

# 高齢社会における金融サービスのあり方について

フィデリティ退職・投資教育研究所所長 野尻哲史



## — 目 次 —

1. 資産形成から資産運用へのシームレス化
2. 取り崩す考え方が議論されていない
3. 退職準備の「見える化」のアイデア
4. 動き出した資産形成世代
5. 日本の課題と海外にある対策案～非課税制度～

## 1. 資産形成から資産運用へのシームレス化

本日ご用意した資料は1時間程度の講演時間を想定して作成したもので説明が少し飛び飛びになるが、全体像をお分かりいただければと思う。

1頁の骨子のところにいくつか書いているが、いま私は、この超高齢社会の中で金融サービスとして取り組んでおかねばいけないことは二つだと思っている。一つが「シームレス化」であり、もう一つが「見える化」である。「シームレス化」というのは先ほどの金融庁小森課長のコメントにも少しあったが、金融商品の中におけるシームレス、すなわちつなぎ目のない動かし方のことである。資産のアロケーションの変更、金融商品そのものの変換あるいは移し替えみたいなものも大事であるし、一方で、金融サービスと非金融サービ

スのシームレス化も必要になるのではないかと考えている。本日は、金融商品の中におけるシームレスな見方を考えたいと思う。

もう一つの「見える化」は金融商品そのものであり、手数料を「見える化」する方法と、もう一つは退職準備そのものの「見える化」である。金融商品というよりは、顧客自身がゴールをどのように設定していくかという「見える化」が必要ではないかと考えている。本日は、「見える化」の中の後者の話をさせていただく。

3頁をご覧いただきたい。私は2018年8月に1週間アメリカのボストンにあるフィデリティ社に往訪した。目的は顧客と面談することではなく、ミーティングのためだけであった。二十数件のミーティングを行い、具体的な商品の考え方について、大学教授の講義も含め色々なことを聞いて来た。その答えを資料の三角形の図のとおり、自分なりにまと

めた。60歳を境として、左側の60歳までが Accumulation（資産形成）であり、右側の60歳からが Decumulation（資産活用）となっている。

先ほど「貯蓄から投資へ」という言葉があったが、いま私は使わないようにしている。これは間違いだったと考えており、「貯蓄から資産形成へ」という言葉遣いに変えている。金融庁の方も最近を変えておられて、私自身は、Investment とか Investing ではなく Accumulation というのが、いま、我々に最も求められているワーディングだと思う。したがって、Accumulation（資産形成）と Decumulation（資産活用）という二つのフェーズを、金融としてのシームレス化の中で考えていく必要があるのではないかと考えている。

これを気付かせてくれたのが夏のポストンでの議論である。Decumulation（資産活用）のスタートは、実は出来上がった資産が議論の対象になることである。出来上がった資産を考えるのではなく、どのようにして資産を出来上がらせるかまで考えないと Decumulation（資産活用）は適切にできないという議論が、いまアメリカでは非常に進んでいる。Accumulation（資産形成）に関する議論の中で典型的なのは確定拠出年金である。その確定拠出年金の商品を変えようという議論も、いま非常に進んでいるし、Annuity（年金）をどのように資産に取り込むかが大きな課題になっている。

このように考えると、Decumulation（資産活用）側からスタートして Accumulation（資産形成）を考えていくというシームレス化は、どのように資産を作るかではなく、どのようにして取り崩していくのかという議論

からスタートしなければいけないので、取り崩す局面から見ていく。この話を個人の方々へのメッセージで使うときには、山は登るときよりも下りるときの方が怖いので、下り方をきちんと調べてから登れる山を探そう、登れるルートを探そうとお話している。登るだけ登っておいて崖っぷちだったので、あとは飛び降りるしかないというのは非常に厄介な話なので、Decumulation（資産活用）からスタートしてほしいといつもお願いしている。

## 2. 取り崩す考え方が議論されていない

9頁をご覧ください。日本では、資産を取り崩すことに対して議論がほとんどされてこなかった一方、アメリカではたくさん議論されていた。

10頁をご覧ください。この資料は個人の方にお話をするセミナーでよく使っている。実は、個人の皆さまのセミナーでは、この表が一番興味深かったという評判をいただく位に良く使い、反応も多くある。

資産を引き出す方法として、「定額引き出し」と「定率引き出し」があるが、定額で引き出そうとする人が多い。毎月10万円を引き出すという場合、マーケットの環境によって、資産の収益率が悪くて10万円も引き出しているという環境のときもあれば、資産の収益率がよくて10万円しか引き出していないという環境のときもある。このようなことが分かった上で、運用をしながら引き出すということについて説明している。引き出す方法についても、定額ではなく定率の方が、高齢期の資産残高が多いというメッセージを出すようにしている。

11頁をご覧ください。アメリカの投

資信託の中には引き出し率を事前に明示した商品もある。左側の表は「Managed Retirement Funds」と呼ばれているフィデリティ社のファンドの考え方である。60歳のときに3.64%を引き出すことを事前に明示している。私は、これを「定率引き出し」ではなく「予定率引き出し」と呼んでいるが、このようなものを取り扱っている。

アメリカの401k（確定拠出年金）とIRAについては、70.5歳を過ぎると強制引き出しルールがあるが、右側の表は、このときに使われている引き出し率の計算方法である。余命年数を分母にした逆数を引き出し率として計算するが、これが表の右側の欄にあるものだと思っていた。他にも色々な引き出しに対するルールとか考え方がある。日本でも、本当はここを詰めていく必要があるのではないかと強く考えている。

### 3. 退職準備の「見える化」のアイデア

12頁をご覧ください。良い悪いはともかくとして、このような形でアメリカにおいては引き出しのフェーズであるDecumulationをスタートラインにして、退職時点でいくらの資産を用意すべきかを詰め、それを元にして、収入のうちどれぐらいを資産形成に回していくのかという議論を進めている。

これらの資料を使って、先週、退職準備の指標についてグローバルでニュースリリースを行った。世界中の多くの国がレベルは違うけれども高齢化を心配している。その中であって、同じようなロジックで同じようなゴール設定をすることでどうなるのかを考えるのが非常に大事なことだと思った。

日本、アメリカ、カナダ、イギリス、ドイツ、香港で同時発表した。日本をこれらの国と比較して一番厄介だったのは資産運用の収益率の低さである。これが色々なところに影響を与えている。一方でメリットは、公的年金の給付の厚さである。公的年金は当てにならないと言う若い人たちが多いが、かなりの比率で老後の人生の支えになるのは公的年金であり、それをどのように伝えていくかが難しいと思っている。13頁の右側にQRコードがあるが、これらのことを教えてくれるツールを掲載しているので、関心があれば後で読んでいただければと思う。

ちなみに、14頁が日本の目標値である。67歳で退職を想定し、その時点の年収の7倍の資産を用意すべきというメッセージになった。これを記者発表したときには、高過ぎるという反応が多かった。これは20~30歳代の方の公的年金の受給額がいまよりも20%カットされることを前提に計算したもので、20%カットしないで現状と同じ給付水準の場合には5倍になった。このような比較を十分に行くと、数値の持っている意味、メッセージが変わってくるのではないかと考えている。

### 4. 動き出した資産形成世代

5頁をご覧ください。私どもの研究所はアンケート調査をたくさん行っているが、最近、現役世代が投資ではなく資産形成に動き出していると思う。例えば顧客向けセミナーで「貯蓄から投資へ」という話をすると、最初の頃の反応は非常に悪かった。なぜかというと、「銀行預金を引き出して株や投信を買えということか。」と受取るわけだ。しかもほとんどの人たちがパイチャートを使っ

て、日本とアメリカの資産種別を比較して、日本は50%以上が現金預金だがアメリカはその4分の1で14%程度であると説明する。しかも会場に来ている人たちは高齢者である。その人たちへの「貯蓄から投資へ」というメッセージは、銀行から預金をおろして株や投信を買いなさい、になる。このメッセージングを変えないといけない。だから「貯蓄から投資へ」ではなく、「貯蓄から資産形成へ」に変わったことは、私は非常に評価をしている。

その結果が一つ表れているのが、このアンケート調査結果だと思う。これは投資をしていない人になぜしていないのかを聞いた結果である。結果は一目瞭然で、大きく変化しているのは「投資するだけのまとまった資金がないから」という理由であり、これを挙げる人が大幅に減っているということである。これは裏を返せば、まとまった資金がなくても投資ができると理解していると解釈すれば、投資行動は、最近変わってきていると思う。

この変化を支えているのが2014年のNISAの導入であると思う。当時はまだNISAという名称ではなく、「少額投資非課税制度」という名前であった。導入最初の2013年の頃は、投資をしない理由として「投資をするだけのまとまった資金がないから」を挙げる人の割合が48%から39%に減った時であるが、投資が少額でできるのか、という反応が本当にあった。

金融村にいとどうしても金融からもの考えるので、非課税限度額が少額であるのは申し訳ないという部分もあったが、投資そのものが少額でできるというメッセージを伝えられたことは非常に大きかったと思う。その後、iDeCoの拡充やつみたてNISAの導入な

どがあって、投資しない理由のトップが、「投資をするだけのまとまった資金がないから」だったのが、いつの間にか2番手に下がったのは非常に興味深いと思う。

これをもう一つ別な角度から分析したものが6頁の資料である。これも皆さん良くご存じかもしれないが、確定拠出年金加入者の資産の半分以上は定期預金とか保険商品であり、なかなか運用に繋がっていないと言われる。このアンケートでは「あなたは投資をしているか否か」という設問の結果を、確定拠出年金加入者と非加入者を比較しながらクロス分析したものである。

分析の結果、ここ1～2年で投資をする確定拠出年金加入者の割合が増えている。しかも年齢層別に見ると、20歳代および30歳代の伸びが大きく、若い人たちが投資を始めている。確定拠出年金、特にiDeCoの効果は大きいと思う。企業型DC加入者の中で投資をしている割合が非常に増えてきているのが、最近の大きなトレンドではないかと思っている。

繰り返しになり恐縮だが、このような環境変化を踏まえると、先ほど見ていただいた、もう一押し何をするかというところで、資産形成の「見える化」、退職準備の「見える化」は、金融界を挙げて色々な議論をしていく必要があると思う。

12頁をご覧いただきたい。先ほど話をさせていただいたDecumulation（資産活用）からAccumulation（資産形成）に戻っていくときの大きなきっかけとして、12頁の真ん中にあるようにIncome Replacement Rate（目標代替率）はよく使われる。

退職後に必要な生活費の額は退職直前の年収の何割とするか。それを国の社会保障



でもらう分と個人の資産から引き出す分を二つに分けて考えるというアプローチがある。二つ目の「◆」の下に注で書いてあるが、2016年にアメリカの会計検査院が Income Replacement Rates みたいなものを出している、アメリカの企業や研究者の論文等における数値を調べたところ、約500ほどになっていた。

日本でこうした取り組みをしているかと言われるとほとんどしていない。目標代替率などを日本語にしようとするほとんど年金財政における所得代替率の意味になってしまう。所得代替率は分母が全加入者の平均年収、分子が公的年金の給付額であり、財政検証用であって個人の生活設計に利用するには馴染まない。分母が違うところが大きな課題であるが、我々はもっとこのようなデータを議論し、表に出し、あるべき姿を求めるような議論を深めていかないと、「見える化」はなかなか難しいと思っている。

## 5. 日本の課題と海外にある対策案～非課税制度～

最後に、15頁以降の話をさせていただく。日本の課題を議論するときには、いつも海外の事例を参考にしている。最近ではアメリカではなくイギリスの参考事例のほうが役に立つと思うようになった。なぜかという、アメリカは確かにすばらしいアイデアを出してくるが、日本がなかなかまねできない部分がある。

セーフ・ハーバー・ルール (Safe Harbor Rule; 予め定められた一定のルールのもとで行動する限り、違法ないし違反にならない) を業界の方はよくご存じと思うが、これは、

例えば DC でデフォルトファンドやオートインクリーズとかオートエンロールメント (Auto Enrolment; 自動加入制度) といったものを企業が採用したときに、万が一うまくいかなかった場合の訴訟リスクを企業に持たせないようにするやり方である。イギリスは法律でこれを入れてしまうので、セーフ・ハーバー・ルールが要らない。

2012年の法律改正で、2018年までにすべての企業——例えば従業員5人でも——が企業年金を導入しなければいけないことになった。そのために何をやるかという、国が用意した、公的な「NEST」というプロバイダーを使って DC を導入する。このようなイギリスのやり方のほうが日本に合うとは思っている。一事が万事というわけではないので難しいところはあるが、アメリカの事例は参考になるがインプリメンテーションとしてはイギリスかと思っている。

16頁をご覧ください。投資に関連する非課税制度を一覧で挙げたが、いま一番課題になっているのは「退職者と配偶者」の部分であり、非課税制度の中では漏れているように思う。

最近、NISA の一本化に関する議論が表に出たり沈んだりしているが、つみたて NISA に一本化すべきという議論が多い。しかし、その議論に私は反対している。この資料を見ていただくと、つみたて NISA に一本化すると高齢者の非課税制度がなくなってしまうことがわかる。このため、「退職者と配偶者」、「現役層と配偶者」、「未成年」のいずれもカバーできるものに一本化すべきだと思っている。

それが、17頁の左側にある「生涯拠出上限額 NISA」である。上限額は、600万円とか800万円などのレベルでよいので、その代わ

り使い方を自由にするよう主張している。例えば、毎月2万円ずつ投資する人は上限600万円であれば25年拠出できる。「こんなに相場が下がっているのだからいまが買いだ」と思う人は600万円を一度に拠出すればよいし、退職金が出たときに600万円拠出したかったらそれでもよい。やり方はフレキシブルにさせてほしいと言っている。

当然、拠出が自由にできると、商品のスイッチングも自由にできるようにしないとイケないということも主張している。そうでないと、高齢者がポートフォリオを保守化しようという要請に応えられない。イギリスも、2014年の改正で保守化の要請に応えられるように変えているぐらいである。イギリスのISAは1999年にスタートしたので、ほぼ20年たつて大きな改正を行い、保有者である高齢者の保守化ニーズをカバーできるようにした。

18頁の左側の図をご覧ください。配偶者が亡くなったときの残された配偶者の生活資産をどう保全するかという制度は、イギリスではつい最近スタートしている。相続ISAと呼ばれているが、配偶者が亡くなったときに亡くなった配偶者の持っているISAの残高分を、残された配偶者の翌年の拠出上限額に上乗せするというだけである。上限枠を触るだけなので相続税法にはタッチしないことになり、非常に上手なやり方だと思っている。配偶者間の資金移動をこのような形でサポートするものも出てきている。

19頁をご覧ください。高齢者の脆弱性という議論はアメリカでも色々あり、イギリスでもこの議論をした。しかし、一つだけ、日本でいま最も欠けているのはアドバイザーの存在ではないかと思っている。Accumulation(資産形成)とDecumulation(資

産活用)はどちらが難しいかというと、私は明らかにDecumulation(資産活用)のほうがだと思う。同じ人が同じ能力を持ってやるにしても、Decumulation(資産活用)のほうが難しいと思っている。それを、本人の意思がどんどん脆弱になる中で資産活用をどこまで担保できるか。やはり金融商品をサポートするサービス、もしくはアドバイザー制度みたいなものがきちんと整備されていないと、商品だけでは絶対に無理だと思っている。これについては、私はアメリカよりもイギリスのIFA(独立のファイナンシャル・アドバイザー)の制度設計と、ファンド・プラットフォームという、二つの大きな制度が日本にも必要になってくると思っている。

さらに、Decumulation(資産活用)の別な面を最後にお話したい。22頁をご覧ください。相続とDecumulation(資産活用)という議論は、やはり切り離せないと思う。先ほど少しだけ、アメリカは余命年数を使って引出しをする方法があることを説明した。アメリカの制度の概要をお話すると、62歳という年齢が一つ大きなポイントになる。これは日本でいうところの60歳と同じ意味で、公的年金を最大限繰り上げて受給できる年齢が62歳である。多くの方はこの段階で401(k)の資産をIRAにロールオーバー(移管)する。なぜかということ、引き出し方が楽になるからである。これが去年まで大きく議論になっていた、DOL(米国労働省)のフィデューシャリー・デューティーの議論になる。

要は、アメリカでは、401(k)は労働省の管轄であるが、IRAは労働省の管轄の制度ではなかった。IRAに資産を移すときのアドバイザーに、同じようなフィデューシャリー・デューティー・ルールを課すという議論に

なったので、大きな議論となってきたわけである。とはいえ、両方とも一つだけ大きな制度上の枠がはめられている。それが70.5歳を超えると強制的に引き出させるルールで、RMD (Required Minimum Distribution) と言っている。

単純に言うと、先ほど見ていただいた余命年数の逆数で、毎年の引き出し率が計算される。これを利用者が二つの制度のそれぞれの残高にかけると、毎年の引出し額が出てくる。この引出し額の全額を引き出さない場合には、引き出さなかった残りの額に対し税率50%のペナルティー・タックスがかかる。利用者が引き出すと、DCなのでEETになっているから、当然所得税を払わないといけない。しかし、所得税をその時点では払いたくないという人が引き出さないとすると、引き出さなかった分に対してペナルティー・タックスをかけるという、大変痛い鞭を用意している。それが引き出しに繋がっていく形である。

逆に言うと、引き出さなければいけないので、これを金融機関としてはどうしてサポートしていくかという発想もある。これを導入したのは確か1980年代だから、このような制度設計も、制度もしくは金融商品サービスへのインパクトを持っていたのではないと思う。

相続との議論については、23頁をご覧いた

だきたい。私どものアンケート調査で、国税庁がカバーする以外の部分も含めて年間の相続総額は46兆円ぐらいだろうと推計している。ざっくり50兆円だとすると、GDPの1割が相続で毎年誰かの手から誰かの手へ渡っていると想定している。そのうちの過半が受取り側から見ると現金であろう。これを教育資金贈与という形で一世代飛ばそうという議論をこれまでずっとしてきたが、これは正しいのかという議論を改めてしたいと思っている。

なぜかという、先ほど小森課長が説明したように相続も含めて資金が地方から都会に流れて行く中で、生前贈与も結局、場所の移動という観点からすると同じである。それよりは、安全に高齢者が消費をできるような社会をどのようにして作るかが重要であると考えている。

例えばGDPの1割に相当する相続を、その分の1割を消費に回すような環境を作れば、それだけでGDPは1%上昇する。消費が1%増加することになるので、インパクトとしてはかなりあるのではないか。かつ高齢者が地方に移住し、そこで消費をするという仕組みができれば、もっと地方の活性化にも繋がるのではないかと思っている。

時間の関係で雑ぱくになったが、まずはポイントだけご説明をさせていただいた。ご質問があれば後ほど頂戴したいと思う。

(のじり・さとし)

## 【コメントと回答】

(コメント) 若杉敬明氏

資料の2頁をご覧ください。本日の野尻さんの話の一番の骨格になるのはシームレス化だと思うので、主にそのことについて私なりに計算し、どのよ



うなことを言っているかを明確にしようと思う。その前に、本日の報告においては「貯蓄から投資へ」がキーワードであるが、これはファイナンスを研究している人からすると不正確な言い方である。

セーヴィングスというのは貯蓄することであり、その貯蓄の方法がインベストメントである。日本語で言うと投資と資産運用ということになるが、英語ではどちらもインベストメントである。インベストの対象は金融資産の場合と、実物資産を中心とする企業の事業そのものの場合とがあるが、ここでは前者を想定する。金融資産への投資を業とする場合にはアセット・マネジメントという言い方もある。以下では、インベストメントというのは債券や株式への投資も含めたものを指すことにする。したがって、政府が「貯蓄から投資へ」などという言い方をするのは誤解を招きやすいが、あえてそうしているのは銀行預金から株式投資へと言うと批判を受けるからだと思う。

いま野尻さんから、日本の若年層が株式投資に向かっているという説明があったが、それが本当に大きな傾向かどうかは分からない

と私は思う。なぜかという、ここ5～6年はアベノミクスにより株価の引上げの政策に成功しており、株価が高くなれば多くの人が株に投資する。しかし、下落すると途端に株式を売却して逃げ出す。そのようなことで、最近5～6年の傾向だけで株式投資に国民の資金が向かっていると言うのは、少し危険ではないかと思う。

資料の3頁をご覧ください。野尻さんの報告の概要を簡単にお話しすると、まず、「資産形成から資産活用へのシームレス化」ということを提唱されている。その中の、「動き出した資産形成世代」という指摘があるが、これは「貯蓄から投資へ」のプロパガンダに安易に乗りすぎているように思うが、「資産活用局面から資産形成局面へ向かって考えるお金との向き合い方」については重要な点が指摘されていると思う。

「取り崩す考え方が議論されていない」というのが、本日のDecumulation（資産活用）ということで野尻さんの主張の二つ目だと思う。その中で、「退職準備の『見える化』」には、いくつかの意味があると野尻さんは言われたが、特に退職するとき、30歳代、40歳代といった各年代でどのくらいの貯蓄を持っていたらよいかということ年取倍率という指標で表している。具体的に資産の形成をきちんと「見える化」しようと試みていることが重要だと思う。

それから、「日本の課題と海外にある対策案」、「日本の課題と海外にある対策案」、「日本の課題と海外にある対策案」において、NISAの多様化やDCの活用とか、あるいは高齢者の投資判断の脆弱性に対してはフィナンシャル・アドバイザーを入れようとか、退職時の投資教育が重要であるなどの説明があ



った。

「日本の課題と海外にある対策案」では、Decumulation と相続、地方移住をもっと進めようとか、Annuity の話など説明があった。これらはもっともなことだと思う。

野尻さんの資料8頁のグラフのシームレス化モデルの図を、ごく単純なモデルで説明してみたい。野尻さんの図は、左端が95歳、右端が30歳であるが、説明は時間の順に行く。私の資料5頁をご覧ください。まず、第1番のステージは現役の世代であり、働いて得る所得の一部を貯蓄に回す時期である。野尻さんは定率引出しがよいと説明されているが、簡単に表せるように毎年定額で貯蓄して、運用益も毎年一定額で増えていくと仮定する。

第2番目のステージは、現役の最終段階であり、所得で消費を賄う、消費＝所得の時代であり、貯蓄は行わず、資産の運用だけをやる段階である。第3番目のステージは、資産を取り崩しながら、もう一方で残っている資産を運用する。次の右下がりの直線は、取り崩すだけであることを示している。

Iの式において、Aは現役世代の時の資産である。 $a$ は貯蓄額、 $\gamma$ は運用益で、これらは一定であると仮定する。 $(t-T_s)$ の $T_s$ は、貯蓄開始時点の年齢である。 $t$ はある時点での年齢であり、 $t-T_s$ は貯蓄期間を表している。

グラフの縦軸にあるA1、A2、A3は、それぞれ資産額を表している。一番上のA1の式が現役のときの資産である。 $T_1$ は現役最後の時点であり、それからスタート時点である $T_s$ を引くと積立期間となり、 $(a+\gamma)$ を掛けてA1になる。各ステージとも同様にA2、A3の計算式が出てくる。TEは最終時点であり、ここでは簡単なモデルなので貯蓄

はゼロで使い切ると仮定する。

私の資料6頁をご覧ください。A1、A2をここに入れていくということで順繰りにやり、これがゼロになるときを解くと、一番下の式になる。 $a$ が現役のときの貯蓄額、 $\beta$ は引出し額である。引出し額は、取崩す年齢になったときに毎年定額で取り崩していくことにする。 $\gamma$ は毎年の運用益であるが、資産額が増えているのに $\gamma$ が一定だというのは少しまずく、 $\gamma$ を率にして資産額との関係式を入れればよかったが、このような式になっている。

資料7頁をご覧ください。本質的には $a$ は $\beta$ から $\gamma$ を引いたものであり、現役時に必要な貯蓄額は、退職後の取り崩し額と運用益からなる。運用益が大きければ現役のときに貯蓄は少なくて済むといったことが、この簡単な式でよく分かる。この $a$ 、 $\beta$ 、 $\gamma$ の間に一定の関係があるということが、野尻さんのシームレス化モデルの基本的な考え方であると思う。

その他に、 $\beta$ が変化した場合に $a$ がどのように変化するかなど、細かく検討しようと思えばいくらでもできるが、基本的な関係をここで明らかにしたかった。そのようなことで、野尻さんの主張するシームレス化というのはよく分かる話である。また、政策上、税制優遇措置を付けるかどうかということもある。このようなことから、野尻さんのシームレス化の主張の根幹は、取崩額 $\beta$ に応じて貯蓄額 $a$ を定める必要があるということである。

資料8頁をご覧ください。最後に、シームレス化は個人が合理的なライフプランを実現するための重要な発想法である点は評価できる。しかし、この発想は豊かな社会を生み出す手段でも、貧しい社会を救う手段でも

ない。マクロ的に見れば、個人が非課税制度を利用してどのように節税するかという話である。だからそれを突き詰めてゆけば、政府はここで減税されたら他のところで増税すると思うので、社会全体の付加価値の生産が一定であれば、この発想は個々人の工夫の方法ということになる。換言すれば、社会全体の付加価値生産を増加させ、社会を根本から豊かにするためには企業の生産性を上げることが必要であるということである。

先ほどの安田先生のコメントに少し反論がある。一つは、パッシブ運用ないしインデックス運用はそれ自体、分散投資である。それで、例えば現在 GPIF ははじめとして四つの公的年金が、年金一元化のもとで行っていることは、毎年新しい資金が入ってくるとインデックス運用を中心に運用している。それはまさに、所定の基本ポートフォリオを目指して積立てをしていることになる。

先ほど安田先生が紹介された、本の著者の方の義理のご両親がなぜお金持ちになって、日本ではそうならないのかということ、それは、日本の株価の動きを見れば明らかである。日本の株価は、80年代まで大きく上昇したが、90年代以降一貫して下落してきた。アベノミクス以降、上昇に向かってきたが、それでも現在の水準は、1980年代半ばつまり30年前の水準からすると1倍強のレベルである。ところがアメリカの場合は、同時期からいまままでに7～8倍の水準になっている。したがって、アメリカではインデックス運用をすれば、自然とそれだけ資産が増加するわけであるが、日本では一度大金持ちになったが、現在は落ちぶれて30年以上前の状態である。つまり運用成果が悪いのは運用の仕方ではなく、日本の企業経済に原因があるということである。

余談だが、だから私はコーポレート・ガバナンスを重視している。

本日私として一番納得したのは、野尻さんのシームレス化という考え方である。それはミクロレベルつまり個々人の資産運用においては大変重要なことであるという感想を述べて、終わりたいと思う。

### 【質疑応答】

(安田洋祐氏)

先ほど私がお伝えしたかったのは、ファイナンス理論の基本メッセージは間違っていないということである。ただ、分散投資の際にマーケットインデックスが強調され過ぎてしまうと、日本で投資する場合には日本の株の分散投資の方向に目が行きがちである。本来のメッセージは、グローバルに分散投資をすれば、日本で投資をしてもそれなりにリターンはあったはずであるが、その部分のメッセージを、旧来の典型的な学生はつかみ切れていないのではないかということである。だから、若杉先生との若干の違いで言うと、私は、ファイナンス理論は有用なものだと思っていて、日本企業に元気がなくても、グローバルで分散投資すれば、投資リスクはかなりヘッジできていたのではないか。そういったメッセージがもしも伝わっていないとすると残念だという趣旨である。

(若杉敬明氏)

確かに、日本で国際分散投資をする場合には、ホームカンントリーバイアスが強すぎる。日本株式のウェイトが大きく、海外株式が低すぎるところが問題で、それは日本の金融機関の資産運用能力が残念ながら劣っているからではないかと思っている。

(安田洋祐氏)

もう1点付け加えると、日本の個人金融資産の過半が預貯金であるが、一方では、日本の家計の典型的な特徴として、家を賃貸ではなくローンを組んで買うので、資産に占める不動産の割合が非常に大きいことである。バブル崩壊以前は、基本的に経済は右肩上がり、しかも預貯金金利もかなり高かった。運用は預貯金中心で、一方でローンを組むという、非常にリスクな行動を採っていたが、バブルがはじけるまではそれほど弊害をもたらさなかった。それがうまくいかなくなったときに、グローバルな株式投資等をしていけば、日本経済は低調でも他が頑張るリスクをヘッジできたはずであるが、そのような投資行動を採らない方が多かったと思っている。

(若杉敬明氏)

それについては賛成である。

(質問)

私は現在、広報を担当している。金融リテラシーの話でいくと、国民一人一人が皆意識を持つことの必要性をどのように伝えていくかが大事と思う。

質問であるが、野尻さんの資料の6頁にあるように、20代、30代の方が投資を始めているのはリテラシーを高めるといふ観点からはよい傾向が出てきていると思えるが、20代、30代のDC加入者の資産構成についてご存じであれば教えていただきたい。

(回答) 野尻哲史氏

まず、会場からいただいた質問にお答えする。

DC加入者の資産内容についてはアンケー

トではあまり聞いていない。DC加入者、特に企業型の加入者は、自分の加入の有無さえ、分かっていない方が多い。あえて加入の有無を聞いて、「はい」と答えた人達の中で、確定拠出年金の中かどうかは別として、投資の有無について設問し、その結果をもとに設問から離れてクロス分析をしている。それで、投資をしているとの回答が増えてきているということは、その意義は非常に大きいのではないかと考えている。

また、先ほど、若杉先生からは「投資をしているとの回答が増えたのは最近の傾向ではなく、株価が上がっているから投資する人が増えているのではないか。」といったご指摘があったが、2010年からアンケートを取っているが、2016年までは株価が上がると投資をする人が減るというパターンであった。そのときは株価がボックス圏にあり、上昇したら売却して利益を取って、下落したら買付けに行くという行動であった。そこではいわゆる投資家、インベスティングをやる人がメインだったのではないかと私は思っているが、2016年と2018年のアンケート結果は、株価が上がる中で投資をする人が増えている。投資という言葉の定義が違っているのかもしれないが、積立てをしている人たちが増えて、投資を続けている。もしくは株価が上昇しているのに新たに参入してきていると思っている。

その意味で、グラフの裏にある数字を想像していただくとよいと思うが、企業型DCの加入者で投資をしている人の割合が非常に増加しており、iDeCo加入者における投資者はさらに増えている。このような宣伝効果、インパクトはあったのではないかとと思う。

若杉先生からいただいた、個人が非課税制

度を利用して節税すると政府は他の財源を確保するとの点についてはそのとおりだと思うが、イギリスの財務省の方に、企業年金、ISA等の強化を進めている中でなぜやるのか、税収が減ることに対してどのような考えを持っているのかを聞くと、結局、これによって他の歳出が減るのであればよいという回答であり、素晴らしい発想だと思った。

為政者としては、30年後の歳出が減ればよいとはなかなか考えにくいので、そのような

回答があった理由はもう少し別なところにもあるかもしれないが、財源ということでいけば、いま税制上の優遇措置を付けて多くの投資をさせることによって、将来、社会保障、例えば生活保護の支出が減って、30～40年のトータルで財政上バランスすることを為政者が考えてもよいのではないかと思っている。そうなるかどうかは我々の議論の範囲を越えているかもしれないが、そのように感じている。



信託経済コンファレンス資料

# 高齢社会における金融サービスのあり方について

2018年11月

フィデリティ退職・投資教育研究所  
 所長 野尻 哲史

フィデリティ投信株式会社  
 金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第388号  
 加入協会:一般社団法人投資信託協会、一般社団法人日本投資顧問業協会



信託経済コンファレンス資料

## 骨子

NISA導入前後から継続している英国の金融制度に関する調査、10年近く継続している大規模アンケート調査、さらに2018年8月に実施した米国への調査出張をもとに、「日本におけるDecumulation(資産活用)の課題とその対策案としての英国・米国における制度」をまとめる。

### □シームレス化

⇒資産形成(Accumulation)から資産活用(Decumulation)までを途切れない制度設計、考え方が求められている

### □動きだした資産形成世代

⇒しかし、シームレスな退職後の生活とその準備に関する考え方が日本ではまだ普及していない。なかでも引き出しに関する理論、考え方があまり議論されていない

### □退職準備の「見える化」のアイデア

⇒年収に影響を受けない、若年層向けの指標

### □日本の課題と海外にある対策案

1)DC拠出可能年齢の引上げ、2)生涯拠出上限型NISA、3)相続NISA、4)退職時のDC用課税繰り延べ口座、5)退職時の投資教育(Pension Wise)、6)IFAやそれを支えるプラットフォームの導入、7)高齢者の脆弱性への対応としてのTrusted Contact、8)相続と資産の取り崩しの地方経済への効用、など





信託経済コンファレンス資料

## 動き出した資産形成世代

- ◆ 2010年から実施しているサラリーマン1万人アンケート(統計会社の統計パネル—フィデリティの顧客ではなく—を使って調査分析)の結果、「投資」に関して変化がみえる。
- ◆ 2016年までの調査では株価が上がると投資を手控える傾向⇒2018年は株価が上がって投資家の比率が高まる。
- ◆ その背景に、積立投資があると推測される。投資をしない理由のトップだった「まとまった資金がないから」が大きく減ってきた(次ページ左グラフ、赤い線)。これは2014年のNISA導入を始めとする資産形成に関する制度が効果をもち始めているためと推測される。さらにiDeCo導入で企業型DCの加入者にも変化(次ページ右グラフ、濃紺の線)。資産の過半が元本確保型にあるといわれる企業型DC加入者でも、投資をしている人の比率が上昇。特に若年層にその変化が大きい。

4 | 高齢社会における金融サービスのあり方

最終ページの重要情報をご確認ください

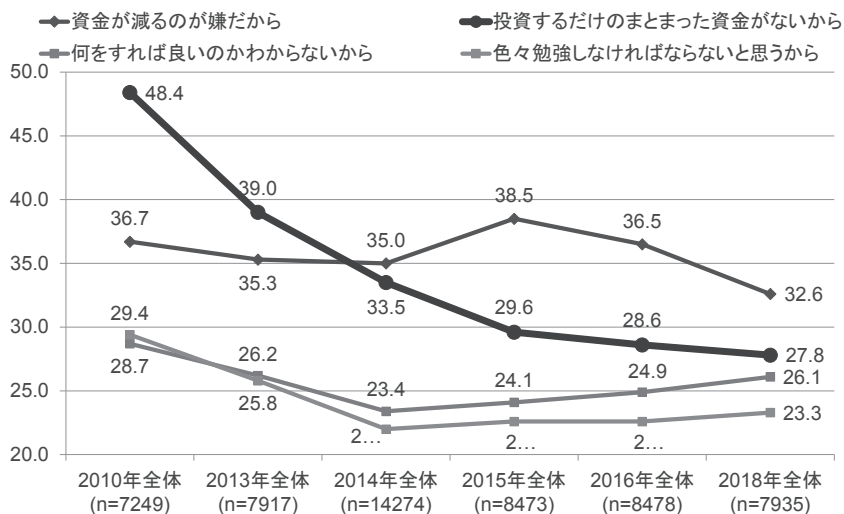


信託経済コンファレンス資料

## 動き出した資産形成世代 1

投資をしない理由の変化(上位4項目のみ)

(単位: %)



(注) 各年の調査で投資をしていないと回答した人が対象。(出所) フィデリティ退職・投資教育研究、サラリーマン1万人アンケート(2010年、2013年、2015年、2016年、2018年調査) ならび2014年勤労者3万人アンケート

5 | 高齢社会における金融サービスのあり方

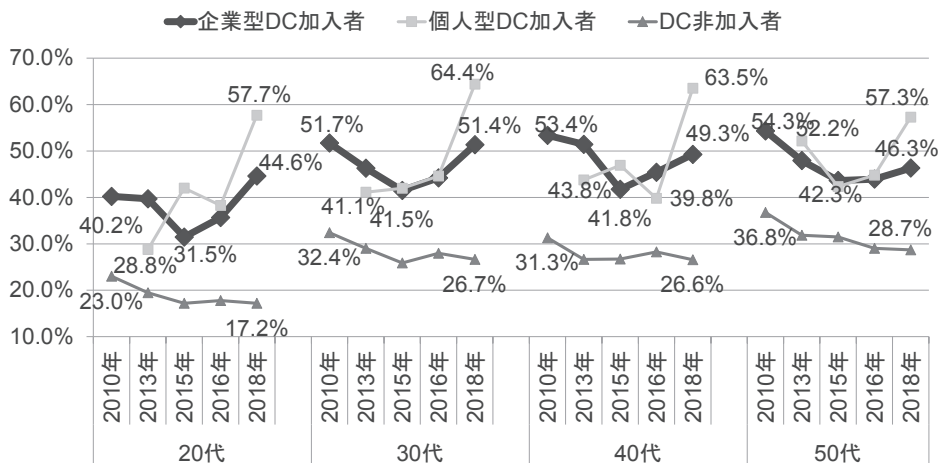
最終ページの重要情報をご確認ください



信託経済コンファレンス資料

## 動き出した資産形成世代 2

## DC加入者/非加入者別、投資をしている人の比率 (単位: %)



(注)DC非加入者はわからないと回答した人を含む。個人型DCのデータは2013年から。(出所) フィデリティ退職・投資教育研究所、サラリーマン1万人アンケート(2010年、2013年、2015年、2016年、2018年調査)

| 高齢社会における金融サービスのあり方

最終ページの重要情報をご確認ください



6

信託経済コンファレンス資料

## 資産活用局面から資産形成局面に 向かって考えるお金との向き合い方

- ◆ 「資産寿命を自分の寿命よりも長く」という点を前提に、ゴールは例えば95歳まで資産を維持すると設定。そこから遡って資産計画を考えるという「逆算の資産準備」を提唱。
- ◆ 「逆算の資産準備」では、最後の時期は原則「使うだけ時代」(低リスクで残高への影響の少ない運用も可能)として、その前の「使いながら運用する時代」は運用を持続しながら定率引き出しを行う。この時代は“退職”してもまだ資産運用から引退する必要はないと想定。この2つの時代のお金との向き合い方を前提にして、現役時代の資産形成のゴールや考え方を設定する。
- ◆ 退職後も運用を継続することは「退職時の資産残高(現役時代のゴール)」<「引き出し総額(退職後の必要総額)」の関係を創り出すことになる。
- ◆ 「退職しても少し働きたい」は不思議な表現。“退職”が完全に仕事を辞めるという意味で使われなくなってきた。“退職”を勤労収入と支出との関係で定義すると、「勤労収入<支出」の時代。勤労収入をできる限り求め、「勤労収入>支出」の現役時代から「勤労収入=支出」といった時代を経て、「勤労収入<支出」へと進むと考える。
- ◆ リカレント教育の重要性。

| 高齢社会における金融サービスのあり方

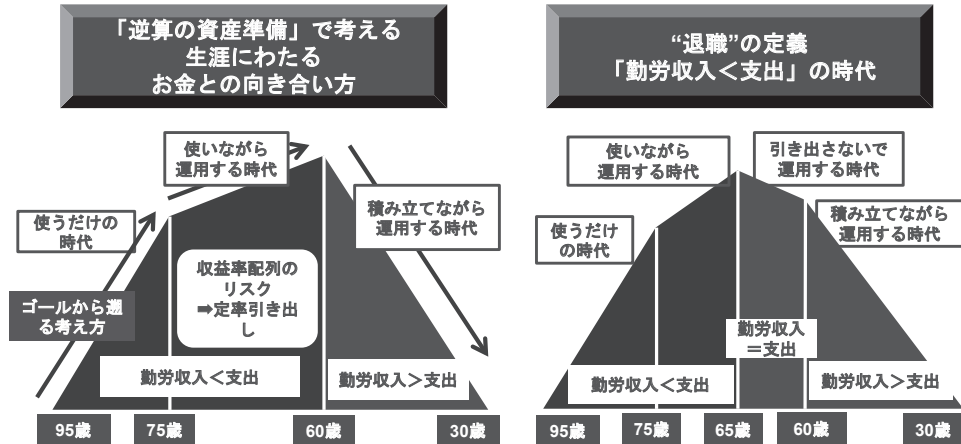
最終ページの重要情報をご確認ください



7



## 資産活用局面から資産形成局面に 向かって考えるお金との向き合い方



## 取り崩す考え方が議論されていない

- ◆ 「どう引き出すべきか」の議論がほとんどされていないのが現実。投資家向けセミナーで講師を務めるなか、引き出しに関するテーマを話すと非常に新鮮に映っているようだ。
- ◆ 「毎月分配型投資信託は元本から資金を引き出すタコ足だからダメ」という指摘が多いが、「銀行預金から引き出す」のは元本から引き出すのではないのか。資産形成層と違って、退職者層は資産を引き出して生活することが前提。そのための分配機能は必要。ただ、「分配金が定額になりがちなこと」が元本の毀損を早めるリスクといわれる収益率配列のリスク(Sequence of Returns Risk)を抱えていることが問題。この点を理解して、毎月分配型投信を批判する人は少ない。引き出し方法を理論的に考える必要性が日本こそ高い。米国には、「定額引き出し」の他に、引き出しを一定率とする「定率引き出し」、引き出し率を予め決めておく「予定率引き出し」、余命年数の逆数で引き出し率を算出する「余命年数を考慮した引き出し率」など多様な引き出しプランがある。日本でもこうした議論が必要な時期になった。
- ◆ 米国のIRAと401(k)には、70.5歳を迎える年度から引き出しが強制される制度、Required Minimum Distribution(最低引き出し額)がある。余命年数をもとに計算された比率を資産額に掛けて算出された額がその年の最低引き出し額に。それを下回った金額に関してはペナルティ税(50%)を課す。この制度のもとに、「余命を考慮した引き出し率」を想定。70歳の引き出し率は  $1/27.4年 = 3.65%$  の引き出し率を想定。同様に100歳の引き出し率は  $15.87%$  となる。

信託経済コンファレンス資料

## 取り崩す考え方が議論されていない

### 収益率配列のリスクと定率引き出し

年齢	収益率	パターンA				収益率	パターンB			
		定額引き出し		定率引き出し			定額引き出し		定率引き出し	
		資産額 1000万円	引き出し額 40万円	資産額 1000万円	引き出し額 4%		資産額 1000万円	引き出し額 40万円	資産額 1000万円	引き出し額 4%
60	15.3	1106.9	40.0	1106.9	40.0	-23.5	734.4	40.0	734.4	40.0
61	39.9	1492.6	40.0	1486.6	44.3	-27.3	504.8	40.0	512.6	29.4
62	29.0	1873.8	40.0	1841.0	59.5	36.8	635.9	40.0	673.1	20.5
63	-18.7	1490.9	40.0	1436.9	73.6	-9.3	540.5	40.0	586.1	26.9
64	-3.6	1398.7	40.0	1329.7	57.5	21.3	606.6	40.0	681.9	23.4
65	-26.4	1000.0	40.0	939.5	53.2	-2.6	551.8	40.0	637.6	27.3
66	2.9	987.8	40.0	928.1	37.6	0.7	515.4	40.0	616.4	25.5
67	13.2	1072.9	40.0	1008.6	37.1	13.2	538.2	40.0	669.9	24.7
68	0.7	1040.2	40.0	975.0	40.3	2.9	512.6	40.0	661.7	26.8
69	-2.6	974.1	40.0	911.7	39.0	-26.4	347.9	40.0	467.6	26.5
70	21.2	1132.2	40.0	1060.8	36.5	-3.6	296.8	40.0	432.7	18.7
71	-9.3	990.6	40.0	923.6	42.4	-18.7	208.8	40.0	337.7	17.3
72	36.8	1300.4	40.0	1213.0	36.9	29.0	217.7	40.0	418.2	13.5
73	-27.3	916.3	40.0	846.6	48.5	39.9	248.6	40.0	561.7	16.7
74	-23.5	670.4	40.0	621.7	33.9	15.3	240.5	40.0	621.7	22.5
標準偏差	22.3					22.3				
収益率	0.9					0.9				

注) 手数料、税金などを考慮せず 出所) フィデリティ退職・投資教育研究所作成

10

高齢社会における金融サービスのあり方

最終ページの重要情報をご確認ください



信託経済コンファレンス資料

## 取り崩す考え方が議論されていない

### Managed Retirement Fundsの引き出し率

Age <sup>(a)</sup>	Annual Payment Rate (%)
60	3.64%
61	3.71%
62	3.78%
63	3.86%
64	3.95%
65	4.13%
66	4.23%
67	4.35%
68	4.49%
69	4.62%
70	4.77%
71	4.93%
72	5.11%
73	5.31%
74	5.32%
75	5.55%
76	5.79%
77	6.06%
78	6.37%
79	6.71%
80	7.10%
81	7.54%
82	8.06%
83	8.06%
84+	8.66%

(a) As of January 1 of the current calendar year.

出所)同ファンドの資料より

### Required Minimum Distributionのための余命年数

年齢	余命年数	年齢	余命年数
70	27.4	86	14.1
71	26.5	87	13.4
72	25.6	88	12.7
73	24.7	89	12.0
74	23.8	90	11.4
75	22.9	91	10.8
76	22.0	92	10.2
77	21.2	93	9.6
78	20.3	94	9.1
79	19.5	95	8.6
80	18.7	96	8.1
81	17.9	97	7.6
82	17.1	98	7.1
83	16.3	99	6.7
84	15.5	100	6.3
85	14.8	~115	1.9

出所)米国内国歳入庁

11

高齢社会における金融サービスのあり方

最終ページの重要情報をご確認ください



信託経済コンファレンス資料

## 退職準備の「見える化」—米国のアイデア

- ◆ 2065年の高齢化率が40%に近づくと推計される(国立社会保障・人口問題研究所推計)なか、その時代に公的年金受給側になる現在20-30代が、自助努力を進めるためには、遠い将来の状況を足元のMilestoneに置き換えて考える必要がある。
- ◆ 必要資産額を「見える化」する方法として、米国で多く行われているのが「目標代替率」(Target Replacement RateまたはIncome Replacement Rate)の議論。これは退職後の年間生活必要資金をカバーする収入(資産からの引き出しも含む)である「Retirement Income (退職後年収)」が退職直前年収の何%にそうとうするかを想定した比率。米国会計検査院が2016年に調査した結果、米国で最も多く使われている同比率は70-85%\*。  
\*United States Government Accountability Office, Report to Congressional Requesters, Retirement Security, Better Information on Income Replacement Rates Needed to Help Workers Plan for Retirement, March 2016. 70%以下が111件、70-85%が290件、86-100%70件、100以上18件
- ◆ 目標代替率を公的年金部分と個人資産部分に分けて後者をIncome Replacement Rate from Savingsと呼んで、その目標値を公表している。さらに退職後の引き出し率(Withdrawal rate)、退職時点の目標とする資産の年収倍率(Savings factor)、現役時代の年収に対する資産形成比率(Savings rate)も公表している。
- ◆ また、合わせて年齢別の年収倍率を年代ごとの目標値として推計し、退職準備が計画通りに進んでいるかを「見える化」している。

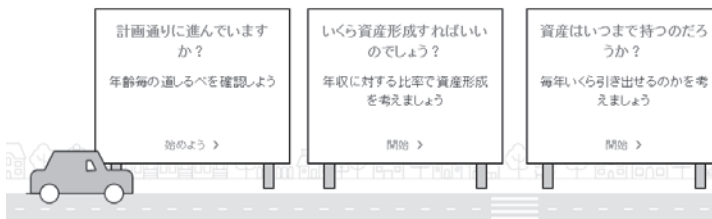
信託経済コンファレンス資料

## 退職準備の「見える化」で若年層の資産形成を後押し 米国、カナダ、英国、ドイツ、香港、日本で、同じ考え方を提供

### フィデリティの「退職準備の指標」

#### 退職までの道のり

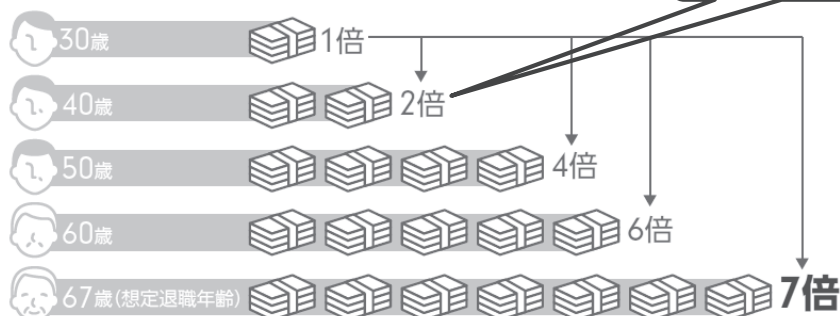
退職準備をわかりやすくする経験則  
退職後の生活のことを考え始めたら1つ目と2つ目の進めるべきを、退職が近づいたら3つ目の進めるべきを参考に



信託経済コンファレンス資料

## 若年層にとっての退職準備の道しるべ—年齢別「年収倍率」

退職準備の道しるべ—年齢別「年収倍率」(単位:倍)



(注) 退職後も現役時代と同じ生活費水準の生活を維持することを前提とした試算。なお、年収の2倍相当と想定している退職一時金が見込めない場合には、67歳で年収倍率は9倍を想定する必要がある。それを前提にすると各年齢別の年収倍率は30歳で1倍、40歳で3倍、50歳で5倍、60歳で7倍となる。

14

| 高齢社会における金融サービスのあり方

最終ページの重要情報をご確認ください

Fidelity  
INTERNATIONAL

信託経済コンファレンス資料

## 日本の課題と海外にある対策案～非課税制度

- ◆ 日本でも非課税資産形成制度が揃い始めて全ての国民が非課税制度を利用できるようになった。しかし、退職者が利用できる制度は現状で一般NISAのみ。退職者を念頭に現役時代からのシームレスな資産運用が継続できる仕組みの導入が求められる。
- ◆ NISAでは、一般NISAとつみたてNISAを、英国の年金制度にある「生涯拠出上限額」のアイデアを取り入れた「生涯拠出上限型NISA」も検討に値する。現役世代から退職世代までシームレスなNISAになり、また上限額はマイナンバーで管理すれば、積み立てにも、臨時追加にも、さらに一括投資にも使える、拠出の自由度が増した制度になる。
- ◆ 英国の相続ISAは配偶者死亡後に一人となった配偶者の生活をサポートする制度。配偶者死亡時にISA資産を翌年の拠出額に上乘せする(非課税枠を一時的に広げるだけで相続税には全く関与しない)制度。英国のISAは、導入からほぼ20年が経過し、その前の非課税制度から活用していた人まで含めると、口座開設者が高齢化し、家族構成員数が減少する時期に「1人ずつ保有する口座」という概念が弊害になり始めていた。日本でも同様のニーズが発生するはず。
- ◆ 加えて高齢利用者のニーズである資産の保守化を可能にするために、それまで認めていなかった株式型ISAから預金型ISAへの資金移動を認めた。高齢者の資産の保守化要請は日本でも強く、保守的な資産へのスイッチングが不可欠。
- ◆ DCの拠出可能期間の拡大で、退職年齢の変化に対応できるようにする。また、英国では、DC資産から退職時に資金を引き出す際に、引き出し型金融商品を購入すると所得課税繰り延べを認める制度を拡充した。年金受取を推進するためには、こうした新しい制度が日本でも必要になる。
- ◆ 英国は、DC資産から資産引き出しを行う際に、希望者に対して政府が無料で投資ガイダンスを実施する制度を導入した(Pension Wise)。最もお金の情報の必要に迫られている退職前後に「お金と向き合うための教育」制度を導入する効果は大きい。

15

| 高齢社会における金融サービスのあり方

最終ページの重要情報をご確認ください

Fidelity  
INTERNATIONAL



信託経済コンファレンス資料

## 日本の課題と海外にある対策案～非課税制度

**退職者と配偶者**

- DCの拠出可能期間の引上げ
- 生涯拠出上限型NISAへ統合
- 相続NISAの導入(高齢夫婦間の資産共有)

● 退職時のお金教育の実施(企業ごと、金融機関ごと、政府による多様なアプローチが必須)

● 20年間の非課税投資を可能にし、若年層の積立投資を支援する制度に

**現役層と配偶者**

DC、iDeCo

2017年からiDeCoが公務員や第3号被保険者でも加入できるようになり、全ての働く人とその配偶者の資産形成に寄与する制度に

一般NISA

ジュニアNISA

つみたてNISA

16 | 高齢社会における金融サービスのあり方 最終ページの重要情報をご確認ください

信託経済コンファレンス資料

## 日本の課題と海外にある対策案～非課税制度

**累計の拠出総額で管理する「生涯拠出上限NISA」**

例えば上限600万円の場合、月2万円の積立投資なら25年継続可能。途中でボーナスでの追加なども自由に。まとまった投資なら600万円。マイナンバーを活用

**高齢者の資産保守化要請に応えられる機動力**  
= 資産のスイッチングを可能に (英国のNew ISAへの改正)

1999年導入時より可能

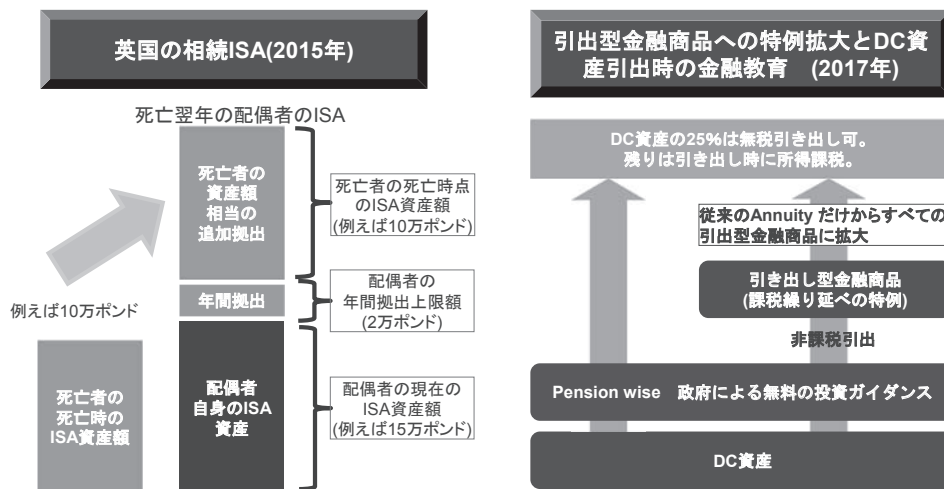
預金型ISA

2014年の改正で可能に

株式型ISA

17 | 高齢社会における金融サービスのあり方 最終ページの重要情報をご確認ください

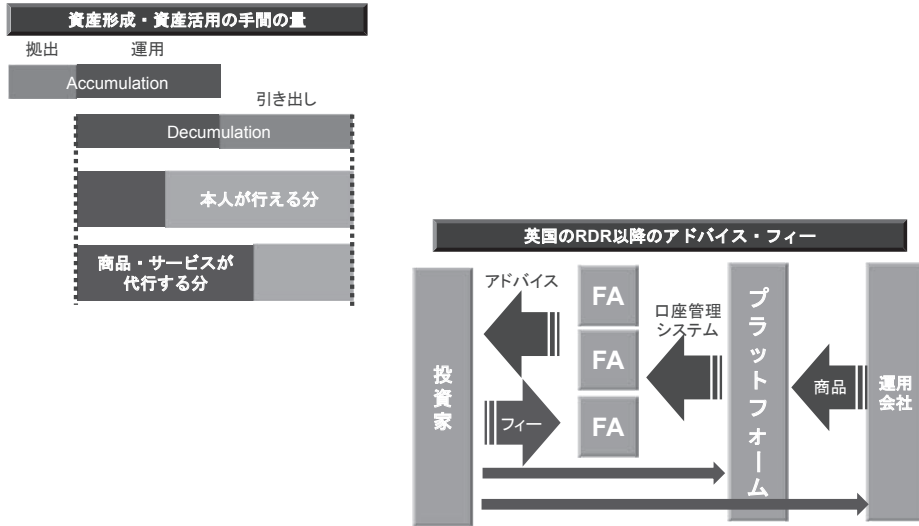
## 日本の課題と海外にある対策案～非課税制度



## 日本の課題と海外にある対策案 ～高齢者の脆弱性

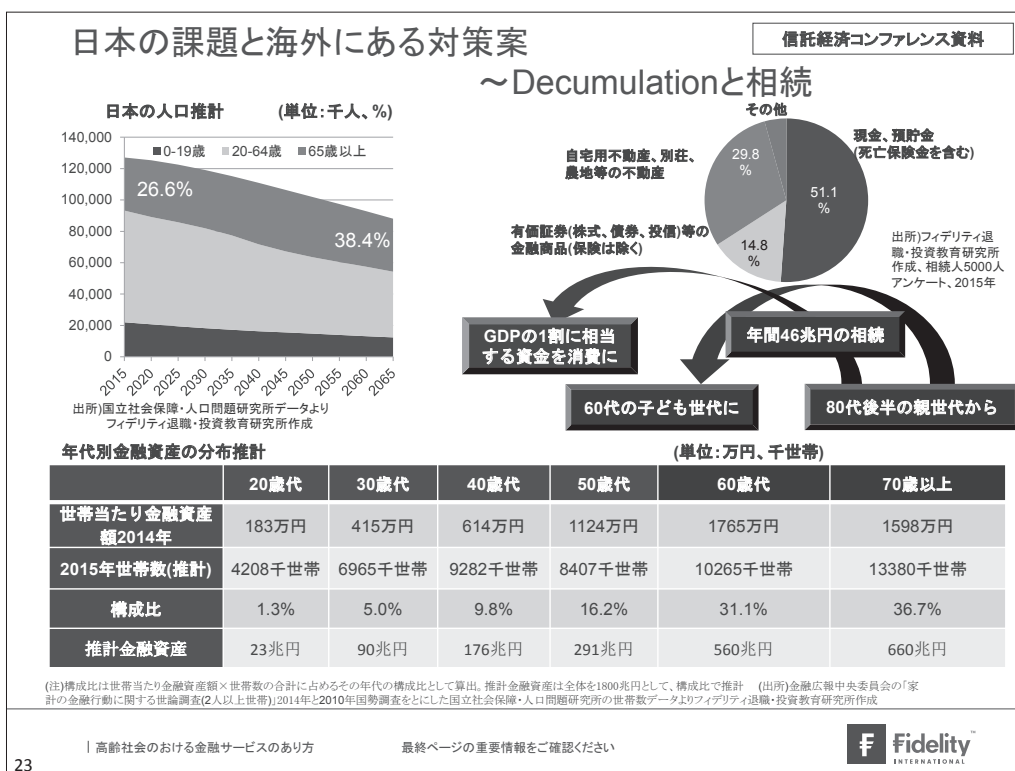
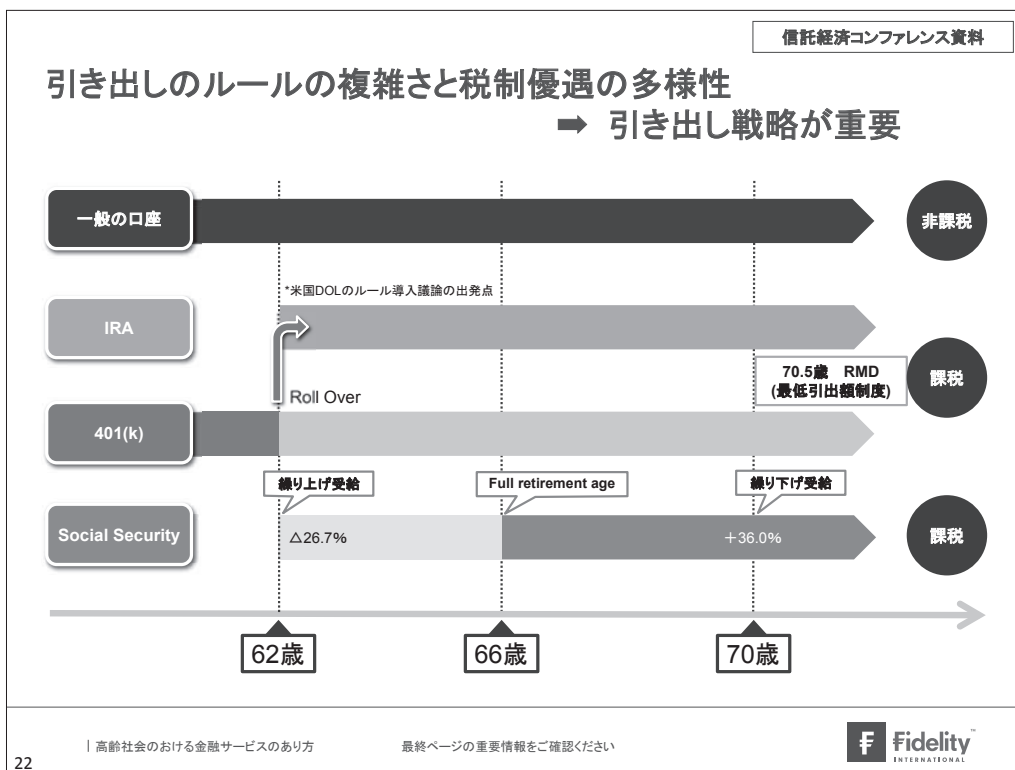
- ◆ Accumulation(資産形成)とDecumulation(資産活用)をその手間の量で想定すると、Decumulationの方が多くなるだろう。運用そのものの手間は同じだと仮定しても、Accumulationにおける拠出の手間は比較的簡単で自動化も容易。一方、引き出しは与件が多い分、複雑になりがちだ。その作業は、高齢者の脆弱性が進むにつれて本人ができる部分は小さく、その分、投資商品やサービスが代行する必要に迫られる。
- ◆ 高齢者の資産活用をさせるためにもファイナンシャル・アドバイザー(FA)、なかでも独立系のIFAが求められる。英国では2013年の手数料制撤廃(RDR, Retail Distribution Review)のレポートから始まった手数料制の撤廃からアドバイザーはアドバイス・フィーを受け取る制度に変更された。
- ◆ 米国において、高齢者の脆弱性に対する対応はフィデューシャリー・ルールや適合性の原則といった基本的な原則をもとに顧客の状況を把握するしか方法はない、との理解。

## 日本の課題と海外にある対策案 ～高齢者の脆弱性



## 日本の課題と海外にある対策案 ～Decumulationと相続

- ◆ 米国におけるRequired Minimum Distribution(RMD、最低引き出し額)制度は、「所得税非課税で創り上げた退職後の生活用資産は退職後に使う(所得税対象として引き出させる)」ことを担保させるもの。Decumulationは相続と不可分の関係。
- ◆ 超高齢社会でGDPの1割り程度にも達すると推計される相続の持つ課題は、①高齢者から高齢者に資産を移転させ、消費の抑制の懸念が残る、②地方から都会への資金の流出が強まる、の2点に集約されよう。若年層への相続・生前贈与での移転は、①については効用が期待できるものの、②に関しては促進する懸念もある。地方都市移住などの施策で、60代(相続人であり、退職時点で資産を保有している層)の地方への移住を進めることで、資産の地方への還流を促す必要性が高まっている。安心して資産を取り崩せる方法の普及は、消費を通して地方経済へのメリットも期待できる。



## 重要情報

- 当資料は、信頼できる情報をもとにフィデリティ投信が作成しておりますが、正確性・完全性について当社が責任を負うものではありません。
- 当資料に記載の情報は、作成時点のものであり、市場の環境やその他の状況によって予告なく変更することがあります。また、いずれも将来の傾向、数値、運用結果等を保証もしくは示唆するものではありません。
- 当資料に記載されている個別の銘柄・企業名については、あくまでも参考として申し述べたものであり、その銘柄又は企業の株式等の売買を推奨するものではありません。
- 当資料にかかわる一切の権利は引用部分を除き当社に属し、いかなる目的であれ当資料の一部又は全部の無断での使用・複製は固くお断りいたします。

RI 0116



資料1

# 高齢社会における 金融サービスのあり方について —コメント—

ミシガン大学ロス・ビジネススクール  
ミツイライフ金融研究センター  
理事 若杉 敬明

Tak Wakasugi/University of Michigan Ross School of Business

資料2

## 報告者の主張：シームレス化

- 現役の蓄える時代から退職後の費消する時代に移行する
  - Accumulation ➡ Decumulation
- 1. 最後の時期は原則「**使うだけ時代**」
  - 低リスクで残高への影響の少ない運用も可能
- 2. その前の「**使いながら運用する時代**」は運用を継続しながら定率引き出しを行う。
  - この時代は“退職”してもまだ資産運用から引退する必要はない
- 3. この2つの時代のお金との向き合い方を前提にして
  - 現役時代の資産形成のゴールや考え方を設定する
    - ➡ **シームレス化**

Tak Wakasugi/University of Michigan Ross School of Business

## 資料3

## 報告の概要

1. **資産形成から資産活用へのシームレス化**
  - ・ 資産活用から資産形成を考える
2. 動き出した資産形成世代
3. 資産活用局面から資産形成局面に向かって考えるお金との向き合い方
4. **取り崩す考え方が議論されていない**
5. 退職準備の「見える化」—米国のアイデア → **資産の年収倍率**
6. 日本の課題と海外にある対策案～非課税制度 → **NISAの多様化**
7. 日本の課題と海外にある対策案～高齢者の脆弱性 → **アドバイザー、退職時の投資教育、・・・**
8. 日本の課題と海外にある対策案～Decumulationと相続 → **地方移住、Annuity**

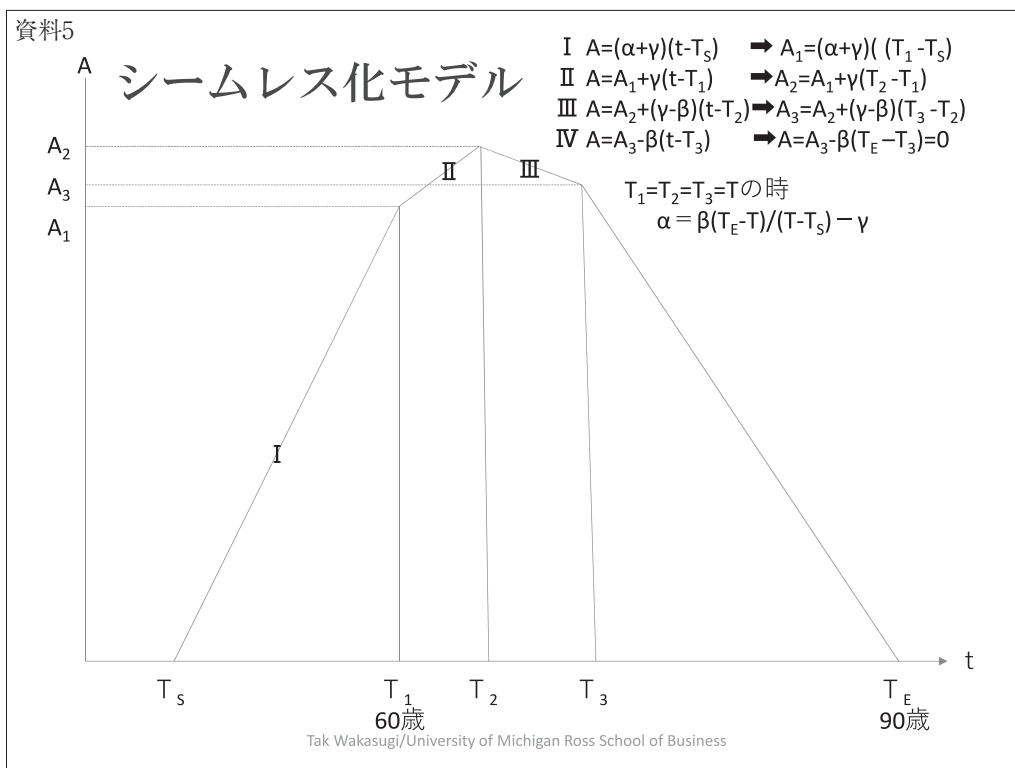
Tak Wakasugi/University of Michigan Ross School of Business

## 資料4

## シームレス化の検証

1. 現役時代
  - ・ 貯蓄と運用益で資産は毎年  $\text{¥ } \alpha$  (定額) の増加
2. 現役の最終段階
  - ・ 所得で消費を賄い貯蓄を行わない → 消費 = 所得
  - ・ 資産の運用益は毎年  $\text{¥ } \gamma$  (定額)
3. 退職後の初期段階
  - ・ 取り崩しをしつつも残高は運用
  - ・ 毎年の資産の減少  $\text{¥ } \gamma - \text{¥ } \beta$
4. 退職後の最終段階
  - ・ 運用はほとんどせず積立金を取り崩して消費
  - ・ 毎年の資産の減少は  $-\text{¥ } \beta$

Tak Wakasugi/University of Michigan Ross School of Business



資料6

## シームレス化のメカニズム

I  $A=(\alpha+\gamma)(t-T_S) \Rightarrow A_1=(\alpha+\gamma)(T_1-T_S)$

II  $A=A_1+\gamma(t-T_1) \Rightarrow A_2=A_1+\gamma(T_2-T_1)$

III  $A=A_2+(\gamma-\beta)(t-T_2) \Rightarrow A_3=A_2+(\gamma-\beta)(T_3-T_2)$

IV  $A=A_3-\beta(t-T_3) \Rightarrow A=A_3-\beta(T_E-T_3)=0$

- 上の方程式を解く
  - $\alpha = \beta \{ (T_E-T_2)/(T_1-T_S) \} - \gamma \{ (T_3-T_S)/(T_1-T_S) \}$
- $T_1=T_2=T_3=T$ の時
  - $\alpha = \beta (T_E-T)/(T-T_S) - \gamma$

## 資料7

## 貯蓄、運用益と退職後所得の関係

- $\alpha = \beta \{(T_E - T_2)/(T_1 - T_S)\} - \gamma \{(T_3 - T_S)/(T_1 - T_S)\}$ 
  - $T_1 - T_S$  : 貯蓄を積み立てる期間
  - $T_3 - T_S$  : 資産運用の期間
  - $T_E - T_2$  : 貯蓄を取り崩す期間
  - $\gamma$  : 税引後運用益（実際には期間によって異なる）
  - $\alpha$  : 定額の貯蓄（報告者は
  - $\beta$  : 定額の引き出し（報告者定率）
- ◆ これらの変数の間には一定の関係がある → シームレス？
  - $\beta$ に応じて $\alpha$ を定めることが必要 → 資産の年収倍率
  - 非課税制度により $\gamma$ を引き上げれば、 $\alpha$ を引き下げたり、 $\beta$ を引き上げたりで、豊かな生活ができる

Tak Wakasugi/University of Michigan Ross School of Business

## 資料8

## シームレス化発想の意義

- シームレス化の発想は
  - 個人が合理的なライフプランを実現するための重要な発想である
  - しかし
  - 豊かな社会を生み出す手段でも貧しい社会を救う手段でもない
  - マクロ的に見れば、個人が非課税制度を利用して節税すれば
  - 政府は他の方法で財源を確保しようとする
- 同時に、企業の付加価値生産性を上げ、労働および資本の所得を増大させる努力が不可欠である

Tak Wakasugi/University of Michigan Ross School of Business