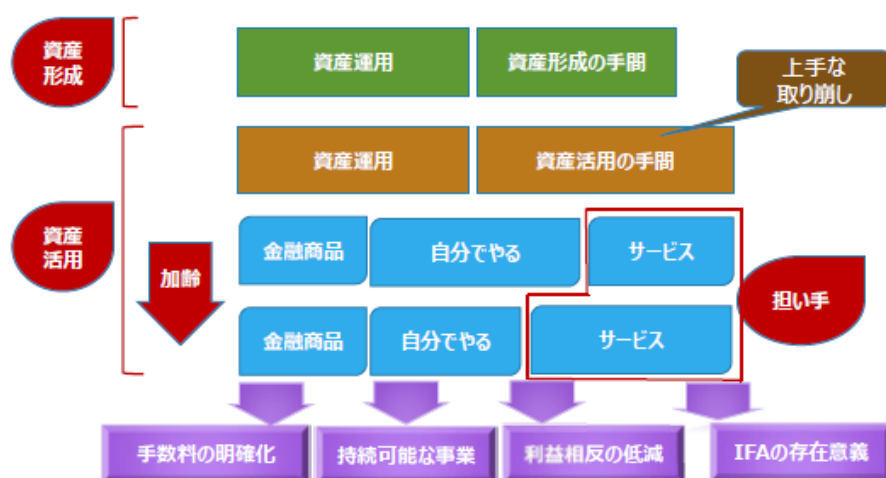


手数料の仕組みの差分により、日本のパフォーマンスが米英に比べて低くなっている可能性が考えられる。日本において、信託報酬のうち販売会社が受け取る部分である代行報酬を外出しにすることは、技術的に難しいと言われている。代わりに、代行報酬の一律化ないし重要情報シート上で報酬を開示し販売者の利益相反を明確化することにより、手数料バイアスを排除することが考えられる。

② 超高齢社会の金融サービスとフィー

リタイア世代が資産を取り崩しながら有価証券の運用を継続するには、加齢に伴い自分でできないことをサービスの担い手に頼んでいくことが不可欠となる（【図表11】）。今後、そのような資産活用世代が増えたと、商品に紐づくフィーからサービスに紐づくフィーに変わっていきけるかどうか、金融ビジネスの大きな転換になると考えられる。

【図表11】



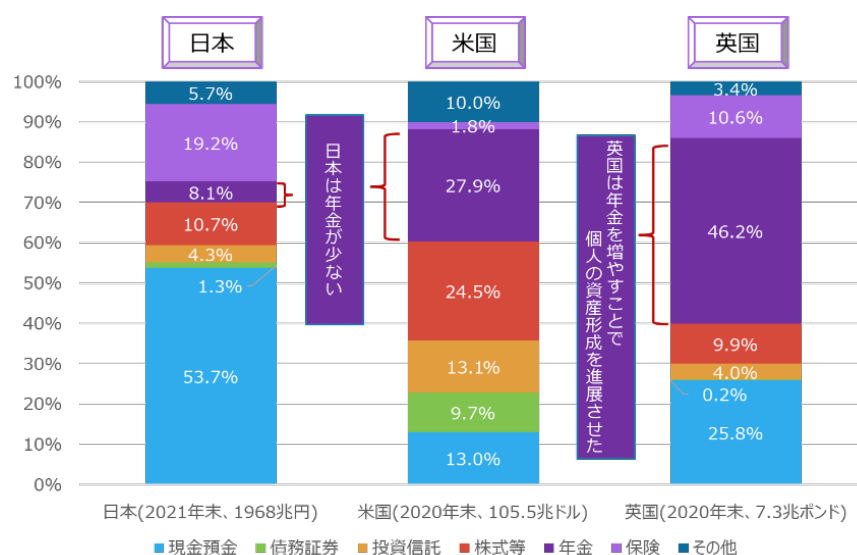
（出所）フィンウェル研究所作成

(3) 日本の運用額が少ない要因

① 日米英個人金融資産の構成比

日米英の個人金融資産を比較すると、日本の現金預金比率の高さと有価証券比率の低さは明白として、年金比率も非常に低く、一方でイギリスは年金比率が 46.2%を占める(【図表12】)。

【図表12】



(出所)フィンウェル研究所作成

② 英国の金融制度改革

英国は過去 20 年で個人金融資産を 2.25 倍に増加させたが、その要因は、年金を通じた有価証券の間接保有である。日本の確定拠出年金は個人金融資産中の年金の保有割合である 8.1%のうち 0.5%分であるが、英国の確定拠出年金等の比率は 20%程度を占める。日本の確定拠出年金の規模が非常に小さい点が、運用額が少ない要因として考えられる。

英国は、法改正を行い、2012 年から 18 年にかけて全企業に対し企業年金導入を義務付け、従業員には脱退権を持つ自動加入制度を導入した。加えて、国が設計し民間が運用する NEST(National Employment Savings Trust; 国家雇用貯蓄信託)を用意し、小企業の導入を後押ししたこともあり、2012 年は 100 万人ほどだった企業年金加入者が、2018 年には約 1,000 万人まで増加した。

そのほか、ISA(Individual Savings Account; 個人貯蓄口座)の年間拠出上限額引き上げや、配偶者死亡後の高齢者に配慮した相続 ISA の導入、確定拠出年金資産の引き出し自由化と政府による無償の投資ガイダンス提供など、個人の資産形成に資する制度改革が盛んに行われた。

(4) 資産所得倍増より個人金融資産倍増へ

格差拡大に留意しながら、比較的金融資産の少ない若い世代が資産形成を進めるための優遇施策(NISA・iDeCo・企業型 DC)を充実させるべきである。加えて、高齢世代が保有する有価証券を安易に現金化しないような施策(資産活用の考え方の普及、日本版プルーデント・インベスター・ルール)の導入、相

続時の有価証券評価額の割引、相続 NISA の導入)を行うことで、個人金融資産の中に占める有価証券比率を少しずつ増やしていくことができるのではないかと考える。

(5)メンバーとの意見交換等

- ✓ 日英の年金制度の比較においては、英国は社会福祉制度が効率化され、個人の自助努力に依存する私的年金部分の占める割合が大きいところ、日本については公的年金と私的年金を合算して老後保障の水準を比較する必要がある。
- ✓ 日本でも貯蓄型年金のようなものを設定して国全体の資産規模でプロが運用し、毎月配当するというアイデアはあるが、運用パフォーマンスの責任を官民どちらが担うのか、分配機能をどのように持たせるかといった課題がある。
- ✓ 日本の個人金融資産に占める現金預金の割合の高さについては、リタイア世代が退職金を現金で受け取ることや確定拠出年金で運用していた商品を売却して現金化することが背景としてある。
- ✓ 現金化したものを原資に再度株式や債券の投資に回すことへのハードルが高いので、確定拠出年金であれば非課税口座から課税口座にロールオーバーできるようにするなど、高齢世代が有価証券を持ち続けるための工夫が必要である。
- ✓ 投資対象としての日本企業の収益力改善には、高齢者が安心して消費を回せるよう仕組みを作り内需を生み出すことが重要である。
- ✓ 確定拠出年金の資産における投資信託等の運用商品の比率を高めるためには、未だ確定拠出年金の資産は個人金融資産の 0.5%程度と非常に少ないことから、既存加入者のポートフォリオを変化させようとするよりも、新規加入者のデフォルトファンドに投資信託を設定することの方が有用ではないか。

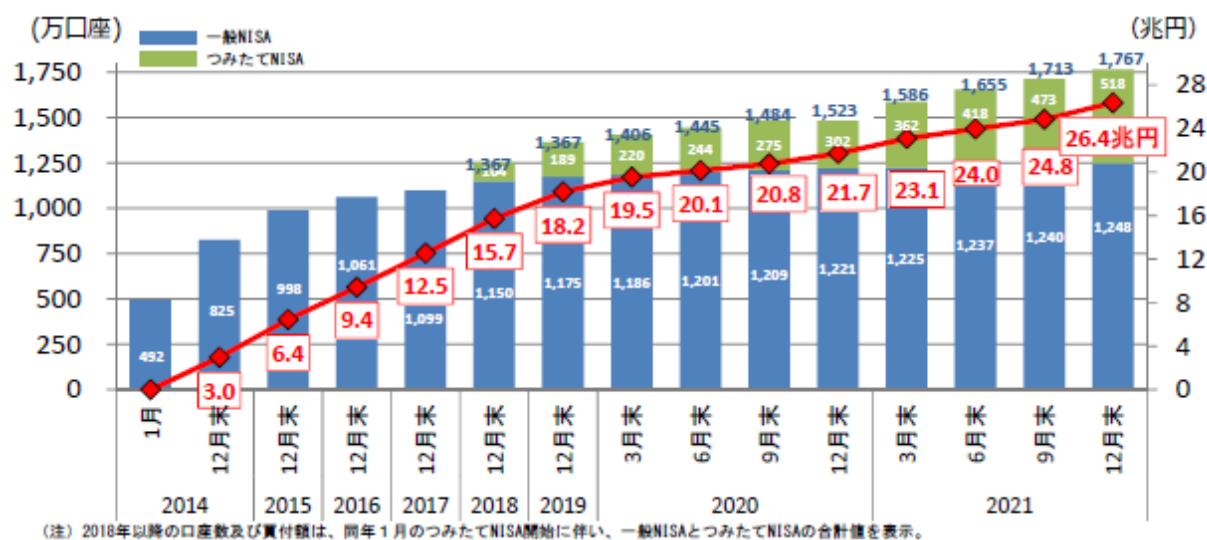
4. これまでとこれからの金融経済教育

報告：中村 香織（東京都政策企画局戦略事業部国際金融都市担当課長）
（元金融庁総合政策局総合政策課総合政策管理官）

（1）NISA の利用状況

国民の安定的な資産形成を後押しするための金融庁の主な取組みのひとつが、「つみたて NISA」の制度である。「一般 NISA」は 2014 年 1 月、「つみたて NISA」は 2018 年 1 月からそれぞれ制度が開始されたが、【図表 13】の速報値が示す通り、特にこの 2 年間で「つみたて NISA」の口座数が急増し、2021 年末時点で 518 万口座を超えた。買付額も順調に推移し、2021 年末時点の買付額は 1.5 兆円程度の規模（「一般 NISA」との合計で 26.4 兆円）となっている。

【図表 13】



（出所）金融庁公表資料

「一般 NISA」と「つみたて NISA」の口座開設者の年代別割合を比較すると、「一般 NISA」は 50 代以上が 7 割を占めるのに対し、「つみたて NISA」のほうは 20 代から 40 代が 7 割を占めるという、対照的な状況である。「つみたて NISA」の口座開設者数は、この 2 年間で 20 代・30 代を中心に増加している。

「つみたて NISA」の認知度は大分高まっているものの、まだ「つみたて NISA をよく知らない」、「投資を始めるのは不安」、という声も多いため、金融庁では、「つみたて NISA Meetup（通称「つみツプ」）」というイベントや、信託銀行各社も参画する「104（トウシ）コンソーシアム」とのコラボイベントを通じて、制度説明や意見交換を行ってきた。また、投資初心者向けの解説動画を金融庁の YouTube チャンネル上で公開した。

（2）これまでの金融経済教育

① 金融経済教育に関する施策の経緯

金融庁設置の金融経済教育研究会が 2013 年 4 月に報告書を公表し、「生活スキルとして最低限身

に付けるべき金融リテラシー」として 4 分野 15 項目を打ち出した(【図表14】)。

【図表14】

1. 家計管理 項目1 適切な収支管理(赤字解消・黒字確保)の習慣化 2. 生活設計 項目2 ライフプランの明確化及びライフプランを踏まえた資金の確保の必要性の理解 3. 金融知識及び金融経済事情の理解と適切な金融商品の利用選択 【金融取引の基本としての素養】 項目3 契約にかかる基本的な姿勢の習慣化 項目4 情報の入手先や契約の相手方である業者が信頼できる者であるかどうかの確認の習慣化 項目5 インターネット取引は利便性が高い一方、対面取引の場合とは異なる注意点があることの理解 【金融分野共通】 項目6 金融経済教育において基礎となる重要な事項(金利(単利、複利)、インフレ、デフレ、為替、リスク・リターン等)や金融経済情勢に応じた金融商品の利用選択についての理解 項目7 取引の実質的なコスト(価格)について把握することの重要性の理解	【保険商品】 項目8 自分にとって保険でカバーすべき事象(死亡・疾病・火災等)が何かの理解 項目9 カバーすべき事象発現時の経済的保障の必要額の理解 【ローン・クレジット】 項目10 住宅ローンを組む際の留意点の理解 ①無理のない借入限度額の設定、返済計画を立てることの重要性 ②返済を困難とする諸事情の発生への備えの重要性 項目11 無計画・無謀なカードローン等やクレジットカードの利用を行わないことの習慣化 【資産形成商品】 項目12 人によってリスク許容度は異なるが、仮により高いリターンを得ようとする場合には、より高いリスクを伴うことの理解 項目13 資産形成における分散(運用資産の分散、投資時期の分散)の効果の理解 項目14 資産形成における長期運用の効果の理解 4. 外部の知見の適切な活用 項目15 金融商品を利用するにあたり、外部の知見を適切に活用する必要性の理解
--	---

(出所)「金融経済教育研究会報告書(平成 25 年 4 月 30 日公表)」より金融庁作成

さらに 2013 年 6 月、金融広報中央委員会(愛称「知るぽると」)を事務局、有識者や金融関係団体をメンバーとした金融経済教育推進会議が設置され、2014 年 6 月には、「最低限身に付けるべき金融リテラシー」を年齢層別に具体化・体系化した「金融リテラシー・マップ」が策定された。

金融広報中央委員会は、2016 年以降 3 年毎に、18 歳以上の個人を対象に金融リテラシーの現状把握のためのアンケート調査を行い、海外調査との比較やセグメント別分析等を公表している。直近 2019 年の調査結果によると、日本の金融リテラシーの水準は国際的に見て決して高くない。特に複利・インフレ・分散投資に関する設問の正答率が他国比で低い状況である(ただし、設問には各国で差分があり比較には留意が必要)。なお、高リテラシー層は経済的独立や損失回避傾向・横並び意識が低いといった特徴がみられる。金融経済教育が必要との回答は 7 割に上るが、その回答者のうち金融経済教育を受けたことがあると認識している人は 8.5%と少ない。教育を受けたと認識している人の方が正答率は有意に高い結果となっており、金融経済教育を着実に進めていくことが今後の課題と考えられる。

② 金融経済教育に関する環境変化

2022 年 4 月から成年年齢が引き下げられ、18 歳から保護者の同意なしでの契約行為が可能となった。トラブル防止の観点から、成年になる前に最低限の金融リテラシーを身に付けておくために、2022 年 4 月より高校の改訂学習指導要領が実施された。金融教育自体は 2005 年から家庭科の授業で行われているが、本改訂では、「基本的な金融商品の特徴(メリット、デメリット)、資産形成の視点にも触れながら、生涯を見通した経済計画の重要性について理解できるようにする」ことが盛り込まれた。

③ 金融庁・財務局における金融リテラシー関連の取組み

高校の学習指導要領改訂を踏まえた指導教材や、小学生向けコンテンツとして「うんこドリル」を作成した。また、大学生や社会人向けには、金融経済教育推進会議が金融庁はじめ関係団体と分担して「マネビタ ～人生を豊かにするお金の知恵～」という e ラーニングの動画教材を作成した。そのほか、出張授業の実施や教員向け研修会への講師派遣、つみたて NISA セミナーの開催等、様々な取組みを進めている。

④ Global Money Week

金融経済教育に対する関心の高まりが一過性のもので終わらないように、金融経済教育のムーブメントを作っていく必要がある。日本は、OECD の中にある INFE (International Network on Financial Education) と呼ばれる金融リテラシーに関する国際的なネットワークに参加。INFE が運営する Global Money Week (各国の様々な団体に対して若年層向けの金融教育活動を呼びかけるもの) の一環としてイベント開催や対外発信を行っている。

(3) これからの金融経済教育

2022 年 6 月に閣議決定された「新しい資本主義のグランドデザイン及び実行計画」やいわゆる「骨太の方針」において、一般の方向けに金融リテラシー向上に更に取り組む必要があると記載された。学校教育については、様々な環境整備を行っており、安定的に授業を進められるよう一層の取組みを進めることが重要である。一方、大人向けの金融経済教育については、年代・家族構成・経済状況が様々である中でどのように取り組み、金融リテラシーを高めていけるかということが一番の課題である。

(4) メンバーとの意見交換等

- ✓ 金融リテラシー向上策の検討にあたっては、教育の内容よりも、どういうチャネルを使いどのような形で興味を持ってもらうか、さらには資産形成の行動にどう繋げるかという点を包括的に考える必要がある。
- ✓ 国際標準に近い分散投資を通じた資産形成を促進させることを目的とするならば金融リテラシーを高めて行動変容を促すという段階的なアプローチのほか、投資のしやすさや周りに倣って投資をするというナッジ的なアプローチを併用すると効果が高まるのではないか。
- ✓ 金融や資産形成に興味のない成人に対して、SNS やメディアを通じて様々な周知活動を行うとともに、職域研修の支援に金融機関が積極的に関与するなど、金融教育の担い手を増やす取組みが重要である。

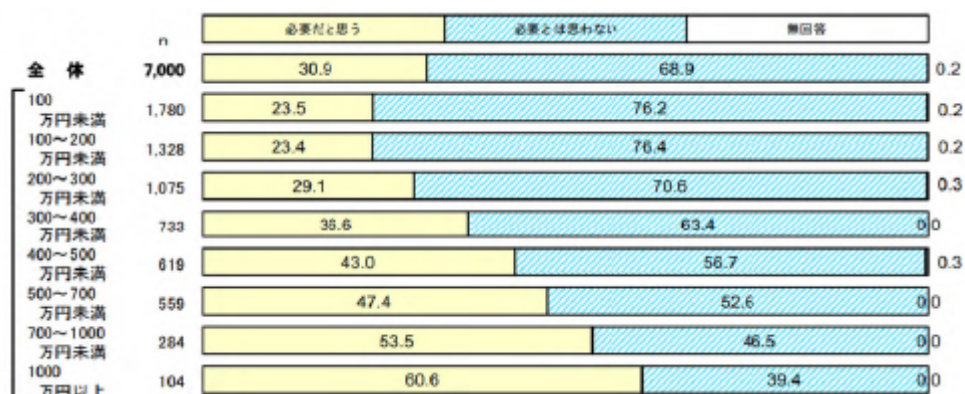
5. デジタルトランスフォーメーション(DX)は、家計の資産形成促進を加速できるか？

報告：藤沢 久美(国際社会経済研究所理事長)

(1)個人の投資意識

日本証券業協会が行った個人を対象とする全国調査によると、証券投資の必要有無について「必要だと思う」と回答した人は全体の3割程度である。年収別に見ると、所得1,000万円以上では6割に達するのに対し、所得200万円未満では2割程度である(【図表15】)。

【図表15】

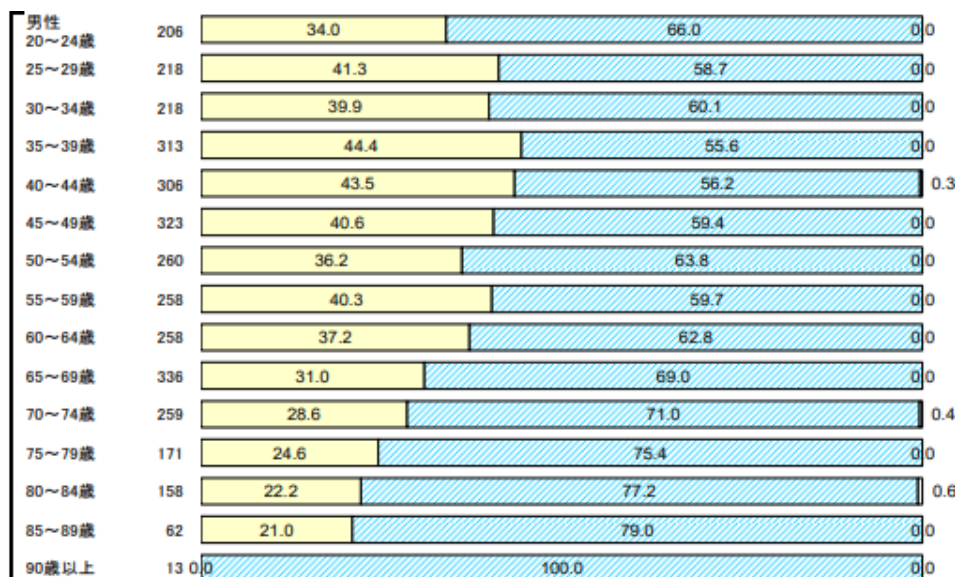


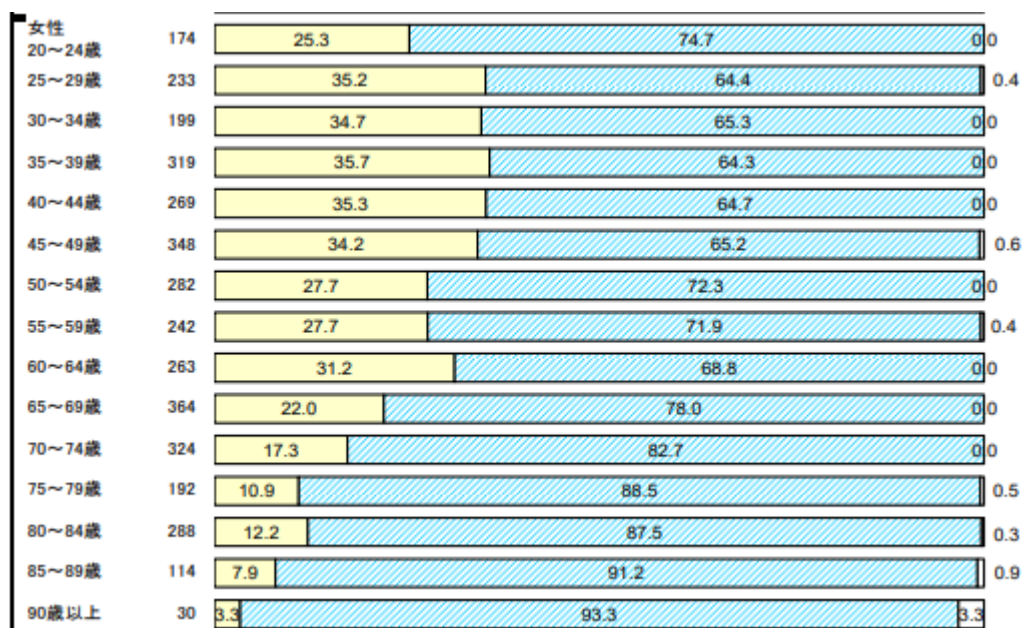
(出所)日本証券業協会 2021年度(令和3年)証券投資に関する全国調査(個人調査)

証券投資を必要とは思わない理由として、「損する可能性がある」「ギャンブルのようなもの」という回答が比較的多いほか、「金融や投資に関する知識を持っていない」「価格の変動に神経を使うのが嫌」という回答もある。

一方で、証券投資の必要有無について、性別・年代別に見ると、若年層ほど「必要だと思う」と回答した人が多い(【図表16】)。所得が低いほど「必要だと思う」の回答比率が低いことについては、年金生活者の回答が比率を引き下げている可能性がある。

【図表16】





(出所) 日本証券業協会 2021 年度(令和 3 年)証券投資に関する全国調査(個人調査)

依然として投資に対する理解度は低く、金融経済教育が国民に普及しているとは言えない状況だが、若年層ほど投資意欲は高くなりつつあるのではないかと推察される。

(2) 投資行動の変化

日本証券業協会の同調査によると、性別・年代別株式保有状況は増加で推移している(【図表 17】)。平成 3 年(1991 年)当時 24 歳以下の世代は、令和 3 年(2021 年)で 50～54 歳となるが、当該世代の株式保有率は約 6.5 倍に増加した。同じく平成 3 年(1991 年)当時 30～34 歳の世代は令和 3 年(2021 年)で 60～64 歳となり、株式保有率は約 2.3 倍に増加した。

【図表 17】

		(%)									
		24 歳以下	25～29 歳	30～34 歳	35～39 歳	40～44 歳	45～49 歳	50～54 歳	55～59 歳	60 歳以上	
平成 3 年(1991 年)	全体	1.8	5.3	7.7	10.3	13.5	18.1	20.0	18.2	16.1	6.5
平成 6 年(1994 年)	全体	2.5	8.8	12.4	14.5	14.3	18.8	23.6	22.9	21.5	
平成 9 年(1997 年)	全体	0.0	8.4	14.1	14.8	14.6	18.9	18.6	22.6	18.9	3.2
平成 12 年(2000 年)	全体	0.0	5.8	8.0	14.2	15.9	22.0	20.0	25.2	22.7	
平成 15 年(2003 年)	全体	3.4	3.9	5.6	9.0	14.6	15.9	16.7	22.5	22.2	2.3
平成 18 年(2006 年)	男性	2.2	5.6	12.0	16.3	18.6	20.4	20.5	31.7	32.7	
	女性	0.8	3.2	8.7	7.6	11.7	10.9	15.4	19.8	20.9	
平成 21 年(2009 年)	男性	0.0	6.1	8.0	9.5	7.7	15.4	19.6	17.5		
	女性	1.4	2.3	2.4	5.4	7.2	9.5	7.5	12.0		
平成 24 年(2012 年)	男性	0.0	4.2	6.3	14.3	13.8	14.2	20.9	20.8		
	女性	0.0	2.8	3.2	5.9	5.5	5.7	12.6	8.8		
平成 27 年(2015 年)	男性	0.9	5.6	9.7	12.6	15.2	16.3	17.8	25.3		
	女性	0.6	3.8	3.4	5.9	5.9	6.8	11.9	9.7		
平成 30 年(2018 年)	男性	2.7	6.4	11.7	11.6	16.6	17.6	15.6	17.4		
	女性	0.6	0.8	2.7	5.3	8.2	6.5	10.3	11.1		
令和 3 年(2021 年) (間 38)	男性	4.4	8.3	11.0	15.0	15.7	21.4	16.5	24.0		60-65 歳 23.0
	女性	0.0	4.3	7.0	6.9	7.4	9.5	7.1	9.9		12.9

(出所) 日本証券業協会 2021 年度(令和 3 年)証券投資に関する全国調査(個人調査)

性別・年代別投資信託保有状況も増加で推移している(【図表18】)。推移の始点となる平成6年(1994年)の年齢層が高いほど投資信託保有率の増加幅が大きくなっており、株式保有率とは異なる推移が見られる。

【図表18】

(%)

		24歳以下	25～29歳	30～34歳	35～39歳	40～44歳	45～49歳	50～54歳	55～59歳	60歳以上
平成 6年(1994年)	全体	2.5	6.8	11.7	10.7	9.6	9.4	11.6	14.4	15.1
平成 9年(1997年)	全体	6.3	4.8	8.6	9.6	8.0	7.3	7.6	9.7	10.0
平成12年(2000年)	全体	0.0	1.7	5.9	5.9	9.7	6.7	7.0	8.6	11.9
平成15年(2003年)	全体	0.0	2.0	2.9	2.8	0.6	4.9	5.9	5.5	8.4
平成18年(2006年)	男性	0.7	0.8	2.9	4.7	6.1	8.5	7.9	10.2	13.6
	女性	0.8	1.3	4.2	3.1	6.0	6.7	6.0	11.5	9.5
平成21年(2009年)	男性	0.7	1.9	3.3	5.6	4.0	9.4	9.8	6.8	
	女性	0.0	3.0	1.6	4.6	6.5	7.1	8.5	13.7	
平成24年(2012年)	男性	0.0	2.8	3.1	6.1	5.5	7.6	8.9	9.6	
	女性	0.0	1.2	2.3	4.0	4.8	6.0	7.9	8.8	
平成27年(2015年)	男性	0.9	1.4	4.6	7.3	7.6	6.3	10.7	11.5	
	女性	1.1	3.8	1.0	4.3	4.3	7.6	8.2	8.5	
平成30年(2018年)	男性	1.3	5.0	6.6	7.5	7.8	9.4	10.3	7.0	
	女性	0.0	2.5	5.9	2.7	3.8	10.5	11.1	12.9	
令和 3年(2021年) (問45)	男性	2.9	7.3	10.6	12.8	12.1	11.5	6.9	18.6	15.1
	女性	2.3	4.7	7.5	7.2	10.4	8.3	6.0	12.0	11.0

2.6

2.2

5.2

60-65歳

(出所)日本証券業協会 2021年度(令和3年)証券投資に関する全国調査(個人調査)

以上のデータから、個人の投資行動は促進されつつあると考えられる。また、若年層で株式投資が増加した要因としてはネット証券の台頭、高齢層で投資信託の保有が増加した要因としては金融機関を中心とする投資信託の販売拡大が考えられる。

(3)投資への動機

日本証券業協会の同調査によると、有価証券に興味・関心を持ったきっかけとして、20～30代は「今の収入を増やしたいと思った」の回答率が高いが、合わせて「投資に関する税制優遇制度(NISA・つみたてNISA・確定拠出年金)の存在を知った」の回答率も同程度であり、投資に有利な制度が一定の関心を持ったきっかけとなっている。別の設問では、新型コロナウイルス感染拡大以降の株式投資に関する行動変化について、「初めて株式を購入した」または「株式の投資額を増やした」との回答率が、20～30代では突出して高くなっている。新型コロナウイルス感染拡大により将来に対する不安の高まりが、投資意欲に影響を与えたと考えられる。

(4)投資意欲の拡大にDXは貢献しているか？

日本証券業協会の同調査によると、証券投資に関する知識の取得方法として「PC・タブレット・スマートフォンを使ったインターネット」の回答率が最も高く、SNSの普及により自分の興味に近い人をフォローし必要な情報を得ていると思われる。さらに、株式や投資信託の購入方法も若年層を中心に「証券会社のインターネット取引」の回答率が高く、投資信託については銀行のインターネット取引が非常に少ないのが特徴的である。

投資信託購入を検討するきっかけとして「保有しているポイントで投資/運用ができるなら」の回答率が

高く、実際に LINE 証券、楽天証券、SBI 証券、日興フロッギーなどが様々なポイント投資商品を用意している。楽天証券を例にすると、楽天の様々なサービスを利用してポイントを溜め、そのポイントで投資信託や株式を購入するとさらにポイントが付与されるといったような投資のサイクルが確立されている。

インターネットにより情報収集が容易となり、SNS 上で投資に前向きな情報を得たことで、まずはポイントによる積み立て投資をインターネット取引で手軽に始め、成功体験を積んだことが、投資に対するハードルを下げた可能性があると考えられる。

(5) Fintech の台頭

株・不動産の投資や投資信託ロボアドバイザーなどの新しい金融サービスを提供する Fintech 企業が次々と現れている。例えばロボアドバイザーの利用状況について日本証券業協会の同調査によると、「すでに利用している」の回答率は全体の 5%とまだ高くないが、相対的に若年層は回答率が高くなっている。「利用したくない」の回答率は 40%だが、「利用したい」の回答率も 21%あるので、現時点でロボアドバイザーの人気・不人気は断定しづらい。アメリカでは銀行の様々なサービスが Fintech にアンバンドル化され、サービスを充実させている。アメリカの動きを踏まえると、既存の金融機関は、個人との接点やサービスにおいて今後は Fintech との協業が当たり前になるのではないかと考えられる。日本では、証券会社のインターネット取引が拡大しているが、ロボアドバイザーなどの Fintech の利用度はまだ低く、スタートアップへの認知度や信頼の不足によるものなのか、行政におけるデジタル活用の制限が残存しているのかは、考慮が必要である。

(6) 金融機関にできることは何か

NISA 口座の開設方法について、投資信託協会「2021 年度投資信託に関するアンケート調査報告書（NISA、iDeCo 等制度に関する調査）」によると、つみたて NISA は全体の 60%がネット証券での口座開設であり、若年層を中心に多くなっている。一方、一般 NISA は全体の 58%、若年層でも 45%程度が窓口や営業担当者との対面で口座を開設している。一般 NISA の方が口座の開設手続きが煩雑なのか、もしくはある程度投資額が大きいので窓口で相談をしたいのか、理由は特定できないものの、窓口や対面での手続きの必要性があることが示唆されている。

若年層でも投資について相談したいというニーズがあることを理解する一例として、ファイナンシャルプランナーに無料で相談できるサービスを提供する Fintech 企業があり、5 万人のユーザーを抱えている。投資商品の具体的な選定まで相談したい場合は有料になり、最近ではそれらのユーザーを送客してもらうためにネット証券が提携する動きがある。なお、海外での調査レポートを見ると、ミレニアル世代（1980 年～1990 年代半ば生まれの世代）は、学習意欲が高く、価値のあるサービスにはお金を払う意思があり、またデジタルの活用を求める傾向にあるので、対面とデジタルのハイブリット型のサービスが必要であることが示唆されている。

デジタルトランスフォーメーションによるサービスの変化や情報の多様化が投資行動の促進に寄与していると推察する。一方で、情報が多様化することは慎重な投資家にとっては不安要因となっていて、対面

とデジタルのハイブリット型のサービスを提供する役割として、金融機関の存在価値はあるのではないかと考えられる。そのためには、まずは金融機関自身のデジタルリテラシーの向上が必要ではないか。

(7)メンバーとの意見交換等

- ✓ 金融知識を習得するための投資教育の普及と効果には限界があり、企業の確定拠出年金のように強制的に証券投資させるような制度を併用することや、投資教育に関しても投資の本質的な意味を学ぶ機会を学校教育に取り入れることなどが必要である。
- ✓ ロボアドバイザーに対する不信感を払拭するにはより高度なデジタルリテラシーが求められるが、金融機関や証券会社が選んだロボアドバイザーなら信頼されて購入に至るケースも増えている。
- ✓ ポイントを使って投資信託を買うとまたポイントが付くので損しにくいイメージがあり投資しやすいと感じる状態は、行動経済学で言うハウスマネー効果が起きていると言える。
- ✓ 手元に投資資金がない若年層に対して、相応に高いハードルはあるが、ローンを組めるようにしてまとまった投資資金を提供することや、税制優遇をすることで、時間を通じた分散投資を促進できないか。
- ✓ 「貯蓄から投資へ」を謳っているが、日本の株価が上がらないなど日本国内に良い金融商品がないのが問題。投資促進策と併せて日本企業の収益性を向上させる施策も必要である。

6. 資産運用と情報技術の利活用

報告: 高橋 大志(慶應義塾大学大学院経営管理研究科教授)

(1) 概観 情報技術の進展が与える影響について

情報技術・デジタル技術の産業への影響の表れの一つに、S&P500 の構成銘柄の変遷がある。時価総額が最も大きい上位 5 社を Apple、Alphabet といった企業が占めており(2018 年時点)、10 年前から大きく変化している。

近年では、AI 技術の医療分野での応用や、日本政府の Society5.0 で取り上げられたような自動運転、医療・介護・農業の現場での応用例が示されている。デジタル化には、情報のデジタル化、デジタル化されたもののビジネスへの活用、既存のビジネスプロセスの変化の 3 ステップがあるということや、DX によりビジネスモデルが大きく変化する局面ではトップマネジメントの関与が不可欠であるという議論も併せてなされている。

総務省「ビッグデータ等の利活用推進に関する産官学協議のための連携会議」では、各省、地方公共団体および民間企業におけるデータ等の相互利活用を推進する目的で、様々な分野における取り組みを議論し、経済統計への活用を検討している。ビッグデータの利活用には精度検証やデータ形式・個人情報保護のあり方などの課題が見つかりしている。

(2) 取り組み事例の紹介

① 可視化、分類、文章生成

情報技術・デジタル技術の取り組み事例のわかりやすいものとして、多数のデータを人間が解釈しやすい形で可視化する、というものがある。例えば特許文書データの内容に含まれる「新規性、詳細な説明、用途、優位性」を数値化して特定の条件で可視化することで、例えば特許出願の年代別各社比較や、分野別各国比較が容易になる。また、多数のデータの属性ごと分類や、データ投入による文書生成の用途で、情報技術が活用されている。

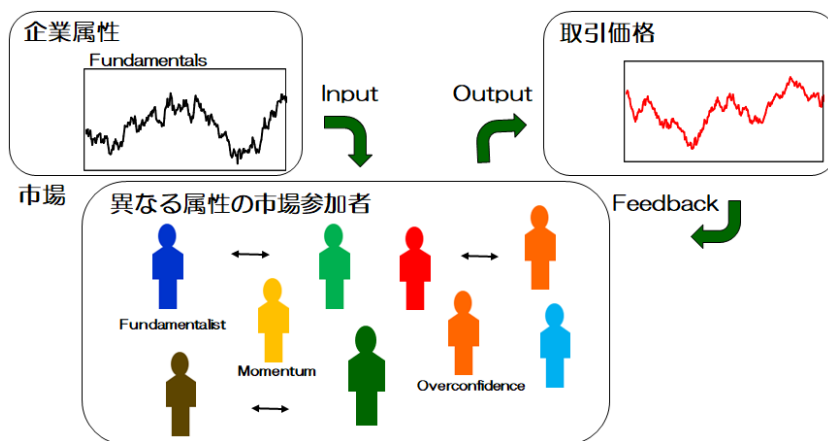
② 説明可能な AI への関心

ただ、一般には、データのインプットとアウトプットの関連性(モデル)が理解できないという課題があり、説明可能な AI(XAI)への関心が 2017 年頃から急速に高まっている。金融、医療、自動運転、セキュリティ、法律などの分野で AI を社会実装するにあたっては、モデルの透明性を確保するために、解釈可能なモデルが求められるのではないかとされている。説明可能な AI は、大きく「透明性の高いモデル」と「事後的に説明するモデル」の 2 つに分類可能である。人間にとって何が分かりやすいのかという点と密接に関連するので、説明可能な AI はヒューマンコンピュータインタラクション(HCI)の一つとなる。

③ 機械学習とシミュレーション

現実データを対象とする分析と並行して、何らかのモデルを通じて分析をするシミュレーションも機械学習との関係で役割が議論されている。前処理段階でシミュレーションを使う例や、シミュレーション結果を機械学習で分析する例がある。ファイナンスへの応用もなされており、シミュレーションの中に経済構造を入れるようなアプローチを通じて経済分野のモデルの拡張をしたようなものも含まれる。例えば計算機上に市場を作り、多様なタイプの投資家がいる前提で、平均分散モデルのフレームワーク内での意思決定により、市場でどういうことが起きるかを分析することも可能である。（【図表19】）

【図表19】



(参考文献) 高橋大志: エージェントベースアプローチの金融市場への応用 証券アナリストジャーナル, pp.58-69, 2, 41, 2003.

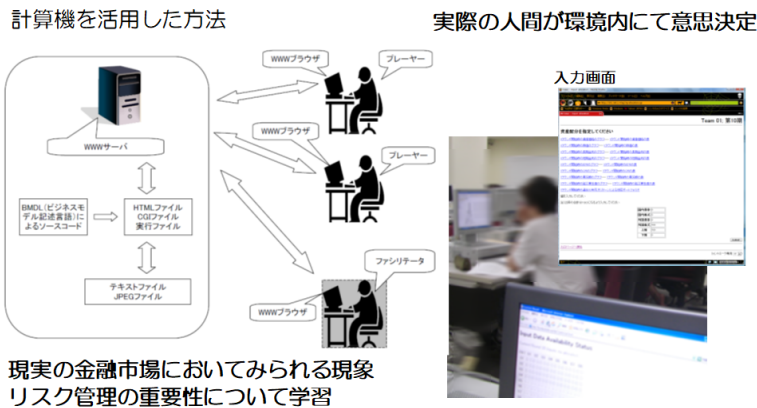
高橋大志: 行動ファイナンスとエージェントベースモデル, オペレーションズ・リサーチ, pp.148-153, 49, 2004.

④ ビジネスゲーム

仮想空間上に経済構造や社会構造をつくりその中で人間が意思決定をして経営や金融などについて学習をするビジネスゲームは、1950年代以降、様々な場面で応用されており、近年は計算機を活用した取り組みも行われている。

経済構造を取り込んだ計算機シミュレーション環境の中で、実際に人間が意思決定をする形でシミュレーションを行うこともできる（【図表20】）。現実の市場で起こっているような現象が見られたり、リスク管理の重要性を学んだりということが見られた。ビジネスゲームを用いて金融を学習できる機会はあるのではないかな。

【図表20】



(参考文献) 山下泰央,高橋大志,寺野隆雄:ビジネスゲームによるファイナンスへの接近:金融資産への投資の意思決定の学習,コンピュータソフトウェア,pp.30-40,No.4,Vol.25,2008.

⑤ 老後世代のライフプランニング支援

MUFG 資産形成研究所と協力して取り組んだ例であるが、アンケートに基づく個人属性データと各資産の株式や債券などのヒストリカルリスク／リターンの分布を用いて将来の資産状態をシミュレーションするものである。金融資産が枯渇するかもしれないかの分類は解釈可能なモデルに基づいているため、例えば 90 歳で資産が枯渇するという結果が出た場合に、どのようにしたら枯渇しないですむのかというアドバイスが可能となる。

(3) 終わりに

情報技術の進展により分析精度が向上したので、例えば、機関投資家・個人投資家へのアドバイスや市場設計等の場面での活用、情報技術を用いた効率的な学習機会の提供や資産運用における意思決定の支援を通じて、家計の資産運用に貢献できるのではないかな。

(4) メンバーとの意見交換等

- ✓ ニュースの分析やテキスト分析、数値データを用いた凝った分析は、データ量が豊富な機関投資家を中心により発展的に行われている印象である。
- ✓ 老後世代のライフプランニング支援として取り組んでいる例では、一定のリスク資産を標準的なポートフォリオで保有した場合に将来のポートフォリオがどうなるのかをシミュレーションしているが、個人の行動経済学的な観点での属性のバラツキなどは今後拡張する方向性の中で考慮し得る。
- ✓ AIを使った運用手法はイントラデイのような短期間の運用において高い収益を上げられる可能性がある。また、オルタナデータを使った分析もデータの有効性や認知度によりパフォーマンスは変わり得るが、一つの分析手法として考えられる。
- ✓ 通常の実証分析よりもデータ処理の負担は大きいですが、ビッグデータを利用してAIが株価の発生プロセスを推定するなど、今後様々な場面で活用可能性がある。

7. 老後準備におけるリスクテイクと資産所得倍増計画

報告：臼杵 政治（名古屋市立大学大学院経済学研究科教授）

（1）日本の老後所得保障：公的年金と私的年金

日本における老後の所得保障は、公的年金として定額の基礎年金と報酬比例の厚生年金があり、それに上乗せする私的年金として、サラリーマンであれば企業年金、企業型確定拠出年金、iDeCo 等がある。

厚労省の 2019 年国民生活基礎調査によると、高齢者世帯の所得は約 313 万円、内訳では公的年金が最も多く約 200 万円（全体の 64%）である。企業年金・個人年金等は約 19 万円（全体の 6%程度）と非常に少ないが、退職時に一時金として一括で受け取るケースが多いことが理由の一つと考えられる。

【図表21】

世帯の種類	総所得	稼働所得	(再掲) 雇用者所得	公的年金・ 恩給	財産所得	年金以外 の 社会保障 給付金	(再掲) 児童手当等	仕送り・企業 年金・個人年 金・その他の 所得
2018年	312.6 (100.0)	72.1 (23.0)	60.1 (19.2)	199.0 (63.6)	20.4 (6.5)	1.8 (0.6)	-	-19.4 (6.2)
2013年	308.1 (100.0)	64.9 (21.1)	49.1 (15.9)	201.5 (65.4)	22.8 (7.4)	1.9 (0.6)	0.0 (0.0)	16.9 (5.5)

（出所）厚生労働省 2019 年国民生活基礎調査

日銀の資金循環勘定の計数に基づき示される家計の金融資産 2,005 兆円の内訳は現預金、株式・投信、保険年金である。保険年金には、生命保険の年金 103 兆円、企業年金の受給権 157 兆円は含まれているが、公的年金は含まれていない。一方、公的部門に年金の運用資産だけは出ており、公的年金からみた負債は実際には表れていないが、例えば年 300 万円で高齢者世帯が 1,000 万世帯あるとして、平均余命が仮に 10 年としても 300 兆円、20 年であれば 600 兆円と見積もることができる。現役世代も当然にすでに年金受給権を持っていると言えるので、少なくとも 1,000 兆円程度は、年金受給権があるはずだ。このように公的年金を純粋な積立方式で考えれば債務超過になる。

（2）公的年金に上乗せされる私的年金（確定拠出年金）のポートフォリオのリスク許容度

① 公的年金が完全に賃金連動する場合（モデル所得代替率が一定）

公的年金の水準にはモデル所得代替率 50%という厚労省の目標がある。そこでモデル所得代替率が 50%の前提で、公的年金に上乗せする私的年金の最適ポートフォリオについて、株式配分率を 4 パターン用意し、経験分布によるブートストラップ法によりシミュレーションをした。

株式配分率：A. (100－実年齢)%、B. (65－実年齢)%、C. 56%固定、D. 12%固定

※AとBはグライドパス法（ターゲット・デット・ファンド）、CとDはAとBが期待リターン通りに運用できた場合の金額加重平均配分に一致する固定値。なお、Dは資金循環勘定（2015年3月）による家計の株式と投信への配分割割と概ね一致。

シミュレーションの結果、65歳時点の総準備額を見ると、グライドパス法には引退間際のリスクが抑制

されるものの、若い時に損失を被るとその後に取り返せないという問題があり、AとC、BとDそれぞれの分布はほぼ変わらない結果となった。また、同じリスク回避度であっても、私的年金単独と比べて公的年金と合算する方が、株式への配分割合は高くなることがわかった。公的年金自体が低リスク資産であり、給付が賃金連動するとしても賃金上昇率のリスクが低く、また賃金上昇率と株式リターンの相関係数が小さいため、公的年金を入れることで私的年金でのリスク許容度が高まる。

② 経済変数(賃金上昇率・物価上昇率・運用収益率)により公的年金がマクロ経済スライドの下で確率変動する場合

公的年金は、賦課方式をベースにある程度の積立金を保有する修正賦課方式を採用している。2004年の年金制度改革によって、マクロ経済スライドと呼ばれる、本来は賃金・物価上昇率でスライドする給付を、被保険者数の減少率や65歳からの平均余命伸長(年金受給期間伸長)を考慮して削減する仕組みが導入された。経済や人口の状況が良ければマクロ経済スライドによる給付削減が早く終了し、反対に状況が悪いとマクロ経済スライドがなかなか終了せず、給付水準は低下する。さらにオプションとして、前年の削減水準を下回らない調整や、前年より賃金・物価上昇率が低ければマクロ経済スライドを適用しない、といった例外ルールがある。

以上を踏まえて、公的年金財政モデルを構築して経済3変数(賃金上昇率、物価上昇率、運用収益率)のパスをモデルに投入し、モンテカルロシミュレーションによりマクロ経済スライドの終了年と給付水準の分布を取得し、公的年金と同割合で上乗せする私的年金の最適ポートフォリオを検証した。

検証の結果、マクロ経済スライド下の公的年金は、低リスク・低リターンの資産で、賃金・物価上昇率との高い相関を持っていた。また、マクロ経済スライドのない場合や公的年金を考慮しない場合よりも私的年金準備における内外株式への配分割合を高めないと、老後準備全体の収益率が確保できないことがわかった。加えて、実質賃金上昇率が低いなど経済状況が改善せず、マクロ経済スライドの終了が遅れる場合には、私的年金だけで挽回するためには加入者は相当なリスクを取らざるを得なくなることがわかった。

(3) DCと金融リテラシー・行動ファイナンス

(1)、(2)のように公的年金は低リスク・低リターンで、賃金上昇率にかなり連動するということとなると、老後準備全体を考えた場合にも株式投資(リスク資産)の割合は増やしたほうが良いと言える。しかしながら、確定拠出年金の年代別資産配分割合を見ると、預貯金・保険の割合は60歳以上で58%、20-29歳でも45%ほどあり、投資信託の割合は依然として低い。

確定拠出年金の加入者がリスクを取らない説明としては、リスク回避度が高いという合理的な要因が考えられるが、公的年金とあわせたこれまでの分析結果と整合しない部分があり、どちらかというトリテラシーの不足や行動バイアスの存在といった非合理的な要因があるのではないかと考えられる。

確定拠出年金では事業主による投資教育が義務化されたが、あまりにも広範囲かつ細部に亘る内容を詰め込んで教えすぎている可能性がある。また、投資教育を受けた加入者のリテラシーが向上したか、

投資行動に結びついたかといった効果測定ができていない。他方、行動バイアスへの対応策として、リスク性のあるデフォルト商品の設定やファンド数の絞り込みをするのが良い。日本にも指定運用方法というデフォルト商品の設定制度が導入されたが、事業主がリスク性のあるデフォルト商品の設定を避けて、結果的に 8 割で元本確保型商品が設定されている。投資教育によるリテラシーの向上だけでなく、加入者をリスク性資産への投資にナッジする(背中を押してやる)工夫が必要である。

(4)メンバーとの意見交換等

- ✓ 私的年金のポートフォリオに住宅などの不動産を入れて考えると、家計保有資産のうちリスク資産が占める割合は下がるかもしれない。
- ✓ ポートフォリオの個別アセットクラスの選定においては、インフレ基調や為替の円安などの経済構造変化を考慮する必要がある。
- ✓ マクロ経済スライドが実行され年金給付額が減額されると、マクロ経済全体でみると消費にマイナスの影響を及ぼすと思われるが、厚労省の財政検証ではそうした経済への影響まで織り込まれていないようだ。
- ✓ 公的年金の所得代替率が高いほど私的年金に対するリスク許容度が高まるという研究結果が出たが、他国の例えばアメリカとヨーロッパでは、ヨーロッパの方が公的年金の信頼度は高いものの、アメリカの方が家計資産に占める株式の割合が高いので、家計が投資に向かう要因は公的年金の信頼度だけではないだろう。
- ✓ 日本の家計が投資に向かわないのであれば、公的年金のポートフォリオを組み換えて株式投資を増やすという発想も考えられるが、公的年金のポートフォリオを組みかえても国民が受け取る年金にはほぼ影響がない。
- ✓ 私的年金の最適ポートフォリオを検証するにあたってモデルで設定する期待リスクプレミアムは 4%程度であるが、設定値が過大であり、それを修正すると最適化してもリスク資産のウェイトがそれほど高まらない可能性も考えられる。

8. DC の資産運用に関する諸外国からの示唆

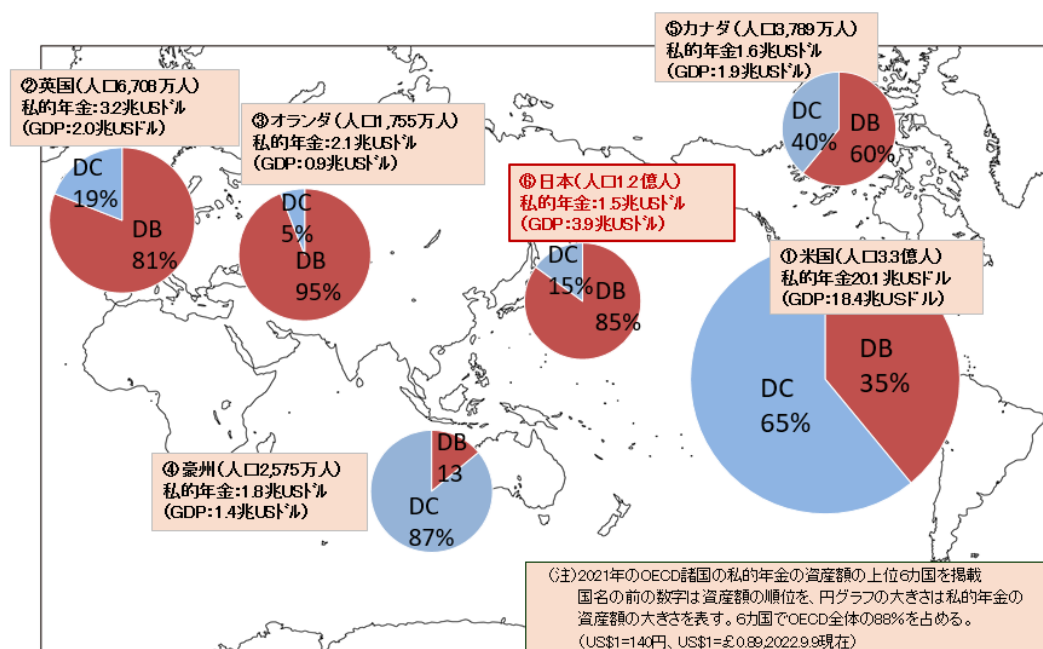
報告: 菅谷 和宏(三菱 UFJ 信託銀行年金コンサルティング部上席研究員)

(1) 諸外国の私的年金制度の概要

OECD 加盟 35 か国の私的年金資産規模は、合計 34.2 兆 US ドルあり、そのうち米国が 20.1 兆 US ドルと一番大きく、全体の 59%を占める。続いて英国、オランダ、オーストラリア、カナダ、そして日本という順番で、日本の私的年金資産は 1.5 兆 US ドル、全体の 4.5%である。上位ほぼ 8 カ国で全体の 93%を占めている、米国・英国は、公的年金を必要最低限度の給付水準とし、国の税制優遇により私的年金を推進し、公的年金を代替する政策が進められており、私的年金の資産規模が大きいという状況となっている。

私的年金資産のうち DB と DC の割合を各国で比較したものが【図表22】の通り。

【図表22】

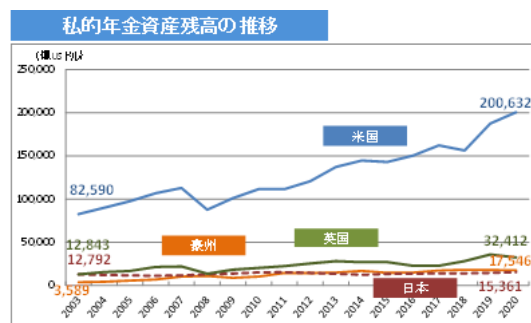


(出所) DB・DC 比率は、Willis Towers Watson「Global Pension Assets Study 2022」p7、人口及び GDP は外務省「各国基礎情報」より報告者作成

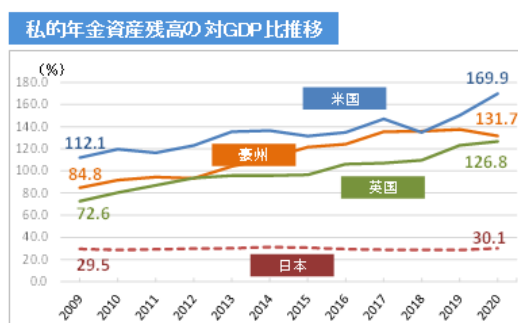
【図表22】の各国の円の大きさが、そのまま資産規模の大きさを示していて、米国が非常に大きい。なお、米国でもまだ DB の資産残高割合が 35%あり、英国についても 80%を DB の資産残高が占めている。一方、DC の資産残高が比較的大きいのはオーストラリアで、87%を DC が占めている。これは、米国・英国の私的年金が DB から始まり、近年、財務・会計上の観点から DC へ移行しているのに対して、オーストラリアは最初から Superannuation という DC 制度を創設して、全ての被用者への加入を義務づけているためである。それぞれの国の社会保障政策や私的年金の歴史的背景により DB・DC の割合は異なっており、日本についても近年、財務・会計上の観点から DC の導入が進んでいるものの、DC の資産規模の割合はまだ 15%程度である。

次に、私的年金資産残高の推移と対 GDP 比の推移を比較したものが【図表23】【図表24】の通り。

【図表23】



【図表24】



(出所) OECD「Pension Market in focus 2020」Figure1.3 より報告者作成

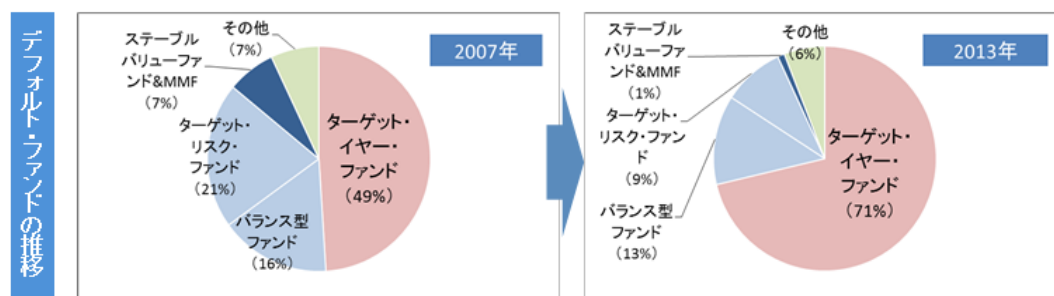
2003 年から 2020 年の私的年金資産残高増加率について、米国 2.4 倍、英国 2.5 倍、オーストラリア 4.9 倍と非常に大きく増加している一方、日本はわずか 1.2 倍に留まっている。対 GDP 比の推移も同様である。

(2) 米英豪の DC におけるデフォルトファンドの設定状況

① 米国 401k のデフォルトファンドの設定事例

米国 401k は従業員の給与からの拠出に企業が上乘せしてマッチング拠出ができる制度である。2006 年年金保護法により、「自動加入方式」と「自動拠出率引き上げ方式」の任意設定が認められた。自動加入方式を採用した際に、加入者自らで商品選択をしない場合に備えて「デフォルトファンド」の規定が設けられた。デフォルトファンドの商品は、「適格デフォルト投資選択肢(QDIA)」と呼ばれる一定の投資要件が規定されており、それを満たした場合は加入者自身が自ら商品選択をしているとみなし、事業主の責任を免除する「セーフハーバールール」が併せて制定された。「適格デフォルト投資選択肢(QDIA)」は、具体的にはターゲット・イヤー・ファンド、バランス型ファンド、マネージドアカウントに限定(MMF や GIC などのステーブルバリューファンドは当初 120 日間だけ設定可)されており、これによりターゲット・イヤー・ファンドの残高割合が大きくなってきている(【図表25】)。

【図表25】

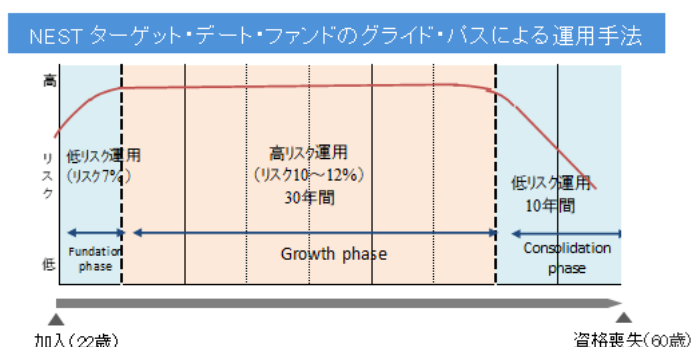


(出所) Bank of Montreal Financial Group「Defined contribution retirement plan benchmarks」Figure43 より報告者作成

② 英国 NEST のデフォルトファンドの設定状況

英国は基本的に公的年金を必要最低限度の水準として、財政負担を抑えるために私的年金を税制優遇制度で推進している。しかしながら、中小企業を中心に企業年金がなかなか普及しないことから、2008 年年金法改定により、企業年金がない被用者に対して、自動加入（オプト・アウト可）となる「NEST（National Employment Saving Trusts, 国家雇用貯蓄信託）」を導入した。デフォルトファンドとして、生年月日等に応じ 60 本程度のターゲット・デート・ファンドが設定されており、実際の選択割合は 99%である。このターゲット・デート・ファンドの具体的な運用手法は【図表26】の通り、年齢に応じてリスクを変化させる運用である。特に加入時はリスクを小さくすることで加入者の脱退を防ぐように商品設計されており、オプト・アウト率は 7%と低位にとどまっている。

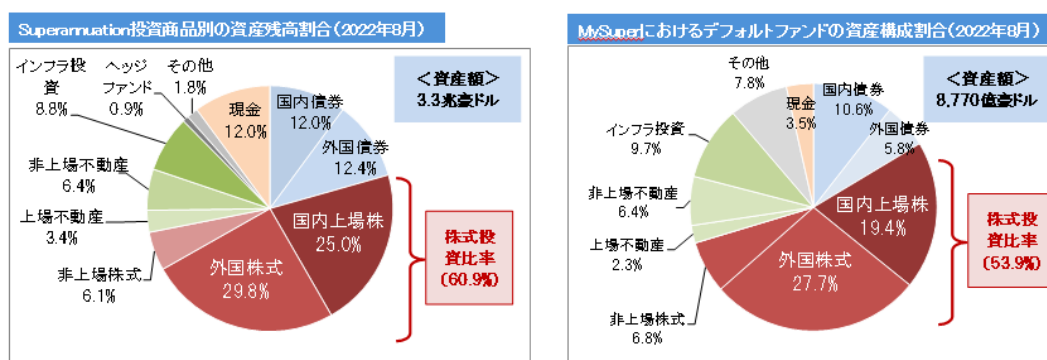
【図表26】



③ 豪州 Superannuation のデフォルトファンドの設定状況

1992 年に Superannuation（退職年金基金制度）を創設し、企業に対して全ての被用者（パートタイム労働者や公務員を含む）を対象に拠出を義務付けた。Superannuation が創設された背景は、物価上昇に応じた賃金引き上げ要求に対応するために、その当時は 6%の賃上げ要求だったが、2%分を Superannuation に事業主が拠出、さらに政府が 1%減税措置として個人口座に還付する形で助成をしたことが始まりである。その後、徐々に拠出率が引き上げられており、2025 年には 12%まで引き上げられる予定である。また、2013 年にはデフォルトファンドを設定した My Super が創設された。デフォルトファンドは、オーストラリア健全性規制庁に承認された「ライフサイクル・ファンド」または「バランス型ファンド」であり、その結果、Superannuation および My Super 共に、株式投資比率が 50%以上であり（【図表27】）、オーストラリア経済の好況と相まって、資産残高が増えている状況にある。

【図表27】



（出所）ASFA「Superannuation Statistics」August 2022 より報告者作成

(3) 日本への示唆

日本の DC におけるデフォルトファンド設定状況は 4 割程度、そのうち元本確保型商品の設定が 75% を占めており、米国・英国・オーストラリアとは様相が異なる。人間の合理性には限界があり、投資の意思決定においても常に最適な判断をするとは限らないという行動経済学の知見に基づいた仕組み作りが重要であり、「自動加入方式(オプト・アウト付き)」と「デフォルトファンド」の投資適格規制の整備により、投資初心者で金融リテラシーの低い加入者であっても市場運用による資産形成機会を得ることができる。併せて、公的年金・私的年金・個人貯蓄を含めた個人資産の見える化を行い、個人の資産形成の背中を押すための環境整備を進めていくことが重要である。

(4) メンバーとの意見交換等

- ✓ 高度経済成長期で高い定期預金金利を享受してきた高齢者世代は、資産をこれ以上増やす理由がなかなかないものの、投資教育やライフプラン研修を通じて長寿リスクへの対応の重要性を理解してもらうことが必要である。現役世代は忙しくて投資に気を使っていられないという意見を非常に多く聞くが、そうであればこそ、積立 NISA や iDeCo、企業年金の自動加入とデフォルトファンドを通じて毎月ある程度リスクを取りながら運用を進めていき、気づいたときには資産形成がされていた、という状況が望ましい。
- ✓ 公的年金の所得代替率が低い国ほど個人で老後資金を蓄える必要から貯蓄を増やし、かつ実態では株式投資の比率が大きいように思う。公的年金を無リスク資産とみなしてリスク資産へ投資することも有用でありながら日本で投資が進まない理由は、元本割れを忌避する傾向が高いからか。政府が元本保証を付したデフォルトファンドも一案だが、英国の NEST のように、投資初期に低リスク資産に運用するデフォルトファンドが活用されると良い。
- ✓ 日本の企業年金は退職金由来なので、報酬の一部として労使合意が基礎になっている。事業主が労働者の資産形成のため必要なリスクテイクをする姿勢とあわせて、労働者側の金融リテラシー向上のため、制度の見直しや投資教育促進が重要である。

9. リタイア期にフォーカスした投資促進の課題と対応

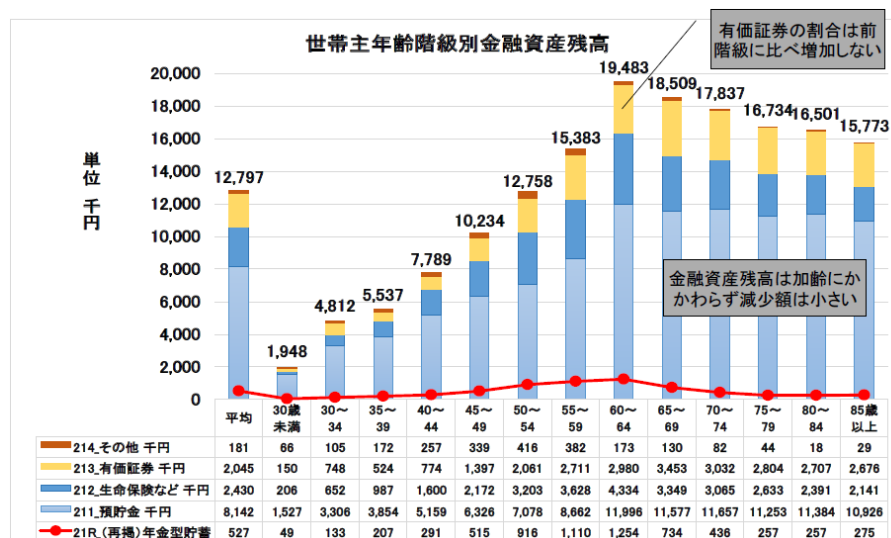
報告：日下部 朋久（MUFG 資産形成研究所所長）

（1）課題認識

① 高齢者を含め金融資産が投資に向かっていない

日本の家計金融資産 2,005 兆円のうち、現預金が 5 割を超える点が課題とされている。これを、世帯主の年齢階級別に金融資産の平均値を調査した結果が【図表28】の通り。

【図表28】



（出所）2019 年全国家計構造調査（総務省統計局）家計資産・負債に関する結果より報告者作成

60～64 歳の階級が金融資産残高のピークであり、55～59 歳の階級から大きく増加した要因として退職金の支給が考えられる。なお、有価証券の増加については限定的である。預貯金は加齢に伴って大きく減少していないことから、金融資産が老後資金としてそれほど活用されていないという仮説が立つのではない。

② 退職金、企業年金における投資がリタイアとともに中断してしまう

日本の DB（確定給付企業年金）・企業型 DC（確定拠出年金）・厚生年金基金は、企業年金連合会の令和 3 年度調査によると、民間サラリーマン 4,047 万人を対象に、制度重複を含む 1,695 万人が加入している状況である。DB では 7 割弱、DC では 9 割程度の人が一時金を選択する傾向にあり、2019 年度の金額でみると、DB は 1 兆 4,251 億円、DC は 4,136 億円が一時金として支給されている。このほか、多くの企業で退職一時金制度から支給がされていると考えられる。住宅ローン早期返済のための一時金取得ニーズの高さが推察されるが、借入金利水準や手数料、将来の緊急の資金需要等を考慮して年金選択も検討の余地がある。

③ 年金、一時金税制のアンバランス

一時金が選択される最も大きな理由として、年金取得よりも一時金取得の方が税・社会保険料の観点

で有利となるケースが多いことが考えられる。一時金は退職所得として分離方式であり、退職所得控除が大きく、また課税所得は所得控除後の金額の 1/2 となる。一方、年金は公的年金などと一緒に雑所得として総合課税であり、公的年金等控除が適用されるものの、厚生年金の給付でほぼ控除額を使い切ってしまう水準であることから、一時金の方が税制上有利となるケースが多いものと思われる。

(2)リタイア期における投資促進のために

① 仕組みの整備とリテラシー向上

高齢者を含め金融資産が投資に向かっていないという課題に対しては、DC や NISA 等の仕組みの整備と、付随して金融リテラシー向上策が必要ではないか。米国のように DC のデフォルトファンド法制化やオプト・アウト方式による緩やかな加入強制を通じた投資の成功体験蓄積や、リタイア期にも焦点を当てた投資に係る継続教育が考えられるほか、投資開始後一定期間は国が元本保証するような認定ファンドの設定も、解決課題は多い印象であるがアイデアとして考えられる。細切れの年金・退職金を個人勘定に集約して運用可能とする日本版 IRA の導入は、信託協会の税制改正要望の一つとして挙げているほか、DC 拠出枠の通算やリタイア準備世代のキャッチアップ拠出、給付付き税額控除といった、投資金額を増やすための整備が考えられる。また、リタイア期の「企業型 DC から iDeCo へ」「DC から一般の投信へ」の移換時の手続き簡素化および換金ロス等の削減といった、投資を継続させるための整備も考えられる。

② 投資促進に資する商品・スキームの提供

退職金、企業年金における投資がリタイアとともに中断してしまうという課題に対しては、金融機関からの投資促進に資する商品・スキームの提供が必要ではないか。ターゲット・デート・ファンドについては、ターゲット・デート後も運用しながら年金払いを選択しやすくする商品性の検討や啓蒙活動が考えられる。NISA や一般の投資商品においても、年金払い対応(自動取り崩し機能の拡充)を容易にできるような商品や、資産枯渇リスクへの対応として運用による資産残高増減に応じて取り崩し額を調整し、取り崩し期間を固定可能とする商品の開発が考えられる。また、リタイア後の金融資産があまり減っていない点に着目すると、資産承継ニーズへの対応として、リタイア後も現役時並みの投資を継続し、資産承継時に換金せず投資の継続が容易に行えるような投資商品の提供も有効であろう。

③ 税制の整備

年金、一時金税制がアンバランスであるという課題に対しては、退職所得税制、年金税制の調和と年金払いへのインセンティブを引き上げる抜本的なアイデアとして、退職所得控除枠と公的年金等控除枠を統合するなどして税制中立的な措置を取ることが考えられる。

(3)メンバーとの意見交換等

- ✓ 日本の 70 歳以上の世代は過去に投資で損をした経験が残っており、かつ年齢的な問題で今から

投資を進めるのは難しい。ターゲットとすべきは、リタイア期前後の投資に対する理解・判断ができる世代であり、投資教育が必要。リタイア後の投資への考え方は人それぞれなので、個別に相談に乗るサービスも必要だが、システムティックに対応できる仕組みが整備されることが理想。

- ✓ 投資開始後一定期間は国が元本保証するような商品の組成について、口座開設や投信購入でポイントを付与する方法や、10年に一度起きるかどうかの経済的インパクト(保有資産価格の下落)を保険で保証する方法が考えられないか。ポイントや保険料の財源は検討要だが、つみたてNISAをベースにすればコスト規模としては社会保障費と比較してそう大きくないものと推察され、資産形成促進の思い切った方策になると思われる。
- ✓ 高齢世代の預貯金平均額の減少ペースが緩やかである点は、一部の超富裕層の資産が投資収益で増えていて平均値に影響を与えている可能性はある。超富裕層の資産をいかに投資や消費に回すのかという観点でも検討すべき。
- ✓ 退職金の給付額を事前に把握していない人が多いのは、日本の労働慣行(年功序列の賃金体系、終身雇用)による影響が大きいように思う。個人の意識改革のほか、企業側も退職金を個人で把握しやすくするインフラ整備やリタイアメントプランセミナーの提供などを進めていき、若いうちから老後の備えや資産形成を意識させることが必要である。

10. 相続法から見た資産承継型商品の仕組みと留意点

報告：小谷 亨一（MUFG 相続研究所所長）

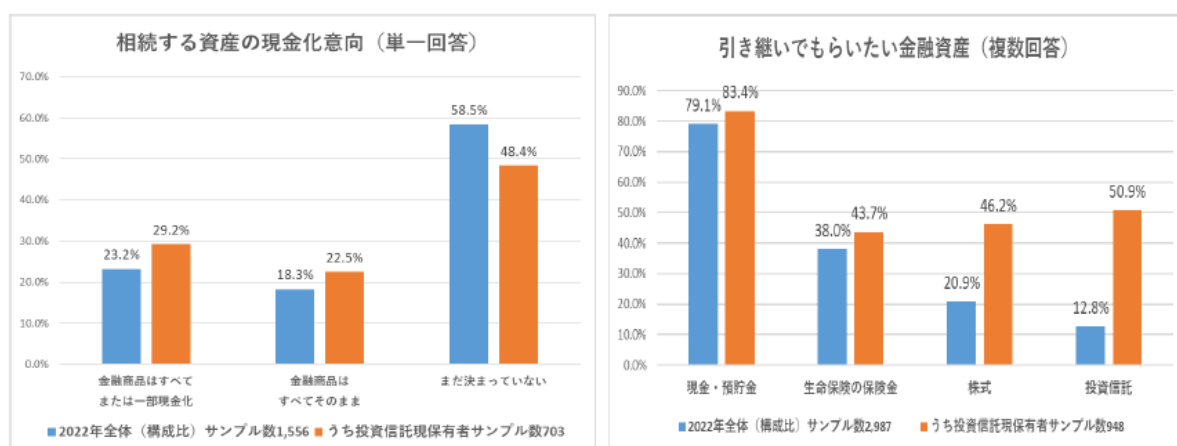
（1）相続で有価証券等は承継されているか？

遺言執行時の有価証券について、報告社の三菱 UFJ 信託銀行では、納税資金の確保および遺言作成から執行までの間の資産変動可能性を踏まえて、基本的な考え方としては売却し換金資金を分配することとしている。2021 年中に三菱 UFJ 信託銀行で取り扱った遺言執行のうち、株式の名義変更等を行い換金せずに相続した割合は 33%、同じく投資信託は 8.6%であった。投資信託はその商品自体を他の金融機関が扱っていないと移動できないなどの事情から承継せずに解約するケースが多いと考えられる。加えて、投資信託の商品性などから相続人が承継したいか否かの判断によっても異なる。

（2）投資信託等に関するアンケートから見る金融商品と承継

投資信託協会が 60 歳以上に向けて行ったアンケート調査によると、相続する資産をすべてまたは一部でも現金化したい人が 2 割程度であり、投資信託の現保有者と未保有者との大きな差はない。一方で引き継いでもらいたい金融資産については、投資信託の現保有者の約 5 割が投資信託や株式の承継を希望している（【図表29】）。

【図表29】



（出所）「60 歳代以上の投資信託等に関するアンケート調査 報告書」2022 年 3 月（一般社団法人投資信託協会）

（3）長期分散投資のメリットを享受するために

長期分散投資をしていくことで世界経済成長の恩恵を受けられ、また運用成果の平準化による損失リスクを抑えて安定したリターンが期待できるというメリットがある。しかしながら、高齢者層の場合、相続に備えた手仕舞い売りや相続時の解約・換金により運用が終了してしまう。また、現役世代はそもそもの資金不足から、運用開始の時期が遅れているのが実態である。三菱 UFJ 信託銀行の例では、退職金等が手に入り将来に向けた資産を検討した結果、一部を子や孫に暦年贈与できる信託商

品があるが、贈与資金の多くが贈与の受け皿としている低金利の金銭信託に滞留したままであり、すぐに運用に振り向ける所まで至っていない。遺言執行、相続の場面でも、承継型のラップ商品があるが、現金化してから承継されることが多く、運用が一度止まる実態があるのではないかと推察される。以上のような問題認識を踏まえて、三菱 UFJ 信託銀行の例では、親世代の投資継続の安心感および子世代の投資機会創出による「貯蓄から投資へ」の実現と、次世代への資産移転サポートにより「運用資産の世代移転」を実現するために、生前贈与型または資産承継型での投資信託商品サービスを開発・提供するに至った。

(4) 相続法(民法 882 条以降)から見た資産承継型商品の留意点

① 死因贈与契約型商品

死因贈与契約とは、無償で財産を与えることを内容として行われる贈与者と受贈者間の契約であり、贈与者の死亡によって効果が生じる。遺贈(遺言(単独行為)により財産を無償譲渡すること)に関する規定が準用されるため、贈与者の最終意思尊重の観点から、贈与者が、亡くなるまでの間に一方的に撤回したり受贈者を変更したりすることが可能とするのが多数説である。この点、相続の場面では反って争いの原因になるケースがあることから、留意が必要である。

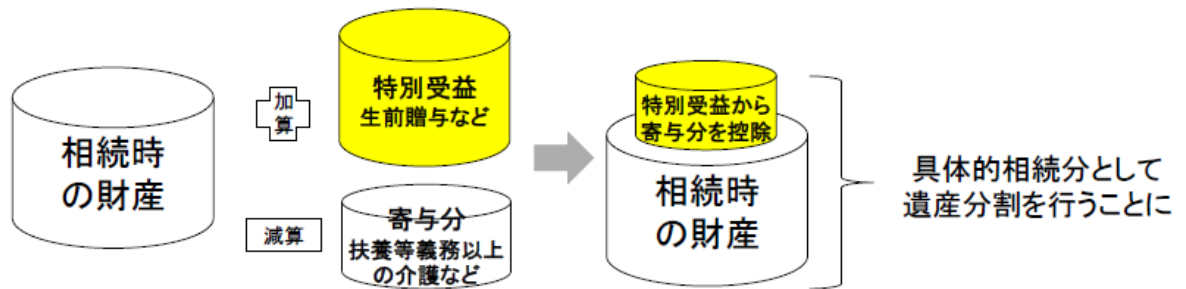
② 信託の仕組みを活用した承継商品

信託の仕組み活用とは、当初委託者兼受益者である本人が受託者(例:信託銀行)に資金を預けて運用利益を受け取り、本人死亡後には生前に指定した次の受益者(家族)に信託受益権を承継するものである。民法上、このような遺言代用的な性質のある契約における信託財産は遺産分割協議の対象財産ではないが、税法上はみなし相続財産として相続税の対象になる。また、遺留分の計算には信託財産が算入されるため、遺留分侵害に留意が必要である。

③ 生前贈与型商品

暦年贈与の仕組みを活用し三菱 UFJ 信託銀行で開発・提供しているサービスは、毎年贈与として受けた金銭を毎月一定額ずつ投資信託振替決済口座へ振り替えて、積み立て投資をしてもらうものである。生前贈与に際しては、特別受益への該当性に留意が必要である。特別受益とは、遺産配分に偏りが出ないように相続人に対する贈与(生計の資本として贈与を受けた財産など)を相続開始から遡って持ち戻される(遺言がある場合は相続開始前 10 年間分の当該贈与が遺留分算定の基礎財産となる)考え方である(【図表30】)。

【図表30】



特別受益に該当した場合、贈与したものが相続財産に持ち戻しとして加算され、加算された財産に基づいて配分を決め、特別受益を受けた人はその分が分配財産から減算される。持ち戻し免除の意思表示を行うこともできるが、遺留分侵害が発生した場合には免除ができない。

(5)まとめ

資産承継型商品の利用者においては、一部財産の承継者を決めることの意味(他の承継者とのバランス)を理解することと、承継商品の仕組みおよび法的留意点を理解することが重要である。金融リテラシーだけではなく、相続や税制に関するリテラシー向上も期待される。それらは、商品提供者が利用者に分かるようにしておく必要があり、専門家の介在やデジタル活用などによって、資産承継型商品が安心して利用され、より拡大していくものと考えられる。

(6)メンバーとの意見交換等

- ✓ 既に投資信託を保有する人は保有していない人に比べて家族にそのまま承継したいという意向が強い理由は、投資信託の商品上の利点をよく理解していてそれを享受してほしいという思いがあるからだ考える。一方で、信託の仕組みを活用して承継する場合、受益者の経済上の理由で解約・換金を求めることがあり、委託者である被相続人の意思をどこまで尊重すべきなのか、受託者にとっては悩ましい問題である。信託契約に停止条件を付けて、10 年間は受益権として保有することを定めることなどが考えられる。
- ✓ 承継資産が現金化されてしまう理由には、承継する子供側のリスク選好の相違や、承継された運用商品の中身が分からないというリテラシーの欠如が考えられる。相続税支払いのために現金化されてしまうのであれば、相続資産を担保に貸付を行うことも現状行われており、選択肢の一つになり得る。
- ✓ 承継資産を現金化する場合と保有し続ける場合で相続人の最適ポートフォリオは異なる。相続の相談を受ける際には、保有資産の状況を伺い税金やその捻出方法を見込んだ上でポートフォリオの最適化を探っていくことが可能と思われる。一方で、遺言であればその作成から執行まで 10 年程度かかることが想定されるので、遺言作成者の認知機能低下による判断能力の懸念が生じたときにそのポートフォリオをどのように修正していくかという問題があり、丁寧な対応が求められる。

おわりに

金融広報中央委員会が2013年6月に「金融経済教育推進会議」を設置しそのメンバーとして活動を始めてから10年になる。設置の趣旨は、金融庁金融研究センターに設置された「金融経済教育研究会」が2013年4月に取りまとめ、公表した「金融経済教育研究会報告書」を踏まえて、同報告書の方針を推進するにあたり検討課題として示された諸課題への取組みについて審議することを目的とするものであった。

同報告書では、様々な金融リテラシーの必要性和学校段階の金融経済教育において身に付けるべきその具体的な内容が示された。

その後、「金融リテラシー・マップ」の作成、金融リテラシー啓発用共通教材の開発、「金融リテラシーに関するeラーニング講座」の設置と活動を行い、その意義は関係各層に徐々に浸透しつつあると考えている。

一方で、こうした金融経済教育の取組みにもかかわらず、資産運用面では、この20年間、アメリカは約3.4倍、イギリスは約2.6倍に伸びているが、日本は、わずか1.4倍程度しか増えていない。高齢化社会では、蓄えられた家計金融資産が効率よく運用されなければ、生活の質の向上は難しい。年金の運用面でも、将来の年金の安定性、高齢者に十分な年金支給を確保するためにも、蓄積された年金資産が如何に高いリターンで運用されるかが、最重要課題である。

こうした状況を改善するために特に運用機関に対し何が求められるのかという問題意識から、本研究会は、「家計の資産形成促進と信託」を令和4年度の研究テーマとして、有識者の方々から有益な示唆をいただいた。こうしたご示唆は、岸田内閣が打ち出した資産所得倍増プランにも取りあげられたものもあると考える。

今後とも信託経済研究会の活動が経済社会の発展の一助となれば幸いである。

信託経済研究会幹事

慶應義塾大学名誉教授 吉野直行

信託経済研究会

(メンバー)

座長	若 杉 敬 明	東京大学名誉教授
幹事	吉 野 直 行	慶應義塾大学名誉教授・金融庁金融研究センター長
	前 多 康 男	慶應義塾大学経済学部教授
	柳 川 範 之	東京大学大学院経済学研究科教授
	祝 迫 得 夫	一橋大学経済研究所教授
	戸 村 肇	早稲田大学政治経済学術院教授
	安 田 洋 祐	大阪大学大学院経済学研究科教授

(報告者)

梅 溪 健 児	法政大学兼任講師
野 尻 哲 史	合同会社フィンウェル研究所代表
中 村 香 織	東京都政策企画局戦略事業部国際金融都市担当課長 (元金融庁総合政策局総合政策課総合政策管理官)
藤 沢 久 美	国際社会経済研究所理事長
高 橋 大 志	慶應義塾大学大学院経営管理研究科教授
臼 杵 政 治	名古屋市立大学大学院経済学研究科教授
菅 谷 和 宏	三菱 UFJ 信託銀行年金コンサルティング部上席研究員
日下部 朋 久	MUFG 資産形成研究所所長
小 谷 亨 一	MUFG 相続研究所所長

※研究会には、上記他業界から実務家が参加

(令和 5 年 3 月現在)

