

国民の資産形成と資本市場の機能発揮について ～米国を参考に確定拠出年金等の拡充を～

岳野 万里夫
野中美里
國吉愛美

○岳野 御紹介いただきました岳野でございます。

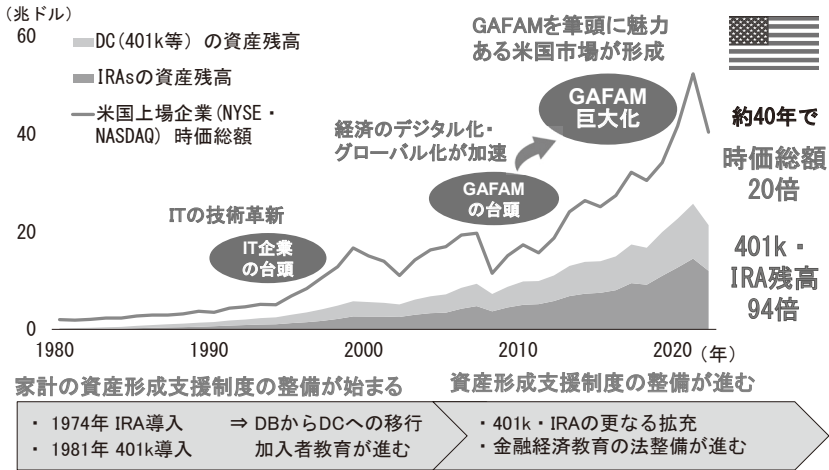
私ども日本証券業協会は、これまでもここで何回か講演させていただいておりますが、証券市場の健全な発展のために調査研究活動しながら、政策の実現に向けて、関係方面との対話や働きかけを続けてきております。

先日の「資本市場を考える会」で日本証券経済研究所の山田主任研究員から行われました御報告は、田近先生の研究会でまとめられた私的年金についての税法の観点からの学問的な研究の御披露

だったと思いますが、今回、私どもは、実務の立場とマーケットを見ながら考えていることを御紹介させていただきます。

本日の資料につきましては、本協会だけではなく、投資信託協会、日本取引所グループと共同で議論してきた成果であり、これまで個別に大勢の有識者の皆様からいただいた御助言も織り込んだ内容になっております。お世話になった関係者の皆様に改めて御礼を申し上げます。

図表 1 <米国>【概観】家計の資産形成を支援する制度の整備と資本市場の発展



（注） 1 ドルは147円（2022年末）で換算。

〔出所〕 WFE、ICI、各種レポート等

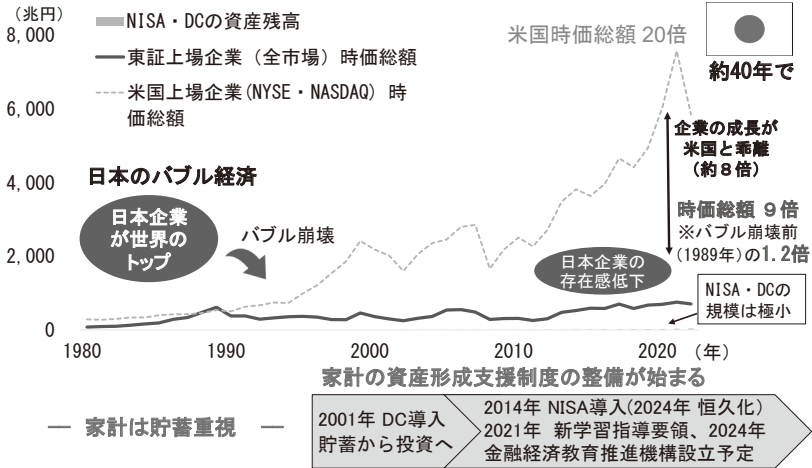
一、日米比較

一九八〇年から二〇二二年の四〇年間を、特に米国の401k、IRAの発展との対比で日米を比較します。できる限り一九八〇年からデータを拾い、家計の資産形成を支援する制度の整備と資本市場の発展の推移を整理しました。

最初に米国を概観します。米国ではこの四〇年で市場の発展と企業の成長が著しく、時価総額は二〇倍になりました（図表1）。近年はGAFAMを筆頭に、世界で一番魅力のある市場になっています。

家計の状況を見ますと、四〇年前から401k、IRAなどの私的年金や金融経済教育の法整備が進んでいます。一九八〇年前後にIRA、401kが導入され、一九九〇年代に加入者教育が進み、

図表2 <日本>【概観】家計の資産形成を支援する制度の整備と資本市場の発展



（注） 1ドルは147円（2022年末）で換算。

〔出所〕 WFE、日本取引所グループ、金融庁、運営管理機関連絡協議会、各種レポート等

二〇〇〇年代には制度が改善されるとともに金融経済教育の法整備が進展、二〇一〇年代はそれがさらに前進しています。市場の動きは一概には言えませんが、家計の年金資金が積立投資の形で長期安定的に市場に流入していることが市場の需給構造にプラスの影響を与え、家計は企業の成長の果実を受け取れる状況にあるのが米国の姿でした。

一方、日本については、少し控えめに申し上げれば、日本の上場企業の時価総額は四〇年前のバブル期の一・二倍程度です（図表2）。また、家計の資産形成支援制度は、ようやく二〇二〇年から政府が「貯蓄から投資へ」を掲げて確定拠出年金制度が導入されるなど、米国より約二〇年遅れて制度の整備が始まりました。

米国の私的年金制度に関し、制度の利用者数（人口比）は、401kは三三%、IRAは一

五%と非常に普及が進んでいます。拠出限度額は、例えば401kを五〇歳以上で利用する場合、企業拠出と従業員拠出を合わせた限度額は七万三五〇〇ドルです。また、401kは、雇用主による従業員の自動加入やデフォルト商品にリスク性資産を選択しやすくなっていることが、国民が投資や資産形成を始めるきっかけになっています。

日本では、私的年金として二〇〇一年に確定拠出年金制度が導入されました。利用者数（人口比）は、企業型DCが六%、Eticが二%と、まだ普及が進んでいません。拠出限度額も、企業型DCで、ほかに企業年金がない従業員の場合は年間六六万円です。

我が国の資産形成支援制度として重要なもう一つの制度は、二〇一四年に導入されたNISAです。私的年金との違いは、年齢による引出制限が

なく、国民一人一人のライフプランの中で柔軟に対応できることです。昔、銀行預金や郵便貯金、あるいは国債の利子を非課税とするマル優制度がありました。NISAは証券マル優という性格のもので、年金とは関係ありません。また、今回のNISA制度の抜本的拡充・恒久化と、金融経済教育推進機構の設立という形で、DC、Etic、私的年金制度とは別の次元で国民の資産形成と金融リテラシーの向上を図る動きが進んでいます。

米国の家計の資産形成を支援する制度の歴史的变化について見ると、一九九六年に「投資教育」と「投資アドバイス」の違いを明確化、二〇〇一年に年間拠出上限の段階的な引上げと五〇歳以上向けのキャッチアップ拠出の導入、また、投資アドバイスを加入者に提供できることの明確化、二〇〇六年には二〇〇一年に引き上げられた拠出限度額の恒久化、加入者への投資アドバイス提供に

関する規制緩和、さらには自動加入措置に関する規制緩和や適格デフォルト商品（QDIA）の導入、二〇一九年に拠出可能年齢の上限撤廃や最低引出義務（RMD）開始年齢の引上げ、二〇二二年に新規設立401kプランに対する自動加入の義務化、キャッチアップ拠出の強化など、累次にならねて制度の拡充が進んでいます。

日本では確定拠出年金制度が二〇〇一年にスタートして、拠出限度額が引き上げられるなど制度の改善はそれなりに進んでいます。ただ道半ばです。特に、二〇一六年の改正確定拠出年金法によって個人型DCの加入可能範囲が拡大し、EPCが本格的に動き始めました。また、DCの継続投資教育の努力義務化や指定運用方法の規定が整備され、時差をもって米国を追いかけていく形で制度の整備が進んでいます。NISAについては、制度はほぼ完成し、五年間で加入者を三

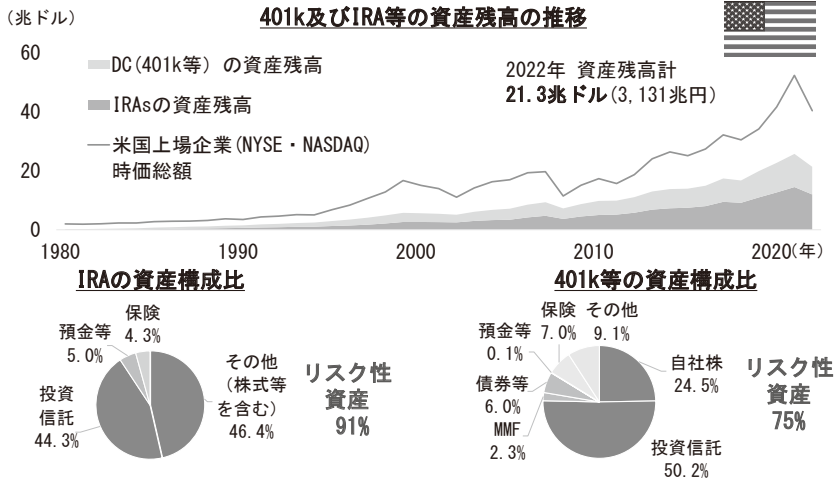
四〇〇万人に増やすという局面にあります。

EPC、DCについては、二〇二四年には財政検証が行われ、二〇二五年の通常国会に制度改正法案が出される予定で、今後しばらくはDCの改革の議論が重要になると考えております。

続いて、米国の私的年金が家計にどのような影響を与えたかを紹介します。401k、IRAの資産残高の内訳は、リスク性資産の保有比率が、IRAは九一%、401kは七五%で、総じて高い比率です（図表3）。これらのデータを見ると、米国では多くの国民が401kやIRAを通じて企業の成長の果実を受け取れる状況です。ストックの残高も、制度開始後から概ね時価総額と連動して大きく増加しています。

日本でも、DCやNISAの制度導入以降、資産残高は着実に増えておりますが、規模的にはまだまだ小さく、米国のように時価総額と家計資産

図表3 <米国>家計の資産形成を支援する制度の利用状況（ストック）

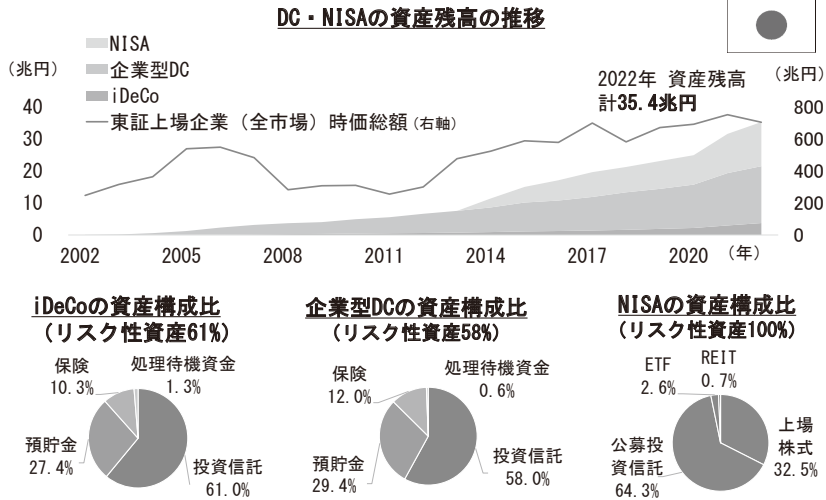


(注) 1ドルは147円(2022年末)で換算。資産構成比はIRAが2021年、401k等が2022年の数値。
〔出所〕 WFE、ICI

の連動も顕著には確認できません(図表4)。資産の構成比を見ても、リスク性資産は、iDeCoは六一%、企業型DCは五八%で、通常の家計の金融資産全体の約一〇%よりは高いのですが、所得控除を受けている税制優遇商品があるのに、なお元本確保型の運用がこれだけ多いのは、資産運用が非効率であるということです。

こちらは米国の401kとIRAのフローで、増加分が毎年どのくらいあったか、それが市場にどのくらい流入してきたかを丹念に拾ったものです(図表5)。米国の私的年金の新規の増加のフローは、制度全体では、二〇二二年を除いて、ほぼ全ての年で安定的にプラスとなっています。時価総額に占める割合は、一九八〇年代の高いときで一六%程度、平均でも八・五%なので、これらの制度を通じて家計から市場に常に資金流入が続いたことが、市場の需給構造にプラスの影響を与

図表4 <日本>家計の資産形成を支援する制度の利用状況（ストック）



(注) 資産構成比は2022年の数値。

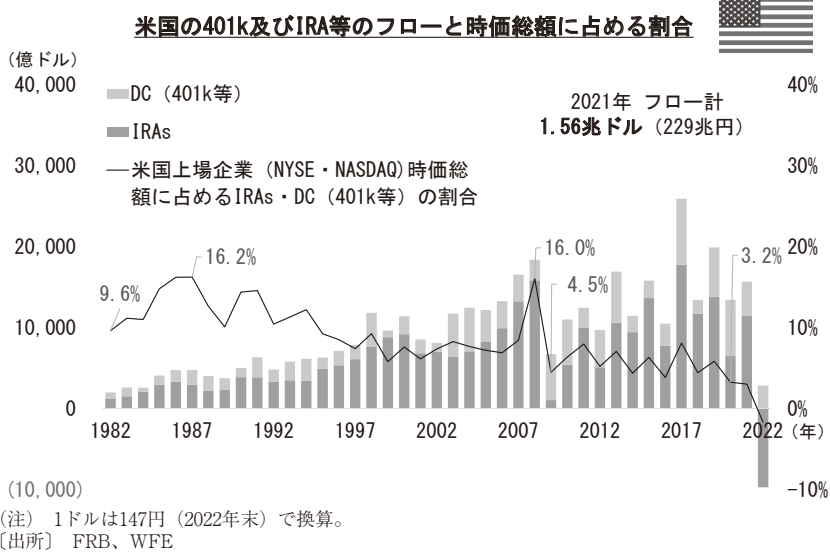
〔出所〕 日本取引所グループ、金融庁、運営管理機関連絡協議会

えたと言えます。

翻って我が国は、個人投資家、家計部門が安定的に市場に資金を供給していたのではなく、外国人が買って、上がったら売る、下がったときに買うなどタイミングを見ながら売買し、誰も買わなくなると株価は幾らでも下がるという需給構造でした。家計部門の安定的な買付けが増えていけば、日本の株式市場における需給構造の安定化、リスクプレミアムの縮小に資すると考えます。

こちらは、日本ではDCやNISAで資金がどのくらい市場に入ってきているかを示したものです(図表6)。日本の個人投資家による公募投資信託への資金流入は毎年続いています。DC・iDeCoの資産増加額とNISAの買付額を足してもまだ少ない状況です。また、個人投資家による株式の売買状況に、DC、iDeCo、NISAの買付額をプロットしてもまだ非常に少額で、現時点

図表5 <米国>家計の資産形成を支援する制度の利用状況（フロー）



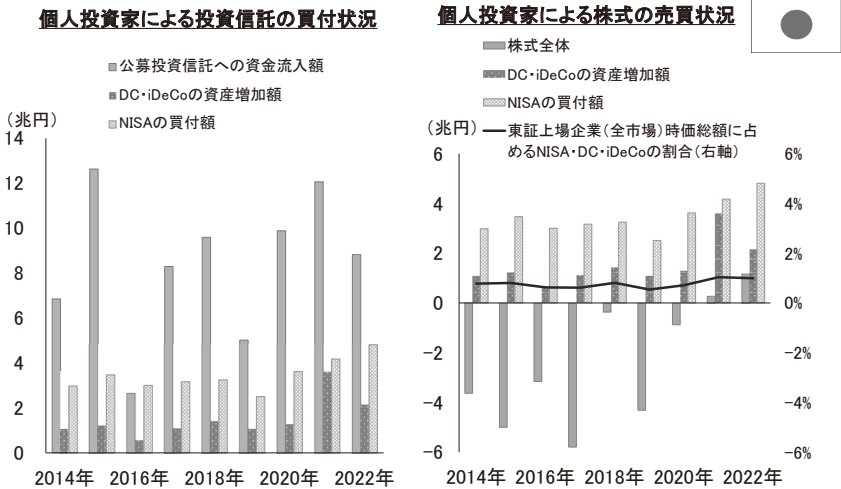
では、安定的な資産形成を支援する制度による市場への資金流入は非常に限定的です。

今後、NISA、DCの利用拡大により、資金規模の拡大、永続化が図られれば、積立投資による長期安定的な資金が日本の金融資本市場に流入し、需給構造を安定化させ、リスクプレミアムを縮減させる可能性が期待できます。

制度外への波及効果、投資を始めるきっかけとして私的年金制度を見ると、米国では世帯における投信保有比率は五五％で、その八割弱の世帯が401k・IRA等の職域積立を通じて保有しています。また、家計保有分のうち、約半数は職域積立を通じた401kやIRAで保有しています。

株式についても、「最初の株式投資は雇用者年金プランを通じた株式投資の購入だった」という米国の投資家が全体の半数で、特に「DC世代」

図表6 <日本>家計の資産形成を支援する制度の利用状況（フロー）



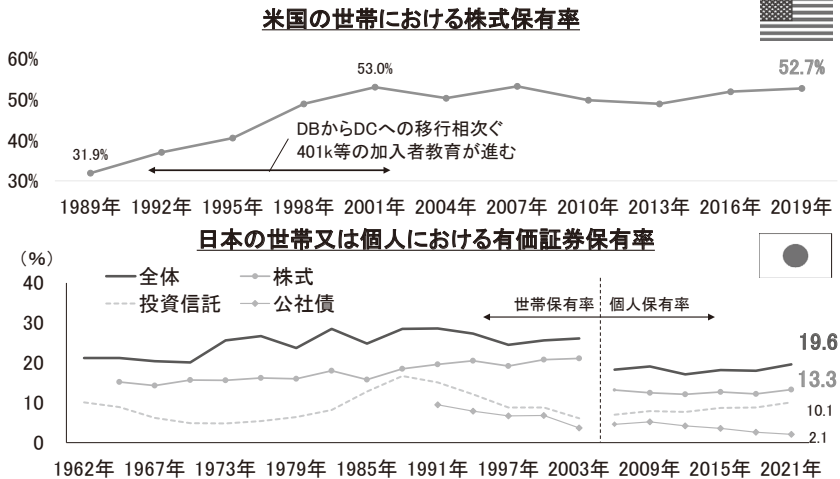
〔出所〕 金融庁、日本取引所グループ、投資信託協会

と呼ばれる四〇代以下の若い世代の比率が高くなっています。米国では、学校教育や金融リテラシーとは関係なく、社会保障制度としての401k、IRAに加入することによって、実践的な投資の訓練、教育を受けて、それが制度外での株式投資や投資信託の投資につながっています。

では、日本ではどうか。日本で投資のきっかけとして機能しているのはNISAです。二〇一八年以降に証券投資を始めた方のうち、約六割がNISA口座の開設がきっかけです。米国が一九八〇年から401kやIRAを通じてやってきた動きを、日本ではNISAという資産形成支援制度を使って、やっと始めたばかりです。

制度外への波及効果について、有価証券保有率の観点から、もう一度確認したいと思います（図表7）。米国では、一九九〇年代にDBからDCへの移行が相次ぎ、401kの加入者教育が進ん

図表7 <日米>制度外への波及効果 一有価証券保有率の状況



(注) 日本は2003年以前は世帯、2006年以降は個人の保有率。

[出所] FRB、日本証券業協会「証券投資に関する全国調査」(n=7,000) (保有する金融商品についてのアンケート調査結果より推計)、各種レポート等

だ時期に、株式を保有する世帯の割合が三割から五割に上昇しています。金融教育をしたわけでも業界が販売活動をしたわけでもなく、DCの普及と加入者の投資教育という形で、社会保障の仕組みが米国の世帯における株式保有率を五割まで引き上げたのです。401k、IRAが家計の「貯蓄から投資へ」のドライバーになっていることが、米国の特徴です。

日本の有価証券保有率、特に株式投資の保有割合はどうだったかを、本協会が三年ごとに行っている全国調査から見ると、一九九一年ごろ、日本の株式の世帯保有率は約二〇%で、米国は約三〇%でした。それが今、米国は五割まで行き、日本はそこから一向に増えています。個人ベースでは、二〇二二年に一三・三%。実人員でも今、株主の数は一五〇〇万人弱なので、一向に増えない。ここに日米の差がはっきり出ています。

次に、金融リテラシーの日米比較に移ります。

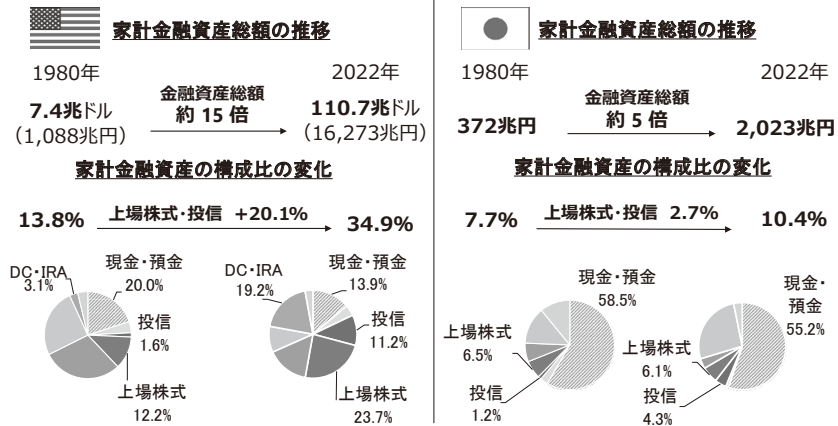
米国では一九九〇年代に401kの加入者教育が進みました。二〇〇〇年代には金融経済教育に関する法整備が何回かにわたって続き、二〇一〇年代はリーマン・ショックを機に、先進国中でファイナンシャル・リテラシーは金融恐慌を悪化させる原因の一つであるという認識が進み、ドットコム・フランク法で消費者金融保護局を設置して、さらに加速していきました。ただ、二〇〇〇年代から始まった金融経済教育の取組みによって「貯蓄から投資へ」が進んだわけでないことは、先ほど御説明したとおりです。

日本の場合、基本的には戦後、「貯蓄増強」ということで、銀行預金や郵便貯金のマル優などの利子非課税制度がなくなった後も貯金増強中央委員会が残り、二〇〇一年に政府が「貯蓄から投資へ」のスローガンを掲げたときに、現在の金融広

報中央委員会に改組されています。その後、確定拠出年金制度は導入されましたが、加入者教育が何らかの効果を上げているという感触はありません。二〇一〇年代、リーマン・ショックにより、OECDを中心に世界中で金融リテラシーの強化に取り組みました。日本でも金融経済教育推進会議を設置して、「金融リテラシー・マップ」を作るなど様々な取組みをしています。金融経済教育はまだ始まったばかりです。

日米の金融リテラシーの違いについて、金融広報中央委員会の調査結果によれば、知識のテストの正答率の差は日本が四七%、米国が五〇%とほとんどありませんが、コンピテンシーと言って、金融知識に自信のある人の割合が日本は一二%、米国は七一%と、大きく違ってきます。実際には、米国のように私的年金で現に実践的な投資教育を受けている人と、日本のように、そういった

図表8 <日米>家計資産の約40年間の変化の状況



(注) 家計には Non-profit Organization (NPO) が含まれる。1 ドルは147円 (2022年末) で換算。家計資産の推移において、401k・IRA は保険・年金に含まれる。

〔出所〕 FRB

(注) 2022年12月における家計金融資産に占めるNISA、DC及びiDeCoの割合は1.7%。

〔出所〕 日本銀行、内閣府「国民経済計算」

経験のない人の違いかと思えます。

私どもがこれまで何度も御説明しているとおり、我が国で投資をしない理由は、金融庁調査では、「余裕資金がないから」、「資産運用に関する知識がないから」、「購入・保有することに不安を感じるから」です。つみたてNISAのような小口からの長期・積立・分散投資であれば、初心者の方でもリスクを抑制しながら資産形成を始めやすいので、こういうことでの普及啓発が必要です。米国であれば401kやIRAに入って当然のように理解していくことを、あえて教育という形でやらないといけないのが日本の現状です。

続いて、家計資産が四〇年間でどう変わったかについて概観します(図表8)。米国では一九八〇年代から家計の資産が徐々に上昇し、二〇二二年までに金融資産は約一五倍増加しました。家計金融資産の構成比は、この四〇年間で現預金が減

少して、投信と上場株式の割合が三割を超え、DC（401k等）・IRAの資産の割合が約二割（二九・二％）で、リスク性資産が多い構成に変わってきました。米国の家計は、企業の成長の恩恵を受けられる資産形成をしてきたということです。

一方、日本の場合は現金・預金が約六割で、この四〇年変わっていません。

また、企業の成長・新陳代謝という点で世界の時価総額ランキングを見ると、バブル期の一九八九年は、上位十五社は殆どが日本企業でしたが、二〇二二年には日本企業は一社もなく、米国の新しい企業が上位を占めており、上場企業のプレゼンスも大きく変わってしまいました。

最後に、家計が毎月積立投資をした場合のシミュレーションをしてみますと、米国では一九九〇年から二〇二二年の約三〇年、IRAでも

401kでもいいのですが、配当込みのS&P500の指数へ毎月末に二〇〇ドルの積立投資をした場合、総資産を約七〇〇万円まで増やすことができます、積立元本比は約六倍です。

対して、日本でも一九九〇年から二〇二二年まで、配当込みTOPIX指数へ積立投資を毎月末に三万円すれば、総資産は約二三〇〇万円、積立元本比は約二倍です。ですから、日本でも積立投資をしつかりしていれば個人金融資産はもっと大きく増えたはずです。ただし、残念ながら、市場のパフォーマンスの違いで日米の差が大きく出ています。

二、小括

米国と日本の比較をしてきましたが、英国の私的年金には、DCやNEST、SIPPがあります。

す。それとは別に、我が国のNISAに対応するISAがあります。重要なことは、引出制限のない使途自由の資産形成なのか、年金・住宅など特定目的の引出ししか認めない制度なのかということです。

米国の場合、私的年金制度によってここまで個人の資産形成が進み、そこからスピルオーバーして制度外の資産形成も進んでいます。日本の場合、私的年金制度の成熟度合い、あるいは進化のスピードが非常に遅いので、英国のISAに倣ってNISAを導入し、むしろNISAが先行する形で資産形成を進めていくという状況です。

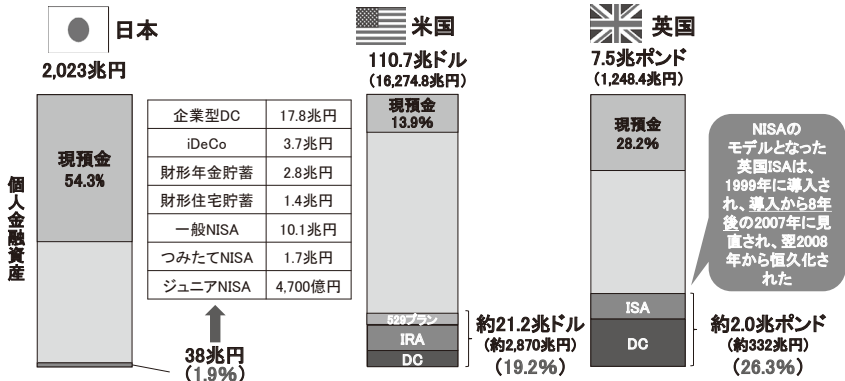
日本の個人金融資産に占める現預金の割合は五割を超えており、DC、DeCo、財形、NISAを全部足しても二%弱です。米国は私的年金だけで約二割、英国もISAとDCを合わせて二六・

三%です。日本も早く資産構成比率を直して、運用効率を上げていくことが重要です(図表9)。

今、申し上げてきたように、日本は米国の約二〇年遅れで私的年金の制度が動いています。日本ではNISA先行で行くことになっていますが、やはり私的年金制度もしっかり拡充していく必要があります。米国の取組みなどを参考にしながら、また、我が国特有の事情も踏まえて、今後、二〇二四年の暮れあたりまでにDC制度の議論が進んでいきますので、本協会としてもその議論に積極的に貢献していきたいと考えています。

以上で、前半部分を終えまして、後半はDCの具体的な検討課題についてご説明します。

図表9 家計資産のうち資産形成支援制度による保有割合の日米英比較
(2022年末時点)



三、検討課題「確定拠出型年金の抜本的な改革」

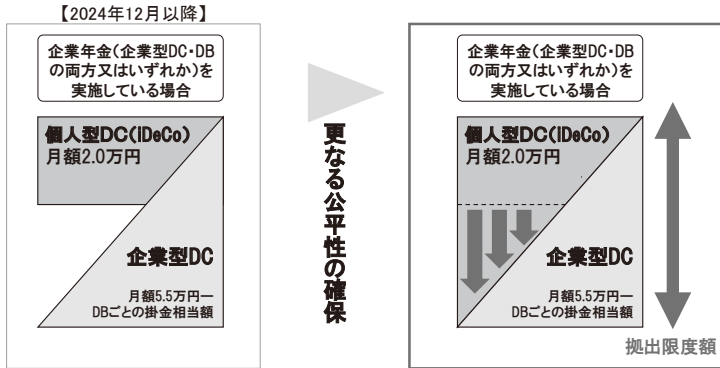
○國吉 日本証券業協会企画部の國吉と申します。

私からは、「確定拠出年金制度の抜本的な改革」について、我が国における今後の議論の参考となるよう、拠出限度額、キャッチアップ拠出、投資アドバイス、指定運用方法、自動加入、拠出可能年齢といった、証券業界として提案している具体的な項目を説明いたします。

初めに、拠出限度額についてです。確定拠出年金を初めとする私的年金は、公的年金と相まって高齢期の所得を確保することが目的です。「人生一〇〇年時代」と言われる中、高齢期の長期化や、それに伴う老後資金の確保は、今後の大きな

図表10 拠出限度額の更なる拡充

- iDeCoの拠出限度額は、2024年12月には、企業年金加入者のiDeCoの拠出限度額が2万円に統一されるとともに、確定給付年金(DB)等の他制度掛金相当額を反映した限度額への改正が予定。
- 企業型DC、DB、iDeCoの三制度をトータルに見た場合の更なる公平性確保のため、例えば、三制度合わせた拠出限度額から事業主掛金額(企業型DC・DB)を差し引いた金額をiDeCoの拠出可能額としてはどうか。
- 更に、今後行われる公的年金の財政検証を踏まえ、高齢期に必要な年金所得水準を確保するための拠出限度額の引上げも重要

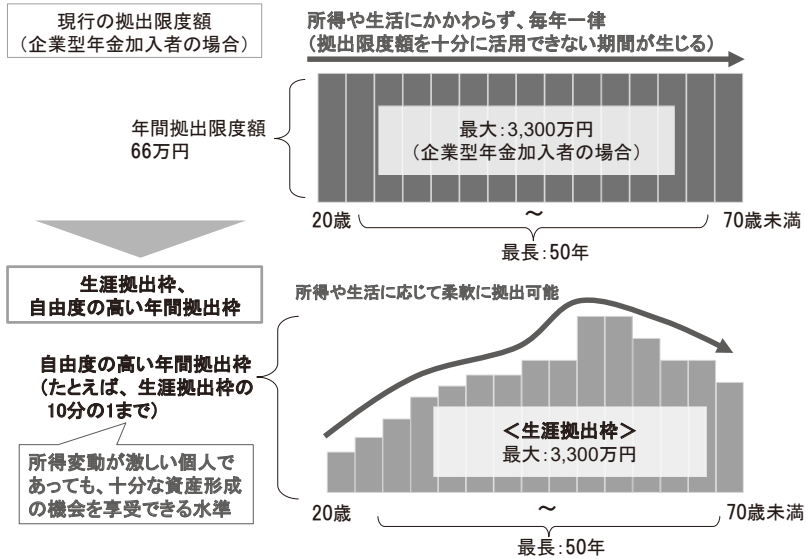


課題です。国民それぞれが想定する高齢期の生活に必要な給付水準を確保していくことが、DCの重要な役割です。

そこでまず、拠出限度額の更なる拡充を挙げています(図表10)。二〇二四年二月以降、企業年金加入者のiDeCoの拠出限度額が月2万円に統一され、DB等の他制度掛金相当額を反映した限度額への改正も予定されています。つまり、企業年金加入者の場合、月額五・五万円から、企業型DCやDBの事業主掛金額を引いた金額あるいは2万円の低いほうを上限として、iDeCoに拠出できることになります。

ただ、事業主掛金額が低い場合には、iDeCoの枠いっぱい2万円を拠出したとしても、DC全体の拠出限度額を十分に活用することができないので、毎月上限額から事業主掛金額を差し引いた金額をiDeCoに拠出可能としてはどうか。こ

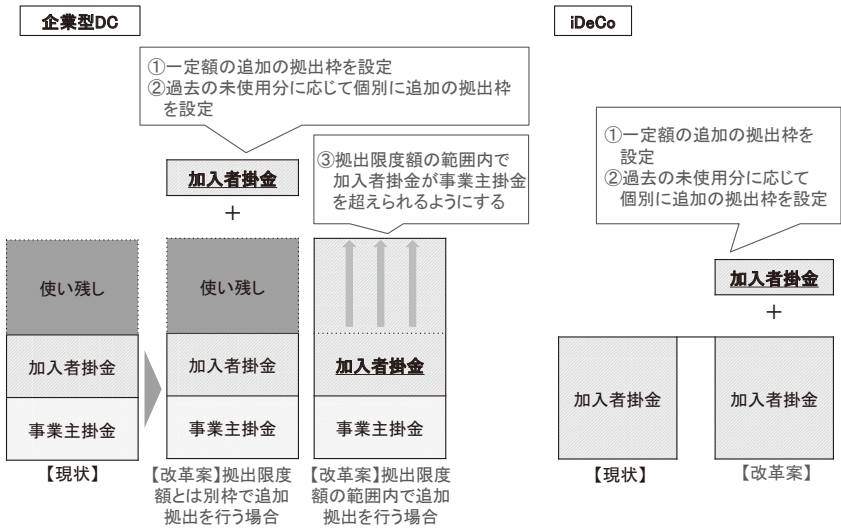
図表11 生涯拠出枠と自由度の高い年間拠出限度額の導入



れによって、更なる公平性の確保が実現できると考えます。また、今後の公的年金の財政検証の結果、高齢期に必要なと見込まれる年金所得の水準によつては、拠出限度額自体の引上げも重要になります。

拠出限度額に関しては、生涯拠出枠や自由度の高い年間拠出限度額という考えも提案しています(図表11)。御存じのとおり、現行のDCは毎年一律の年間拠出限度額が定められています。しかし、個人の所得は変動し、今はライフコースも多様化しています。どのような生き方や働き方を選択しても、DCの拠出枠を無駄にすることなく活用する仕組みとして、生涯拠出枠を導入してはどうかというものです。例えば、現行制度で認められている拠出総額と同等の生涯拠出枠(企業型DCの加入者の場合、年間六六万円×五〇年間＝三三〇〇万円)を設定して、その範囲内で、所得や

図表12 退職準備世代に対して追加の拠出枠（キャッチアップ拠出）を設けること



生活に応じて柔軟に拠出可能とするような仕組みです。

二点目はキャッチアップ拠出です。退職を間近に控えた方の中には、さまざまな理由で過去に十分な積立ができなかった方も多く、老後に向けた資産形成に取り組もうと思っても、DCには加入者が拠出できる掛金に上限があるため、DCを活用した資産形成が十分にできないおそれがあります。米国の401kなどでは、五〇歳以上の加入者が追加的に拠出できるキャッチアップ拠出の仕組みが設けられています。

そこで、日本でも同様に、一定年齢以上の方に追加の拠出枠を設けてはどうかと考えます。例えば、一定額の追加の拠出枠を設定したり、あるいは過去に使わなかった分に応じた個別の拠出枠を追加で設定するような方法です（図表12）。

三点目は投資アドバイスについてです。金融事

業者は、「顧客本位の業務運営に関する原則」に基づいて、金融商品、サービスの提案を行うことが求められています。また、運営管理機関は加入者等に対して忠実義務を負います。しかし、確定拠出年金法上、運営管理機関は加入者に対して個別の運用商品について具体的なアドバイスを行うことは認められていません。例えばコールセンターで、加入者から運用商品に関するアドバイスを求めるような問合せが寄せられても、運営管理機関としては踏み込んだ回答ができません。加入者の意向やライフプランを踏まえた資産形成を具体的にサポートするためにも、運営管理機関による個別の投資アドバイスを行えるよう検討すべきと考えております。

四項目は指定運用方法についてです。我が国では、二〇一六年の改正によって、二〇一八年に指定運用方法という制度が導入されました。指定運

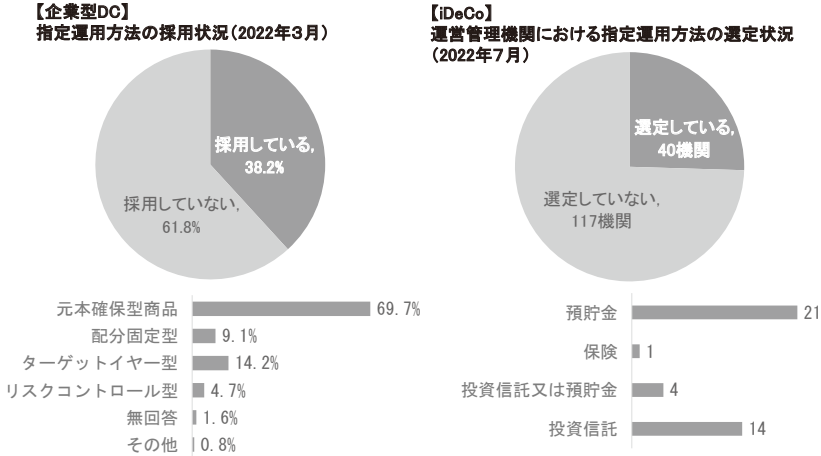
用方法は、加入者がDCに加入した後、運用商品の指定をしないまま一定期間が経過した場合に自動的に購入される商品（いわゆるデフォルト商品）です。厚生労働省の法令解釈通知では、この指定運用方法について、「DC制度の趣旨を踏まえ、高齢期の所得確保に資する運用を目指すものであることが求められる」とされています。

しかし、選定状況を見ると、企業型DC、DCのいずれも、選定をしていない事業主や運営管理機関の割合が多いうえに、選定したとしても、元本確保型商品を選ぶ割合が多くなっています（図表13）。皆さんも御存じのとおり、元本確保型商品は長期・積立・分散投資の効果が小さく、物価上昇時に購買力が低下するといったインフレリスクがあります。

ですから、例えばターゲットデットファンド（加入者の年齢に応じて運用資産の比率を変える

図表13 指定運用方法の実績にもとづく検証と見直し

➤ 企業型DCでは、選定されている指定運用方法の多く(69.7%)は預金等の元本確保型商品(2022年3月)。iDeCoでは、選定されている指定運用方法の過半数が元本確保型商品(2022年7月)。



〔出所〕 企業年金連合会及び国民年金基金連合会公表資料

ファンド、退職する年に向けて徐々にリスクが低くなっていくファンド)のような長期的な資産形成に適した指定運用方法を選定することが有用と考えています。制度の導入からちょうど五年が経過したところであり、制度の目的を踏まえた見直しを行うことが重要です。DC専用ファンドの運用実績を調べたところ、二〇年間、毎月積立投資を行った場合、いずれの保有類型でも、元本確保のみで運用した場合よりも運用実績が高くなっています。

また、米国では、商品を選択できない加入者の受け皿を整備する中で、労働省規則により「適格デフォルト商品(QDIA)」が定義されました。当時、デフォルト商品としてターゲットデートのファンドなどを設定した場合、事業主が元本割れの責任を問われる問題がありました。この適格デフォルト商品の要件を満たす商品を選択して

いれば、加入者が損失を被ったとしても、事業主は免責される措置（セーフハーバー）が盛り込まれました。

事業主の免責について、我が国では、指定運用方法が適用された場合、あくまでも「加入者本人が指定運用方法を運用の方法とする運用の指図を行つたものとみなされる」とされていますが、必要に応じて、事業主のセーフハーバーについて一層の明確化を図ってはどうかと考えています。

米国の適格デフォルト商品として定義された商品タイプは四種類ありますが、労働省では、「長期的な観点からすればリターンが低い」などの理由から、適格デフォルト商品としての元本確保型商品の設定を、加入当初の一二〇日間のみに限定しています。

日米のDCの商品の選択状況を比較すると、日本における元本確保型の割合は米国よりも大幅に

高く、経済成長の果実の取込みが不十分になるおそれがあります（図表14）。長期的な資産形成に適した仕組みを活用していくことが重要だと考えます。

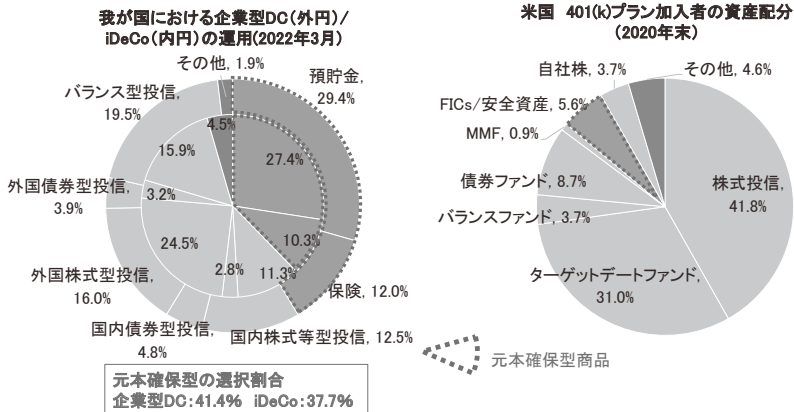
五項目は自動加入についてです。日本ではDCの加入者数自体は増加傾向ですが、国民全体から見るとごく一部であり、加入者の拡大の余地はまだ大きいと考えます。先ほども申しましたように、今後、DCを活用した高齢期の所得の確保はますます重要になります。制度を知らなかったり、加入に踏み切れずにその機会を逃してしまう方々が出ない仕組みが必要です。

そこで、DCへの自動加入と、自動加入を希望しない場合にはオプトアウト（加入しない）という選択ができる仕組みを導入することも一案と考えます。

従業員が私的年金に自動加入する仕組みが既に

図表14 指定運用方法の実績にもとづく検証と見直し

- DCの商品選択では、元本確保型商品の選択割合が企業型DCで41.4%、iDeCoで37.7%であり、米国401(k)プランと比較しても大幅に高い。
- そのため、DC加入者において経済成長の果実の取り込みが不十分となるおそれ。



〔出所〕 運営管理機関連絡協議会統計資料

〔出所〕 ICI, "RESEARCH PERSPECTIVE"

* ICI公表のデータでは合計しても100%とならなかったため、「その他」に差額を入れて調整している

導入されている英国とオーストラリアを見ると、英国では全ての企業に対して、従業員を的確な年金スキームに自動加入させることを義務づけるペンションアクト(Pension Act)が施行され、加入者数、加入率が急激に上昇しています。

また、オーストラリアについても、全ての企業に対して従業員をDCに加入させる義務が課されており、そのDC制度であるスーパーアニュエーションの残高が増加しています。年代別の加入率を見ても、現役世代の八割超が加入しています。

我が国でも、こうした制度を参考にした議論が重要だと考えます。

六点目は拠出可能年齢等についてです。二〇二二年に公表された「資産所得倍増プラン」でも、加入可能年齢及び受給開始年齢上限の引上げについて言及がありました。

具体的な提案として、一つ目は、高齢者の就労

期間が延びていることを踏まえ、iDeCoへの加入可能年齢を七〇歳まで引き上げること、二つ目は、加入可能年齢の引上げが実現する場合、受給開始年齢の上限も引き上げることとを挙げています。現行制度上、DCの受給は七五歳までに始めなければなりません、もし七〇歳まで加入が可能になれば、運用期間が十分に確保できない可能性もあるため、一定の運用期間を確保する観点から、受給開始年齢の上限も引き上げてはどうかと考えます。

最後に、そのほかに証券業界として提案するものをご紹介します。

初めに、iDeCoの各種手続の簡素化・迅速化、事務手続の効率化についてです。iDeCoの各種手続については、これまでも厚生労働省や国基連（国民年金基金連合会）においてさまざまな改善がなされていますが、iDeCoの事務手続が依然と

して複雑・煩雑であるとの声も寄せられています。今後、iDeCoの更なる普及に向けて、例えばマイナンバーを活用して手続が簡素化できれば、加入者の利便にもつながります。

続いて、DCへの拠出可能額の見える化です。DCの拠出可能額は、他制度の加入状況や事業主拠出額によって異なるため、自分がDCに幾ら拠出できるのか、加入者本人にわかりづらい場合があります。積極的に加入・拠出できるようにするためにも、各自の拠出可能額を「ねんきん定期便」などで見える化してはどうかというものです。

三点目は、中小事業主掛金納付制度（iDeCo＋（プラス））の対象企業の要件緩和です。iDeCo＋とは、一定規模の中小企業において従業員がiDeCoに加入している場合、その事業主が上乗せして掛金を拠出できる仕組みです。中小企業の場合

合、自社で退職金や企業年金などの退職給付の制度を導入できないケースも多く、iDeCo+は、それらの従業員の老後資産を確保するための支援制度であり、その導入企業は増加しています。現行制度では従業員三〇〇人以下の企業が対象ですが、三〇〇人超の規模でも退職給付制度のない企業がiDeCo+を使えるよう、要件を緩和すべきと考えています。

四点目は資産の取崩しと運用を両立するための投資教育、制度整備等を行うことです。DCの老齢給付金は、一時金として受け取る方法と年金として受け取る方法がありますが、企業型DC、iDeCoとも、年金よりも一時金で受け取る方が多い状況です。ただ、一時金として受け取った老齢給付金を現金・預金で保有しながら使っていくと、その資産は目減りする一方です。老後資産を有効活用するためにも、受け取った老齢給付金を

運用しながら取り崩していく、あるいは年金として受け取りながら運用を続けていくことが、資産寿命の長期化の観点から重要で、そのことを理解いただく投資教育を検討していくべきと考えています。さらに、現行の制度では、DCの口座内の資産（個人別管理資産）は現金で受給することになっています。これを有価証券のまま受給することも、運用と取崩しの両立という観点から有効だと考えます。

最後に、運用指図者や自動移換者への投資アドバイスなどについてです。運用指図者とは、DCに個人別管理資産はあるが毎月の拠出は行っていない、過去に積み立てた資産の運用だけを行っている方です。自動移換者とは、もともと企業型DCに加入していた方が、転職や退職時に個人別管理資産を移換する手続を行わなかったために、資産が現金で管理されている方のことで、資産が運

用されずに目減りしていきます。

iDeCoの加入者は順調に増加している一方で、運用指図者も自動移換者も少しずつ増加しています。運用指図者の運用方法は、加入者に比べると元本確保型の割合が多く、資産運用の効率が悪くなっていますが、背景として運用への関心が低いとか、制度をよく知らない可能性も考えられるので、アドバイスや制度周知が重要です。

また、自動移換者の増加も問題です。自動移換者の場合、資産が国民年金基金連合会において現金で管理される上、一定の手数料が差し引かれて、既に資産がゼロになっているような方も多くいらつしやいます。特に、今後はライフコースが多様化し、これまで以上に転職される方が増えると見込まれます。既に自動移換者になっている可能性のある方に対する制度周知はもちろん、自動移換者をこれ以上増やさない対応も重要です。企

業型DCに加入されていた方が転職や退職をした場合には、自動的にiDeCoに移換する仕組みを導入することも考えられます。

以上が、証券業界として考えるDCの改革案です。

DCを含む私的年金制度については、二〇二四年の財政検証の結果も踏まえて検討される予定であり、企業年金・個人年金部会の議論は既に始まっています。二〇二三年四月に開催された厚生労働省社会保障審議会の企業年金・個人年金部会では、「今後の検討における主な視点(例)」として次の三点が示されています。

① 国民の様々な働き方やライフコースの選択に対応し、公平かつ中立的に豊かな老後生活の実現を支援することができる私的年金制度の構築。

② 私的年金制度導入・利用の阻害要因を除去

図表15 第21回社会保障審議会企業年金・個人年金部会で示された「今後の検討における主な視点（例）」に関する具体的な考え方に沿った分類

視点① 国民の様々な働き方や ライフコースの選択に対応し、公平かつ中立的に 豊かな老後生活の実現 を支援することができる 私的年金制度の構築	1. 加入可能年齢及び受給開始年齢上限の引上げ
	2. 拠出限度額の更なる拡充
	3. 退職準備世代に対して追加の拠出枠（キャッチアップ拠出）を設けること
	4. 生涯拠出枠と自由度の高い年間拠出限度額の導入
視点② 私的年金制度導入・利 用の阻害要因を除去し、 より多くの国民が私的年 金制度を活用することが できる環境整備	5. その他 ・マッチング拠出の弾力化 ・老齢給付金の受給要件の緩和 ・DCIに係る特別法人税を撤廃すること
	1. iDeCoの各種手続き簡素化・迅速化、マイナンバー活用も含め事務手続き効率化
	2. DCへの拠出可能額をねんきん定期便等に見える化
	3. 中小事業主掛金納付制度の対象企業の要件を緩和すること
視点③ 制度の運営状況を検証・ 見直し、国民の資産形 成を促進するための環 境整備	4. DCへの自動加入・オプトアウトの仕組み検討
	5. その他 ・中途引出要件の緩和 ・国民年金の第3号被保険者がiDeCoに拠出した掛金を配偶者の所得から控除可能とすること ・財形年金貯蓄からiDeCoへの移換を可能とすること ・中途退職に伴う退職一時金について企業型又はiDeCoへの移換を可能とすること
	1. 指定運用方法の実績にもとづく検証と見直し
	2. 運営管理機関による加入者への個別の投資アドバイスを可能とすること
	3. 資産の取崩しと運用を両立するための投資教育、制度整備等を行うこと
	4. 運用指図者や自動移換者への投資アドバイス、教育の方策等を検討すること

し、より多くの国民が私的年金制度を活用することができると環境整備。

③ 制度の運営状況を検証・見直し、国民の資産形成を促進するための環境整備。

最後に、本日御説明した証券業界としての提案を、この三つの視点に沿って分類したものを紹介します（図表15）。二〇二三年六月に開催された企業年金・個人年金部会においては、本協会、投資信託協会、全国証券取引所協議会の連名で証券業界としての考え方を説明させていただきました。

私からの説明は以上です。

○岳野 前半で、私的年金制度の発展について日米を比較し、それを受けて、二〇年遅れで動いている我が国の私的年金、DC・iDeCoについて、米国の経験から検討すべきことを中心に御説明し

ました。加えて、我が国の私的年金の現状を踏まえて、証券三団体として考えられる提案をしております。

補足をさせていただきますと、日本のDCの限度額は少なく、米国は多いと言われます。我が国の税制のこれまでの経緯や現状、例えば退職一時金に対する優遇があるとか、公的年金等控除があるとか、いろいろな課題があつて、財政当局も年金当局も、そういったことは承知のうえ、少しでも改善していこうと努力をしています。したがって、改善は進みますが、遅々としてしか進まないのではないかと考えています。

そうした中で、限度額について大幅増額を要望することはあまり意味がないと思っています。先ほども御説明しましたが、企業型DCの場合、生涯で三三〇〇万円の限度額があり、しかも所得控除ですから決して少くない金額です。NISA

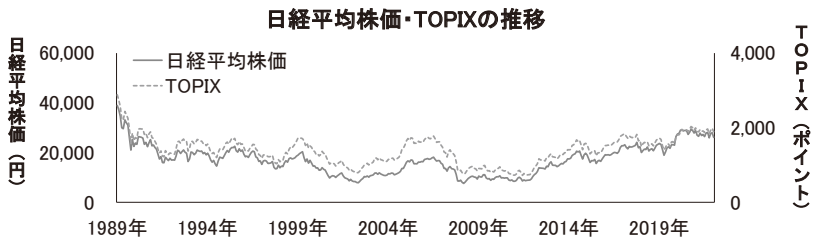
が一八〇〇万円が多いと言われますが、課税後所得からの拠出であるのに対し、企業型DCについては、二〇歳から七〇歳まで掛ければ三三〇〇万円の所得控除があるわけです。従って、限度額の議論をするよりは、むしろ公平性、特に世代間の公平であつたり、加入・非加入の格差をなくすことを中心に提案しています。

特に、証券会社は普及する立場にあり、運営管理機関等として収益を上げようというよりは、手数料をほぼゼロにして、DC制度が国民にしっかりと普及するように努力していこうという取組みをしています。そういうことで、今申し上げたような普及や公平性の確保、手続の簡素化に重点を置いた要望をしています。

今後の資産形成にとって重要なポイントとしては、長期・積立・分散投資の効果をしっかりと認識することです。バブルのピーク時から日経平均株

図表16 長期・積立・分散投資の効果（日経平均株価・TOPIX）

1989/12～2022/12 の投資パフォーマンス	日経平均株価		TOPIX		銀行預金
	1万円／月の 積立投資	同額を 一括投資	1万円／月の 積立投資	同額を 一括投資	1万円／月を 預け入れ
総積立金額(元本金額)	397万円				
2022年12月末時点の 時価評価額	684万円 (+72.3%)	266万円 (▲32.9%)	579万円 (+45.8%)	261万円 (▲34.3%)	415万円 (+4.5%)

銀行預金
預入れの1.6倍銀行預金預入
れの1.4倍(注)銀行預金は、年末時点
の残高に当時の定期金利利
回りを適用して計算(複利)。

〔出所〕 日本銀行、日本取引所グループ、日本経済新聞社

価、あるいはTOPIXに連動するETFなどの投資信託があったとして、それに積立投資をしていれば、一括投資あるいは預金よりも有利でした。例えば日経平均株価に連動する投資信託に毎月一万円ずつ積立投資をしたとすると、昨年末での時価評価額が六八四万円、投資元本三九七万円に対してプラス七二・三%です(図表16)。毎月預金で預け入れていれば四一五万円で、その差額は二六九万円です。

強調したいことは、バブル崩壊後のデフレ経済下において、預金による資産形成が有利であるという見方が広く流布したことが、我が国の資産形成をゆがめてきた根本原因ではないかということです。もちろん物価で割り引いた実質価値を維持できるという意味で、最低限の運用ではあったと思いますが、名目価値は積立投資によってしっかりと増やせたわけです。日経平均株価がまだ三万

八〇〇〇〇円に回復していなくても、長期の積立投資をすることによって、七〇〇〇〇円の時も買うことで簿価が下がり、二〇二二年末の株価で十分な資産価値が得られたわけです。こういったことをしっかりと認識していくことが重要だと思います。

本協会としては随分前からこういうことを訴えていたのですが、八月二一日の日経新聞に「二〇〇〇兆円の機会損失」という報道がありました。二〇〇二年から、個人金融資産ベースで預貯金の増加分の二分の一を日本株に均等に投資したとすると、二〇二二年末の個人金融資産は二四三〇兆円で、現状より三九〇兆円多くなった。さらに、仮に二〇〇一年度末の個人金融資産における株式や投資信託の比率が米国並みだったとすると、二〇二二年度末での我が国の個人金融資産は三九〇兆円に膨らんでいたはずだとされていました。

こういった資産形成の基本的な考え方の誤りが四〇〇〇兆円と二〇〇〇兆円の差になった。このことを国民の皆さんにしっかりと理解していただいて、投資による資産形成に取り組んでいける国になってほしいと思います。

そのために、本協会としては、証券三団体で連携して、引き続き国民の資産形成を推進する活動をしていきたいと考えています。

以上、少しお話が長くなりましたが、この後、御質問、御意見を頂戴できれば幸いです。

長時間、御清聴いただきまして、ありがとうございます。（拍手）

○森本理事長 岳野さん、野中さん、國吉さん、大変緻密なデータに基づく御説明をありがとうございます。

それでは、質問、御意見をいただきたいと思います。

ます。

○質問者A 大変詳しい御説明をありがとうございます。

ある証券会社の経営者が東京大学に一〇億円寄附して、資本市場の活性化、資本市場を研究する組織をつくるという話があります。彼は、「資本市場の活性化が目的ではない。資本市場を活用して日本の生産性や競争力をどう上げるかが目的である」と言っています。

これから日本は財政破綻、地震、インフレの時代が来る中で、果たして今後二〇年、三〇年、マインナーチューニングだけやっていて、将来に不安はないのか。もっと大胆な発想で日本をどうすると言っているやらないと。若い世代の人が将来に不安がないのかなというのが率直な質問です。

もう一つ、今年の金融庁の税制改正要望は、日本の競争力の向上や生産性向上、資産形成につな

がりますか。

○國吉 今後もそれなりに社会経済の状況は変化していくとは思いますが、金融経済教育を通じて、長期・積立・分散の重要性の理解を広めていくことが重要と考えています。

○岳野 二番目の金融庁の税制改正要望の評価については、お立場によっていろいろ考えがあると思いますが、少なくとも昨年、NISAの抜本的拡充・恒久化をしっかりとやっていただいております。税制についてはさまざまな課題があります。特に証券関係であれば、今年の金融庁の税制改正要望について、これが足りないということを申し上げることはないと思っています。

○森本理事長 確定拠出年金制度に対する提案は、いずれももつともだと思えますが、今年から来年にかけての年金の見直しの中で、特にどれが実現しそうなのでしょうか。

○**岳野** 議論は始まったばかりなので、何がということは難しいのですが、拠出可能年齢等の引上げについては、資産所得倍増プランのときから頭出しされている項目ですので、何らかの前進は当然あると考えております。

○**森本理事長** デフォルト商品に関しては、改善の余地が大きいと思うのですが、改良の見込みは高いのでしょうか。

○**岳野** 二〇一六年の改正とその後のフォローで議論が進んできている中で、労使の考えもあつて、米国のデフォルト商品の扱いは大きく異なる現状です。そこが大きく進むかどうかについては、今のところ、特定の方向性について申し上げるところまでまだ来ていないと考えております。

一方で、企業型DCやDeCoにおける運用商品の比率を見ますと、元本確保型が減って、リスク性資産の割合は着実に増えてきているので、制

度の議論をするよりも、現実の加入者の知恵のほうが早いのではないかと感じています。

いずれにしても、前回の社会保障審議会企業年金・個人年金部会のヒアリングでは、我々証券三団体だけではなく、全国銀行協会等からもこの指定運用方法についての意見が出されていますので、何らかの議論が進展していく可能性はあると思います。繰り返しになりますが、今の段階であり確定的なことを申し上げますが、今の段階であらうくらいで御容赦ください。

○**質問者B** 今日は、米国との比較を踏まえて、年金制度と資本市場の関係を非常に丁寧に整理されて、大変ありがたいと思います。

日本の公的年金は、今五〇兆円以上払われています。税金と保険料を通じて、GDPの一〇%近い移転が起こっていて、実際その分は資本が形成されていません。これは確定拠出年金に限らず、

確定給付型も同じだと思うのですが、民間の金融制度を通じて退職後の生活を賄うことによって、具体的な資本が形成されてくれば非常に大きい。

この五〇兆円のうちの何分の一かを民間の制度によって賄うことになれば、仮に預金を通じた制度であっても、資本形成につながるだろうと思います。しかも分散して積み立てていくことで、リスク管理しながら形成できますので、マクロ経済的に考えてもこの辺は非常に大きな課題で、そこに早く注目していたのが米国や英国だと思います。それが行き過ぎるとまずい部分もあるかもしれませんが、公的な部分に偏り過ぎていくところが日本の活力を奪っているのではないでしょうか。現役で働いている人から五〇兆円も退職者のほうに払っていることになりますので、その辺も強調していただいたらいいのではないかと思います。

○**岳野** より広い視野での御指摘をいただき、誠

にありがとうございます。今後、さらに勉強して、もう少し視野を広げた議論ができるようにしたいと思います。

○**森本理事長** 皆さん、鋭い御意見をありがとうございます。ございました。

それでは、本日の「資本市場を考える会」は以上とさせていただきます。

改めて、岳野さん、野中さん、國吉さん、大変ありがとうございました。（拍手）

（たけの まりお・日本証券業協会副会長）

（のなか みさと・日本証券業協会
政策本部証券税制部課長）

（くによし かなみ・日本証券業協会
政策本部企画部課長）

（本稿は、令和五年九月五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。）

国民の資産形成と資本市場の機能発揮について

岳 野 万里夫 氏

御 略 歴

2015年7月日本証券業協会専務理事、2019年7月同副会長・専務理事、2023年7月同副会長（現職）。

下記を担当。

- ・投資による資産形成の促進に向けた取組み（NISA等の税制改正要望、金融・証券知識（リテラシー）の普及・啓発活動）、
- ・我が国の金融資本市場の機能・競争力の強化（国際金融センター構想、証券決済システムの整備、デジタルトランスフォーメーション（DX）の促進）
- ・証券業界のSDGsの達成に向けた取組み（SDGs債等のサステナブルファイナンス推進、会員の働き方改革・ダイバーシティ推進、子供の貧困対策支援、国内外のパートナーシップの強化）、
- ・グローバルな情報発信・連携の拡充（証券サミット、アジア証券人フォーラム（ASF）等）、
- ・その他証券会社及び証券市場の健全な発展を推進する取組み（調査研究、広報、会員交流、BCP対策）

1979年大蔵省（現：財務省）入省後、同省・金融庁等において、マクロ経済分析、財政政策、金融・証券市場制度の企画立案、個別の監督・市場監視等に携わる。

野 中 美 里 氏

御 略 歴

2009年4月日本証券業協会入職。証券教育部、規律審査部、金融庁（出向）、エクイティ市場部を経て、2020年7月証券税制部上席調査役、2021年7月同課長（現職）。

國 吉 愛 美 氏

御 略 歴

2011年4月日本証券業協会入職。監査1部、広報部、公社債・金融商品部、SDGs推進室を経て、2020年7月企画部上席調査役、2023年7月同課長（現職）。