

平成 25 年度総合調査研究

「個人資産の運用分析を通じた世界的な
視野での産業金融の枠組みに係る検討」
報告書

平成26年3月

株式会社野村総合研究所

-目次-

第Ⅰ章	わが国の家計金融資産の現状	2
第1節	わが国の家計金融資産の現状.....	2
1.	家計金融資産の構成	2
2.	家計金融資産におけるリスク性資産.....	3
第2節	海外主要国の状況	5
1.	家計金融資産の国際比較	5
2.	リスク性資産の保有割合の長期的推移	7
3.	米国・カナダでリスク性資産の保有が増加した背景	8
第Ⅱ章	わが国における個人向けリスク性資産の現状.....	12
第1節	上場株式.....	13
第2節	投資信託.....	16
1.	株式投資信託（除く ETF）	17
2.	公社債投資信託.....	22
3.	ETF.....	23
4.	REIT.....	25
5.	規模拡大の可能性を秘める投資信託.....	26
第3節	リスク性資産の保有促進に影響を与えた制度	27
1.	投信の銀行窓販の解禁.....	29
2.	株式の売買委託手数料の完全自由化.....	30
3.	確定拠出年金の導入	31
4.	NISA（少額投資非課税制度）	34
第Ⅲ章	ますます重要になる自助努力による資産形成	36
第1節	問題意識と本章の要旨.....	37
第2節	分析方法.....	37
第3節	分析結果.....	40
第Ⅳ章	わが国の個人資産の課題.....	45
第1節	個人の視点からみた課題(個人の資産形成における課題)	45
1.	リスク性資産の保有に関する課題 ―投資家の裾野が広がらない―	45
2.	リスク性資産の保有に関する課題 ―短期保有に偏る―	47
第2節	金融業者の課題.....	49
1.	現在の販売姿勢に対する課題 ―顧客と利益相反し難いビジネスの推進―	49
第3節	マクロ政策的（産業政策的）な視点からみた課題.....	51
1.	市場運用に回らない退職者の資金	51
第Ⅴ章	個人資金を成長マネーに呼び込むために必要な施策.....	53

第1節	現役世代の資産形成を促進するための施策.....	53
1.	確定拠出年金制度の改善.....	54
2.	従業員持株会制度の改善.....	55
3.	NISA（少額投資非課税制度）の改善.....	56
第2節	退職金による資産運用を優遇するための施策	58

はじめに

我が国では、依然として家計が大きな資金の出し手としての地位を占め続けている。しかし、その資産構成をみると、現預金に資産が偏重しており、家計のリスク性資産への投資は僅かなものに留まっている。このため、家計が大きな金融資産を持つ我が国において、その金融資産を成長マネーに振り向けることは、家計自体の資産増大の観点のみならず、国全体としてみたリスクマネー供給の複線化などの観点からみても、意義が大きい。

上記を背景に、本調査では、我が国の特徴である家計の金融資産やその投資先である各市場の現状及び金融資産の活用に向けた阻害要因を把握した上で、我が国の家計資産の増加及び、ひいては我が国全体の成長に向けたあるべき家計資産のあり方やそれを実現する方策を考察する。

本報告書の構成は以下の通りである。

第Ⅰ章では、主としてマクロデータを用いてわが国の家計金融資産の現状について、諸外国と比較をしながら整理する。第Ⅱ章では、リスク性資産のうち家計による保有が多い上場株式及び投資信託の特徴等について深掘りする。第Ⅲ章では、将来シミュレーションにより今の現役世代が退職時に受け取る所得水準を推計した上で、リスク性資産の保有により金融資産全体の利回りを向上させる必要がある点を明らかにする。その上で、第Ⅳ章で家計金融資産の課題について、個人・金融業者・産業政策それぞれの視点から整理する。最後に第Ⅴ章では、家計によるリスク性資産の保有を促進させるために必要となる施策を提言としてとりまとめている。

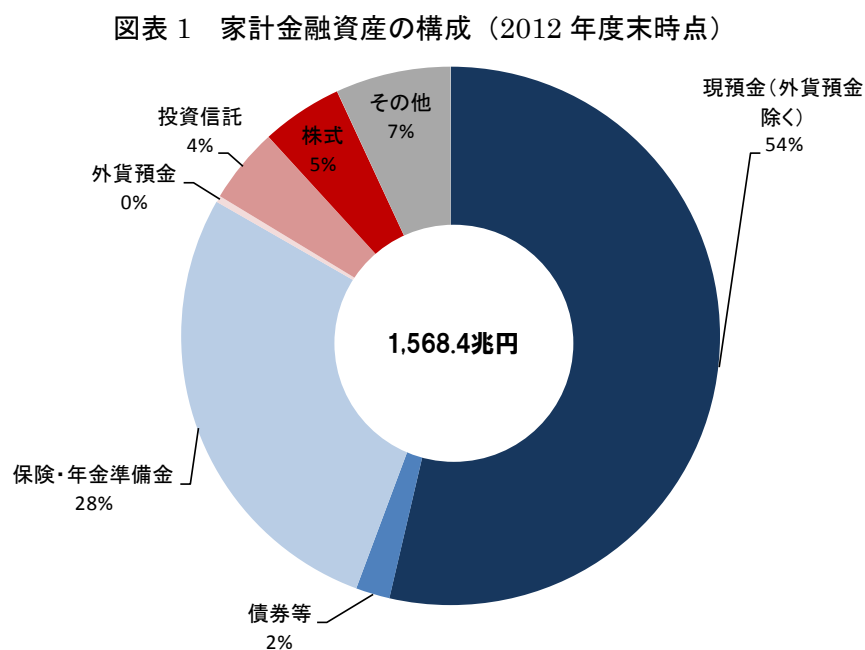
第I章 わが国の家計金融資産の現状

本章では、わが国の個人金融資産の現状を整理する。第1節では、わが国の家計の金融資産の状況を資金循環統計をベースに整理する。第2節では、海外主要国（米国・英国・ドイツ・カナダ）との比較を行った上で、米国・カナダにおいて家計によるリスク性資産の保有が増加するきっかけとなった資産形成支援制度について言及する。

第1節 わが国の家計金融資産の現状

1. 家計金融資産の構成

図表1は、日本銀行『資金循環統計』のデータを用いてわが国の家計金融資産の状況を示したものである。2012年度末時点で、家計金融資産の総額は約1,568兆円である。内訳に着目すると、最も大きいのが現預金で54%、次いで保険・年金準備金の28%であり、よく指摘されるようにわが国の家計金融資産の大半は価格変動の小さい安全資産で占められている。本報告書では、外貨預金、投資信託、上場株式の3つを「リスク性資産」として議論を進めるが、その構成比は0.4%、4%、5%と非常に低い¹。



出所) 日本銀行『資金循環統計』

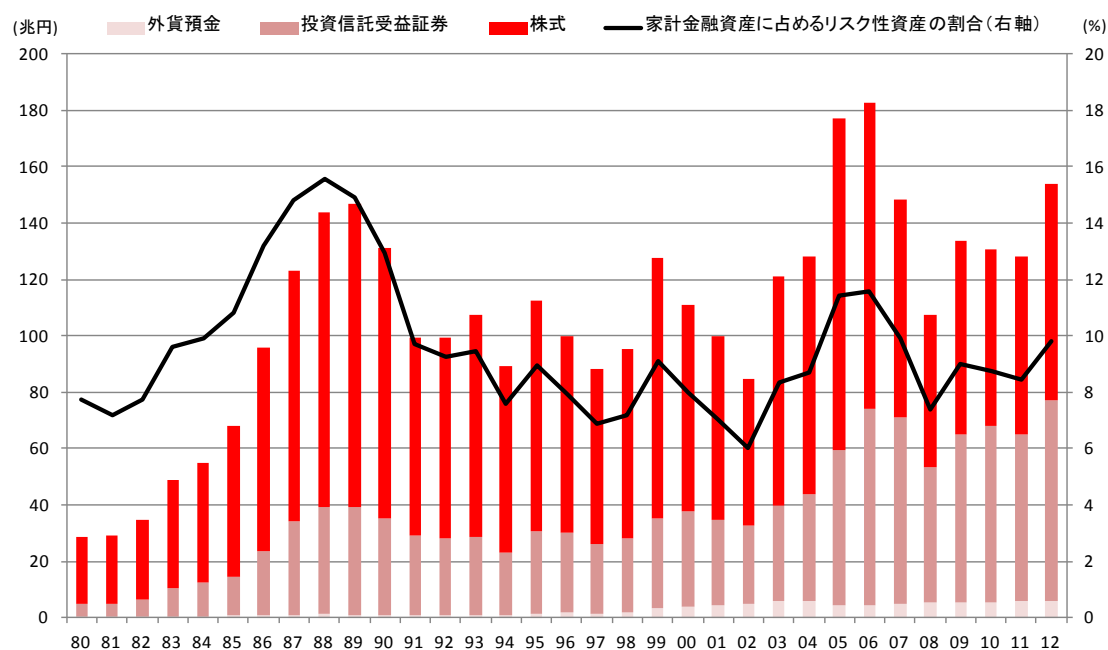
¹ 一般的に、個人（ないしは家計）がリスク性商品を保有する経路としては、企業年金や公的年金積立金、保険商品を通じた間接保有もあるが、本報告書では特にことわりのない限り、これらを含めず、直接保有している場合に限って議論を進める。

2. 家計金融資産におけるリスク性資産

家計資産に占めるリスク性資産の割合をやや長期的にみると、80年代後半のバブル期を除いて概ね10%前後で推移しており、増加していない(図表2)。ただし、ここでいう「資産残高」は時価評価に基づくものであるため、その増加(減少)が時価の上昇(下落)によるものなのか、追加的に資金が流入(流出)したことによるものなのかを区別しにくい。そこで、残高の増減要因を分解したものが次頁の図表3である。この図から、2000年以降、投資信託には資金が流入し、株式からは資金が流出する傾向が続いていることがわかる。

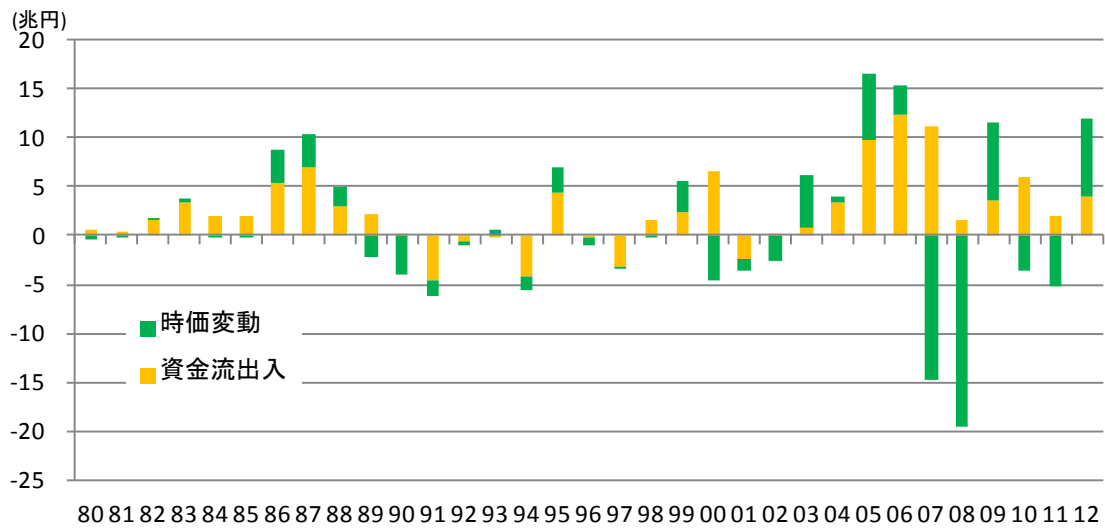
これらのことから、わが国の個人金融資産の現状として、①家計によるリスク性資産の保有は依然として進んだわけではないこと、②その一方でリスク性資産における投資信託の重要性が増してきていること、の2点に整理することができるだろう。

図表2 家計が保有するリスク性資産の残高

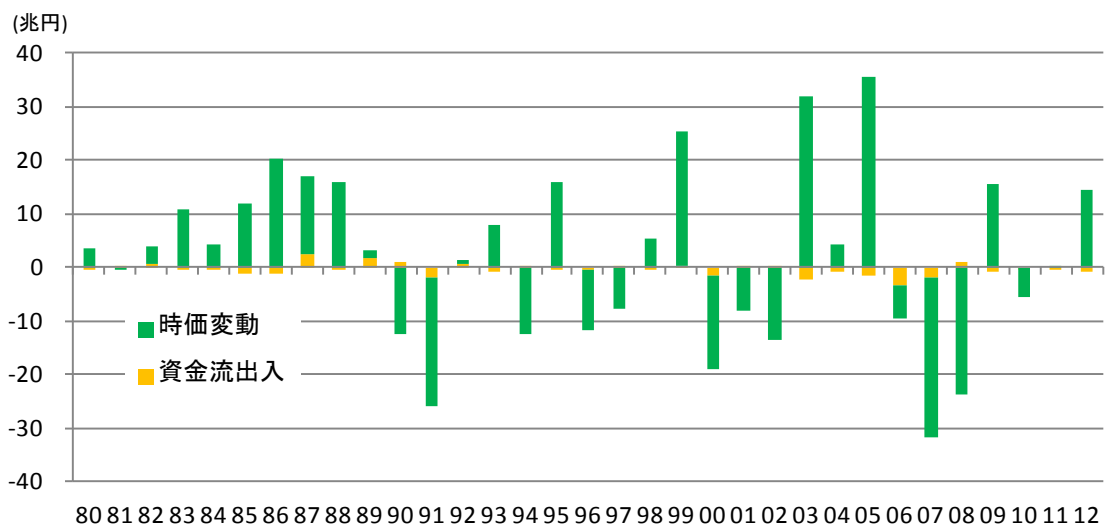


出所) 日本銀行『資金循環統計』

図表3 リスク性資産残高増減の要因分解
(投資信託)



(上場株式)



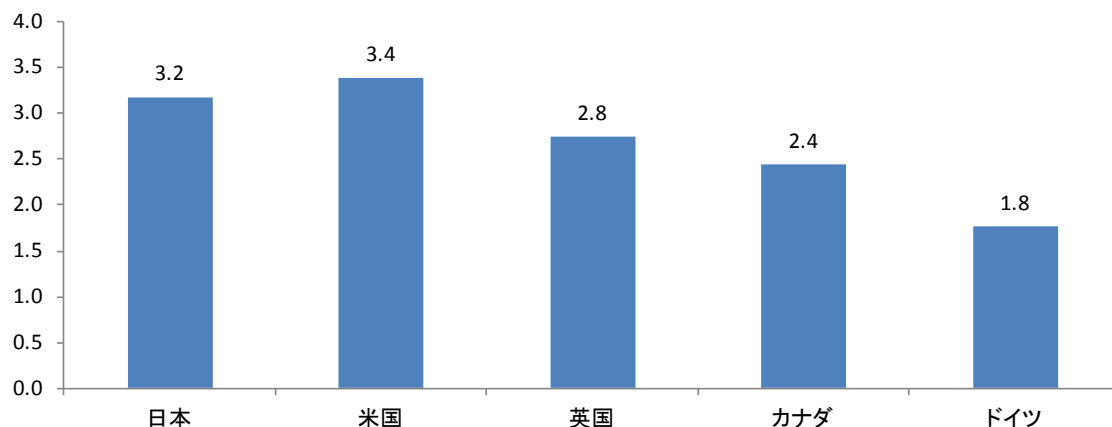
出所) 日本銀行『資金循環統計』

第2節 海外主要国の状況

1. 家計金融資産の国際比較

本節では、家計の金融資産構成の国際比較を行う。まず、家計の金融資産の対名目 GDP 比を米国・英国・カナダ・ドイツと比較したものが下の図表 4 である。これをみると、日本の家計金融資産は名目 GDP の約 3.2 倍であり、米国について規模が大きいことがわかる。ドイツの家計金融資産の名目 GDP 比は 1.8 倍と、米国の約半分程度の規模である。

図表 4 家計金融資産(名目 GDP 比)の国際比較 (2011 年)



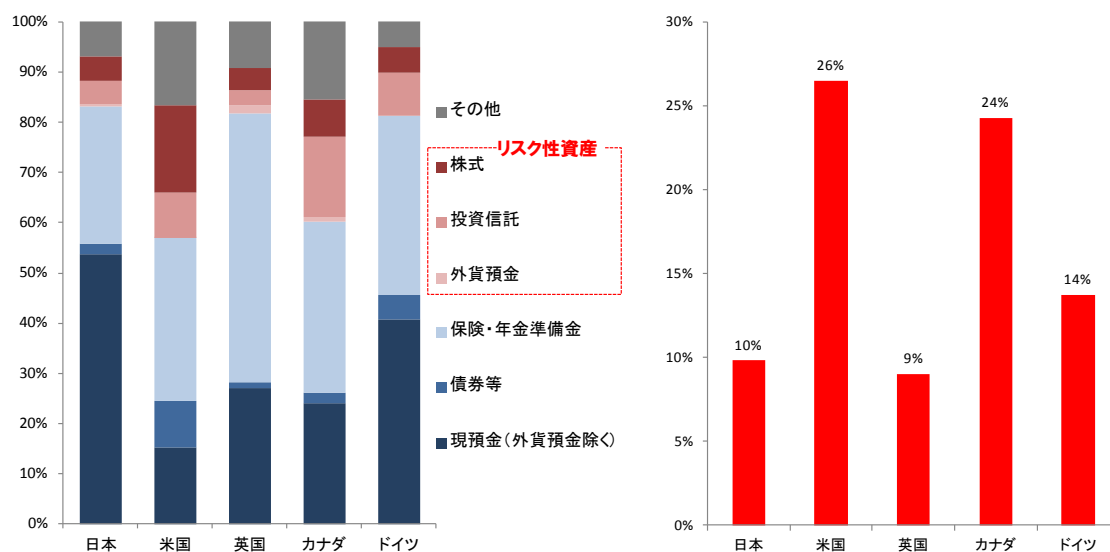
出所) 日本銀行『資金循環統計』、FRB『Flows of Funds Accounts』、ONS『The UK Blue Book』、Statistics Canada『National Balance Sheet Accounts』、Deutsche Bundesbank『Finaincial Accounts』

次頁の図表 5 は、各国の金融資産の構成と、金融資産に占めるリスク性資産（株式、投資信託、外貨預金）の割合を比較したものである。この図表から、日本や英国はリスク性資産の割合が 10%前後であり、他国と比較して非常に低いことがわかる。ただし、英国の場合は保険・年金準備金の割合が多いが、この大部分が変額年金の持ち分であると言われており、一概にリスク性資産の保有が低いとは断定できない面もある。

米国とカナダのリスク性資産の保有割合は高く、家計金融資産に占める割合はそれぞれ 26%、24%である。その内訳としては、米国では株式が、カナダでは投資信託の割合がそれぞれ高い²。

² ただし、米国の「株式」には、上場株式だけではなく非上場株式の持ち分も含まれる。

図表 5 家計の金融資産構成（左図）とリスク性資産の割合（右図）



出所) 日本銀行『資金循環統計』、FRB『Flows of Funds Accounts』、ONS『The UK Blue Book』、Statistics Canada『National Balance Sheet Accounts』、Deutsche Bundesbank『Financial Accounts』

図表 6 各国の統計資料における“リスク性資産”の定義

	出典名	採用した項目		
		外貨預金	投資信託	株式
日本	日本銀行『資金循環統計（確報）』	外貨預金	投資信託受益証券	株式・出資金のうち「株式」
米国	FRB『Flows of Funds Accounts』	Foreign Deposits	Mutual Fund Shares	Corporate Equities ^(*)
英国	ONS『The UK Blue Book』	Foreign currency deposits with UK banks, Deposits with Rest of the World Monetary Financial Institutions	UK mutual funds shares	Quoted UK shares
カナダ	Statistics Canada『National Balance Sheet Accounts』		Mutual Funds shares	Listed shares
ドイツ	Deutsche Bundesbank『Financial accounts』		Mutual Funds	Shares ^(*)

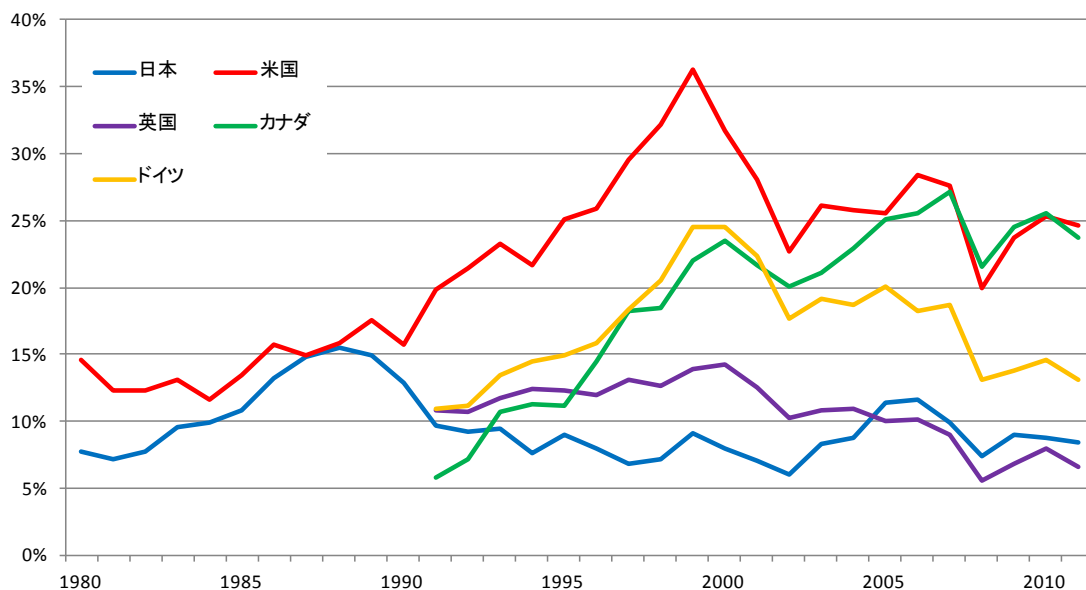
(*)上場株式に加え、非上場株式持ち分も含まれる

2. リスク性資産の保有割合の長期的推移

下の図表 7 は、各国の家計金融資産に占めるリスク性資産の割合の推移を示したものである。米国では、1980 年代から上昇し、90 年代以降は一貫して 20% 超の割合が維持されている。日本では、80 年代後半の資産バブル期には上昇したが、バブル崩壊とともに低下し、その後は 10% 前後で推移している。英国では日本と同様 10% 前後で推移しており、直近に限れば日本よりも低い。カナダ及びドイツでは、1990 年代を通じてリスク性資産の割合が増加したが、2000 年代に入ってから動きは対照的である。すなわち、カナダは米国とほぼ同じ水準まで上昇を続けたのに対し、ドイツは低下に転じた。

もちろん、これらの動きは時価変動の影響を強く受けるが、それを除いたとしても米国の 80 年代とカナダの 90 年代でリスク性資産の保有が増加したことは注目すべきである³。そこで次項では、米国とカナダでリスク性資産の保有が増加した背景となる制度変更について詳述する。

図表 7 金融資産に占めるリスク性資産の割合の推移



出所) 日本銀行『資金循環統計』、FRB『Flows of Funds Accounts』、ONS『The UK Blue Book』、Statistics Canada『National Balance Sheet Accounts』、Deutsche Bundesbank『Financial Accounts』

³ 米国では、1980 年から 2012 年にかけて株価の水準は約 11 倍になった一方で、家計によるリスク性資産の保有残高は約 15 倍に増加した。つまり、株価上昇を上回るスピードで家計によるリスク性資産の保有が進んだといえる。カナダにおいても 1991 年から 2012 年にかけて株価は 3.5 倍、家計によるリスク性資産の保有残高は 17 倍に増加した。

3. 米国・カナダでリスク性資産の保有が増加した背景

米国には、IRA (Individual Retirement Account) と呼ばれる個人年金勘定が存在する⁴。この制度は、自助努力による資産形成を支援することを目的に 1974 年に創設されたものであり、70.5 歳までの所得のある者及びその配偶者（専業主婦含む）が加入することができる。

カナダにも、RRSP (Registered Retirement Savings Plans) と呼ばれる個人年金勘定が存在する。創設は 1957 年であり、当初は自営業者を対象としていたが、その後加入対象が被用者まで拡大された。

前述の通り、米国は 1980 年代、カナダは 1990 年代にそれぞれ家計によるリスク性資産の保有割合が上昇したが、この背景にはそれぞれ IRA 及び RRSP の制度改正があった。次項では、この点について詳述する。

図表 8 IRA と RRSP の概要

	(Traditional) IRA	RRSP
創設時期	1974 年	1957 年
加入資格	70.5 歳までの所得のある者及びその配偶者（専業主婦も可）	71 歳までの所得のある者及びその配偶者（専業主婦も可）
加入者数	5,250 万人 (2010 年)	595 万人 (2011 年)
資産残高	5.5 兆ドル (2012 年末)	9,280 億ドル (2012 年末)
拠出限度額 (2014 年 3 月現在)	50 歳未満: 5,500 ドル/年 50 歳以上: 6,500 ドル/年	23,820 ドル又は前年年収の 18%のうち、少ないほう
	未使用枠の繰越	認められていない
税制	拠出時	非課税
	運用時	非課税
	給付時	課税
中途引出	可能（ただし、一定の要件を満たさない場合、所得税率は 10%ポイント引き上げられる）	可能（一定の要件を満たせば一時的に借入れが可能、それ以外の場合は引き出し金は他の所得と合わせて課税される）
他制度からの資産移管	可能	認められていない

出所) Internal Revenue Service、Canada Revenue Agency

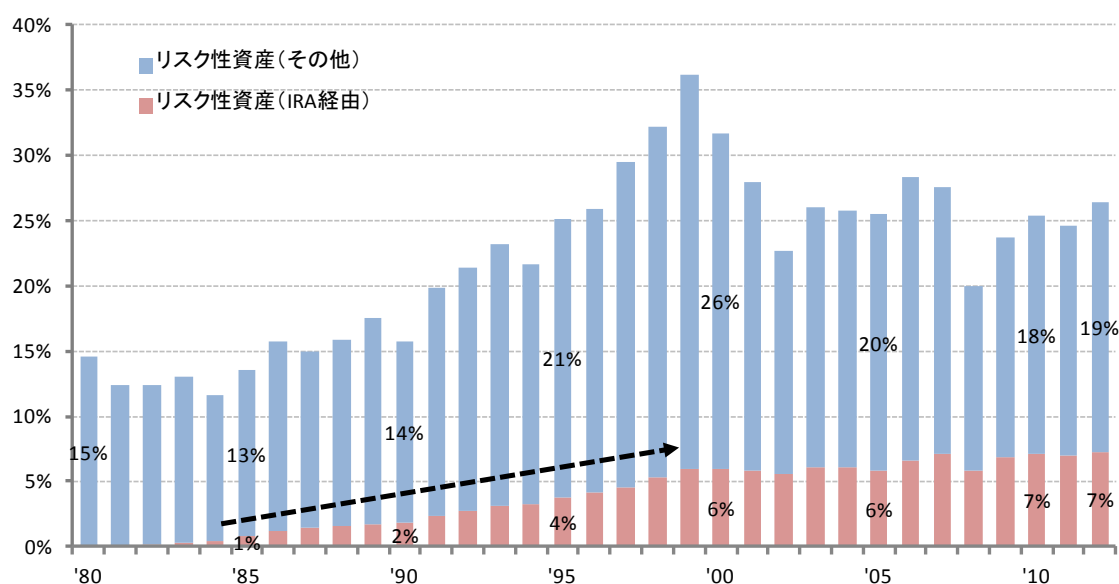
⁴ ここでいう IRA とは、Traditional IRA を指す。

① 米国 IRA ー所得のある全ての人が対象にー

米国のIRAは、設立当初は自営業者のみ利用可能であり、企業年金がある企業に所属する従業員は利用できなかったが、1981年の経済回復租税法（Economic Recovery Tax Act）により、所得のある全ての人が対象になった。この法律は第1期レーガン政権が制定したものだが、同政権の経済政策は70年代に進行したスタグフレーションを克服するために、投資や労働供給の促進を通じてサプライサイドの強化を図るものだった。IRAの対象が拡大された背景には、家計の貯蓄を奨励し、経済全体の投資を底上げする目的があったと言われている⁵。

結果的に、米国家計によるリスク性資産の割合は80年代を通じて上昇した。家計によるリスク性資産の保有割合をIRA経由とそれ以外で保有されている分に分解すると、前者の比率が1980年代以降上昇していることがわかる（図表9）。

図表9 米国家計によるリスク性資産の保有割合の推移



注) リスク性資産 (IRA 経由) は Mutual Funds('89 年までは MMF を含む) と Other assets (個別株式、個別社債,ETF 等)。

出所) FRB “Flows of Funds Accounts”、ICI “Investment Company Fact Book(2013)”

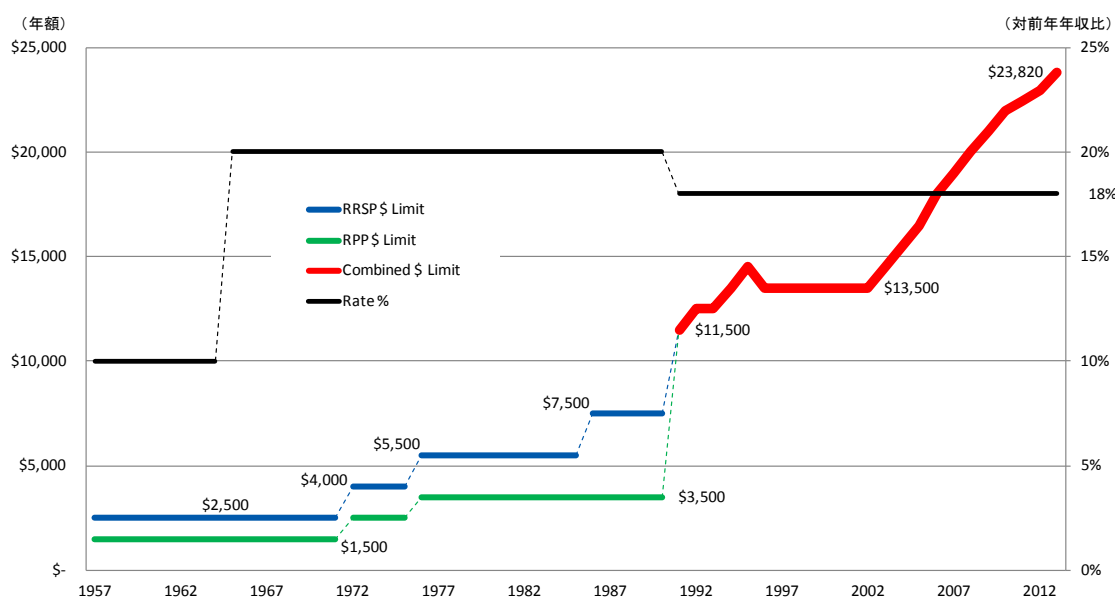
⁵ レーガン政権による税制改革については、内閣府政策統括官(2002)「海外諸国における抜本的税制改革の事例について」(政策効果分析レポート)に詳しい。

② カナダ RRSP ー使い残した枠の繰り越しが可能にー

カナダRRSPにおける重要な制度変更は、1991年の所得税法（Income Tax Act）の改正である。この法改正により、（ア）個人年金であるRRSPと企業年金であるRPP（Registered Pension Plans）の拠出限度額を合算する、（イ）使い残した拠出枠の繰越し（無期限）を認める、（ウ）拠出限度額は物価水準に応じてスライドさせる、といった制度上の変更が実施された。この変更が実施されたのは、働き方（自営業かサラリーマン）や年金プラン（DB⁶とDC）による税制上の格差が生じていたこと、一生涯を通じた拠出限度枠においても格差が生じていたこと、拠出限度額が実質ベースで目減りしていたこと、などが問題視されていたことによる⁷。

91年以降は、RRSPの資産残高は堅調に増加している（図表11）。また、カナダ統計局の調査では、RRSPの投資対象で投資信託が最も大きいことが明らかになっており、リスク性資産への投資チャネルとしてRRSPが重要な役割を果たしているといえる⁸。

図表 10 RRSP の拠出限度額の推移



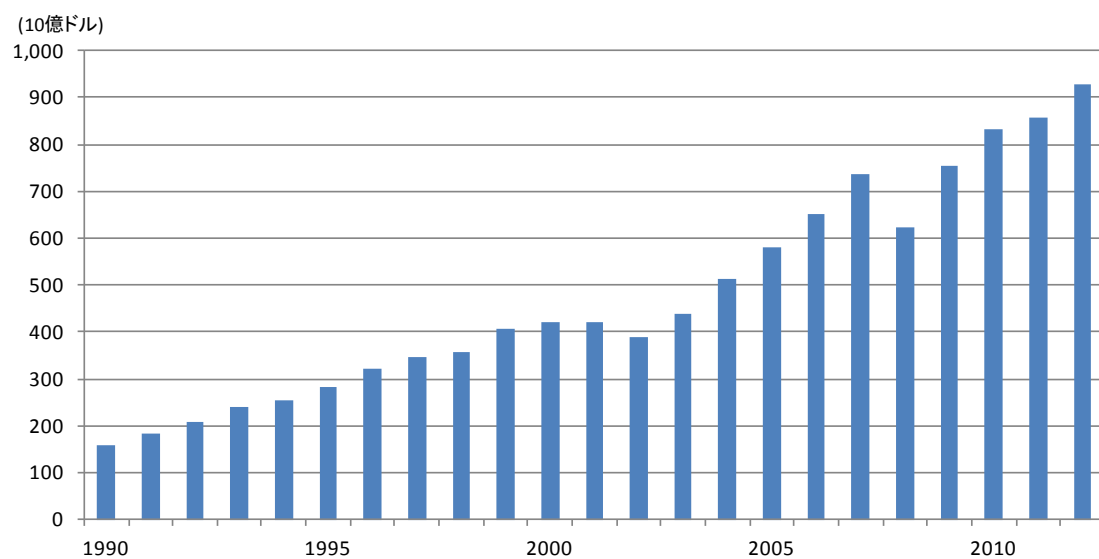
⁶ 企業年金である RPP は確定給付型（Defined Benefit）が大半を占めると言われている。

⁷ R. Brown(1999)「Sources of Retirement Income Security」『Economic Security for an Aging Canadian Population』を参考にした。

⁸ W.Pyper(2008)「RRSP investments」

(<http://www.statcan.gc.ca/pub/75-001-x/2008102/pdf/10520-eng.pdf>)

図表 11 RRSP の資産残高の推移



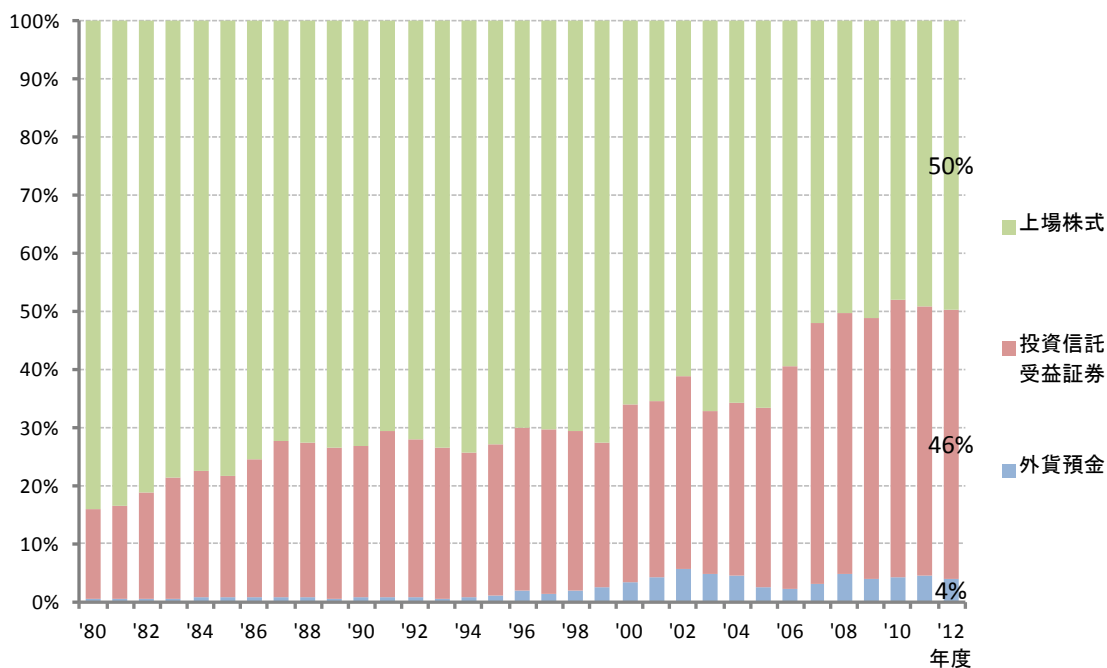
出所) Statistics Canada 『National Balance Sheet Accounts -Pension satellite account』

第II章 わが国における個人向けリスク性資産の現状

本報告書では個人が保有している金融資産のうち、専ら金融資産の増大を目的として保有し、得られる収益が金融市場の動向により変動する金融商品をリスク性資産としている。具体的には上場株式（日本銀行の資金循環統計の取引項目としては「株式・出資金（うち株式）」）、投資信託（同「投資信託受益証券」）、外貨預金（同「外貨預金」）が含まれる。

家計金融資産に占めるリスク性資産の割合の推移については、既に第I章で触れたように、バブル期を除けば、ほぼ10%を挟んだ狭い範囲で増減しているに過ぎず、大きな変化は見られない。しかし、リスク性資産に占める各商品の構成は大きく変化している（図表12）。すなわち、80年代前半にはリスク性資産の8割以上が上場株式で占められていたが、90年代以降の株式相場の低迷を受け、上場株式の割合は下がり、12年度末には50%にまで低下した。一方、投資信託や外貨預金は90年代後半の円安の進行を背景に残高を増大させた。特に投資信託はめざましく、現在（12年度末）ではリスク性資産に占める割合は46%に達し、上場株式に匹敵する残高に達している。そこで以下では、リスク性資産の中で大きな割合を占める上場株式と投資信託に注目し、個人による利用状況（保有や売買の状況）、投資収益率について確認する。そして上場株式や投資信託の利用に影響を与えた制度改正について振り返ることとする。

図表 12 リスク性資産の残高構成比の推移

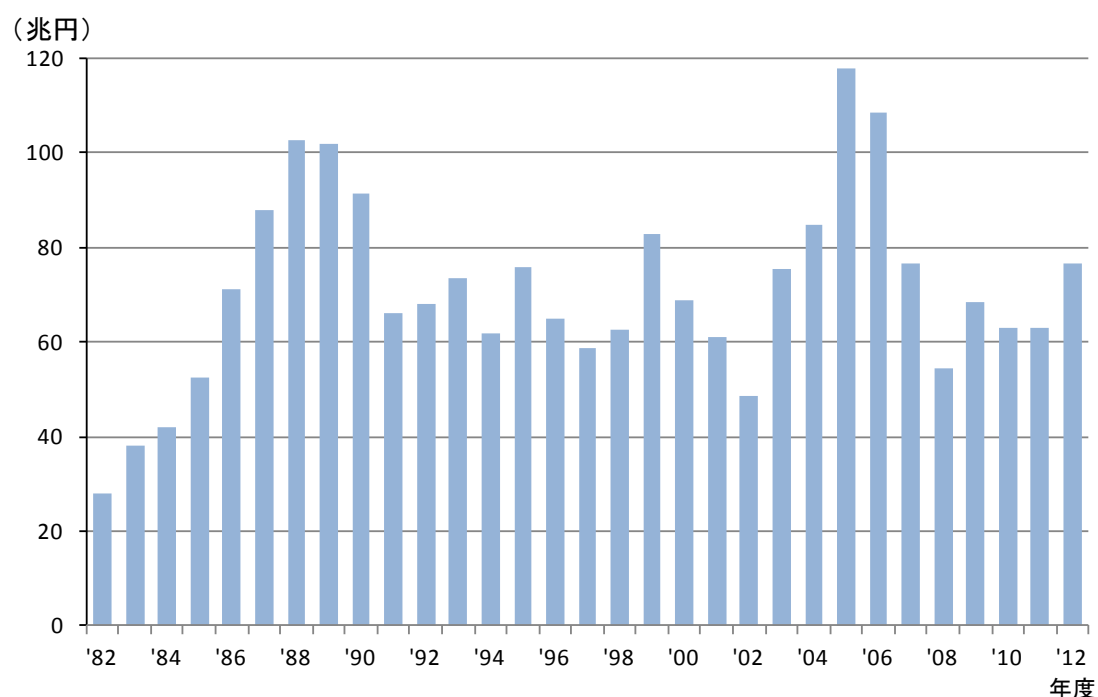


出所) 日本銀行「資金循環」

第1節 上場株式

現在、わが国において個人は上場株式を 76.4 兆円保有している（2012 年度末）。個人が保有する上場株式の額は 80 年代に急拡大した。82 年には 27.9 兆円であった個人保有額は 88 年には 3.7 倍の 102.8 兆円に達し、その後バブル崩壊以降に長らく伸び悩んでいる。途中 2005 年頃には円安や構造改革への期待から株式相場の上昇により個人保有額が 118 兆円にまで拡大したが、その後リーマンショックなどの影響で相場が下落すると個人保有額も縮小している。

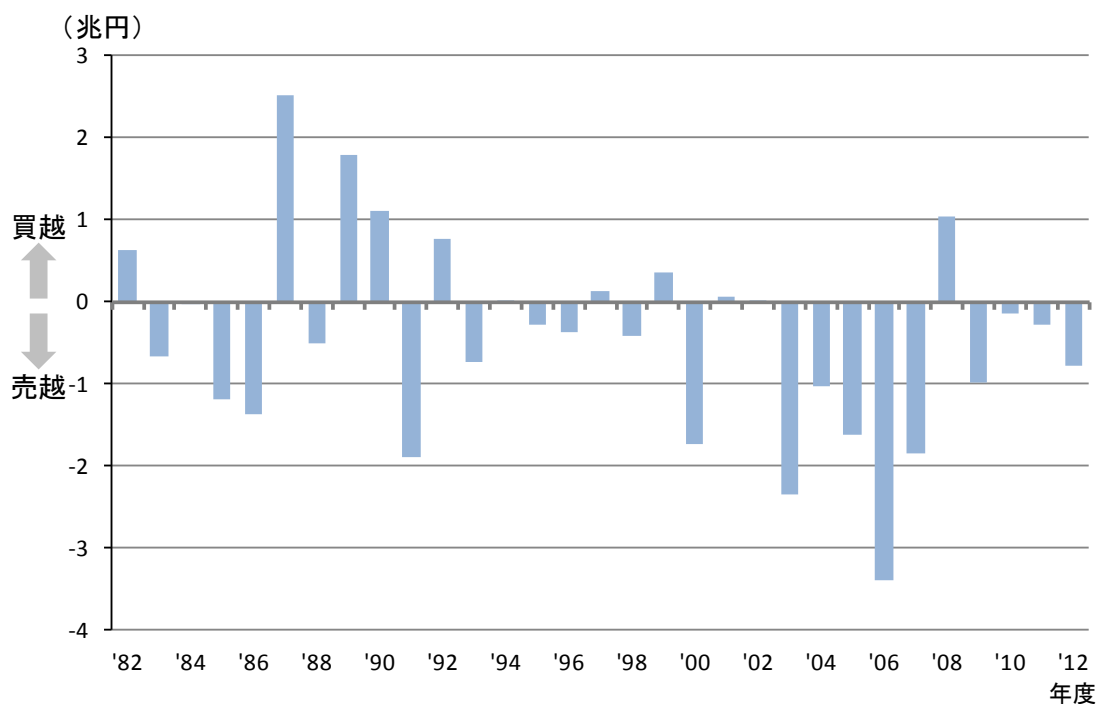
図表 13 個人による株式保有額



出所)東京証券取引所「株式分布状況調査」

80 年代以降の個人による上場株式の市場での売買を見てみると、売り越しとなっている期間が多い（図表 14）。特に 2000 年以降は顕著で、12 年度末までの 13 年間の総額で 13 兆円以上の売り越しとなっている。

図表 14 株式市場における個人の売買

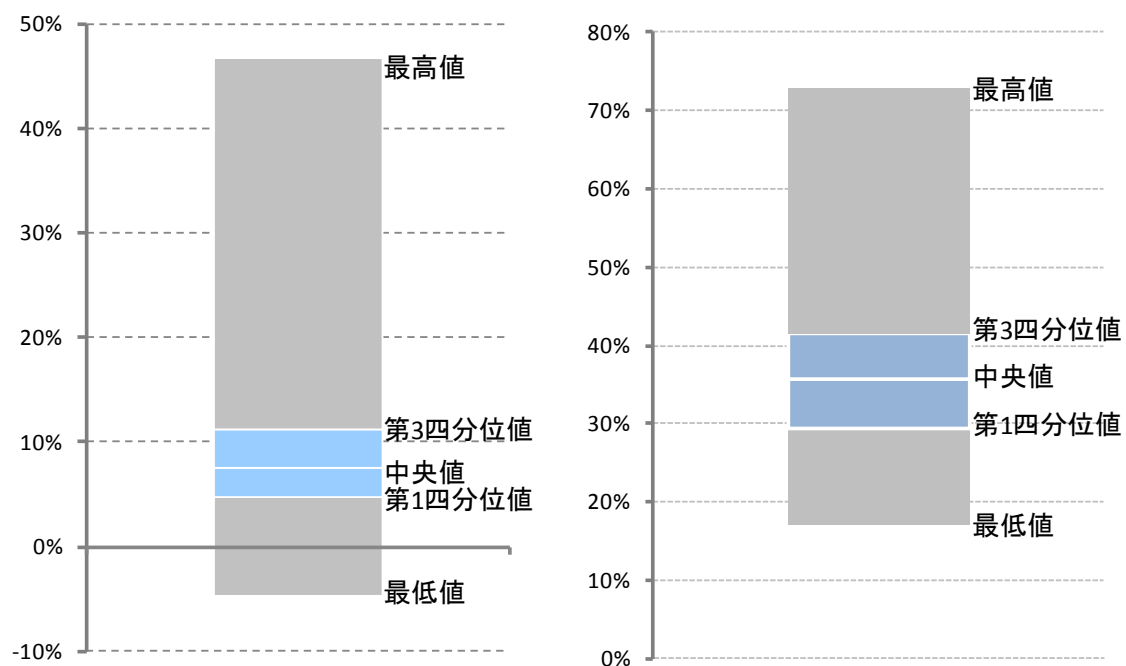


出所)日本銀行「資金循環」(家計における株式(フロー))

次に株式の投資収益率について見てみる。多数の上場株式に分散投資したケースを考えると、その投資収益率はTOPIX等の株価指数の変化率に近いと考えられる⁹。もっとも、多額の運用資金を持たない個人にとって、十分な分散投資を行うことは難しい。そのため個人が行う株式投資の収益率は、TOPIX等の株価指数の動きからは次第に離れていくことになる。そこで、上場株式を1銘柄しか保有しない場合を想定し、保有銘柄による投資収益率やボラティリティのバラツキを調べて見ると図表15のようになった。この図表は現在の日経平均採用銘柄のうち15年前から上場している187銘柄を対象に調べたものだが、年率収益率は-4.7%から+46.8%（中央値は+7.6%）、年率ボラティリティは17.1%から73.0%（中央値は35.6%）まで広く分布している。この分析は、現在の日経平均採用銘柄を対象に行ったため、生存者バイアスが含まれている。この影響を取り除いた場合には収益率の水準は幾らか低くなると考えられるが、その場合でも、収益率、ボラティリティ共に銘柄によるばらつきが大きいことは確かであろう。

⁹ TOPIX 配当込み指数で計算すると、98年度から12年度までの15年間の投資収益率は年率で1.8%、リスクの大きさを表すボラティリティ（収益率の標準偏差）は年率18.4%となる。

図表 15 個別株式の年率収益率の分布（左）、ボラティリティの分布（右）



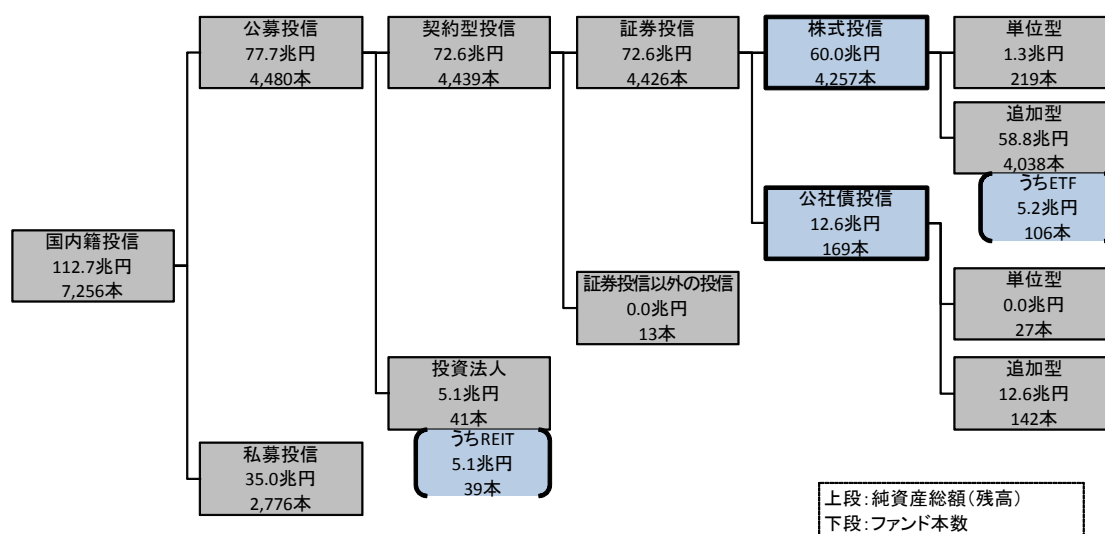
注）日経平均採用銘柄のうち 15 年以上継続して上場している 187 銘柄を対象に計算（計算期間は 1998 年 4 月～2013 年 3 月）。

出所）日本証券経済研究所「株式投資収益率 2012 年」より野村総合研究所作成

第2節 投資信託

一口に投資信託といっても様々なタイプが存在する。そこでまず、投資信託の分類について見てみる。投資信託協会によるとわが国の投資信託は多数の投資家に対して募集する公募投信と少数の投資家に限定して募集する私募投信に分けられる。そして信託契約に基づいて運営される契約型と株式会社に似た投資法人による運営される会社型が存在する。投資法人は 41 ファンドしか存在しないが（2013 年 3 月現在）、その大半が REIT（不動産投資信託）だ。契約型投資信託の大半が証券投資信託で、その中には信託約款上で株式の組入が可能としている株式投資信託と株式の組入ができないとしている公社債投信がある。そしてそれぞれに、ファンドの設立前の募集期間のみ購入可能な単位型と原則としていつでも購入が可能な追加型が存在する。ETF（上場投資信託）は追加型株式投資信託の中に含まれているが、ETF 以外の追加型株式投資信託はファンドが保有する有価証券ポートフォリオの理論価額で売買されるのに対し、ETF は証券取引所に上場され、上場株式と同じように市場で取引される点でそのほかの追加型株式投資信託とは異なっている。以下では、公募投資信託のうち残高の多い株式投資信託（除く ETF）と公社債投資信託、ETF、REIT それぞれについて個人による利用状況（保有や売買の状況）、投資収益率を見てみたい。

図表 16 わが国の投資信託の全体像（純資産総額・ファンド本数）（2013 年 3 月）



出所) 投資信託協会

1. 株式投資信託（除く ETF）

投資信託協会が公表している投資信託の残高などの統計の中には法人保有分が含まれる。このうち株式投信に関して言えば、残高の9割以上は個人による保有と考えられる¹⁰。このため、以下では株式投資信託（除くETF）全体のデータを見るが、ほぼ個人による保有や売買状況を表していると考えてよいであろう。

株式投資信託（除くETF）の残高は現在 54.8 兆円（2012 年度末）で、過去最高水準¹¹にある（図表 17 参照）。80 年代後半に株式投資信託（除くETF）の残高は 40 兆円を超えたが、バブルの崩壊後急速に減り、97 年度末には 10 兆円にまで縮小した。90 年代後半以降に実施された投資信託の販売チャネルや運用に対する様々な規制緩和の影響もあって、03 年度からは残高が急拡大している。リーマンショックの影響が投信にも及び残高は一時 40 兆円を下回ったが、その後回復を果たしている。

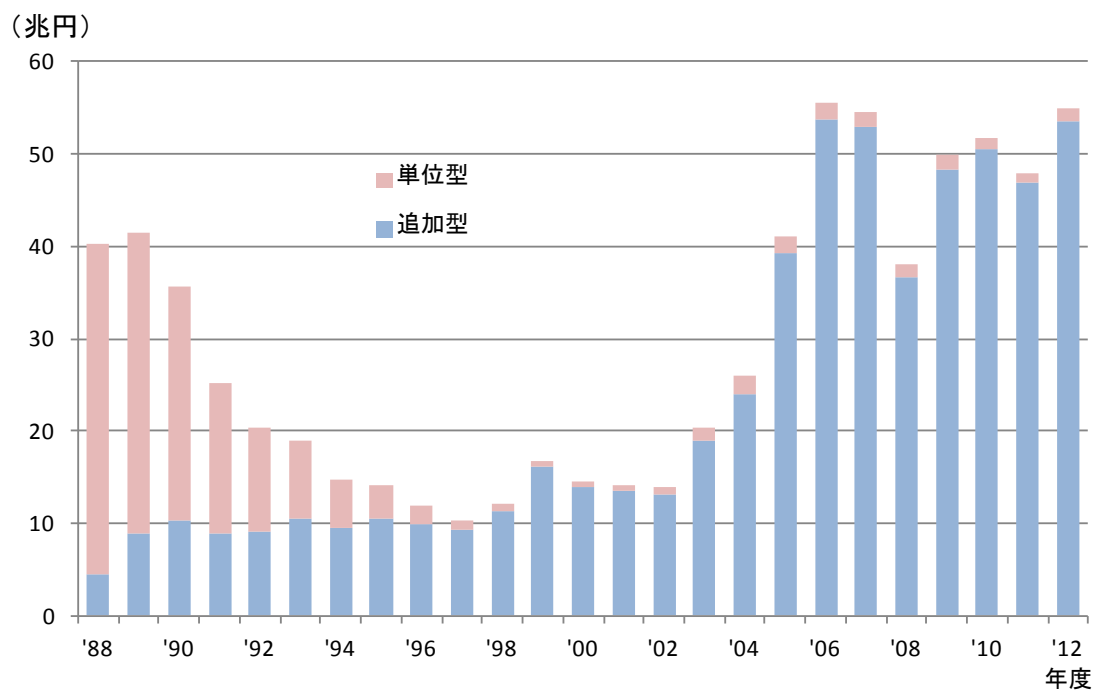
株式投資信託（除く ETF）を追加型と単位型に分けて見た場合、かつては単位型が中心であったが、単位型はバブル崩壊を機に減少し、今では 1.3 兆円に過ぎず、大半は追加型になっている。

株式投資信託は定義上、信託約款で株式の組入が可能とされている投資信託であって、実際には全く株式を保有するつもりのないファンドをこのタイプとして設定することが可能だ。実際、追加型株式投資信託（除く ETF）を運用対象ごとに分けてみると、株式に投資しているタイプはむしろ少数派になっている。全体の残高 53.6 兆円（2012 年度末）のうち、国内株式型と海外株式型をあわせても 14.1 兆円に過ぎず、むしろ海外債券型の残高（24.2 兆円）の方が多い。また REIT に投資するタイプ（国内 REIT 型と海外 REIT 型を合わせて残高は 7.5 兆円）や様々な資産クラスに分散投資するバランス型（残高は 4.8 兆円）等も存在し、様々なタイプのファンドが追加型株式投資信託として設定されている。

¹⁰ 法人が投資信託を保有する場合、余資運用を動機としていることが多く、そのために大きな価格変動を伴う株式型を保有することが少ないと考えられる。実際、投信協会の統計（単位型株式投資信託の投資家別募集状況）を見る限り法人の保有は 1 割程度で、個人が 9 割程度を購入している。追加型株式投資信託（除く ETF）にしても同じ理由で、ほとんど個人が保有していると考えてよいだろう。

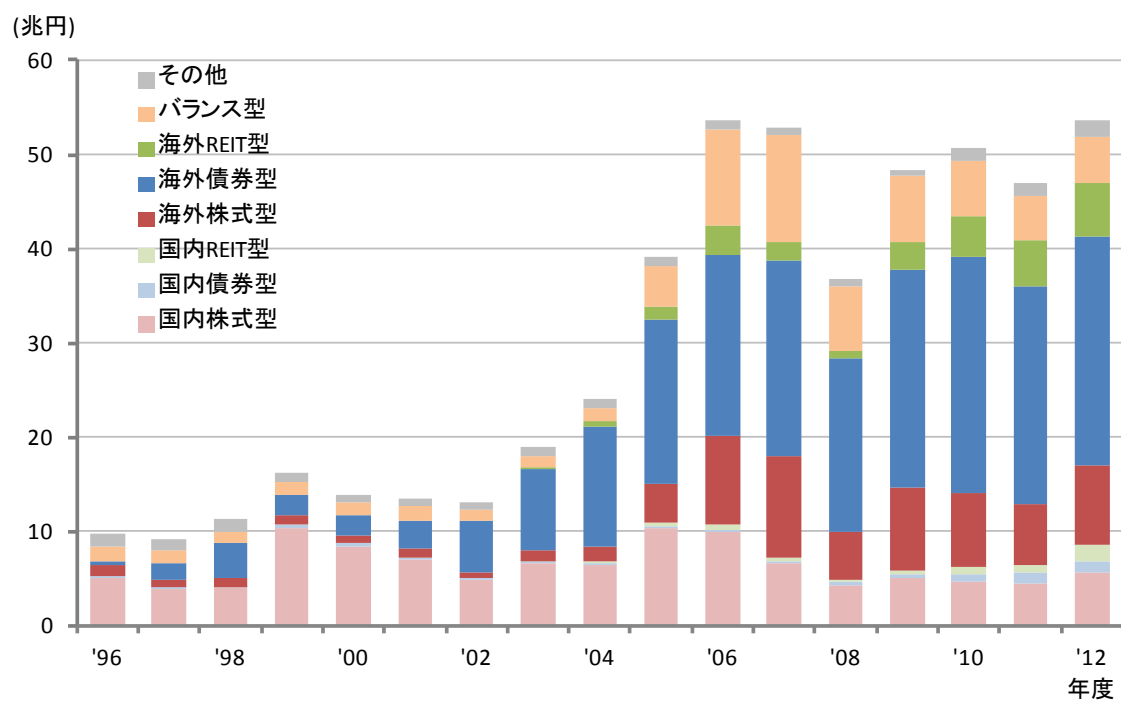
¹¹ 株式投資信託の年度末の残高推移をみると、2006 年度末（55.5 兆円）に次いで 2 番目に多い。

図表 17 株式投資信託（除く ETF）の残高



出所) 投資信託協会

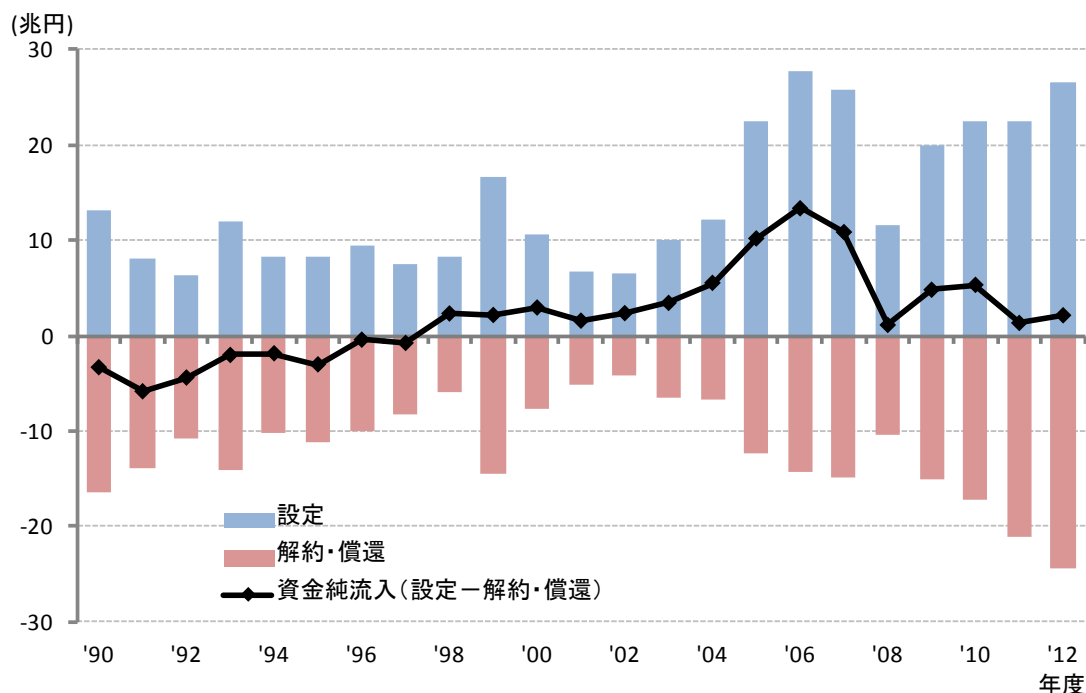
図表 18 追加型株式投資信託（除く ETF）の運用対象による分類別残高



出所) 野村総合研究所 Fundmark

投資信託の残高は投資対象の資産価格による影響と投資家による資金の出し入れ（購入や売却）の影響を受けるが、90年代後半以降の株式投資信託の残高の拡大は投資家からの資金流入の影響が大きい。図表 19 は株式投資信託（除く ETF）の購入に当たる設定と売却に当たる解約・償還の推移をみたものだが、98 年度以降、設定が解約・償還を上回り、この間に生じた金融危機においてもこの傾向が途切れることなく続いている。

図表 19 株式投資信託（除く ETF）の資金流出入

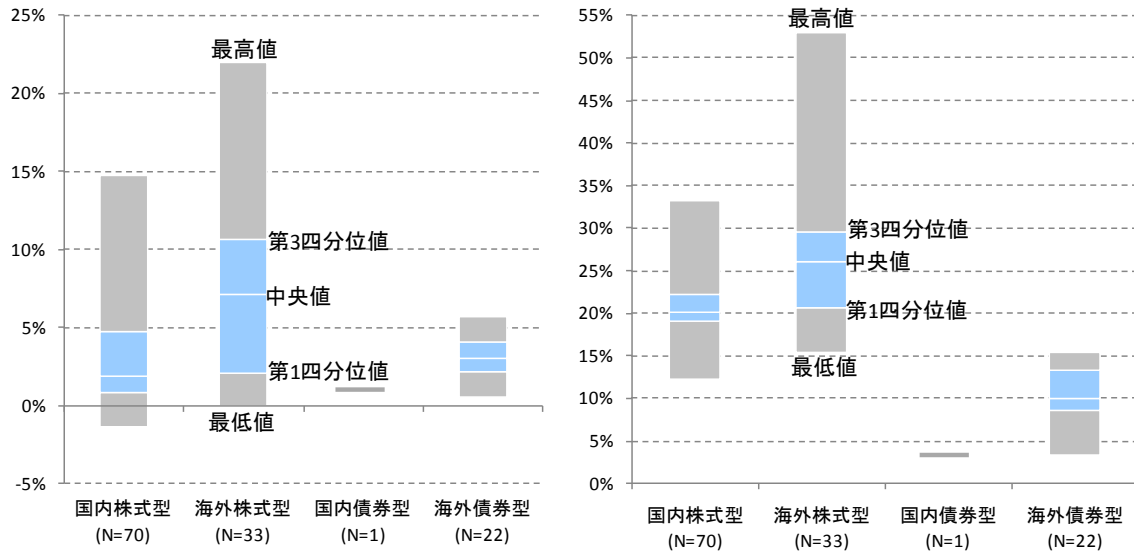


出所) 投資信託協会

次に株式投資信託の収益率（課税前分配金再投資ベース）とボラティリティを分類ごとに見てみる。次頁の図表 20 は追加型株式投資信託（除くETF）のうち 15 年前から存在しているファンドを対象に調べたものだ。この図表を見ると、同じ分類の中でも収益率やボラティリティが大きく異なるファンドが存在していることが分かる。国内株式型ファンドの凡そ 4 分の 1 は年率収益率が 5%以上で運用されており、高い運用力を有するファンドを選ぶことができれば、市場平均¹²以上の収益を獲得できる。また、一般にボラティリティは国内債券型、海外債券型、国内株式型、海外株式型の順に大きくなるが、国内株式型ファンドよりボラティリティの大きな海外債券型ファンドもあれば、国内株式型ファンドよりボラティリティの小さな海外株式型ファンドもあり、多彩なファンドが存在していると言える。

¹² この間の TOPIX 配当込み指数の変化率は年率で 1.8%。

図表 20 追加型株式投信（除く ETF）の分類別年率収益率の分布（左）
と年率ボラティリティの分布（右）



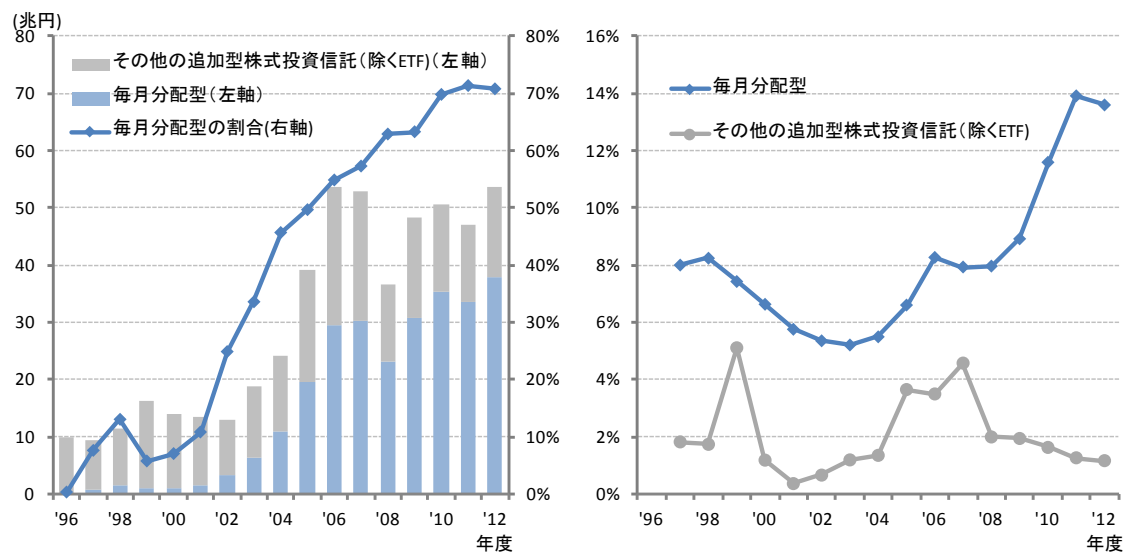
出所) 野村総合研究所作成 Fundmark

従来、追加型株式投資信託（除く ETF）には、運用収益を内部に蓄え基準価額の上昇を図るファンドが多かった。しかし近年、運用収益を積極的に分配するファンドが増えている。毎月分配型と呼ばれる投資信託で、決算を毎月行い、その都度分配を出すため、退職者など定期的な収入を望む人々の人気を集めている。このファンドは 97 年に初めて登場し、02 年以降、銀行窓販の本格化と共に、急速に残高が拡大した。現在では証券会社でも多く販売され、追加型株式投資信託（除く ETF）全体の残高の 7 割を占めている（図表 21 左）。

毎月分配型投資信託は分配の頻度が高いばかりでなく、分配率（残高に対する分配額の割合）も高いファンドが多い。分配金が多いファンドほど注目を集めたため、分配金を多く出すために高いリスクをとるファンドの設定も相次いだ。その結果、毎月分配型投資信託の平均分配率はさらに上昇し、現在 13.6%に達している（12 年度末）（図表 21 右）。

毎月分配型投資信託に関しては、発生した収益以上に分配を行うファンドが多いといわれている。この事情を理解していない保有者も多いことが懸念され、今まで様々な周知活動が行われてきたが、それでも未だに人気を集めている。金融機関側の意向だけでこれだけの規模になるとは考え難く、退職者などには、運用しながら定期的に資金を受け取る金融商品やサービスに根強いニーズがあることと思われる。

図表 21 毎月分配型投資信託の残高推移（右）と平均分配金利回り（右）



注) 分配金利回りは期中平均残高に対する期中分配総額

出所) 野村総合研究所 **Fundmark**

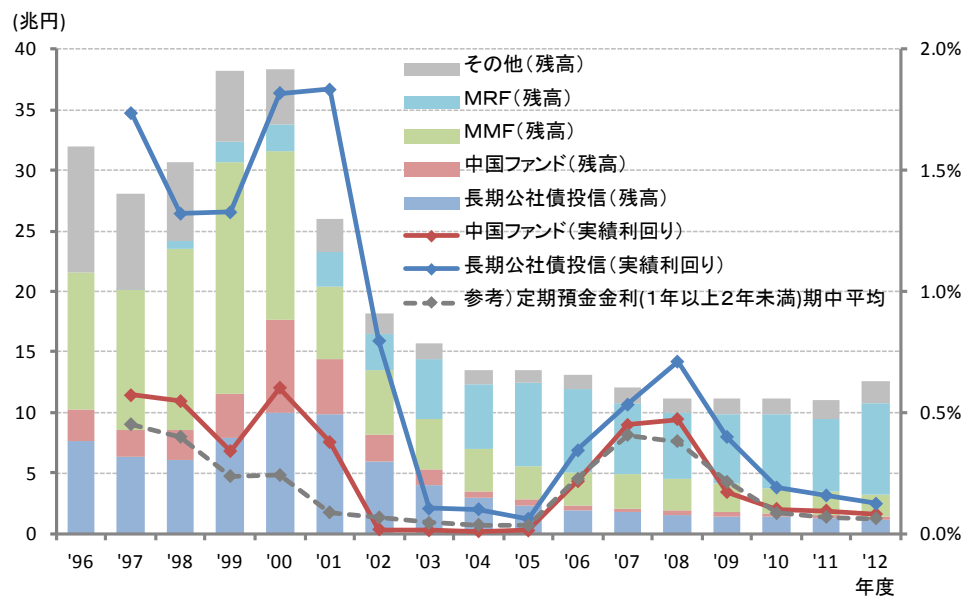
2. 公社債投資信託

以前の会計基準では公社債投資信託は保有している非上場債券の含み益を計画的に利息として認識することが可能であったため、一般に金利低下局面では公社債投資信託の利回りは定期預金金利より高かった。実際 90 年代後半に金利が低下すると公社債投資信託の利回りは一年物預金金利と比べて遙かに高く、このため公社債投資信託に資金が集まり、残高は 01 年度末に 38.4 兆円に達している。ところが 01 年 4 月以降、非上場債券についても時価評価が適用され、高い利回りを提示できなくなると、残高は次第に減少していった。

公社債投資信託の中にあつて、MRF（マネー・リザーブ・ファンド）だけは残高が拡大している。このタイプのファンドは、投資家が将来有価証券を購入するために証券会社に資金を一時的に預ける際に自動的に買い付けられる投資信託で、インターネット取引で活発に株式の売買を行う投資家が増加すると共に MRF の残高は拡大している。待機資金と言う性格上、一時的な受け皿であり、その平均保有期間は他の投資信託に比べ極端に短く、推定で 1 ヶ月に満たない。

なお、投資信託協会が公表している公社債投信の残高の中には、法人保有分も含まれている。現在、同協会の資料によると MMF や中国ファンドの残高の半分程度は法人が保有している¹³。その他の公社債投資信託はほとんど個人が保有しているものと見られている¹⁴。

図表 22 公社債投信の分類別残高と利回り



注) 残高は左軸、利回りは右軸

出所) 投資信託協会及び日本銀行の資料などより野村総合研究所作成

¹³ 投資信託協会「契約型公募投資信託の元本状況 残高の属性別状況（中国 F,MMF）」

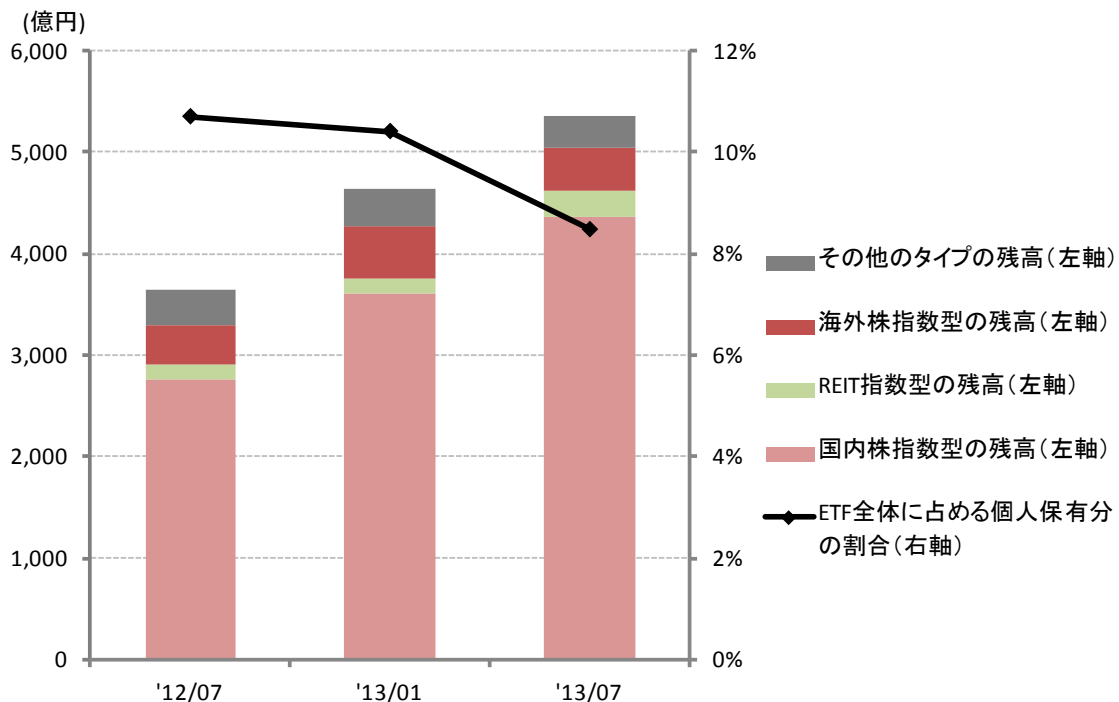
¹⁴ 投資信託協会「契約型公募投資信託の受益証券募集状況 機関別の分布状況」

3. ETF

わが国の取引所に上場されているETF(ETNも含む)のうち、個人が保有している額は5,363億円で、ETF全体の8.5%に過ぎない(2013年7月現在)。個人が保有するETFの額を連動対象指数のタイプ別にみると日経平均やTOPIX、業種別株価指数等日本の株価指数に連動するETFの保有額が4,367億円(個人が保有するETFの残高に占める割合は81%)と大半を占めている。海外の株価指数に連動するETFや海外の債券指数などに連動するETFの保有額は743億円(同14%)である。

なお、追加型投資信託(除くETF)の中にも日経平均やTOPIX、業種別株価指数、海外の株式や債券指数に連動する投資信託が存在し、その額は3.5兆円¹⁵に達している(2013年7月現在)。これら投資信託に比べETFは信託報酬が低い(図表24)。

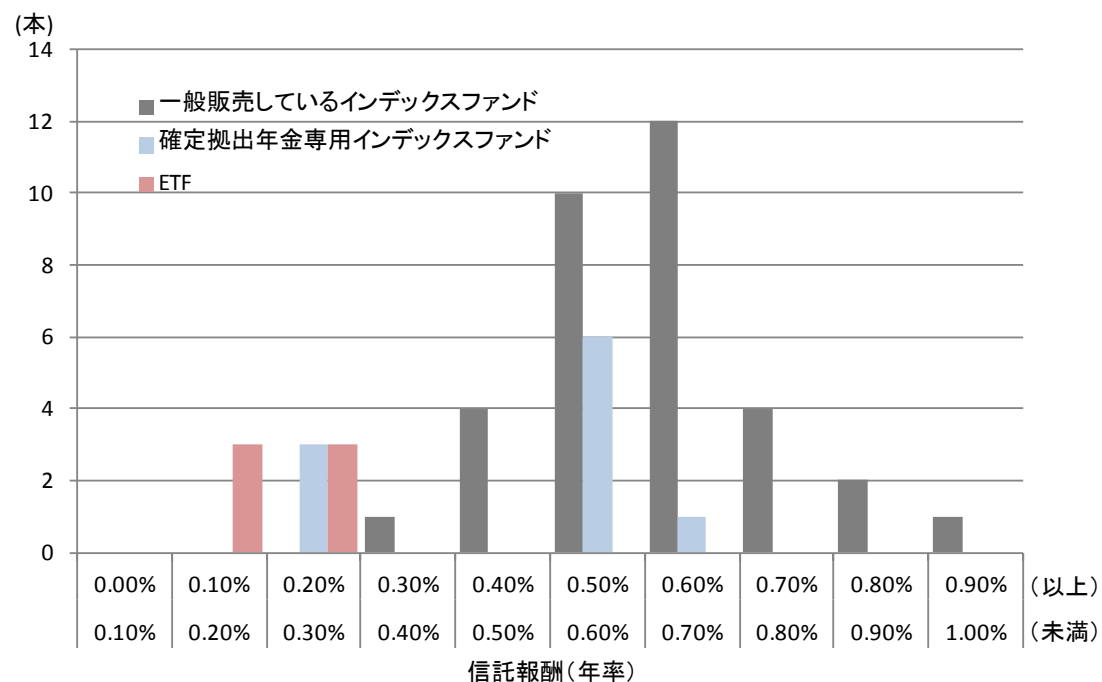
図表 23 個人が保有するETFの残高



出所) E T F 受益者情報調査(共に全国の証券取引所)より野村総合研究所作成

¹⁵ この中には確定拠出年金向け専用ファンドの残高(1.2兆円)が含まれている。確定拠出年金ではETFを直接購入できず、一般の追加型株式投資信託(や預貯金、保険)しか購入できない。

図表 24 日経平均インデックスファンドの信託報酬



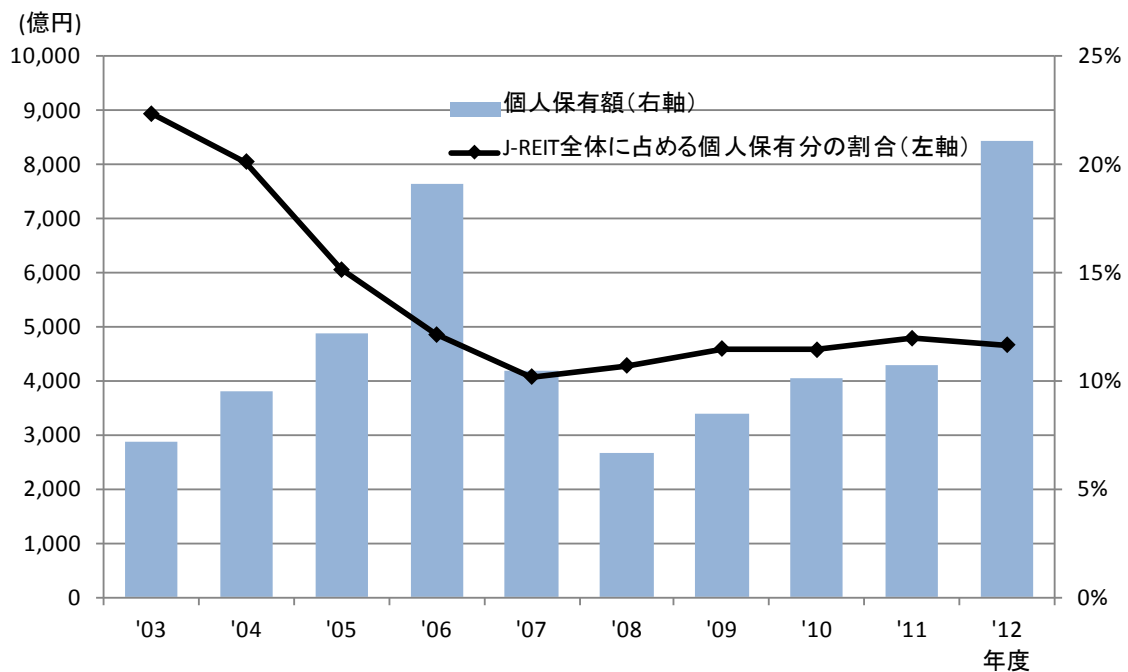
注) 「一般に販売しているファンド」とは追加型株式投資信託（除く ETF）として設定された日経平均インデックスファンドのうち確定拠出年金向け専用ファンドやラップ向け専用ファンドを除いたもの

出所) 野村総合研究所 **Fundmark**

4. REIT

J-REIT 創設以来、個人が直接保有する J-REIT の額は順調に拡大したが、サブプライムローン問題やリーマンショックなどの金融危機の影響で 08 年度末には 2,700 億円にまで縮小した。その後 J-REIT 相場の回復と共に個人保有額も拡大し、12 年度末には 8,400 億円と過去最高となった。個人の場合、直接保有する以外に、投資信託を通じて間接的に J-REIT を保有している。その額は先に見た追加型株式投資信託の中の国内 REIT 型の残高に相当し、12 年度末現在で約 1.8 兆円となっている。直接保有分と合わせると 2.6 兆円を上回り、J-REIT は個人にとって重要な投資対象となっている。

図表 25 個人が保有する J-REIT の残高



出所) 不動産証券化協会

5. 規模拡大の可能性を秘める投資信託

リスク性資産を構成する金融商品を横断的に見た場合、相対的に残高の拡大が目立つ投資信託は次のような特徴と可能性を持っているといえる。

まず、投資信託には運用対象の違いにより多種多様な商品が存在している。投資信託をリスクの程度で見ると預貯金と株式の間の様々な段階を網羅している。このような状況が多くの人に理解されれば、投資信託の規模がさらに拡大する可能性は十分にある。

第二に、国内株式型や海外債券型などに比べ国内債券型はボラティリティの分布が狭い範囲に集中しており、どれも同じように見える。これは、国債に投資するファンドばかり存在しているため、海外債券型のような社債に投資するファンドが設定できればより多くの投資家に需要に対応できると考えられる。

第三に、多額の分配を行う毎月分配型投資信託には確かな需要が存在している。毎月分配型投資信託の中には運用収益を超える分配を行っているファンドが多いと批判され、投資家に分配の仕組みの周知を図る活動が行われている。しかし、それにも関わらず、依然として分配率の高いファンドに人気が集まっている。金融機関側の意向だけで長期にわたってこのような状況を維持できるとは考え難く、退職者を中心に、運用しながら元本も取り崩す金融商品に対する確かな需要が存在すると考えられる。投資家側で運用資金が枯渇する時期を事前に判断できるようにする等、商品に対する信頼を高めることができれば、毎月分配型投資信託を初めとして運用しながら元本を取り崩す商品やサービスの規模は拡大する可能性がある。

第四に、ETFはそれ以外のインデックスファンドに比べ信託報酬が低いにもかかわらず、個人が保有する資産残高ではETFの方が少ない。信託報酬が低いファンドは個人投資家にとって魅力的であり、個人の保有額が今以上に拡大しても不思議ではない。今はETFの販路が証券会社に限られているが、銀行でも販売可能な現実的な手立てを検討すべきだ。

第3節 リスク性資産の保有促進に影響を与えた制度

これまで示したようにわが国の家計資産に占めるリスク性資産の割合はバブル崩壊以降ほとんど変化していないが、その間、リスク性資産の割合を高めることを目指し、様々な制度の導入やその他の手立てが打たれてきた。ここでは、主な制度等の中から、個人投資家の投資行動に影響を与えた①投信の銀行窓販の解禁、②株式の売買委託手数料の完全自由化、③確定拠出年金の導入、④NISA（少額投資非課税制度）の導入について、その内容と制度の利用状況について確認する。

図表 26 わが国の個人金融資産の構成に影響を与えた制度等

年	投資信託関連	株式関連	その他の金融商品関連
1997		・ グリーンシート創設	・ （企業年金）資産配分規制の完全撤廃
1998	・ 証券投資信託及び証券投資法人に関する法律の改正・施行 ・ 銀行窓販と運用外部委託解禁、会社型投信と私募投信導入、委託会社免許制から認可制へ、目論見書制度の導入		
1999	・ 私募投信の登場	・ 株式の売買委託手数料の完全自由化	
2000	・ 追加型株式投信の課税方式の変更（平均信託金方式→個別元本方式） ・ 「投資信託及び投資法人に関する法律」へ改正・施行（不動産を投資対象とした REIT の設定が可能に）		
2001	・ 株式拠出型 ETF の導入		・ 確定拠出年金法施行 ・ 金融商品販売法施行
2002	・ 追加型公社債投信の課税方式の変更（平均信託金方式→個別元本方式）		・ 定期預金のペイオフ解禁 ・ 厚生年金基金の代行返上の解禁
2003	・ REIT を組み入れた投信の組成が可能に	・ 株式の譲渡益・配当に対する課税を 10%に減免	

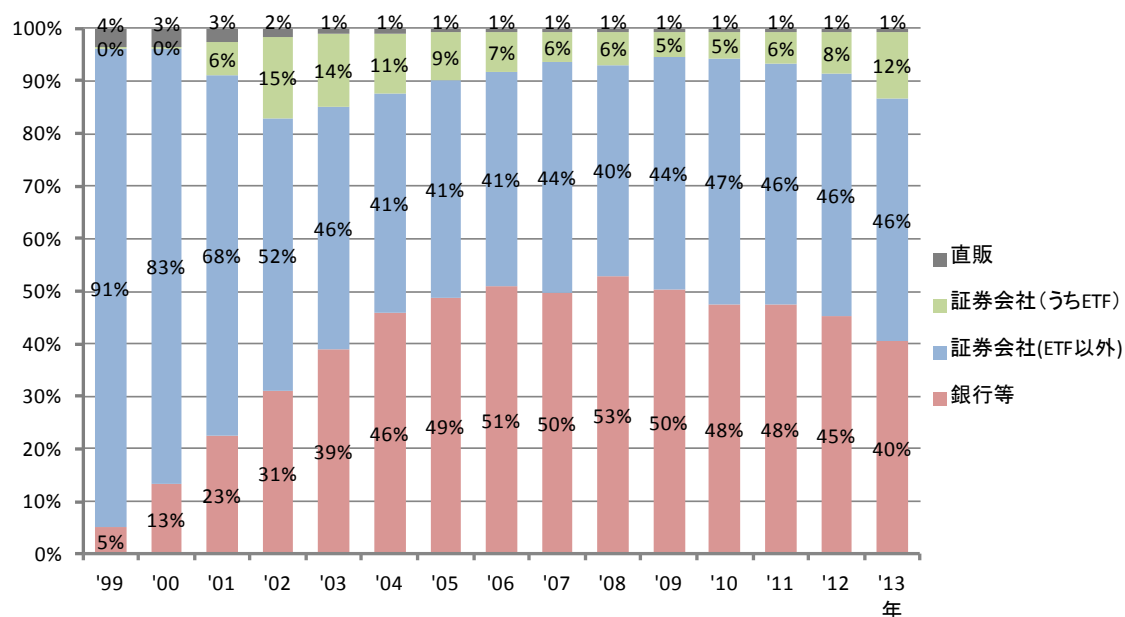
2004	・ 株式投信の譲渡益・配当に対する課税を 10%に減免（株式との損益通算も可能に） ・ 従来の目論見書を交付目論見書と請求目論見書に分冊化		
2005	・ 郵便局で投信販売開始		・ 普通預金のペイオフ解禁
2007	・ 金融商品取引法及び改正投資信託法施行（投信運用業務を認可制から登録制へ、適合性の原則及び説明義務の強化）		
2008	・ 商品を組み入れた投信の組成が可能に		
2009		・ 株券電子化実施	
2012			・ 税制適格退職年金制度の廃止 ・ 確定拠出年金における従業員拠出の導入
2013	・ 株式と株式投信の譲渡益と配当に対する軽減税率の廃止		・ 教育資金贈与信託制度スタート
2014	・ NISA（少額投資非課税制度）導入		

1. 投信の銀行窓販の解禁

投信の受益証券が証券取引法上の有価証券であったため、投信は証券会社だけで販売されてきた。1992年には投信委託会社の免許運用基準が改正され、投信委託会社自身による直販が可能となった。さらに、1998年の証券投資信託及び証券投資法人に関する法律の改正・施行により銀行等の金融機関による投信販売が解禁された。また、2005年には郵便局も投信販売を開始している。

投信の銀行窓販の解禁により、個人にとって投信を購入できる店舗の数が飛躍的に拡大した。実際、公募株式投信の残高に占める銀行等チャネルで販売された残高の割合は、解禁後急速に拡大し、2008年末には53%に達している。その後、銀行等チャネルの残高シェアは40%まで低下したが、証券会社でしか販売されていないETFのシェアが12%であることを考えると、そのETFを除く一般の株式投信の販売においては、銀行は証券会社と肩を並べる存在になったと言える。

図表 27 公募株式投信の販売チャネル別残高構成の推移



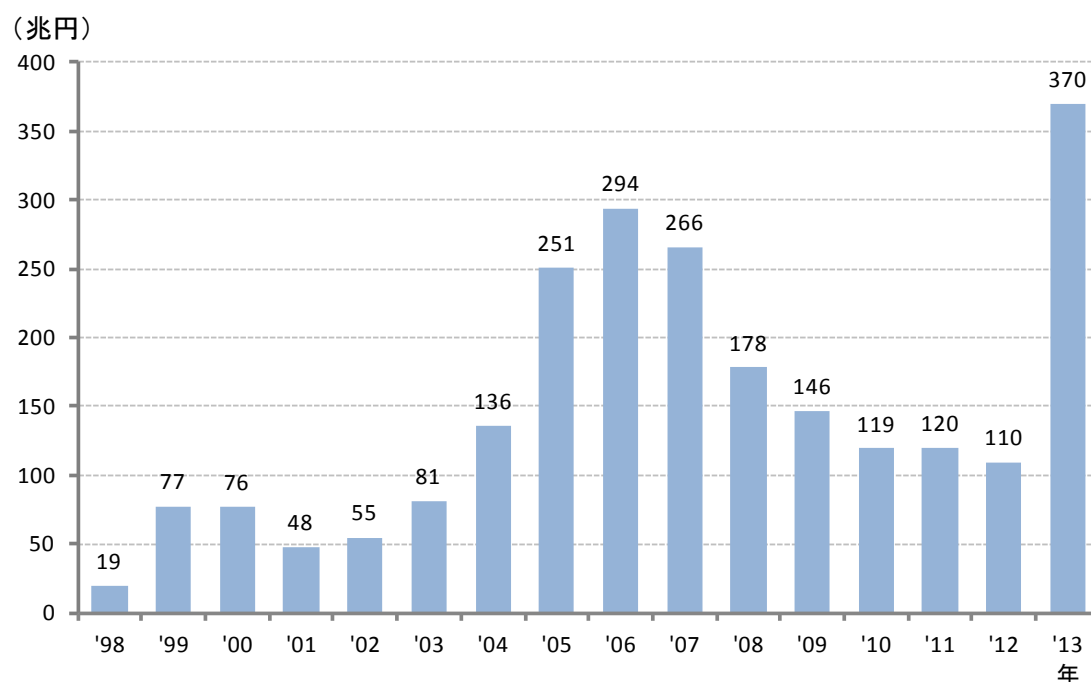
出所) 投資信託協会

2. 株式の売買委託手数料の完全自由化

顧客が証券会社に株式の売買を委託する際に支払う売買委託手数料の水準は固定されていたが、1998年には売買代金5千万円超の取引に係る部分について自由化が行われ、翌1999年には完全に自由化され、証券会社が独自に手数料体系を決めることができるようになった。この結果インターネット取引を専門に扱う証券会社を中心に競争が繰り広げられ、株式の売買委託手数料は大幅に低下している。例えば、約定金額100万円の取引に係る売買委託手数料を見てみると、自由化前には11,500円であったが、現在、インターネット専業証券等で1,000円を下回る場合も珍しくない。

株式の売買委託手数料の大幅な低下により、個人の株式売買代金は増加している。完全自由化直前の1998年、1999年にはそれぞれ19兆円、77兆円だった個人の株式売買代金は2012年、2013年には110兆円、370兆円にまで拡大している。

図表 28 個人による株式売買代金（現金取引と信用取引の合計）



出所) 東京証券取引所「投資部門別売買動向（二市場1・2部合計）」

3. 確定拠出年金の導入

元々日本の企業年金には確定給付型しか存在していなかったが、1990年代の景気の悪化や運用環境の悪化、2000年度からの企業における退職給付会計の導入により、企業にとって従来のような企業年金を維持していくことが大きな負担となってきた。そこで2001年に確定拠出年金法が制定され、確定拠出年金はスタートした。

確定拠出年金とは加入者毎に用意された口座に掛け金を拠出し、拠出金とその運用収益の合計で給付額が決定される年金制度であり、加入者自身が掛金の運用を指図し、その運用結果により給付額が変動する。確定拠出年金には、個人型確定拠出年金と企業型確定拠出年金があり、それぞれの制度の概要は図表29の通りだ。

確定拠出年金の資産総額は2005年3月には1兆円を超え、その後も毎年増加し、2013年3月には7.5兆円に達している。その運用資産構成を見ると、低リスク・低リターン商品である預貯金（企業型の場合、運用資産全体の38.3%）と保険商品（同20.6%）の比率が高く、投資信託（同41.0%）の割合は高くない（図表31）。

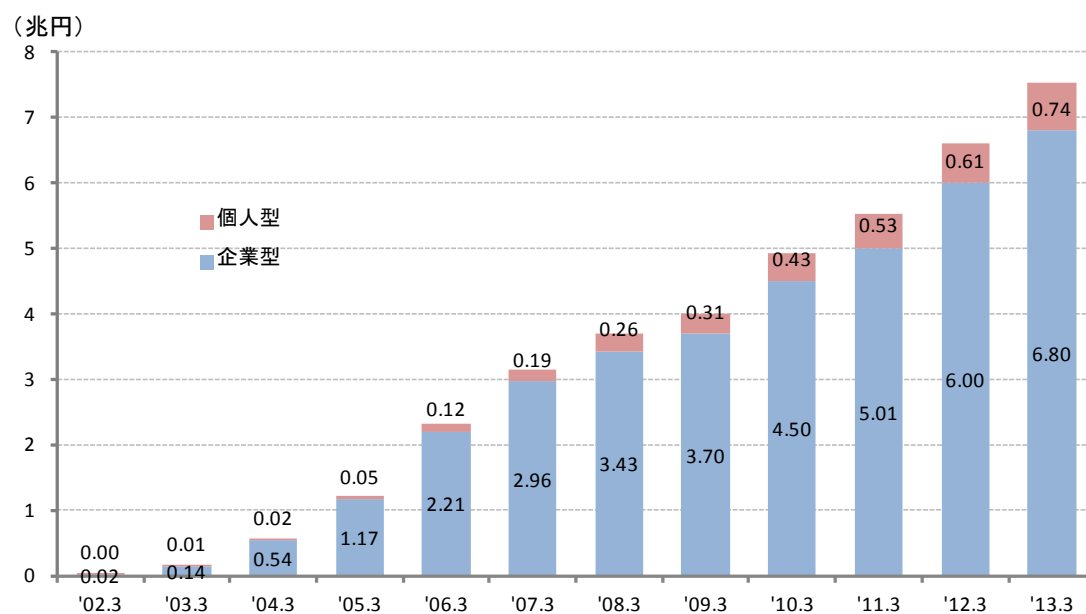
図表 29 確定拠出年金の概要

	企業型年金	個人型年金
実施主体	企業型年金規約の承認を受けた企業	国民年金基金連合会
加入対象者	実施企業に勤務する従業員(国民年金第2号被保険者)	1. 自営業者等(農業者年金の被保険者、国民年金の保険料を免除されている者を除く)(国民年金第1号被保険者) 2. 企業型年金加入者、厚生年金基金等の加入員等の対象となっていない企業の従業員(国民年金第2号被保険者)
掛金の拠出	事業主が拠出(規約に定めた場合は加入者も拠出可能)	加入者個人が拠出(企業は拠出できない)
拠出限度額	1.厚生年金基金等の確定給付型の年金を実施していない場合：51,000円(月額) 2.厚生年金基金等の確定給付型の年金を実施している場合：25,500円(月額)	1. 自営業者等：68,000円(月額)（国民年金基金の限度額と枠を共有） 2. 企業型年金や厚生年金基金等の確定給付型の年金を実施していない場合：23,000円(月額)
運用	1.運用商品の中から、加入者等自身が運用指図を行う 2.運用商品は、預貯金、公社債、投資信託、株式、信託、保険商品等 3.運用商品を選定・提示する者は、必ず3つ以上の商品を選択肢として提示しなければならない	

税制	拠出時	1. 事業主が拠出した掛金額は全額損金算入 2. 加入者が拠出した掛金額は、全額所得控除	加入者が拠出した掛金額は、全額所得控除
	運用時	特別法人税課税(平成 25 年度まで凍結)	
	給付時	1. 年金として受給する場合：公的年金等控除(標準的な年金額までは非課税) 2. 一時金として受給する場合：退職所得控除	
中途引出		原則 60 歳まで途中引き出しができない	

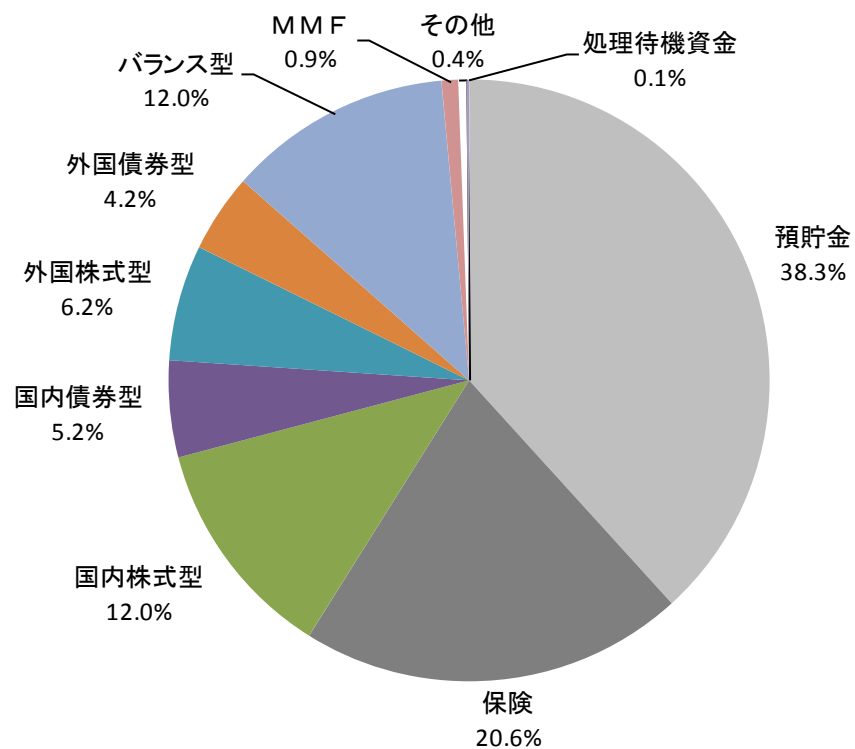
出所) 厚生労働省

図表 30 確定拠出年金の資産額



出所) 運営管理機関連絡協議会

図表 31 確定拠出年金（企業型）における商品選択割合



出所) 運営管理機関連絡協議会

4. NISA（少額投資非課税制度）

株式や株式投資信託の売却益や配当金に対する 10%軽減税率が 2013 年末に廃止され、翌 2014 年 1 月から NISA と呼ばれる少額投資非課税制度が始まった。

NISAは 20 歳以上の居住者が利用できる制度で、利用するためには専用の非課税口座を新たに作る必要がある。開設できる非課税口座はすべての金融機関（銀行や証券会社）を通じて、ひとり当たり一つに限られている。NISA口座を二重に開設することを防止するために、利用者は事前に金融機関に住民票等を提出し、税務署で確認を行う必要がある。NISA 口座で 1 年に買付可能な金額は 100 万円までで、投資可能な商品は上場株式と株式投信に限られている¹⁶。非課税が適用される期間は最長 5 年（購入した年から数えて 5 年目の年末まで）と定められている。購入した商品はいつでも売却することが可能だが、一度売却すると非課税のメリットはその時点までで終わり、その資金は非課税口座から自動的に引き出されたと見なされる。

NISA に対する関心は高く、制度がスタートした 2014 年 1 月 1 日時点で既に開設された NISA 口座は 474 万件にのぼったと発表されている。

図表 32 NISA（少額投資非課税制度）の概要

導入目的	・資産形成の機会を幅広い家計に提供すること ・家計からの成長マネーの供給拡大を図ること
利用資格	・（その年の 1 月 1 日現在で）満 20 歳以上の居住者
非課税対象	・上場株式や株式投信から生じる配当や分配金及び譲渡益が非課税
投資上限	・1 年当たり 100 万円まで購入できる（手数料を含まず）
非課税期間	・最長 5 年間
引き出し	・いつでも引き出しできるが、再預け替え（非課税枠の再利用）は不可 ・非課税口座で保有する商品を売却すると、売却資金は自動的に引き出される（買換は不可）
実施期間	・'23 年末までの 10 年間買付可能に
口座開設手続き	・事前に金融機関を通じて税務署に利用の可否を確認する（非課税適用確認書の交付を受ける）必要がある ・非課税適用確認書の交付申請は'13 年 10 月 1 日から可能
口座の更新手続き	・4 年に一度は税務署から非課税適用確認書の交付を受ける必要がある（'14～'17 年の 4 年間、'18～'21 年の 4 年間、'22～'23 年の 2 年間に本制度を通じて商品を購入する場合は、それぞれ非課税適用確認書の交付を受けなければならない）
利用できる金融機関	・1 つの非課税適用確認書当たり、1 つの金融機関（証券会社や銀行）で投資できる

¹⁶ ここで言う「株式投信」の中には、文字通り株式に投資するファンド以外に、国債などに投資するファンド、あるいは株式や債券など様々な資産に分散投資するファンドも含まれている。従って、実質的にはかなり幅広い投資対象の選択が可能。

	・新たに非課税適用確認書の交付を申請する時にのみ金融機関の変更が可能
非課税期間満了時	・特定口座、一般口座または翌年分の投資枠（非課税管理勘定）へ時価で移管される ・翌年分の非課税管理勘定への移管は、時価 100 万円以内に限定

出所）野村総合研究所

第III章 ますます重要になる自助努力による資産形成

第I章では、諸外国に比して我が国の個人資産に占めるリスク性資産の割合が低い状況にあることが確認された。だが、諸外国との比較という観点からは低水準にあること自体は、個人がリスク性資産の保有を積極的に行うための動機とはならない。したがって、個人がリスク性資産の保有を増やす必要があるか否かについて、別の観点からの検討が必要である。そこで本章第1節において、個人によるリスク性資産保有の必要性について、現在と将来の退職後所得の水準を比較しながら検討する。

第1節 問題意識と本章の要旨

本章は2つの分析から構成される。まず、複数の経済シナリオの下で現在の退職世代と将来の退職世代の退職後所得をそれぞれ推計し、今の現役世代の退職後所得が現在と比較してどう変化するかを検証する。推計の結果、過去数年の経済状況から判断して楽観的な経済シナリオを前提としない限り、今の現役世代の退職後所得は現在の退職世代よりも減少するという結果を得た。

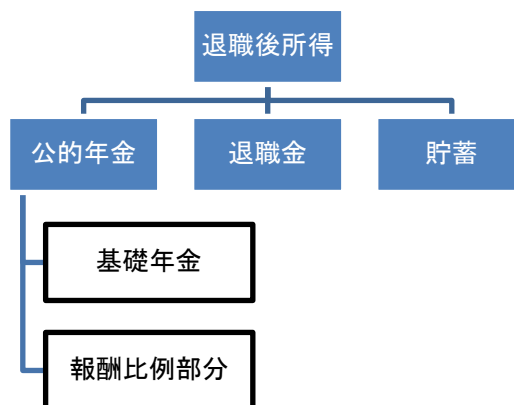
次に、今の現役世代の退職後所得の減少分を補うために必要となる金融資産構成について検討する。具体的には、退職後所得減少を補うために必要となる金融資産の利回りや、その利回りを達成するためのリスク性資産の構成を明らかにした。検討の結果、リスク性資産の保有のみでは退職後所得の減少分を完全に補うことは難しいものの、中高所得者層の場合には、リスク性資産の保有を現在よりも増加させることで、退職後所得の減少を一定程度抑えることが可能であるという結果を得た。

第2節 分析方法

① 退職後所得の定義

今回推計の対象とした退職後所得は以下の3つである。第一に、基礎年金と報酬比例部分からなる公的年金、第二に、一時金と企業年金の合算としての広義の退職金、第三に、自助努力による貯蓄の取り崩しである。

図表 33 退職後所得の項目



② 推計対象・推計単位

本推計では、詳細な統計データが取得可能であった『二人以上の世帯』を推計対象の家計としている。

また、前述の3つの退職後所得は現役時の所得水準によって大きく左右されと考えられるため、10個の所得階級に分けて推計を行った。

③ 項目別の推計方法

〔公的年金〕

公的年金は基礎年金と報酬比例年金に大別される。基礎年金は老齢年金、障害年金、遺族年金の三つに分けられるが、今回のシミュレーションでは、基礎年金全体に占める金額割合が小さい遺族年金と、二人以上の世帯が受け取る金額としては少ないことが予想される障害年金に関しては推計対象から除外し、老齢基礎年金のみを対象とした。老齢基礎年金は厚生労働省が発表する基礎年金給付費全体の見通しを 65 歳以上年齢人口一人あたりに換算し推計した。

公的年金の報酬比例部分も、基礎年金と同様に老齢年金、障害年金、遺族年金の三つに分けられる。今回は、報酬比例部分全体に対する構成比が 2% 以下である障害年金を除いた、老齢年金と遺族年金を対象とした。報酬比例部分は、年金数理部会が発表する過去の標準的な金額を元に、報酬比例部分年金額の算出方式に従う形で推計した。

〔退職金〕

退職金は一時金と企業年金の生涯受取り額の現在価値の合計を推計対象としている。過去の統計データによれば、退職金は退職時の賃金と強い相関がある。そこで今回のシミュレーションでは、退職金制度・支給実態調査と就労条件総合調査から算出した退職時賃金と退職金の比率を、別途推計した収入階級毎の賃金に乗ずることにより退職金の推計を行った。

〔貯蓄〕

本推計における貯蓄とは、毎月の収入から支出を差し引いた金額を就業期間にわたって積み上げたものを意味する。推計に際しては、総務省『全国消費実態調査』のデータを用いた。

④ 経済シナリオ

本推計では、賃金上昇率に応じて 6 つの経済シナリオを設定した。これは、退職後所得の原資三つの全てが現役時代の所得と強い相関を持っていることによる¹⁷。

¹⁷三本柱のうち、公的年金は基礎年金と報酬比例年金から構成されるが、前者は賃金によらずに掛け金を納めた月数だけで決まる定額の年金である。一方、後者は賃金に応じて決まる掛金と掛金を納めた月数に応じて受給額が決定されるため、賃金との相関が高い。二番目の柱である退職金は、所得の一部を勤め先があらかじめ積み立てておき、退職後の所得として給付する場合が多く、かつその金額は退職時賃金に比例するのが一般的である。このため、現役時代の賃金との相関が高いといえる。三番目の柱である退職までに蓄える貯蓄は現役時代の収入と支出の差とし

最も楽観的な経済シナリオであるシナリオ 1 は、当面 5 年間は過去の実質賃金上昇率の水準を維持し、6 年目以降は実質賃金上昇率が年率 1.5%を維持するというものである。その他の経済シナリオはいずれも、当面 10 年間は過去の実質賃金上昇率の水準を維持すると仮定している。11 年目以降については、最も楽観的なシナリオ 2 では実質賃金上昇率を 1.5%とし、最も悲観的なシナリオ 6 は同-0.5%としており、シナリオ 3～5 は 11 年目以降の実質賃金上昇率をそれぞれ 1.0%、0.5%、0.0%としている。¹⁸

図表 34 経済シナリオ

シナリオ	前提条件
シナリオ 1	・ 5 年後までは過去の実質賃金上昇率を維持 ・ 6 年目以降、年率 1.5%の実質賃金上昇率を維持
シナリオ 2	・ 10 年後までは過去の実質賃金上昇率を維持 ・ 11 年目以降、年率 1.5%の実質賃金上昇率を維持
シナリオ 3	・ 10 年後までは過去の実質賃金上昇率を維持 ・ 11 年目以降、年率 1.0%の実質賃金上昇率を維持
シナリオ 4	・ 10 年後までは過去の実質賃金上昇率を維持 ・ 11 年目以降、年率 0.5%の実質賃金上昇率を維持
シナリオ 5	・ 10 年後までは過去の実質賃金上昇率を維持 ・ 11 年目以降、年率 0.0%の実質賃金上昇率を維持
シナリオ 6	・ 10 年後までは過去の実質賃金上昇率を維持 ・ 11 年目以降、年率-0.5%の実質賃金上昇率を維持

注) 全てのシナリオで金融資産の実質利回りは 0%とした。

て定義しているため、現役時代の所得に影響を受けることは明らかである。なお、本推計では賃金上昇率を外生的に与える構造としている。

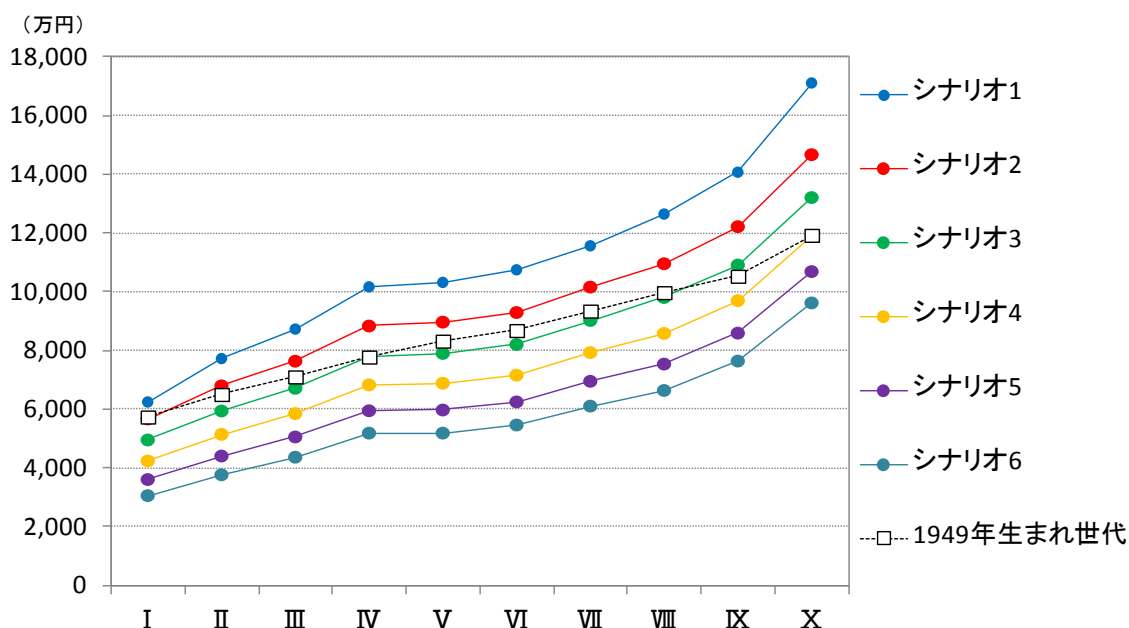
¹⁸ なお、図表に示した実質賃金上昇率は全所得階級の平均値である。実際の推計では、過去の統計を参考に所得階級所得階毎に賃金上昇率の格差を設けている。過去の統計からは所得階級が高い程、賃金上昇率が高い傾向がある。その傾向を加味すると、例えば実質的な賃金上昇率が 1.0%の場合、最も低い所得階級の賃金上昇率は 0.7%程度であり、最も高い所得階級の賃金上昇率は 1.3%程度となる。

第3節 分析結果

① 退職後所得の変化 —1949 年生まれと 1979 年生まれの比較—

上述の方法によって比較した結果を以下に示す。図表 35 は今の現役世代(1979 年生まれ)の退職後所得のシミュレーション結果を経済シナリオ毎に示したものである¹⁹。6 年後以降の実質賃金上昇率が 1.5%を維持すると仮定したシナリオ 1 では、最も所得が低い階層である所得階級 I の退職後所得は 6000 万円程度であり、最も所得が高い階層である所得階級 X の退職後所得は 1 億 7000 万円程度であるという結果を示している²⁰。

図表 35 1979 年生まれ世代の退職後所得



図表 36 は、先の退職後所得について、今の退職世代(1949 年生まれ)と今の現役世代(1979 年生まれ)の差を示したもの、図表 37 はそれを一月あたりの金額に換算したものである。11 年後以降の実質賃金上昇率が 1.5%となるシナリオ 2 に着目すると、全ての所得階級において今の退職世代の退職後所得に達していることがわかる。また、11 年目以降の実質賃金上昇率を 0.5%としたシナリオ 4 では全ての所得階級において今の退職世代の水準を下回っている。これはすなわち、実質賃金上昇率が将来にわたって 1.0%程度を維持しない限り、ほとんどの所得階級において退職後所得が現状の水準を下回ることを示唆している。さらに、月額換算値でみると、所得階級にもよるが、シナリオ 4 では月額 3~4 万円(15%~35%)、

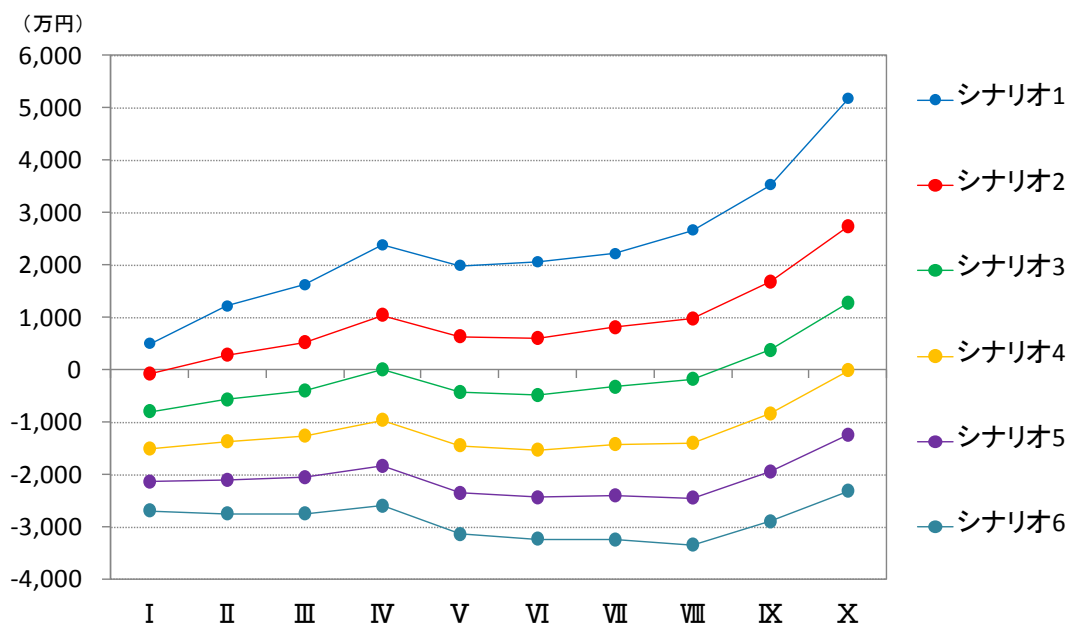
¹⁹ 今の現役世代の退職後所得は 2009 年時点の物価水準に換算している。

²⁰ なお、ここで言う退職後所得とは、個人の退職年齢において公的年金の生涯受取り額を一時金に換算した額、退職一時金と企業年金の生涯受取り額を一時金に換算した額、自助努力による貯蓄額を合算した額である。

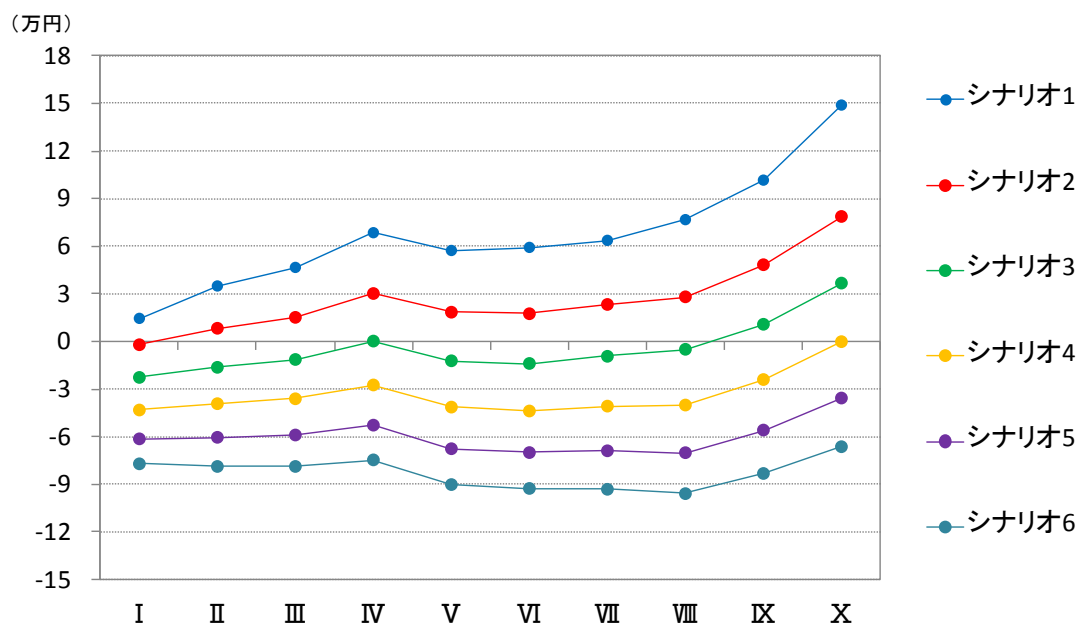
シナリオ 5 では 6～7 万円（30%～60%）減少する計算となる。単に退職後所得が減少するだけでなく、実際に家計に与えるインパクトも大きいことがわかる。

それでは、今後実質ベースで 1%以下の賃金上昇しか望めない場合、今の現役世代はどの程度のリターンを金融資産から得る必要があるのだろうか。この点を、次頁以降で検証する。

図表 36 退職後所得推計値の 1949 年生まれ世代水準からの変化額



図表 37 退職後所得推計値の 1949 年生まれ世代水準からの変化額（月額換算）



② 退職後所得の減少を補うための金融資産の検討

[必要となる期待リターン]

図表 38 は、シナリオ 3、4、5 について退職後所得の減少分を補うために必要な金融資産のリターンを示したものである²¹。

シナリオ 3 では、最も所得が低い階級である I に必要な期待リターンは年率 6.0%、II では年率 3.9%であった。退職後所得が今の退職世代（1949 年生まれ）よりも多い結果となる階級 X・IXについては、求められる金融資産の期待リターンを 0%とした。

一方、シナリオ 4、シナリオ 5 をみると、X と IXを除いて概ね 5.0%を超える水準の期待リターンが必要という結果となった。

図表 38 将来の退職後所得減少分を補うために必要な期待リターン

	I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X
シナリオ3(2019年以降1.0%)	6.0%	3.9%	2.8%	0.3%	2.7%	2.7%	2.0%	1.7%	0.0%	0.0%
シナリオ4(2019年以降0.5%)	8.3%	6.5%	5.7%	4.5%	5.4%	5.4%	5.1%	5.0%	2.8%	0.9%
シナリオ5(2019年以降0.0%)	9.4%	7.8%	7.2%	6.3%	6.7%	6.7%	6.6%	6.5%	4.4%	2.6%

注) 必要となる期待リターンが 5%超のセルを灰色でハイライト。

²¹ 退職年齢における退職後所得の減少分を、現役時代にリスク性資産を持つことで補おうとする際に必要となる年率の期待リターンを計算した結果である。

〔期待リターンを実現するための資産構成〕

上記で推計された必要リターンを実現するための資産構成を検討する。資産構成の検討には、資産構成別の期待リターン・リスクの前提条件が必要になるが、ここでは資産クラスの中長期的な期待リターンの想定として最も知られたものの一つである GPIF（年金積立金管理運用独立行政法人）による前提条件を用いる（図表 39）。この前提では、実現できる期待リターンは最大で 5%（外国株式に 100%投資したケース）であるため、自己資金で運用する限り、シナリオ 4 や 5 の大半の所得階級では運用利回りだけ向上させることにより退職後所得の減少分を補うことはできない。

図表 39 資産クラス別の期待リターンとリスク

	国内債券	国内株式	外国債券	外国株式	短期資産
期待リターン	3.0%	4.8%	3.2%	5.0%	1.9%
リスク	6.5%	22.5%	12.9%	22.5%	3.6%

出所）年金積立管理運用独立行政法人「基本ポートフォリオ」（平成 25 年 6 月 7 日）

この GPIF の前提条件を用いて、期待リターン（2%～5%）毎に必要な資産構成とその資産構成のリスク（分散）を図表 40 に示した。国内株式、外国債券、外国株式の 3 つを「リスク性資産」とすると、期待リターン 3%を実現するためには、リスク性資産の割合を 27%程度必要になる。これを超えて積極的に運用を行うことは一般的に難しいと考え、以下では 3%の期待リターンが実現した場合の退職後所得への影響について検討する。

図表 40 期待リターン毎の資産構成

資産クラス	期待リターン（年率）			
	2%	3%	4%	5%
国内債券	0%	55%	48%	0%
国内株式	1%	7%	20%	0%
外国債券	6%	17%	0%	0%
外国株式	0%	3%	32%	100%
短期資産	93%	19%	0%	0%
合計	100%	100%	100%	100%
ポートフォリオ分散	3%	5%	11%	22%

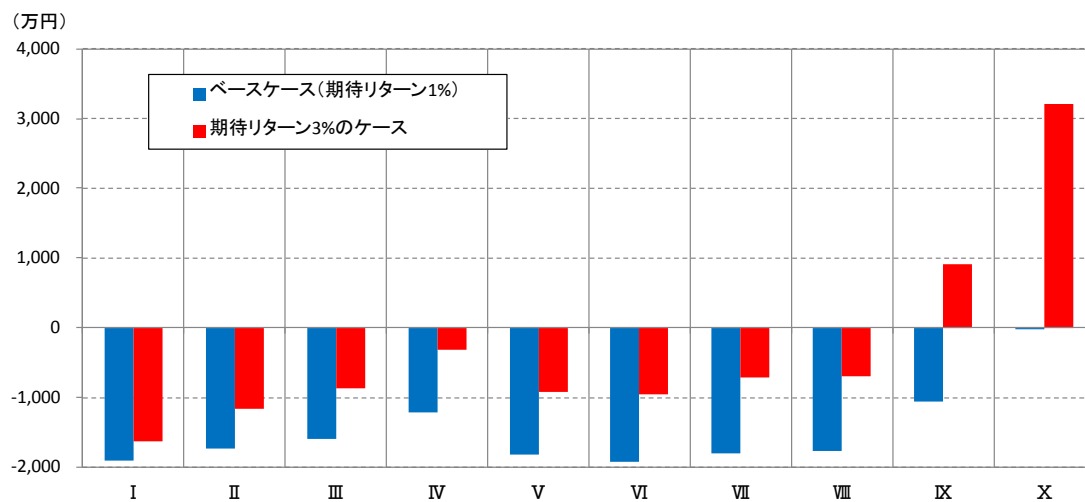
〔期待リターン 3%が実現した場合に退職後所得に与える影響〕

次頁の図表 41 は、シナリオ 4 における退職後所得の減少額について、金融資産の期待リターンが 1%のケース（図表 41 では「ベースケース」と表記）と 3%のケースを比較したものである。この図表から、Ⅳ以上の所得階級では期待リターン 3%の運用を行うことにより退職後所得の減少額が半分以下になっていることが分かる。しかし、Ⅲ以下の所得階級

では減少額はそれほど改善していない。

以上の分析から、リスク性資産の保有だけで退職後所得の減少分を完全に補うことはできないが、中高所得者層の場合は減少幅を一定程度抑えるのは可能であることがわかる。このことは、現役世代、中でも中高所得者層にとって、積極的に資産形成に取り組むことが大事であることを示している。

図表 41 退職後所得の減少額



第IV章 わが国の個人資産の課題

前章でみたように、資産形成の重要性は今後ますます高まっていく。本章で家計における資産運用の現状と課題について、個人自身や金融業者、さらには産業政策的な視点からそれぞれ考察する。

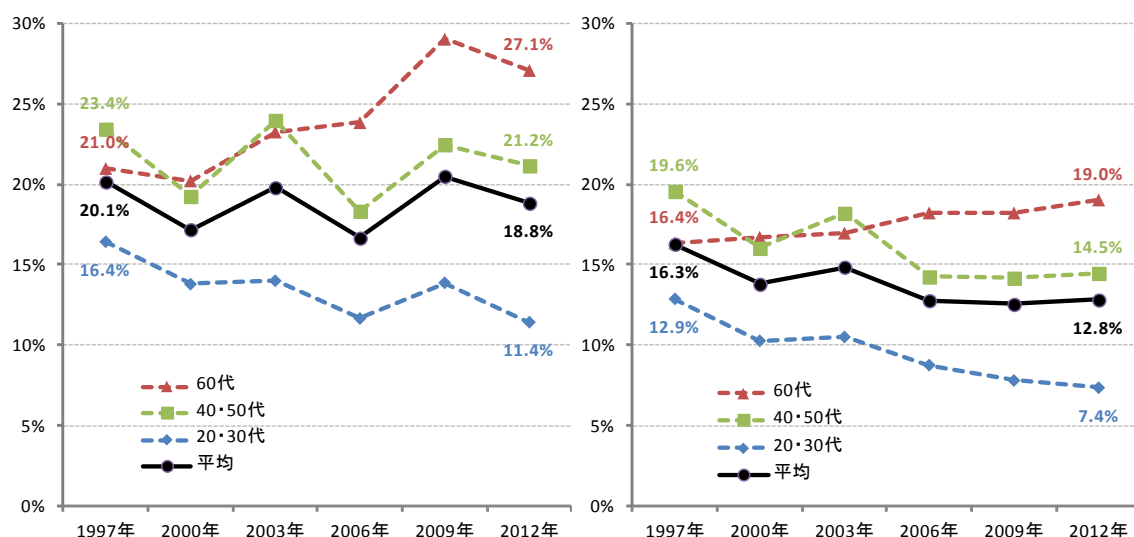
第1節 個人の視点からみた課題(個人の資産形成における課題)

1. リスク性資産の保有に関する課題 ー投資家の裾野が広がらないー

2000 年以降、個人による株式取引が活発化したり投資信託の残高が急増したものの、投資家の裾野はそれほど広がっていないようだ。株式や投資信託を保有している人の割合の推移をみると(図表 42 (左) 参照)、全年代の平均値は横ばいかむしろ若干減少している。年代別に見ると、60 歳代では上昇、40・50 代は若干減少、20・30 代は減少している。この傾向は投資信託より株式に顕著に表れている。図表 42 (右) に株式の保有率の推移を示したが、20・30 代や 40・50 代といったいわゆる現役世代で 5%以上減少している。株式を保有する人の割合は 60 代では増加しているが、2.6%ほどしか増えていない。

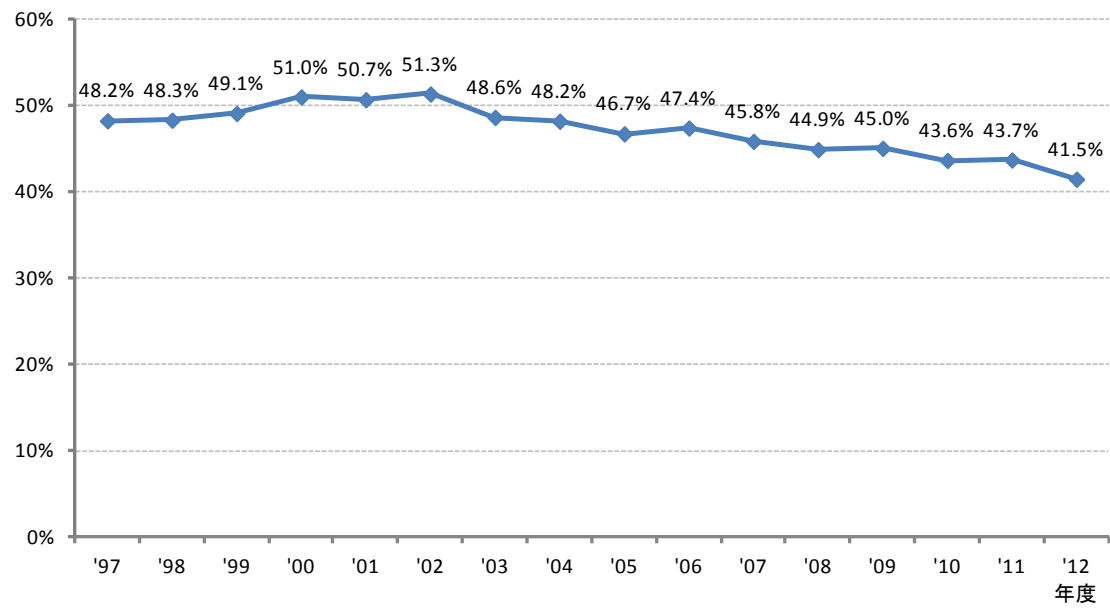
現役世代の株式投資離れは、従業員持株会の加入率の推移からも見て取れる(図表 43 参照)。従業員持株会導入企業の従業員に占める加入者の割合は 02 年度をピークに低下し、12 年度までの 10 年間で凡そ 10%低下している。サラリーマンにとって、勤め先企業の株式の保有は最も始めやすい株式投資の一つと考えられるが、それを促進するための制度である従業員持株会の加入率の低下は、現役世代における投資家層の縮小を象徴している。

図表 42 株式や投資信託の保有者の割合(左)と株式の保有者の割合(右)



出所) 野村総合研究所 「生活者 1 万人アンケート (1997, 2000, 2003, 2006, 2009, 2012 年)」

図表 43 従業員持株会の加入率



出所) 東京証券取引所「従業員持株会状況調査」

2. リスク性資産の保有に関する課題 ―短期保有に偏る―

個人によるリスク性資産の平均保有期間は短い（図表 44 参照）。例えば上場株式については 98 年までは 5 年を超えていたが、その後短期化し 03 年度以降は 2 年程度に留まっている（現金取引のみ考慮、信用取引を含まず）。株式投資信託についても同様に保有期間は一時期 3 年程度であったが、近年では 2 年にまで短くなっている。

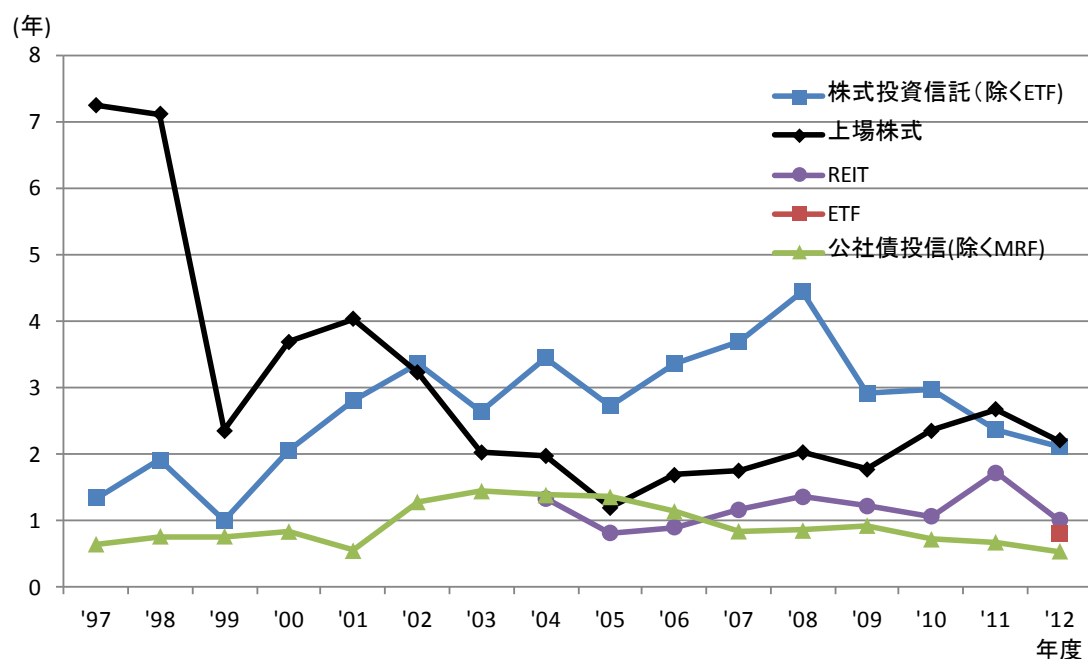
個々のリスク性資産の保有期間が短くても、投資自体は継続しているのであれば、投資家は資本市場が中長期に渡って提供するリターンを享受することができる（ここでは取引コストを考慮しない）。しかし、実際には、特に相場下落期の後半に投資を休止し、相場上昇期の後半になって投資を再開する場合も多いと考えられ、中長期に渡るリターンを確保することが難しくなっている可能性がある。

実際、追加型株式投資信託（除く ETF）全体が 12 年度末までの 15 年間に投資家に提供した損益額を計算すると、その利益は僅かに 4.5 兆円だった。最近の残高や期間中の売買額に比べ、いかにも少ない額だ²²。

価格が刻一刻上下する証券市場において、非常に優れた判断力を持つ投資家であれば、価格の安いときに購入し、高くなったときに売却することにより大きなリターンを得ることができる。しかし、一般的な能力しか持たない多くの人々は、このような行動をとることは不可能だ。そのような人々の場合は中長期にわたって投資を継続し、ある程度の収益を確保することが現実的と考えられる。

²² しかも、この損益には販売手数料を考慮していない。販売手数料も考慮した場合には損益はマイナスとなる（販売手数料は例えば料率を 2% としても 4.8 兆円となる）。

図表 44 個人投資家のリスク商品別平均保有期間



注) 平均保有期間は個人投資家の保有額(期中平均)を年間売却代金(上場株式・REIT、ETFについては現金取引のみ(信用取引を含めず))で割った値。

出所) 野村総合研究所

図表 45 追加型株式投資信託(除くETF)の損益額(98~12年度)

単位:兆円

分類	98/03 残高	98/04~13/03			13/03 残高	総損益
		設定	解約償還	分配		
追加型株式投資信託(除くETF)	9.3	238.3	169.1	29.3	53.6	4.5
国内株式型	4.0	42.6	37.4	1.5	5.7	-2.1
海外株式型	0.7	39.4	27.5	3.6	8.4	-0.6
国内債券型	0.1	3.9	2.8	0.0	1.2	0.1
海外債券型	1.8	89.2	57.0	16.6	24.2	6.8
国内REIT型	0.0	3.6	2.1	0.4	1.8	0.7
海外REIT型	0.0	16.4	8.6	3.4	5.7	1.3
バランス型	1.4	23.2	14.5	3.6	4.8	-1.7
その他	1.3	20.0	19.3	0.3	1.8	-0.0

注) 総損益額は「残高(13/03)+(解約償還+分配) - (残高(98/03)+設定)」。

出所) 野村総合研究所

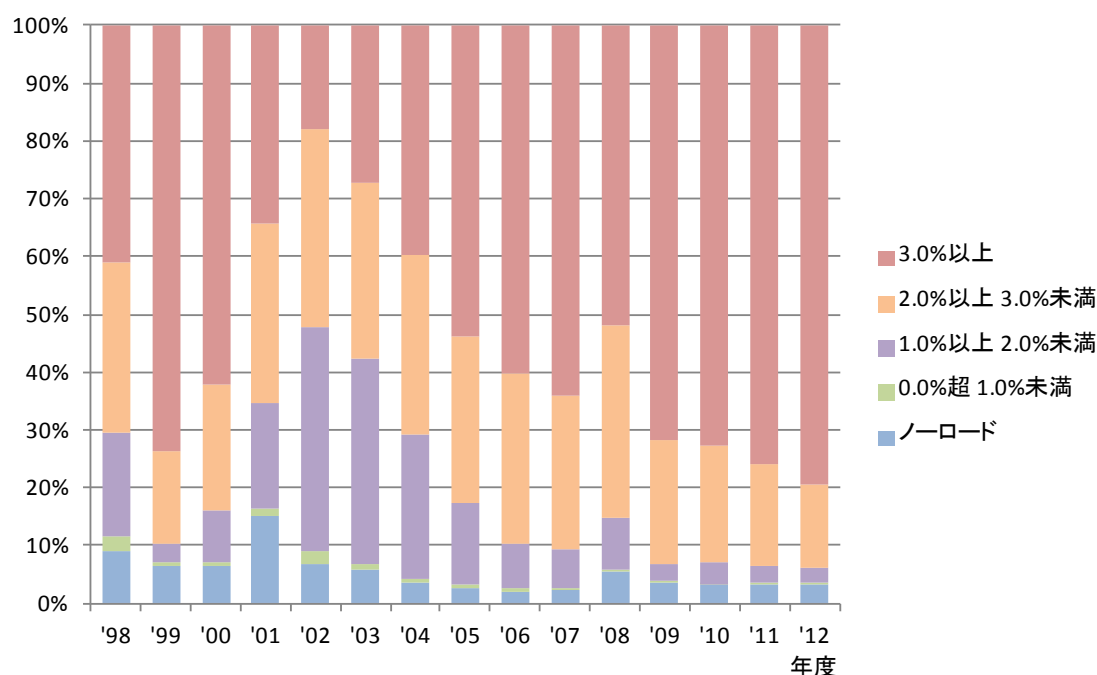
第2節 金融業者の課題

1. 現在の販売姿勢に対する課題 ―顧客と利益相反し難いビジネスの推進―

先にも述べたように、追加型株式投資信託（除く ETF）の平均保有期間は短期化し、近年では 2 年にまで短くなっている。この結果については、顧客の投資方針が現れているという以外に、投資信託の販売会社が短期売買を促していることを示しているとも考えられる。その証拠に、保有期間の短縮化と同時に追加型株式投資信託（除く ETF）の販売手数料率が上昇している。図表 46 を見れば分かるように、02 年度には 3%以上の販売手数料を徴収するファンドの販売額は全体の 2 割に過ぎなかったが、現在では 8 割近くにまで増加している。投資信託の販売現場において販売手数料が過度に重視される結果、顧客の投資方針にかかわらず、ファンドの短期的な乗換を促しているのではないかとの懸念も指摘できる。

このような懸念をもたれてしまうのは、勧誘と約定に伴う手数料を主たる報酬とする伝統的な有価証券販売では、販売業者（ブローカー）は顧客の利益である資産額の極大化を二の次にし、自身の利益の極大化を図ろうとするインセンティブが働きかねない構造を持っているためだ。米国では投資信託の提供形態はこのような販売手数料（コミッション）型とは別に運用報酬（フィー）型も存在し、その割合を高めている。運用報酬（フィー）型ビジネスの場合、業者の助言等に基づいて構成されたポートフォリオの時価の一定割合が業者の報酬となるため、顧客との利益相反が起きにくい。現在ではわが国でも、運用報酬型による投資信託の提供形態が登場している。ファンドラップや SMA と呼ばれるサービスのことで、大手金融機関の一部が提供している。ただ、その残高は最近一年で二倍に拡大してはいるものの、まだ 1 兆円程度に過ぎない（図表 47）。金融機関は、販売手数料を過度に重視したビジネス形態を見直し、個人投資家の利益を第一に考えた商品の提供を進めることが必要であろう。

図表 46 追加型株式投資信託（除く ETF）の販売手数料率別販売額



注) ここでは確定拠出年金専用ファンドやラップ（SMA）専用ファンドを除いて集計した。
また、ここで用いた販売手数料率はファンドの目論見書に記載されている上限値であり、
実際の手数料はこの値を下回る場合がある。

出所) 野村総合研究所

図表 47 追加型株式投資信託（除く ETF）の提供形態

	販売手数料型 (コミッション型)	運用報酬型 (フィー型)
定義	金融機関は投資家に勧誘を行い、顧客の 約定注文を受けることにより提供される	顧客の方針に従って投資先ファンドの選定 を行う投資顧問を通じて提供される
ファンド数	3,420本 (うちノーロードファンド309本)	140本
残高	506,604億円 (うちノーロードファンド11,473億円)	6,083億円
平均販売手数料率	2.87% (ノーロードファンドを除いた場合: 2.99%)	0.00%
平均実質信託報酬率	1.36%	0.83%

注) 確定拠出年金専用ファンドや財形向け専用ファンドを含まない。

出所) 野村総合研究所

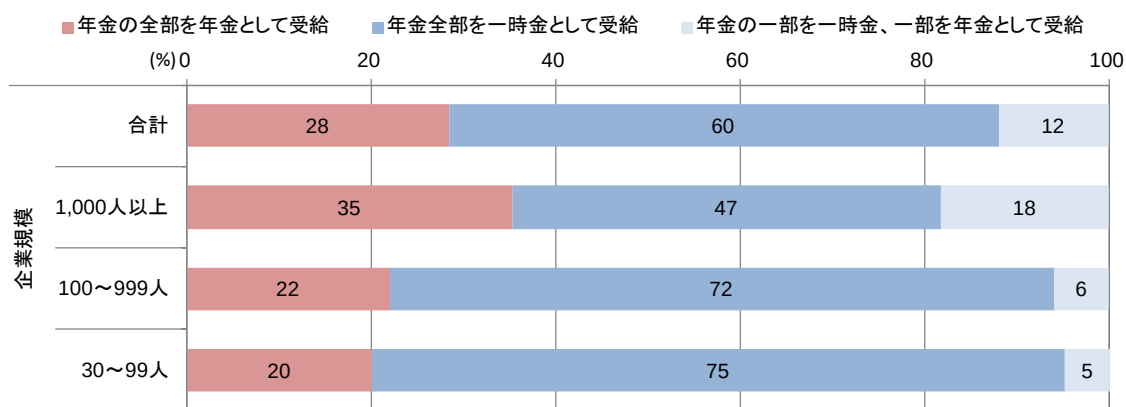
第3節 マクロ政策的（産業政策的）な視点からみた課題

1. 市場運用に回らない退職者の資金

図表 48 に示す通り、わが国では退職年金を受給する際、企業規模による違いはあるものの、60%程度の退職者が「一時金」を選択している²³。この背景には、年金よりも一時金で受け取ったほうが税制上有利であること、一時金を住宅ローンの返済原資に充当する人が多いこと、などが挙げられるだろう。個人レベルで見ると、それぞれ合理的な選択をしており特段問題がないように思えるが、視点を変えると別の問題が見えてくる。

図表 49 の通り、在職期間中、退職給付の原資として積み立てられる資金は有価証券運用や企業の事業資金に回っており、いわば「リスクマネー」として運用されている。従って、退職時の受取方法として年金を選択した場合は、本人が退職した後も積立金の運用は継続される。しかしながら、受取方法として「一時金」を選択した場合、その大半が預貯金に回ってしまい、「リスクマネー」としての運用が中断されてしまう²⁴。実際、図表 50 で退職一時金の使い道をみると、最も多いのは預貯金（50.3%）、次いで住宅ローン等の返済（15.4%）であり、投資に回る分は 14.1%に過ぎないことがわかる。退職一時金として支払われる金額が年間 10 兆円前後（図表 51 参照）であることを考慮すると、マクロ的には無視できない金額が運用を中断されていると言えよう²⁵。

図表 48 退職年金の受給方法別退職者数の割合（従業員規模別）



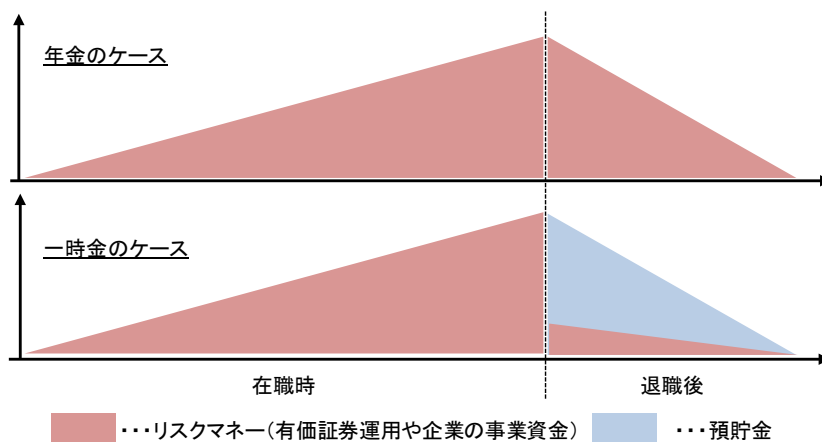
出所）厚生労働省『平成 20 年 就労条件総合調査』

²³ ここでいう退職年金は、退職一時金や公的年金、個人型確定拠出年金は含まない。なお、わが国では約 75%の企業が退職給付制度を整備しており、その形態として（ア）退職一時金のみが約 66%、（イ）退職年金のみが約 12%、（ウ）両制度併用が約 23%である（厚生労働省『平成 25 年 就業条件総合調査』）。上のグラフは、（イ）（ウ）のみを対象としているため、（ア）の形態を含めると、わが国では退職給付の大半が「一時金」という形態で支給されていると言えよう。

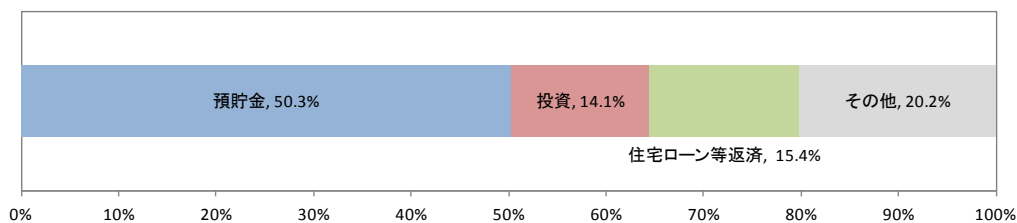
²⁴ 預貯金を受け入れた銀行等が貸出や有価証券運用の形でリスクマネーを供給している可能性や、逆にリスク性商品に投資された資金が実は国債等の元本確保型の商品に投資されている可能性もあるが、ここでは深くは立ち入らない。

²⁵ ただし、この数値には企業年金が「一時金」として支給された金額と、退職一時金として支給された金額の双方を含んでいる。

図表 49 企業年金の受取方法の違いによる積立金の違い

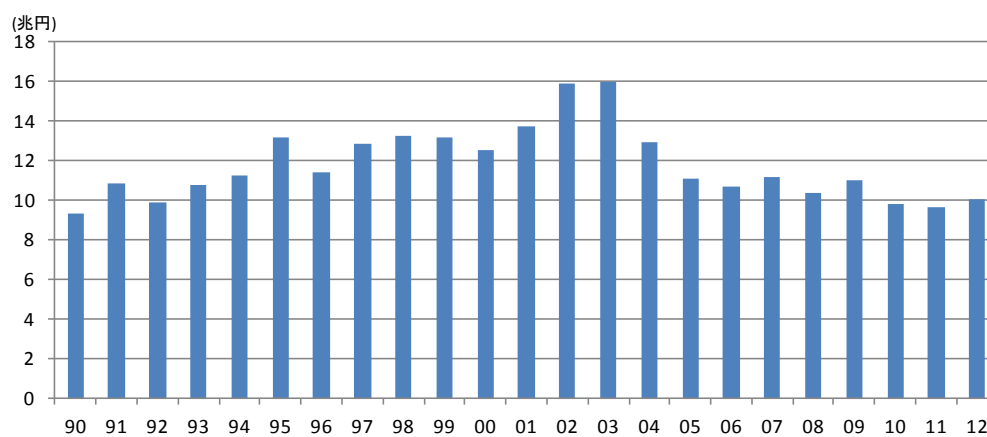


図表 50 退職一時金の資金使途



出所) 野村総合研究所「退職者アンケート」

図表 51 退職一時金の支給額の推移



出所) 国税庁『統計年報』

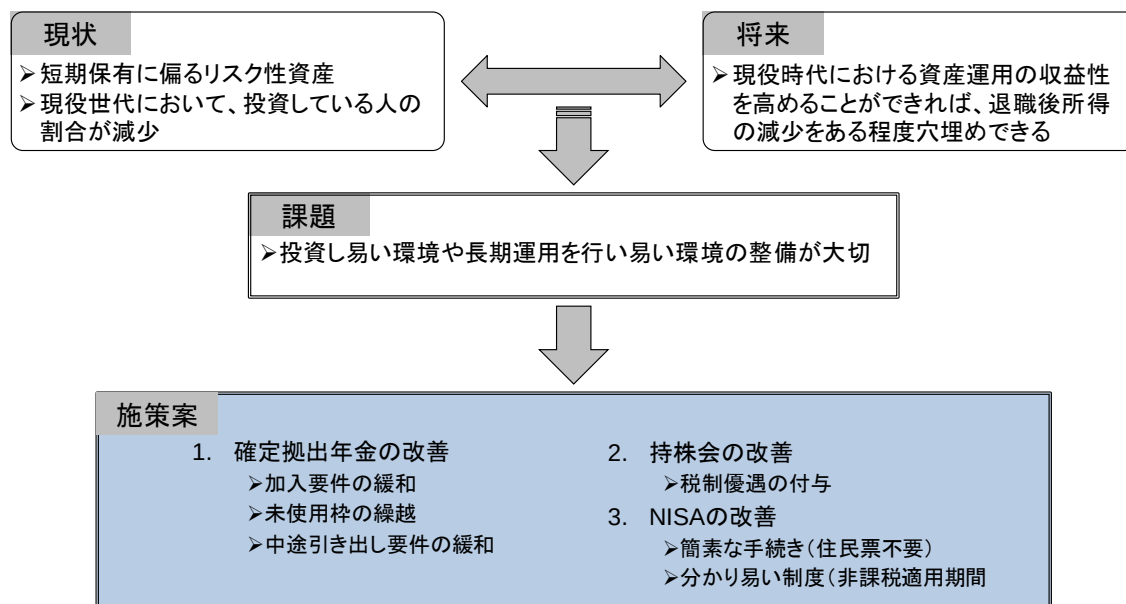
第V章 個人資金を成長マネーに呼び込むために必要な施策

第1節 現役世代の資産形成を促進するための施策

第Ⅲ章で示したように、今後、実質賃金が毎年+0.5%ずつ上昇していくとしても、退職後所得は減少することが予想される。また、現役世代が自身の貯蓄の運用利回りを3%に高めたとしても、低所得者層の場合は減少額をほとんど穴埋めすることできなかったが、中高所得者層の場合には減少分をある程度カバーできることが分かった。このことから今後の施策として次のようなこと考えられる。すなわち、低所得者層に対しては公的財源を手厚く配分し最低限の生活保障を確保すると共に、中高所得者層に対しては自助努力による資産形成を一層促していくべきである。

しかし、中高所得者を中心に現役世代に資産形成を促すにしても、現実には彼らの資産運用は以前に比べ保守的になり、リスク性資産を保有する人の割合が低下している。この状況を打開するため、若い時期から資産形成に取り組むような強いインセンティブを現役世代に付与する必要がある。そのためにまずは既に存在している確定拠出年金や従業員持株、NISA（少額投資非課税制度）等のような制度に関して以下の様な改善を行うべきであろう。

図表 52 本節の提案の概要



1. 確定拠出年金制度の改善

現役世代の確定拠出年金に対する利用促進を図るために、制度への加入、積立、運用資金の引き出しの各段階で次のような改善を行う必要がある。

① より加入し易い制度とするための改善

まず、個人型確定拠出年金の加入要件を緩和すべきだ。現在、個人型確定拠出年金を利用できるのは自営業者等（第1号被保険者）及び一部の会社員（第2号被保険者のうち、企業年金がない企業に勤める者）だけであり、専業主婦や公務員、職域年金を有する企業に勤める会社員は加入できない。このような複雑な加入要件は、一般の人の理解を難しくし、認知度も低いままにとどめている。このせいもあってか、個人型確定拠出年金の加入率は、正確に計算ができる第1号被保険者の場合、0.3%²⁶と非常に低い。理解を容易にし、認知度を高めるためにも、専業主婦や公務員を含め幅広い人々が加入できるようにすべきであろう。また、このことは現加入者にとってはポータビリティの拡充に繋がり、転職した場合でも、退職後のための資産形成を続ける事ができる。さらに、金融機関側のコストの低減にも繋がるはずだ。例えば現状では、運営管理機関は個人型確定拠出年金の加入者に対して毎年「加入資格確認」を行う必要があり無視できない事務コストになっている。また加入資格が限定的であるため、金融機関から能動的に顧客を見つけて営業することが難しい（営業コストが高い）。個人型確定拠出年金の加入要件が緩和された場合、金融機関は同制度のビジネスに積極的に取り組むことになり、ひいては人々の認知度の向上にも繋がるはずだ。

② より積立易い制度とするための改善

業界有識者に意見を求めると、加入者が確定拠出年金に関心を持たない一つの理由として、長年継続したとしても、大した運用額にならないことを挙げる人が多い。多くの場合、企業が負担する拠出額は年齢や役職に応じて増加する仕組みとなっているため、若い世代では「枠の使い残し」が生じ、長い間加入している場合でも実際の累積投資額がそれほど多くなならない場合も多いようだ。こうした状況への対策として、ある年の拠出額が定められた年間限度額に満たなかった場合に生じる未使用枠を将来に繰り延べられるよう制度を見直すことが考えられる。これにより企業が「未使用枠」を後年使うこともできる。あるいは所得の増えた段階で加入者自身が本人拠出制度を利用して「未使用枠」を使うこともでき、退職までにより多くの資産の蓄積が可能になる。なおカナダの例では、RRSPなどの

²⁶第1号被保険者加入者数÷第1号被保険者総数＝5.5万人÷1,864万人（数値は厚生労働省より取得）。ただし、分母には国民年金基金加入者約50万人を含む。

制度で未使用枠の繰越を認めたことが切っ掛けとなって残高が急拡大したと言われており、日本でも同様の効果は期待できよう。

③ 中途引き出し要件の緩和

現状の制度では、ごくわずかな例外を除いて加入期間の途中で引出が認められていない。安易に中途引出を認めると、「年金」と「貯蓄」との区別が曖昧になり、制度創設の趣旨と矛盾が生じてしまうため望ましくないためだ。しかし、「あまりにも引き出し要件が厳しいため、企業が導入を躊躇し、自営業者が加入を思いとどまる原因にもなっている」という指摘は業界有識者から多く聞かれる。制度趣旨から著しく乖離する行動とならない範囲で、中途引き出し要件の緩和を検討すべきであろう。前述の米国のIRAやカナダのRRSPの例を見ても一定の要件を満たしていれば中途引き出しは可能であり、それ以外の場合でもペナルティを払えば中途引き出しが認められる。我が国でも中途引き出しに関して同程度の柔軟性を認めるべきで、例えば、経済困窮時や自然災害時など用途に限定したり、用途を比較的広く認めた上で引き出しに当たって一定のペナルティをとるなどの対応を検討するであろう。

現在でも、確定拠出年金に対しては投資に関する知識の習得と実践の場として評価する意見は多い。同制度の運営管理を行う金融機関によると「確定拠出年金の運用資産全体の中で投資信託は4割に過ぎないが、同制度のなかで投資信託を保有する加入者は6割に達する」という。第IV章第1節1で見たように株式や投資信託を保有する現役世代はせいぜい2割であることを踏まえると、リスク性資産の保有経験を積む場として確定拠出年金を積極的に評価することができる。「未使用枠の繰越」により同制度に関心を持つ人が今よりも増えれば、同制度のなかで投資信託を保有する加入者の割合が一層増える可能性がある。また「加入要件の緩和」や「中途引き出し要件の緩和」により加入への敷居が下がり、さらに多くの人の加入が期待できる。これらの相乗効果によって、退職を迎える時期までにリスク性資産への投資を経験する人の数は増大し、投資家の裾野の拡大に大きく寄与すると考えられる。

2. 従業員持株会制度の改善

先述のように現役世代における株式保有者の割合や従業員持株会制度への加入率は近年低下している。投資未経験者にとって、最も始めやすい株式投資の一つが勤め先企業への投資であることを考えると、これを優遇する意味も充分にある。

従業員持株会の目的は、実施会社及び実施会社の子会社等の従業員による実施会社の株式の取得、保有の促進により、①従業員の福利厚生を増進及び②経営への参加意識の向上を図ることである。この制度では加入者があらかじめ申し込んだ金額を給与及び賞与から

天引きにより積立投資を行う。利用実績を見てみると、月々の積立額は1人平均で1万円弱²⁷、1人当たりの平均保有額は165.6万円(2013年3月末現在)²⁸となっている。平均保有期間は9.3年²⁹と、一般の株式投資に比べ非常に長い。このような従業員持株会の加入者に対する優遇措置としては、実施企業の一部が任意で行っている奨励金のみで、現在税制上の優遇措置は存在していない³⁰。

現在では上場企業の9割以上が持株会を導入しているため、従業員持株制度の一層の普及に向けては、導入企業を拡大させる余地は乏しく、個人単位で見た加入率を如何に高めていくか、という視点が重要である。諸外国の例を見ると持株会に対する税制優遇が存在しており³¹、持株会加入者に対する税制面でのインセンティブを付与することも検討すべきであろう。また、従業員持株会を通じて取得した株式の平均保有期間は長く、この制度に税制上の優遇を与えることは株式の長期保有を優遇することにも通じると考えられる。具体的には、上場株式等の配当・譲渡所得に対する軽減税率が実施されていた時には、従業員持株会により取得した株式もその対象になっていたことに鑑み、従業員持株会をNISAの対象にすること等が考えられる。この場合、従業員持株会による株式の取得を加入者の証券口座における取得と見なす法令上の措置を講じる必要がある³²。

3. NISA（少額投資非課税制度）の改善

2014年より始まったNISAは導入当初の段階で、開設された口座が既に474万件に達している。同制度に対しては利用者や金融機関の関心が高く、スタートは順調と言える。NISAに対しては今後当局も使い易さをさらに追求し、改良を検討していく姿勢を示している。

NISAの見本となった英国ISAも同制度の導入後様々な改良を加えている。この際、意識されたのが「より簡素でより分かり易い」ことであった。これは、わが国のNISAにおいても幅広い利用者を獲得するためには重要な観点であろう。現状のNISAは様々な配慮を行った結果、個人投資家にとっては複雑で理解が難しい点も多いようだ。この点、業界有識者

²⁷ 野村証券がまとめた「持株データブック 2013」によると同社が事務委託契約を締結している上場企業の従業員持株会を対象に調査したところ、加入者1人当たりの月額拠出額は9,880(2013年3月)であった。

²⁸ 「平成24年度従業員持株会状況調査結果」(東京証券取引所)

²⁹ ボーナス時は通常の月額額の3倍とすると年間拠出額は17.8万円(=9,880円×18)。株価の変動を無視した場合、1人平均保有額に達するまでに9.3年(=165.6万円÷17.8万円/年)掛かる計算になる。

³⁰ 2013年末までは一般に株式投資同様に譲渡益や配当金に対して10%の軽減税率が適用されてきた。

³¹ 例えば、例えば米国のESOP(Employee Stock Ownership Plan)と呼ばれる会社が拠出する従業員持株会制度では所得税や運用収益については引き出しまで課税されない(ただし引き出しは原則59.5歳以降の退職までできない)。

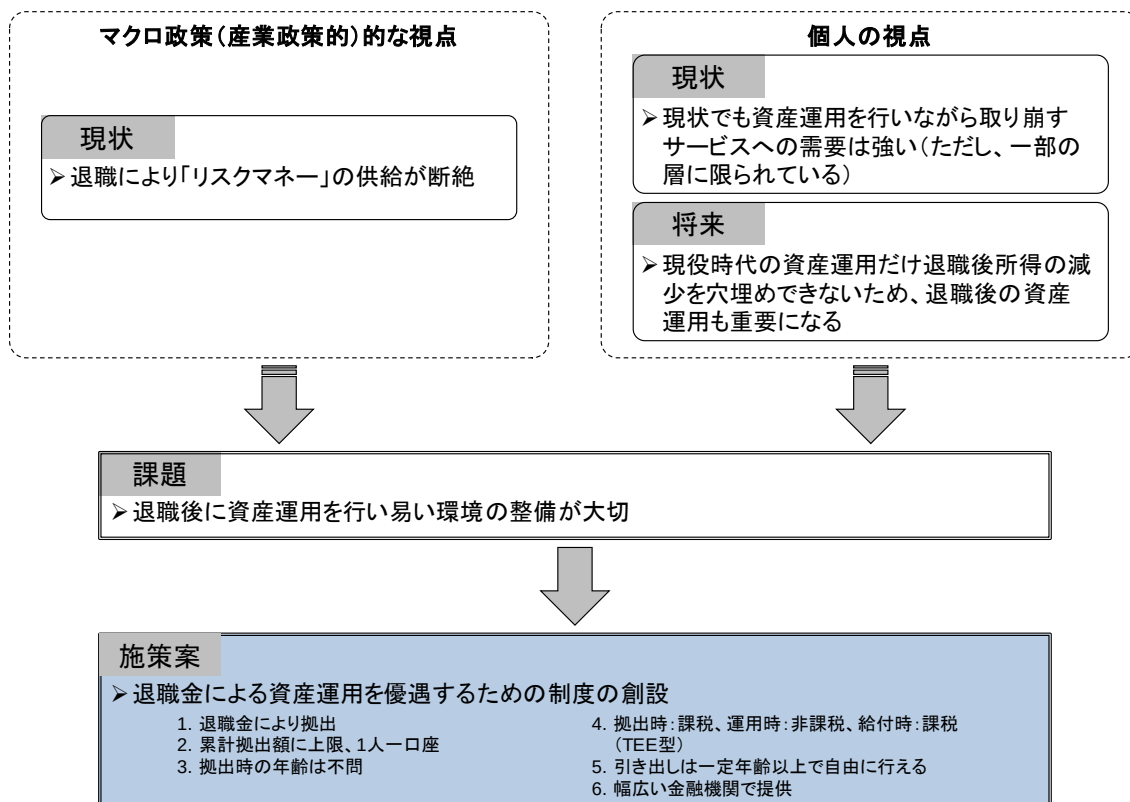
³² 現在、従業員持株会は民法上の組合で運営されているケースが大半で、持株会で保有している株式は、加入者自らの口座でなく、持株会の理事長名義の組合の口座で管理されている。

に意見を求めると、①申込時に定められた基準日の住所が確認できる住民票等を用意する必要があるため利用者の負担が大きいことや②非課税適用期間が一律に5年と定まっている点やそれに起因する規則は利用者にとって理解が難しい等の指摘が多く聞かれる。①については早期に番号制度を利用すべきであり、②は非課税適用期間を特定の期限まであるいはNISAが廃止されるまでとすることなどが考えられる。

第2節 退職金による資産運用を優遇するための施策

第IV章3節で示したように、退職金は従業員が在職期間中には全額「リスクマネー」として運用されているが、退職金として支給されると、そのうち14.1%しか投資に回らず、預貯金には50.3%も流れている。退職金は年間10兆円と言われるだけに、マクロ的な観点から見れば、「リスクマネー」として如何に継続的に運用されるかは重要な問題である。また、個人にとっても退職後の運用は今後重要になる。先に示したように現役時代に3%程度の利回りによる運用を行ったとしても、退職時における退職後所得が現状より減少することが予想される。このため、退職後、取り崩しによって減少していく資産についても運用を継続していくことにより、生存中に資金が枯渇するリスクを抑える必要がある。このように考えると、退職後に資産運用を行い易い環境を作ることは大切である。そのためには退職者に対して資産運用を促すべきで、受け取った退職金を引き出しながら運用する場合に対する税制上の優遇措置を検討すべきであろう。

図表 53 本節の提案の概要



退職者が保有する資金を対象に、その運用を優遇する制度については様々な意見があるであろうが、退職者固有のニーズがまとまった資金を運用しながら取り崩すことにあることを踏まえると、基本的には次のような要素が盛り込まれているべきであろう。

- (1) 拠出可能は退職金（退職一時金と年金の一時金受け取りを含む）に限る。
- (2) 公正性を期すために1人が拠出可能な額（累計額）には一定の上限を定める。その場合、源泉徴収義務を負う金融機関における実務の観点から1人1口座の制度とすることにより、上限を上回る拠出を容易に防ぐ仕組みを入れる（NISAで構築した同様の基盤を用いる）。
- (3) 拠出時の年齢に制限を設けない。これにより例えば40歳で転職した際に受け取った退職金も、この制度を利用し運用可能となる。
- (4) 退職金に課税されているため、運用益や給付金に対しては課税しない、いわゆる TEE 型とする。
- (5) 引き出しは一定の年齢以上であれば、自由に行えることを基本とする³³。
- (6) 幅広い金融機関で加入、拠出、引き出し（受給）ができること。このためにも多くの金融機関の協力を得られる制度とすることも大事となろう。

海外に目を転じると、米国では退職までに蓄えた確定拠出年金の積立金を対象に、IRAに移管して運用を継続できる（運用益に対して非課税の）制度が存在している。そして、その制度を利用して移管された資金によってIRAの残高が拡大したと言われるほどよく使われている。本節で提案している制度は我が国独特の制度である退職金を対象にした制度である点が異なっているが、退職給付制度を利用して退職までに蓄えた資金の運用に対して税制上の優遇を与えている点では米国の制度と同じだ。実現に当たっては独立した制度として創設することのほか、例えば一部で提案されている日本版IRA³⁴や既に導入されているNISAに別枠を設けて、退職金を移管することを認めることにより実現を図ることも考えられる。

このような制度によって、退職者の資産運用に関する意識を高め、結果としてリスク性資産による運用が増えるはずだ。そして前節で提案した現役世代の資産形成を促進するための施策により、退職までに資産運用に対する理解度を高め、経験を積んだ人が増えれば、「リスクマネー」の供給が一層進むと期待できる。

³³ 引き出しについては一定以上の期間に渡り分割して行うことが望ましいが、金融機関が自主的に行うサービスで対応されることを期待する。ここではむしろ引き出しの自由度を高くすることにより加入の際の心理的障害を低くすることを重視している。

³⁴ 金融税制研究会「金融所得一体課税の推進と日本版 IRA の提案」
(<http://www.japantax.jp/teigen/file/teigen091001.pdf>)