2019 年度　証券ゼミナール大会

「今後の家計の資産形成手段としての投資信託」

～投資信託は年金制度に代わりうるか～

立命館大学　松本ゼミ 1 班

松崎紀幸　花田健斗　黒田淳之介　渡邉直吾　河田智博　浅沼輝一

目次

はじめに……3
第1章 投資信託……3
1-1 投資信託とは何か……3
1-2 なぜ投資信託の運用が必要であるか……3
1-3 日本の投信保有比率の現状と問題点……4
1.3-1. 日本における投資信託の現状……4
1.3-2. リスク問題と金融リテラシー……5
1.3-3. 一般家計の投信保有比率・国際比較……6
1-4. これからの日本の投資信託……9
1-5 方策……9
第 3 章 NISA 制度……9
はじめに……9
3-1 NISA の実態……9
3-2 積み立て NISA……10
3-2-1 積み立て NISA とは……10
3-2-2 普及率……10
3-3 今後の NISA……11
第 4 章 確定拠出年金……11
はじめに…… 11
4-1 確定拠出年金とは……12
4-1-1 日本の年金制度……12
4-1-2 確定拠出年金と確定給付年金……12
4-1-3 確定拠出年金のメリット……13
4-2 諸外国との比較……13
4-2-1 アメリカの 401ｋプラン……13
4-2-2 オーストラリアのスーパーアニュエーション……15
4-3 利用実態……16
4-3-1 利用層……16
4-3-2 選択商品……16
4-4 今後の日本の在り方……17
第 5 章 ゴールベース資産運用のための目標設定の方法……17
5-1 ゴールベースアプローチとは……18
5-2 ゴールベースアプローチの在り方……18
結論……19

参考文献……20

はじめに

5 年に 1 度行われる公的年金の財政検証結果が 2019 年 8 月 27 日に発表された。その結果は、年金の受給額は経済成長と労働参加が進めば、所得代替率（現役世代の平均手取り収入額に対する年金額の比率）を 50%以上に維持できるが、経済成長と労働参加が一定程度である、または進まない場合には 2040 年代半ばに所得代替率が 50%を割り込むというものであった。さらに、この検証の中で想定された 6 つのケースのなかで最も経済成長と労働参加が進んだパターンでも、約 30 年後には、現在より約 2 割年金の受給額が低くなる見通しだという。このように 100 年続くと言われた年金制度が着実と崩壊の一途を辿る中、私達はもはや老後の生活資金を年金だけに頼るのは不可能だと言えよう。そこで、この論文では、日本の投資信託の現状を鑑み、NISA 制度、確定拠出型年金を利用したゴールベース資産運用について考える。そして年金制度を補う、もしくはそれにとって代わり今後、家計の資産を形成する手段としての投資信託について考えていきたい。

第 1 章　投資信託

1-1. 投資信託とは何か

投資信託とは、投資家から集めた資金をひとつの大きな資金としてまとめ、運用会社が国内外の株式や債券などの金融資産で運用する商品である。そして、その運用の成果を、投資信託を購入した投資家に投資額に応じて、分配するという仕組みになっている。資金の運用は運用会社の専門家に任されており、運用によって得られた利益や被った損失はすべて、資金を投じた投資家に帰属する。つまり、投資信託は株式などと同様に出資の元本までも保証した商品ではないということである。

ここで投資信託のメリットを 3 つ挙げる。

１つ目は投資信託が小額から購入できる金融資産だということである。株式や債券などはある程度まとまった額がなければ、購入することができない。しかしながら、投資信託は１万円程度から購入することができるため、投資家にとって手軽に購入できる商品となっている。

２つ目は様々な金融資産に分散投資でき、リスクを軽減することができることである。投資信託では株式のような、比較的リスクが高いものから、債券のようなリスクが低い資産など様々な金融資産を取り扱っているため、分散投資をすることで大きな損失を被るリスクを軽減することができる。

３つ目は資金を運用するのが運用会社の専門家であるという点である。株式や債券など

では、証券会社から様々な情報が提供されるが、運用の判断は金融資産を保有する個人にゆだねられている。そのため、資産の運用に関する知識を持っていない人々にとって、株式や債券は手の出しにくい商品になっているように思われる。しかし、投資信託では運用は専門家に任されるので、運用に関する知識がない人でも、出資しやすい商品となっている。

1-2. なぜ投資信託の運用が必要であるか、

「貯蓄から投資へ」というスローガンが「貯蓄から資産形成へ」に変更されたことからもわかるように、現在、日本では家計が自らの投資によって、資産を形成していくように促している。では、なぜ資産形成をする必要があるのか。その理由は先進国の間で進行している少子高齢化である。現在、問題となっている高齢化により年金をはじめとする社会保障給付費が増大している。それに対し、若年世代の人口は減少しており、また年金受給年齢の 65 歳への引き上げや企業や公務員の退職年齢の引き上げが検討されていることから、現在の税収では、その社会保障給付費を賄い切れていないことが分かる。また 2019 年 6 月に、金融庁の発表で「老後に約 2,000 万円必要」というものがあり、老後のお金に関する不安が高まっている。そのため、家計が能動的に将来のための資産形成をしていく必要があるのである。

今回、資産形成手段として投資信託を挙げたのは、先に述べたように、リスクが低い金融資産であり、また、高度な金融リテラシーを必要としないといった理由からである。老後のための資産形成を目標するのであれば、長期にわたって金融資産を運用していくことになるので、分散投資によってリスクを軽減できる投資信託であれば、目標を達成できる確率は上がる。また、投資信託では専門家が資金を運用していくので、金融や投資の知識がないことや、自分で運用する自信がないことで株式や債券での運用を避けていた人でも、資産形成手段として利用できるのである。

以上が、投信の運用が必要であることの理由である。では、これからは日本の投資信託の現状と問題点を諸外国との比較を交えて考察していく。

1-3.　日本の投信保有比率の現状と問題点

1.3-1. 日本における投資信託の現状

日本で投資信託を普及させていく方法を考えるために日本における投資信託の現状と問題点を考えていく。

まずは現状を整理していく。2019 年 7 月の投資信託協会の統計によると、投資信託の純資産総額は景気循環による増減はあるものの、増加傾向にあり、純資産総額は 2000 年から 4 倍以上になっている。次に海外との比較をする。一般家計の金融資産に占める投資信託の比率を比較すると、2018 年 8 月の日本銀行調査統計局の統計では日本が 4%、アメリカが 11.8%、EU が 9.6%となっており、先進諸国に比べて低い保有率となっていることがわかる。また、投資信託に限らず、株式や債券の保有比率も欧米に比べ、低くなっており、金融

資産の半分以上を現預金が占めている。日本はアメリカやヨーロッパ諸国と比較して投資信託をはじめとするリスク性資産をあまり保有していないという現状がみられる。低金利政策が続けられている日本において、預金での資産形成は効率的であるとはいいがたい。このことから、「貯蓄から資産形成へ」というスローガンがあまり実現されていないことがわかる。

では、なぜ一般家計の投資信託の保有比率が低いのかを考える。日本の投資信託の保有比率はアメリカやヨーロッパ諸国に比べ、低いことは先に述べた。このような現状になっているのは、たしかに日本国内における、投資信託のリスクの問題や金融リテラシーが関係している。しかし、投信保有の比率に差がある理由はそれだけではない。先に挙げた統計では一国全体の投資信託の状況を集計したものである。したがって、一般家計の投資信託について比較するのであれば、「誰がどれだけの金融資産を保有して、その中身のリスク性資産がどういう構成比になっているのか」[1)] を考慮する必要がある。以下では、投信保有比率の差の原因をリスクの問題と金融リテラシーの部分と、一般家計に焦点を当て、投資信託の保有比率の差を見ていく。

1.3-2. リスク問題と金融リテラシー

1つ目は制度と金融リテラシーを考える。この二つは、人が投資信託やその他のリスク性資産で資産運用するかどうかの決定に大きくかかわるものである。

先に金融リテラシーについて述べる。投資信託を購入するきっかけとして、「金融や投資を勉強して理解出来たら」という意見がある。つまり、金融や投資のことがよくわからないために、損失を被るという不安が投資信託などのリスク性資産を購入しない要因となっているのである。

次にリスクの問題である。投資信託購入のきっかけとして、「低リスクの投資信託商品が充実したら」や「手数料が低い商品が充実したら」といった意見もある。リスクや手数料が人々の投資信託購入の負のインセンティブになっていることがわかる。ミクロ経済学の期待効用理論では資産を投資に回した際に得られるリターンと投資に回した際に損失を被るリスクを比較し、資産運用の決定をする。もちろん人によってリスク許容度は異なるが、投資信託は専門家が運用するため、リスク許容度に応じて分散投資でリスクを調整できる。つまり、手数料があったとしても、リスク管理が充実しており、着実に資産を増やすことができる投資信託は資産運用手段として選択されるはずである。しかしながら、上の金融リテラシーの部分で述べたように、家計は投資信託のことを理解できていないため、損失を被るリスクを過大評価してしまう。したがって、大きなリスクとそれに付帯する手数料が投資信託を購入する際の妨げになり、投資信託を保有した際のリターンが見逃されている。つまり、投資信託が普及しない理由は、家計が投資信託を保有した場合のリスクとリターンを正確に理解しておらず、損失を被るリスクを過大評価しているためである。

金融リテラシーとリスクの問題から、個人が投資信託で資産形成をしない理由は、損失を

被ることに対しての不安、となる。しかしながら、投資信託はリスク性資産であるため、必ずリスクというものがついて回る。また、投資信託の売買を仲買する証券会社や運用を行う運用会社は企業であるため、手数料などで収入を得ることは当然のことである。したがって、リスクがあることや手数料が高いといった意見は必ず解決できるといった問題ではない。しかし、1-1 で述べたように投資信託は分散投資によりリスクを軽減でき、また専門家が運用するため高度なリテラシーを必要としない。つまり、金融リテラシーとリスクの問題を解決するには、投資信託の販売会社や運用会社などが、金融や投資の知識を必要としないことや、運用の仕方次第で損失を被るリスクを小さくできる、ということを広めていく必要がある。

1.3-3. 一般家計の投信保有比率・国際比較

２つ目に一国全体や地域別にみるのではなく、一般家計に焦点をあて、投信保有にどれだけの差があるかを見ていく。金融庁の発表があったように、老後の生活に大きなお金が必要になることが話題に挙がっている。つまり、所得が少なく、お金に困る可能性のある一般家計の中で、どれだけの家計が投資信託などの金融資産で資産形成をしているか、ということが問題になってくる。1-3 の現状で述べたように日本の投資信託の保有比率は欧米諸国に比べて低い。しかしながら、上でも述べたようにこのような現状がみられる理由は日本人がリスクを嫌うことや、金融リテラシーが低いという理由だけではない。具体的にどのような人が投資信託をたくさん保有しているか、といった投信保有の傾向をつかむことが日本での投信保有比率を上げていくための糸口になるはずである。そういった理由で一般家計に着目し、投信の保有率を比較する必要がある。そこでアメリカとヨーロッパ諸国と比較していく。最初に先進各国の投資信託の残高を見ていく。

投資信託残高上位 10 カ国（2019 年 3 月末）

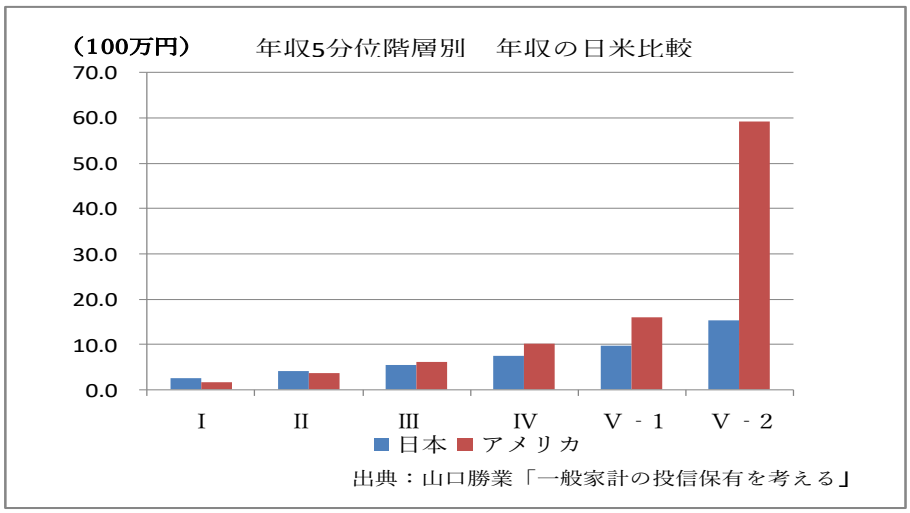
	国名	残高（10億ドル）		国名	残高（10億ドル）
1	アメリカ	23,029	6	オーストラリア	2,077
2	ルクセンブルク	4,887	7	中国	1,932
3	アイルランド	2,970	8	日本	1,855
4	ドイツ	2,289	9	イギリス	1,758
5	フランス	2,120	10	カナダ	1,278

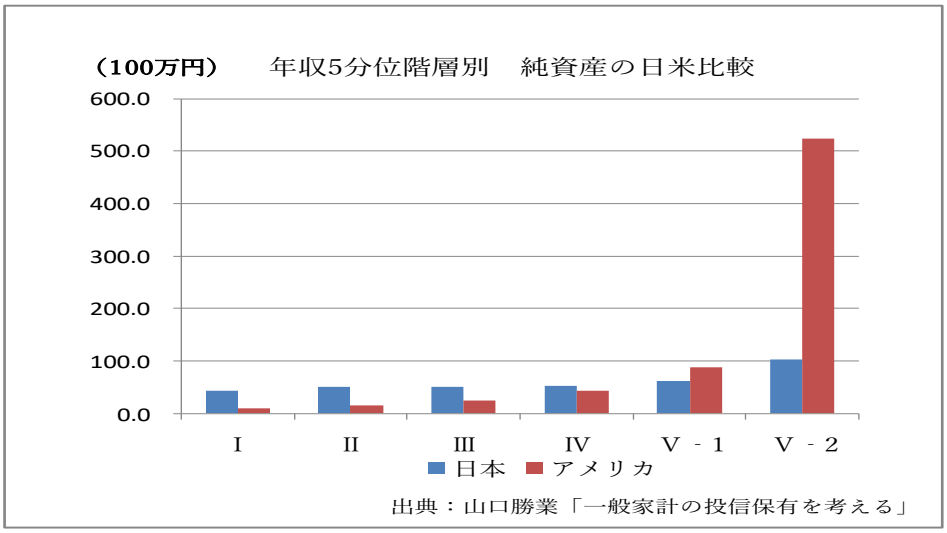
（出典：投資信託協会・投資信託の世界統計）

ヨーロッパ諸国が上位に上がっていることがわかる。先に述べたようにヨーロッパ諸国と日本の投資信託保有比率には約 2 倍の差がある。しかしながら、ドイツやイギリスなど GDP で日本に次ぐ、上位に位置するヨーロッパの先進国と比べると、投資信託残高には大きな差はないことがわかる。ヨーロッパの中でもルクセンブルクの投資信託残高が目立って大きいことが読み取れる。ルクセンブルクは、石油危機以降、金融立国を目指し、鉄鋼業中心の

産業構造から金融サービス業中心の産業構造へと転換を図り、ロンドン、フランクフルトと並ぶ欧州を代表する金融セクターとしての地位を確立した。小国で政情が安定していることから投資家にとって信頼出来るという事に加え、金融立国を目指す政策として、投資信託に係る法制度や決済制度を整備し、投資を行いやすくしたことや優遇税制を推進し税務面で投資信託の普及を後押しした事で、投資信託の運用拠点として発展した。また、アメリカの投資信託残高が突出しており、投資信託が広く普及していることが読み取れる。アメリカでは、なぜこれほどまでに投資信託が普及しているのか。理由の一つとして制度の充実がある。アメリカの投資信託には TDF という制度がある。これは、複数の資産への分散投資や、年齢に応じた資産配分を自動的に決定してくれるというものである。したがって、投資や金融の知識がない人や自分で資産運用をする意思のない人にとって、非常に便利なものとなっている。ルクセンブルクの例からも分かるように、制度が整っていること投資信託が発展していくことが考えられる。しかしながら、上の投資信託残高の表でみられるほどの大きな差が、単に制度だけによるものだとは考えにくい。そこで、以下では、日本とアメリカとの投信保有比率の格差が何に起因するものなのかを考察する。

1.3 の現状で述べたように、日本とアメリカでの投信保有比率には約 8 ポイントの差がある。また、表でみたように投資信託残高でも 10 倍以上の差がみられる。このような格差を説明する理由として、日本人のリスク許容度の低さや、金融リテラシーの低さ、投資信託をはじめとする金融商品への不信感があること、などが上がっている。しかしながら、これらの理由だけでは、投信保有比率の格差を説明するには不十分である。そこで、所得階層別の金融資産の保有とその中身のリスク性資産がどのような構成比になっているかを見ていく。下の 2 つのグラフはアメリカと日本の年収階層を 20%ずつ 5 つに分けたものである。最上位の 20%をさらに 10%ずつ二つに分けて表示している。日米を比較すると、日本に比べ、アメリカは年収階層が上がるごとに、年収、純資産ともに大きく増加していることがわかる。特にⅤ‐1 とⅤ‐2 との格差が顕著であり、アメリカでは最上位 10%が極端に多くの金融資産を保有していることがわかる。





数年前、アメリカの上位 1%が下位 25%の持つ金融資産と同等の資産を持っていることが言われ、アメリカにおいて、格差が拡大していることからも、グラフに表れているような状況を理解することができる。2 つのグラフでわかることは、アメリカは所得階層別で保有する金融資産に異常なほどに大きな差があり、日本でみられる差は正常と考えられる程度のものであるということである。

では次に所得階層別の投資信託保有比率を見ていく。通常、保有する金融資産が大きければ、保有するリスク性資産の額も大きくなることがわかっている。損失を被った時にその損失を取り戻すだけのキャッシュフローがあるためである。この理論から考慮すると、アメリカの所得階層最上位 10%の持つ投資信託をはじめとするリスク性資産の額はとても大きくなっているだろう。では、実際どうなっているのかを見ていく。

アメリカ　推定金融資産額シェア（%）

	退職口座	投資信託	SMA等
Ⅰ	1.0%	0.5%	3.3%
Ⅱ	2.6%	1.2%	3.2%
Ⅲ	6.6%	2.0%	10.3%
Ⅳ	16.5%	6.3%	10.5%
Ⅴ－1	17.7%	9.4%	7.5%
Ⅴ－2	55.5%	80.7%	65.4%
合計	100.0%	100.0%	100.0%

出典：山口勝業「一般家計の投信保有を考える」

この表はアメリカの年収階層別の投資信託や内訳が投資信託であると考えられる金融資産のシェアの推定値である。退職口座は積み立てた資金を投資信託で運用することで退職金を作っているため、中身は投資信託である。SMA は証券会社や金融機関が投資家に投資判断を委任され、ポートフォリオ運用や、商品売買などを行うもので、投資信託と大きな違いはないものである。上の表から、最上位 10%の富裕層が投資信託などの大部分を保有していることがわかる。投資信託だけに焦点を当てると、最上位の 20%が投資信託全体の約 90%を保有しており、その他は 10%程度しか保有していない。つまり、アメリカ国内では、投資信託を保有しているのはほとんどが富裕層であり、その他の階層はそれほど保有していないのである。上で述べた、金融資産の額が大きくなれば、リスク性資産の額も大きくなる、ということが顕著に表れており、また、金融資産保有に著しい格差があるため、投資信託の保有にもⅤ－1、Ⅴ－2 の富裕層とその他の階層とで大きな格差がある。つまり、一般家計に注目すれば、日本とアメリカでの投資信託の保有比率は冒頭の現状で上げたほどの差はないと考えられる。日米間でみられた投信保有比率の差はアメリカが異常な格差社会であり、富裕層が非常に多くの投資信託を保有していることに起因しているのである。

1-4. これからの日本の投資信託

では、投資信託の保有比率の日米格差の原因を踏まえ、日本において投資信託の保有比率をどのようにして上げていくかを考える。アメリカの投信保有比率が高い理由が異常な格差社会によるものであるなら、我々はアメリカをベースに投信保有比率の向上を考えるべきではない。日本では「一般国民が広く投資信託を保有し家計の資産形成を支える仕組みを浸透させるべき」[1] である。現在、日本では先進諸国でも見られる低成長に直面しており、また 2019 年 6 月に発表された、「老後に 2000 万円」という言葉から、何らかの方法で将来のための資産を蓄える必要があると考えた人は少なからずいるだろう。その一方で、1,800 兆円もの家計金融資産を抱えているのである。それならば、その金融資産を利用し、将来のための資産形成をするという選択肢は当然選ばれるべきである。

そこで投資信託の有用性を広めていくべきである。人々がリスク性資産での運用に対し、

損失のリスクや知識の不足で不安を抱えていることは明らかである。しかし、投資信託はほかのリスク性資産に比べ、それらの不安材料を最小限にとどめられるという利点がある。また、小額から投資できることもあり、一般家計が資産形成するためには十分、活用できる商品であると考える。また、ルクセンブルクの例から、法整備や決済制度、優遇税制などの制度の充実により、投資信託が普及する可能性があることがわかる。投資信託を利用しやすいようにするための制度の拡充と投資信託の有用性を広く浸透させることで、投資信託を普及させることができれば、老後の資産形成や資産運用に大いに役立つものになるはずである。

第２章　NISA 制度

はじめに

NISA とは株式や投資信託などの金融商品に投資をした場合、これらを売却して得た利益や受け取った配当に対して約 20%の税金がかかる。しかし、NISA 口座を利用することで、毎年の非課税投資枠 120 万円まで、株式・投資信託等の配当・譲渡益等が非課税対象となる。つまり

これまでの上場株式等の譲渡益、配当等に対する 10%税率に代わって、新たな切り口で「貯蓄から投資へ」を促進しようとする政策である。そこで金融庁は、ＮＩＳＡの投資残高を 2020 年までに 25 兆円にするという数値目標を掲げている。

2-1　NISA の実態

まず、現在の NISA の口座数から普及率を見ていく。2019 年 3 月末の時点で、20 歳代が 46 万 7245 口座で最も少なく、60 歳代が 259 万 8685 口座で最も多くなっている。2018 年 12 月末からの増加率を見ると 20 歳代は-0.5%で最も減少しており、80 歳代が 3.6%で最も増加している。全体を見ると 70 歳代まで年齢層が上がるにつれ口座数が増加している傾向にある。ここから年齢が上がると共に家計の資産形成として、株式や投資信託などを運用している人が増加していることが分かる。最も口座数が少ない 20 歳代と最も口座数が多い 60 歳代だとおよそ 5 倍近い差があり、若い世代の口座数をいかに増やしていくのが今後の課題になっていくと考えられる。

（２）一般 NISA 口座数

	一般 NISA 口座数 ３月末時点	2018 年 12 月末からの増加率	年代別比率	2018 年 12 月末時点	
総数	1,155 万 823 口座 (908 万 4,524 口座)	0.4%	100.0%	1,150 万 667 口座	100.0%
20 歳代	46 万 7,245 口座 (36 万 6,295 口座)	−0.5%	4.0%	46 万 9,498 口座	4.1%
30 歳代	118 万 3,841 口座 (91 万 1,397 口座)	0.0%	10.2%	118 万 3,605 口座	10.3%
40 歳代	176 万 3,384 口座 (135 万 6,403 口座)	−0.2%	15.3%	176 万 7,228 口座	15.4%
50 歳代	196 万 9,364 口座 (154 万 8,312 口座)	0.0%	17.0%	196 万 8,660 口座	17.1%
60 歳代	259 万 8,685 口座 (210 万 4,477 口座)	−1.2%	22.5%	263 万 1,103 口座	22.9%
70 歳代	241 万 7,520 口座 (194 万 6,141 口座)	2.0%	20.9%	236 万 9,914 口座	20.6%
80 歳代以上	115 万 784 口座 (85 万 1,499 口座)	3.6%	10.0%	111 万 659 口座	9.7%

（注）１　一般 NISA 口座数は、基準日時点で、金融機関に対してマイナンバーの告知がされておらず、2019 年の投資利用枠が設定されていない口座数を含む。なお、これまでに開設された口座数から金融機関変更に伴う変更前口座・廃止口座の数を差し引いて計上。
２　（）内は、基準日時点において、一般 NISA の投資利用枠が設定されている口座数。
３　年代別比率については、端数処理（四捨五入）の関係で、合計が 100%にならない場合がある。

２-1 つみたて NISA

つみたて NISA は少額で長期・積立の投資に対する非課税制度で、毎年 40 万円までを上限として投資信託を購入することができ、そして 20 年間は非課税で保有することができる。

2019 年 3 月末の時点でつみたて NISA の総口座数が 124 万 4188 口座あり、80 歳代以上の 1 万 439 口座が最も少なく 40 歳代の 33 万 2217 口座が最も多くなっている。2018 年 12 月末からの増加率を見ると 30 歳代の 25.2%の増加率が最も大きく、すべての年代で 20%前後の増加率である。まだ総口座数も NISA の口座数と比較すると少なく増加率も高いためこれからも口座数は増加していくと考えられる。

（３）つみたて NISA 口座数

	つみたて NISA 口座数 ３月末時点	2018 年 12 月末からの増加率	年代別比率	2018 年 12 月末時点	
総数	127 万 4,188 口座	22.9%	100.0%	103 万 6,603 口座	100.0%
20 歳代	19 万 3,879 口座	23.8%	15.2%	15 万 6,601 口座	15.1%
30 歳代	31 万 7,800 口座	25.2%	24.9%	25 万 3,925 口座	24.5%
40 歳代	33 万 2,217 口座	22.8%	26.1%	27 万 632 口座	26.1%
50 歳代	22 万 8,623 口座	22.4%	17.9%	18 万 6,719 口座	18.0%
60 歳代	12 万 9,679 口座	19.2%	10.2%	10 万 8,791 口座	10.5%
70 歳代	6 万 1,551 口座	20.3%	4.8%	5 万 1,161 口座	4.9%
80 歳代以上	1 万 439 口座	19.0%	0.8%	8,774 口座	0.8%

（注）１　つみたて NISA 口座数は、基準日時点において、つみたて NISA の投資利用枠が設定されている口座数。
２　年代別比率については、端数処理（四捨五入）の関係で、合計が 100%にならない場合がある。

2-3　イギリスとの比較

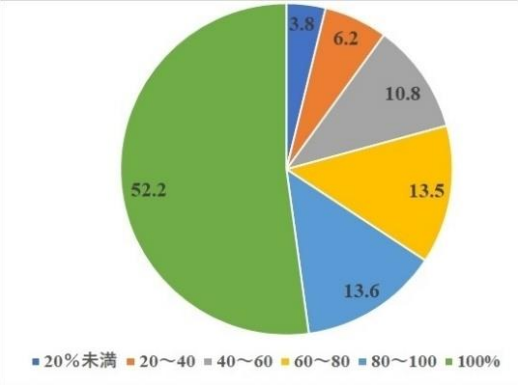
NISA 制度は、イギリスにある ISA 制度をモデルにした制度である。イギリスでは資産形成の手段として多く利用されている。これらの制度の違いは大きく分けて二つある。一つは、NISA は株式や投資信託が対象であるのに対し、ISA は債権や預金も対象となることである。もう一つは、制度が恒久化しているか否かである。これらの違いがどのように影響しているのか考え、これから制度をよりよくしていく必要がある。

２-4　今後の NISA

今後の投資信託を考える上で、NISA をどのように若い世代に普及させていくのかが大きな課題である。また NISA とつみたて NISA のあり方も考えなければならない。

第３章　確定拠出年金

今後の家計の資産形成を考える上で年金制度については必ず触れなければならない。厚生労働省が発表した二〇一六年国民生活基礎調査によると公的年金「だけ」で生活している高齢世帯は 2016 年時点で 52.2%と半数を超えている。また、高齢者世帯の１世帯当たりの平均所得金額は 2016 年では 318.6 万円、うち公的年金は 211.2 万円と全体の約３分の２（66.3%）を占めている。 このように、日本では老後の生活資金の多くを年金に頼っているため、家計の資産形成を考える上で年金制度の利用に着目することは重要である。

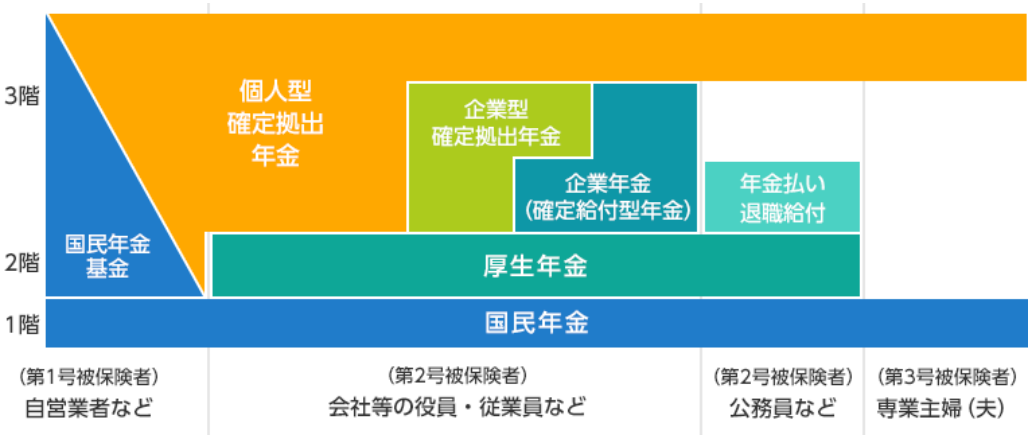


１世帯当たり平均所得金額（単位：万円）	平成28年（2016）
総所得	318.6
稼働所得	70.9
財産所得	16.8
公的年金・恩給	211.2
公的年金・恩給以外の社会保障給付金	2.5
仕送り・企業年金・個人年金等・その他の所得	17.2
１世帯当たり平均所得金額の構成割合（単位：%）	
総所得	100
稼働所得	22.3
財産所得	5.3
公的年金・恩給	66.3
公的年金・恩給以外の社会保障給付金	0.8
仕送り・企業年金・個人年金等・その他の所得	5.4

3-1　確定拠出年金とは

3-1-1 日本の年金制度

日本の年金制度は三階建ての構造になっている。一階部分は国民全員の加入が義務付けられている「国民年金」、二階部分は職業に応じた上乗せ給付を行う「厚生年金」である。この一・二階部分は「公的年金」といい、国が社会保障の一環として運営している。そして、三階部分に、企業や団体が運営する「企業年金」などがあり、確定拠出年金はここに位置付けられる。



3-1-2　確定給付年金と確定拠出年金

確定拠出年金が従来主流であった確定給付年金と大きく異なるのは年金の受け取り額が変動するという点である。この制度において年金資産の運用は、運営管理機関が提示した金融商品の中から、加入者自身が選択して行う。したがって、運用リスクは加入者が負い（自己責任原則）、運用がうまくいけば多額の給付を受けられる反面、うまくいかなかった場合は、給付額は少なくなるという投資信託としての性質を持っている。確定拠出年金には企業型と個人型（iDeCo）があるが、前者は年金の掛け金を企業が出し、従業員が運用を行う制度であるのに対して、後者は掛け金の拠出を従業員本人がするという違いがある。1 章で述べたように老後生活資金は年金だけではおよそ 2000 万円不足すると言われている。貯蓄から投資へという考え方が注目される中、この年金問題への対処の一つとして確定拠出年金の

利用を考えていきたい。

3-1-3　確定拠出年金のメリット

確定拠出年金を利用する一番のメリット税制優遇措置の充実である。個人型確定拠出年金（iDeCo）で積み立てた掛金は、全額（自営業者は月 68,000 円、年間 816,000 円まで、サラリーマンは月 23,000 円、年間 276,000 円までが拠出限度）が所得控除の対象となり、自営業者は確定申告、会社員の場合は年末調整で対応することで「所得税」と「住民税」を軽減することができる。具体的には、年収(便宜上、課税所得とする）400 万円の人が、毎月 18,000 円ずつ掛金を拠出したと考えると、一年の掛金の総額は 18,000 円×12 カ月＝216,000 円になり、所得税は 216,000 円×所得税の税率 20%＝43,200 円、住民税は 216,000 円×10%（一律）＝21,600 円となり、合計で 43,200 円＋21,600 円＝64,800 円の節税が可能になる。また、運用益についても税額控除が適用される通常の投資信託などの金融商品で運用する場合、20.315%の税金がかかる。しかし、確定拠出年金で運用した場合には、運用益がすべて非課税になり、本来は税金として引かれるはずの運用益も再投資されるので、通常よりも有利にお金を増やすことが可能になる。具体的には、投資信託の運用益が 10,000 円生じたとすると、一般口座、特定口座などの通常の取引の場合、実際に受け取れるのは運用利益 10,000 円×（1-源泉分離課税 20.315%）＝7,969 円だが、個人型確定拠出年金 iDeCo（イデコ）の場合は 10,000 円が丸々受け取れる。さらに、60 歳以降、積み立てた資金を受け取るときは、年金か一時金として受け取るのだが、年金で受け取る場合は「公的年金控除」、一時金で受け取る場合は「退職所得控除」が適用され、一定額まで非課税になる。

3-2　諸外国との比較

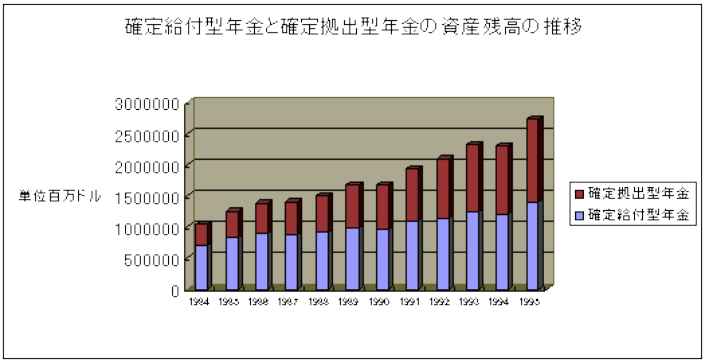
3-2-1　アメリカの 401ｋプラン

アメリカには 401k プランという年金制度があり、日本の確定拠出年金制度は 2001 年にこれを参考にして作られたという経緯がある。両国の確定拠出年金の違いは規模と歴史、そして株式組入比率である。アメリカの 401ｋプランは 1981 年に作られ、約 40 年の歴史がある。そのため、普及率も高く、多額の資金が運用されている。一方、日本がこの制度を導入 2001 年と遅くまだ規模も小さい。厚生労働省の資料によると加入者数は右肩上がりで伸びているものの７００万人程とまだ少ない。

アメリカにおいて、401ｋプランが企業サイドと従業員サイドから多くの支持を得ているのには、上記の税制上の優遇の他にいくつかの利点があるからだと言える。従業員サイドの利点としては、1.各個人別に「従業員勘定」があり給与天引きで自動的に積立てされるので拠出時の手続きもなく各自の残高や資産配分等を把握しやすくなっていること。その結果、確定給付型年金と比べ透明性が高くなった。2.転職先への資産移管が可能であり、転職先に 401ｋがない場合には IRA（個人退職用積立勘定）に非課税で移管でき、携帯性（ポータビリティ）があるので転職の妨げにならず、雇用の流動性の足かせにならないこと。3.制度への参加は任意であり、規定の範囲内で拠出額や運用先を指定、変更することができること。

企業サイドからの利点は、次のものがある。1.将来の年金給付額が一定の算式で決められて

いる確定給付型では、もし運用状況が悪く年金資産の積立が不足した場合、企業が不足分を補わなければならないが、401 k では運用状況の悪化などでの利差益による追加拠出の必要がないので、経営に悪影響を及ぼすことが少なくなる。この企業補填は現在、日本においても企業経営を圧迫している最大の問題点である。2.確定拠出型では年金数理計算などの運用事務の負担が少なく、拠出額（従業員、企業側共）や制度の運営費用も損金算入が可能である。また、アメリカ確定拠出年金の普及はエリサ法が深く関わっている。エリサ法の制定以前は資金規模の小さかった確定拠出型年金ですが、エリサ法制定以降は確定給付型年金を上回る成長を遂げ、資産残高は確定給付型を追い抜く勢いで近づいている。その理由としては、次の点が挙げられる。



（出所：米国労働省 Private Pension Plan Bulletin, Number 9, Spring 1999）

1.企業側にとって複雑な数理計算や報告義務がある確定給付型年金の運営が負担となったこと、2.企業のビジネス競争を背景に雇用の流動化が進みポータビリティのある確定拠出型年金に従業員の支持が集まったこと、3.税制上の優遇があることで、企業・従業員両サイドから支持があったこと、4.株式市場をはじめ運用環境が概ね好調に推移したこと

日本でも、アメリカのような制度の普及・拡大が期待されていたが、企業型の普及に比べて個人型の普及は遅れていた。その主な要因としては、個人型は加入対象範囲が限定されていたために、DC のポータビリティ（企業型と個人型の間での資産移換）がうまく機能しないケースが多く、認知度が広まらなかったことが挙げられる。そこで、2016 年に DC 法（確定拠出年金法）が改正され、iDeCo の加入対象範囲は大幅に拡大し 2017 年 1 月から 60 歳未満の成人国民は基本的に誰もが iDeCo を利用できるようになった。ポータビリティを活かせる機会が増え、働き方の多様化にも対応できるようになるなど、制度の利便性は向上したと言える。iDeCo の加入者数は、2017 年 3 月末で 43.1 万人（前年比＋17.3 万人）、直近の 2017 年 7 月末では 58.4 万人（同年 3 月末比＋15.3 万人）と急増しており、加入対象範囲の拡大の反響は大きいように思われる。

また、株式組入比率においても大きく違う。株式の組入比率は、日本では企業型 DC 年金で 22.3%（国内株式 14.2%、外国株式 8.1%）、個人型 DC 年金では 21.0%（国内株式 12.8%、外国株式 8.2%）となっている。企業型で 15.8%、個人型で 10.7%の比率を占めているバランス型の運用商品にも株式は含まれているため、「株式」の組入比率としては上昇すること

になるが、これを含めても世界各国の中では中位以下の水準に位置するものと考えられる。一方、ICI のレポート 10 によると、2016 年末の時点の米国の 401(k)プランにおける株式ファンドの組入比率は 43.5%であるが、ターゲット・デート・ファンド（TDF)、バランス型ファンドなどにおける株式の組入とスポンサー企業の自社株式を加えると、平均 67.4%の資産が株式に投資されている。アメリカでは標準的なポートフォリオの構成比率を株式 60%：債券 40%とする考え方が広く浸透していることに加え、ターゲット・デート・ファンドの組入比率が若年層を中心に高いことも株式組入比率を押し上げる要因となっている。

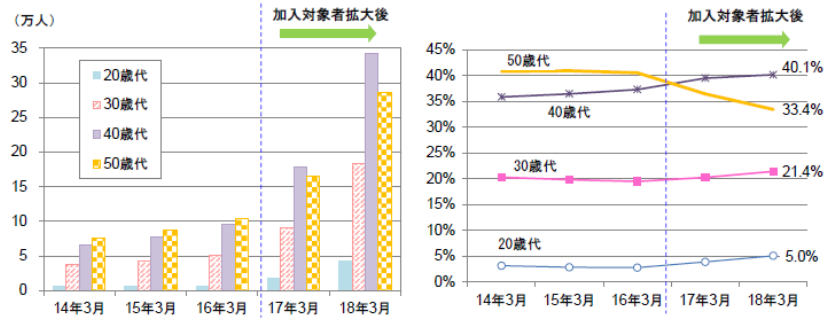
3-2-2　オーストラリアのスーパーアニュエーション

オーストラリアの私的年金であるスーパーアニュエーションは国の年金制度への取り組みを評価した「マーサー・メルボルン・グローバル年金指数（MMGＰＩ)」に基づくランキングで第 4 位を獲得しており、確定拠出年金制度の成功例としてよく挙げられる。スーパーアニュエーションの資産残高は、1990 年代に現在の制度が確立されて以降、順調に資産残高の拡大が続いている。1988 年 12 月末の資産残高は 0.1 兆豪ドルであったが、2017 年 9 月末には 2.6 兆豪ドルと、約 28 倍の規模にまで拡大している。同国の名目 GDP と比較すると、約 1.4 倍の規模となっている。また、オーストラリアの家計金融資産残高は、1988 年 12 月末の 0.5 兆豪ドルから 2017 年 9 月末の 4.9 兆豪ドルと、10 倍近くまで拡大している。その内、スーパーアニュエーションの資産残高の占める割合は、同期間で 27.7%から 50.5%と高まっている。このことからスーパーアニュエーションは、オーストラリア国民の資産形成の手段として、重要な位置づけとなっていることがうかがえる。スーパーアニュエーションは、被用者は強制加入で雇用主による拠出が義務付けられている。さらに、運用については、加入者のニーズに合わせた投資行動をサポートする仕組みが充実しており、こうした点が、成功の背景にあると考えられる。

3-3　利用実態

3-3-1　利用層

図表 3　iDeCo（個人型 DC）における年齢階級別の加入者（左）とその割合（右）

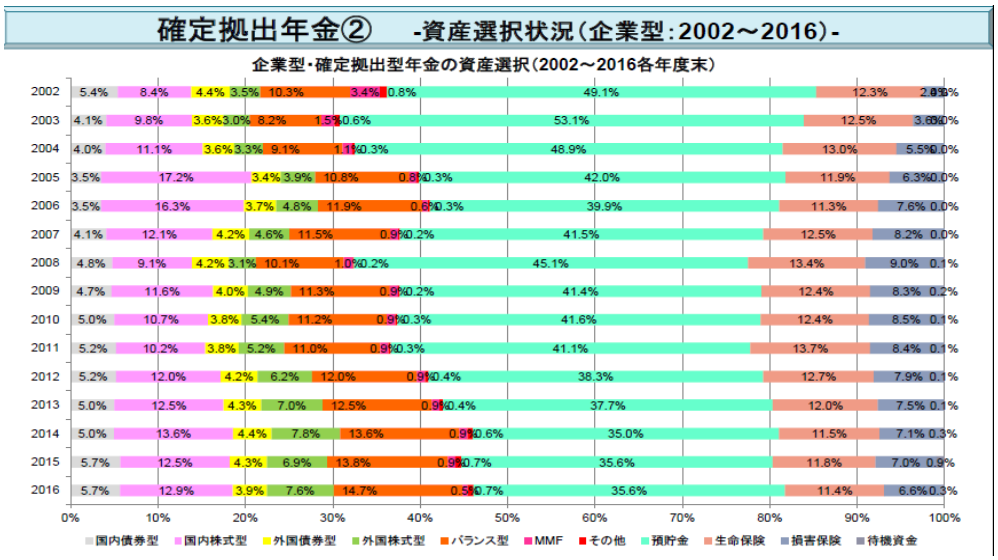


（出所）国民年金基金連合会「iDeCo（個人型確定拠出年金）の制度の概況　2018（平成 30）年 3 月末現在」、企業年金連合会「確定拠出年金統計資料　2002 年 3 月末～2017 年 3 月末」より大和総研作成

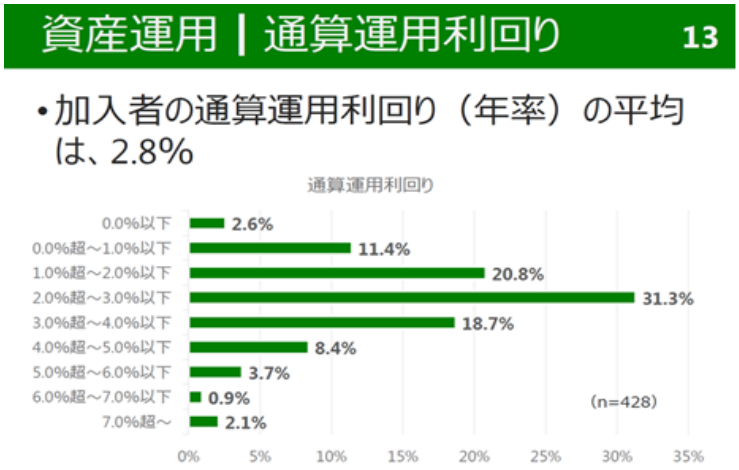
50・60 代の割合が多く、30・20 代の割合が少ない傾向にある。特に 20 代は 5 %と非常に少なく、所得に余裕がある人だけが利用しているという現状がうかがえる。しかし、本来は

若い時期から少しずつ掛け金を積み立てておくことで、老後の生活資金を確保することが理想的である。今のようなお金を持っている人がさらにお金を得るだけで、本当に利用すべき人が利用できない状況は改善していかなければならない。

3-3-2　選択商品



2008 年度を境に投資信託等の割合が順次増加しているが、依然、預金など元本確保型商品の選択が過半数を占める現状にある。



2017 年の平均利回りは 2.8%とうまくいっているように思われる。しかし、元本確保型商品のみを選択している加入者の利回りは定給付企業年金の想定利回りである２％を下回ることも少なくない。

3-4　今後の日本の在り方

老後の生活資金が年金だけでは 2000 万円不足するといわれる中、確定拠出年金は救世主になりうると考えられる。しかし、投資に抵抗を持ち、貯蓄を主とする日本においてその普及は一筋縄ではいかない。オーストラリアのような強制加入、もしくはアメリカのような自

動加入にすることで、確定拠出年金の規模を大きくするとともに、投資についての正しい教育を行うことが日本の年金制度の改革につながるように思われる。

第 4 章　ゴールベース資産運用のための目標設定の方法

4-1　ゴールベースアプローチとは

1 章で述べたように、老後に 2000 万円の貯蓄が必要になることが指摘されている。しかしながら、すべての人が老後に 2000 万円必要になるということではない。2000 万円が不足しない人もいれば不足額が 2000 万円を超える場合もある。また老後の生活といっても全てが同じパターンではない。夫婦で同居している場合もあれば単身世帯もあり、会社勤めで厚生年金を受給する場合もあれば、自営業で国民年金を受け取る場合もある。このように人にはそれぞれのライフスタイル・ライフステージがあり「人生 100 年時代」と呼ばれる中で、個人が将来の「目標」を立ててそれに向けて資産運用を行うことが、これからの時代の投資において重要となってくる。その考え方の一つとしてゴールベースアプローチがある。ゴールベースアプローチとは、将来の具体的な目標を設定し、それに必要な資金を準備するための資産運用のことである。ゴールベースアプローチが近年注目されてきた理由として、①確定拠出年金や NISA など個人資産運用ニーズが高まってきていること。②個人の投資行動において、しばしば最適ではない投資行動をとってきたこと。③金融商品の販売において顧客の利益を最大にすることを目標とする（フィデューシャリーデューティー）考え方で顧客本位の業務を運営していることが挙げられる。

では、どのようにして目標を設定すればよいのであろうか。老後の具体的な目標を挙げると言っても漠然としてしまい不十分なことがある。「金融資産を保有する」という動機の中でも必要性や重要度で高次の欲求と低次の欲求に区別できる。最も基本的な欲求に該当するのは「将来の生活費の確保」「老後に嵩むであろう医療費の確保」である。こうした目標は満たされない場合マイナスの効用（悲しみ）が大きい。一方で「趣味への投資」などは高次の欲求であり仮に満たされない場合でも生死に関わる重大性はないのでマイナスの効用は基本的な欲求に比べ小さくなる。そのため人間の心理的欲求は私たちの資産形成において重要な影響を与えている。

4-2　ゴールベースアプローチの在り方

まず一般的なゴールベースアプローチの方法についてである。ゴールベースアプローチでは、①ゴールをリストアップする。②リストアップした中から、自分にとって最適なゴールを選択する。③投資を実行する。④状況変化に対応するといったステップを段階的に踏んでいく。例えば、表Ⅰ（以下参照）のようなゴールを設定したとする。まずそれぞれのゴールがいまの資産や収入の観点からその計画の有用性、実現性の高さをチェックしなければならない。その際に必要となる尺度が投資期間とリスク許容度である。短期間でリスク許容度が小さいゴール程ローリスクな投資が最適であり長期間でリスク許容度が大きいゴール程ハイリスクな投資が最適となる。そして、次に現在の資産・収入の状態から目標を想定し

たシミュレーションを行う。もし「目標」に到達しない場合は調整が必要である。ゴールベース資産運用においてはゴール間で資金の調整を行うことが可能である。

ゴール	期間	優先順位	リスクの許容度	金額
退職後の生活費	20 年～50 年後	1	小	大
子供の教育費	10 年後	2	小	中
遺産	50 年後	3	中	中
新車	5 年後	4	大	小
新しい家	5 年後	5	大	大

次に夫婦のゴールベースアプローチの方法についてである。夫婦においてはマーケットの将来や投資の成果に男性は楽観的に捉え、女性は悲観的に捉える傾向がある。そのためゴールの設定の仕方が一般的なゴールベースアプローチとは異なる。夫婦においてはそのゴールの投資期間、必要金額、優先順位を設定するが意見が異なる。この場合はアドバイザーが必要となる。

結論

ここまで、日本における投資信託の制度や資産形成手段としての投資信託を見ていった。諸外国との差を見てわかる通り、先進諸国の中で日本は投資信託が資産形成手段や運用手段として普及しているとはいいがたい。確かにアメリカを例に挙げ、一般家計における保有率を比較した際、それほど大きな差はみられなかった。しかしながら、金融庁の「老後に 2000 万円不足」という発表があった通り、日本において将来のための資産形成というのは目前に迫った問題である。つまり、外国に比べ日本での保有に差があろうとなかろうと、日本は何らかの手段で資産形成を進めていく必要があるのである。そのなかで、投資信託が活用されている制度として DC 年金を取り上げた。DC 年金は日本で制度化されてから年月が浅いため、まだ発展段階ではある。しかし、勤続年数が長い人間ほど年金受給額が多いことがアメリカの調査で明らかになっている。つまり、終身雇用制などの日本型雇用慣行の下では資産形成に大きく貢献するものであると期待できる。前にも述べたように、資産形成手段として投資信託が勧められる理由は、リスク性資産を持つ際に気にかかる損失のリスクや金融リテラシーの問題を最小限に抑えることができる金融資産であるからである。しかしながら、リスク性資産を持たない理由はこれ以外にもある。人間は近い未来や目前に迫った未来に対しては不安を持つが、存外、老後という遠く、想像しづらい未来に対しては大きな関心を持つわけではないのである。そのため、将来、自分がどうありたいかというものが明確に思い浮かべられない。つまり、資産形成をしていくうえで先ず、将来自分がどうありたいかを明確に定める必要がある。そのためのゴールベースアプローチである。目標を設定し、

それを達成することができれば、日本が抱える老後の不安というものは取り除かれていくはずである。

最後に景気との関連を見ていく。投資信託は株式市場や債券市場の状況に左右される資産であるため、資産を形成していくには、経済成長というものが重要な点になる。景気が継続的に上向いている状況であれば、投資信託での資産形成は順調に進むだろう。しかしながら、不況期であれば、資産を形成していくことは困難を極め、場合によっては損失を被る恐れがある。つまり、投資信託が資産形成手段として機能していくには、経済のさらなる発展が必須となる。しかしながら、現状では、先進諸国は低成長に見舞われ、日本も例外ではない。また、貿易摩擦などで世界経済は減速し、リスクが高まっており、株式市場にも影響が出ている。さらに消費税の増税が施工されることも景気の悪化につながるだろう。このような状況下では、投資信託で資産形成という考えは難しい。運用方法でリスクが抑えられるといっても、やはり不況下では投資信託を購入しようという意欲はわかないだろう。つまり、投資信託が年金制度の代わりになるには、景気を上向かせる必要があり、また、NISA など制度の拡充も必要である。人々に、将来景気が良くなるという期待を持たせるためには何らかの経済政策が必要であり、好況に向かっていくことで投資信託は普及していくであろう。

参考文献

1）山口勝業（2019）「一般家計の投信保有を考える」投資信託事情
投資信託協会（2019）「投資信託の世界統計」
金融庁 HP
「ＮＩＳＡ創設の背景と活用法」鳥毛 拓馬
「NISA 制度の効果検証結果」平成 28 年 10 月金融庁
野村証券 HP＜https://dc.nomura.co.jp/business/knowledge/system.html＞
東京新聞 2019 年 7 月 3 日 朝刊
厚生労働省 HP
りそな銀行＜https://www.resona-tb.co.jp/401k/begin/merit-of-401k.html＞
キャリアパークビジネス＜https://careerpark.jp/55098＞
三井住友銀行
「米国の確定拠出年金 30 年の推移から日本の DC ビジネスを考える」杉田浩治（日本証券経済研究所）
「米国投信市場における退職貯蓄制度の役割」、「投信での運用が広がってきた確定拠出年金」　「100 万人突破の iDeCo、次なる狙いは若年層」大和総研　金融調査部 研究員 佐川 あぐり　主任研究員 土屋 貴裕
＜https://確定拠出年金.net/transition-number-of-subscribers/＞
「企業年金制度の現状等について」第 20 回社会保障審議会企業年金部会
「海外確定拠出年金の資産運用に関する調査研究」公益財団法人 年金シニアプラン総合研究機構平成 31（2019）年 3 月

「豪スーパーアニュエーション、成功の背景は」佐川 あぐり
「確定拠出年金実態調査結果」2019 年 2 月 4 日　企業年金連合会