

2019年6月27日 全10頁

投信での運用が広がってきた確定拠出年金

iDeCo 投資教育の充実、投資助言サービス確立、デフォルト商品設定

政策調査部
研究員 佐川 あぐり

[要約]

- 利用者増加に伴い、確定拠出年金（DC）資産残高は増加し、2017年度末で13.3兆円となった。資産構成は、2011年度までは6割以上が元本確保型の商品だったが、12年度以降は投資信託等（以下、投信）の割合が徐々に高まっており、17年度末で47%に達した。しかし、依然として半分以上が元本確保型の商品に投資されている。
- 米国やオーストラリアなどDCが普及する国では、DCの資産構成は投信や株式など、リスク性資産の割合が高い傾向にある。米、豪では各国家計金融資産に占めるDCの割合が高く、リスク性資産の割合が高いという資産構成は家計金融資産全体の伸びにも影響している。
- 日本のDCの資産残高は家計金融資産全体に占めるウェイトが現時点では1%にも満たないが、今後の拡大が見込まれている。DCの資産規模拡大と同時に投信の構成比が引き続き上昇していけば、中長期的な世界経済の成長の恩恵を国民全体が受けられるようになるだろう。
- ただし、老後に向けた資産形成に資する適切な資産構成となるような投資を促すためにはいくつかの課題もあり、DCやNISAといった制度を充実させていくことが必要である。投資教育の充実や投資助言サービスの確立、デフォルト商品の設定についても検討や改善の余地がある。

はじめに

超高齢化が進む日本では、早くから老後に向けた資産形成を行うことがより重要になっている。公的年金の賃金や物価と対比した実質的な支給額は、中長期的に引き下げられると見込まれるからであり、確定拠出年金（DC：Defined Contribution）¹の制度改正やNISA（少額投資非課税制度）の導入など、個人の資産形成を促す政策が進められてきたのもそのためだ。今後は、

¹ DCは現役時代に毎月一定の掛金を積み立て、その資金を加入者個人の責任で運用し将来の年金資産として受け取るしくみの私的年金で、企業型と個人型（iDeCo：イデコ）がある。

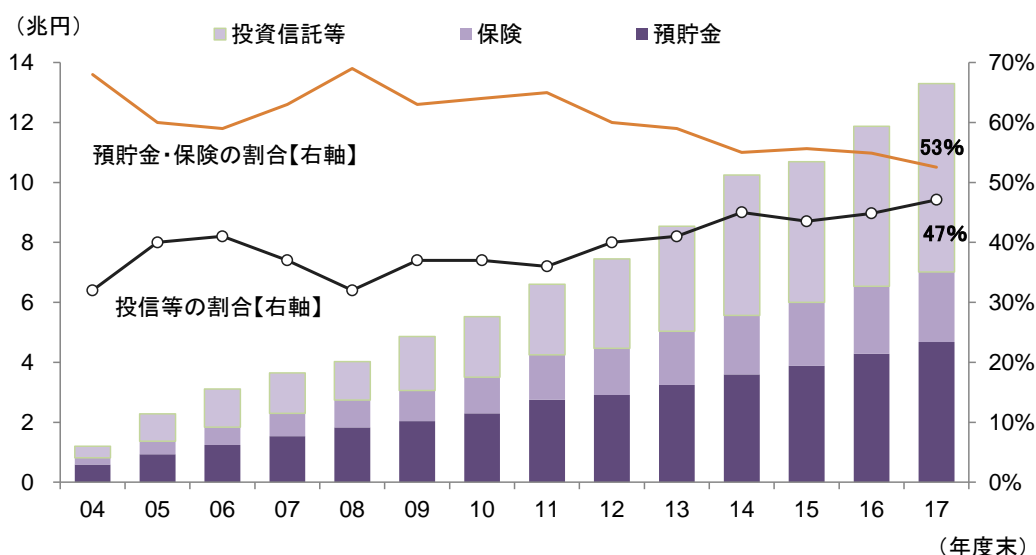
老後に向けた資産形成に資するよう、それらの制度を充実させていくことが国民的課題と言える。本稿では、日本のDCの資産運用について現状を確認し、DCが普及する米国とオーストラリアの状況を踏まえ、日本への示唆を得たい。

1. DCの資産構成の現状

2016年5月の法改正以降、DCでは、中小企業向けの制度創設や個人型の対象者拡大など様々な制度改正が行われ、企業や個人がDCを幅広く活用できる環境整備が進められてきた。これにより、DCを利用する企業や個人は増えており、2019年3月末現在で企業型DCを導入する企業は3.3万社、加入者数は691万人となった。また、iDeCoの加入者は制度改正前（当時は個人型DC）の2016年12月から4倍近くに増え、2019年4月末時点で123万人となった。

加入者の増加に伴い、DCの資産残高は増加傾向にあり、2017年度末時点で13.3兆円（企業型：11.7兆円、iDeCo：1.6兆円）となった。資産の内訳を見ると、2004年度から2011年度にかけては、DCの資産の6割以上が元本確保型の商品である預貯金と保険に投資されていたが、2012年度以降は投資信託等（以下、投信）の割合が徐々に高まっており、2017年度末で47%とおよそ半分に達した。投信の資産残高は2017年度末で6.3兆円と、構成比が高まる前の2011年度末時点の2.4兆円から、現在は2.5倍以上に増えたことになる。

図表1 DCの資産残高の推移



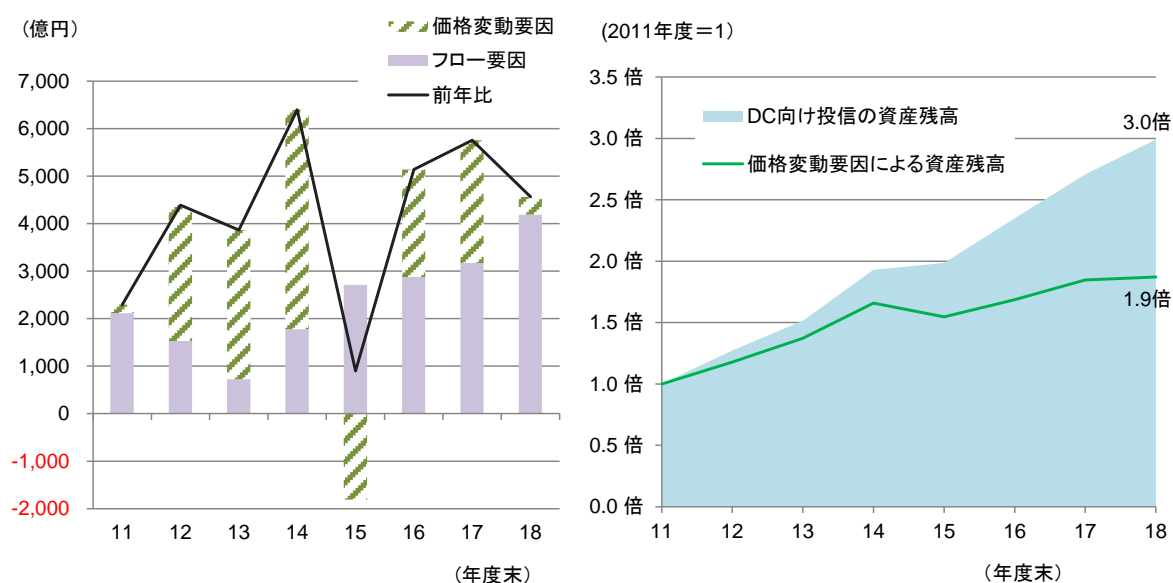
(注) 投資信託等には金銭信託も含む。

(出所) 企業年金連合会『企業年金に関する基礎資料』（各年度版）より大和総研作成

投信の資産残高の伸びは、加入者の掛金拠出等による資金流入（フロー）要因と、投信の価格変動要因で説明ができる。DC向け投信のデータ（筆者分類）から、資産残高の増減額を要因分解すると、フローは2013年度をボトムにそれ以降は増加傾向にある（図表2左）。DCの加入

者増加に伴い拠出された掛金額が増えており、投信を選択した加入者による資金流入が増えたものと思われる。また、2012年度～2014年度は価格上昇によって資産残高が大きく増えており、特に、2014年度は残高の増加分の7割が価格変動によるものであった。2012年度末から2014年度末にかけては、国内外の株価が大きく上昇し、円安も進んだ。図表1で見たように、2012年度から投信の構成比が高まったのは、株価上昇や円安進行により、国内外の資産に投資する投信の基準価額が上昇したことが背景にある。また、2015年度の価格変動要因による資産残高の増減はマイナスであったが、2016年度～2018年度はプラスが続いた。2011年度末=1として投信の資産残高の推移を見ると、価格変動要因による残高変動の推移は2015年度のマイナスの影響が平準化され、2018年度末には1.9倍に増加している（図表2右）。DC向け投信全体の資産残高は2018年度末で2011年度末の3.0倍となった。2014年度にかけては価格変動による資産の増分が大きいですが、その後は資金流入もあり全体の残高は伸びていった。価格変動による資産増加の本質は、DCを通じて生産性の伸びが高いセクターに資金が投資され、それだけのリターンが実現したということに他ならない。好調な運用実績を確認し、加入者は投信への資金拠出を選択するようになったと考えられよう。

図表2 DC向け投信の資産残高の前年差【左】と残高の推移（2011年度末=1）【右】

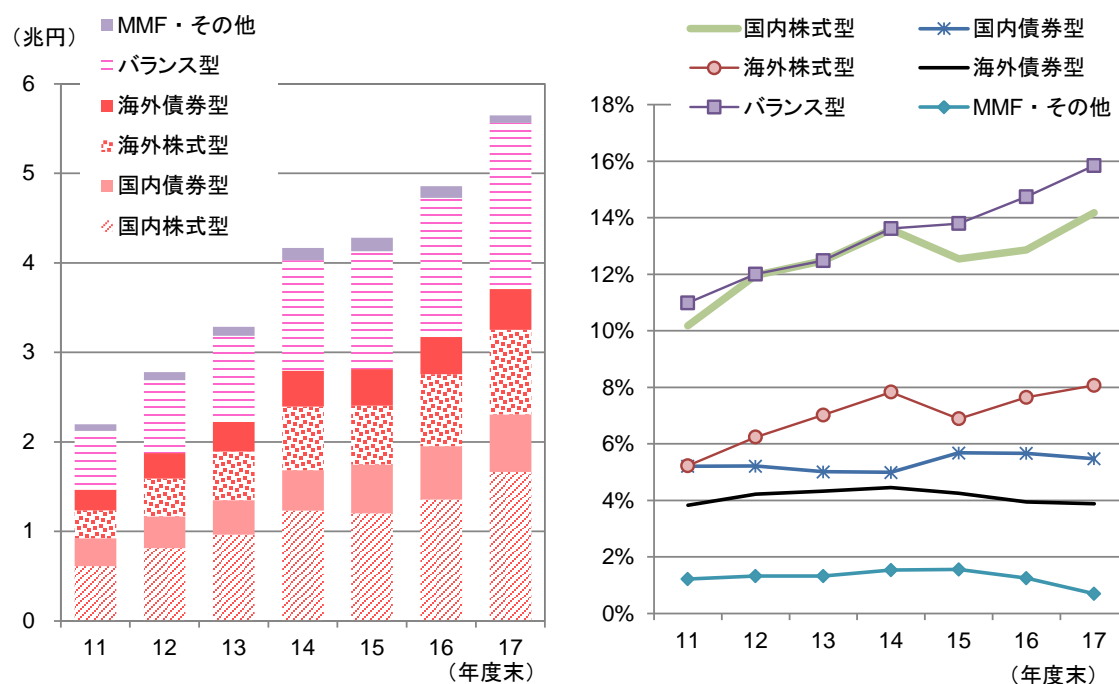


(注) 各年度の期中に設立されたファンドについては除き、2期比較できるファンドで集計した。

(出所) Bloomberg より大和総研作成

2011年以降に企業型DCを通じて投資された投信をタイプ別に見ると（図表3）、2017年度末で残高が最も大きいのはバランス型で1.9兆円だった。バランス型は、様々な資産や地域に分散投資する投信（ファンド）で、株式型ファンドなどと比較して価格変動リスクは小さくなるのが期待される。構成比は一貫して上昇傾向にあり、ライフ・サイクル・ファンドなどへ資金が集まっているのではないだろうか。次いで、国内株式型が1.7兆円、海外株式型が0.9兆円と株式型ファンドが続くが、比較的高い運用リターンを期待した加入者が選択していると考えられる。国内債券型は0.6兆円、海外債券型は0.5兆円であった。

図表3 企業型DCが保有するタイプ別投信の資産残高【左】とその割合【右】



(出所) 企業年金連合会『企業年金に関する基礎資料』(各年度版) より大和総研作成

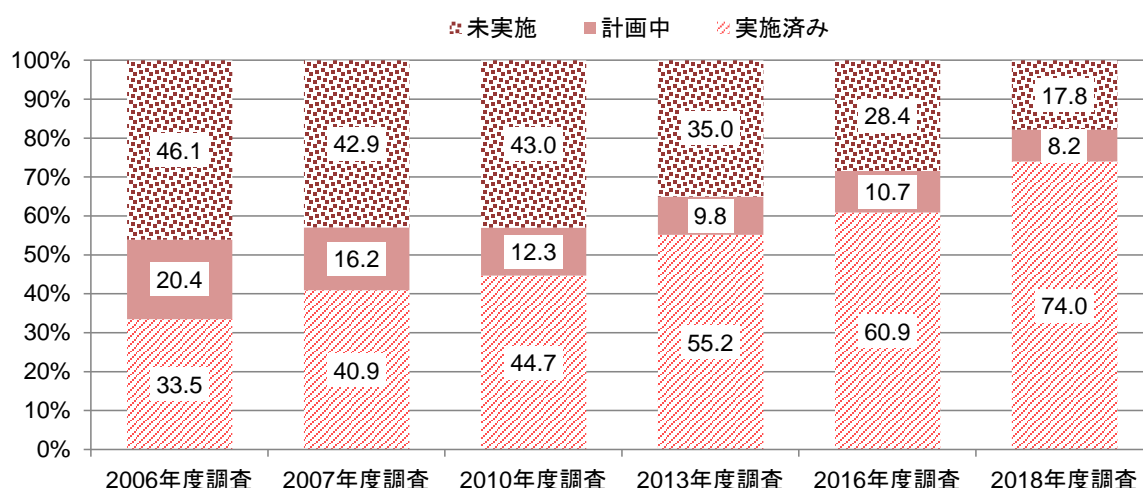
現状をまとめると、2012年度から2014年度には運用実績の改善により増加し、その後はバランス型ファンドを中心に資金が流入したことなどから、投信の残高が増えたと言える。このように投信へ投資する動きが広がってきた背景の1つには、投資教育の効果があろう。DCの資産運用は加入者の自己責任であるため、企業型DCを導入する企業、iDeCoを運営する国民年金基金連合会には、加入者に対して投資教育²を行うことが義務付けられている。投資経験が少ない加入者も多いため、投資教育を通して加入者が資産運用の基礎知識を理解し、運用商品を選択しやすいようにサポートすることが投資教育の目的である。

企業型DCの投資教育には、従業員が制度に加入した時点で行う導入時教育と、加入後も継続的に行う継続教育がある。導入時教育だけでは多くの加入者が適切な投資を行えるだけの知識を獲得することは難しく、加入者が理解を深めていくには継続教育によって再教育の機会を設けるなど、継続的なサポートが不可欠とされている。概ね全ての企業で実施されている導入時教育に比べて、継続教育は企業負担が重いことなどを理由に実施率が低い傾向にある。しかし、これまでの制度改正等の影響から実施率は年々上昇しており、直近の調査では74%の企業が実施済みと回答している(図表4)。投資教育で取り扱う内容は、導入時では制度の概要や仕組み(運用指図の方法など)などが中心となるが、継続教育ではDCでの運用を進めていくにあたり必要となる資産運用の知識やライフプランニングの観点からの知識なども含まれる。

² 投資教育とは、具体的には、制度の仕組みや資産運用に関する基礎知識についてまとめられた冊子やDVDなどを加入者に配布したり、セミナー等を開催したりするなどの取り組みを総称している。

特定非営利活動法人確定拠出年金教育協会(NPO401k 教育協会)が公表するアンケート調査³によれば、継続教育の効果として、加入者の制度や資産運用における理解が高まったことや、分散投資への理解が広がったことなどが挙げられている。今後も、企業の積極的な取り組みにより、こうした効果をいっそう広げていくことが期待されよう。

図表 4 企業型 DC における継続教育の実施状況



(注)「年度調査」とは前年度決算の実態調査のこと。

(出所) 企業年金連合会「確定拠出年金実態調査結果(概要)」各年度版より大和総研作成

2. 米国、オーストラリアの DC との比較

投信での運用が広がってきた日本の DC だが、依然として半分以上が元本確保型の商品に投資されており、現在のような歴史的な低金利下においては、将来の年金資産が十分に積み立てられない可能性がある。対して米国の 401(k) やオーストラリアのスーパーアニュエーションなど、DC が普及する国では、DC の資産構成は投信や株式などリスク性資産の割合が高い傾向にある。

米国では、日本のように公的年金が老後資金の大部分を占めるということはなく、企業年金や個人年金などの退職貯蓄制度を利用して老後に備えるのが一般的である。401(k) や個人退職口座 (IRA) が自助努力型の制度として普及しており、401(k) を含む DC と IRA の資産残高の合計は 16.3 兆ドル⁴と、米国家計金融資産 (85 兆ドル) の 2 割弱に相当する (資産残高はいずれも 2018 年 12 月末時点)。日本の DC 同様、401(k) や IRA においても、拠出する掛金を加入者自身で運用商品を選択し運用するという仕組みだが、401(k) は資産残高 (5.2 兆ドル、2018 年 12 月末) の 63.5%、IRA は資産残高 (8.8 兆ドル、2018 年 12 月末) の 45.2% が投信で運用されている (図表 5)。米国全世帯の 4 割以上が投信を保有しており、個人の主要な資産形成手段の一

³ 「企業型確定拠出年金 (DC) 担当者の意識調査 2018 年度版 (第 14 回) 報告書サマリー」

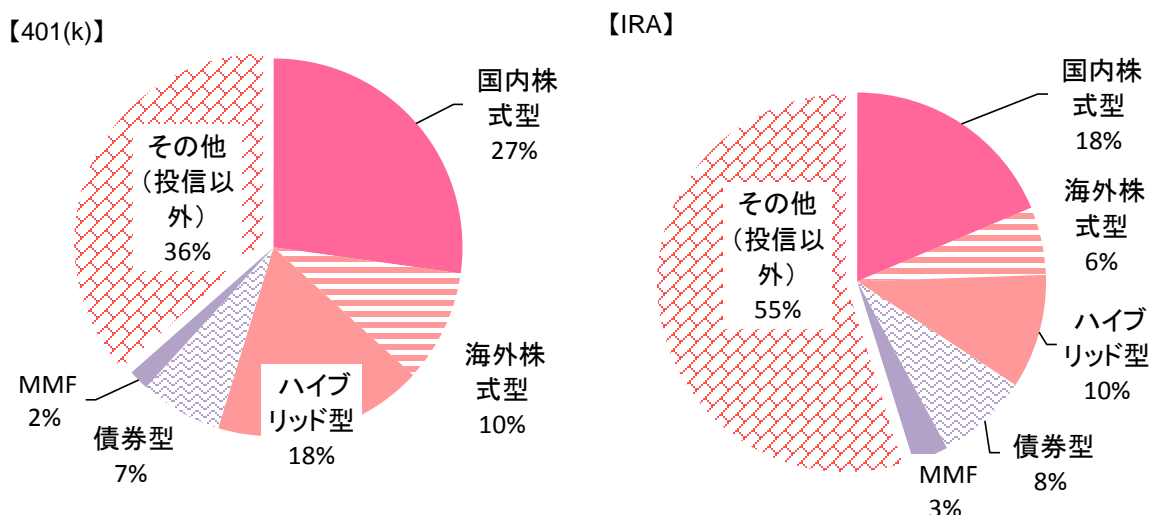
https://www.npo401k.org/wp-content/uploads/2019/01/2018_summary_forHP.pdf

⁴ 2018 年 12 月末時点で、401(k) を含む DC の資産残高は 7.5 兆ドル、IRA の資産残高は 8.8 兆ドル。

つとなっている。ハイブリッド型に属するターゲット・デット・ファンド (TDF)⁵や、販売手数料のかからないノーロードファンドなど、長期分散投資に適したファンドの品揃えも豊富で、TDFの9割弱はDCやIRAを通して投資されている(資産残高ベース)。

米国では、投資アドバイザーによる投資助言サービスが普及しており、401(k)においてもこのサービスを利用して運用方法を決めるのが一般的だ。老後に向けて効果的に資産を形成するには、長期分散投資を基本として一定のリスクを取る運用が必要となる。エリサ法(ERISA)⁶では、投資アドバイザーに対する受託者責任について、投資アドバイザーは401(k)などの退職給付制度に加入する加入者の利益のためだけに行動するという忠実義務を定めている⁷。つまり、低リスク低リターン運用商品に偏った資産構成では老後の資産が十分に積み立てられないため、資産を分散投資しリスクを軽減しつつリターンを獲得していくという、リスクとリターンを見極めた投資行動をアドバイスすることが、投資アドバイザーに求められているのである。こうしたプロの助言により、結果として米国の退職貯蓄の資産は拡大していると言えよう。

図表5 401(k)の資産構成【左】とIRAの資産構成【右】(2018年12月末時点)



(注1) その他には、生命保険会社が提供するGIC(Guaranteed Interest Contract: 利率保証契約)などに投資する元本割れのないファンド以外にも、証券会社の運用口座や自社株式などリスク性資産に分類される資産も含まれる。

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

⁵ ターゲットイヤー型のライフ・サイクル・ファンド。大和総研レポート 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

⁶ Employee Retirement Income Security Act (従業員退職所得保障法)。401(k)などの退職貯蓄制度の加入者あるいは給付金受取人の受給権の保護を目的に1974年に制定された法律。

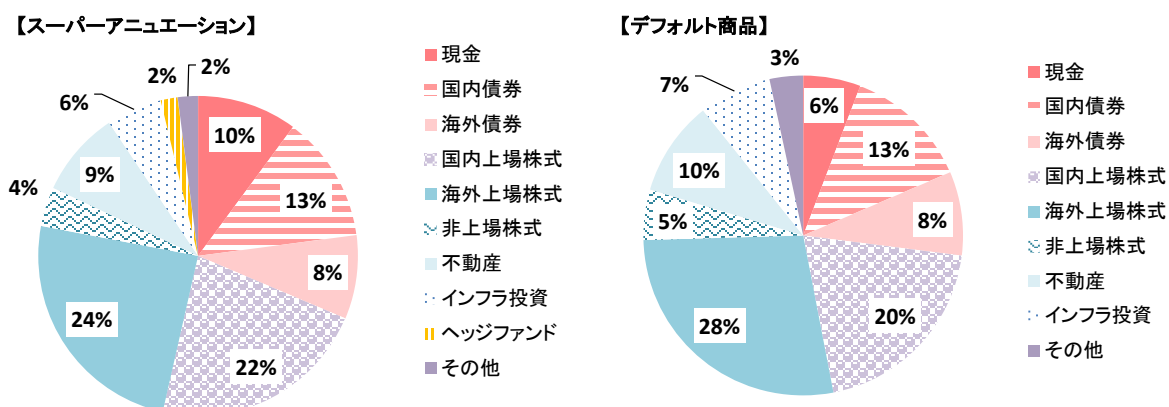
⁷ 浦田春河(1998)『401(k)プラン—アメリカの確定拠出年金のすべて』、東洋経済新報社

また、オーストラリアでは、私的年金のスーパーアニュエーションが広く普及している。被用者は原則として強制加入であり、事業主が被用者のスーパーアニュエーション口座に給与額の一定率を拠出することが義務付けられている。米国同様、オーストラリアでも公的年金は老後の所得保障として十分ではなく、スーパーアニュエーションは、オーストラリア国民の資産形成の手段として重要な位置づけとなっている。2018年12月末時点での資産残高は2.7兆豪ドルと、同国の家計金融資産の51.0%を占めている。

オーストラリアでも日本、米国のDC同様に、加入者自身が運用商品を選択するが、世界各国と比較してもスーパーアニュエーションの資産構成はリスク性資産の割合が高いことで知られている。構成比を見ると、上場株式は46%（国内上場株式：22%、海外上場株式：24%）となっている。また、オルタナティブ投資の21%（不動産：9%、インフラ投資：6%、ヘッジファンド：2%、非上場株式：4%）と合わせると、全体の67%がリスクの高い資産へ投資されており、加入者の積極的な投資姿勢がうかがえる（図表6左）。

オーストラリアでも、投資アドバイザーによる投資助言サービスが普及しており、リスクの高い資産への投資については、米国同様にプロの助言によるところが大きい。加えて特徴的なのが、スーパーアニュエーションの初期設定商品（デフォルト商品⁸）の資産構成であり、上場株式は48%（国内上場株式：20%、海外上場株式：28%）となっている。また、オルタナティブ投資の22%（不動産：10%、インフラ投資：7%、非上場株式：5%）と合わせると、全体の70%がリスクの高い資産へ投資されている（図表6右）。スーパーアニュエーション全体の資産構成と比較しても、リスクの高さは同程度と言えよう。デフォルト商品には期待リターンに対してリスクが相対的に小さいバランス型の投信が多く設定されており、能動的に投資行動を取らない加入者の資産も、長期分散投資効果を楽しむような仕組みとなっている。

図表6 スーパーアニュエーションとデフォルト商品の資産構成【2019年5月末時点】

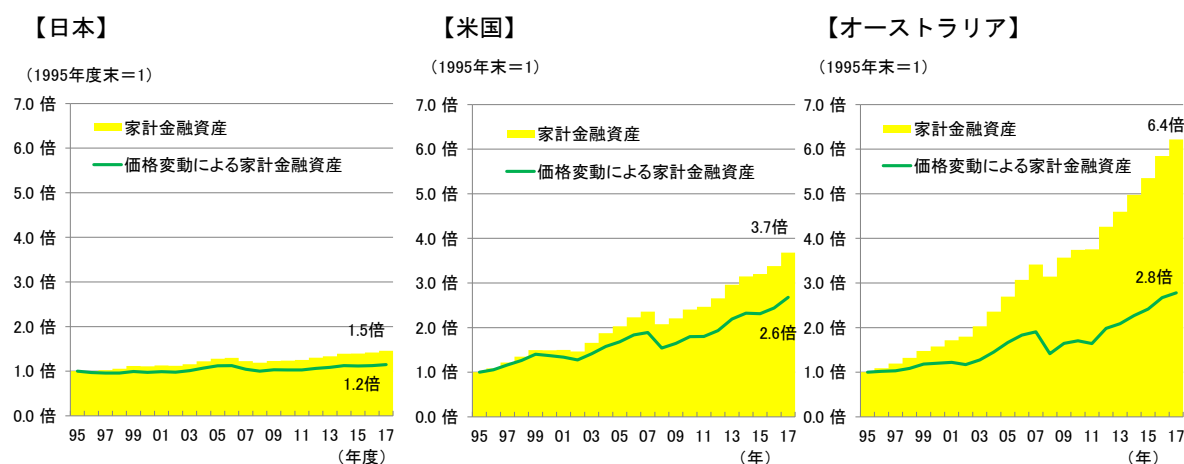


(出所) ASFA (The Association of Superannuation Funds of Australia) 資料より大和総研作成

⁸ デフォルト商品とは、DCに加入後も、運用商品を選択しない加入者の掛金が自動的に投資される運用商品である。

米国やオーストラリアのDCの資産構成は、各国家計金融資産の伸びにも大きく影響している。1995年（度）末=1として、各国の家計金融資産残高の推移を見ると、米国では家計金融資産残高が2017年末で3.7倍となり、価格変動による分は2.6倍であった。オーストラリアでは価格変動要因による家計金融資産が2017年末で2.8倍と、米国と近い水準だが、全体では6.4倍と大きい。一方、日本は、価格変動要因による資産残高の推移は1.2倍にとどまり、家計金融資産全体では1.5倍である（図表7）。家計金融資産の半分以上が現預金という資産構成であるため、家計金融資産残高はほぼ資金が流入したフローの分だけ増える程度にとどまっておき、価格変動を通じたリターンを得ることがほとんど享受できていないと言えよう。日本のDCの資産残高が家計金融資産全体に占めるウェイトは現時点では1%にも満たないが、今後残高の増加が予想される。DCの資産規模拡大と同時に投信で運用される構成比が引き続き上昇していけば、中長期的な世界経済の成長の恩恵を国民全体で受けられるようになるだろう。

図表7 各国の家計金融資産残高の推移



（出所）日本銀行、FRB、OECD より大和総研作成

3. 老後の資産形成に資するような投資を促進するためには

冒頭でも述べたように、今後、公的年金の実質的な給付水準は中長期的に引き下げられる見込みであり、個人の資産形成を促す制度として、DCやNISAなどの制度は中核をなす存在である。DCの資産は、原則として60歳まで引き出すことができないため、効果的に資産を形成するには、米国やオーストラリアのように長期分散投資を基本として、一定のリスクを取る運用が必要となる。しかし、リスク性資産による運用においては、資産価格が一時的であっても下落することも想定され、リスクとリターンのバランスの取れた適切な資産構成を個人ベースでも社会全体でも確立していくにはいくつかの課題が考えられる。老後に向けた資産形成を促すためには、その課題を克服する観点から、さらに制度を充実させていくことが必要であろう。

(1) iDeCo 投資教育の充実

企業型 DC においては継続教育の実施率が高まったこともあり、加入者の投資行動には変化も見られているものと思われる。しかし、iDeCo については、国民年金基金連合会が投資教育を実施する義務を負うものの、実際には加入の手続きを行った金融機関が投資教育を請け負っている。各金融機関では資産運用についてのセミナー開催や相談窓口の設置など、サポート体制を強化している。iDeCo は個人が任意で加入でき、会社の福利厚生の一環としての導入も検討できる。今後、iDeCo の利用者は増えていくものと思われるが、利用者が積極的に制度を活用できるように、制度全体として iDeCo の投資教育を後押しするような策が必要だろう。

現在、それに近い取り組みとして、金融庁が 2017 年 10 月に同庁職員向けに「職場つみたて NISA」を導入し、現在その取り組みを他省庁や地方自治体、民間企業へ普及させようとしている。年金行政を担っている厚生労働省も 2018 年 10 月に同省職員向けに「職場 iDeCo・つみたて NISA」を導入した。この制度を利用する職員は、職場で iDeCo・つみたて NISA の制度概要や申し込み手続きなどに関する情報の他、投資教育の機会についても提供を受けられるという。資産運用を行うにあたっては金融・経済の知識を得る必要があるが、仕事をしながらこれを実践することは容易ではない。この点、収入を得ている職場で退職後をにらんだ資産形成を行う環境を整備することが効果的であると思われ、職場でのセミナー実施などはこれまで以上に期待されるところだ。

(2) 投資助言サービスの検討

また、米国の例を参考とすれば、投資助言サービスの確立も検討すべきだろう。401(k) 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いことも認識されており、プロの投資アドバイザーによる投資助言が重要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たが、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かった。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プロの助言を受けていたことから、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。

わが国では米国のようにアドバイスを支払う形での独立投資アドバイザーの利用はまだ一般的とは言えない。しかし、DC の加入者が持つ金融の知識の程度や、求める知識レベルは異なる。投資教育の充実を図り、それと合わせて利用者のニーズに応じた投資助言を行える環境整備も求められているのではないかと。

(3) デフォルト商品の設定について

前記したように、オーストラリアの私的年金では、デフォルト商品には一定のリスクを取りつつ期待リターンの高いバランス型の投信が多く設定されており、能動的に投資行動を取らない加入者であっても長期分散投資効果を得られるような仕組みになっている。また、オーストラリア以外の OECD 諸国（米国、英国、チリ、スウェーデン、オランダなど）においても、デフォルト商品としてライフ・サイクル・ファンドを設定している。これには、こうした国々でデフォルト商品に元本確保型の商品を設定した結果、加入者の資産が十分なリターンを確保できていなかったという課題が背景にある。これを受けて OECD はデフォルト商品としてライフ・サイクル・ファンドを推奨しているのである。

日本でも、2018 年 5 月に施行された制度改正により、デフォルト商品に長期分散投資効果のある商品を設定すべきことが明確化された。この改正の背景には、これまでデフォルト商品のほとんどが元本確保型の商品に設定されていたという事実があり、運用商品を選択しない加入者の掛金の多くがデフォルト商品に投資されたままでは長期的な観点から DC としての機能が果たせないと認識されていたことがある。改正後のデフォルト商品として具体的には、バランス型ファンドや、ターゲットイヤー型ファンドなどが想定されている。ところが、企業年金連合会が実施した調査⁹によれば、指定運用方法（デフォルト商品）を選定する企業の 7 割が元本確保型の商品を選択しており、バランス型ファンド等は 3 割程度にとどまっている。DC の機能を発揮させる観点から、デフォルト商品を制度改正の趣旨を踏まえたものとしていく余地は大きい。近年は DC でも投信の運用が増えつつあるように、今後はデフォルト商品にバランス型ファンドなどを設定する動きが広がることを期待したい。

⁹ 企業年金連合会「2017（平成 29）年度決算 確定拠出年金実態調査結果（概要）」2019 年 2 月 4 日。