

## わが国の投資信託ビジネスの課題と将来

岩崎 俊博

### はじめに

御紹介いただきました岩崎でございます。

今日は、せっかくこのような機会をいただきましたので、「わが国の投資信託ビジネスの課題と将来」というタイトルでお話をさせていただきます。

皆さんの多くは、人口ボーナスや人口オーナスという言葉が聞かれたことがあると思います。人口ボーナスとは、総人口に占める働く人間の割合

が上昇する時に経済成長が促進されること、逆に、人口オーナスとは、総人口に占める働く人間の割合が低下する時に経済成長が妨げられることを意味しています。

現在、我が国では、少子高齢化が進行する局面から、本格的に人口が減少する局面に入っています。我が国では、人口動態が人口オーナスの局面に入ったことに加えて、財政赤字が続いて巨額の政府債務が積み上がっていることが重なって、将来を暗く見てしまいがちなところがあるように思います。

しかし、私は、人口が減少することと日本経済が縮小することは決してイコールではないと考えています。今日は、人口が減少する中で、日本経済の成長を実現するために、何をすればよいのかを考えます。したがいまして、今日お話しすることは、一つのチャレンジとして受けとめていただきたいと思います。

少し敷衍して申し上げますと、我が国には、戦後の復興期から高度成長期に至る人口ボーナスの時代に、国民が営々と築き上げてきた個人金融資産が一八四五兆円あります。私は、有効にこの資産を使うことによって、新たな成長が可能ではないかと考えています。今日は、このような視点をお話しできればと思っています。

## 一、日米の個人金融資産の推移

(日本の個人金融資産推移)

資料2は、日本の個人金融資産の推移を表しています。

左の縦軸は、兆円単位で個人金融資産の残高を示しています。三つの部分のうち、一番下が現預金、その上が投資信託、そして、その他の金融資産を加えて、一番上の折れ線が個人金融資産全体の推移を表しています。右の縦軸は、個人金融資産に占める投資信託と現預金の割合を示しています。実線が投資信託、点線が現預金です。

二〇一七年の日本の個人金融資産残高は一八四五兆円で、一九八五年と比べ三・五倍となっております。この間、GDPの伸びは一・六倍にとどまっておりますので、個人金融資産はそれなりに

伸びていることがわかります。

内訳を見ますと、二〇一七年の預貯金は九四三兆円で、個人金融資産に占めるシェアは五・一％となつています。一九八五年のシェアは五九％でしたので、現預金のシェアは低下してきています。しかし、現在の預金金利が微々たるものであることを考慮しますと、このようなことでよいのかという気持ちになることは否めません。

なお、グラフには出ておりませんが、株式について申しますと、一九八五年に残高四五兆円、シェア八・五％であったのが、二〇一七年には残高一九八兆円、シェア一一％となつており、それなりに伸びていることがわかります。また、投資信託は、二〇一七年には残高一〇四兆円、シェア六％となつています。一九八五年以降、投資信託のシェアは三％から六％へ、倍ぐらいいまで伸びた形になっています。

#### (日本の投資信託残高推移(形態別))

資料3は、日本の投資信託残高が形態別にどのように推移してきたかを表しています。

二〇一七年の公募投信の純資産総額は一一兆円となつています。このところ、私募投信が急速に伸びており、これを加えますと、投資信託残高は一九七兆円に上ります。一九八五年と比べますと、一〇・八倍となつています。現在の二〇〇兆円近い投資信託残高は、それなりの資産の塊になつてきていると言ふことができようかと思えます。

内訳を見ますと、下から公募の株式投信、ETF、公募の公社債投信、私募投信となつています。

公募投信の残高は、一九八五年から二〇一七年の間に六倍となりました。この内、公募株式投信に関しては、近年、世界的な好景気による株価へ

の好影響が続いており、純資金流入と相まって、残高は大きく伸びてきています。

E T F の残高も、日本銀行による買入れが継続していることから、このところ、資産総額が拡大してきています。

近年、私募投信の伸びが特に大きくなっています。公表資料では詳細は明らかになっていませんが、金融機関における預貸率の低下、世界的な超低金利政策を背景とする運用難などから、投資信託を利用した金融機関の余資運用が急増していることが背景にあると思われます。

#### (日本の投資信託残高推移 (保有主体別))

資料 4 は、日本の投資信託残高が八つの保有主体別にどのように推移してきたかを表しています。

一番下が家計で、現在でも五三%程度のシェア

があります。上から二つ目の中央銀行は、E T F の買入れを続けているため伸びてきています。

上から三つ目の預金取扱金融機関も、多額の私募投信を購入しているため伸びています。

本来、下から二つ目の企業型 D C がもう少し伸びてくれるとよいのですが、残念ながらそれほど伸びておらず、現在、約五兆円にとどまっています。

このように、近年、我が国の投資信託残高は順調に伸びていると言えますが、国際比較を行った場合、あるいは、国民経済への貢献という点に照らして考えた場合、投資信託は、今以上に大きい役割を果たすことができるのではないかと思っています。

#### (米国の個人金融資産推移)

この点について、アメリカの個人金融資産の推

移を見ながら考えてみたいと思います。資料5ページをご覧ください。

左の縦軸は、兆ドル単位で個人金融資産の残高を示しています。四つの部分のうち、一番下が現預金、その上が投資信託、さらにその上が積立済年金資産、そして、その他の金融資産を加えて、一番上の折れ線が個人金融資産全体の推移を表しています。ここで、積立済年金資産とは、四〇一kやIRAなど、積み立てによって資産が形成される私的年金を指しています。右の縦軸は、個人金融資産に占める投資信託、現預金、積立済年金資産の割合を示しています。実線が投資信託、点線が現預金、破線が積立済年金資産です。

アメリカの個人金融資産は、一九八五年から二〇一六年の間に六・九倍となりました。この間の名目GDPの伸びは四・五倍でしたので、個人金融資産は、名目GDPを上回って増加したことに

なります。

内訳を見ますと、この間に最も増えたのが投資信託で、残高で二〇倍となり、シェアは四%から一%と急拡大しました。なお、個人金融資産に占める投資信託のシェアは、実は二五%ほどあります。この点については、後ほど御説明します。

積立済年金資産は、残高で八・五倍となり、シェアは一九%から二四%まで伸びています。

なお、グラフには出ておりませんが、株式について申しますと、一九八五年から二〇一六年の間に約一四倍となり、シェアは一%から二二%まで伸びています。

他方、現預金は四・二倍の伸びにとどまり、シェアは二三%から一四%に下落しました。

アメリカで個人金融資産残高が大幅に伸びる一方、日本で低い伸びにとどまっているのは、日本と異なって、アメリカでは個人金融資産にエクイ

テイ系の資産が大量に入っているという事情があります。

(米国の投資信託残高推移)

次に、アメリカの投資信託残高の推移を見てみます。資料6ページをご覧ください。

現在、アメリカの投資信託残高は一九兆ドルに達しています。一九八五年の投資信託残高は約五〇〇〇億ドルでしたので、二〇一六年までの間に三八倍まで伸びました。日本では、投資信託は、私募投信を含めて一一倍(公募投信だけでは六倍)にとどまっております。アメリカの三八倍と比べますと、甚だしい違いがあることとなります。

この背景には、個人の資産運用に対する考え方、特に投資信託の位置付けが、日本とアメリカで大きく異なっているという事情があるのではないかと考えています。

二、日米の資産形成促進制度

(米国での投資信託の位置付け)

資料8ページのとおり、アメリカでは、投資信託は、単なる富裕層の余資運用の手段ではなく、むしろ、国民が、退職後の生活に備えた資産形成を、自助努力によって行う手段として位置付けられ、社会保障制度の一環として設計されていることが特筆されるように思います。

アメリカでは、投資信託を通じて資金が継続的に資本市場に流入することによって、企業に潤沢な成長マネーが供給され、それに伴って、産業・企業にダイナミズムが生まれることで、新たな成長につながっています。投資信託が経済の持続的な成長に貢献することによって、受益者は、その成果をリターンとして享受することができるよう

になります。すなわち、企業の成長と個人金融資産の成長がウイン・ウインの関係にあると言えるように思います。

### (米国401k制度)

資産形成促進のための制度として、アメリカには401kとIRAがあります。

資料9ページで、アメリカの401k制度の概要を整理しています。401k制度とは、企業型の確定拠出年金制度のことで、オプアウト型の自動加入の仕組みが組み込まれています。ここで、オプアウト型とは、従業員が明示的に拒否しない場合、自動的に確定拠出年金制度に加入するという仕組みを指しており、このため、アメリカでは従業員のほぼ全員がこの制度に加入する結果になっています。

アメリカの401k制度で、加入者が投資商品

を決めていない場合、資金は、いわゆるデフォルト商品、すなわち初期自動投資商品に投資されます。現預金は、一時的な待機資金以外には認められておらず、分散投資型の商品がデフォルト商品となっています。このため、投資資金は、必ず何らかの投資信託に流れる仕組みができ上がっていることとなります。他方、日本では、確定拠出年金の投資先は、預金及び元本保証型の保険が過半を占めています。

その他、転職の際に資産の移管ができること、税制面で、拠出時に非課税、運用時に非課税、引き出し時に課税となっていることなど、アメリカと日本で共通するところが多くあります。なお、アメリカでは、新たに、拠出時に課税、運用時に非課税、引き出し時に非課税のいわゆるRoth401kの制度が導入されました。

アメリカと日本で大きく異なるのは、年間拠出

限度です。アメリカでは、給与から天引きされる自己拠出分は、五〇歳までは一万八五〇〇ドル、五〇歳以上は二万四五〇〇ドルが限度となっています。前者は約二〇〇万円、後者は約二七〇万円で、かなりまとまった金額です。また、企業からの追加拠出、いわゆるマッチング供出は、五五〇〇〇ドルが限度（ただし、年間給与額以下）となっています。

他方、日本では、企業が従業員のために掛け金を拠出し、原則としてその金額の範囲内で、従業員がマッチング拠出を行うことができることになっています。ここで、企業の拠出限度額は、企業年金制度がある場合は月二万七五〇〇円（年間で三三万円）、企業年金制度がない場合は月五万五〇〇〇円（年間で六六万円）となっています。

#### （米国IRA制度）

資料10ページで、アメリカのIRA制度の概要を整理しています。IRA制度とは、個人型の確定拠出年金制度のことで、退職後又は資産取り崩し時の資産の受け皿として利用することができます。

税制面では、拠出時に非課税、運用時に非課税、引き出し時に課税とされています。なお、アメリカでは、新たに、拠出時に課税、運用時に非課税、引き出し時に非課税のいわゆるRoth IRAの制度が導入されました。

年間拠出限度は、五〇歳までは五五〇〇ドル、五〇歳以上では六五〇〇ドルとなっています。仮に六〇歳で退職しても、毎年六五〇〇ドルずつ掛け続けることができるようになっていくわけですね。なお、七〇・五歳になりますと、引き出しをしなければならぬとされており、拠出できるの



も七〇・五歳までとなっています。いずれにせよ、かなり長く運用できる仕組みができていくこととなります。

### （日本のDC制度、NISA制度）

次に、日本のDC制度とNISA制度の概要を見ていきます。資料11ページをご覧ください。

日本の企業型DCの拠出限度額は、先ほど申し上げましたとおり、企業年金制度がない場合は、年間六六万円、ある場合は三三万円となっています。また、DCに拠出できるのは、原則として六〇歳までとされています。

最近、個人型DC、いわゆるiDeCoが注目されています。その拠出限度額は、自営業者は年間八一万六〇〇〇円、三号被保険者（専業主婦等）は年間二七万六〇〇〇円、二号被保険者は、企業年金制度がない場合は二七万六〇〇〇万円、ある

場合は一四万四〇〇〇円となっています。

日本のDC制度の拠出限度額は、先ほど申し上げた、アメリカの二〇〇万円ないし二七〇万円と比較しますと、ほとんど単位が違うくらいの差がございます。

この他、日本にはNISA制度があります。NISAには、従来型のNISAの他、ジュニアNISAやつみたてNISAがあります。残念なことに、NISA制度は時限立法に基づいて導入されたもので、資産形成のためのツールとしてはまだ課題があると思っています。

なお、日本の年金制度は三階建てとなっておりますので、三階部分に相当するDC制度だけに焦点を合わせて、国際比較を行うのはややフェアでないところがあるかもしれません。

(資産形成を促進する投資信託制度)

以上のような資産形成促進制度を担っているのは、長期・積立・分散投資の考え方です。長期・積立のために、勤労所得から自動積立を行う仕組みが採られています。また、分散のためには、分散投資型の商品がデフォルト商品となつています。この結果、投資資金は、必ず何らかの投資信託に流れることとなります

もう一つ、資産形成促進策として、税のメリットが用意されています。

二〇一六年九月に、金融庁が公表した資料によりますと、一九九五年から二〇一五年までの二〇年間、国内、先進国、新興国の株式と債券に六分の一ずつ投資した場合、累積リターンは七九・九%で、年率四%に達しました。他の時期を採った場合も、二〇年間にわたって積立・分散投資を行うことによつて、よいパフォーマンスが得られ

ました。このことは、資産形成を進める上で、長期・積立・分散投資が有効であることを示しています。

(日米投資信託の残高推移比較)

ここで、日米の投資信託残高の推移を比較してみます。資料13ページをご覧ください。

日本の公募投信残高は、一九八九年が五兆八千円、二〇一七年が一兆一兆円で、約一・九倍となっています。他方、アメリカでは、一九八九年が一兆ドル、二〇一七年が一兆九千九百九十九億ドルで、約一・九倍まで増加しました。結果的に、二〇一七年の公募投信残高には、日本とアメリカで圧倒的な差が生じることになりました。

このように大きな差が生じたのは、日本とアメリカで積立型の年金制度の利用度合いに大きな差があるためです。

アメリカで、個人が保有する投資信託は約八・五兆ドルですが、この他に、積立済年金資産が保有する投資信託があり、これが投資信託残高（一九兆ドル）の四七%を占めています。これらを合わせますと、個人金融資産の二五%は投資信託ででき上がっていることがわかります。

他方、日本では、二〇〇一年からDC制度がスタートしましたが、現状、DC残高は一一兆円程度に過ぎず、そこから投資信託に流れる資金も、投資信託残高の四%にとどまっています。

なお、日本でも、近年、つみたてNISAなど、長期・積立・分散投資を促進する制度が整備されてきておりますので、今後は、投資信託残高が伸びていくことが期待できると思っています。

#### （米国の投資信託残高推移）

資料6ページに戻って、改めてアメリカの投資

信託残高の推移に着目します。

アメリカでIRAが始まったのが一九七四年、四〇一kが始まったのが一九八一年です。また、四〇一kにおいて、自動加入（オプトアウト）が制度化されたのが二〇〇六年です。アメリカの投資信託残高は、一九八五年の五〇〇〇億ドルから、二〇一六年には一九兆ドルに達しています。その過程をよく見ますと、IRAと四〇一kが始まってから、約二〇年経った当たりから急速に効果が出てきていることが読み取れます。

一九七〇年代、八〇年代にIRAや四〇一kに加入し、二〇年ぐらい経って結果が出てきたことで、人々の制度への理解が深まり、制度の普及に弾みがついたことがわかります。アメリカにおいて、現在の投資信託の世帯普及率は四〇%台に上っています。四〇一kによって初めて投資信託を買った人が、投資信託保有者の八割を占めてい

ると言われています。このことから、この制度が、人々を投資信託に導く上で大きな役割を果たしたことが窺えます。

これらの制度の普及に伴い、アメリカにおいては、相場が下がっても上がっても、幅広い投資家から潤沢な成長マネーが資本市場に継続的に供給されことになりました。この結果、企業にダイナミズムが生まれ、経済の新たな成長につながって、企業の成長と個人金融資産の成長の間でウィン・ウインの関係ができあがることになりました。

二〇一六年のアメリカの個人金融資産残高は、一九八五年との比較で六・九倍になりました。また、投資信託残高は、三八倍にもなっています。これは、長期・積立・分散投資と税のメリットの効果が大いに発揮された結果であると考えられます。重要なのは、この過程で、アメリカの証券の

大衆化が進んだことです。アメリカにおいて、株価が上がると個人消費が増えると言われますが、このことはこうした証券の大衆化と密接に関連していると考えられています。

なお、日本で投資信託協会が個人を対象にアンケートをとったところ、投資信託に投資したことがないという人が約七五%に上りました。アメリカで、投資信託の世帯普及率が四〇%台半ばに達していることと比べ、非常に大きな差があるのが実情です。

### 三、オーストラリアの状況

(オーストラリアの個人金融資産推移)

次に、オーストラリアの個人金融資産の推移を見てみます。資料14ページをご覧ください。

左の縦軸は、兆豪ドル単位で個人金融資産の残

高を示しています。三つの部分のうち、一番下が預金、その上が積立済年金資産、そして、その他の金融資産を加えて、一番上の折れ線が個人金融資産全体の推移を表しています。右の縦軸は、個人金融資産に占める積立済年金資産と預金の割合を示しています。実線が積立済年金資産、点線が預金です。

一九八八年から二〇一七年までの二九年間で、個人金融資産は一〇・四倍となり、すさまじい伸びを示しています。この間、GDPも五・二倍となり、高い伸びを示していますが、個人金融資産はそれをはるかに超えて伸びています。特に、積立済年金資産は、一九八八年に一三〇〇億豪ドルであったのが、二〇一七年には三・五兆豪ドルとなり、約一九倍まで増加しました。これは、先ほど申し上げた長期・積立・分散投資の成果と云え、急激な個人金融資産の拡大に大きく効いたと

いうことができます。

#### (オーストラリアの運用商品残高)

資料15ページで、オーストラリアの運用商品残高を見ますと、二〇一六年では二・七兆豪ドルとなっています。この内、九五%がスーパーアニュエーションからとされています。

#### (スーパーアニュエーション制度)

スーパーアニュエーションは、一九九二年にスタートしました。その後、わずかな期間で、ここまで運用商品残高が積み上がっていることは驚異的なことと言わざるをえません。

資料16ページにスーパーアニュエーションの制度の概要を整理しています。これは、企業型の確定拠出年金制度で、義務加入とされています。

デフォルト商品として、二〇一三年にMY

Super が導入されました。その後、運用資産残高はさらに大きく伸びています。

税制面では、拠出時に優遇、運用時に優遇、引き出し時に原則非課税とされており、税のメリットは非常に大きくなっています。

事業主が拠出義務を負っており、現在の年間拠出額は給与の九・五%とされています。これを、事業主が選んだ範囲で、主として投資信託に投資するという仕組みになっています。年間拠出額は、一九九二年の制度発足時は三%となっていました。その後順次引き上げられてきており、二〇二五年以降、一二%への引き上げが法定されています。

自己による追加拠出も、生涯で五〇万豪ドルまで行えることとされています。自分で貯めようとするのであれば、どんどん貯められる仕組みができていくということです。

(My Super)

My Super は、当局が認定したデフォルト商品で、ファンドが一一本あります。My Super は、スタートして間がないのですが、今や、二・五三兆豪ドルのスーパーアニュエーション残高の二四%を占めるまでになっています。

この内訳は、資料17ページのグラフのとおり、オーストラリアの上場株式が二二%、海外株式が二七%、オーストラリアの債券が一二%などとなっています。オーストラリアの株式以外のものが相当多いことがわかります。

資産の内訳は、スーパーアニュエーション全体を見ても、My Super とほぼ同様です。考えてみますと、オーストラリアの株式市場の時価総額は一・四二五兆豪ドル、一二〇兆円ぐらいです。スーパーアニュエーションの残高の二二%は約五六〇〇億豪ドルですので、現状でも、株式時価総

額の約四〇%をスーパーアニュエーションが持つていることになりました。

その意味で、これ以上、スーパーアニュエーションの資金が自国内株式市場に流れ込むと大変なことになるだろうと想像されます。オーストラリアの株式市場以外にも、スーパーアニュエーションの資金が流れており、グローバル投資が進む結果となっています。スーパーアニュエーションの加入者が、グローバル投資を通じて世界の成長の成果を享受していることとなります。

オーストラリアでは、一九九一年以降、二六年間にわたってリセツションがありません。これは、スーパーアニュエーションで積み立てられた成長マネーが国内及び海外に流れ、国内経済の成長に好影響を及ぼすとともに、海外からの利益を享受できたためと考えられます。

スーパーアニュエーションの残高は、長期・積

立・分散投資に税のメリットが加わって、大幅に伸びており、制度導入後の約二五年間で、二・五兆豪ドル、二二〇兆円となりました。今や、オーストラリアのGDPを超える水準に達しています。

#### 四、経済成長への貢献

##### (1) 主要データの国際比較

##### (二人当たり個人金融資産推移)

資料18ページのグラフは、アメリカ、オーストラリア、日本の一人当たり個人金融資産(米ドル換算)の推移を表しています。

このグラフから、個人の資産形成を促進しながら、産業・企業に資金を流す形で、成長資金を循環させることができた国と、そうではなかった国の差が生じていることが読み取れます。長期・積

立・分散投資への取り組みの差がここに表われているわけです。オーストラリアの一人当たり個人金融資産は、長らくアメリカや日本を下回っていましたが、二〇〇〇年代の初頭から急速に伸び、今や日本を抜き去った状況になっています。

(投資信託残高対名目GDP推移)

資料19ページのグラフは、アメリカ、オーストラリア、日本の投資信託残高の名目GDPに対する比率の推移を表しています。

アメリカの投資信託の伸びに関し、「GDPが成長し、株価が上がって、投資信託残高の増加につながった」と考える人が多いのではないかと思えます。しかし、アメリカやオーストラリアで、GDPに対する投資信託残高の比率が趨勢的に上昇していることを見ますと、投資信託に資金が流入し、成長マネーが潤沢に供給されたことが、こ

れらの国の経済成長に大きな効果を及ぼしたと言うことができるように思います。

(一人当たり名目GDP)

資料20ページは、各国の一人当たり名目GDPを比較したものです。これによりますと、二〇一六年の日本の一人当たり名目GDPは、二二位まで下がってきています。

この表から、金融資産に占める投資信託の比率が高いか、あるいは、金融業をなりわいにしていく国の多くが、この表の上位に位置していることが見てとれると思います。

(一人当たり名目GDP推移)

資料21ページのグラフは、アメリカ、オーストラリア、日本の一人当たり名目GDPの推移を表したものです。



このグラフから、アメリカとオーストラリアでは、一人当たり名目GDPは右肩上がりです。日本ではここ二〇年ほど、一人当たりGDPは横ばいで推移している状況です。

(労働生産性推移)

資料22ページのグラフは、アメリカ、オーストラリア、日本の労働生産性の推移を表しています。左軸が一人当たり労働生産性、右軸が時間当たり労働生産性です。

このグラフから、アメリカ、オーストラリアと日本の間で、労働生産性の差は、縮まるというように取り組んでいけば、日本が再興できるのかについてこの後で考えていきたいと思います。

(2) 潜在成長率

(潜在成長率の分解)

成長力の実力を見るため、潜在成長率に着目します。潜在成長率は、労働投入、資本投入と、全要素生産性のかけ算によって表されます。

この内、労働投入は、当面、女性と高齢者の労働参加率の上昇によって、増加することが見込まれますが、総人口が減少する中で、中期的に労働投入が減少に向かうことは避けられません。このため、資本投入と全要素生産性を引き上げないと、日本の潜在成長率を引き上げることは不可能です。

(日本の潜在成長率推移)

資料24ページのグラフは、日本の潜在成長率の推移を表しています。一九八〇年代においては、潜在成長率は四%前後ありましたが、その後、趨

勢的に下落傾向をたどり、二〇〇九年、一〇年にはついにマイナスになりました。二〇一一年以降、プラスを取り戻し、現在は〇・八%前後で推移しています。

潜在成長率の構成要素を見ますと、労働時間は、長くマイナスの寄与が続いています。就業者数も、一九九〇年代後半から二〇〇〇年代初頭にかけて、マイナスの寄与となっていました。二〇一二年以降、就業者数の寄与はプラスとなっておりますが、労働時間の寄与は引き続きマイナスとなっております。

TFPは、根雪のように、潜在成長率にプラスの寄与をしています。

資本ストックの寄与は、その時々で大きく変化していますが、これがプラスになっている時は、潜在成長率はそれなりに伸びている一方、マイナスになっている時は、潜在成長率は低下している

状況です。

(資本ストックの整備のための資金供給)

資本ストックとは、企業が保有する設備を指しています。こうした設備の整備のために誰が資金を出すのか、資金が供給されるような環境をどのように整備するのが課題になります。アメリカやオーストラリアの例を見ますと、投資信託が大きな資金供給源になり、企業がその資金を利用して設備投資を行うことによって、経済の成長が実現しているという姿が見えてきます。

少子高齢化が進行し、人口の減少が進む人口オオナスの時代においても、就業者数の減少のマイナス効果を乗り越えることができるような資本の供給があれば、潜在成長率の低下を抑えることが可能になります。幸い、日本には、潜在的な可能性が残されています。個人金融資産の五一%は

預貯金に眠っています。株式・出資金・投資信託の割合は、アメリカでは四七%に上りますが、日本では一六%にとどまっています。逆に申しますと、日本では、これらの金融資産が増える余地がかなり残されている状況です。

これを可能とするための環境を如何に作るかが重要な課題になります。つみたてNISAやEiCOなどの資産形成促進策を活用して、これまでも増して多くの成長資金が、産業・企業に供給されるようにしていかなければなりません。残念ながら、日本では、制度はできて、なかなか資金の蓄積が進まず、加えて、預金や保険での運用が多いため、十分な分散投資が行われていないのが実情です。

### (3) 日本人の年齢別平均余命

このようなことを見ますと、人々の意識を変え

ることが重要ではないかと思われれます。

資料25ページのグラフは、日本人の年齢別平均余命を表しています。二〇一六年では、六五歳の男性は、八四・五歳まであと一九・五五年、七五歳の男性は、八七歳まであと一二年生きられることになっていきます。また、六五歳の女性は九〇歳近くまで、七五歳の女性は九一歳ぐらいまで生きられることになっていきます。

一九八五年と二〇一六年を比較しますと、この三〇年間で、平均余命は四〇五年延びています。今後、二〇年経ちますと、平均余命はさらに三、四年は伸びることになるでしょう。

このような中、公的年金の将来はともかく、誰もが、自助努力で老後のための資産を増やしていかなければなりません。積み立ては、そのような観点から、大きな効果を発揮するものであると言えます。

年代別の金融資産残高の分布を見ますと、七〇歳代が二八%、六〇歳代が三三%、五〇歳代が二〇%で、これらを足し合わせますと、五〇歳代以上で、総個人金融資産の八一%を占めています。今や、人生一〇〇年時代と言われるようになりました。八〇歳の人でも、この先二〇ほど生きるようになります。その時、手持ちの資産が枯渇するようなこととなりますと大変です。

近年、健康寿命を延ばすことに関心が向けられるようになってきましたが、同じように、資産の寿命をできるだけ延ばすことも、今後の大きな課題になります。若い人だけでなく、退職世代の人も含めて、自分のお金をどのようにして増やしていくかを考えなければなりません。この時、税のサポートを活用しつつ、長期・積立・分散投資を行うことが、安定的なリターンを得る上で効果的であると言えます。

#### (4) 成長戦略のために

諸外国の例を見ますと、資産形成促進制度の効果が花を開くまでに、二〇年程度はかかっています。この間、日本の潜在成長率が少しでも高まっていくことが期待されます。

資料26ページに、金融庁の「平成二九事務年度金融行政方針」に掲載された「金融と経済の好循環のイメージ」を載せています。家計が長期・積立・分散投資を行った資金が、資本市場を通じて企業に流れ、企業の収益向上の果実が配当や賃金として家計に還元されます。ここでは、こうした流れの各段階において、適切な措置を講じることを通じて、金融と経済の好循環を実現するイメージが描かれています。

私の話は以上でございます。御清聴どうもありがとうございます。(拍手)

**大前常務理事** どうもありがとうございます。

時間を残していただきましたので、御質問等があればぜひお出しただきたいと思えます。お手をお挙げいただきましたら、マイクをお回しいたします。どうぞよろしく願います。

それでは、つなぎで一つ質問させていただきます。よろしいでしょうか。今のお話とは直接関係がなく申しわけないのですが、投資信託協会の事業の中で、投資者保護のための取り組みの一環として、例えば昨年、投資信託の信認のための行動憲章をまとめられたり、あるいは会員会社の顧客本位の業務運営の取り組み状況を取りまとめて公表されたりしていると伺っています。

投資信託に対して投資家の信認を得るためのこうした協会としてのお取り組みについて、少しお話を聞かせていただけないでしょうか。

**岩崎** 投資信託における顧客本位の業務運営につ

いて申し上げますと、運用会社は、元来、受託者責任を負っています。このため、フィデューシャリー・デューティーの考え方は、運用会社にとって非常になじみやすいものであると言えます。もし、この点が顧客等に対してきちんと伝わっていないようであれば、運用会社の側で、従来にも増して積極的な取り組みが必要になると考えています。

例えば、現在、多くの運用会社が、議決権行使の内容の開示を進めています。この点に関しては、これまで運用会社が相当丁寧に取り組んできたことを、各企業の方々は知っておられるはずです。にもかかわらず、いざ運用会社が個別開示を開始しますと、マスコミ的な乗りで新聞等にいろいろなことを書かれるのは非常に不本意なことと思っています。従来も、決してよいかげんなことをやってきたわけではないのですが、そのこと

がきちんと伝わっていないことが背景にあると受け止めています。

このようなことも踏まえ、今後、各運用会社のホームページにおいて、顧客本位の業務運営への取り組み状況などについて、よりわかりやすく見やすい形で情報提供していかなければなりません。こうした取り組みを通じて、運用業界への投資家の信頼を高める努力を進めていきたいと考えています。

**大前常務理事** 他に何かございませんでしょうか。

**質問者** オーストラリアのお話を伺って大変感銘を受けたのですが、アメリカは、これ以上のことをもっと前から四〇一kでやってきました。また、最近、イギリスは、全企業を対象に、原則として全ての従業員が加入する企業年金制度を導入しました。オーストラリアは、これらの国からよ

いところを取ってきて、すばらしい制度を作り上げたように思います。逆に、日本は、これらの国のよいところを全く学んでいないように思います。

日本でも、こうした諸外国のすぐれた面を取り込んで、制度の改善を図っていかなければなりません。ここで、誰がそのような働きかけを行うかが問題になってきます。私は、投資信託協会がそうした役割を果たされることが必要ではないかと思うのですが、会長はどのようにお考えになりますか。

**岩崎** 考え方としては、おっしゃるとおりだと思います。胸をたたいて任せてくれとは言えないことが多いのですが、誰かが進めようとしないうり変化を起こすことはできません。なお、何かをしようとはしますと、どうしても税が関係してきますので、税制面で厚い壁があることは否定できません

ん。今日のような講演会などを通じて、私どもの考え方を丁寧にご説明することにより、広く皆さんの御理解、御支援をお願いできればと考えています。

私は、六年ほど前にオーストラリアに行った際、スーパーアニュエーションの導入に携わった方の一人に会って、なぜこのような制度を導入することになったのかを尋ねました。その際、オーストラリアには、年金はいわゆる一階建て部分しがなく、将来、高齢化が進む中で、それ以外の年金がないことは非常に恐ろしいことであると考えたことが、スーパーアニュエーションを導入する契機になったと伺いました。

このように、オーストラリアにしても、アメリカにしても、貧弱な年金制度を出発点にして、先程申し上げてきたような仕組みが構築され、それが、今の経済にフィットし、経済の活性化に寄

与するという流れになっています。

逆に、日本は、健康保険もそうですし、年金もそうですが、既にすばらしい制度を持っています。このため、日本では、アメリカやオーストラリアのように、私的年金を抜本的に拡充する方向には進みませんでした。加えて、日本では、このような制度を導入する場合も、税制面の公平性の問題があり、十分な税のメリットを付与することができませんでした。

言い換えますと、日本でも、人口ボーナスの時にできた制度を、人口オーナスの時代に合った制度に作り変えていかなければならないのですが、いざその方向に進もうとしますと、過去に作った制度を大きく改変することになり、非常に大きな困難に直面することになってしまいます。

しかし、御指摘いただいたことは全くそのとおりですので、私どもとしても、いろいろなところ

で発信し、また、積極的な働きかけをしていききたいと考えています。

**質問者** 考えてみますと、日本にも、昔は私的年金がありました。六〇歳から七〇歳まで毎年一〇〇万円ずつ積み立てますと、七〇歳から死ぬまで一〇〇万円ずつの給付が受けられる、簡易保険の私的年金があったのです。資金を全て国債で運用していたから、そのようなことができたわけですが、このような商品がなくなつた後、それに代るものができていないのが、日本の現状ではないかと思えます。この点がもう少しなんとかならないかと思っています。

なお、私は、税に問題があるとは考えていません。税は、いつ支払うかの問題があるだけで、もし保険料を給与から天引きする時に免税にするのであれば、年金を支給する時に税をかければよいわけですから。

**岩崎** 日本の確定拠出年金においては、拠出時に非課税、運用時に非課税で、支給時に課税とされていますが、実際は、大幅な控除が認められており、実質的に非課税と同様になっています。つまり、いずれの段階でも、税がかからない仕組みになっています。このため、仮に確定拠出年金の拠出限度額を引き上げようとしても、所得税の課税ベースが狭くなるなどの問題が指摘されることになります。

また、アメリカのIRAのように、退職時にロールオーバーができるような制度ができるかと申しますと、そうした制度を導入した場合、長期間にわたって税が取れないままになってしまうという問題が指摘されることになります。

したがって、まずは、人生一〇〇年時代を生きる高齢者は、どのように資産形成を進めていけばよいのかといった、大所高所の議論をしてい



く必要があると考えています。

**大前常務理事** その他に御質問はおありでしょうか。

それでは、この後の質問はないようでございますので、この辺りで今日の「資本市場を考える会」をお開きとさせていただきますと思います。

岩崎様、改めましてどうもありがとうございます。  
（拍手）

（いわさき としひろ・一般社団法人投資信託協会会長）

（本稿は、平成三〇年三月六日に開催した講演会での講演の要旨を整理したものであり、文責は当研究所にある。）

わが国の投資信託ビジネスの課題と将来

岩 崎 俊 博 氏

略 歴

年 月	
1981 3	慶応義塾大学商学部 卒業
1981 4	野村証券株式会社（現野村ホールディングス株式会社） 入社
2004 4	同社 執行役 フィナンシャル・マネジメント本部担当
2006 4	同社 執行役 投資サービス本部担当
2008 4	野村信託銀行株式会社 執行役社長
2011 4	野村アセットマネジメント株式会社 執行役副社長
2011 6	野村アセットマネジメント株式会社 CEO 兼執行役会長 野村ホールディングス株式会社 執行役 アセットマネジメント部門 CEO
2014 4	野村ホールディングス株式会社 中国委員会主席 野村証券株式会社 代表執行役副社長 株式会社野村資本市場研究所 取締役社長
2017 6/30	一般社団法人 投資信託協会 会長〔現任〕