

超高齢社会における「資産活用」の重要性

野 尻 哲 史

御紹介にあずかりました合同会社フィンウエル研究所の野尻です。どうぞよろしくお願いいたします。

今日のテーマは「超高齢社会における『資産活用』の重要性」です。皆さん御承知のとおり、今の税制改正大綱の中には非常に大きなNISAの改正が盛り込まれ、世間的には、「貯蓄から投資へ」とか「資産形成」とか、とても大きな盛り上がりを見せています。しかし、世の中全体がそう思っているがゆえに、若干はすでに構えた部分もありまして、資産形成だけでいいのだろうか、そ

んな課題を感じています。それを「資産活用」という言葉で表現し、特に今の超高齢社会においてその重要性が高まっているというお話をしたいと思います。

まずは自己紹介です。現役のころは、フィデリティ退職・投資教育研究所ですと投資教育に携わり、資産形成にメインのターゲットを置いてやっていました。しかし一〇年ほど前から、本当にそれだけで金融ビジネスは大丈夫なのだろうか、つまり、日本の金融ビジネスは、でき上がった資産を取り崩す世界について、ちゃんとメッ

セージを伝えられているのだろうか、そういう気持ちだんだん大きくなってきたわけです。

そこで、定年を迎えて退職したことを機に、次はこれを中心にした啓発活動をしようということ、フィナンシャル・ウェルネスの頭をとってフィンウエル研究所を設立し、退職後の方々へ、お金とどう向き合ったらいいかメッセージを伝える、これが私の今やっている活動の一番大きなポイントです。

一、はじめに

最初に申し上げたように、NISAが大きく変わり、導入された当初に考えていた望むべき形にかなり近づいたという評価をしています。ただ一方で、若干欠けている目線もあるのが気になると思います。その理由を先にグラフでお示したいと思います。

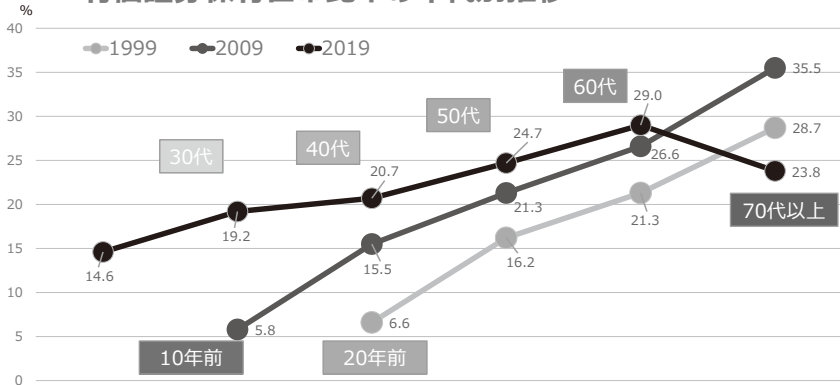
と思います（図表1）。

これは、全国家計構造調査（直近は二〇一九年）から、一〇年前の二〇〇九年と二〇年前の一九九九年、それぞれの有価証券保有世帯比率を計算し、一〇年前、二〇年前と少しずつずらして並べています。例えば四〇代を見ていただくと、二〇年前の二〇代のときには六・六%、一〇年後の二〇〇九年は一五・五%、直近の二〇一九年は二〇・七%ということ、有価証券保有世帯が着々と増えています。五〇代も六〇代も同様ですが、残念ながら今の七〇代以上だけが、この一〇年で三五・五%から二三・八%へと一〇ポイント以上下がっています。

これは有価証券の保有比率ではなく、有価証券を持っている世帯の比率ですので、七〇代以上の世代では、一〇ポイント以上が有価証券をゼロにしたことを意味します。団塊の世代と言われる人

図表 1 団塊世代の「投資から貯蓄へ」

有価証券保有世帯比率の年代別推移



(注) 全国家計構造調査(旧全国消費実態調査)、2019年版、2009年版、1999年版、2人以上の世帯の金融資産データを使ってフィンウェル研究所が作成

たちが、この一〇年ほどの間に投資から完全撤退したわけでは、もちろん売却する必要もありませんが、一〇年前、二〇年前のデータを見ても、七〇代以上が六〇代より下がっていることはあります。なので、非常に大きな変化をもたらしていることがこのグラフからわかります。

しかし、これを大変なことだと思っ方はあまり多くありません。そこでもう一つ、個人金融資産がどこに偏っているか、年代別に御覧いただきたいと思いますが、こちらが全国家計構造調査から分析したものです。

よく「高齢者が金融資産の三分の二を保有している」と言われるとおり、六〇歳以上が六三・五％です。では、三九歳以下はどれぐらいなのか。ここはあまり調べたことがなかったのですが、調べてみると、わずか六・二％、六〇歳以上の一〇分の一です。さらに、六〇歳以上の資

図表2 投信保有、老若格差20倍

年代別個人金融資産の分布

(単位：％、億円)

	全体	39歳以下	40－59歳	60歳以上	個人金融資産 (2019年、億円)	
金融資産残高 (貯蓄現在高)	100.0%	6.2%	30.3%	63.5%	16,389,093	100.0%
	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%		
預貯金	63.6%	71.1%	59.0%	65.1%	9,797,096	59.8%
生命保険など	19.0%	14.9%	23.0%	17.5%	3,736,598	22.8%
有価証券	16.0%	11.2%	15.0%	16.9%	2,855,399	17.4%
(うち株式)	8.4%	7.5%	8.7%	8.3%	1,897,943	11.6%
(うち投資信託)	5.0%	2.8%	4.2%	5.7%	706,407	4.3%

(注) 年代別世帯保有平均値を世帯数で掛けて総額を計算。個人金融資産にはこの他に年金準備金がある。これを含めた個人金融資産総額は18,468,982千円

〔出所〕 全国家計構造調査（2019年調査）並びに日銀資金循環表をもとにフィンウェル研究所作成

産の中に占める投資信託の構成比は五・七％、三九歳以下は二・八％で半分ですから、投資信託という金融商品だけを見ても、三九歳以下が一のロットだとすると、六〇歳以上の保有額はその二〇倍ということになります。

先ほど見ていただいたようにこの世代が完全に売却に動く、つまり、若い人たちに資産形成を一生懸命呼びかけ、三九歳以下のところが一上げて、も、二〇倍の力で高齢者が売却してしまったら、とてもではないけれども個人金融資産の有価証券比率が上がっていくのは難しい。だからこそ、高齢者の持っている有価証券をいかにして売らせないか。売らせないというのは表現が少しきついかもしれませんが、いかに有価証券投資を継続していつてもらうか。これが日本にとって非常に大事なことであり、今日伝えたい一番大きなメッセージです。

その中で、私は「資産活用」という言葉をいろんなところで使わせていただいています。「資産形成」は、資産をつくり上げていく、登山で言えば山登り（現役時代）。それに対して「資産活用」は、山下り（退職後の時代）です。もう一つ「資産運用」という言葉もよく使いますが、資産形成や資産活用が目的であるとすれば、資産運用は手段であり、両側でワークするものだと思います。もちろん、資産活用はある程度まで来ると運用からの撤退ということもあるでしょうが、全体としては、資産運用は生涯を通じてカバーできる、このように想定しています。

二、貯蓄から投資でいいのか？

まず、超々高齢社会の課題ということですが、実は、国連における高齢社会の定義は「超高齢社

会」（高齢化率二一％超）までで、「超々高齢社会」という定義はありません。日本の高齢化率は二八％を超え、もう一つの次の世界に入っているのが実態ですが、それをあらわす言葉がまだないため、とりあえず「超々高齢社会」と呼ぶことにします。

我々にとって最も大きな課題は、高齢化と人口減です。これに対して金融ビジネスはどんなソリューションを提供できるのか、ここにもう一度立ち戻る必要があるのではないかと思います。

その中で登場したのが資産所得倍増プランです。

「新しい資本主義のグランドデザイン及び実行計画」で議論されているのが「貯蓄から投資のための『資産所得倍増プラン』」です。残念ながら依然として、我が国の個人金融資産二〇〇兆円のうち、その半分以上が預金・現金で保有されて

いる、ここが課題となっています。「残念ながら」という枕言葉をつけている理由については後ほど細かく言及するとして、果たしてこれは、今回のNISAの制度・非課税期間の恒久化でカバーできているのだろうか、この点も考える必要があると思います。

そもそもこういった議論が出てきた最大の要素は、個人金融資産の伸び悩みです。金融庁がいろんなセミナーでよく使っている日米英の個人金融資産の伸びを示したグラフを使って、日本は運用リターンによる個人金融資産の増加が少ないという御指摘をいただくことがあります、もう一つ忘れてはならないことがあります。

この二〇年でアメリカの個人金融資産は三・四倍に増えていますが、そのうち運用リターンによるものは二・六倍です。この三・四倍と二・六倍の差は何を意味しているかというと、個人金融資

産の中に毎年流入してくる金額の大きさと理解することができません。アメリカの場合、〇・八倍分、要は、二〇〇〇年の個人金融資産のうちの八〇％相当が、この二〇年で所得から資産に流れ込んできたことを示しています。イギリスは七〇％です。しかし、日本はずか二〇％しか所得等から資産に流れ込んでいません。リタンの問題もさることながら、流れ込んでくるお金も小さいことを理解しておく必要があるのではないかと思います。

したがって、本当に「貯蓄から投資へ」というワーディングでいいのか、もう一度見直してみ必要があると思います。

「貯蓄から投資へ」という議論で必ず出てくるのが、日米の個人金融資産の構成比（バイチャート）です。日本は現金・預金、アメリカは有価証券が過半を占めているので、「貯蓄から投資」が

必要なのだとよく言われるわけですが、先ほど見ていただいたように個人金融資産の三分の二は高齢者が持っているため、これを貯蓄から投資へ動かそうとすると、高齢者に「預金をおろして有価証券を買いなさい」というメッセージを送っているのと同義になります。しかし、これは本当に正しいのでしょうか。

本来的には、収入から銀行預金に流れるのではなく収入から投資に回るような、これを「資産形成」と呼びますが、パイチャートからフローチャートの目線に変えて議論していくことが大事ではないかと思っています。

日米英の個人金融資産の構成比を並べて見てみると、日本は有価証券の比率が少なくよく言われますが、もっと低いのがイギリスです。

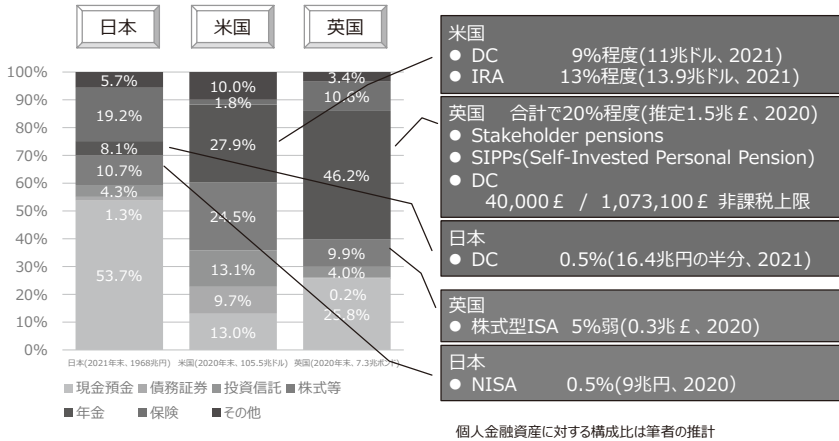
日本とアメリカを比較した場合、常に起きているのが「日本は有価証券比率が低い」という議論です

が、イギリスと比較すると、「日本は年金が少ない」という議論になります。年金というと公的年金のことばかり考えがちですが、ここで言う年金は、個人で運用できるようなものを対象にお考えください。

日本は個人金融資産が一・四倍しか増えていない中で、日本よりも有価証券の比率が低いイギリスが二・三倍になっているのは、イギリスの個人金融資産の中核が年金で、それが一番大きく伸びているからです。

ここからわかるのは、投資信託や株式の構成比を上げることが重要なわけではない、口座の名称はあまり関係ないということです。一番わかりやすい例がDC（確定拠出年金）で、イギリスではこれが年金口座の中にかなり含まれています（図表3）。DCは、いわゆる有価証券口座ではなく年金口座ですが、中は自分で運用できるように

図表3 Self-Invested年金



なっています。そう考えると、個人金融資産の中身の分類は大した意味を持っていない。それよりも大事なことは、その口座の中で、自分で運用ができるようになっていくかどうかだと思います。こゝでは「Self-Invested 年金」と書いていますが、自分でディレクションできるような年金、もしくは年金に近いもの、この構成比が重要なわけでは。

その裏側にあるのが、先ほど申し上げた収入から投資に回るような「資産形成」です。例えばDCであれば、給料から天引きされて自動的に流れていく、このパーツがきれいにつくり込まれているというところが大事なメッセージではないかと思っています。

これは私の推計ですが、イギリスでは、この類いのものが二〇%程度（一・五兆ポンド）あり、四六・二%の約半分がSelf-Invested 年の年金口

座です。これらは表向き年金口座ですが、実際は有価証券口座＋年金口座で、こういったものを足すと、イギリスには有価証券投資ができる口座が四割近くあるということになります。これはやはり、収入から投資に流れ込んでいくところがしっかりできていくというのが大きな要素ではないかと思います。

日本でも、資産形成に向けて動き始めているのは御承知のとおりです。NISAの口座数と残高の推移を見ていただくと、最近、つみたてNISAの部分が 증가していることがわかります。

確定拠出年金も、DCが入ってきたことで積み増しのパターンが変わってきています。

こうした資産形成の流れの中で、気になる動きがあります。

このグラフは、家計調査のデータを使って若年層（三四歳以下と三五―三九歳）の有価証券購入

額と売却額を分析したものです（図表4）。御承知のとおり家計調査は毎月のデータのため、一二カ月の移動平均をとってグラフ化しています。したがって、でこばこの意味合いが毎月の数字より若干ずれて表に出てくる感触はありますが、二〇一八年ぐらいから若年層の有価証券購入額が増えていることが見てとれます。これはほぼ、つみたてNISAの力によるものだと思います。

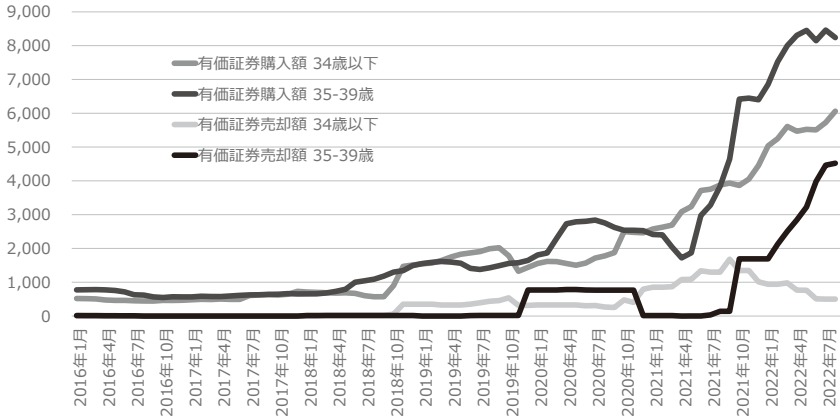
しかし、その一年後ぐらいから売却額も増えてきているのが若干気になります。買いが増えれば売りも増えるのは当然だと言われるかもしれませんが、果たしてそれだけなのか。二年ほど前にこのデータを見つけたときは衝撃的で、これは一体どういうことなのか、いろんな方と議論しました。

一つは、つみたてNISAの二〇年という非課税期間が関係していると思います。二〇一八年の

図表4 40歳未満で売りも急増している

家計調査にみる34歳以下層、35-39歳層の有価証券購入額、売却額の推移

(単位：円)



〔出所〕 家計調査、2人以上の勤労者世帯の有価証券購入額、売却額のデータを12ヵ月移動平均にしてフィンウェル研究所作成

枠、二〇一九年の枠、二〇二〇年の枠、二〇二一年の枠、こういう枠を考えて、二〇年間、投資した金額をキープしておきましょうという発想だったと思います。つまり、制度をつくった側のロジックとしては、二〇一八年に毎月積み立てたものを二〇一八年枠として樽に入れ、蔵にしまい、鍵をかけて二〇年間熟成させましょう、こういうメッセージを送り出してきたわけです。

しかし、二〇一八年の枠は、二〇一九年、二〇二〇年になると、「ちょっと儲かっている。だったら一回売ろうかな。どうせまた今年も新しい枠があるし、来年だってある」、こんなふうに考えるようになる。一回蔵に入れたはずでも、鍵を持つているのは自分ですから、鍵をあけては売りにいくということが進んできたのではないか。言い方をかえると、二〇年という非課税期間をつくったがゆえの何年枠という枠の感性、これがマ

インドセットの中に大分すり込まれてしまったのではないかと思います。

したがって、何とかしてこの枠を取り消そう。

そのために必要なのは非課税期間の撤廃だ。制度の恒久化よりも非課税期間を撤廃しないと、若い人たちが投資をしてもすぐに売ってしまう。本来は、何年枠という小さい枠ではなく、一生涯という大きな樽の中に毎月毎月お金を入れていくという発想で資産形成をしていただく必要がある。一年ほど前からこのように思っていましたので、今回NISAが大幅に変わって非課税期間がなくなったのは、若い人たちのインドセットを変える非常に大きなチャンスだと思います。そして、枠がなくなったという点がとても大事なメッセージとして若い人たちに伝わっていくかどうか、ここが鍵になるのではないかと思います。

先ほど資産形成（山登り）と資産活用（山下

り）の話をしましたが、そこに今年の税制改正大綱のポイントを当てはめ、イギリスのISAと日本のNISAを比較してみたいと思います。ここでは、NISAが若い人たちに非常にいい形でつくられた一方で、資産活用層にはまだちょっと優しくないのではないか、これがもう一つの大きなメッセージになると思います。

繰り返しになりますが、今回のNISAの改正は、このままいけば非常にすばらしい改正となるはずです。二〇一四年にNISAが導入されたとき、私は、イギリスと比較して随分研究もしましたし、視察にも行きました。証券業協会の方とも御一緒させていただき、現地でも分析を行いました。そのときに感じたNISAのあるべき姿になり近づきました。例えば年間上限枠は、今度は日本のほうが大きくなりましたので、非常に満足できるものになったのではないかと思います。

若干気にかかっているのは、資産活用の側にまだまだ配慮が足りていないということです。

細かいことはまた後ほどお話ししますが、大枠でいきますと、イギリスのISAにはスイッチングが自由にできるという特徴があります。

取り崩しのときに金融商品をスイッチングできるといえるのは非常に大事な機能ですから、ここが抜けていると大変厄介です。イギリスでは、ISAはそれ以前からの非課税投資口座も合わせると長い歴史を持ち、口座保有者の高齢化が進んでいます。そのため、高齢者へも配慮が欠かせません。例えばポートフォリオの保守化を進めようとしたときに、それまでイギリスのISAには貯蓄型と株式型の二つがあり、当初は貯蓄型から株式型への資金移動は認めていたのですが、株式型から貯蓄型への移動は認めていませんでした。なぜなら、有価証券投資を進めるためです。しかし途

中から、口座保有者が高齢になってきたので、有価証券投資から貯蓄型に資金が流せるようにしよう、要は、ポートフォリオの保守化を進めるときに、そういうニーズをカバーできるように制度に変えていくということをやったわけです。

残念ながら、日本のNISAはまだスイッチングができないので、一八〇〇万円という投資総額の中でどうやってポートフォリオを保守化するかというと、結局、今の段階では、老後資産のうち保守化するものはこの枠の外側につくるしかない、こういう形になりかねません。有価証券しか持てない口座、しかも、その有価証券も保守的なものに切りかえるチャンスがないというのは非常に残念な部分だと思っています。

また、イギリスでは二〇一〇年代半ばに相続ISAというものを導入しました。これは、先に亡くなった配偶者の持っていたISAの口座残高と

同じ金額を、残された配偶者の翌年の年間拠出上限枠に上乗せする制度です。一般的に言えば男性のほうが早く亡くなりますので、夫がISAで例えば一〇万ポンドの資産を持って亡くなったら、翌年一年間のみ、妻には、通常の年間上限枠二万ポンドに夫の一〇万ポンド分を上乗せした一二万ポンドが非課税投資額として認められる、こういう制度設計です。

日本もそうですが、相続税法との調整は大変難しいために、制度設計ができないことがよくあります。しかし、これは上手につくられていて、相続税には全くさわず、枠を増やしただけの話です。このように、資産活用世代に対してもう少し優しい制度があってもいいのではないかというのが、今度改正されるNISAに対する私の視点です。

三、資産形成だけでは足りない、 資産活用の理解と

資産活用の議論はどの辺からどんな形でまとまってきたのか、少しさかのぼってみたいと思います。

一九九六年から四回、高齢社会対策大綱が策定されました。一九九六年というと、高齢化率（六五歳人口比率）が一四％を超えた翌々年で、いわゆる高齢社会になったころです。定義としては、高齢化率が七％を超えると「高齢化社会（Aging Society）」、一四％を超えると「高齢社会（Aged Society）」、二一％を超えると「超高齢社会（Hyper Super-aged Society）」で、日本が高齢化社会になったのは一九七〇年です。今から五〇年以上前に高齢化社会になっていたにもかかわらず、

一九九六年に初めて第一回の高齢社会対策大綱が閣議決定されたわけです。

二〇一二年の第三回までは「資産形成」が基本でした。それが二〇一八年の第四回で初めて、「資産の運用と取崩しを含めた資産の有効活用」という表現が出てきます。私は、ここが大きな転機になったと見ています。

金融庁においては、この前後のいろんな動きの中で「取り崩し」という言葉を使い始めていました。例えば、「二〇〇〇万円問題の報告書」と言ったほうがわかりやすいかもしれませんが、「高齢社会における資産形成・管理」というタイトルの報告書の議論において、一番最初に提示された俯瞰図です。ポイントは、金融庁がカバーする枠内に「資産形成・取崩し」というワーディングが入っていることです。

これはたしか二〇一八年後半のことだったと記

憶していますが、このころから、「野尻さん、『取り崩し』ってどういうビジネスなんですか。具体的にどんな金融商品なんですか」という金融機関からの問い合わせが非常に増えました。それよりも前から資産の取り崩しについてメッセージを出していたこともあり、問い合わせをいただくようになったわけです。

取り崩しは資産活用（山下り）と同義です。その中で、図表1で見ていただいた、七〇代以上の世代がこの一〇年で急速に有価証券を売却している、このメッセージを我々はしっかりと受け取る必要があると思います。

その大きな要素としてまとめたのが「退職後の三つの現金化タイミング」です。

一つ目は、退職時点です。

日本の制度設計からすると、退職したら現金化というのがたてつけの中にたくさん入っていま

す。例えば、確定拠出年金の一括引き出しです。

私も全額引き出しましたが、その場合、全額キャッシュアウトです。これはたしか証券業協会の提言の中にも入っていたかと思いますが、現金化しなくて済むように、有価証券のまま課税口座にロールオーバーできないか。有価証券口座に移してから、少しずつ取り崩していけるような制度設計にしてあれば、全く違う形になるのではないかと思います。

今はそれほど多くないかもしれませんが、DCで資産をつくって退職される方がこれからどんどん増えてくるとすれば、ここはかなり大きな現金化プレッシャーになると思います。「貯蓄から投資へ」ではなく、「投資から貯蓄へ」という流れをつくる力になりかねません。

二つ目は、認知・判断能力の低下時点です。

成年後見制度をもっと使えるようにしようとい

う声は、金融庁の議論の中でも何度かありました。ただ、成年後見制度を利用すると、今は資産保全という名目で、成年後見人は有価証券を全額現金化することが家裁で求められ、これは非常に大きな金額になります。市場ワーキング・グループの議論では、ある研究機関の報告によると、二〇三〇年には認知症の方が保有する有価証券は一五兆円にも上るというレポートが出ている、そんな紹介があったほどの規模感です。

認知症は、どこまでできて、どこからできないというグラデーションがあるため、なかなか難しいのですが、非常に厄介なことがこの時点でも求められると思います。アメリカでは、ブルーデント・インベスター・ルール、要は、成年後見人が被後見人の資産をポートフォリオで保有することを認めていますので、日本でもこういう形が必要になってくるのではないかと思います。

三つ目は、相続時点です。

私が言うことではないかもしれませんが、有価証券の相続評価は、土地や保険に比較して不利になっていくことで相続が近づくと現金化する、相続時点で有価証券の保有を諦める動きはやはり多いようです。したがって、これも上手に平仄を合わせていくことで、有価証券でも相続できるような形にしていくことが大事ではないかと思っています。

七〇代、八〇代になって有価証券を現金化する力がどんどん増していき、若い人たちの二〇倍、三〇倍の力で現金化するとしたら、どんなに「とにかく資産形成です。有価証券で投資しましょう」と若い人にメッセージを送っても追いつきません。結局一〇年後も、個人金融資産に占める有価証券の比率はあまり変わらなかった、こんなことになってはいけないと思います。

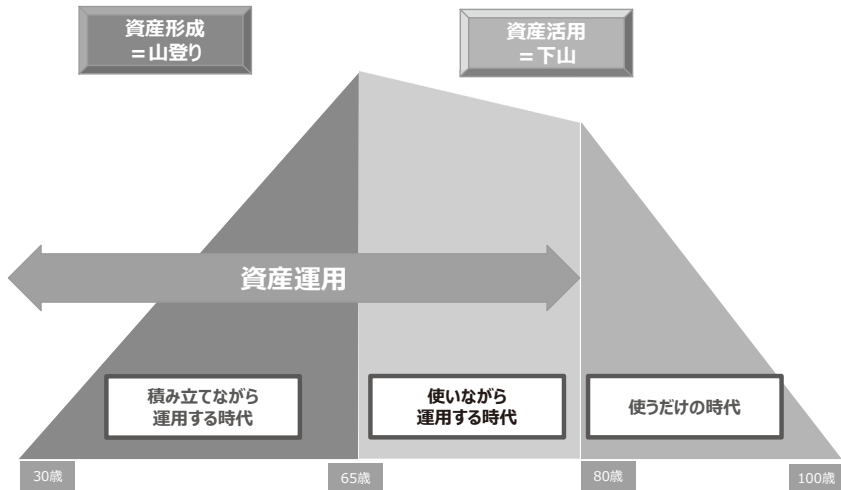
四、使いながら運用する時代のアプローチ

もう一つ大事なものは、制度だけではなく、考え方そのものです。運用しながら少しずつ資産を取り崩す、この発想が日本ではまだできていない気がします。

先ほどお話した山登りと山下りの大きな流れですが、資産寿命をもう少し延ばすためにはどうしたらいいのか。

私の考えは、これを二つに分けて、六五―八〇歳の一五年間を「使いながら運用する時代」として真ん中に組み込み、上手にお金と向き合うような形がつかれないだろうかということです（図表5）。運用を続けながら資産を取り崩していくという新しいコンセプトをどう広げていけるか。つ

図表5 出来上がった資産を活かす方法



まり、制度だけでなく、考え方をどう訴求するかということも必要になってくるのではないかと思います。

年金以外に、定額引出で月一〇万円ずつあるといいというのが団塊世代の取り崩しのコンセプトですが、それをするることによる弊害について少し御説明したいと思います。

この表では、一〇〇〇万円の資産運用の中で取り崩しを二年間やったときに残高がどう変わるかを見ています（図表6）。収益率の部分は、一年目と二年目の運用成果がひっくり返るようにしてあります。一年目は、薄い部分がプラス一〇%、濃い部分がマイナス五%。二年目はその逆で、薄い部分がマイナス五%、濃い部分がプラス一〇%です。「引き出さない」というパターンでは当然、二年目の年末残高はともに一〇四五万円となりますが、「年初一〇〇万円の定額引出」という

図表6 資産を引き出すことの影響

	最初の投資額を1000万円で想定				
	引出のルール	前半高い収益率		前半低い収益率	
		運用収益	年末残高	運用収益	年末残高
1年目	引き出さない	運用成果 +10%	1100万円	運用成果 -5%	950万円
	年初100万円の定額引出		990万円		855万円
	年初10%の定率引出		990万円		855万円
2年目	引き出さない	運用成果 -5%の	1045万円	運用成果 +10%	1045万円
	年初100万円の定額引出		845.5万円		830.5万円
	年初10%の定率引出		846.45万円		846.45万円

(注) 手数料、税金は考慮せず

〔出所〕 フィンウェル研究所

パターンでは、薄い部分のほうは八四五・五万円、濃い部分は八三〇・五万円で、一五万円の差が生まれます。これが定額引出の持つ残高に対するリスクです。

一年目と二年目の運用成績がひっくり返っていても平均値は同じで、二年で四・五%というパフォーマンスです。二〇年、三〇年という長いスパンでやれば、運用は、ゴール設定にある程度沿ったものをつくり出すことがだんだんできるようになってきていると思います。しかし、毎年の並び方が違う場合、例えば同じパフォーマンスを提供できたとしても、定額で取り崩すと、最後の年の残高に大きなインパクトを与えます。これを英語では「Sequence of Returns Risk」と言い、海外で取り崩しの議論をするときに必ず言及されますが、日本ではほとんど言及されません。

ちなみに、私はこれを日本語で「収益率配列の

リスク」と呼んでいて、毎年の並び方が違うことによる残高への影響を避けるには、引き出しを額ではなく率で考えることが必要だと思っています。しかし、こういうメッセージがまだまだ日本ではつくり出せていません。ここではかなりシンブルにしていますから、おかしいところはほかにもあるのですが、こういう部分がお客様と議論されているのか。

アメリカでは、定額のほかに定率、定口、余命の逆数などいろんなアプローチがあり、かつ、これらの組み合わせが大事になります。一番のターゲットは、運用ではなく、引き出すことによる税金へのインパクトです。支払う税金をいかに少なくするかというところで取り崩し方を決めていく、すなわちタックスストラテジーが非常に大事になってくるとよく言われますが、こういう大事なメッセージが日本では欠けているように思いま

す。

繰り返しになりますが、NISAの改正は、資産活用層に対してまだまだカバーできていません。現金化する制度はたくさんあるものの、現金化するときの考え方については、日本ではまだできていません。

さらにもう一つ、今回のNISAの改正、また顧客本位タスクフォースでは、イギリスのMaPS (Money & Pensions Service) のような専門組織を中心に金融経済教育を行い、若年層の金融リテラシーを上げていく、こういう議論がなされました。

MaPSは、三つの組織が一つになってできたものですが、その中のPension Wiseは、確定拠出年金を引き出す人に対して政府が無償で提供する投資ガイダンスの専門組織です。これを従来あったMAS (Money Advice Service) と合体

させてMaPSに変わったわけです。

私のイメージの中では、確定拠出年金を引き出す人に対して政府が無償で投資ガイダンスを提供する、このメッセージは非常にインパクトがありました。こういうことが日本でも取り入れられるようになり、繰り返し言っている取り崩しの部分に対する大事なメッセージを伝える場所になるのではないかと思います。

五、金融業界の向かうべき道

先ほど御紹介したとおり、取り崩しには幾つか手法がある、また、日本では退職後の投資教育が行われていない、これらのことは、少し大仰ですが、金融業界がこれから向かうべき道、方向感を教えてくれているのではないかと私は思っています。

超高齢社会において金融サービスはどのように変わっていくのだろうかと考えたときに、資産形成と資産活用（取り崩し）の際に目線を置いてみると、資産運用そのものにはないように思えます。自分のことと言えば、現役のころに積み上げてきた投資信託のポートフォリオは、退職したからといって変える必要性はあまりない。それよりも厄介なのは、そこに関連する手間の問題ではないかと思っています。

資産形成において、最初にポートフォリオを組むのは大変なことかもしれません。また、積立投資をするために口座を開設するのは面倒くさいかもしれません。しかしこれらは、一度やってしまえばあとは放っておけるもので、手間としてはそんなに大きくないと思います。

ところが、資産活用（取り崩し）になった途端、毎年どれぐらい取り崩すか、どれから取り崩

すか、それによって税金にどんなインパクトがあるかといったことが浮上してきます。例えば、NISAであれば所得税にはインパクトはありませんが、DCで取り崩そうとすれば、一応、課税所得になるので所得税にインパクトが出るわけです。

かつ、厄介なのは、年齢が上がれば上がるほど、手間の部分の大半を占める作業は、自分でやる、もしくは自分でやるパーツが減っていつてしまうことです。その結果、第三者のサービスに依存せざるを得なくなるわけですが、これが超高齢社会における大きなポイントではないかと思えます。今の金融ビジネスでは、全てのフィーが金融商品にひもづいています。しかし、サービスが増えれば増えるほど、商品ではなくサービスにひもづくフィーをどう取れるか、そこに勝敗だと思いますか、大きな要素が出てくるのではないかと思

います。

この話をする、「今やもう、手数料ビジネスから残高フィービジネスに変わってきているんですよ」とおっしゃる方が大変多いです。しかし、よくよく伺うと、その残高フィービジネスは商品の残高フィービジネス、言い方をかえると、例えば投資信託の代行報酬を前提にしたフィービジネスです。これでは、代行報酬の高い商品を中核にして、投資信託が厳しいときは保険を売ろうということになってしまう。その結果、サービスの提供に対するフィーを、サービスではなく商品にひもづけて取っていくということが起きるわけです。

この議論をするときに出てくるのが最近話題になっているIFA (Independent Financial Adviser) でありまして、金融庁の審議会やタスクフォースの議論でも常にポイントになるのが、I

F Aは本当に顧客の側に立っているのかという点です。

「I F Aはどういう人ですか」と聞かれたとき、私は家電量販店のスタッフを例に挙げて説明しています。家電量販店には、その店のスタッフだけでなく、いろんなメーカーから派遣されたスタッフも来ています。メーカー名を書いた名札やたすきをつけて商品の説明ができるように立っています。自分が商品について聞きたいときには、そういう人よりも家電量販店のスタッフのほうがよりフェアに教えてくれるのではないか、こう思うことが多いのではないのでしょうか。なぜなら、メーカーから派遣されているスタッフは最終的に「自分のところの商品が一番いい」と言いそうなのがするからです。

そう考えると、証券会社から商品や報酬を受け取っているアドバイザーは、家電量販店でメー

カーの名札をつけている人と同じということになります。しかしイギリスでは、法律を改正し、二〇一三年一月一日以降、証券会社や銀行から受け取るキックバックフィーを一切禁止して、お客さんの指図、お客さんからいただく報酬でアドバイスを行う形に変えました。これがI F Aです。

日本でもこういう形でアドバイスできるようにしていくことが必要だと思いますが、イギリスのように強制的に法律を変えるのは難しいだろうと思います。したがって、商品にひもづいたファイ体系からサービスにひもづいたファイ体系にいかにより早く変えていけるか、ここが課題になってくるのではないかと思います。

この話をする、「それで儲かるんですか」と必ず聞かれます。イギリスのI F Aが儲かっているかどうか、それは会社や人によるだろうとは思いますが、金融当局が発表している統計データ

超高齢社会における「資産活用」の重要性

図表 7 英国IFAの収益性

アドバイザーの規模別企業数、アドバイザー数 (単位：社、人)

アドバイザーの規模	企業数	投資商品を提供する アドバイザー数	1社当たりアドバイザー数
1名のアドバイザー	2,378	2,378	1名
2-5名のアドバイザー	2,018	5,614	2.8名
6-50名のアドバイザー	461	5,066	11.0名
50名以上のアドバイザー	41	12,598	307.3名
合計	4,898	25,656	5.2名

(注) 2021年12月FCAに登録し、年間収支報告を提出した企業。収入はRetail Investments Revenueのみを掲載。アドバイザーが複数の企業と契約をしているケースもあり、その場合はダブルカウントされている。

〔出所〕 Data from the Retail Mediation Activities Return (RMAR)、2022年7月

アドバイザー規模別のファイナンシャル・アドバイザー企業の収入状況 (単位：社、人、£)

アドバイザーの規模	企業数	アドバイザー数	1社当たり個人投資家 向け平均売上高	1アドバイザー当たり個人投 資家向け平均売上高
1名のアドバイザー	2,378	2,378	170,728	170,728
2-5名のアドバイザー	2,018	5,614	566,316	203,567
6-50名のアドバイザー	461	5,066	2,354,945	214,297
50名以上のアドバイザー	41	12,598	58,562,356	190,590

(注) 2020年12月FCAに登録し、年間収支報告を提出した企業。収入はRetail Investments Revenueのみを掲載。アドバイザーが複数の企業と契約をしているケースもあり、その場合はダブルカウントされている。

〔出所〕 Data from the Retail Mediation Activities Return (RMAR)、2021年7月

見ると、そのあたりが少しクリアになりますので、ここから幾つか御紹介したいと思います（図表7）。

まず、アドバイザーの規模別企業数、アドバイザー数です。

大きく四つのカテゴリーに分かれていまして、「1名のアドバイザー」は、アドバイザー一人で行っている会社です。つまり企業数≡アドバイザー数で、二三八社≡二三八人ということになります。「二ー五名のアドバイザー」は二〇一八社で、一社当たりの平均アドバイザー数は二・八名です。この二つのカテゴリーを合わせると四三九六社で、企業総数四八八八社のうち、約九割をいわゆる零細のアドバイザー企業が占めていることになります。

なぜこんなに零細が多いのかと思われるかもしれませんが、地域密着でやっていることが結果と

して零細になっているという点がポイントです。言い方をかえると、「地域密着で儲かるのだろうか」「やつぱり金持ちのいる都会でビジネスをしないとダメだよな」、そういう議論ではないということです。

ここでぜひ注目していただきたいのは、下の段の「一アドバイザー当たり個人投資家向け平均売上げ高」です。「一名のアドバイザー」は約一七万ポンド、「五〇名以上のアドバイザー」は約一十九万ポンドで、ほぼ同じです。規模が大きいところのほうがもつと高くなるのではないかと思います。したが、実は全く違って、アドバイザー一名がサービスできるお客さんの数は大体決まっているということです。

フィーの水準はこの表には入れていませんが、当局の統計データでは公表されていて、初回のアドバイスでは一〇三%ぐらい、その後の毎年の継

続的なアドバイスフィーは五〇〜九〇ペーシスぐらい取っています。

日米比較、日英比較で、日本は投資信託のフィーが高いと金融庁からよく指摘を受けますが、それは当たり前です。アメリカやイギリスでは商品の外に出しているフィーを、日本の場合には投資信託の中に取り込んでいるので、比較すると日本が高く感じてしまうわけです。本来はこれを取り除いて比較することが大事で、それができるようにになると、フィーに対する目線も少し変わってくるのではないかと思います。

話が少し脱線しましたが、零細が多い中でも、一人当たりのアドバイザーが年間で取り込むフィーの水準は規模とは関係ない、ここがポイントになります。

では、どのようにして儲けているのか。「税引き前利益黒字企業数比率」を見てみると、一人で

やっているアドバイザー企業の九六%が黒字、つまり儲かっています。一人でやっているところは、黒字になった後の利益をプロフィットシェアリングという形で自分の給料にするというやり方です。黒字になるのは当然と言えば当然ですが、それでも黒字になっているというのは非常に大事なメッセージだと思います。むしろ、大規模なアドバイザー企業のほうが赤字の比率が高い。こういう目線でいくと、アドバイスビジネスはしっかりと収益を上げていて、先ほど申し上げたように、思った以上に高いフィーであるという点もポイントかと思っています。

もう一つ、別の要素もあります。

当然のことながら、一人でやっている、五〇人以上の規模ならカバーされるミドルやバックオフィスの業務を全部かぶらなければいけないわけですから、これはやはり重いはず。しかし、

アドバイザー・プラットフォームというサードパーティがそれを全部拾ってくれる。例えばボートフォリオの作成、あるいは顧客のリスク許容度の診断といったところまで、ここに全て丸投げすることでアドバイザーはアドバイスに専念することができるわけです。

ここの一番の鍵は、アドバイザーは、単にアドバイスするというよりも、「当初つくったゴール設定は何だったでしょうね」とか「途中で投資を投げ出さないで続けていきましょね」とか、お客さんに寄り添ってコーチングをすることがコアであり、その部分はプラットフォームには投げられないということです。つまり、それ以外の部分を担ってくれるビジネスが外にある、ここが、地方でも零細でもアドバイスビジネスがうまくいっている要素の一つではないかと思っています。

六、個人金融資産を今後二〇年で 倍増へ

最後のポイントは、個人金融資産をこの先二〇年で倍増できるのかという点です。

繰り返しになりますが、個人金融資産は、過去二〇年でアメリカが三・四倍、イギリスは二・三倍になっているのに対し、日本は一・四倍しか増えていません。これを改善する方法は大きく三つあると私は思います。

一つは、現役層の有価証券による資産形成拡大です。今度のNISAの拡充でかなりカバーできるようになると思いますが、これにより、個人金融資産に占める有価証券の総額を増やし、個人金融資産への資金流入の増加だけでなく、パフォーマンスの向上による運用リターンの増加という形

が出てくるだろうと思います。

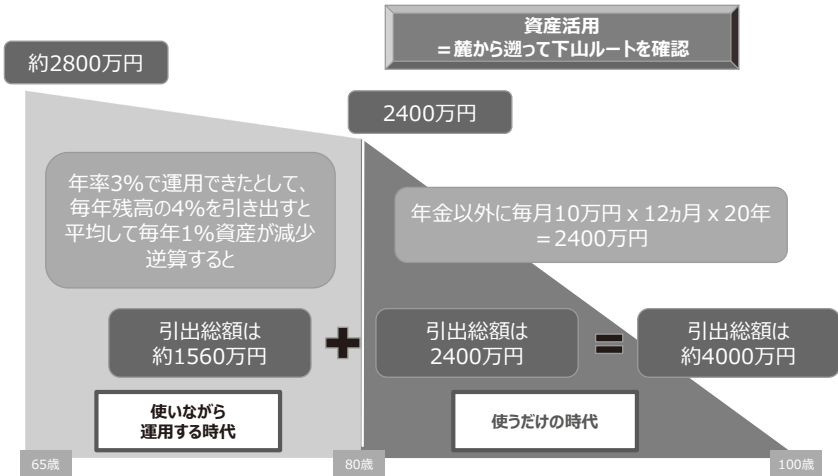
二つ目は、残念ながらまだ欠けているのですが、退職者層や取り崩し世代の有価証券現金化の抑制です。ここをコントロールすることは、個人金融資産に占める有価証券の総額を下げない力になり、これは当然、個人金融資産への資金流入にプラスになるというよりはマイナスにならない、もしくは運用リターンを上げるという形に変わっていく。

三つ目として、資産運用業の高度化も必要です。

でき上がった資産を活かす方法として、六五―一〇〇歳までのところを簡単にまとめました(図表8)。

このときに私がよく説明するのは、一〇〇歳からさかのぼって考えましようということです。一〇〇―八〇歳の間はもう運用していないので、年

図表8 出来上がった資産を活かす方法



金以外に毎月一〇万円欲しいとなれば、二〇年分で二四〇〇万円あればいい。では、二四〇〇万円つくるために六五―八〇歳の間はどれくらい必要なのか。

一つのアイデアは、年率三%で運用ができて、毎年残高の四%を引き出す。要は、毎年残高が一%ずつ減っていく一五年間を想定すると、逆算すれば、六五歳時点で約二八〇〇万円あればできるということ。例えば、六五歳の時点で二八〇〇万円を預金だけで持っていて、何もしないとしたら、生涯の引出総額は二八〇〇万円です。ところが、ここに「使いながら運用する時代」を入れることで引出総額は約四〇〇〇万円になり、資産寿命を延ばせるわけです。もしこれができれば、高齢者はもっとお金を使えるだけでなく、減っていない、こういう発想ができるのではないかと思います。

図表9 安心な資産運用はできるのか？

投資信託はどれくらいの運用成績か？

いずれかの金融機関で 購入できる投資信託の 総本数はどれくらいあるか？	あなたの予想は？ 本	実際は？ 本
そのうち10年以上の 運用実績がある投資信託は どれくらいあるか？	あなたの予想は？ 本	実際は？ 本
そのうち直近10年の 年率換算収益率が3.0% 以上の投資信託は どれくらいあるか？	あなたの予想は？ 本	実際は？ 本

(注) モーニングスター社の「ファンド検索サイト」で検索した結果。今後の予測を述べるものではありません。

では、投資信託で3%のリターンはどれくらい取れるのか。一般の投資家の方々向けにセミナーを行うときには必ずこの表をお見せし、それぞれの項目について予想の本数を書き込んでいただいた上で、前日の段階の数字を御紹介しています(図表9)。

「いずれかの金融機関で購入できる投資信託の総本数」を当てられる方は意外に多く、昨日の段階では、ETFを除くと四五四一本です。「そのうち一〇年以上の運用実績がある投資信託」は三割弱の一七一〇本です。

ポイントは、次の「そのうち直近一〇年の年率換算収益率が三・〇%以上の投資信託はどれくらいあるか」です。この三%は基準価額ベースです。信託報酬を引いた後のパフォーマンスです。会場で聞くと、「五〇〇本」とか「いや、そんなにない」といった議論になるのですが、昨日

の段階で一・一七九本（六八・九％）です。

多くの方が、投資では儲からないと思っています。我々にとっては「年率たった三％」ですけれども、お客さんにとっては「年率三％も取れるものがあるのか」というわけです。この投資に対するマインドセットの大きなギャップをどう埋めていくか。「一〇年持ったらこんなに変わっているんですよ」ということを伝えることができる、これがアドバイザーアルファかもしれません。ですから私は、単純に持ち続けてもらうことだけでも大きな効用があるかもしれないということをよく伝えています。

七、高齢者が社会の負担ではなく、資産とする時代

先ほど申し上げたように、我々にとって最も大

きな課題は、総人口の減少と高齢化率の上昇です。現役世代が今後三〇〇〇万人以上減る中、日本経済において誰が消費をカバーするのか。高齢者にもっと働いてもらう、もしくはもっと消費してもらうしか手はないと思います。

そこで考えるべきは、高齢者の持っている資産です。使いながら運用することで持っている資産の引出総額が大きく変わってくるとすれば、使えるお金の額も変わってきます。

土地、その他非金融資産も含めると、日本の個人資産の総額は三〇三二・九兆円です。

このうちの三分の二の約二〇〇〇兆円を高齢者が持っているとする、例えば五兆円を相続しないで使ってくれさえすれば、GDP成長率を一％押し上げる力になります。この五兆円というのは、高齢者の保有資産約二〇〇〇兆円のうちのわずか〇・二五％です。これをどのようにして使っ

てもらえるか。

もちろん、使うことだけ議論すればいいわけではないことは承知していますが、相続は地方から都会にお金を流してしまう。格差を温存させる懸念も残る。でも、ほんの少し消費に回していただくことで、社会全体にとって役立つのではないかと思います。

こういうメッセージを今いろんなところで発信させていただいております、中でも大学の講義で一生懸命伝えていきます。金融ビジネスはもういいかげんマチュアだと思っている学生さんも多いのですが、資産活用の方は、日本ではまだまだやれることがたくさんあり、言ってみればブルーオーシャンです。ぜひ金融業界でも、資産活用が大事だというメッセージが出せるようになることを願っています。

御清聴ありがとうございました。(拍手)

○増井理事長 資産活用に関して、特に私の世代にとっては身につまされる話であると同時に、今後の金融機関のサービスのあり方についてもさまざまな御示唆をいただいたと思います。

せっかくの機会ですので、御質問等ございますでしょうか。

○質問者 A 将来の方向として三つ挙げられましたが、やはり一番大事なのは、資産運用業の高度化ではないかと私は思います。イギリスでは過去二〇年で個人金融資産が二・三倍になったのに、日本は一・四倍にしかならなかった。しかも、イギリスは株式の比率は決して高くなく、日本より少ないぐらいなのに、なぜそんなに増えたのか。その大きなファクターは年金保険の部分です。日本もイギリスもアメリカも、これが二五%あるわけです。

日本は、その運用利回りが極端に低い。さつ

き年率三%とおっしゃいましたが、某生命保険会社では、三〇年たったら四%増えると言って三〇年の個人年金保険を売っています。そんなものを誰が買うのか。年率にしたら〇・一%です。しかも、二二年までに解約すると返戻金は一〇〇%を割る。そんな商品が出回っていることが問題ではないかと思えます。

そうになると、もちろんDeCoやNISAの改善も大事ですが、私はやはりDCではないかと思えます。要するに、個人年金もいいですが企業年金です。イギリスの年金がなぜあんなに増えているかというと、企業が個人に年金を供与することを義務化して、最低八%払いなさいというふうにしたことが一番大きいのではないかと思います。日本もそれをやらないことには、どうにもならないのではないかという気がするのですが、いかがでしょうか。

○野尻 イギリスの企業年金の八%拠出というのは非常に大きな変革だったと思いますが、まだ統計データにはあまり積み込まれていません。二〇一二年から始まり、二〇一八年で全ての企業が企業年金を導入する、やっとそこまで来ただけで、その部分はこれからさらに毎月の給料で積み上げていくという形です。したがって、イギリスの個人金融資産に占める年金のウェイト、もしくはDCやSIPPと呼ばれるようなものは、これから一段と増えていくだろうと思います。

残念ながら、日本はまだその制度設計ができていませんが、今回の市場制度ワーキング・グループの下のお客様本位タスクフォースの中では、制度設計というよりは、職域における資産形成をどうやっていくか、これを大企業だけでなく中小企業にも広げていく必要があるという議論はなされました。現在は、DeCo + (イデコプラス) という

制度が従業員三〇〇人以下の中小企業で採用されていますが、ほとんど普及していません。差し当たっては、この普及が一番大きなターゲットになると思います。

○質問者 A 先日、イギリスでは国債価格が暴落し、内閣が四五日で潰れました。そのあおりを受けてイギリスの年金が一割（二五兆円）損をした。それは、非常に乱暴な年金運営をしていたからだというのが日本のマスコミ報道です。こういうことかという、LDI (Liability Driven Investment) で二倍も三倍も借り入れをして運用していたところ、その担保の国債が暴落したために売らざるを得なくなって大損した。

ところが、確かに今回は一割損したかもしれませんが、過去二〇年間ぐらいを見ると倍に増えています。それが非常に大きな力になっているので、イギリスの年金はびくともしない。日本のG

PIFは非常に多角化してよくやっていると思いますが、借り入れをして、かつ、デリバティブを組み込んでさらに増やそうなんてことは誰も言いません。そういうプロの運用業を日本でも育てないといけないのに、日本の年金は、GPIFを除いたら運用されていません。

イギリスの年金は三〇〇兆円ぐらいでしょうか、日本と同じぐらいの額がありますが、人口は約半分ですから、一人当たりになれば二倍です。やはり年金を増やすということが大事で、しかもプロに運用させる、ここが日本でも個人資産を増やしていく上で肝になるのではないかと思うのですが、いかがでしょうか。

○野尻 私は、運用の世界にいた割には運用そのものにはあまり興味がなく、見ていないのですが、できれば個人でやる、要は、DBよりDCにシフトするというのがこれからの方向になるので

はないかと思えます。イギリスではここ一〇年で、DC加入者が一〇〇万人から一〇〇〇万人以上へと一〇倍も増えています。

個人がどうやって自分の資産をつくっていくかという方向に向かっていくとすると、これからの日本にとっては、DBの運用よりも投資信託の運用のほうが大事なのではないか。その意味で、資産運用業の高度化については、投資信託の運用のほうに金融庁は目線を向けているのだらうと思います。

○増井理事長 そのほかに御質問ございますでしょうか。——時間もオーバーしておりますので、このあたりで「資本市場を考える会」を終わらせていただきたいと思います。

今日は、資産運用ならぬ資産活用と、その重要性について大変示唆に富むお話を頂戴いたしました。野尻さん、どうもありがとうございました。

(拍手)

(のじり さとし・合同会社フィンウェル研究所代表)

(本稿は、令和五年一月二日に開催した講演会での要旨を整理したものであり、文責は当研究所にある。)

野 尻 哲 史 氏

略 歴

フィンウェル研究所代表

国内外の証券会社調査部での勤務を経て、2006年より運用会社で投資教育に従事。
20年以上にわたって資産形成・資産活用の啓発活動が続ける。

2019年5月、定年を機に合同会社フィンウェル研究所を設立し、資産形成を終えた
世代向けに資産の取り崩し、地方都市移住、勤労の継続などに特化した啓発活動を
スタート。行動経済学会、日本FP学会などの会員、日本アナリスト協会検定会員、
2018年9月から金融審議会市場ワーキング・グループ委員、2022年9月から金融審
議会顧客本位タスク・フォース委員。

著書に『IFAとは何者か アドバイザーとプラットフォーマーのすべて』（一般社
団法人金融財政事情研究会）、『老後の資産形成をゼットタイ始める！と思える本』（扶
桑社）、『老後難民 50代夫婦の生き残り術』『定年後のお金』（いずれも講談社＋α
新書）、『脱老後難民 「英国流」資産形成アイデアに学ぶ』（日本経済新聞出版社）
など多数