

米国の確定拠出年金三〇年の推移から 日本のDCビジネスを考える

杉田浩治

はじめに

〇一年にスタートした日本の企業型確定拠出年金は、企業による資金拠出のみが認められていたが、発足後一〇年を経て一二年一月から従業員による資金拠出も可能になった。

一方、日本が制度導入にあたって参考とした米国の確定拠出年金制度は、八一年の四〇一(k)(企業型確定拠出年金)プラン発足から三〇年を経過し、一一年末の運用資産残高は、個人型確定

拠出年金のIRAと合わせると六〇〇兆円を超えている。

そこで、日本に二〇年先行している米国の確定拠出年金が、日本の現在に相当する「制度導入後一〇年の時点」でどのような状況にあったかを含めて三〇年間の推移を振り返るとともに、それらを踏まえて今後の日本の確定拠出年金を考える上のポイントを幾つか掲げたい。

なお、確定拠出年金は、世界的に「Defined(確定) Contribution(拠出)」の頭文字をとって「DC年金」と略称されており、本稿においても以下

「DC 年金」と記載することにする。

(注1) 本稿は、日本証券経済研究所ホームページ・トピックス欄に掲載した原文を本誌紙幅の都合により一部割愛・修正したものである。

(注2) 本稿における事実認識・意見は筆者の私見である。

一、米国の DC 年金制度の変化

(1) 制度の位置づけ・意義

① 「個人の退職準備貯蓄を推進する」意味合いが強い。

米国の DC 年金は、七四年の従業員退職所得保障法 (Employee Retirement Income Security Act) の頭文字をとって通常エリサ法と呼ばれる () の制定にともない発足した個人退職口座 (IRA=Individual Retirement Account) をもってスタートしたといえるだろう。IRA は、主として企業年金でカバーされていない自営業者等のた

めの制度⁽¹⁾で、日本の個人型 DC 年金に相当するものである。

そして八一年に、企業年金について従来の確定給付 (Defined Benefit、略称 DB) 型に加え DC 型の四〇一(k)プランが発足し、現行の DC 年金制度が確立された(四〇一(k)プランは、七八年歳入法に新たに設けられた四〇一条(k)項に基づくものであるが、内国歳入庁が具体的な実施規則を設けたのは八一年であり、ここから実質的に四〇一(k)プランがスタートした)。

さて、IRA も四〇一(k)も「個人の自助努力による退職準備貯蓄を促進する」ための税優遇制度であり、消費性向の強い米国人に貯蓄を促す政策の一環でもある。したがって企業型の四〇一(k)についても従業員拠出が基本であって、企業の拠出は補助的な上乘せ(マッチング)拠出となっている。

② ドルコスト平均法投資を普及させた

四〇一(k)プランへの拠出は、毎月の給与から天引積立することにより行われるから、「価格変動商品への定期・定額投資」を強制的に実行させることにつながった。言い換えれば、時間分散と買付単価引下げの⁽²⁾効果があるドルコスト平均法投資の普及に一役買ったともいえる。

〔日本との比較〕

雇用の流動化などを踏まえて発足した日本の企業型DC年金は、米国のような「個人の退職準備貯蓄の推進」という目的ではなく、従来の確定給付(DB)型企業年金の置き換えという位置づけであった。したがって従業員拠出を認めていなかったし、一二年から従業員拠出を認めるにあつても、その金額は「企業拠出額の範囲内で、かつ企業・個人の合計拠出額が所定の限度額(後

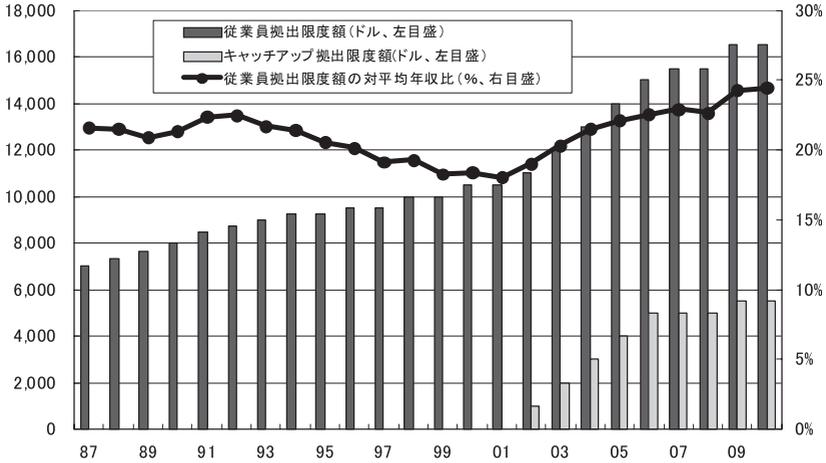
述)を上回らないこと」という制限が付いている。このため、一二年から始まる従業員拠出(企業拠出に上乘せする)「マッチング拠出」と呼んでおり、企業拠出をマッチング拠出と呼ぶ米国とは反対である。

以上のように、日本の今までの企業型DC年金は米国の四〇一(k)とは基本的な思想が異なるので、日本版四〇一(k)という言い方は的を射ていないという見方もある。⁽³⁾

(2) 四〇一(k)の従業員拠出限度額は、平均年収に対し二〇%前後で推移

さて、米国DC年金への個人拠出について税制上の優遇措置(拠出額を課税所得から控除できるとともに、運用期間中に発生する収益について課税されない↓いずれも受取時まで課税が繰り延べされる措置)が適用される拠出限度額の推移を振り

図表 1 401(k)の従業員拠出限度額と、その平均年収に対する割合の推移



〔出所〕 拠出限度額はICI資料等。拠出限度額(キャッチアップを含まない)の対平均年収比は、U.S. Census Bureau Households Income統計(All Households)の全世帯平均年収を用い筆者計算。

返ると次のとおりである。

個人型のIRAは年間一、五〇〇ドルの限度額でスタートし、以後八二年〜〇一年までの二〇年間は二、〇〇〇ドルで据え置かれていた。その後、〇二年に三、〇〇〇ドル、〇四年に四、〇〇〇ドル、そして〇八年には五、〇〇〇ドルへ引き上げられて現在に至っている。また〇二年からは五〇歳以上について追加(キャッチアップ)拠出が認められ、その限度額は当初五〇〇ドルでスタートし、〇六年には一、〇〇〇ドルへ引き上げられた。

一方、企業型の四〇一(k)については、当初、企業と従業員の合計拠出額についてのみ限度額が存在し、それは八三年以降年間三〇、〇〇〇ドルであった。そして八七年から従業員拠出について別に限度額が設定され、その額は図表1のように年七、〇〇〇ドルからスタートしてインフレ・ス

ライド条項などにより一〇年には一六、五〇〇ドル、そして一二年には一七、〇〇〇ドル（八七年比二・四倍）まで引き上げられてきた。またIR Aと同様に〇二年からは五〇歳以上について追加（キャッチアップ）拠出が認められ、一、〇〇〇ドルでスタートした限度額は一二年には五、五〇〇ドルになっている。

したがって五〇歳以上の四〇一（k）加入者は、一二年についていえば二二、五〇〇ドル（一ドル八〇円換算で一八〇万円、八七年比三・二倍）の拠出が可能である（なお、企業拠出と従業員拠出を合わせた合計限度額は一二年現在五〇、〇〇〇ドル¹約四〇〇万円である）。

また、四〇一（k）の従業員拠出限度額の平均世帯年収に対する割合を計算（五〇歳以上のキャッチアップ分を含めないで計算）してみると、図表1折れ線のように二〇%前後で推移しており、一

〇年現在では二四%（平均年収六七、五三〇ドルに対し拠出限度額一六、五〇〇ドル）となっている。

〔日本との比較〕

日本の企業型DC年金の年間拠出限度額は、一二年現在、(i)DB型の年金を実施していない場合で六一万二千元、(ii)DB型の年金を実施している場合は三〇万六千元である。日本の勤労者世帯平均年収は二〇一〇年現在で六二〇万円である⁽⁴⁾から、(i)の限度額で計算しても平均年収比九・九%に過ぎない。

したがって、米国の企業・従業員合計拠出限度額五〇、〇〇〇ドル（約四〇〇万円）の対平均年収比七三%はもとより、従業員拠出限度額の平均年収比二四%と比べてもかなり低い（なお、米国の制度発足から一〇年後の九一年当時は、企業・

従業員合計拠出限度額が三八、四七五ドルで対平均年収比七九%、従業員拠出限度額は八、四七五ドルで対平均年収比二二%となっていた)。

(3) 四〇一(k)に自動加入方式を取り入れた二〇〇六年改革

米国では〇六年に年金保護法 (the Pension Protection Act of 2006) が成立し、企業年金制度について大改革が行われた。DC年金にかかわる主な変更点は次のとおりであった。

① 四〇一(k)プランへの加入について、従来は「従業員が積極的に加入の意思を示した場合のみ加入する(≡企業が拠出金を給料から天引きできる) オプティン方式」となっていたのを、「企業は、従業員が特に加入を拒否しなければ自動的にプラン加入者に繰り入れることができる オプトアウト方式」に改めた。

② 上記の自動加入方式を採用する場合、「給料の何%を積み立てるか」という拠出率を従業員自らが設定しないときは、企業が自動的に引き上げていける仕組みを導入した。

③ 四〇一(k)プラン加入者がプラン資産の運用方法について選択を行わなかった場合、企業は、労働省の定める規制に沿った資産を選んだものとみなすことができるようにした。そして、後に労働省は「加入者の運用指示がなかった場合の適格投資商品(デフォルト・オプション)」として「ライフサイクル・ファンド(ターゲットイヤー・ファンドなどとも呼ばれる)⁽⁵⁾、バランスファンド、投資顧問による運用勘定(SMA)」の三つとすることを規則で定めた。この三つはいずれも株式組み入れ可能商品である。

言い換えるとMMFやGICs (Guaranteed

Investment Contracts Ⅱ 保険会社が提供する元利保証商品) など元本安定商品をデフォルト・オプションに含めなかった。その理由として労働省は「MMFや元本安定商品は、短期運用手段あるいはポートフォリオの一部とするには有用であるが、四〇一(k)資産の全部をこれらに投資してしまうと、加入者が必要な老後資産を形成するために十分なリターンを生まない恐れがある」と述べていた。

〔日本との比較〕

日本は前述のとおり、一一年まで従業員拠出を認めていなかった。また一二年から認める従業員拠出は、拠出を選択した従業員のみが参加するオプトイン方式であり、拠出額は「企業拠出額の範囲内で、かつ企業・個人の合計拠出額が所定の限度額を上回らない」という制限付きである。

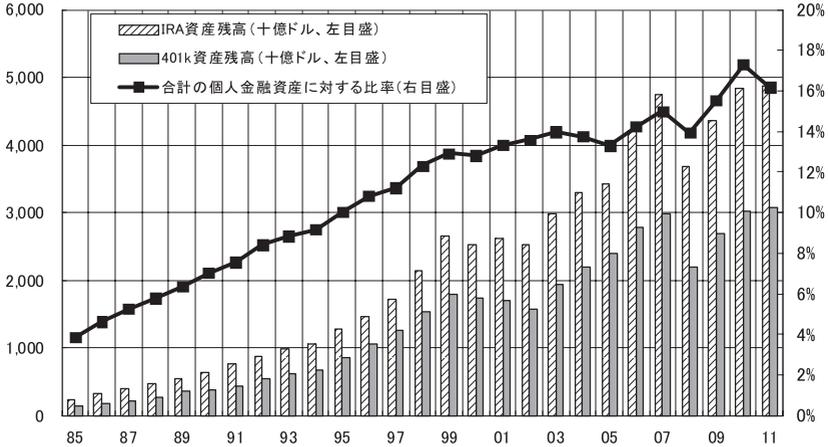
また運用対象については、確定拠出年金法が「運営管理機関は、加入者に提示する運用対象商品の中に必ず元本確保商品を含めなければならない」と規定しており、米国労働省のデフォルト・オプションについての考え方と対照的である。実態的にも、企業年金連合会が一〇年に実施した「第三回確定拠出年金に関する実態調査」によれば、デフォルト商品を設定している企業の割合は五六%にのぼるが、そのデフォルト商品の九七%は元本確保型商品(預貯金六三・五%、保険商品三三・九%)となっている。

二、資産残高の推移

以上のような制度変化のなかで、米国のDC年金残高は図表2のように推移してきた。

個人型(IRA)・企業型(四〇一(k))の両

図表 2 401(k)とIRAの資産残高の推移



〔出所〕 IRA、401kの資産残高はICI およびSecurities Industry Fact Book 2002、個人金融資産残高はFRB、比率は筆者計算。

方が整った八一年を起点とし、制度発足から一〇年後の九一年の状況を見ると、IRA残高が七、七六〇億ドル、四〇一(k)残高が四、四〇〇億ドル、合計で一兆二、一六〇億ドルに達していた。その個人金融資産に対する比率は七・六％であった。(この他に公務員DCなどを含めたDC総残高は一兆八、三六〇億ドル、個人金融資産に対する比率は一一・四％に達していた)。

そして米国のDC残高は九〇年代以降に飛躍的に拡大し、一一年末にはIRAが四兆八、七二〇億ドル、四〇一(k)が三兆七〇〇億ドル、合計で七兆九、四二〇億ドルに達し、その個人金融資産に対する比率は一六・二％に拡大している。(この他に公務員DCなどを含めた一一年末のDC総残高は九兆四、〇三〇億ドル、個人金融資産に対する比率は一九・二％である)。

なお、ミクロ的に一口座あたりの平均残高をみ

ると、四〇一(k)プランの場合で一〇年末現在六〇、三二九ドル⁽⁶⁾(約四八〇万円)である。(制度発足から一〇年後の九一年の数字は不明、九二年は推定二五、〇〇〇ドル程度⁽⁷⁾であり当時の為替レート一二五円で換算して三二二万円)。

〔日本との比較〕

日本の一一年三月末(制度発足から約一〇年後)現在のDC残高は、五・五兆円⁽⁸⁾となっている。個人金融資産に対する比率は〇・四%程度に過ぎず、米国の制度発足から一〇年後(九一年)の七・六%に比べ格段に低い。

一口座平均残高は企業型について単純計算(五兆円⁽⁹⁾÷三七一万人)では一三五万円となり、米國と比べ総残高におけるほどの差はない。後述するように加入率の低いことが総残高の差の主因になっているといえよう。ただし、一口座平均残高

でも前掲米國の一〇年末(四八〇万円)の三分の一以下、九二年(三二二万円)と比べても半分以下である。

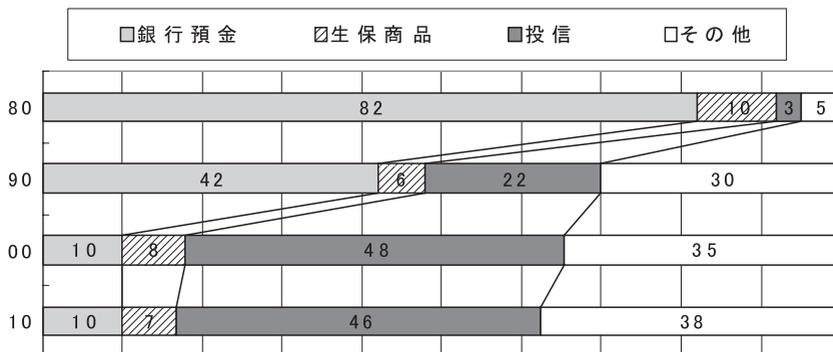
三、運用内容の変化

(1) 九〇年代初頭は安定商品主流、その後は株式組入れ商品主流へ変化。

米國DC年金資産の運用内容を見ると、九〇年代初の銀行預金など安定資産主流から最近は株式組入れ商品へシフトしていることが目立つ。

四〇一(k)資産の内訳については古いデータがないが、八〇年代からのデータがあるIRAの資産構成を見ると図表3のように変化してきた。八〇年当時は銀行預金が八〇%を占めていた(七〇年代の長期株価低迷の影響を受けて安定商品の比率が高かった)が、その後大きく変動し、一〇年

図表 3 IRAの資産構成の変化（単位%）



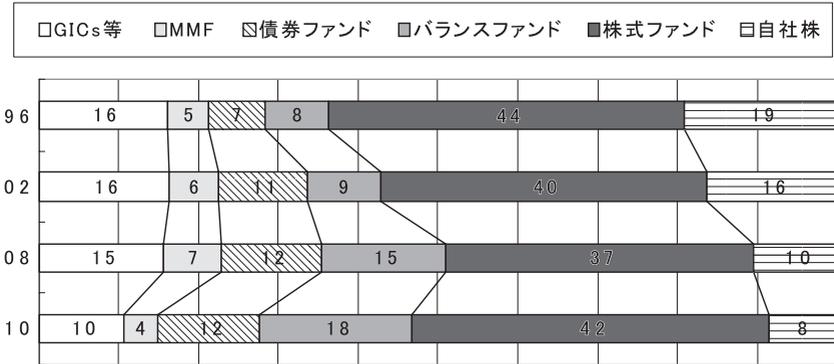
〔出所〕 ICIデータより作成

には銀行預金の比率は一〇%に激減、反対に投信の比重が三%から四六%に高まっている。（なお図表3中の「その他」とは、IRA口座保有者が証券会社等に設けた専用口座で株式等を対象に自己運用するものであり、この比重も傾向的に拡大している。）

以上の変化をもたらした理由は、米国の株価が八二年から長期上昇に転じ、その後株式の長期リターンが高水準（八二〜〇一年の二〇年間のS&P500種株式の年平均リターンは一五・二%）で安定化する中で、勤労者の間に「年金資金のように超長期運用の場合は、短期的リスクはあっても長期的に高いリターンの見込める株式組入れ商品に投資すべし」との認識が浸透したことによると考えられる。

また四〇一(k)資産の内容について、データの遡れる九六年からの状況をみると図表4のとおり

図表4 401(k)の資産構成の変化(単位%)



〔出所〕 96年はEBRI Issue Brief NO.296 Aug 2006、02年以降はICI Research Perspective, Vol17 Dec.2011

である。時価比率であるので株価変動を反映して構成比率が変動（株価上昇時には株式比率が拡大、株価下落時には株式比率が縮小）しているが、傾向的には○一年のエンロン事件などを反映して自社株投資の比率低下が目立つ。また保険会社のGICsの減少と債券ファンドの増加、そして後述するライフサイクル・ファンドの成長を反映してバランスファンドの増加が顕著である。○年未現在では株式ファンド・バランスファンド・自社株を合わせた広義の株式組入れ商品が約七割を占めている。

〔日本との比較〕

日本の企業型DC年金の資産の内訳は、一一年三月末現在、銀行預金四一・六%、保険二〇・九%、投信三七・一%（うち国内株型一〇・七%、外国株型五・四%、国内債型五・〇%。外国債型

三・八%、バランス型一・三%、MMF〇・九%）、その他〇・三%となっている⁽¹⁰⁾。投信の比率が四割近いことは長期運用資産としての特性が表れていると言えるが、米国と比べると株式組入れ商品の比率が低い。

(2) 最近はライフサイクル・ファンドと海外投資が増加

前述のように〇六年の年金改革法にもとづくデフォルト・オプションの一つとして、ライフサイクル・ファンドが指定されてから、四〇一(k)の運用対象として同ファンドが活用される度合いが高まっている。

一〇年末現在では四〇一(k)プラン資産の一・一%をライフサイクル・ファンドが占めている(図表4においてはバランスファンド一八%の中に入っている)。特に若年層を中心に新規雇用

者(雇用されてから二年以内の雇用者)の当ファンド活用度が高く、新規雇用者のうち当ファンドを保有する者の割合は〇六年の二八%から一〇年には四八%へ上昇している。

また投資の国際化も進行しており、保有株式投信のうちに占める外国株ファンドの割合を見ると、IRA、四〇一(k)のいずれにおいても〇五年末の一八%から一〇年末に二六%へ拡大した。

〔日本との比較〕

ライフサイクル・ファンドの比率は不明であるが、外国投資比率については、前掲の資産内訳データより株式について三四%、債券について四三%と計算される。日本株の低リターン・日本債の低利回りを反映して投資のグローバル化は米国より進んでいる。

四、今後の課題として挙げられていること

(1) 自助努力年金プランへの加入率の引き上げ

米国では勤労者全員を何らかの私的年金制度でカバーしようという動きがある。

前述のように米国のDC年金は制度的にも規模的にも拡充してきたが、それでも米国の勤労者のうち約半分は企業年金(DBまたはDC)に加入していないと推定されている。

このため、オバマ政権は数年来「企業年金でカバーされていない勤労者全員を対象としたIRAへの自動加入(オプトアウト方式)制度」の導入を議会に提案している。具体的には、企業年金を提供していない企業主に対し、従業員の給与の一部(一一年予算教書における記述では三%)を天

引きでIRAに拠出することを義務付ける(ただし企業拠出は義務付けない)というものである。

そして一一年から一二年にかけて一部議員から法案提出(Automatic IRA ACT of 2012など)も行われている。直ぐに成立する見通しは立っていないが、米国政府・議会内に、徐々に「勤労者全員を何らかの私的年金でカバーしよう」とする動きが浸透しつつあるといえよう。

(なお、英国では「勤労者全体を対象とするDC年金自動加入制度」の導入が既に決まっております、一二年から段階的に導入される)¹¹⁾

(2) 「退職後の引出し・運用」についても個人をサポートする

日本の「団塊の世代」にあたる米国ベビーブーマー¹²⁾の退職が本格化するにともない、四〇一(k)などについて従来の「退職前の積立て段階」だけ

でなく、「退職後の引出し（運用しながら取り崩す）段階」についても、企業などが個人をサポートすべしという議論が高まっている。

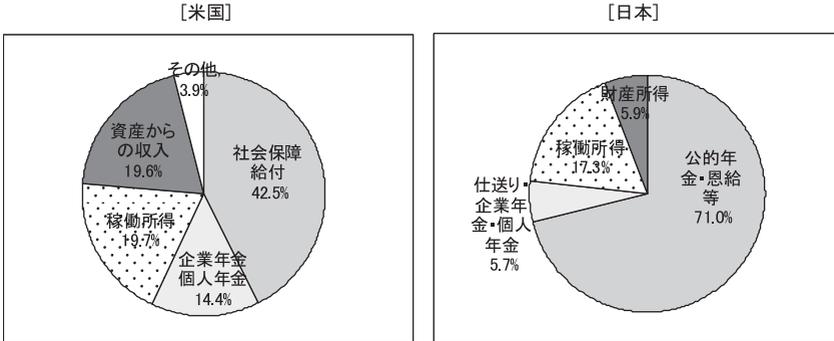
金融サービス業界においても、フィデリティ社やバンガード社などによる「投信で運用しながら、ファンド分配金と一部解約金を組み合わせ毎月支払いを行う商品」や、「投信ラップアカウントの定期引き出しプラン」などが出現している。ただし、これらは自分の資産だけを対象に引出す（資産に限りがある）ので、「長生きリスク（自分の想定以上に長生きして資産が枯渇するリスク）を完全にカバーできる『終身受取り』」にすることは難しい。

そこで、相互扶助の保険の仕組みを生かした終身年金保険の活用も考えられている。政府レベルでも、一二年二月に財務省が「据置き型終身年金（たとえば六五歳で加入し、一五〜二〇年の据え

置き期間を置いた後、八〇歳あるいは八五歳から年金の受取りが始まる終身年金）を利用しやすくするよう税制の手当てを行うこと」などを提案している。

この政府提案の背景には、一般に加齢とともに収入源が狭まり、八〇歳超では公的年金以外はほとんど収入のない世帯が多くなる（一〇年現在で三三％に達している）⁽¹³⁾ こと、同じ終身年金保険でも、六五歳で加入して毎年二〇、〇〇〇ドルの年金を得るために必要な払込金は、加入後直ぐに支払いが始まる即時年金の場合では二七七、五〇〇ドルであるが、八五歳から支払いが始まる据置き型なら三五、二〇〇ドルですむこと（大統領経済諮問委員会試算）⁽¹⁴⁾ などがある。⁽¹⁵⁾

図表5 65歳以上世帯の収入構成の比較（2010年）



〔出所〕 米国はEmployee Benefit Research Institute 2011年11月推定、日本は厚生労働省「平成22年国民生活基礎調査」

五、日本の今後への示唆

以上述べてきた米国の状況・日本との比較を踏まえ、日本のDC年金の今後について幾つかの論点を挙げると次のとおりである。

(1) 私的年金充実の必要性は米国より日本の方が高い

高齢者の公的年金依存度、その公的年金の維持基盤などからみると、私的年金を充実する必要性は米国より日本の方が高い。

先ず六五歳以上世帯の収入内訳を見ると図表5の通りである。米国では公的年金（老年者向け社会保障給付）への依存度は四三％であるが、日本では七一％に達している。逆に企業年金・個人年金および資産からの収入の合計は米国の三四％に

図表 6 高齢者 1 人を何人で支えるか

	2010年	2030年	2050年
米国	5.1人	3.1人	3.2人
日本	2.8人	1.8人	1.3人

〔出所〕 米国は国連“World Population Prospects:The 2010 Revision, Volume 1: Comprehensive Tables”、日本は国立社会保障・人口問題研究所「日本の将来推計人口(平成24年1月推計)」より計算。

対し、日本は一二%程度に過ぎない。

次に日米両国が採用している賦課方式（現役世代の負担金で高齢者向け給付をまかなう方式）の公的年金の維持基盤を見る意味で、「高齢者人口」に対する「現役人口」の割合、正確に言えば「六五歳以上の老年人口に対する一五〜六四歳の生産年齢人口の割合」を日米比較すると図表6のとおりである。

米国は現在一対五・一（約五人の現役が一人の年金受給者を支えている状態）であり、三〇年は一対三・一に悪化するが、五〇年には一対三・二へ若干好転することが見込まれている。その米国においてすら公的年金財政についての危機感が強い。「二八歳以上の米国人の約三分の二は現行制度の年金を満額もらえないと予測しており、特に二〇歳代以下の世代では満額受給を予測する人は七%に過ぎない¹⁷⁾」と言われる。したがって政府が

私的年金の拡充を図っていることは縷々述べてきたとおりである。

これに対し、日本はすでに現在一対二・八であり、三〇年にはその比率が一対一・八となり、五〇年には一対一・三となる（現在の「約三人の現役で一人の受給者を支える（運動会の）騎馬戦型」から五〇年には「約一人で一人を支える肩車型」になる）と見込まれている。日本の公的年金の維持基盤は米国より格段に弱いことは明らかである。

以上のとおり、日本の方が高齢者の公的年金依存度が高いこと、その公的年金の維持基盤は日本の方が弱いことから、私的年金充実の必要性は日本の方が大きいといえよう。

(2) 私的年金と公的年金との一体的議論を

私的年金充実のためには、私的年金を「公的年

金を補完する重要な手段」と位置づけて、DC年金拠出限度額を「税制」の枠内で議論するのではなく、大きく「年金財政」の見地から、あるいは「国民の老後所得を確保する」見地から議論すべきであろう。

前述のように日本のDC年金拠出限度額（税制優遇措置）は米国に比べ低いが、その拡大は困難だといわれる。たとえば中央大学・森信茂樹教授は「日本の年金税制は、拠出時非課税・運用時非課税に加え、引出時も公的年金等控除により事実上非課税となっており、これ以上優遇措置を拡大することは困難である。また三階（企業年金等）部分については公平性・中立性・整合性の観点からも問題がある」として、「三階部分の年金という枠を離れ、新たに二〇歳以上六五歳未満の者をすべて対象とする拠出時課税、運用時・給付時非課税の「日本版IRAの創設」を提案されてい

○六年五月に政府が公表した第一回年金白書（公的・私的年金改革の基本哲学を打ち出した報告書）において、第一原則として「個人の責任の強化」を謳い、「政府は、個人一人ひとりが退職後に備える責任があることを明確にする必要があると考える」と述べている（この考え方が労働党政権の下で打ち出されたことは興味深い）。

(3) 個人拠出の開始はDC制度の本格普及の好機

一二年から始まった企業型DC年金への個人拠出の開始は、DC年金制度への関心とその普及度を高め、加入者の資産運用リテラシーの向上を図る良い機会である。

日本のDC年金加入者数は、厚生労働省統計によれば一一年三月末現在、企業型三七一万人、個人型一二万人（このほかに以前から存在する国民年金基金加入者が五五万人）である。有資格者に

対する比率（加入率）は、企業型が厚生年金保険加入者三、四一一万人に対し一一％、個人型は、自営業者等一、九三八万人（第一号被保険者）と企業型年金・厚生年金基金等の対象になっていない企業の従業員（概算一、六八〇万人）の合計三、六〇〇万人に対し〇・三％（国民年金基金加入者を加えて二％）と計算される。

個人型の普及が特に遅れているが、企業型の一％についても米国の企業型DC年金加入率（直近の一〇年末現在で五四％、制度発足から一〇年後の九一年末現在で四八％）²⁰いずれも従業員一〇人以上の民間企業ベース）に比べて低い。

今年から個人拠出が可能となったことは、DC年金加入率を高める好機であろう。何故なら、勤労者にとってのDC年金のメリットが一層増すからである。すなわち従来からの①DB年金にくらべ勤続年数が短くても受給権が発生する、②DB

にくらべポータビリティ（転職時の受給権移転のしやすさ）が高い、③企業が破綻しても年金減額などの影響を受けない、というメリットに加え、新しく④節税効果（個人拠出額が課税所得から控除されるうえ運用期間中の発生収益についても課税されないこと⁽²⁾）が加わることになる。関係者はこうした DC 年金のメリットを積極的に PR すべきであろう。

また、個人拠出の開始により「自分のカネを運用する」意識が強まり、運用に真剣さが増すと考えられるから、勤労者の資産運用リテラシーの向上につながる良い機会となる。米国でも、一九八〇年代から急速に個人の有価証券投資が増加した背景には、四〇一（k）の社員教育により勤労者の知識レベルが上がった結果、四〇一（k）口座以外の資産についても投信等への投資をふやしたことがあると言われる。

さらに、全く別次元のことであるが、勤労者が給与天引きで資産形成に取り組むことは、行動ファイナンスが指摘する「人間は今日のことを決めるのは簡単だが、四〇年先のことを決めるのは難しい。多くの人は年老いることを考えたくないし、ましてや如何にして十分な退職後準備貯蓄をしようかなどとは考えたくない性向がある。」⁽²⁾という問題点を解決する一つの方策（有効な自己統制策）でもある。この観点からは、将来的には英・米のような自動加入方式の導入が望ましいといえるだろう。

(4) 「長期運用なら株式投資」の認識を広めたい
数十年単位で長期運用する DC 資産の投資対象として株式の価値が見直され、ターゲットイヤ・ファンドなど株式組入れ資産の比重が高まることを望みたい。

前述のように、米国では勤労者だけでなく政府レベルでも「年金資金のように超長期運用にあつては、短期的リスクはあつても長期的に高いリターンの見込める株式組入れ商品が適性を發揮する」という認識が行き渡っている。

英国でも同様の認識がある。98頁で触れた英国の「勤労者全体についてのDC自動加入制度」導入前に、政府出資の独立機関である個人口座導入機構(PADA)は新DC年金の運用対象に関して、各界の意見を求めるディスカッションペーパーを発売した(〇九年五月)。その中でPADAは「英国の年金基金は伝統的に資産成長を図るため株式に投資してきた」と指摘し、その理由として「株式は債券などに比べリスクが高く、投資家は高リターンが得られると信じたときにのみ高リスクを許容する。これが、株式は債券をアウトパフォームする」と期待される一つの理由であ

る」とリスクプレミアムの説明をしたうえで、「過去一〇九年間にわたる主要一五か国のデータも株式の高リターンを裏付けており、株式に投資しなかった場合の機会損失は非常に大きい」と述べている。

一方、日本の場合にはバブル崩壊後の株価下落が余りに大きく長期に亘った故に「長期運用なら株式」の原則がフィットしなかった。しかし、二〇年間の株価調整を経て漸く日本株のバリュエーションは国際水準並みになったと言われ、今後、株式はリスク資産としてのプレミアムを織り込んだリターンを生み出すことが期待される。

また、世界の株式市場に目を向ければ投資機会は多い。日本の株価は、八九年末を一〇〇とする一一年末に二五へ四分の一に下がってしまったが、同じ期間に米国株は(八九年末を一〇〇として)三五六、英国株は二三〇、フランス株は一五

八、ドイツ株は三三〇へ値上がりしている。²³⁾さらに新興国株式にも投資すれば、(短期的リスクが高まることの見返りに) 長期的リターンは一層高まることを期待できよう。

関係者が株式への長期・分散投資の妙味を地道に P R することにより、その投資価値が見直され、それによって勤労者の DC 年金の資産選択が変わるとともに、デフォルト・オプションとしてターゲットイヤー・ファンドなど株式組み入れ商品を採用する企業が増えることを望みたい。

(5) 金融サービス業界は腰を据えた DC ビジネス展開を

資産運用にたずさわる金融サービス業界が、DC 年金を拡充し投信積立てを推進することは、投資家利益に合致するとともに業者にも大きなメリットをもたらす。

元来、資産運用ビジネスは「(時価評価資産に対して報酬を計算するので) 顧客資産が増えれば運用者の収入も増える」すなわち顧客の利益と事業者の利益が一致する」という特性を持つ。特に DC 年金口座における投信積立ては顧客の便益に資する。何故なら、勤労者は投信を毎月購入して退職時まで保有すれば、①分散されたポートフォリオに、②時間分散投資が出来て、③長期投資の果実を得ることができるからである。

次に DC 年金推進の業者サイドのメリットに関して、筆者は米国証券会社の幹部から「四〇一 (k) ビジネスは収益機会が三度ある」と聞いたことがある。「第一に、契約を取れば毎月しかも長期にわたって安定資金を導入できる、第二に契約者が退職した時に大きな資金の運用に関われる、そして第三は相続(顧客の家族との取引につながること)だ」と言っていた。いずれも、長い

付き合い」によるメリットである。

またDC年金の延長線上のビジネスとして米国で始まっている「退職者向けの」資産を運用しながら引出す仕組みの提供は、高齢化で先行する日本においてこそ発達してよいサービスではないだろうか。

個人抛出が始まる今、資産運用に携わる金融サービス業界は、顧客利益と合致するとともに長期の収益機会につながるDCビジネスにジックリ腰を据えて取り組む時期を迎えていると思われる。

(注)

- (1) IRAは八一年の税制改正において企業年金加入者にも利用が認められ、その後、八六年には企業年金加入者については所得制限が設けられた。
- (2) 価格変動商品に定額投資していけば「高い時に少なく買い、安い時に多く買う」ので平均買付単価を定量投資より

低くできる。

- (3) みずほ年金研究所主席研究員・石垣修一氏は、著書「企業年金運営のためのエリサ法ガイド」(二〇〇八年中央経済社)の二二二頁において「・・・従業員抛出のないわが国の確定拠出年金(企業型)を、「四〇一(ト)制度」と呼ぶのはいかにも見当はずれである。・・・」と述べている。
- (4) 総務省統計局「家計調査年報(家計収支編)平成二二年版第1―2表「一世帯当たり一ヶ月間の収入と支出(総世帯のうち勤労者世帯)の末尾記載項目」
- (5) ライフサイクル・ファンドとは次のような仕組みのファンドである。投信会社が投資家の退職予定時期(ターゲットイヤー)別に(たとえば二〇一五年、二〇二〇年、二〇二五年、二〇三〇年・・・など)数本以上のファンドを用意し、投資家は自分の退職時期に近いファンドを購入する。各ファンド内の資産配分は投信会社が時間の経過に合わせて変更していく(当初は株式の比重を高くし、ターゲットイヤーが接近するにつれ債券など安定資産の比重を高めていく)ので、投資家は何もする必要がない。ターゲットイヤー・ファンド、あるいはターゲット・ファンドとも呼ばれる。
- (6) "401(k) Plan Asset Allocation, Account Balances, and Loan Activity in 2010" ICI Research Perspective, December 2011。

- (7) “EBRI Research Highlights: Retirement and Health Data”
EBRI Special Report SR 36, January 2001 掲載データ (九二
年末資産残高五、五〇〇億ドル・加入者数二二・四百万人
により計算)。
- (8) 『年金情報』(格付投資情報センター) 二〇一二年三月五
日号
- (9) 『年金情報』(格付投資情報センター) 二〇一二年三月五
日号
- (10) 『年金情報』(格付投資情報センター) 二〇一二年三月五
日号 (原典は運用管理機関連絡協議会「確定拠出年金統計
資料(二〇〇二年三月末～一一年三月末)」
- (11) 英国の新しい退職準備貯蓄制度については、杉田浩治
「自動加入方式を採用する英国の新個人年金制度―行動経済
学を取り入れた改革―」証券レビュー第五〇巻第一号 日
本証券経済研究所 二〇一〇年一月 を参照。
- (12) 日本では「団塊の世代」とは一般的に一九四七～一九四
九年の三年間に生まれた世代を指すが、米国のベビーブー
マーは一九四六～一九六四年の一九年間に生まれた世代を
指してゐる。
- (13) “Why longevity insurance is a good solution.” [http://
www.investmentnews.com/apps/pbcs.dll/article?AID=/
20120219/REG/302199979](http://www.investmentnews.com/apps/pbcs.dll/article?AID=/20120219/REG/302199979)
- (14) “Consider this new tool in the income arsenal” [http://
www.investmentnews.com/article/20120212/REG/
302129979](http://www.investmentnews.com/article/20120212/REG/302129979)
- (15) ニューヨーク市立大学准教授・北尾早霧氏「米国の公的
年金研究 2」(二二年四月一日付日本経済新聞『やさしい
経済学』)によれば、米国で年金制度が始まった一九三七
年時点の平均寿命は男性五九歳、女性六四歳で、六五歳か
ら受け取れる公的年金は長寿リスクの保険を主眼としてい
た。このことであり、米国では当初から「年金制度は長生
きリスクヘッジ」という考え方が強かったと思われる。
- (16) 日本の現在の就学実態からいえば一五歳以上を勤労者と
するのは適当でないと考えられるが、国際的に一五～六四
歳を生産年齢人口とする統計が一般的である。
- (17) ニューヨーク市立大学准教授・北尾早霧氏「米国の公的
年金研究 6」(二二年四月一七日付日本経済新聞『やさしい
経済学』)
- (18) 「日本版 IRA」(個人型年金積立金非課税制度) 導入の
提言、「ファンドマネジメント」(野村アセットマネジメント)
ト) 二〇一一年新春号 (N T T データ経営研究所マネー
ジャー河本敏夫氏との共著) など。
- (19) 「わが国確定拠出年金の抜本的な制度改正に向けた提言」
『資本市場クォーターリー』(野村資本市場研究所) 二〇〇九
年夏号。
- (20) EBRI Databook on Employee Benefits Chapter 4.

Participation in Employee Benefit Programs (源典は米国労働省)

- (21) 一二年一月一日付日本経済新聞は、みずほコーポレート銀行の試算として、二二歳から六〇歳まで毎年一五万三千円を積立て年率二・五%で運用した場合、六〇歳到達時の残高はDC制度を利用しなければ八六六万円だが、DC制度を利用すれば九六二万円となる(九六六万円の非課税効果がある)ほか、抛出時の所得税軽減効果が八七万円あると伝えている。税効果は合計で一八三万円、積立て元本五八一・四万円に対し三二%にも達することになる。
- (22) 98頁注釈で触れた英国の「勤労者全体についてのDC自動加入制度」導入の前段階で政府が二〇〇六年一二月に発表した第二回白書(「個人口座…新しい貯蓄方法」)の中の一節。
- (23) 日本はTOPPIX、米国はS&P500、英国はFTSE100、フランスはCAC40、ドイツはDAXをとった。

(すぎた こうじ・当研究所専門調査員)