

2017年9月5日 全13頁

米国投信市場における退職貯蓄制度の役割

加入者目線での制度の見直し、投資アドバイス体制の確立がカギ

金融調査部 研究員 佐川 あぐり
主任研究員 土屋 貴裕

[要約]

- 米国の家計金融資産においては、間接的な株式保有が増加している。主に投資信託（以下、投信）を通じた株式保有の増加が要因と思われるが、投信については退職貯蓄制度（各種の年金制度）による保有が拡大している。老後に向けた退職貯蓄の増加が、株式の間接保有を促していると言えよう。
- 退職貯蓄の過半を占めているのが、自助努力の制度である確定拠出年金（DC：Defined Contribution Pension Plan）と個人退職口座（IRA：Individual Retirement Account）であり、税制優遇があり個人の資産形成に資する制度として普及した。それぞれ資産の半分程度が投信で構成され、投信へのアクセスにも大きな役割を果たしている。
- 米国の投信市場は、国内株式型から、徐々にその他のタイプへシフトする動きが続く。また、401(k)プランを経由したターゲット・デート・ファンドやノーロードファンドの残高が増加するなどの動きも見られる。退職貯蓄制度の拡大は、投信市場の拡大をけん引し、個人の資産形成において長期分散投資を可能にしていると言えよう。
- わが国でも、自助努力による資産形成の重要性は増しており、近年はDCの制度改正など、制度整備が進んでいる。今後は、多くの国民が利用しやすい制度として普及していくことが望ましい。中途引き出し要件の緩和や、加入者主導による拠出の仕組みの検討など、加入者目線に立った制度の見直し、また、退職後の資産形成に資するような投資を促進するという観点から、投資アドバイス体制の確立などが、米国の状況から得られる示唆となるのではないかと考えられる。

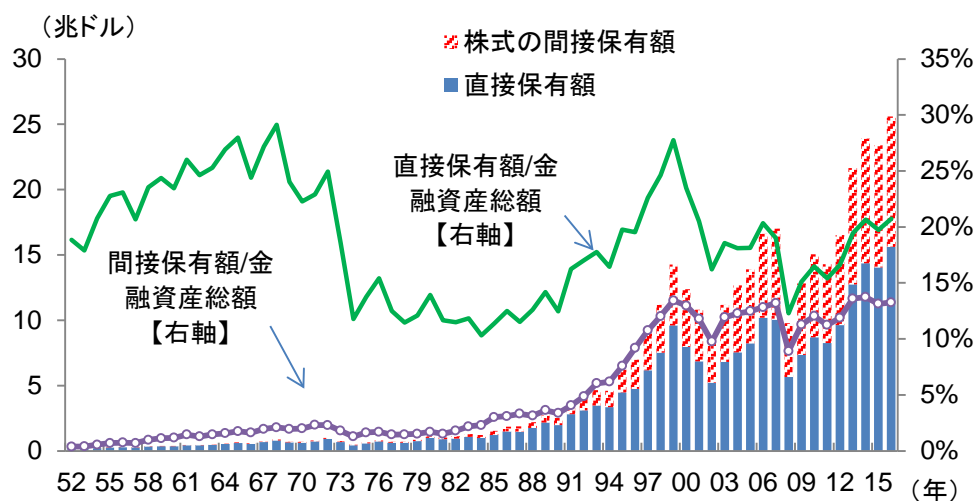
1. 米国家計の株式投資状況

米国の家計金融資産は日本よりも株式等の構成比が高いことが知られている。FRBの“Survey of Consumer Finances”（2013）によれば、2013年時点で48.8%の世帯が株式を保有している。

このうち世帯主の所得階層別では、高所得者層ほど株式を保有していることが多く、低所得者層ほど少ない傾向が見られる。これは、日本と同様の傾向と言えるが、年齢階級別で見ると少し事情が異なるようだ。米国では、世帯主の年齢が高ければ高いほど株式を保有しているとは限らず、株式を保有する世帯の割合が最も高いのは55-64歳（57.2%）、次いで45-54歳（54.9%）、35-44歳（53.9%）と続き、最も低いのが75歳以上（34.5%）となっている。特に現役世代で株式の保有に積極的な様子が見えてくる。

ただし、上記の統計における「株式」には、投資信託（以下、投信）などを通じた間接的な株式保有分が含まれている。米国家計が直接保有する株式の保有額は金融資産総額の2割程度だが、間接的な保有分を含めるとその比率は3割超に高まる（図表1）。間接的な株式の保有は1990年代の初め頃より急速に増えているが、主に退職貯蓄制度（各種の年金制度）を通じた投信保有の拡大が要因であろう。老後の資産形成に向けた退職貯蓄の増加が、株式の間接保有を促していると言えよう。

図表1 米国家計の株式保有動向



(出所) FRB “Financial Accounts of the United States”、Haver Analytics より大和総研作成

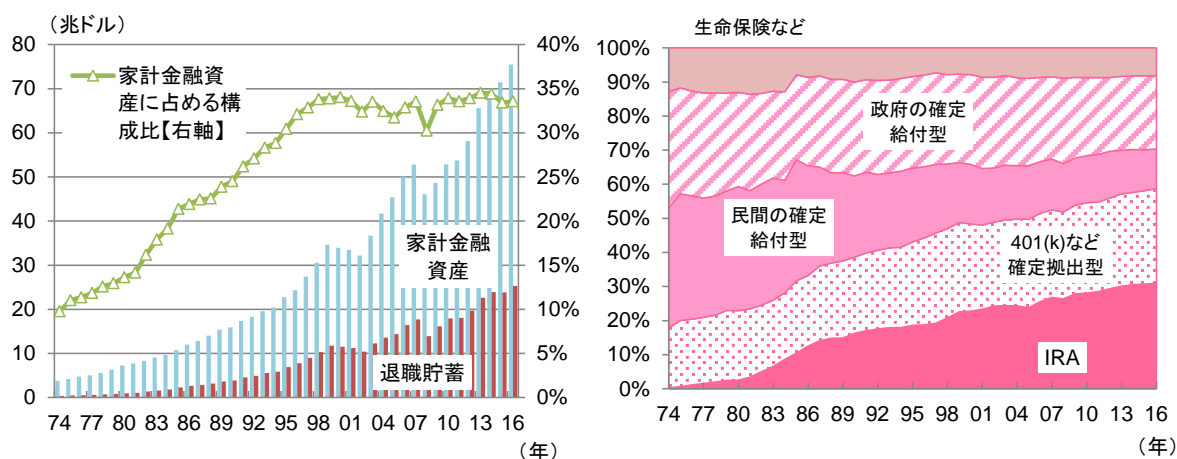
2. 米国の退職貯蓄制度について

(1) 普及・拡大が進む 401(k) プラン、IRA

米国の退職貯蓄制度における資産残高は25.3兆ドル（2016年末）で、原則として退職時まで資金を引き出せない長期の運用資金であり、株価変動等の影響を受けるが、おおむね家計金融資産の3割強で推移している（図表2左）。退職貯蓄のうち、確定給付型の年金（DB: Defined

Benefit Pension Plan) の構成比は低下傾向にある一方、個人退職口座 (IRA : Individual Retirement Account) と 401(k) プランなどの確定拠出年金 (DC: Defined Contribution Pension Plan) の構成比が高まっている (図表 2 右)。

図表 2 米国家計の金融資産と退職貯蓄の資産残高 (左図)、退職貯蓄の資産構成比 (右図)



(注) 政府の確定給付型には、連邦政府職員や、州・地方自治体職員などの公務員年金が含まれる。

(出所) ICI (Investment Company Institute : 米国投資信託協会)、Haver Analytics より大和総研作成

米国では、①公的年金、②企業の任意で設立される企業年金、③自助努力で積み立てを行う個人年金の三つを「3本脚の椅子」と呼び、これらにより老後に備えるという考え方が定着している。公的年金に相当するソーシャルセキュリティ (OASDI : Old-Age, Survivors and Disability Insurance) は、支給額がそれほど大きくない¹。企業年金は、1970年代までは大企業を中心にDBが主流であったが、1980年代以降にDCが急増し、1990年代にはDCの資産残高がDBを追い抜くまでに成長していった。自助努力で積み立てを行う個人年金にはIRAが含まれ、DCと同様に資産残高が拡大している。老後の備えを確保するためには、DCやIRAといった自助努力の制度による資産形成が重要となる。

DCの中で、最も普及しているのが401(k)プランである。401(k)プランとは、内国歳入法 (IRC : Internal Revenue Code) 401条(k)項に規定する要件を満たす制度であり、1978年の内国歳入法の改正によって創設された退職給付プランである。最大の特徴は、従業員 (加入者) の拠出について、所得税の課税が給付時まで繰り延べられることである。さらに、運用中に得られる収益も非課税となり、収益再投資による複利効果も享受できるため、税制面での優遇が大きい。基本的な仕組みは、従業員の拠出をベースとし、多くの場合、企業も従業員の拠出額に応じて一定金額を拠出する (マッチング拠出 : 米国の場合は企業拠出を指し、日本とは異なる)。拠出した掛金は、各プラン内で提供される株式や投信 (ミューチュアル・ファンド) などの運用方法から従業員が自由に選択して、運用指図を行う。将来の給付は運用成果を原資に行われるた

¹ 大和総研レポート ニューヨークリサーチセンター 土屋貴裕・上野まな美「米国の公的年金、ソーシャルセキュリティ」(2013年8月30日)参照。

https://www.dir.co.jp/research/report/overseas/usa/20130830_007627.html

め、従業員の自己責任が原則となる。

401(k)プランの資産は、転職や退職後も持ち運びができる（ポータビリティ）ため、特に転職や退職を経験する従業員が多い中小企業で制度の導入が広まった。DB を利用していた企業においても、積立不足発生時の追加拠出義務が生じないことがメリットとされ、401(k)プランへの移行が増えていったとみられる。また、「加入自動化（automatic enrollment）」の仕組みが普及したことも大きく影響している。加入自動化とは、従業員が脱退の意思を表明しない限り自動的に 401(k)プランに加入するという仕組みである。米国では、企業年金の主流が DB から DC へと変化する中、ほぼ強制加入である DB に対し 401(k)プランへの加入は従業員の任意であったため、非加入となる従業員が増えてきたことが問題視されていた。特に、給与水準の低い若い世代において、非加入のまま退職後の資産が蓄積されないことも懸念されていたため、加入自動化が注目されるようになったのである。2005 年時点で、加入自動化の仕組みを導入する企業は 1 割程度であったが²、2016 年は、従業員規模が 500 人以上の企業で 41%、100～499 人の企業で 28%という調査結果も公表されており³、加入自動化の仕組みは 401(k)プランの加入者増加に影響したと言えるだろう。

IRA は、1974 年に成立したエリサ法（ERISA : Employee Retirement Income Security Act、従業員退職所得保障法）によって創設された税制優遇付きの個人用の積立勘定である。当初は、職場に企業年金のない労働者が退職資産の貯蓄を行う制度であったが、その後の制度改正により（企業年金の有無に関係なく）全労働者が加入できるようになった。

IRA の残高の大部分はトラディショナル IRA と呼ばれる従来型の IRA である。401(k)プランと同様に個人（加入者）の拠出がベースとなり、拠出時と運用時に非課税で給付時に課税され、運用についても、加入者自身で運用指図を行う仕組みである。また、IRA や 401(k)プランなどの DC 制度の間では、離転職の際における制度間での資産移転（ロールオーバー）が幅広く認められている。特にトラディショナル IRA への資金流入は、ロールオーバーが大部分であり、IRA は退職に向けた資産形成の最終的な受け皿として普及したと言えよう。さらに、利用対象者の拡大や拠出限度額の引き上げ、キャッチアップ拠出の導入など、これまでの制度改正によって利便性も高まり、加入者が利用しやすい制度となったことも、普及を後押ししたといえよう。IRA の資産残高は、401(k)プランを含む DC の残高を超えており、広く国民が利用できる資産形成制度として、その地位を確立している。

² 大和ファンド・コンサルティングレポート 森祐司「アメリカ 401(k)プランの『加入自動化』」（2006 年 4 月 14 日）参照。<http://www.daiwa-fc.co.jp/report/NL0609-4.pdf>

³ PLANSponsor 「Data and Research」
[\(https://www.plansponsor.com/Employees-Want-DC-Plans-and-Want-to-Be-Auto-Enrolled/\)](https://www.plansponsor.com/Employees-Want-DC-Plans-and-Want-to-Be-Auto-Enrolled/)、June, 2016。

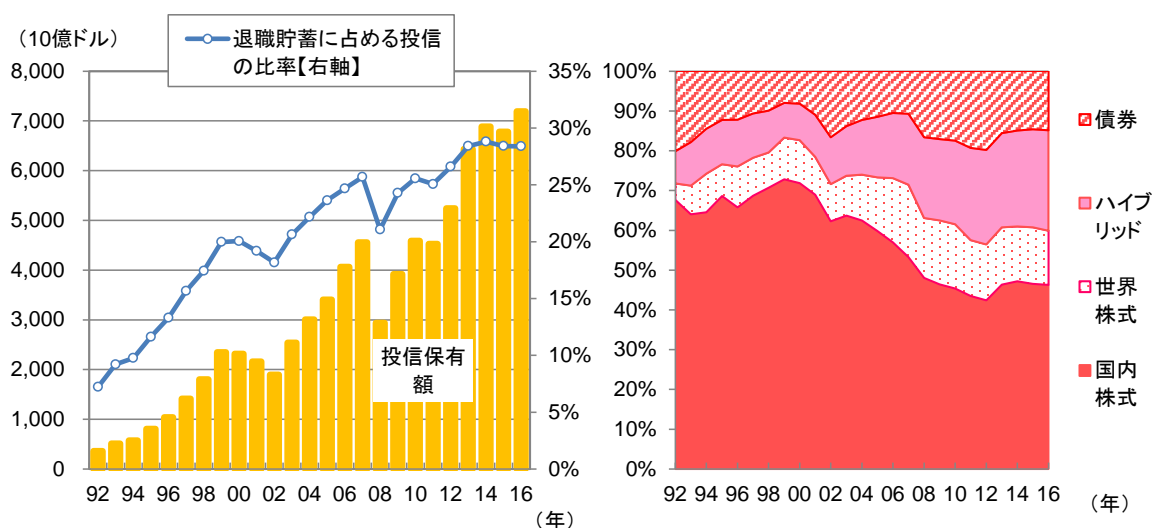
(2) 退職貯蓄制度における資産構成

DC や IRA では、それぞれ資産の半分程度が投信で構成されており、退職貯蓄全体の 3 割程度が投信となる。例えば、DC の資産のうち株式は 2 割程度だが、投信は 5 割超を占めており、拡大を続ける DC の主要な運用先となっている。退職貯蓄が保有する投信の内訳は、株式関連が 6 割程度、債券が 1 割強であり、残りはハイブリッド型⁴となるが、ハイブリッド型に株式がある程度含まれているのであれば、米国の家計は退職貯蓄から投信を経由して相当程度の株式を保有していることになる。

一方、公的年金に相当するソーシャルセキュリティは、全額（約 2.8 兆ドル、2016 年末）が非市場性の米国債で運用されている。賦課方式の連邦政府の給付プログラムであり、勤労者が給与税を負担し、これを主な財源として高齢者などに給付金が支払われる。OASDI の信託基金は政府の資産として計上されているが、信託基金の積立分を退職貯蓄全体のポートフォリオの一部として含めて考えると、債券の構成比は上昇する（株式等へのエクスポージャーが低下する）ことになる。

退職貯蓄に占める投信の構成比（図表 3 左）は緩やかな上昇傾向であり、株価等の価格変動でも極端に振れることはない。一定のリバランスが行われている可能性と、後述する国内株式型の構成比の低下によって、分散投資が機能してリスクが抑制されている可能性を示唆する。

図表 3 米国退職貯蓄制度における投信の保有額（左図）と保有動向（右図）



(注) 投信に MMF を含まない。

(出所) ICI、Haver Analytics より大和総研作成

⁴ ICI によると、ハイブリッド型とは株式と債券に投資するタイプの投信（ファンド）で、ファンド内で投資比率を調整するアセットアロケーション型や、複数の資産クラスに投資するバランス型などが含まれる。

3. 投信市場の動向について

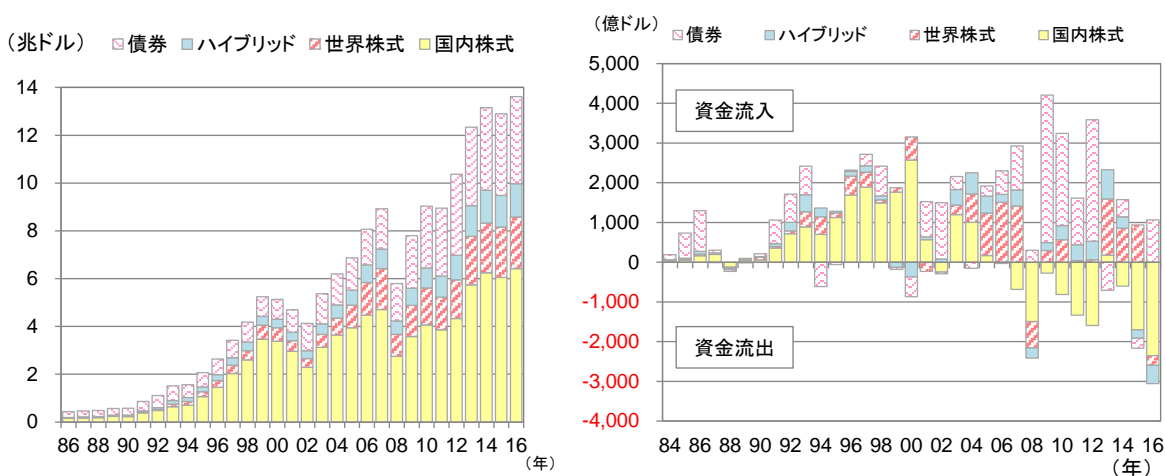
(1) 資産残高、資金流入の動向

米国の投信は、全世帯の4割以上が保有しており、米国においては個人の主要な投資手段の一つである。米国の投信市場は、1990年代以降、本格的な拡大を遂げてきた。資産残高の推移を見ると、1990年代は順調に拡大している。2000年以降はITバブル崩壊やリーマン・ショックなどによる株価暴落で、一時的に資産残高が減少する局面もあったが、その後は回復し、2016年末には13.6兆ドルと過去最高を記録している。

アセットクラス別で見ると、米国の投信市場は国内株式型を中心に資産残高が拡大していったと言える（図表4左）。米国の株価上昇を背景に1990年から2000年にかけて国内株式型への資金流入が増加しており（図表4右）、1990年代初頭からの株式の間接保有額の急増に寄与していたとみられる。しかし、2000年代に入ると、ITバブル崩壊の影響から国内株式型への資金流入額が減少し、さらに2000年代後半にはリーマン・ショックなどの一連の金融危機による株価急落の影響から、国内株式型からは資金が流出した。

国内株式型の資金流出の傾向が続く一方で、2000年以降はそれ以外のタイプの投信へ資金流入が続いてきた。2000年代前半には、世界株式型への資金流入が増加した。これまで好調だった米国経済の成長ペースが鈍化し、分散投資を推進するため、成長著しい新興国ファンド（投信）へ資金が流入したとみられる。国内株式型の残高は増えていることから、米国の株価上昇分を新興国株式等へ振り向けた格好と言える。2009年から2012年には、債券ファンドへの資金流入が増加している。利回り水準の低い状況が続く中、特に2009年、2010年はMMFから多額の資金が流出しており、比較的安全資産とされる債券ファンドがその受け皿となったことなどが背景として挙げられよう。

図表4 米国投信の資産残高（左図）、資金流入流出動向（右図）



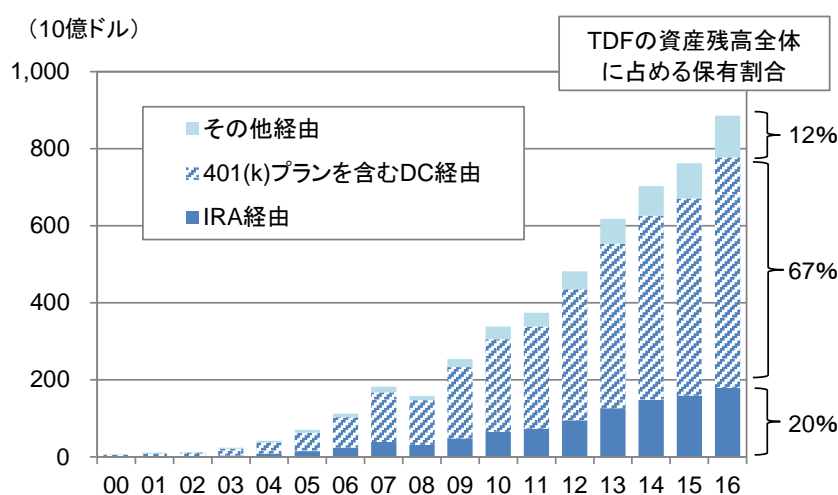
(出所) ICI、Haver Analytics より大和総研作成

(2) 401(k) プランの受け皿となった、TDF、ノーロードファンド

また、比較的資金流入額は小さいものの、2000年以降はハイブリッド型への資金流入の傾向も続いている。前掲図表3右で示したように、ハイブリッド型は退職貯蓄の保有割合が徐々に上昇しており、2016年末時点で2割超を占めている(米国投信全体の割合では約1割)。これは、401(k)プランを経由した、ハイブリッド型に分類されるターゲット・デート・ファンド(TDF: Target Date Fund)の保有が増えたことが影響していたと考えられる。

TDFはライフサイクル型のファンドであり、投資家のライフサイクルの変化とともに、ファンド自身がファンドのリスク量を調整していくファンドをいう⁵。2006年に成立した年金保護法(Pension Protection Act of 2006)では、401(k)プランへの加入自動化の際に、加入者から運用商品が指定されなかった場合のデフォルト商品についての規定が整備され、米労働省規則で定める要件に該当する商品である「適格デフォルト商品(QDIA: Qualified Default Investment Alternative)」の一つにTDFが認められた。これにより、米国では、401(k)プランのデフォルト商品として、TDFを設定する例が増加し、TDFの資産残高全体に占めるDC経由(401(k)プランを含む)の保有割合は、2016年末時点で7割近くを占めている(図表5)。また、デフォルト商品を、適格デフォルト商品の中から設定した場合には、受託者である企業は、その運用結果について受託者責任を問われないとするセーフハーバールールも設定された。こうした制度面での後押しが、残高の拡大につながっていったと考えられる。

図表5 TDFの残高



(出所) ICI より大和総研作成

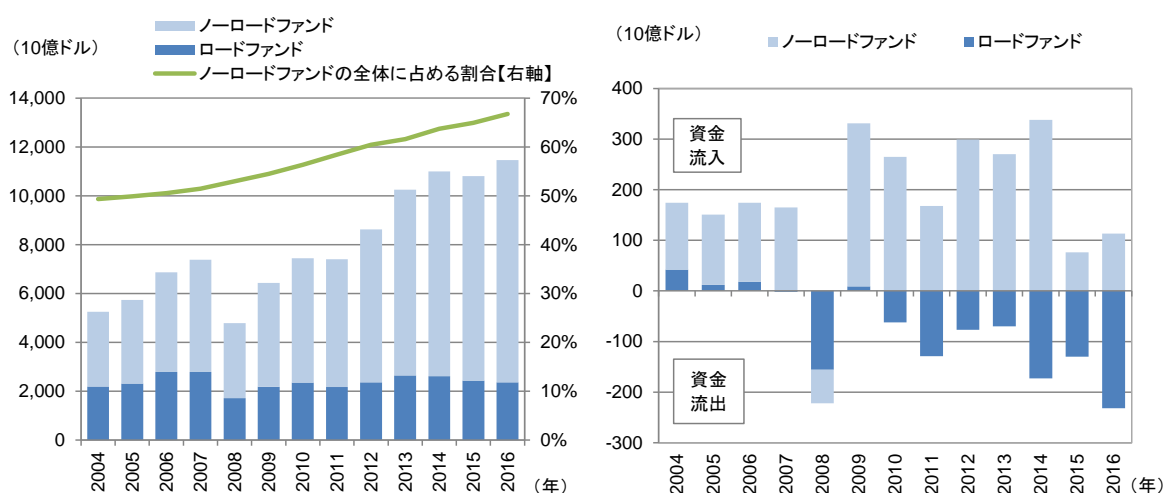
QDIAでは、元本確保型の商品は不適格とされている(デフォルト商品として適合するのは加入後の120日間に限定という特例的な扱いとなっている)。特に、加入自動化による加入者の中

⁵ 一般には、年齢が若いほどリスク許容度が高いので、株式などリスク資産の比率を高めにし、年代が上がるにつれてリスク許容度は低下するので、株式などの比率を徐々に低めて債券などの比率を高めていくのが適切と考えられている。大和総研レポート 金融調査部 佐川あぐり「DC法改正におけるデフォルト商品の考察」(2016年7月7日)参照。http://www.dir.co.jp/research/report/capital-mkt/20160707_011051.html

には、自身で運用商品を選択するなど能動的な投資行動を取らない加入者も少なくないと考えられる。こうした加入者の資産が元本確保型の商品に投資されると、収益機会を得られず十分なターンを確保できないことが予想される。そこで、DC のデフォルト商品としては、長期分散投資効果が期待されると同時に、退職間際の資産の保護という観点から、TDF のようなライフサイクル型のファンドが適切とされている。米国以外の OECD 諸国においても、同様の観点から、DC のデフォルト商品としてライフサイクル型のファンドを設定している例が見られる。

一方、米国の投信市場では、ノーロード（販売手数料がかからない）ファンドの資産残高が増加し、全体に占める割合が 67%（金額ベース、2016 年末）となっている（図表 6 左）。資金流入動向を見ても、2008 年を除けば流入超となり、2004 年から累積した流入額は 2.4 兆ドル（2016 年末）にも及ぶ。これは、401(k) プラン等の退職貯蓄制度からの保有が拡大していることが要因であるが、その裏には独立投資アドバイザーの存在が大きく影響しているとみられる。

図表 6 ノーロードファンドの資産残高（左図）と資金流入動向（右図）



(注) ノーロードファンドに対し、販売手数料のかかるファンドはロードファンドと呼ばれる。

(出所) ICI (2016) より大和総研作成

後述するが、米国では投資家が個人的に独立投資アドバイザーと契約し、投資アドバイスを受けて投資するケースが多く、401(k) プランや IRA といった自助努力の制度においても、独立投資アドバイザーが重要な役割を担っている。一般的に、投資アドバイスを行う独立投資アドバイザーは、投資家から運用残高に応じた手数料をアドバイス料として受け取る。そのため、顧客である投資家の利益を最優先に考えて、手数料率の低いファンドやノーロードファンドを投資対象として薦めるケースが多い。こうした動きもあり、401(k) プランを経由したノーロードファンドへの資金流入が増加したとみられ、401(k) プランの保有する投信の約 9 割がノーロードファンドとなっている (ICI (2016))。

また、ノーロードファンドの拡大等の影響により、米国の投信市場全体の手数料率は低下傾向にある。さらに、投信は資産残高が増加すると、規模の経済が働き運用コストが抑えられるため、手数料率は低下するのが一般的である。つまり、資金流入により資産残高が増加した投

信の手数料率が徐々に低下し、こうした投信が独立投資アドバイザーによって推薦され、さらに投資家の資金を集めるという好循環により、投信が育つ環境がつけられているといえよう。

米国の状況を確認すると、米国経済の成長ペースが鈍化し、新興国の高成長を取り込む格好で海外投資が増加した。同時に、投信市場への主な資金流入元である退職貯蓄の制度変更等により、TDF やノーロードファンドなどへの資金流入も増加しており、投信市場は拡大を続けているといえよう。長期分散投資を基本として若い頃に資産形成を始めた場合、ある程度のリスクを伴うような運用が資産形成には有効である。DC や IRA の資産に占める投信の割合は、90 年以降、徐々に高まっている。米国の家計において、投信は主要な投資手段の一つであり、様々な資産や地域に分散投資できる手段として適切であったと言えよう。また、拡大した退職貯蓄制度は、投信市場を経由して成長地域や成長分野に長期資金を供給する金融仲介機能も果たしていると言える。

4. 米国の状況から得られる日本への示唆

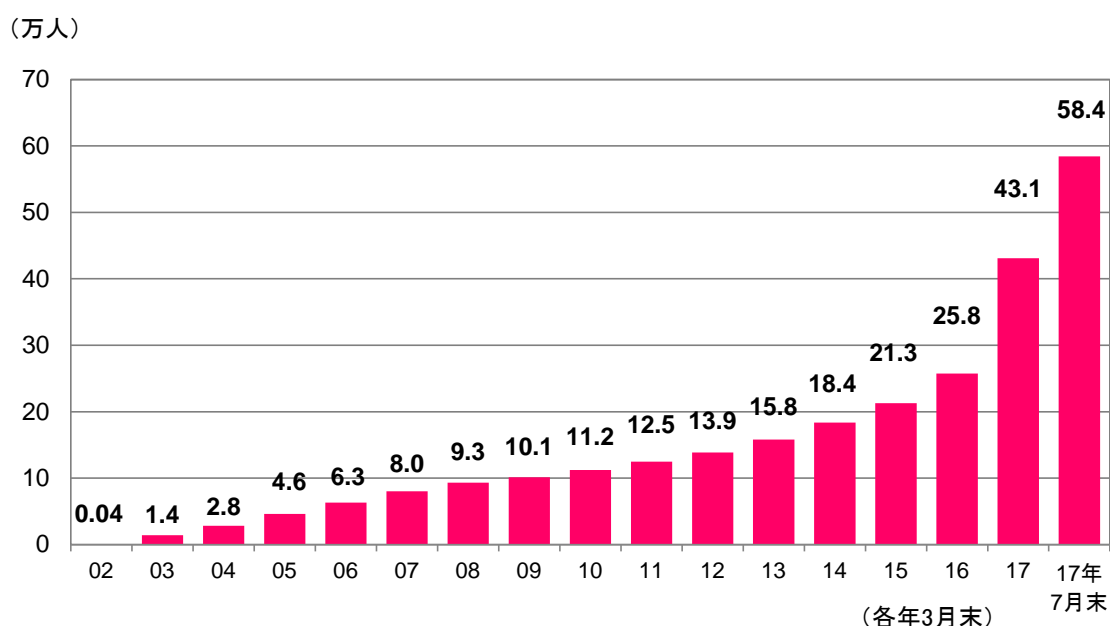
公的年金の厳しい財政状況が続くわが国では、近年、DC の制度改正や NISA の創設など、国民の資産形成を支援するための制度整備が図られている。老後資金を自助努力でつくる時代が本格的に到来していると言えよう。今後は、こうした制度を国民にとってより身近で利用しやすいものにしていくことが重要なテーマとなる。米国の状況を踏まえ、制度面での改善、老後に向けた資産形成に資するような投資の促進という観点から、わが国への示唆を考察したい。

(1) DC 加入対象範囲の拡大

わが国の DC は、401(k) プランを参考とする企業型と IRA と類似する制度として個人型 (iDeCo) の二つのタイプがあり、2001 年 10 月に制度が誕生した。わが国でも、米国のような制度の普及・拡大が期待されていたが、企業型の普及に比べて個人型の普及は遅れていた。その主な要因としては、個人型は加入対象範囲が限定されていたために、DC のポータビリティ (企業型と個人型の間での資産移換) がうまく機能しないケースが多く、認知度が広まらなかったことが挙げられる。そこで、2016 年に DC 法 (確定拠出年金法) が改正され⁶、iDeCo の加入対象範囲は大幅に拡大し 2017 年 1 月から 60 歳未満の成人国民は基本的に誰もが iDeCo を利用できるようになった。ポータビリティを活かせる機会が増え、働き方の多様化にも対応できるようになるなど、制度の利便性は向上したと言える。iDeCo の加入者数は、2017 年 3 月末で 43.1 万人 (前年比 +17.3 万人)、直近の 2017 年 7 月末では 58.4 万人 (同年 3 月末比 +15.3 万人) と急増しており、加入対象範囲の拡大の反響は大きいようだ。

⁶ 2016 年 5 月 24 日、「確定拠出年金法等の一部を改正する法律」が衆議院で可決、成立した。

図表7 iDeCoの加入者数推移



(出所) 国民年金基金連合会「国民年金基金連合会業務報告書(各年版)」、厚生労働省「確定拠出年金の施行状況」より大和総研作成

(2) 日本のDCに求められること①～制度面での改善

1. 中途引き出し要件の緩和

わが国のDCは、老後に向けた資産形成を支援する制度であり、資産の中途引き出しが原則として認められていない。これは、米国の401(k)プランやIRAも基本原則は同じである。しかし、401(k)プランやIRAでは、老後までの長い間に不測の事態がないとは言えないため、引き出し金に対して所得税は課税される(場合によってはペナルティ課税が加えられるケースもある)ものの、中途での資産引き出しを認めている。わが国では、制度導入当初から厳しい要件であるとして緩和を求める声が多く、加入者からの強い要望もある。条件付きで規制緩和を認めるなどの要件の見直しも考えられるのではないだろうか。

2. 加入者主導の拠出の仕組みと拠出限度額の引き上げ

401(k)プランでは加入者(従業員)拠出がベースとなり、企業も加入者の拠出額に応じて一定割合を上乗せする(マッチング拠出)などの形で拠出を行う。加入者拠出の限度額は年額18,000ドルで、加入者・企業による拠出金総額のうち加入者1人につき年間54,000ドル(または、総報酬の100%のいずれか低い方の金額)まで課税が繰り延べられる⁷。マッチング拠出はほとんどの企業で導入され、一般的には加入者拠出額に比例して企業拠出額が大きくなるため、

⁷ IRS「COLA Increases for Dollar Limitations on Benefits and Contributions」から、2017年の数値。
<https://www.irs.gov/retirement-plans/cola-increases-for-dollar-limitations-on-benefits-and-contributions>

加入者がより多くの金額を拠出するインセンティブとなっている。拠出限度額の枠は大きく、加入者主導で拠出額を決めることができる仕組みと言えよう。

一方で、わが国の企業型は企業拠出がベースとなる。拠出限度額は、勤務する会社の企業年金の状況によって異なり、DB を実施している場合は年額 33 万円、DB を実施していない場合は年額 66 万円である。しかし、これまで厚生労働省は 2004 年と 2010 年、2014 年の過去 3 回にわたり拠出限度額の引き上げを行っているが、まだ低すぎるとの指摘も多い。加入者拠出については、2012 年 1 月にマッチング拠出（米国の場合は企業拠出を指し、日本とは異なる）制度が解禁され、企業（事業主）が規約に定める場合に限り、加入者が追加で拠出することができるようになった。しかし、マッチング拠出制度を導入する企業の割合は、2017 年 7 月末時点で 29.2%⁸に留まっており、制度を活用できない加入者も多い。また、加入者拠出額は企業拠出額を超えない範囲という制限もあり、十分に制度を活用できないケースもある⁹。

DC で拠出する掛金は全額所得控除の対象となり、節税効果の高さは加入者にとって大きなメリットとなる。今後、日本の企業型においても、拠出限度額の引き上げ、加入者主導で拠出額を決められる仕組みなどを検討していく必要があるのではないだろうか。

（3）日本の DC に求められること②～老後に向けた資産形成に資するような投資の促進

1. リターン確保のための株式エクスポージャーの引き上げと分散投資の推進

米国の家計金融資産の構成を見ると、特に現役世代で株式の保有に積極的な様子がうかがえる。投信を通じた間接的な株式保有が増えたことによるものであり、投信へアクセスする手段である退職貯蓄の拡大が大きく影響している。退職までの長期間にわたる運用であれば、相場変動や景気の波を平準化できるドルコスト平均法の効果が得られる。そのため、現役世代が株式エクスポージャーを引き上げるなどリスク資産への投資を増やすことは、老後に備えた資産形成に有効に働くと言えよう。

また、米国の投信市場において、1990 年代は好調な株式市場を背景に国内株式型への資金流入が拡大していたが、2000 年以降は国内株式型から徐々にそれ以外のタイプの投信へ資金が流入している。米国経済の成長鈍化により国内株式型への一極集中から世界各国の様々な地域・資産へと、国際分散投資が進められている動きと言える。

翻って、わが国の家計金融資産は、元本確保型の商品に偏った資産構成が続いている。DC においても、同様の資産構成が続いており、制度誕生以来 DC の運用における課題として認識されている。現状のままでは、必要な年金を確保できない恐れもあるため、わが国においても、リスク資産への投資を増やしていくこと、かつ分散投資を進めていくことが必要であろう。

⁸ マッチング拠出実施事業主数（8,025 社）÷企業型制度の実施事業主数（27,465 社）で算出。（出所：厚生労働省「企業型年金の運用実態について」）

<http://www.mhlw.go.jp/stf/seisakunitsuite/bunya/nenkin/nenkin/kyoshutsu/unyou.html>。

⁹ 大和総研レポート 資本市場調査部 佐川あぐり・森祐司「制度導入 10 年：確定拠出年金制度の課題」（2012 年 2 月 22 日）参照。<http://www.dir.co.jp/research/report/capital-mkt/12022202capital-mkt.html>

2. 投資アドバイスの充実が求められる

前述のように米国では、個人の資産形成において独立投資アドバイザーが大きな役割を果たしている。米国の投信市場は2000年以降の株価下落局面において一時的に資産残高が減少しているが、これは価格変動要因によるところが大きく、投資家の資金流出による影響はそれほど大きくない。多くの投資家は、長期間の運用によってドルコスト平均法の効果が得られることなどの投資アドバイスを受けており、一時的な株価の上昇・下落局面において即座に保有資産を売却するような行動を取っていなかったとみられる。その後は資産残高も回復し、結果として資産の拡大につながった投資家も多いだろう。

また、401(k)プランやIRAといった自助努力の制度においても、独立投資アドバイザーによる投資アドバイスは重要な役割を果たしている。401(k)プランは加入者の自己責任が原則であり、加入者が投資教育を通して運用の知識を身につけ、自身の判断により運用を行うというのが制度上の仕組みである。しかし、投資教育だけで全ての加入者がそのように行動できるわけではなく、多くの加入者にとっては、投資対象資産や資金配分などを個別に推奨するといった独立投資アドバイザーによる投資アドバイスが投資行動に大きな影響を与えている。また、IRAにおいても、401(k)プランなどの企業年金からIRAへのロールオーバーの際には、独立投資アドバイザーの役割が大きい。

一方、わが国では米国のようにアドバイス料を支払う形での独立投資アドバイザーの利用は一般的とは言えない。DCにおいては、加入者に対する投資教育を充実させるような取り組みが行われており、厚生労働省では投資教育のあり方について今後の検討課題としている。しかし、今後iDeCoの普及により様々なタイプの加入者が増加すると思われるが、特に資産運用の経験がなく、知識をあまり持っていない加入者に対して投資教育だけで十分な運用指図の支援ができるかと言うと、そうとは言い難いだろう。

DCでは、加入者に対する投資教育を通して様々な情報提供を行う立場となるのが、企業や運営管理機関（金融機関）である。しかし、金融機関で金融商品の販売・勧誘を行う営業職員は、DCの運営管理業務を兼務することが禁止されており（いわゆる兼務規制¹⁰）、これにより、加入者は必要な情報を受け取ることができない状況が指摘されている。また、自助努力による資産形成においてはNISA制度を併用するなど、効率的に制度を利用することが有効だが、こうした情報についても、兼務規制によりどこまで提供できるのか注意が必要となろう。制度利用のアドバイスも、加入者の資産形成にとって重要な情報提供の一つであるとすれば、現状の規制を緩和するなど、何らかの対応が必要ではないだろうか。

¹⁰ 確定拠出年金運営管理機関に関する命令10条1号。

3. デフォルト商品について

わが国の DC においても、加入者の運用商品の選択を支援することを目的として、デフォルト商品が設定されているが、そのほとんどは元本確保型の商品（預貯金や保険商品）に設定されている。制度誕生以来、わが国の DC 全体の資産構成はその半分以上が元本確保型の商品という状況が続いており、デフォルト商品の設定による影響は大きいと思われる。こうした課題への対応として、前記の改正 DC 法では、デフォルト商品について分散投資が期待できる商品の設定を促すこととされた。具体的なデフォルト商品の基準については、厚生労働省の諮問機関である社会保障審議会企業年金部会の下に設置された「確定拠出年金の運用に関する専門委員会」（以下、専門委員会）において議論が行われ、平成 29 年 6 月 6 日に報告書が公表されている。

改正 DC 法の条文では、あらかじめ指定された運用方法については「長期的な観点から、物価その他の経済事情の変動により生ずる損失に備え、収益の確保を図るためのものとして厚生労働省令で定める基準に適合するものでなければならない」としており、想定される運用商品としては、TDF のようなライフサイクル型のファンドなどが挙げられよう。しかしながら、専門委員会の議論では、デフォルト商品の基準において元本確保型の商品を排除すべきではないという意見も多く、報告書において米国の QDIA のように具体的な商品タイプは明確にされていない。元本確保型の商品についても、不適切との見解もないため、デフォルト商品については現状通り元本確保型の商品が設定されていくのではないかという指摘もある。今後、具体的な基準については、投資アドバイス体制の充実と組み合わせて、見直しも視野に入れた議論も必要ではないだろうか。

<参考文献>

- ・ ICI (2017) “2017 INVESTMENT COMPANY FACT BOOK”
- ・ ICI (2016) “ICI RESEARCH PERSPECTIVE”、Vol. 22, No. 4、JULY 2016
- ・ 野村 亜紀子 (2016) 「米国 DC の投資アドバイス提供者のフィデューシャリー・デューティをめぐる議論」『野村資本市場クォーターリー』2016 夏号
- ・ 浦田 春河 (1998) 『401(k)プランーアメリカの確定拠出年金のすべて』、東洋経済新報社