

資産形成層の資本市場への参加促進に向けて －金融経済教育、税制優遇、運用の元手の提供－

野村資本市場研究所 主任研究員
神山 哲也

1. 英国「投資ビッグバン」に学ぶ「貯蓄から資産形成へ」の考え方

1996年の橋本龍太郎内閣における金融ビッグバンで「貯蓄から投資へ」の重要性が提唱されて以来、我が国では、投資信託の銀行窓販解禁や株式委託手数料の自由化、確定拠出年金の導入、ペイオフ解禁、金融商品取引法制定など、様々な法規制や税制の改革が実施され、国民が長期・分散投資を行う環境整備が進められてきた。しかし、一連の取り組みが「貯蓄から投資へ」を強力に推し進めてきたかという点、必ずしもそうは言い切れないところもある。例えば、過去20年の家計金融資産に占める株式・投資信託の比率をみると、日本は10.7%・2.2%から9.9%・4.3%となったのに対して、米国では23.2%・11.3%から24.5%・13.0%となった¹。同期間、家計金融資産の規模は、日本では1,420兆円から1,946兆円へ1.4倍の増加に留まった一方、米国は33.6兆ドルから105.5兆ドルへ3.1倍増加している。

近年では、より長期・分散投資の意味合いを含めた「貯蓄から資産形成へ」の標語が用いられるようになったが、上記のような状況は、我が国における資産形成を通じた家計金融資産＝国富の増大が十分にうまくいっていないことの証左と言えよう。とりわけ我が国では少子高齢化が他国に先駆けて進展し、国内市場が縮小していくと同時に、高齢者を支える現役世代の比率も低下していく中で、長期・分散投資を通じた資産形成の促進は一層重要となる。家計による資産形成の促進を通じて成長資金を産業に流し、産業の成長の果実を家計に還流するという循環を創出することが求められよう。

我が国の2周・3周先を行っているとも言える米国と異なり、より我が国の状況に近い英国では、「投資ビッグバン」として、こうした考え方を政策的に実現しようとしている。2021年8月にボリス・ジョンソン首相とリシ・スナク財務相が連名で英国機関投資家に宛てた書簡「投資ビッグバンに点火：首相・財務省から英国機関投資家への挑戦状」²において、国内投資家の資金をリスクマネーとして国内産業に供給し、国内産業の成長の果実を英国家計に還流させる方針を提示した。ここでいう「投資ビッグバン」は、短期主義に陥らず忍耐を以て投資することを求めている。

¹ 2000年度から2020年度（日本は3月末、米英は12月末）。なお、株式は上場株式以外も含む。

² GOV.UK, "Igniting an investment big bang: a challenge from the prime minister and chancellor to the UK's institutional investors" August 4, 2021. 詳細については、磯部昌吾・中村美江奈「英国政府が求める『投資ビッグバン』－確定拠出型年金と長期資産ファンドを通じた成長資本供給－」『野村資本市場クォーターリー』2022年冬号参照。

英財務省が 2016 年以降主導してきた「ペイシエント・キャピタル」の流れを汲む。英国の文脈では、インフラや未上場株など流動性の低い資産への資金供給がカナダやオーストラリアの年金基金など、専ら海外の機関投資家によるものとなっていた中、英国の欧州連合離脱（ブレグジット）を受けて、国内投資家の資金を如何にそうした低流動性資産に供給するかが課題であった。

「投資ビッグバン」では、英国において近年拡大する確定拠出型年金に着目し、その資金をインフラや未上場株などに振り向けられるようになることを企図した制度改革が実施された。具体的には、低流動性資産に投資する個人投資家向けファンドの形態として長期資産ファンド（Long-term asset fund、LTAF）を導入した上で、確定拠出型年金を通じた LTAF への投資に係る障壁を取り除くべく、確定拠出型年金における手数料や流動性要件等の規制緩和が俎上に載せられている。

我が国の場合、少子高齢化を受けて自助努力による資産形成の重要性が増す中、「貯蓄から資産形成へ」を推し進めて、2,000 兆円に及ぶ家計金融資産の収益性を如何に高めるかが課題であり、英国とは背景が異なるものの、確定拠出型年金等を活用して産業への成長資金供給を促し、その果実を家計に還流しようという英国のアプローチは参考になる。

そこで以下では、米国・英国の事例を参照しつつ、我が国における「貯蓄から資産形成へ」の推進に寄与し得る方策として、①インフラとなる金融経済教育、②強力なインセンティブになる税制優遇、③運用の元手を持たない人たちへの対応策、について検討したい。

2. 金融経済教育の拡充

金融経済教育は、「貯蓄から資産形成へ」のインフラともいえる役割を担うものと言えよう。適切な知識がなければ家計は自ら資産形成へと向かうことはできないであろうし、また、資産形成を促す様々なナッジも、十分な情報提供を前提とするものでなければ正当化するのは難しいかもしれない。

経済協力開発機構（OECD）／金融教育に関する国際ネットワーク（INFE）は 2012 年 8 月、「金融教育の国家戦略に関するハイレベル原則」³を公表し、国家レベルで調整された戦略を立てることが効率的に金融経済教育を推進していくために重要だとした。実際、米国や英国をみると、金融経済教育を国家戦略として明確に位置づけ、政府一体・官民一体となった取り組みを進めている⁴。

米国では、早くも 2003 年に金融経済教育に関する基本法として「金融リテラシー教育改善法（Financial Literacy and Education Improvement Act）」が策定された。同法に基づき、金融経済教育に関する政府の司令塔として「金融リテラシー委員会（Financial Literacy and Education Committee、FLEC）」が設立された。FLEC は、財務長官（議長）、消費者金融保護

³ OECD/INFE, “High-Level Principles on National Strategies for Financial Education” August 2012.

⁴ 詳細については、加藤貴大・橋口達「米英における国家戦略としての金融経済教育」『野村資本市場クォーターリー』2021 年秋号参照。

局長（副議長）に加え、労働省、教育相、農務省等を含めた約 20 の省庁等の長で構成され、政府一体として取り組む姿勢が明確になっている。また同法では、FLEC の役割について、金融経済教育に関する国家戦略の策定や、金融経済教育に係る情報提供を行うウェブサイトの MyMoney.gov の運営等が規定されている。

FLEC は約 5 年おきに金融リテラシーに関する国家戦略を策定しており、直近では 2020 年 9 月に「金融リテラシーに関する国家戦略 2020（U.S. National Strategy for Financial Literacy 2020）」が公表されている。そこでは、今後の取り組みとして、金融に関連する教育者向けの基準の策定や、金融経済教育への取り組みの成果に関する評価方法の策定が挙げられている。評価方法の策定については、政府による金融経済教育の取り組みが国民の経済状況の改善にどの程度の効果があったか定量的に示し、政府の取り組みを見直す際に役立てることが企図されている。

英国では、MaPS（The Money and Pensions Service）が国民の金融経済教育において中核的な役割を担っている。MaPS は、「2010 年金融サービス法（Financial Services Act 2010）」に基づいて設立された MAS（Money Advice Service）を母体に、年金に関するアドバイスを提供する年金アドバイザリー・サービス（The Pensions Advisory Service）とペンション・ワイズ（Pension Wise）が統合され、2019 年 4 月に MaPS と改称されたものである。資金源は、金融行為監督機構（Financial Conduct Authority、FCA）が金融業界から徴収する課金（Levy）と、年金規制局（The Pensions Regulator）が職域・個人年金から徴収する課金となっており、実質的に官民が出資する組織となっている。MaPS は、様々な金融商品・サービス、フィナンシャル・プランニング等に関するガイダンス（個別事案に応じた金融アドバイスではなく一般情報の提供）を提供し、債務関連については、民間非営利団体と連携してアドバイスを提供している。

国家戦略の策定としては、金融サービス機構（Financial Services Authority、当時）が 2006 年 3 月に金融能力（financial capability）に関する 5 か年の国家戦略を策定し、それを引き継いだ MAS が 2015 年に新たな金融能力に関する国家戦略を 10 か年計画として策定している。直近では、2020 年 1 月に MaPS が「フィナンシャル・ウェルビーイングのための英国国家戦略 2020～2030 年」⁵を公表している。ここでいうフィナンシャル・ウェルビーイングは、「お金について安心しており、管理できている状態。生活に必要なお金を稼ぎ、不測の事態に対する備えと将来に向けた準備ができている。要するに、自信と能力がある状態」とされる。その上で同国家戦略では、現状の改善に向けた重要テーマを 5 つ挙げ、それぞれについて数値目標等を設定している。例えば、「国民による貯蓄」のテーマでは、現状では、困窮層・脆弱層の 57%に相当する 1,470 万人しか定期的に貯蓄していないところ、2030 年までにその人数を 200 万人増やすことを目標としている。

我が国においても、2022 年度から高等学校の新科目「公共」で金融経済、家庭科では資産形成の視点にも触れる授業がスタートするなど、着実に金融経済教育の拡充が進んでいる。しかし学

⁵ MaPS, “The UK Strategy for Financial Wellbeing 2020-2030” January 21, 2020.

学校教育だけでは、中高年層など他の世代を支援することはできない。今後、金融経済教育のより一層の定着・拡充を図っていくには、国富ともいえる家計金融資産の適切な管理・運用に資する金融経済教育を国家戦略として位置づけ、関連基本法を策定しつつ、政府一体・官民一体で進めていく体制作りが有効と考えられる。更に踏み込むのであれば、資産形成に関する簡易相談センターを各地に設けることや、企業が従業員の健康診断を毎年行うことが義務付けられているように、例えば「金融資産ドック」として、従業員の家計状況の健全性を毎年チェックする機会の提供を企業に義務付けることも考えられよう。

3. 税制優遇措置の拡充を通じた積立投資の促進

資産形成、特に積立投資を普及させるに当たっては、税優遇策は強力な武器になり得る。米国では、401(k)や個人退職勘定（Individual Retirement Account、IRA）を中心とする確定拠出型年金が家計のリタイアメントに向けた資産形成において極めて重要な役割を担っている。いずれにおいても主要な運用手段は投資信託となっており、投資信託市場の観点からみると、資金流入の半分弱が確定拠出型年金からのものとなっている。確定拠出型年金で投資信託に初めて触れたというケースも多く、確定拠出型年金が入り口となり、その成功体験で確定拠出型年金外でも投資信託投資を始める、というケースも多い。

英国では、我が国の NISA のモデルにもなった個人貯蓄勘定（Individual Savings Account、ISA）のプレゼンスが大きい。ISA 投資を通じてミリオネアになった（時価 100 万ポンド達成）事例が報じられることもあるなど、金融事業者による不正行為等のスキャンダルの少なさと相まって、年齢層・所得階層ともに幅広い国民に利用される資産形成手段のブランドとして定着している。

こうした税優遇制度の成功も、単に好調な市場環境の追い風を受けたというだけではなく、制度の利便性向上のための制度改正が間断なく実施されたことが背景にある。そこで以下では、米国・英国の制度改正の例に倣い、我が国の確定拠出年金および NISA において考えられる制度改正をいくつか例示したい⁶。

まず、確定拠出年金については、企業拠出を給与等の一定比率とする定率拠出が普及しているため、若年期に枠の使い残しが生じる一方、40代・50代になるにつれて限度額に達してしまうというケースも生じ得る。そこで、拠出限度額の使い残しの繰り越しを現役期間全体にわたって認め、累計拠出額に上限を設定する「生涯拠出限度額」の導入が考えられる。例えば英国で 2006 年度から適用されている制度では、高水準の年間拠出限度額（2022 年度は 4 万ポンド）に加えて、生涯限度額（同 107 万 3,100 ポンド）が設定されている。しかし、生涯限度額の設定は大掛かりな税制改正が必要となる。そこで、当面の措置として、例えば 50 歳以上の加入者について追加的な拠出枠を付与する「キャッチアップ拠出」を導入することも考えられる。例えば米国では、

⁶ 確定拠出年金の制度改正案の詳細については、野村垂紀子「わが国確定拠出年金の抜本的な制度改正に向けた提言」『野村資本市場クォーターリー』2009 年夏号参照。

401(k)等の職域確定拠出型年金やIRAにおいて、50歳以降の加入者に一定額（例えば401(k)では6,500ドル）までのキャッチアップ拠出を認めている。

また、より広範な国民のためにリタイアメントに向けた資産形成の機会を確保するには、雇用主に確定拠出年金を義務化することも考えられよう。例えばオーストラリアでは、雇用主が従業員の個人勘定に給与の10%（2025年7月までに12%へ段階的引き上げ）を拠出するスーパーアニュエーションが1990年代から存在する。英国でも、雇用主に従業員の個人勘定への拠出を義務付ける「自動加入制度」が2012年より導入されている（自営業者は任意）。同制度では、2019年に向けて対象企業の拡大と拠出率の引き上げが徐々に行われており、結果、民間部門の被用者の年金加入率は2012年の42%から2019年には85%に上昇している。その際、英国では、中小企業の負担軽減のために、確定拠出型年金を提供するインフラ的な機関として国家雇用貯蓄信託（National Employment Savings Trust、NEST）を設立している。複数のインデックス運用を組み合わせた低コストなターゲット・デート・ファンドを提供しており、約1,000万人の加入者、170億ポンド超の運用資産残高を有する巨大年金となっている。組織の運営コストの問題はあるものの、我が国においても検討に値する仕組みと思われる⁷。

税制優遇ではないものの、確定拠出年金の運用面でも更なる制度改善が考えられる。現状、我が国の企業型確定拠出年金では、運用資産に占める預貯金・保険の比率が2021年3月末時点で45.0%と引き続き高い水準にある。2018年5月に指定運用方法が導入されてから同比率は若干の低下傾向にはあるものの、年金運用に有効な長期・分散投資を定着させるには、より抜本的な制度改革も必要かもしれない。例えば、米国で2007年に導入された適格デフォルト商品（QDIA）では、ターゲット・デート・ファンドやバランス型ファンド、マネージド・アカウントが運用指図が行われない場合のデフォルト商品とされた一方、預貯金等の元本確保型商品については拠出から120日間の暫定的な資金の滞留場所としてのみ認められた。英国においても、年金・労働省が2011年5月に発出したガイダンスにおいて、ターゲット・デート型の運用が推奨された。これらを受けて、米国・英国の確定拠出型年金では、ターゲット・デート型の運用戦略が主流となった。我が国においても、年金スポンサーたる企業への情報提供と支援を前提としつつ、こうしたデフォルト商品をナッジする制度設計も検討に値しよう。

他方、一般NISA・つみたてNISAについては、恒久化と年間の非課税投資枠の引き上げが課題となろう。英国では、ISAの年間非課税投資枠は1999年度の導入時の7,000ポンドから、現在では2万ポンドまで引き上げられており、それと並行して、若年層向けのジュニアISA、ピア・ツー・ピア・レンディングを投資対象とするイノベティブ・ファイナンスISA、住宅購入や年金を用途とする場合に政府からのマッチング拠出のあるライフタイムISAなどのバリエーションも創設されてきた。こうした間断ない制度改善の取り組みが現在の英国ISAのブランドの礎になっていると言えよう。恒久化についても同様のことが言える。英国ISAも日本のNISA同様、当

⁷ 詳細については、神山哲也「英国確定拠出型企業年金の自動化の取り組み－加入率の向上と運用の効率化に向けて－」『野村資本市場クォーターリー』2014年春号参照。

初は時限措置として導入されたものであったが、2008年に恒久化された。ここで注目されるのは、恒久化された後に一層ISA市場が拡大している点である。「制度改善が需要を喚起する」という教訓は我が国の制度改善を考える際にも示唆深いものと言えよう。

4. 運用の元手を持たない世帯への支援

金融広報中央委員会「家計の金融行動に関する世論調査（令和3年）」によると、金融資産を保有しない世帯は、単身世帯で33.2%、二人以上世帯で22.0%いる⁸。すなわち、そもそも資産形成を始めようにも、その元手を持たない世帯が一定数存在する。例えば、独身の20代といった場合は人的資本も加味できようが、子供のいる40代となると、深刻な状況となつてこよう。そこで、そうした世帯に運用の元手（種銭）を提供する施策は考えられないだろうか。

英国では、こうした取り組みの先例としてチャイルド・トラスト・ファンド（CTF）がある。2005年に導入されたCTFでは、子供の誕生時と7歳の誕生日に政府から250ポンドの給付金が提供され、それを元手に親や親族が子供名義の口座において、金融機関が提供する金融商品で資産形成を行うことができる。しかし、2011年のジュニアISA導入に伴い、CTFの新規口座開設は停止され、政府からの給付金のないジュニアISAに統合されることとなった。CTFにおいては政府からの給付金が支払われるため、資産形成をする親に当事者意識がわかなく、放置される口座が続出したことが、制度廃止の一因になったとされる。

我が国で資産形成の元手を提供する際にも、この教訓を踏まえる必要があるが、その一方で、元手がない世帯に対価支払いを求めるのも現実的には難しい。そこで、一定の政策目標への貢献を条件＝対価として、運用の元手を提供するというのも一案となろう。例えば、金融教育プログラムを受講する、マイナンバーカードを取得する、といった行為に対してポイントを付与し、ポイントに応じて元手を提供するといったことが考えられる。そこで提供するものは、現金でも良いが、低コストでの長期分散投資を促進するにはETFが理想的と思われる。2021年度上期末で36兆円に達している日銀保有ETFを活用しても良い。広範な企業から成る株価指数に連動するETF保有を通じて、経済成長のインセンティブを全国民で共有しつつ、その成長の果実が国民に還流し、さらなる資産形成を促進する、という好循環を生み出すことに貢献しよう。

⁸ 金融商品を保有していない世帯と、預貯金はあるが運用または将来への備えがゼロの世帯の合計。