

2041年、資産形成をすべての人に

～5つのターゲットと15のアイデア～

2021年5月20日

すべての人に世界の成長を届ける研究会
～“長期・分散・積立”による資産形成を実際の行動に～
(通称：つみけん)

はじめに

投資信託協会では、2020年5月、資産形成に係るシンクタンク機能の強化・充実を図ることを目的として、“すべての人に世界の成長を届ける研究会”（以下、「本研究会」）を設置した。

本研究会では資産運用業界全体の「オープンな調査研究プラットフォーム」として、多数の外部有識者の方々を客員研究員として招き、資産形成の普及・促進に向けた課題やその解決のため、業界のみならず広く金融業界としてどのような気運を高めて行くべきか等を研究テーマとして活動している。

なお、本研究会の名称には下記のメッセージを込めるとともに、スローガンとして、～“長期・分散・積立”による資産形成を実際の行動に～を掲げ、通称を“つみけん”と命名した。

- 「すべての人に」 → 「資産形成の意識を持てば経済的に実行可能なすべての人々」とする。あまり投資に関心のない人にも行動を促す。
※現時点では「意識を持っていても実行困難な状況にある人」は社会全体で支える仕組みを整えることが別の議論として重要である。
- 「世界の成長を」 → 日本経済・企業だけでなく、世界経済・企業への投資を通じて社会的課題の解決や社会の持続可能性の向上を目指す。
- 「届ける」 → 資産形成において、その有効性が確認されている「長期・分散・積立」という投資手法を「個人が少額から取り組める投資信託という仕組み」を活用して実践することで「すべての人」にその長期的成果を享受してもらう。

本研究会では、初年度の活動を「つみけん2020」と称し、テーマを「現役世代の資産形成」に絞り、計10回に亘り活発な議論を重ねた。本レポートはその活動報告書である。

これまでの官民挙げての施策が奏功し、近年漸く、若い世代が資産形成に取り組む動きが見られるようになっている。ここからもう一段、より多くの人々に資産形成に取り組んで頂くためには、現状からの改善を積み重ねることに加え、より柔軟かつ大胆な発想で、その施策を検討することが必要となってくる。

そのため「つみけん2020」では20年後の「2041年の資産形成のありたい姿」を描き、その社会が実現されているときの想定水準を目標（「つみけんTargets2041」）として設定することとした。そこから逆算して「今為すべきこと」の議論が、業界のみならず社会全体としてさらに進展することを期待したい。

「2041年の資産形成のありたい姿」

「“すべての”人が、少しずつ時間をかけて、投資を継続し将来のために備えることが、今この瞬間を大切に生きることに繋がる」と認識され、実践されている社会。

「“すべての”人にとって投資を継続することが社会への参画であり、持続可能な社会を創造することに貢献できる」と認識され、実践されている社会。



2041年の目標：「つみけん Targets 2041」

- つみけん Target 1 現役世代の年代別保有金融資産の中央値を **2倍**
- つみけん Target 2 つみたくて NISA 及び DC 等による積立投資総件数を **4,000万件**
- つみけん Target 3 つみたくて NISA 及び DC の残高を **150兆円**
- つみけん Target 4 株式や投資信託を保有している人の割合が **100%**
- つみけん Target 5 金融教育を受けたことのある人の割合が **100%**

本報告書の第一部は、「つみけん 2020」として、資産形成に向けた課題について俯瞰的に議論し、「つみけん Targets 2041」を掲げるに至った活動報告である。第1章では、第1回のテーマでもあり、本研究会の議論の出発点となった、投資による資産形成が十分には進んで来なかった要因とその解決策を整理している。第2章では、第2回から第7回までの議論を整理し、どのような提言・議論を経て、当該 Targets ならびにモニタリング指標が設定されたかをひも解く記述としている。第3章では5つの Target および16のモニタリング指標について詳述している。

「つみけん 2020」では、ターゲット達成に向けた特定の施策に絞った議論を行なうことはせず、それに代えて、第二部として、各客員研究員にそれぞれの立場で自由に具体的施策についての持論を展開し、「ターゲット達成に向けた15のアイデア」として記載している。今後これらのレポートが契機となり、関係各所において資産形成のさらなる促進に向けた様々な施策が検討され、実行に移されていくことを期待している。

この報告書が、長年、必要だと言われながらも十分には進んで来なかった「投資による資産形成」が少しでも進展するきっかけになれば、誠に幸いである。

「すべての人に世界の成長を届ける研究会」事務局

一般社団法人 投資信託協会 調査広報室

客員研究員及びオブザーバー等（敬称略・五十音順）（2021年4月末現在）

客員研究員

- 伊藤 宏一 千葉商科大学 人間社会学部 教授
- 大江 加代 オフィス・リベルタス 取締役
- 加藤 航介 インベスコ・アセット・マネジメント
- 金子 久 野村総合研究所 上級研究員
- 神山 哲也 野村資本市場研究所 主任研究員
- 後藤 順一郎 アライアンス・バーンスタイン AB 未来総研 所長兼 DC・NISA 推進室長
- 小林 庸平 三菱 UFJ リサーチ&コンサルティング 主任研究員
- 佐川 あぐり 大和総研 研究員
- 瀧 俊雄 マネーフォワード 執行役員 CoPA マネーフォワード Fintech 研究所長
- 竹川 美奈子 LIFE MAP 合同会社 代表
- 野尻 哲史 フィンウェル研究所 代表
- 前山 裕亮 ニッセイ基礎研究所 准主任研究員

オブザーバー

- 大竹 文雄 大阪大学大学院経済研究科 教授
- 杉田 浩治 元日本証券経済研究所 特任リサーチフェロー

研究協力者

- 大庭 昭彦 野村證券 金融工学研究センター エグゼクティブディレクター
- 前山 拓哉 野村総合研究所 主任研究員

<目 次>

はじめに	1
第一部	5
第 1 章 第 1 回研究会の議論の整理	5
1. これまで資産形成が進まなかった理由・背景とその解決策	
2. 研究会のテーマについて	
第 2 章 第 2 回研究会から第 7 回研究会の議論の整理	7
第 2 回研究会 資産形成を促すために	7
第 3 回研究会 投資教育	10
第 4 回研究会 デジタルトランスフォーメーションと資産形成	13
第 5 回研究会 資産形成支援制度	17
DC 制度（企業型・個人型）について	
NISA 制度（一般 NISA・つみたて NISA）について	
第 6 回研究会 ナッジ	21
英国におけるナッジを通じた資産形成促進策	
行動経済学と財政学の視点から見た資産形成促進策	
第 7 回研究会 投資家としての運用会社の役割	25
投資家としての運用会社の役割	
ESG 投資の実態とその有効性	
第 3 章 「2041 年の資産形成のありたい姿」と「つみけん Targets 2041」	28
1. 「つみけん Targets 2041」	29
2. モニタリング指標	31
第二部	33
ターゲット達成に向けた 15 のアイデア	
客員研究員による具体的施策の提言	
あとがき	107

第一部

第1章 第1回研究会の議論の整理

第1回研究会では、投資による資産形成がこれまで十分には進まなかった要因とその解決策の整理をし、本研究会の議論をスタートさせた。

1. これまで資産形成が進まなかった理由・背景とその解決策

第1回研究会では、これまで資産形成が進まなかった理由・背景とその解決策について議論した。その結果を、「a.生活者本人要因」「b.金融機関要因」「c.制度等要因」「d.外部要因」の4つに分けて整理したものが以下の図である。

	理由・背景	解決策
a.生活者本人要因	<ul style="list-style-type: none">自分には無関係というイメージ悪いもの怖いものというイメージ近寄りにくいイメージ低い金融リテラシー投機的イメージ	<ul style="list-style-type: none">リテラシーを高めるための方策情報発信内容の工夫情報発信ツールの工夫
b.金融機関要因	<ul style="list-style-type: none">顧客の利益を重視しない販売姿勢・人材不足長期資産形成向けのサービスが少なく、若くてリテラシーが低い人向けサービスの不足個人向けの包括的な資産運用アドバイスが多すぎる商品バイサービスが不足アセマネビジネスに対する理解不足	<ul style="list-style-type: none">意識改革新たなサービス・サポートの提供体制強化適切な商品数
c.制度等要因	<ul style="list-style-type: none">個人の金融資産の拡大が政府全体の課題となっていなかった金融教育と資産形成に対する意識的な取り組みの欠如弱い推進体制事業提供者へのインセンティブが低い複雑な制度自発性に依拠した仕組み	<ul style="list-style-type: none">個人の金融資産の拡大を政府全体の課題とする制度の改善・拡充ナッジを考慮した制度設計金融能力・金融教育に関する国際動向の把握とフォロー統計データの整備
d.外部要因	<ul style="list-style-type: none">セールスパワーの強い他の金融商品の存在株式投資を不要とする状況マーケット不振（日本株式等）	<ul style="list-style-type: none">二つのコード（SSC、CGC）の徹底・拡充など投資信託を提供する運用会社が、Engagementなどに注力し、企業価値を高める努力を産業界と一体となって実施

まず、資産形成が進まなかった理由・背景の生活者側の要因としては、低い金融リテラシーと、投資に対するネガティブなイメージが強いことが挙げられる。金融教育を受ける機会が少なく、「投資には大金が必要」、「投資はギャンブル」といった近寄りにくいイメージが根強い。これに対する解決策としては、金融教育を充実させることや、ネガティブなイメージを払拭する情報発信内容の工夫が挙げられる。また、SNS等の新たなメディアを活用した、情報発信ツールの工夫も有効であろう。議論の中では、FinTechの活用が金融リテラシー向上や投資への関心へと繋がる、金融リテラシーについては国際的議論を見据えてコンピテンシー、ケイパビリティの考えも含めるべき、投資関心層と無関心層に分けた分析と対策が必要という意見もあった。また、ナッジ¹の活用も有効であるという主張もあった。

¹ 軽く肘でつつくという意味の英語(nudge)。行動経済学的特性を用いることで、意思決定の歪みをより良いものに変えていこうとする考え方。

続いて金融機関側の要因である。理由・背景としては、まず、自らの販売手数料を重視する結果、短期間での売買を誘発しかねない等、顧客利益を最優先するための十分な態勢がとられていないことが挙げられる。結果として、投資家に長期投資を促す対策が講じられないまま、長期投資経験者の育成の遅れを招いてきた。また、長期資産形成向けのサービス、包括的なアドバイスサービス、若くてリテラシーが低い人でも利用し易いサービスが不足していることも理由として考えられる。他には、商品が多すぎること等が指摘された。解決策としては、販売側の意識改革が挙げられた。顧客の状況に適したアドバイスの重要性を認識し、それに合わせたビジネスモデルを構築すべきである。また、金融機関に属さないアドバイザーの普及等、新たなサポート・サービスの提供も有効であろう。

制度等における要因としては、個人の金融資産の拡大が政府全体の課題となっていなかったことが挙げられる。さらに、制度が複雑であること、自発性に依拠した仕組みであること、金融教育と資産形成に対する意識的な取り組みが不足していたことも要因であろう。解決策としては、まず、個人の金融資産の拡大を政府全体の課題として位置づけ、その上で、制度の改善・拡充を図っていくことである。制度の改善・拡充の際に、ナッジを活用することも有効であろう。金融能力・金融教育に関しては、国際動向を把握し、我が国で重要と思われる部分をフォローすることが重要である。また、資産形成に関わる統計データをさらに整備し、各種施策の効果測定や課題の状況把握を可能にすることも重要である。

最後に外部要因としては、日本株式等の不振により成功体験を得られなかったことのほか、かつての高い預金金利や、充実した公的年金や退職給付制度の存在により、株式投資を不要とする状況であったことが挙げられる。解決策としては、二つのコード（SSC、CGC）の徹底・拡充や、投資信託を提供する運用会社が、Engagement等に注力し、企業価値を高める努力を産業界と一体となって実施することが考えられる。

2. 研究会のテーマについて

上述のように整理した「これまで資産形成が進まなかった理由・背景とその解決策」から、論点を6つピックアップし、それぞれについて第2回以降順次議論することとした。

テーマ1	社会全体・国民全体の問題としてどうとらえるべきか
テーマ2	投資教育（国際比較を交えて）
テーマ3	デジタルトランスフォーメーションと資産形成
テーマ4	制度
テーマ5	ナッジ
テーマ6	投資家としての運用会社の役割（SSC,ESG,SDGs）

第2章 第2回研究会から第7回研究会の議論の整理

第1回の議論を踏まえ、第2回から第7回では、投資による資産形成の促進について、それぞれ具体的施策が提言され、議論を深めた。各回の議論に関する記述では、第3章で詳述する5つの「つみけん Targets 2041」ならびに16のモニタリング指標が設定された経緯にも触れており、適宜、第3章を参照されたい。

第2回研究会 テーマ 「資産形成を促すために」

第2回研究会は「資産形成を促すために」をテーマに開催された。野尻研究員より、個人金融資産の「量」そのものに目標を置くべきとの視点から資産形成を促すための具体的施策が示された。

1. 野尻研究員のプレゼンテーション内容

資産形成の目的は、金融資産の残高それ自体を増加させることにあり、一人当たりの保有資産額に着目した議論をする必要があるとの主張がなされた。この主張の趣旨は、達成時点が2040年なのか、2050年なのか、4,000兆円が適当なのか、3,000兆円が適当なのかを問うものではなく、目標達成にあたっては、数字を示すこと自体が重要であるとの見解が改めて示された。

その上で、資産形成の目的を達成するための課題解決にあたり、目標数値を示すことの重要性、セグメント毎にマッチしたメッセージを発信していくことの重要性が指摘された。また、平均値と中央値を区別して議論する必要性があり、平均値と中央値の乖離を埋める施策を考えていく必要性が示された（ターゲット1）。

その手段として、貯蓄ではなく資産形成を促すため、積立投資にフォーカスした活動が求められており、協会および本研究会が発信すべきは、金融資産を少額しか保有しない人たちの比率を下げしていくための施策であるべきであるとの提言がなされた（モニタリング1）。また、金融資産非保有者、同少額保有者を減らしていくための調査・研究、それらの進捗を捕捉するためのデータ整備の必要性が指摘された。

なお、行動経済学の活用にあたっては、その重要性および影響度を認識しつつ、世代やリテラシーに合わせて、資産形成に向けた積立投資を促すことにフォーカスするなど、より丁寧なアプローチが求められるとの考えが示された。

2. ディスカッション

プレゼンテーション後のディスカッションでは、以下のような意見が上がった。

(1) 目標値を示すことについて

- ・ 個人金融資産 4,000 兆円を目指すのは目標としては妥当なのではないか。仮にこれが実現すると、一人あたりの金融資産が 3,600 万円程度となり、今後インフレがあったとしても、安心できる水準の金融資産が確保できているといえよう。
- ・ 具体的な数値目標を置くことや中央値と平均値の乖離を埋めていくような対策が重要だと考えられ、必要な人が資産形成をしていくという目的に照らして重要な指摘であろう。
- ・ 金融資産額を目標とする場合、資産家の大量の資金を投資信託に向かわせる事が 1 番の近道と捉えられかねないのではないかと懸念される。結果的には、本研究会本来の主旨である「すべての人に世界の経済成長を届ける」という動きにも繋がるものではあるものの、金額や数字が思わぬ使われ方をされないよう熟慮すべきである。
- ・ 量をはかる場合、定年退職者等を含む高齢者への投資を促す施策となる傾向があり、本研究会で議論すべきことであろうか。

(2) 目標値の内容について

- ・ 世代毎に分けて適切な施策を打ち出すことが重要ではないか。例えば、50 代は社会人としてのビジネス経験から、経済に関する知識をある程度有しており、適切にリテラシーを提供すれば資産形成の行動に繋がることが想定される。一方、経済知識を得る機会が乏しい 20 代、30 代に対しては、デフォルト²等の行動経済学を活用して資産形成を促すことも有益な施策の 1 つではないだろうか。
- ・ 数値目標が個々人において納得できるよう、これぐらいの所得の人はこのくらい資産形成が求められるということが整理できればなお良いと思う。
- ・ 年齢別や就労形態別のアプローチに加え、男女別のアプローチも必要なのではないか。
- ・ ジェンダーの議論については離婚の経済的側面から見た問題として取り込むべきであろう。現在、50 代の 4 人に 1 人が独身だが、その過半数が離婚か死別である。この層の収入および貯蓄残高が平均の半分程度とも言われており、そこがフォーカスのポイントとなろう。
- ・ 実際に中央値を目標として掲げるかどうかはともかく、所得や保有金融資産の中位層に目を向け、施策を講じることは本研究会での議論の趣旨を明確にする上で重要だと考える。
- ・ 本研究会の数値目標としては、日本全体の個人金融資産を 4,000 兆円にするというのは個人にとってはやや縁遠いマクロ的な数値だと思われる。それよりも、1 人当りの金融資産額、あるいは 1 世帯当りの金融資産額といった個人感覚に近い数値がベターではないか。

² 確定拠出年金において、加入者が運用対象を指定しなかった場合の投資先商品を運営機関があらかじめ選定しておくこと等を指す。

(3) 資産形成を促すきっかけづくりについて

- ・ まず、企業年金等の確からしい金融資産を見積もり、退職以降の生活水準を確保することができるかどうかという、家計の資産負債管理の感覚を持つことが重要であろう。将来設計の基礎は負債にあると考えられ、65 歳以上の生活においていくら必要になるのかということ、納得感を持って認識することが先決ではないか。
- ・ 将来の想定される生活水準に対して資産が不足するため、資産形成を行う必要があるということ、認識できるようになることが重要であろう。
- ・ 積立投資がいかにか株式に向かうか、そして、海外に向かうかが重要になってくると思われる。その切り口となるのが、ESG や SDGs であろう。投資リターンを得ることだけでなく、インパクト投資と呼ばれる、社会全体を豊かにしていくような投資が長期投資には相応しいと考えている。

第3回研究会 テーマ 「投資教育」

第3回研究会は「投資教育」をテーマに開催された。伊藤研究員より、日本の金融教育の現状について主に課題とその解決策が示された。

1. 伊藤研究員のプレゼンテーション内容

日本の金融教育に関する課題として、その金融リテラシーの評価基準は、OECDが定める国際的な評価基準（2016 OECD/INFE『成人の金融リテラシーに関するコア・コンピテンシー・フレームワーク』）と比較して、部分的には同基準に合致する内容を含んでいるが、基本的には合理的な知識と合理的な判断力を評価基準にしているため、「態度・自信・動機」といったコア・コンピテンシーが評価基準に含まれていないという指摘があった。

また、OECDの評価基準では、投資に関して単なる金融知識を問うのではなく、(A)「意識・知識・理解」(B)「スキルと行動」(C)「態度・自信・動機」の3つの項目に分けて、自分自身がどのように考えているか、自分自身に自信を持っているか、といった意識や態度についても金融能力の一つとして扱っているという説明があった。

その他、行動経済学的な観点として、OECDの評価基準では「態度・自信・動機」の中で「感情等の人間の特性が、予期しない方法で投資判断に影響を与える可能性があることを認識する」と示されており、投資家が常に合理的な決定を下すとは限らないという点を、投資家が自ら学ぶことを意識しているとの説明があった。

上記の指摘を踏まえ、日本の金融リテラシーの評価基準に、集中力や忍耐力といった「非認知能力」・「動機」・「態度」を含めた金融コンピテンシー評価を導入すること（モニタリング 16）が提案された。また、家計簿アプリ等の情報テクノロジーを活用し、多くの人が家計管理を行えるようになることが、個人の金融能力の向上に寄与するのではないかと指摘された。さらに、誰もが完璧な金融能力を身に付けられる訳ではないため、学校等以外においても個人が専門家からアドバイスを受けられるような環境整備を行うこと（モニタリング 15）が提案された。

続いて、今後の金融教育に求められるテーマとして、「ESG投資³」の必要性が指摘された。特に、教育界全体において「社会や環境の相互作用」といった視点が、より重要視され始めているため、金融教育の分野においても同様の視点が求められることが指摘された。

³ 従来の財務情報だけではなく、環境（Environment）・社会（Social）・ガバナンス（Governance）の要素も考慮した投資を指す。（出所：経済産業省）

2. ディスカッション

プレゼンテーション後のディスカッションでは、金融教育の内容やアドバイザー等について、以下のような意見が上がった。

(1) 金融教育の内容について

- ・ 金融教育にあたっては、行動経済学の知見を活かし、正しい知識を習得すれば必ず合理的な判断・行動ができるとは限らないということ、常に最善の判断・行動ができるとは限らず、より賢明な方法を選択すべき場合があること等を、教育を提供する側にも教育を受ける側にも認識してもらうことが重要である。
- ・ 投資に限定せず、社会保険についてもセットで伝えていくことが必要ではないか。
- ・ リスクやリターンの話だけではなく、金融商品と社会の繋がりを理解してもらうことが重要である。
- ・ 知識だけを伝えるのではなく、実際の投資経験を伝える方が説得力があり、多くの人に興味を持って聞いてもらえるのではないか。
- ・ 実際の体験を交えたアクティブラーニングを取り入れることで、多くの人が飽きずに授業に取り組めるのではないか。
- ・ 分散投資の学習について、シャープレシオ⁴で競わせるような方法も有効ではないか。

(2) 金融教育の目的について

- ・ 情報提供を行うことをゴールとするのではなく、実際の行動に繋がったかどうかという観点を持つことが重要ではないか。

(3) アドバイザーについて

- ・ アドバイザーの定義が曖昧なのではないか。
- ・ アドバイザーとして、CFP の資格を保有し、投資助言代理業として登録している者が望ましいが、日本では数が非常に少ない。

(4) ESG 投資について

- ・ ESG 投資のリターンについて議論する必要がある状況なのではないか。
- ・ 投資家によっては、想定する利益に社会貢献など、リターン以外のものを含む場合もあり、ESG 投資がリターンを生むか生まないかという議論に収斂させるのはいかなものだろうか。

(5) 全般について

⁴ 1 リスク単位に対するリターンを示す指標。一般的に次の式で求められる。(リターンの平均値-無リスク資産のリターン)÷リターンの標準偏差。

- ・ 金融教育を行っている団体に広く提言していくことが必要ではないか。
- ・ 大学生は高校生や中学生よりも効果的であると思われる。
- ・ 投資教育の分野における国際的な動向を注視し、広く周知する必要があるのではないか。
- ・ 研究会が目指している「資産形成としての投資」を広めていくための投資教育のあり方を問題提起する必要があるのではないか。
- ・ 日本人の金融リテラシーは、国際的に比較しても低くはないと思うが、投資に関する態度や心理に関しては課題があると思われる。
- ・ 投資教育を行うことで、日本の投資家に長期投資の文化を広げることが必要ではないか。

第4回研究会 テーマ 「デジタルトランスフォーメーションと資産形成」

第4回研究会は「デジタルトランスフォーメーション⁵と資産形成」をテーマに開催された。瀧研究員より、家計管理ツールサービスのユーザー分析等から浮かび上がった行動変容の壁とその理由が挙げられ、解決策としてオンラインとオフラインの融合や、運用会社の価値提供の在り方について提案がなされた。

1. 瀧研究員のプレゼンテーション内容

まず、行動変容の壁について提議された。家計簿アプリユーザーの現状分析として、積立投資を行わなければならないという意識がありながら、口座を開設していない人が多数いると指摘された（モニタリング9）。家計簿アプリは、収支の把握、固定費の見直し等の家計管理を行い、資金確保から積立投資へのステップアップをサポートすることが理想であるが、多くの人はその手前で行動変容が落ち着いてしまうことが示された。

その主たる要因として考えられるのは、口座開設の煩雑さである。オンラインで本人確認等の手続きが可能となったものの、未だその手順をハードルに感じている人が一定数いるとの見解が示された。また、金融機関によって、口座開設や本人確認、初期振込の手続きの煩雑さに差があることも指摘された。ユーザーの老後資金に対する問題意識は向上しており、「何をすればよいのか分からない」状態からは脱却しているものの、積立投資の必要性を認識しながら実際に行動することができない人は一定数存在する。この層に対し、第一歩をサポートするサービスの提供が不可欠であるとの見解が示された。

そのためには、オンラインとオフラインの融合が考えられる。特に、初めて投資をする人にとっては、オンライン手続きがハードルとなり、手続きを中止してしまう可能性もある。最初に背中を押すオフラインの需要も多いと思われ、人間が動かしていくプロジェクトマネジメントの要素が必要であると提議された。その一例がFPの存在である。様々なサービストライアルの中で、最も資産形成の行動変容に近づいたのは、FPが介在したサービスであった。その経験から、第三者が介入してお金の相談を受けることには価値があることが示された（モニタリング15）。

⁵ 企業が外部エコシステム（顧客、市場）の破壊的な変化に対応しつつ、内部エコシステム（組織、文化、従業員）の変革を牽引しながら、第3のプラットフォーム（クラウド、モビリティ、ビッグデータ/アナリティクス、ソーシャル技術）を利用して、新しい製品やサービス、新しいビジネスモデルを通して、ネットとリアルの両面での顧客エクスペリエンスの変革を図ることで価値を創出し、競争上の優位性を確立すること。（出所：経済産業省「デジタルトランスフォーメーションに向けた研究会」DXレポート～ITシステム「2025年の崖」の克服とDXの本格的な展開）

また、ライフプランニングについて、金融資産は自己の働く能力にも関わるものであり、トータルで考えたときの“ヒューマンウェルス”を考えるべきだ、との見解が示された。資本（支出と収入の差分）は「安心」であり、その「安心」がマイナスにならないよう計画することが重要である。具体的には、自己の働く能力や職場の安定性が資産に与える影響を考慮しなければ、真の行動につながらないとの主張がなされた。

続いて、運用会社の価値提供の在り方について、サービス提供側と利用者側の感触にズレがないことの重要性が説かれた。この点、運用会社が「運用サービスとして一流である」という事実を利用者側に伝えるのは困難であり、「手触り感のある付加価値」を提供することがより重要であると指摘された。無論、運用哲学を打ち出すことも重要であるが、ブランディングについて再考する余地があるとの見解が示された。デジタルの世界ではユーザーと直接会話ができるチャネル Direct to Customer (DtoC) が注目されている。運用サービスの利用者が「運用の長」と直接話することができるという付加価値は、消費者実感が得やすいのではないかと提案がなされた。

2. ディスカッション

プレゼンテーション後のディスカッションでは、以下のような意見が上がった。

(1) 投資未経験層の行動変容について

- ・ ビッグデータを平均化し、同一属性の貯蓄上位層の数値・行動をナッジとして提示することで、行動変容を促せないか。
- ・ 欧州のコピートレード⁶の例を参考に、ユーザーの属性に応じた貯蓄、支出、ポートフォリオ等を提示してはどうか。
- ・ ユーザーがある一定の目標をクリアした際に称号がもらえるようなシステムは、行動変容を促す上で効果があるのではないか。
- ・ 行動変容によって口座開設に至った人を計測するのみならず、実際に運用商品の選択を行い、運用を始めた人を計測の対象とすることで、資産形成の実践という次のステップへの行動変容についても検証することが可能ではないか。
- ・ 1万人程度の規模の追跡調査（家計の状況や、資産の形成状況、収入の変化、家族構成の変化等）を実施すれば、多くの知見が得られるのではないか。
- ・ 「何も知らない人に新たに知識を提供する」とこと、「知識を得た人に一歩行動を促す」とことをナッジで行う場合、両者はアプローチが異なるはずである。後者を達成するために、「どのような人が何について興味を持っているか」等のデータを整備できるようになると良い。

⁶ 実際に存在するトレーダーの取引内容を模倣して投資する方法。

(2) オンラインとオフラインの相互活用の工夫について

- ・ オンラインだけでは“自分事”になりづらいため、行動変容につなげるためには、行動ファイナンスの活用やオフラインへの誘導等が必要である。ただし、いきなり店舗に誘導するのはハードルが高いため、オンライン面談を行い、個別のライフプランを考慮した人的資本を設定し、それを資産運用の計画に取り込むことが効果的ではないか。
- ・ ガイダンスはオンラインで行い、アドバイスはオフラインで行う、また、現役層（資産形成層）はオンラインで、退職者層（資産活用層）はオフラインで対応する等、対象毎に適切な方法を用いるのが適当ではないか。
- ・ 口座開設のみならず、その他の手続きもオンライン化できることが望ましい。一方で、オフラインで手続きをしたいといったニーズに応えるため、テレビ電話形式等を使った、対面アドバイスやサポートの充実が求められる。

(3) ライフプランニング、アドバイザー（アドバイス機能）、金融教育について

- ・ 老後の生活を見通す上で、リタイア後の支出構造を的確に推計できることが望ましい。その上で障壁となっているのは、公的年金の支給金額の推計を家計簿に取り込むことが技術的に困難である点である。
- ・ リタイアまでに健全なバランスシートを作成することを目標に掲げ、その変化を一定期間毎に自分で観測できると良い。
- ・ 家計管理と積立投資には距離がある。その間を繋ぐ役目として、将来に向けたキャッシュフロー・マネジメントを行う必要があるのではないか。
- ・ 教育資金、住宅資金、老後資金をトータルで把握し、投資を行った場合の老後資金のシミュレーションを行うべきである。その中長期ビジョンの中で、老後のための投資をどのように位置づけるかを、具体的なキャッシュフロー分析から導き出す必要がある。具体的に、月々どの程度積み立てを行うべきかまで分かると良い。
- ・ ツールの工夫やアドバイスを行うことにより、家計管理や人生のプランニングのみならず、ファイナンシャル・ウェルビーイング⁷の考え方を取り入れ、習慣化させる必要がある。
- ・ 収入が無くなったときのインパクトについて、それを身をもって実感できるリタイア世代が若い世代にメッセージとして伝えるべきではないか。
- ・ ファイナンシャル・アドバイスを日本で行うにあたり、アドバイスの対価として金銭を支払う風習がないこと、個人情報を開示してもらうことが容易ではないことの2点が阻害要因となる可能性がある。それらの要因を取り除くには、顧客に「自らのデータを提供することによって、具体的で実践的なアドバイスが得られる」ということを理解してもらう必要がある。

⁷ 金融面での個人の良い暮らし

- ・ 現代社会では AI 化が進んでいるが、AI では補えないスキル（例えば金融以外のプライベートな部分にも対応できるスキル）を身に着けたアドバイザーが必要である。
- ・ 高度な IT 技術を要求されるわけではないが、アドバイザーがフィンテック企業のサービスを理解し、その機能を利用したアドバイスを行うべきではないか。
- ・ 米国の大手ロボアドバイザーは、キャッシュフローをシンプルに表現しており、見習うべきである。
- ・ 金融教育を行う場合、現状ではいくつかの課題がある。例えば、時間の制約があり十分な教育を行うことができないこと、学校の教員が教育する場合、十分な知識を有しているとは限らないこと、また、アクティブラーニングでできる範囲も限られてしまうということである。そのため、リテラシーが十分でなくても使いこなすことを可能とする、自ずと学習に誘導されるようなツールを用意する必要があるのではないか。

(4) 運用会社の価値提供の在り方について

- ・ 運用サービスの利用者側が運用商品を理解することは困難なため、実際の商品選択のきっかけとなる“肌触り感”が、ブランディングを進める上で重要な課題となるのではないか。
- ・ ブランディングを達成し、運用残高が積みあがったとしても、その後のアフターフォローはさらに難しく、十分な施策を講ずる必要がある。
- ・ 運用会社は、働き方や人的資本といった将来像をいかに描くかということを経営形成に向けた提案に取り込むとともに、より良い働き方や人的資本の向上に向けたサポートを提供し、その結果として、金融資産増大が図られると考えるべきではないか。

第 5 回研究会 テーマ 「資産形成支援制度」

第 5 回研究会は「資産形成支援制度」をテーマに開催された。大江研究員より DC 制度について、竹川研究員より NISA 制度について、課題とその解決策が示された。

1. プレゼンテーション内容

(1) DC 制度（企業型・個人型）について 大江研究員

DC は企業型を中心に普及拡大をし、初めて投資信託に触れる機会を提供してきた（モニタリング 5）。企業型 DC に関する課題として、企業の規模によって、加入者への投資教育・情報提供の格差が大きいことが挙げられた（ターゲット 5）。制度実施企業には従業員教育や運営管理機関評価等の責務があるが、小規模な事業会社にとっては大きな負荷となっている。従業員への投資教育の負荷に対する軽減策として、小規模会社が利用可能な教育パッケージを提供することが提案された。また、運営管理機関変更、商品の除外・見直し手続きの際には、一旦現金化しなければならないことは、加入者目線でプラン見直しをする上で妨げになっているとの指摘もされた。

続いて、個人型 DC に関する課題として、まず普及率が低いことが挙げられた（モニタリング 3）。加入者の属性によって掛け金の限度額が異なることがその要因の一つとして考えられ、金融機関にとっても、加入者にとっても壁になっているという指摘がなされた。これに対する解決策として、厚生労働省が提供している「ねんきん情報アプリ！」の中に、各自の拠出限度額を参考情報として掲載することが提案された。さらに、手続きがオンラインで完結できないことが普及の妨げになっているとの主張もなされた。

(2) NISA 制度（一般 NISA・つみたて NISA）について 竹川研究員

最初に、制度自体（特に一般 NISA の新制度）が複雑で、資産形成を始めようとする投資家が、投資の前にその制度の難解さから挫折してしまう危険性があること、FP や金融機関が、本来のライフプランニングではなく、制度の説明に時間を取られてしまうことへの問題意識についての説明がなされた。

つみたて NISA については、1 つ目の課題として、つみたて NISA の口座数は増加傾向にあるが、非稼働口座が多いことが挙げられた（モニタリング 8）。その要因としてまず挙げられたのは、商品数が多く、商品選択が困難であることが指摘された。この課題への対処として販売金融機関が取扱商品を絞る、投資家の知識レベルや希望に応じて商品の選択肢を提示する仕組みを作る、商品紹介の web ページ等を見やすく、分かりやすくなるよう工夫する、同一会社内で同

じ指数に連動するインデックス投信の新規設定を制限する、アドバイザーの育成・支援・普及を行う、等の施策が提案された。非稼働口座が多いもう一つの要因として、投資は「安い時に買って、高い時に売る」ものというイメージが強く、長期の積立投資を目的とした制度にも関わらず、開始するタイミングを見計らって始められないケースがあることが紹介された。続いて、課題の2つ目として、DCとは異なり導入時研修のようなものが無いため、スタート時の知識レベルの差が大きすぎる事が挙げられた。この点については、個人の知識レベルに応じたデジタル教育ツールの提供ができないか提案された。3つ目の課題として挙げられたのは、積立投資にも関わらず、早期解約が多いことである（モニタリング 12）。ここでは、アドバイザー（人）とテクノロジーの両方を活用し、それぞれの役割にあわせた解決策を見いだせないかという提案がなされた。最後に、つみたて NISA に限らず、口座開設で挫折する投資家が多いことが課題として加えられた（モニタリング 9）。

2. ディスカッション

プレゼンテーション後のディスカッションでは、DC 制度や、投資教育、アドバイザー等について、以下のような意見が上がった。

(1) DC 制度について

- ・ 現状 66 万人ほどいる個人型 DC の運用指図者⁸に対し、金融機関から加入（再拠出）を働きかけることが必要ではないか。
- ・ iDeCo+の一層の普及のために、書面による手続きの廃止（事務手続きの負荷軽減）が必要ではないか。
- ・ DC の増額を始めたきっかけの多くは、所得控除を受けるためであると推測できる。ところが、その税メリットを受けることができたことで充足してしまい、元本確保型のみで運用している人の割合が高いのではないかと懸念されている。リスク性資産による運用と元本確保型のみによる運用の、長期的な投資成果の分析・比較を公表し、リスク性資産運用による複利効果の理解を得ることが有効ではないか。
- ・ 指定運用方法は有効な仕組みだが、制度実施企業も加入者も、商品の特性等を十分理解しないまま採用・投資しているケースがあることには留意すべきである。

(2) 投資教育・投資ガイダンスについて

⁸ 確定拠出年金において、掛金の拠出が行われず、運用の指図のみを行う者を指す。（出所：企業年金連合会）
運用指図者には一部年齢制限等により再拠出できない人も含まれる。

- ・ 既に金融教育に取り組む団体・組織が存在しており、相互に情報交換を行い、何をすべきか議論できる場が必要なのではないか。金融広報中央委員会内に設置されている「金融経済教育推進会議」によって実現できないか。
- ・ 投資教育にはある程度限界があるため、投資教育が十分でなくても投資を始められる仕組みがあると良い。例えば、専門家が中立的な立場でアドバイス、情報提供、デジタルツールの提供を行う中立的な組織（以下、「ガイダンスセンター」）があると良いのではないか。
- ・ 誰がガイダンスセンターのコストを負担するかは課題である。候補としては、関係業界団体、政府等が考えられる。
- ・ 公的機関がガイダンスセンターを運営し、無料もしくは格安でサービスを提供してしまうことで、ファイナンシャル・アドバイザー業界の育成を阻害する可能性がある。法律等で中立性が担保されている民間組織が運営する方が良いのではないか。
- ・ ガイダンスセンターは、英国の公的機関「Money & Pension Service (MaPS)」が参考になる。
- ・ ガイダンスセンターが、初心者向けのデフォルト・ポートフォリオの推奨まで踏み込むことができれば、グローバル分散投資を始めるきっかけになる。

(3) アドバイザーについて

- ・ アドバイザーを普及させるには、信頼感の向上が必要不可欠である。そのためには、米国や英国のように、アドバイザーの要件やそれを整備する法律・規制等を厳格に定めることが必要ではないか。
- ・ 投資家が求めるアドバイスサービスと、投資信託の販売（アドバイス）側が提供しているサービスにギャップがある可能性がある。
- ・ 諸外国のようにコンプライアンスのアウトソースサービスが一般化すれば、小規模のアドバイザーが増えていくのではないか。

(4) 全般について

- ・ 職場やインフルエンサーの投資行動を認識することは、投資行動を促す効果が大きいと感じる（強いナッジとなり得る）。
- ・ 投資をやめないためのナッジの検討も必要ではないか。例えば、相場が大きく動いた時でも、金融機関から適切なタイミングで適切なメッセージが来ると、やめる人が減るのではないか。また、業界として個人の投資行動データを蓄積・分析し、どのような要因によって投資をやめてしまったのかを知ることも必要ではないか。米国では、米国の投資信託協会がデータを保有しているが、日本では現在構築されていない。
- ・ 特に、企業年金制度の無い個人（会社員、自営業、フリーランス）に個人型 DC や NISA・つみたて NISA を始めてもらうための実効的な政策等を検討する必要があるのではないか。

(5) ターゲット、モニタリング指標について

- ・ 確定拠出年金制度や NISA 制度の加入率の目標値としては、「10 年後に 50%以上」が妥当ではないか。
- ・ 長期・積立・分散投資の普及率を把握するため、個人型 DC、一般 NISA 内の積立部分、つみたて NISA の 3 つをモニタリングすべきではないか。具体的には、人数、残高、何に投資をしているのか（特に個人型 DC）、平均投資期間、一人当たりの平均保有額等をモニタリングすべきではないか。
- ・ 商品やサービスの普及の段階を提唱したイノベーター理論によると、普及率が 16%に達するかどうかが、一般化の分岐点である。従って、ターゲットの目標値は、普及率「16%」と、一般化が進んだ目安としての「50%」の 2 つの段階を設定してはどうか。
- ・ DC と NISA の加入者は重複していると思われるので、人数より金額（DC 残高と NISA 残高の合計）で目標設定すべきではないか。

第6回研究会 テーマ 「ナッジ」

第6回研究会は「ナッジ」をテーマに開催された。神山研究員より主に英国におけるナッジを通じた資産形成促進策が紹介され、小林研究員より主に英国で行われたナッジを活用した事例の問題点とその解決策が示された。

1. プレゼンテーション内容

(1) 英国におけるナッジを通じた資産形成促進策 神山研究員

英国で実施されているナッジを活用した家計の資産形成促進策について、ナッジの強弱の度合いに分けて紹介された。まず、弱いナッジとして、金融・投資教育が挙げられた。英国では、公立学校のカリキュラムに金融教育が盛り込まれている。また、Money Advice Service (MAS) を中心とした、公的な金融情報提供機関があり、広範かつ深い情報が提供されている。こうした金融・投資関連の教育・情報提供により、個人の金融行動をより望ましい方法に変化させることが期待されている。中位のナッジとして、金融アドバイスの場面において、投資家・顧客が一定の行動をとるように促すことが挙げられた。英国では、当局が一定の行動を促すために考えられるナッジを例示していることが興味深いとの指摘があり、「年金への拠出を増やす」には、「将来の収入の一定割合を年金に拠出することを従業員に要請する」こと等を、ナッジとして提示されていることが紹介された。最後に、強いナッジとして、デフォルト戦略が挙げられ、英国では、職域年金の自動加入制度を導入していることが紹介された。これは、雇用主に対して、従業員に年金プランを提供する義務を課すものである。さらに、自動加入制度に対応できない中小零細企業の加入者の確定拠出型年金プラットフォームとして National Employment Saving Trust (以下、「NEST」) が設立されたことが紹介された。NEST では、ターゲット・デット・ファンド⁹ (以下、「TDF」) であるリタイアメント・ファンドがデフォルト・オプションとして設定されている。英国の事例紹介を踏まえ、デフォルト戦略や自動化には副作用や課題はあるものの、資産形成が進んでいない日本においても、その導入について検討する必要があるのではないかと主張された。

(2) 行動経済学と財政学の視点から見た資産形成促進策 小林研究員

⁹ 事前に、退職時等のある年(ターゲットイヤー)を定め、それに近づくに連れて組み入れ資産の比率を変更する投資信託。一般的には、当初、株式の組み入れ比率を高く、債券を低く運用を開始し、ターゲットイヤーが近づくに連れ、株式の組み入れ比率を引き下げ、その分債券の組み入れ比率を引き上げる。

英国では、年金自動加入制度によって年金加入率が顕著に上昇したが、経済的に厳しく加入すべきではない人まで加入させてしまっている恐れがあると指摘された。これに対応する施策として、加入するかどうかを明示的に選択してもらう Enhanced Active Choice という手法（例えば、「あなたはどうしますか」と質問し、積極的に意思決定するよう動機付けする）が紹介された。アメリカの 401(k)における Enhanced Active Choice による加入率の説明及び、Enhanced Active Choice ではその人の事情にあわせた意思決定がしやすく、加入すべきではない人にまで加入させるリスクが低いことの示唆がなされた。一方、拠出率が低いという課題に対しては、ラベリングが最も効果的であるとの紹介もあった。ラベリングとは、「どのくらい拠出したら、どのくらい望ましい暮らしができる」というメッセージを提示することである。日本での資産形成促進策を検討する際、これらを参考にすると良いという提案であった。

最後に、個人型 DC が所得控除型であることの課題が付け加えられた。個人型 DC では、年収が上がれば減税額が増えるため、所得が年齢とともに増加していく一般的なケースを当てはめると、現在より将来の方が減税額が大きくなる傾向がある。これは、現在バイアス（将来の利益より現在の利益を重視し、行動を先延ばしする心理傾向）を強化する仕組みになっているのではないかというものだ。さらに、年収別の個人型 DC の減税額は、低所得層の方がより減税額が少なくなっており、本来は低所得層をサポートするような税の仕組みがあってもよいのではないかという主張がなされた。

2. ディスカッション

プレゼンテーション後のディスカッションでは、英国の事例の日本への適用、資産形成を始めるナッジ・続けるナッジについて、以下のような意見が上がった。

(1) 英国の事例の日本への適用について

- ・ 英国で年金自動化等を導入する際、様々な反論があった。しかし、資産形成、老後に向けた貯蓄が進んでいない中、資産形成を促していくためには、強力な仕組み作りが必要だという意思決定がなされたものと思われる。
- ・ 日本と英国では、DB と DC の比率が異なることを考慮して対策を検討していく必要がある。例えば、日本において DB がメインである現状では、DC で無理にデフォルトを設定しなくてもいいのではないかという意見がある。
- ・ デフォルトはかなり強いナッジであるため、どのような商品設計にすべきか、どのような資産配分にすべきかが非常に重要だと思う。年齢だけではなく個人の所得等を考慮したターゲット・デート戦略の商品があると良いのではないか。

- ・ 日本でも自動加入方式¹⁰を採用するのであれば、特に、所得が低い人が事情にあわせて脱退することができるよう支援する仕組みが必要ではないか。
- ・ 日本でも、企業型 DC で TDF を指定運用方法にしているところが出てきている。ただし、転職時には英米と違い、必ず現金化させて資産を持ち運ぶ制度であり、これが TDF のデフォルト化を広める阻害要因になっている。商品を保有したまま転職先の DC に移ることが可能にならないだろうか。
- ・ NEST のような独立した組織を作るとコストがかかり、日本での導入はハードルが高い。NEST そのものの導入より、デフォルト商品の設定の仕方や、TDF を中心にしたアセットアロケーション¹¹やガイドパス¹²を織り込むライフサイクル戦略が参考になるのではないか。中小企業の年金制度を考える際、英国の NEST を参考にするのか、日本の iDeCo+ で考えるべきなのか、議論を整理する必要がある。
- ・ 日本の DC 制度でも、加入するか否かを決定させる方式（Enhanced Active Choice）を採用した結果、利用率が上がった例がある。社員からも、「自分のこととして考えなければならぬと思った」との声が上がったようだ。
- ・ 税制優遇を税額控除化し、税控除分を個人型 DC の口座に入金するのはどうか。税額控除化すれば中低所得層が均等にメリットを享受し、かつ、年齢が上昇したとしても税制メリットは変わらず、現在バイアスが緩和される。また、税額控除を個人型 DC の口座に振り込むことにより、その分パフォーマンスが良くなったように見えるため、損失回避バイアスにもプラスの影響が出るのではないか。
- ・ 若年期の所定の期間に個人型 DC の口座を開設すれば、一定期間だけ税額控除分を定額給付金として振り込まれる仕組みを作るのはどうか。その際、デフォルト化するのではなく、口座を開設するかどうかを必ず意思決定してもらった Enhanced Active Choice 型のナッジを採用する。期間限定で税額控除分を給付をすることによって、締め切り効果を設け、現在バイアスに対処し、Enhanced Active Choice によって、本当に加入すべき人だけが加入することができるのではないか。

(2) 資産形成を始めるナッジについて

- ・ ある程度の預貯金残高を上回ると自動的に投資に回る仕組みを作ることは考えられないか。

¹⁰ 従来のように対象者が制度に加入するか否かを選択する方式（オプトイン）ではなく、全員が一度自動的に制度に加入し、制度に残留したくない対象者だけが 脱退を選択（オプトアウト）する方式。

¹¹ 国内外の株式や債券等の金融資産に適切に配分すること。

¹² 投資家の人的資本(残りの生涯を通じた労働所得の割引現在価値)と金融資本(保有する金融資産)について、ポートフォリオの最適化を図り、投資家の年齢別の資産配分変更の推移を設定することの呼称。(出所:岡田功太『米国のターゲット・デート・ファンドを巡る動向』資本市場クォーターリー2019Autumn)

- ・ DC（企業型・個人型）に関しては、投資信託を指定運用方法に設定できるよう再議論が必要ではないか。
- ・ つみたて NISA 等は年単位で掛金額の上限を設けるのではなく、一生涯で利用できる枠を設けたほうがよいのではないか。ライフスタイルが多様化しており、人によって資金的な余裕がある時期が異なる。柔軟な設計ができる、仮に資産形成に対する気づきが遅かった人でも有効に活用でき、「もう遅い」と諦める人も減るのではないか。
- ・ 厚労省が検討している「年金ダッシュボード」等で公的年金、私的年金の“見える化”が進めば、資産形成を始める後押しにはなるのではないか。
- ・ 中小企業の従業員に、私的年金への自動加入を促す策として、政策的に中小企業退職金共済や iDeCo+、職場つみたて NISA 等の制度を選択してもらい、従業員が加入できるようにしてはどうか。Enhanced Active Choice の仕組みを用いることで加入可否の意思決定を促すことも可能ではないか。

(3) 資産形成を続けるナッジについて

- ・ 利益が出ているという成功体験が、資産形成を続ける動機になり得る。評価益が出ている時に、メールや SNS を利用して資産額や評価益を確認するように促すのはどうか。
- ・ 個人型 DC でも、企業型 DC のように、残高のお知らせの通知が届くタイミングで、個別対応（電話やオンライン）の強化やオンラインセミナー等の実施、有益な情報をメールや SNS を利用して届けることも、効果があるのではないか。
- ・ DC において、投資信託の解約時に何らかの制約をつける、もしくは、長期保有した場合にインセンティブが与えられるような仕組みがあると良いのではないか。

第7回研究会 テーマ 「投資家としての運用会社の役割」

第7回研究会は「投資家としての運用会社の役割（SSC¹³、ESG、SDGs¹⁴）」をテーマに開催された。加藤研究員より主に運用会社としての役割について、後藤研究員からより主に ESG 投資の実態とその有効性についてプレゼンテーションが行われた。

1. プレゼンテーション内容

(1) 投資家としての運用会社の役割 加藤研究員

「すべての人に世界の成長を届ける」ために運用会社に必要なことは、ESG 投資を確実に運用プロセスのなかで実践し、「世界の成長」と同じ船に乗り、それと同様に、顧客本位の業務運営を実現することであるという主張であった。そのために、運用会社は真摯に個人投資家と向き合い、個人投資家との対話の強化や、企業理念や運用哲学・プロセスの共有を、ESG 投資のうねりの中でより一層実践していくことが大切であると提案された。

(2) ESG 投資の実態とその有効性 後藤研究員

日本への示唆として次の5点が挙げられた。1点目は、ESG 投資の有効性は未だ確立されておらず、パッシブ運用ではなくアクティブ運用のひとつとして取り組むのが良いだろうというもの。2点目は、ESGを導入するには、投資対象資産によって対応方法を変えるのが良いというもの。ESG 投資と一口に言っても、株式と債券では期待できる効果が異なり、株式はリターン獲得、債券はリスク低減、それぞれを目的とするのが良いだろうという主張である。3点目は、日本の当局も受託者責任と ESG 投資の関係を示すべきであり、その際、米国流なのか英国流なのかを明確にすべきというもの。米国では受託者責任と ESG 投資の関係について「市場リターン達成義務としての受託者責任」との見方が強く、英国は「ESG 配慮義務としての受託者責任」

¹³ 「Stewardship Code」(スチュワードシップコード)の略。機関投資家が、顧客・受益者と投資先企業の双方を視野に入れ、「責任ある機関投資家」としてスチュワードシップ責任を果たすに当たり有用と考えられる諸原則を定めるもの。(出所:金融庁「責任ある機関投資家」の諸原則「日本版スチュワードシップ・コード」～対話を通じて企業の持続的成長を促すために～)2014年に定められ、2017年5月に改定、2020年3月に再改定された。

¹⁴ 「Sustainable Development Goals (持続可能な開発目標)」の略称で、2015年9月に国連で採択された2030年までの国際開発目標。17の目標と169のターゲット達成により、「誰一人取り残さない」社会の実現に向け、途上国及び先進国で取り組むもの。(出所:経済産業省)

との見方が強いと指摘している¹⁵。4点目は、日本での ESG 投資の議論は、スチュワードシップコードを含め、ガバナンスに偏りがちであるため、今後は E や S にも拡張して議論すべきというものであった。開示制度においても、TCFD 等気候変動に対する開示が整いつつあり、特に E について議論すべき時期が到来しているとの見解であった。

2. ディスカッション

プレゼンテーション後のディスカッションでは、ESG 投資の評価方法や販売現場における課題等について、以下のような意見が上がった。

(1) ESG 投資の評価方法について

- ・ ESG に特化してスクリーニングしても、最終的にはリターンが好転するはずであるという信念で行っているため、ESG 投資についても、通常のファンドと同じくリスク・リターンで評価すべきである。一方で、パフォーマンスが悪化した際、リスク・リターンで評価せずに、“社会的リターン”をアピールする等、弁解に用いられることがないように注意が必要である。

(2) 個人の資産形成における ESG

- ・ ESG ファンドが目新しい商品やカテゴリーとして、売買を促進する目的で販売されることがないように留意すべきではないか。
- ・ ESG 投資が持続的社会に貢献するということだけでなく、ESG が長期的には運用成績に反映されるであろうことについて示すことも重要であろう。
- ・ ESG を冠する商品について、企業選定や経営陣との対話を重視するなど、ESG インテグレーションを実践しているアクティブファンドであるかどうかをしっかりと選別することが求められるのではないか。
- ・ これから資産形成が必要な若年層にとって、ESG、中でも将来的な生活環境に影響を及ぼす E の観点は非常に重要であり、問題意識を持っている人も多い。適切に情報を伝える前提に立てば、預金から投資にシフトする第一歩を踏み出すきっかけになると考えている。
- ・ ESG 投資は、長期投資を想定している仕組みに取り込むのが好ましいと思う。例えば、DC 等、基本的には売買を誘引しないような制度等において導入していけば、本来の ESG の効果を享受することができると思う。一過性のテーマとして販売されることのないよう、バランス型の中に組み込むのも良いのではないか。実際に英国では、TDF の中で ESG を考慮した運用が行われている。

¹⁵ 湯山智教『ESG 投資とパフォーマンス—SDGs・持続可能な社会に向けた投資はどうあるべきか』（金融財政事情研究会, 2020）

(3) 運用会社としての情報発信について

- ・ ESG と SDGs を一時期の流行とすることなく、投資信託そのものの運用フィロソフィーをより前面に出すような運用会社と消費者との間のコミュニケーションを、業界として盛り上げるべきではないか。投資信託が投資する分野やテーマは 20 年、30 年と運用する間に変化してしまう可能性が高い。ESG といったコンセプトさえさらに進化しているかもしれない。そうしたものよりも、運用会社がどういったコンセプトで運用をしているのか、その投資信託の運用にどんなフィロソフィーを持ち込んでいるのか、という変わらない哲学をもっと前面に出す投資信託が主流を占めるように環境を変えていく必要がある。
- ・ ESG に興味・関心を持つ人は増えているが、ESG をいかに定義するか、それを誰が・どのように情報発信していくか等は課題である。投資信託も、イメージ先行ではなく、運用会社がどのような基準で投資先を選別しているのかを適切に伝える必要があるのではないか。
- ・ ESG を謳ったファンドを新規に設定するのではなく、運用会社がパフォーマンスを上げるために、運用フィロソフィーとして ESG を取り入れていけばよいのではないか。もちろん、ESG について十分に配慮している旨を開示することは良いが、ファンドの特性として捉えるのではなく、運用の特性、フィロソフィーとして捉えるべきである。

(4) 海外動向について

- ・ 現時点では、海外で ESG に特化したファンドの需要が高いといった話はあまり聞かない。どちらかといえば、通常のアクティブ運用の中に融合されていて、そのファンドの需要が高いというイメージである。

(5) ESG の議論について

- ・ ESG のうち、E の問題が大きくなってきている。サーキュラー・エコノミー¹⁶に対応した ESG 投資をしていかなければならない。
- ・ ESG の S をどう捉えてよいかは非常に難しい議論である。その理由は、定義が最も難しいからである。業界全体でも、S の捉え方について十分に確立できておらず、リターンとしても表れていないと考えられる。
- ・ ESG は重要な議題であり、今回だけでは十分に議論をつくすことができなかった。「継続した投資による持続可能な社会の創造」という本研究会の趣旨を鑑み、来年度以降も引き続き議論をしていくことが必要である。

¹⁶ 従来の 3 R（リデュース、リユース、リサイクル）の取り組みに加え、資源投入量・消費量を抑えつつ、ストックを有効活用しながら、サービス化等を通じて付加価値を生み出す経済活動。（出所：経済産業省 環境省「サーキュラー・エコノミーに係るサステナブル・ファナンス促進のための開示・対話ガイダンス」）

第3章 「2041年の資産形成のありたい姿」と「つみけん Targets 2041」

「つみけん 2020」では20年後の「2041年の資産形成のありたい姿」を描き、その社会が実現されているときの想定水準を、5つの数値目標として「つみけん Targets 2041」を設定する。

本研究会は、定期的につみけん Targets 及び後述のモニタリング指標を計測し、達成に向けて課題解決の提言を行う。なお、つみけん Targets 及びモニタリング指標は、投資信託協会 web サイトに開設する「つみけんページ」に開示し、適宜更新する。

「2041年の資産形成のありたい姿」

「“すべての”人が、少しずつ時間をかけて、投資を継続し将来のために備えることが、今この瞬間を大切に生きることに繋がる」と認識され、実践されている社会。

「“すべての”人にとって投資を継続することが社会への参画であり、持続可能な社会を創造することに貢献できる」と認識され、実践されている社会。



2041年の目標：「つみけん Targets 2041」

- つみけん Target 1 現役世代の年代別保有金融資産の中央値を 2 倍
- つみけん Target 2 つみたて NISA 及び DC 等による積立投資総件数を 4,000 万件
- つみけん Target 3 つみたて NISA 及び DC の残高を 150 兆円
- つみけん Target 4 株式や投資信託を保有している人の割合が 100%
- つみけん Target 5 金融教育を受けたことのある人の割合が 100%

1. 「つみけん Targets 2041」

本研究会は、「2041年の資産形成のありたい姿」が実現されているときの想定水準を5つの数値目標「つみけん Targets 2041」として設定する。

【つみけん Target 1】

2041年までに現役世代の年代別保有金融資産の中央値を2倍

金融広報中央委員会「家計の金融行動に関する世論調査」（二人以上世帯）によると、二人以上世帯（金融資産ゼロ世帯を除く）の金融資産保有額の中央値は、現在（2019年調査）、20代165万円、30代355万円、40代550万円、50代1,000万円、60代1,200万円である。これを20年以内にそれぞれ2倍、すなわち20代の保有金融資産の中央値を330万円、30代710万円、40代1,100万円、50代2,000万円、60代2,400万円に拡大することを目標と定める。

この目標を達成するためには、非課税積立制度の利用促進¹⁷が重要な鍵を握る。そのほか国際分散投資の理解を広めることも重要と考え、国際分散投資¹⁸による非課税積立制度利用残高の目標を別途設ける。それらの促進により、各世代の金融資産の拡大を目指す。

※各年代別保有金融資産の中央値は金融広報中央委員会「家計の金融行動に関する世論調査」（二人以上世帯、金融資産ゼロ世帯を除く）により観測する。

【つみけん Target 2】

2041年までにつみたて NISA 及び DC 等による積立投資総件数を4,000万件

現役世代の約半数が非課税積立制度等を利用し、そのうちの半数の人が複数の制度を利用している状況を想定し、同制度の利用総件数が4,000万件となることを目標と定める。

なお、現在の非課税積立制度等の利用件数は約1,300万件¹⁹であり、本目標は利用件数を3倍程度に拡大させることを意味している。

※つみたて NISA 等は金融庁「NISA・ジュニア NISA 利用状況」等により、DC（企業型・個人型）は運営管理機関連絡協議会「確定拠出年金統計資料」により観測する。

¹⁷ 想定積立額:20代1万円、30代1.5万円、40代2万円、50代3万円（積立シミュレーションは、第二部 p.104 参照）。

¹⁸ 下記の通り、4資産に均等配分した国際分散投資を想定。リターンは、1970年1月から2020年10月まで(外国債券のみ1985年1月から)の実績値である6.85%から株式投資信託平均信託報酬率約1%(2020年10月末値)を控除した5.8%で想定。

国内債券	Nomura-BPI 総合
国内株式	TOPIX(配当込み)
外国債券	FTSE 世界国債インデックス(除く日本、ヘッジなし)
外国株式	MSCI-KOKUSAI(配当込み、ヘッジなし)

	国内債券	国内株式	外国債券	外国株式	国際分散
平均	5.06%	7.37%	4.95%	8.61%	6.85%
標準偏差	3.26%	17.77%	10.17%	17.92%	9.29%

¹⁹ 一般 NISA の積立投資契約数約143万件、つみたて NISA 約189万件、課税口座での積立推計272万件(以上2019年12月現在)、DCで投信を1本以上保有している加入者等推計約636万件(2020年3月推計)

【つみけん Target 3】

2041年までにつみたて NISA 及び DC の残高を 150 兆円

現役世代の約半数が非課税積立制度を利用し、年代毎に積立額を増やしながら国際分散投資を実践する。また、そのうちの半数の人が複数の制度を利用している状況を想定すると約 112 兆円であり、さらに、2019 年の残高(14.7 兆円)が、1 年複利で国際分散投資された場合の推計残高約 42 兆円を加えて約 150 兆円となることを目標と定める(インフレ率等は考慮しない)。

なお、非課税積立制度の残高は 14.7 兆円に過ぎないので²⁰、本目標は残高を 10 倍に拡大させることを意味している。

※つみたて NISA は、金融庁「NISA・ジュニア NISA 利用状況」から、DC（企業型・個人型）は、運営管理機関連絡協議会「確定拠出年金統計資料」から観測する。

【つみけん Target 4】

2041 年には株式や投資信託を保有している人の割合が 100%

“すべての人”が、資産形成のために、株式もしくは投資信託及びその両方を保有していることを目指す。

2019 年の調査による推計では、株式や投資信託をいずれか 1 つでも保有している人の割合は 28.8%であるが、この回答が 100%となることを目標と定める。

※投資信託協会「投資信託に関するアンケート調査 (NISA、iDeCo 等制度に関する調査)」より、株式・投資信託 (ETF、REIT を含む) の保有者割合 (複数回答によりいずれか 1 つ以上を選択) により観測する。

【つみけん Target 5】

2041 年には金融教育を受けたことのある人の割合が 100%

“すべての人”が、収益性を高める資産形成の実践に必要な金融知識・能力を会得するための金融教育を受けた経験を持つことを目指す。

現在、金融広報中央委員会「金融リテラシー調査」(2019 年) から推計する、金融教育を受ける機会があったと認識している割合²¹は、9.1%である。今後、投資信託協会のアンケート調査に設問を加え、高校や大学での金融教育、企業における DC に係る導入及び継続教育のほか、自ら FP 等の利用、金融機関等によるセミナーの利用等、1 つでも経験し、金融教育を受けた経験があると実感する回答が 100%となることを目標と定める。

※投資信託協会「投資信託に関するアンケート調査 (投資信託全般)」に、2021 年度調査より関係設問を追加し観測する。

²⁰ つみたて NISA 約 0.3 兆円(2019 年 12 月)、個人型 DC 約 1.9 兆円、企業型 DC 約 12.5 兆円(以上 2019 年 3 月)

²¹ 問：在籍した学校、大学、勤務先において、生活設計や家計管理について等の「金融教育」を受ける機会がありましたか。(1 つだけ)

2. モニタリング指標

本研究会は、つみけん Targets の観測にあたり、補完として3分類のうち16のモニタリング指標を設定し、モニタリングを行う。

(1) 分類1 家計資産の拡大

家計資産の拡大度合いを見るため、金融資産非保有世帯の割合、株式・投資信託の構成割合等のモニタリングを行う。

モニタリング No	モニタリング指標	出所データ
1	金融資産非保有世帯の割合	金融広報中央委員会「家計の金融行動に関する世論調査（二人以上世帯調査）」 ※非保有世帯とは、「銀行等の預貯金口座、または証券会社等の口座をいずれも保有していない世帯」または「現在保有している金融商品が預貯金のみで、かつ運用または将来の備えがゼロないし無回答の世帯」
2	株式・投資信託構成割合	各国中央銀行の統計

(2) 分類2 積立投資

積立投資の普及度を見るため、特に非課税制度の利用率及び残高並びに積立投資に係る意識等のモニタリングを行う。

モニタリング No	モニタリング指標	出所データ等
3	DC（企業型・個人型）加入者数と加入率	運営管理機関連絡協議会「確定拠出年金統計資料」及び総務省統計局「人口推計」
4	DCで投資信託を1本以上保有している人の割合	運営管理機関連絡協議会「確定拠出年金統計資料」から、「元本確保型だけ保有している人の割合」の値を100から引いた値を「投資信託を1本以上保有している人の割合」として推計。現状企業型のみ。
5	小規模企業での企業型DC導入割合と自営業者の個人型DC加入率	厚生労働省「就労条件総合調査」、国民年金基金連合会「加入者等の概況」及び総務省統計局「人口推計」
6	企業型のDC向けファンドの協会分類	投資信託協会（公表予定）「ファクトブック」

7	つみたて NISA 口座開設数・口座開設率・一般 NISA の積立契約件数	金融庁「NISA・ジュニア NISA 利用状況調査」、「NISA 利用状況調査」及び総務省統計局「人口推計」
8	つみたて NISA 非稼働率	金融庁「NISA・ジュニア NISA 利用状況調査」
9	積立投資の意識がありながら口座開設にいたっていない割合	投資信託協会アンケート「投資信託に関するアンケート調査（NISA、iDeCo 等制度に関する調査）」から、つみたて NISA の利用意思がありながら口座開設にいたっていない人の割合を推計。
10	非課税積立制度認知度（NISA、つみたて NISA、DC（企業型・個人型））	投資信託協会アンケート「投資信託に関するアンケート調査（NISA、iDeCo 等制度に関する調査）」
11	指定運用方法の実践割合	厚生労働省「企業年金の運用実態について」及び国民年金基金連合会「指定運用方法及び当該指定運用方法を選定した理由」
12	投資信託平均保有期間	投資信託協会統計データから、次の算式で推計。 各年平均残高÷（各年解約額と各年償還額の合計額）
13	DC 残高	運営管理機関連絡協議会「確定拠出年金統計資料」
14	つみたて NISA 残高	金融庁「NISA・ジュニア NISA 利用状況調査」

(3) 分類 3 金融知識の習得

金融知識の習得度合いを見るため、FP 相談件数及び金融能力に係るモニタリングを行う。

モニタリング No	モニタリング指標	出所データ等
15	FP 相談件数	日本 FP 協会「くらしとお金のFP相談室」実績
16	金融能力	金融広報中央委員会「金融リテラシー調査」（個票データ）からの独自推計。 ※金融能力として3つ（リテラシー、コンピテンシー、ケイパビリティ）を推計できると思われる事項からスコア化。

第二部

ターゲット達成に向けた 15 のアイデア

「つみけん 2020」では、ターゲット達成に向けた特定の施策に絞った議論を行なうことはせず、それに代わるより具体的な施策についてのレポートを各客員研究員が作成し、それぞれの立場から自由に持論を展開した。

なお、各レポートにおける提言等は、基本的には本研究会での議論の内容に沿うものだが、今後、関係各所において、展開、深掘りすべき事項を含んでいる点をご了解いただきたい。

客員研究員による具体的施策の提言

1	伊藤研究員	つみけん報告書と4つの論点	34
2	大江研究員	企業型確定拠出年金にみる情報提供のあり方について ～誰も取り残さない金融教育を拡げるために～	39
3	加藤研究員	日本と日本人を豊かで幸せにする資産形成の本質	44
4	金子研究員	マネープランの作成を支援するガイダンスに関するアイデア	48
5	神山研究員	英国に学ぶ金融教育	52
6	後藤研究員	米国におけるデフォルト商品の進化と日本への示唆	56
7		ESG 投資の現状と今後の課題	61
8	小林研究員	資産形成におけるナッジの活用可能性 ～考え方・実証・方向性～	66
9	佐川研究員	大学生向け「金融教育」の普及・浸透に向けて	74
10	瀧研究員	家計管理と人的資本を軸に資産形成を考える	79
11	竹川研究員	安心して「長期・分散・積み立て」を行うために	84
12	野尻研究員	英国 80 年代の国営企業民営化と PEPs の役割 ～日銀 ETF を個人の資産形成に活用するための一考察	90
13	前山研究員	資産形成における資産運用の位置づけとリスク性資産との付き合い方	95
14	大庭 研究協力者	資産運用のライフサイクル理論	99
15	投資信託協会 調査広報室	積立投資モデルケース “二十歳（はたち）になったら1万円”	104

※客員研究員に加え、研究協力者からも協力を得た。事務局の提言も添えている。

つみけん報告書と4つの論点

千葉商科大学 人間社会学部 教授

伊藤 宏一

1. 金融包摂と家計管理・計画立案の視点

本研究会は、「すべての人に世界の成長を届ける研究会」となっている。「すべての人」とは、本報告書では経済的に資産形成を行なうことができるすべての人々を指すが、文字通りであれば、年齢・性別・年収・雇用形態等を問わず、全ての人を意味する。また「世界の成長を届ける」とは、長期・分散・積立の方法で投資することにより、各人が資産形成していくことを意味する。

『家計の金融行動に関する世論調査(2020)』(2021年1月 金融広報中央委員会)によれば、「預貯金を全く保有していない世帯」及び「預貯金を保有しているが「運用」目的とは考えていない世帯」を合わせて「金融資産非保有世帯」と規定し、これが二人以上世帯で16.1%、単身世帯で36.2%であることを示している。本研究会は「全ての人」としているのであるから、本来は、これら「金融資産非保有世帯」もその対象となる。そうすると、金融資産非保有世帯については、「生活設計を立てること」とそれに基づき「資金計画を立てること」により長期的な資産形成の動機付けが行われ、「家計管理の習慣をつけること」により実際に毎月資産形成に回す資金が作られることになる。同調査によれば、生活設計の策定に関して、策定していない人は二人以上世帯で54.8%、単身世帯で70.2%、資金計画の策定に関して、策定していない人は二人以上世帯で40.8%、単身世帯で37.5%あるとなっている。

このデータが示しているのは、「金融資産非保有世帯」では、まずは家計管理が資産形成の出発点であり、また生活設計と資金計画の立案と実行がその次のステップであること、また「金融資産保有世帯」においても、生活設計とそれに基づく資金計画の立案・実行されれば、更に資産形成の力を発揮できる可能性があることを示している。これらのポイントをクリアすることの上に、投資への第一歩を踏み出し、アセットアロケーションを考えるなど資産形成のための投資に関する固有の課題がある、ということを確認したい。そしてこのうち「金融資産非保有世帯」において資産形成を可能にしていくことは、貯蓄ゼロ・投資ゼロ世帯を置き去りにしないという点で金融包摂の視点を持つことが重要であることを示している。

2. 3つの金融能力とその効果

資産形成を行うためには3つの金融能力の形成が必要である。第一は金融リテラシーで、基本的水準の金融知識という認知能力を意味する。複利計算や長期・分散・積立投資の知識、公的年金や所得税・融資や生命保険などに関する知識である。第二は金融コンピテンシーであり、態度・習慣・計画性・忍耐力などの金融に関する非認知能力を意味する。例えば家計管理の習慣を身につける、生活設計を立案し長期的に実現していく意志を持ち続ける、金融市場がいい時も悪い時も一喜一憂せず、粘り強く積立投資を継続していく、といったことである。更にエシカル消費やESG投資などを動機付ける社会的責任感も金融コンピテンシーを構成する要素である。第三は金融ケイパビリティであり、自分の外部のリソースを活用することを意味し、家計簿アプリによる家計管理、ファイナンシャル・プランナーや税理士などによる相談による意思決定、投資非課税制度などの有利な制度活用などが、これに当たる。

我が国における金融教育の基礎概念は「最低限身につけるべき金融リテラシー」であり、その内容は、「家計管理」、「生活設計」、「金融知識及び金融経済事情の理解と適切な金融商品の利用選択」および「外部の知見の適切な活用」の4分野に分かれている¹。

拙論の視点から言えば、この金融リテラシー概念は、知識だけでなく家計管理・生活設計・金融商品の利用選択という金融コンピテンシーを含み、外部の情報や専門家への相談という金融ケイパビリティを含んでいる。他方で「最低限」のリテラシーという点で、所得税や相続税などの高度な水準の知識や判断は含んでいない、フィンテックによるデジタルツールの活用や非課税制度の活用・CFP®や税理士等への相談といった金融ケイパビリティの意識的な活用を意識的に十分位置付けていない、という制約がある。

これに対して国際社会における金融教育の基礎概念は、OECD/INFEの「金融リテラシー/コンピテンシー」であり、健全な金融判断の基礎を形成する、a)意識(Awareness)・知識(Knowledge)・理解(Understanding) b)スキル(Skills)・行動(Behavior) c)確信(Confidence)・動機(Motivation)・態度(Attitude)、で構成されている。例えば投資について以下のように、適切な金融判断を可能とする「コンピテンシー」を軸に規定している。

金融以外の分野で見ると、教育においてOECDはコンピテンシーを基軸概念としており、またキャリア形成や経営学の分野においてもコンピテンシーは、高い能力に関する基軸概念として使用されている。また個人自身の身につけている能力ではなく、外部リソー

¹『金融リテラシーマップ』(2015)

<https://www.shiruporuto.jp/public/document/container/literacy/pdf/map.pdf>

スによる能力の発揮はケイパビリティを基軸概念としており、金融能力に関しても英米では金融ケイパビリティ概念が使用されている。こうした中で、リテラシーに固執せず、コンピテンシーとケイパビリティも含めて金融能力を整理することは、国民の金融能力の現状分析と今後の金融能力の発展にとって、有効であるとする。

【図表 1 成人金融リテラシーに関するコア・コンピテンシー・フレームワーク 2016OECD(一部)】

投資		
A) 意識・知識・理解	B) スキルと行動	C) 自信・動機・態度
土台となるコンピテンシー		
貯蓄と投資の違いを知っている	投資を検討する前に流動性貯金を作っておく	投資することで特定の目標を達成できるかどうかを検討する ■ 値がある
投資のいくつかの形は他よりも流動性が高いことを意識している		
投資価値は増大したり減少することを知っている		
コア・コンピテンシー		
リスクのレベルや潜在的な収益を含む様々な投資オプションの特性を知っている [又は簡単に見つけられる]	潜在的な投資の調査 リスク許容度、目標、および時間範囲と一致する意思決定を行う	・コミットする前に潜在的な投資の研究を行う ■ 値がある ・一人で又は助言を得て、投資の意思決定をすることに ■ 値がある ・あまりにも良さそうに見える投資の勤めには疑問を抱く ■ 値がある
多様な投資ポートフォリオを保有することの利点を理解している	多様化したポートフォリオを作成する	
投資する際に全体的な資産配分を考慮することが重要である理由を知っている	投資を定期的にモニタリングし、必要に応じて調整する	
情報に基づかない投資決定を行うことによる追加のリスクを意識している		
リスク許容度、投資期間、投資目標などの基本的な投資概念を理解している		
投資ポートフォリオを作成する方法、個別アドバイスを求める方法についてある程度の知識がある		

(出所) OECD/INFE『成人の金融リテラシーに関するコア・コンピテンシー・フレームワーク』2016より筆者訳

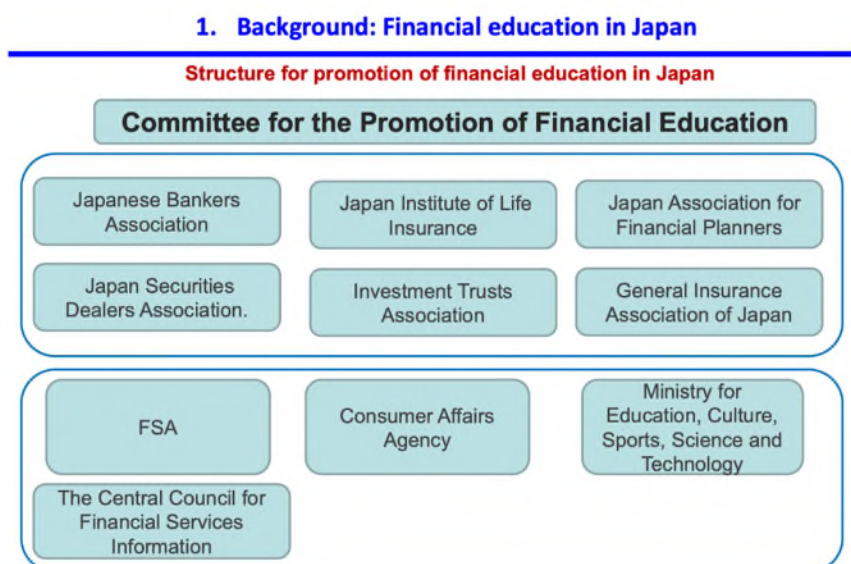
金融リテラシーだけでなく、金融コンピテンシー及び金融ケイパビリティの養成が個人の金融能力の発展にとって重要であることのエビデンスについて、本報告書は、金融広報中央委員会が実施している「金融リテラシー調査 2019」の質問項目について、まず金融リテラシーに関する項目か、それ以外の金融コンピテンシー・金融ケイパビリティに関する項目かを区別し、金融知識だけでなく、金融コンピテンシー等も身につけることが、金融能力を高めるのに有意であることを検証している。

この三つの金融能力の形成の場は、まずは学校教育だが、それに限られない。基本的な金融能力の形成は小学校・中学校における学校教育や家庭教育で行われるべきであり、18歳成人を念頭におくと高等学校・大学における金融能力形成は重要な役割を果たす。しかし社会人になってからも、リカレント教育としての金融教育で金融知識を学び、FP 資格取得により生活設計と資金計画を立て金融コンピテンシーを磨き、家計簿アプリで家計管理をし、FP に金融相談を行い、投資非課税制度で積立投資をしていく、という形で金融ケイパビリティを養うことは、重要である。

3. 金融教育推進の組織体制と「つみけん報告書」

我が国では金融教育推進組織として「金融経済教育推進会議」が設置されている。

【図表 2 日本の金融教育推進の組織体制】



(出所)「アジア・太平洋における COVID-19 に対応した金融教育・金融消費者保護・金融包摂政策」会議 2021.2.9 クアラルンプール OECD/INFE 主催

国際社会における金融教育の国際的組織は、OECD/INFE(International Network on Financial Education)であり、わが国では金融庁と金融広報中央委員会、そして FPSB 加盟の日本 FP 協会が参加している。金融庁は、我が国の金融教育推進の仕組みとして金融経済教育推進会議を上図のように紹介しており、銀行協会・生命保険協会・日本 FP 協会・日本証券業協会・投資信託協会・損害保険協会、そして金融庁・消費者庁・文部科学省・金融広報中央委員会が構成団体、吉野直行慶應大学名誉教授・金融庁金融センター長・翁百合日本総研理事長や私等の有識者により構成され、2013 年発足以来、金融教育を推進している。同会議では、金融教育プログラムである金融リテラシーマップの策定(2014)、大学における金融教育推進のため、全 15 回の金融リテラシー・モデル講義資料の策定・公開、2019 年 3 月金融リテラシー啓発用共通教材「コアコンテンツ」の策定・公開し、各団体並びに大学で金融教育を推進している。また現在はコロナ禍における金融教育推進のため、デジタル・コンテンツによる「金融経済教育 e ラーニング講座」の作成に取り組んでいる。なおコアコンテンツにもモデル講義にも資産形成としての投資が入っている。モデル講義では、「お金をふやす②」が投資信託協会で作成され、「漫画で学べる

投資信託」も紹介されている。

従って当研究会の報告書については、金融経済教育推進会議で配布・報告し、議論されることが、報告書の内容の推進と実現にとって、肝要であると言える。

4. 金融能力が培われている国民の数について

広く金融能力が培われている国民の数は、小学校から大学にわたる学校教育における金融教育を受けた人数だけでなく、社会人でリカレント教育として金融教育を受けた人数、FP関連の資格を勉強し取得した人数(3級FP技能士は2020年12月現在約130万人となっている)、金融関連の専門家に金融に関する相談を受け意思決定した人数、家計簿アプリなどによって家計管理を行い資産形成に向かっている人数などを総合的にカウントすべきである。こうした点から、金融経済教育推進会議において補足している金融教育関連団体によるセミナー数や動画再生回数、社会教育として公民館等で行われている金融教育の数なども総合的に勘案してデータを出すことが必要であると考えられる。

企業型確定拠出年金に見る情報提供のあり方について ～誰も取り残さない金融教育を拡げるために～

株式会社 オフィス・リベルタス 取締役
大江加代

確定拠出年金は 2001 年に施行され今年には 20 周年を迎える。iDeCo と愛称がついた個人型確定拠出年金の方が脚光を浴びることが多いが、実は、企業の退職給付制度として導入される企業型確定拠出年金（以下、「企業型 DC」という）は 2021 年 2 月末現在 37,811 社に導入され 751 万人が加入している。同時点の iDeCo 加入者 189 万人の 4 倍の加入者があり、圧倒的に人数が多い。さらに企業型 DC の加入者は、本人の意思というよりは会社が制度を導入したために加入することになったという人が大半であり、「投資信託」のような価格変動商品について企業型 DC で初めて触れたという人が多いという特徴がある。

普通の会社員にとって「投資信託」や「つみたて投資」、そして「年金」「退職金」といった内容は耳慣れないことばかりであり、それを伝えるために私を含めて業界関係者は鋭意努力を積み重ねてきた。20 年間かけて企業型 DC の現場で加入者に伝えるために磨かれてきたノウハウは、現在、初めて投資信託の積み立てをする人たちへの情報提供にも活かされており、今も様々に新たな試みが行われている。

そこで、企業型 DC における加入者教育とはどのようなものか、その現状と課題を述べ、そこから今後投資信託の積み立て等、「投資を通じた資産形成」が広がるために必要と思うことを述べさせていただければ思う。

1. 企業型 DC の特徴と継続教育の重要性について

企業型 DC の加入者教育においては、「加入者が自分で自分の年金資産を運用できるようになること」を進める上で欠かせない「公的年金制度」、「自社の退職金制度」、「金融商品・資産形成の基礎知識」、そしてサポートツールの紹介といった相当なボリュームの情報提供が必要となる。そして全ての社員にこれらの情報を提供するためには就業時間、あるいは就業以降の時間を割くこととなるため、どうしても時間は限られる。結果、その時点で伝えるべき情報を究極まで絞り込まざるを得ない。ポイントを絞って大切なことを伝えるという意味では非常に理に適った方法なのだが、受け止める側の年金や資産運用に関する知識や経験はそれほど多くないため、「伝えた」ように思っても「伝わっていない」という問題が多々発生する。そもそも運用というものは 1 回でわかりやすく伝えることはかなり困難だ

し、経験なしに理解することはまず不可能であろう。

このため、制度を導入した後も継続的な教育や情報提供の実施が必要であり、法令上もこの「継続教育」は努力義務（確定拠出年金法第 22 条）とされている。しかしながら、企業型 DC の継続教育実施状況は「企業型 DC 担当者意識調査」^{※1}によれば代表事業主^{※2}では 10 年以上約 6 割の状態が続いている。一方、非代表の事業主は 4 割^{※3}しか実施できていないという実態がある。

継続教育が行われないと、元々関心が低い人に対して「運用できる期間は限られており、刻々とその機会が減りつつある」ことに気づいてもらう機会さえなくなってしまう。本人が「資産形成」に関心を持てるタイミングも多様化している働き方や暮らし方同様に様々である。だからこそ、せめて 10 年に一度は全員がしっかり考える機会を提供することが必要ではないだろうか。

2. 小規模企業ほど継続教育の実施割合が低いという現実

この継続教育の実施率は事業主の規模が小さくなるほど低いという傾向が長年続いている。加えて、事業主の規模が小さいほど、元本確保型の比率が高い傾向がある^{※1}。元本確保型の商品で老後資産形成をすることが悪いわけでは全くないが、「運用」や「投資信託」の話は一度聞いただけで理解し、それをふまえて行動できることは皆無に近く、経験しながらすこしずつ理解を深めていくものだと考えると、継続教育の機会がないことと高い元本確保型比率の間には関係があると推測される。さらに、退職金の水準が企業規模と相関がある^{※4}ことを鑑みると、老後資金準備の必要性が高いのではないかと思われる小規模な事業主で継続教育があまり実施されていないことに非常に強い懸念を頂いている。

「継続教育が実施されている企業と実施されていない企業の違いは何か」、多くの企業に取り組み内容だけでなく実施に至る過程のお話を伺わせていただいているとやはり、特徴がある。

3. 継続教育が行われている企業と行われていない企業に共通すること

加入者向けの情報提供が継続的に実施できている企業では 3 つの共通点が存在する。ひとつめは、実施することが組織として承認されており、「人」、「時間」、「予算」が手当てされている。この有無は大きい。2 つめは「加入者目線の企画」である、継続的に実施して効果を上げるためには加入者に自分ごととして関心を持たせる工夫が必要で、そのことが、加入者がきちんと理解して行動に移すという結果にも繋がる。3 つめは「効果検証」である。これは加入者教育を業務として行う以上当たり前のことではあるが、次年度の企画、つまり

継続的に実施する上でも欠かせない。

逆に、継続教育が行われていない企業に共通しているのが、「経営者に継続教育の必要性が理解されていない」という点である。企業型 DC の場合、事業主は掛け金を出すだけでなく、加入者に運用責任を負ってもらう以上、自分の確定拠出年金の資産を提示されている商品に配分して運用するに足だけの教育や情報提供を行うこと義務が課されている。しかし、どうもこのあたりが、導入の際に経営層にあまり認識されずに、「運用結果は加入の自己責任」であることが「運用を始める、その後の過程において自己責任なので会社として何もなくてよい」という間違った解釈で理解されていることが多い。こういう場合、経営側の無理解によって継続教育は「人」「時間」「予算」という厚い壁に阻まれ実施が厳しくなる。

4. 情報提供として好ましい5つの事例

実際の継続教育の内容や手法は、実にさまざまである。それは、各社の就業形態によって通常用いられる情報提供手段や、教育研修や営業会議などコミュニケーションする場や形式が異なるからである。いろいろな制約がある中でも、関心が低い人にも情報を届け、誰も取り残さない教育ができるよう工夫されている現場も多い。そこで、ここでは筆者がヒアリングした中から、多くの場で活用できそうな良い情報提供事例を5つ紹介したい。

- ① 初期登録などの少し面倒な手続きは新人研修やセミナーといった他の人と一緒に済ませてしまう。
- ② 昇格時研修や営業報告会議といった参加必須の会議など関心の有無にかかわらず参加しなければならない場を活用する。
- ③ 資産配分や加入者掛け金の拠出をするといった本人に選択を求める際に、「変更せず現状のままで良い」「申し込みしない」といった選択肢を設け、全員に意思表示を義務づけることで全員に自分ごととして考えてもらう機会を作る。
- ④ 加入者の関心と理解の格差は制度導入後年々開いていくので、アンケートや簡単なテストによってレベル分けを行い、その人に合った内容を受講させることでニーズと伝える情報のミスマッチを防ぐ。
- ⑤ 本人が受け取る退職一時金や確定給付企業年金も社内イントラや給与明細等で現在の老後にむけた資産形成状況を“見える化”し、自分事として考えられる環境を整える。

5. 加入者側の課題

教育ということでは情報提供を受ける側の加入者にも課題はある。行動経済学におけるさまざまな実証実験でも明らかになっていることだが、人間は「考える」「判断する」とい

う面倒なことはできれば避けたい傾向がある。DCの加入者も自分で商品の特性を理解し判断するという面倒なことよりも「おすすめ商品」などの考えなくて済む「答え」を強く望む。しかし、本来、資産運用はDCだけでなく、それ以外の資産をトータルに捉え、リスクに対する耐性などひとりひとり全く異なる要素を加味して考えるべきものである。将来受けとる退職金などの大きな資金を管理・運用していくためにも、確定拠出年金のような比較的少額の積立投資で自分なりに判断し、その結果に一喜一憂しながら、気を付けるべきこと、やってはいけないことを身に付けていく機会を逸すべきではない。

もうひとつ、最近気になるのが「つみたて投資」に対する認知と関心の高まりからネットの「商材」として「つみたて投資」関連のコラムや動画があふれかえっており、その内容について玉石混交の状態にあることだ。その結果、特に初心者にとっては、正しい情報を選別することは難しく、運用の正しい知識を得ること自体のハードルが高くなっているように感じられる。

6. まとめ

最後にまとめとして、「企業型DCの継続教育の実情」から整理した課題を基に、「資産形成層がより一層拡大するために基礎的な金融情報の提供」に関して必要と思われることを5点申し述べる。

① 「資産形成」に関する情報提供も「長期」「分散」「継続」が大切

投資初心者には1回ですべてのことを伝えるのは難しい。1回の情報は絞り、その人のステータスに合った情報を、適宜適切なタイミングに時間を分散して、継続的に実施することが望まれる。

② 公的な機関が実施する金融教育は人的・資金的な制約のある先を優先

投資信託協会を含む各団体が作成された豊富な金融教育コンテンツは中立公正でよいものが多いので、より一層認知を上げ、活用されるようにしていただきたい。その際に従業員数が少ない企業にぜひアプローチ頂きたい。規模が小さいと民間の金融機関や教育専門会社がビジネスにならないためカバーされにくく、社内で金融教育を企画・実施する人的・資金的余力がない実情がある。金融庁はじめ各金融団体が金融教育サポートを行う際には、ぜひ中小企業を中心にサポートするような施策をお願いしたい。

③ 金融知識にとどまらない金融教育

限られた収入から資産形成を考える上で欠かせないのは、公助・共助のしくみやそのレベルを知ることである。そしてそこでカバーされない部分に、集中して資本投下することが効率的な資産形成となる。社会保障に対する正しい知識が資産形成においては不可欠である。

④ 「情報提供」の改善を図るためのデータの整備

マーケット急変時に DC やつみたて NISA の加入者がどのような行動をとったのか、という情報は、加入者に何が理解され、どういった情報を今後伝えていかなければならないかということを考える上で貴重な情報となる。

関係機関の協力により、データが整備され、公開されることを願う。

⑤ 企業型 DC におけるガバナンス強化と継続教育の完全実施

ここ数年意識が高まりつつある「DC のガバナンス」は、加入者目線の制度運営が継続的にできる体制を求められる。企業型 DC 導入企業においては一定のコミットを経営に求めていくことになるので継続教育の実施には追い風である。この流れに沿って継続教育も完全実施を目指すべきである。冒頭でも述べたが企業型 DC の加入者は、企業型 DC で初めて投資信託に触れる人が多い。この人たちに正しい知識を届け、よい経験を積んでもらうことは資産形成層の拡大には不可欠である。

「すべての人に世界の経済成長を届けることで誰もが豊かな資産形成を実現する」ために、誰も取り残さない金融教育が広がっていくことを心から願う。

※ 1 「企業型 DC 担当者意識調査 2020」実施主体 NPO 法人 確定拠出年金教育協会
2005 年より毎年代表事業主の DC 担当者にアンケートの形で運営実態を調査している。
継続教育については「過去 3 年以内の実施」を基準にして聞いている

2020 年調査の有効回答企業数 1618 社

https://www.npo401k.org/2021/01/28/dc_pic_report_2020/

※ 2 企業型 DC は複数の事業主が一つの規約に参加することができ、その複数の事業主を代表して厚生局への申請等を行う事業主を「代表事業主」といい、それ以外の参加事業主を「非代表事業主」という。

※ 3 「企業型 DC 運営実態に関する調査 2017」実施主体 NPO 法人 確定拠出年金教育協会

厚生労働科学特別研究事業「確定拠出年金の個人型加入者への投資教育と企業型確定拠出年金の運営管理機関モニタリングについて」の中で代表・非代表事業主を対象として 2017 年に実施、継続教育設問は※ 1 と同じ。有効回答企業数代表事業主 1,395 社、非代表事業主 1,797 社

※ 4 平成 30 年就労条件総合調査

第 45 表 学歴・職種、勤続年数階級、企業規模別会社都合退職者 1 人平均退職給付額

日本と日本人を豊かで幸せにする資産形成の本質

インベスコ・アセット・マネジメント株式会社

加藤 航介

長寿化が進む中、資産形成の重要性は高まるばかりです。私からは、長期の資産形成への心構えと考える、以下の3点をお伝えさせていただきたいと思います。

- **自分とお金という「2つの資産」の国内・海外バランスから資産形成を考える**
- **「世界の一人当たりの豊かさ」を意識する**
- **金融商品を通じて自分と世の中を共に豊かにする「社会参加」をする**

1. 「金融資産」を選び始める前に、自身の「人的資産」の特徴を見つめる

資産形成と聞くと「どの金融商品を買うべきなのか？」と考えてしまいがちですが、それは資産形成の出発点として正しくありません。より大きな視点に立って、自身の人的資産の存在と属性を理解し、人的資産と金融資産を合算した「真のポートフォリオ」を考えることが大切です。先進国に生まれた方々は、預金、株式、投資信託などの金融資産、持ち家などの不動産資産以外にも、給与や年金にひもづく「人的資産」という大きな資産を保有しています。そして、誰もが持っている人的資産の中身が、国内と海外にどのように分散されているのかを考えることが、資産形成を始める最初のステップになるでしょう。

人的資産とは、現役世代では将来に稼ぐ見込み収入額、退職世代では将来受け取る年金の見込み額の現在の価値であり、その額は一般に数千万円～数億円にもなります。人的資産は「健康、教育、働く意思、年金の受給権」などの要素で形作られますが、日本で生まれ教育を受け、日本の労働市場に属し日本人の顧客へ向けて働く多くの方の人的資産は、主として「国内資産」となります。これは、日本国や日本企業から年金を受け取る退職世代の方も同様です。

人的資産が日本資産である方が、日本の預金、国債、株式のみを保有している状態であれば、そのポートフォリオは日本資産100%という大変に偏ったものになります。このような自国資産100%のポートフォリオは、アメリカ人など特殊な立場にある一部の人を除いては、適切なものではありません。かつて高度経済成長下にあった昭和の日本においては、人的資産と金融資産の両者を日本へ「超」集中投資することは、たとえ本人がそれを意図していなかったとしても、結果的に正解でした。ただし、それは30年以上も前の正解です。平成や令和における日本の世界での立ち位置を考えれば、そのようなポートフォリ

オで人生を過ごすのはバランスが悪すぎるのですが、日本の多くの方は昭和型の「意図せぬ国内への超集中投資」を一番安全な状態と思い込み、それを続けてしまっています。

日本は治安、おもてなし、健康・長寿、文化、インフラなどの点で大変に優れており、素晴らしい国であると思います。そして、国籍などにひもづく人的資産の特性は簡単に変えることはできません。しかし、我々は身軽な金融商品を使い、自身の真のポートフォリオのバランスを時代にあったものに自由自在に変えていくことが可能です。つまり「生活の基盤と金融資産の投資先を分けてバランスを取る」ことで、素晴らしい国に住みながら、時代にあったバランスの良い人生を送る土台を作ることができます。かつては海外資産への投資には各種手続きや手数料などの高いハードルがありましたが、現在は個人がそれらに自由にアクセスできる十分な環境が整っています。

これからの資産形成においては、世界経済と共に歩みながら、世界の大きな富を自身に取り込んでいくこと、つまり海外投資を当たり前状態にしておくことが求められていると思います。これは人的資産と金融資産の両者に言えることです。かつての日本が国を開き、国際貿易で豊かになったことと同様に、個人が海外との結びつきをより強めることが大切です。貿易・サービスの輸出入などフローの世界を超えて、ストックの世界でもグローバル化を進めていくということです。そして海外資産を広く保有することは、我々の誰しもが明日から容易に実行できるのです。

海外への投資と聞くと心理的な抵抗がある方が多いかもしれません。「一生、日本に住み続けるので海外への投資は必要ない」という考えをお持ちの方は、日々の生活をよく観察してみてください。世界経済は密接につながっており、我々の日々の生活には石油や食料品だけでなく、海外からの製品・サービスがあふれています。そして日本発の製品・サービスがなければ産業や生活が成り立たないのは、世界の人たちも同じです。世界の中で長期的な購買力を保つために、グローバルな視点で自らの資産のバランスが取れていることが、世界中の人々にとって重要なのです。また「日本のために、日本人は日本へのみ投資をするべきだ」というのは、全く時代遅れの鎖国的な考え方です。日本のような豊かになった国がさらなる豊かさを得るには、①他国の富を自国への投資として呼び込むこと、②自国の富を国内外の垣根なく投資していくこと—の両者をどれだけうまくかじ取りできるかが鍵になります。世界の国々が、いかに国を閉じるかではなく、いかに国を開くかを競い合っている事を忘れてはなりません。

2. 金融商品の長期の利回り目標として何を意識すべきか

資産形成における金融商品への長期投資は、長い航海のようなものです。個人の方が金

融市場の短期の値動きに振り回されず、大海原を進む長期の航海をしていく上では、何らかの長期の利回りの目標を持っておくべきでしょう。「世界の一人当たり名目GDPの長期の成長率」を意識しておくこと、つまり世界の人々の生活水準への意識が大切です。

その理由は以下の二つからです。一つ目は、金融の投資から得られる長期のリターンは、いかなる時も実体経済における成長、つまり社会の豊かさの増加がその源泉となっているからです。金融商品からの収益とは「その投資により、実社会が豊かになり、その豊かさの一部を後から受け取ること」であり、金融市場で売買を繰り返し、短期でいくらもつけた、損をしたというものではありません。二つ目は、世界の人々の生活水準の成長率が、世界の中で日本人が生活水準を維持していくために必要な購買力の高まりを示すからです。世界の人々の生活水準が上昇すれば、他国の人々の賃金の上昇を通じて、日本で消費するモノやサービスの価格の上昇をもたらします。世界の人々の平均的な豊かさの増加に後れを取るような利回りの目標は適切でないでしょう。

世界の一人当たりGDPは、過去20年、年平均約4%成長しており、今後も過去と同水準の約4～5%程度の成長が継続することが見込まれます¹。この水準を金融投資の長期利回りの目安として考えておくことが大切でしょう。また、投資の利回り目標として、実体経済の成長からかけ離れた高すぎる数値を目指すべきではないとも考えます。

3. 金融商品への投資とは、世の中を豊かにするための社会参加である

世界の成長を自身の資産形成に取り込んでいくためには、世界の主要上場企業の株式を幅広く保有しておくことが求められます。理由はシンプルで、経済とは民間の企業の活動によって作られているからです。株式投資とは、社会に豊かさをもたらす新しい活動の「応援」や、大企業が既存の社会の富を効率的に使っているかの「モニタリング」を行う仕組みです。そして特に欧米の大手企業の経営者は、自身の報酬の主要部分を株式で受け取り、かつ先数年間はその株式を売却できないことが常識です。投資家と経営者が常に「同じ船」に乗っていることが世界における株式投資の「当たり前」であり、皆さんが世

¹ 過去数値は世界銀行より、将来数値は各種資料よりインベスコが推計（世界の人口増加率 0.5～1%、実質 GDP 成長率 2～2.5%、物価上昇率 2～2.5%）。実質 GDP 成長率については、経済開発協力機構「The Long View: Scenarios for the World Economy to 2060」、PWC「The World in 2050」、世界銀行「Global Economic Prospects」、The Economist「Long-term macroeconomic forecasts」を参考。人口については国際連合「Our world in Data」を参考。物価上昇率については、国際通貨基金 IMF の過去 10 年実績値と先 5 年予測値を参考。

界のトップ人材と長期的に同じ経済的立場に立てるといふ公平さが存在しています。

長期に資産形成をしていく上での大切な心構えは、「他の人が豊かになると、自分も豊かになる」という輪廻（りんね）的な考え方であると思います。親が子供に投資をする、企業が社員や新製品開発に投資をする、国が学校や病院や道路などに投資するなど、投資とは「投資→成長→豊かさ」というサイクルに従っています。働くこと、ボランティアなどでの社会参加と同様に、皆さんのお金の社会参加は社会の成長や豊かさにとって必要不可欠なものです。

反対に、他人の損を受け取る活動であるギャンブル的な短期投資からは積極的に距離をおきましょう。コロナ禍でソーシャル・ディスタンスという言葉が広がりましたが、金融市場から適度に距離を置くマーケット・ディスタンスを心掛けることが大切です。

金融商品への投資とは、単にお金をもうけることではありません。お金の社会参加を実現し、個人と社会との結びつきを強め、両者を共に豊かにしていく活動です。他人の強みを応援し、あたかも選挙のように社会全体をモニタリングしていく行為です。そして金融商品とは、グローバル経済の中で、自分の人生のバランスを、これからの時代に合ったものに整えていく便利な道具なのです。私たち一人一人が人生のバランスを整えながら、社会を豊かにしていく投資・資産形成を行った先には、明るく素晴らしい未来が待っています。資産形成の力を通じて、豊かで幸せな社会を、皆で作り上げていきましょう。

マネープランの作成を支援するガイダンスに関するアイデア

野村総合研究所 上級研究員

金子 久

本稿では、金融業界が一丸となって個別相談（ガイダンス）を行うキャンペーンを展開する等により、マネープランの作成支援を行うアイデアを紹介する。

1. なぜ、マネープランが重要と考えるのか

マネープランとは、将来的に可能性のある人生のイベントを考慮して、家計の収入・支出及び資産・負債のシミュレーションを行い、お金の貯め方や使い方を練る計画のことだ。「マネープランを作るなんて、ちょっと面倒だし、作らなくてもなんとか暮らしていける」と考えている人が大半だろう。確かにその通りなのだが、それでも私がライフプラン作成の重要性を説くのは、作成の有無により、暮らしの豊かさに違いが生じる可能性があるからだ。具体的には次のような3点である。

- ① まず、マネープランを考えることにより、長期間運用可能な資金がどの程度あるのか明確になるため、長期の経済的利益を狙う投資が行いやすくなると考えられる。実際、そこそこの資金を持つ人を対象に分析するとマネープラン作成の有無により、株式や投資信託を保有する人の割合が大きく異なる。マネープランの作成経験者の方が株式や投資信託を保有している人の割合が高い傾向がある（詳しくは本稿【補遺】参照）。マネープランの作成は投資可能な資金を投資に向かわせる可能性がある。
- ② マネープランで検討した長期運用方針に従って運用することにより、自身が実際に享受するリターンを高める可能性がある。多くの調査で指摘されているように、平均的な個人投資家の投資家リターン（金額加重収益率）は単純に長期投資をしている場合より低い。近視眼的な投資行動が原因で、相場が急落したり急上昇した場合、狼狽売りや高値づかみをしがちなためだ。マネープランに内包される長期運用方針に立ち戻って考えることができれば、こうした投資リターンの低下を防ぐことができるはずだ。
- ③ 高齢世帯がマネープランに従い計画的な取り崩しを行うことにより、必要以上に切り詰めた生活を送らずにすむ可能性がある。高齢世帯の平均的な取り崩し率は低いと言われている¹。その理由の一つとみられるのが、予備的動機と呼ばれるもので、高齢世

¹ ホリオカ・新見（2017）によれば、日本の高齢無職世帯の計画年数（金融資産を何年かけて使い切るか）は30～60年とされ、ライフサイクル・向上所得仮説の理論が想定より長いこと、そしてその要因として予備的動機や遺産動機などが挙げられると言う。

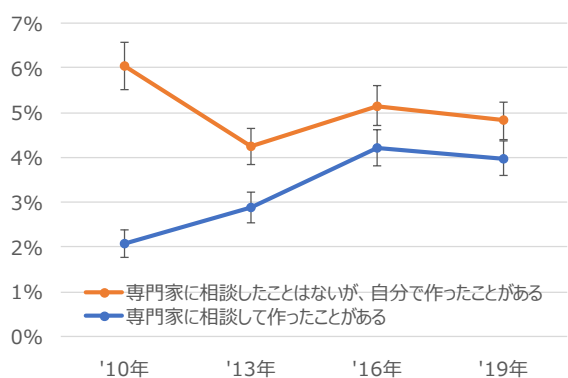
帯は将来の予期せぬ事態に備えて金融資産を必要以上に保有し続けている。医療や介護費として将来必要な金額を合理的に見積もり、計画的に資産を取り崩すことができれば、必要以上に切り詰めた生活を送ることを回避することができるはずだ。

以上は、マネープラン作成者本人の暮らしが豊かになる可能性を指摘したが、彼らの消費を通じて経済成長を後押しすることにもなるので、社会的意義も大きいといえる。

2. ゆっくりと広がるマネープラン

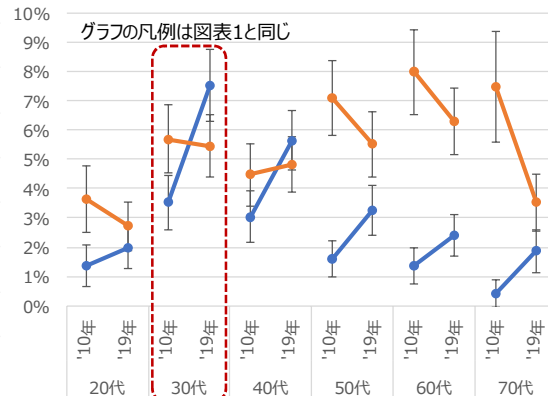
急激な変化ではないため指摘されることが少ないのだが、マネープランを作ったことがある人は徐々に増えている様だ。しかも、このデジタル時代に、アプリなどを駆使して自分で作るのではなく専門家に相談して作ってもらったことがある人が増えている。図表1は野村総合研究所が3年おきに行っている「生活者1万人アンケート（金融編）²」の中からマネープランを作ったことがある人の割合を抜き出したものだ。「専門家に相談して作ったことがある」人の割合（20～70代）は2010年には2.1%であったが、2期連続で増加し、2016年には4.2%にまで増加している。その後もほぼ横ばいで推移し2019年には4.0%になっている³。一方、マネープランを作ったことがある人でも「専門家に相談したことはないが、自分で作ったことがある」人の割合は、2010年以降、増加しておらず、むしろやや減少している。

図表1 マネープランを作成したことがある人の割合(20代～70代)



注) グラフのエラーバーは95%信頼区間を示す
出所)「生活者1万人アンケート（金融編）」(野村総合研究所)

図表2 マネープランを作成したことがある人の割合(年代別)



注) グラフのエラーバーは95%信頼区間を示す
出所)「生活者1万人アンケート（金融編）」(野村総合研究所)

² 「生活者1万人アンケート（金融編）」は野村総合研究所が3年おきに行っているアンケート調査で直近では2019年に実施している。この調査は、全国の生活者1万人を対象とした金融行動や家計・資産に関するアンケート調査で、性・年代（5歳階級別）・居住地域が国勢調査と合致するように調査票を配布・回収（訪問留置き法）している。

³ 割合（の推定値）は4.2%から4.0%へやや低下しているが、推定信頼区間を考慮すると、横ばいと表現できる。

このような動きを牽引しているのは30代である。例えば、30代の場合、「専門家に相談して作ったことがある」人の割合は2010年には3.5%だったが、2019年には2倍の7.0%にまで増加している（図表2、赤点線の囲み部分）。この間、「専門家に相談したことはないが、自分で作ったことがある」人の割合はほぼ横ばいとなっている。同様の変化は程度の差こそあれ、40代や50代、70代と幅広い年齢階層で見られる。

実際、ここ数年、専門のファイナンシャル・プランナーばかりでなく、金融機関もマネープラン作成のための個別相談サービスに力を入れている。相談者の個々の状況を反映したマネープランを提供するため、プランニングツールの導入も行い、体勢を整えている。もっとも、「専門家に相談して作ったことがある」人が9年で2倍に増えたとはいえ、未だに4%程度なので、金融機関からすると、力の入れ具合に対して成果は物足りないと感じているに違いない。

3. マネープランの普及策としてのガイダンス

金融業界の中には、可能であれば個人にマネープランを普及させたいと考えているところは多い。他方、対象となる個人の中にも、できることなら作ってみたいと考えている人は25%位いる⁴。この水準はイノベーター理論のアーリーアダプターとしては十分だ。弾みさえつければ、マネープランを普及させることも不可能ではない。この方策として、私は次のような取り組みを思い描いている。

まず、金融機関や専門のファイナンシャル・プランナーがマネープランを作成するための簡単な個別相談（ガイダンス）を行っていることをもっと積極的に訴え掛けるべきだ。個別に取り組みを強化したところで現状を打破し難いので、業界が一丸となってキャンペーンを展開するのが望ましい。この際、金融機関の場合は、金融商品の販売と一線を画して、プラン作成の支援を行うべきだ。このため、営業部隊とは異なる組織を用意することも考えられる。恣意的な相談を排除し、顧客の同意がない限り金融商品販売には結び付けないことを保証するため、業界で共通のガイドラインなどを作ることも考えられる。

また、一般企業が従業員向けに行う退職準備研修や資産形成に関する研修にも連携させるべきだ。このような研修を行う企業では、個別相談などのニーズに応えたくても対応する人員の準備が難しい。金融商品販売に結び付けないこと等が保証されているのであれば、金融機関等に協力を要請する企業も多いはずだ。

そして、公的な組織による助成措置も望まれる。資金的な支援は困難な場合でも、公的組

⁴ 「生活者1万人アンケート（金融編）（2019）」によると、マネープランを作ったことがない人の中で、マネープランを作ってみたいと回答した人は25.7%存在した。

織が後押ししていることを示すだけでも、取り組みへの信頼が高まる。

なお、上で挙げたガイダンスについては、相談時間をどの程度にするのか、それにあわせて価格をどう設定すべきなのか（相談時間を短くして、無料にすることも含む）等、検討すべき点が多い。このほか様々な工夫が必要だが、本稿で披露するほど練られていない。また、業界共通のガイドラインも、今の段階で具体的なイメージがあるわけではない。現状では非常に荒削りなアイデアに過ぎないのだが、賛同する人々が集まれば、精緻な議論に展開することができると思っている。

【補遺：マネープランの普及が投資家の裾野の拡大に与える効果】

野村総合研究所の「生活者 1 万人アンケート（金融編）」を用いて、マネープランの作成と投資経験の関係を調べて見る。まず、例として、投資可能な資金を確保していると言えそうな 200 万円～500 万円の金融資産保有者（年齢は 20～50 代）を対象にして、マネープランの作成経験と投資経験を調べてみる。投資経験者の割合が最も多いのは①「専門家に相談したことはないが、自分で作ったことがある」人で、その割合は、58.3%（95%信頼区間は 13.9%）だった。次いで、②「専門家に相談して作ったことがある」人で 40.7%（同 12.5%）、③「作ったことはないが、漠然と考えたことがある」人は 29.8%（同 4.5%）、④「考えたこともない」人は 19.3%（同 3.9%）となっていた。このように、マネープランを作ったことがある①や②の人の方が、作ったことがない③や④の人より投資経験者の割合が高く、マネープランの作成は投資可能な資金を投資に向かわせる可能性がある⁵。

さらに、「マネープランの作成は投資可能な資金を投資に向かわせる」と仮定して、投資家の裾野がどの程度拡大する可能性があるかについても試算してみる。先の③や④の人に専門家に相談してマネープランを作ってもらった場合、投資経験者の割合は②の人と同レベルになると仮定する。この場合、200 万円～500 万円の金融資産保有者（年齢は 20～50 代）における投資経験者の割合を 15%高め、42%に上昇させることになる。同じ年齢層の 500 万円以上の金融資産保有者に対しても、また年齢層を広げて 60～70 代に対しても同様の計算を行い、200 万円以上の金融資産を保有する 20～70 代全体の投資経験者の割合を試算すると、現状より 20%高い 60%近くまで高まることが考えられる。

⁵ これと似たような主張を英国の FCA が行っている。FCA は簡易なアドバイスを想定して、サポートを受けることで、少なくとも一部のキャッシュを投資する意思決定の後押しを受けられる可能性がある指摘している。本稿では簡易なアドバイスの代わりにマネープランの作成支援を挙げているが、簡易なアドバイスの中にはマネープランの作成支援も含まれていると考えられる。

英国に学ぶ金融教育

野村資本市場研究所 主任研究員

神山 哲也

1. はじめに：日本と英国における金融リテラシーの現状

日本では、国民の金融リテラシー向上が喫緊の課題となっている。象徴的な事象を二点、紹介したい。第一に、日本銀行の資金循環統計によると、2020 年末時点で家計金融資産に占める現預金の比率は 54.2%となっている。少子高齢化が進展し、世代間扶養を前提とする社会保障に加えて自助努力による資産形成が不可欠となる中、超低金利の環境下の資産配分として適切とは言い難いであろう。第二に、金融広報中央委員会の「家計の金融行動に関する世論調査」（2019 年）によると、2 人以上世帯の 23.6%、単身世帯の 38.0%が金融資産非保有世帯（金融資産を保有していない世帯＋預貯金のみを保有するが運用・将来の備えのための預貯金はゼロという世帯）であった。極めて初歩的な金融リテラシーが欠如している世帯が多いことが伺われる。

ここで参考になるのは、個人投資家大国ともいえる米国よりも、日本に近い状況にあり、NISA の母国でもある英国であろう。英国では、公的年金の役割が最低限の老後所得の提供と位置付けられており、それを上回る部分は自助努力が求められる。その一方で、国民が過度に消費して債務を抱え、老後に向けた自助努力による資産形成を十分にしていないという問題があり、国民の金融リテラシー向上が国家戦略としての重大テーマとなっている。

以下では、英国の学校カリキュラムにおける金融教育と、金融教育の公的機関である MAS について紹介し、日本への示唆を考えることとする。

2. 公立学校カリキュラムにおける金融教育

英国では、イングランド、スコットランド、ウェールズ、北アイルランドがそれぞれ異なる公立学校のカリキュラムを有しており、いずれも異なる形で金融教育をカリキュラムに組み入れている。例えばイングランドでは、上記で述べたような国民の貯蓄不足等の背景から、2014 年 12 月改定のカリキュラムにより、2015 年からセカンダリー・スクール（11～16 歳が対象）のカリキュラムに金融教育が組み入れられている。

具体的には、算数とシチズンシップ（政治・経済・社会について学ぶもので、日本の公民に近い）に組み入れられている。算数では、金融リテラシーに算数は不可欠として、問題を解く過程で金利計算など金融の要素を取り入れたり、金融分野で利用されるグラフを用い

たりすることとされている。他方、シチズンシップにおいて金融リテラシーは、責任ある市民として資金を適切に管理し、健全な金融に係る意思決定をする備えのために必要なものと位置付けられている。具体的に教わる事項としては、収入・支出、借入、保険、資産形成と年金、金融商品・サービス、公的資金の調達と支出が例示されている。

同カリキュラムは、導入してまだ 5 年あまりであり、今後、こうした教育を経た生徒が社会人になり、どのような金融関連の行動をみせるかが注目されるところであるが、「草の根」とも言える公立の中等教育において、金融教育の要素が取り入れられたことの意義は大きいものと思われる。

3. 金融教育の公的機関 MAS の組織

英国では、「2000 年金融サービス市場法」により、金融サービス機構（FSA、現金融行為監督機構（FCA））が「公衆の啓発」を行うこととされていた。同法を改正した 2010 年金融サービス法では「公衆の啓発」が「公衆による金融事情等の理解の向上」に置き換えられ、FSA に代わってそれを担う機関として Consumer Financial Education Body が設立され、2011 年に Money Advice Service（MAS）に改称された。

このように、MAS は当初、FSA の外局として設置された。FSA は元々、複数の金融関連の自主規制機関が統合したものであり、現在の FCA も、運営費は金融業界の課金（Levy）で賄われている。MAS も FCA の予算から費用が支払われていたため、「金融業界が共同出資する金融教育機関」とも形容することができた。しかし、2019 年 1 月、予算削減と一般認知度向上の観点から、年金関連のアドバイス等を提供する The Pensions Advisory Service（TPAS）と Pension Wise と統合され、本稿執筆時点では新組織 Money and Pensions Service（MaPS）の傘下に入っている（2021 年 6 月より 3 者は MoneyHelper として統合される予定）。そのため、TPAS や Pension Wise 同様、MAS の予算も、金融業界への課金から政府補助金（Grant in Aid）へと変わっている。

なお、2020 年 3 月末時点の MaPS の役職員数は 352 人となっている。役職員のバックグラウンドは、MAS の場合、非営利団体、会計士、金融など、様々である。

4. MAS のコンテンツ

MAS は、金融商品の個別推奨は行わず、国民のフィナンシャル・プラン作成を支援するべく、オンラインの情報提供を中心に、電話・対面も併せて、ライフイベントやマネー・トピック、資産管理方法等について情報発信し、ガイダンスを提供する。MAS が取り扱う範囲は非常に広範であり、大項目としては、債務・借入、住宅・住宅ローン、予算・貯蓄、労

働・福利厚生、年金・退職、家族・介護、自動車・旅行、保険が並んでいる。それぞれの項目の下に中分類・小分類があり、例えば「金利とは何か、複利とは何か」「予算策定の重要性」といった極めて基礎的な内容から、仕組債やベンチャー・キャピタル・トラスト（非上場株に投資する上場投資法人）など複雑な金融商品の解説まで、多岐にわたる。

また、各項目の下には、関連するインタラクティブ・ツールが並べられている。年金受取額を計算するツール、家計簿診断ツール、住宅ローン計算ツールなどがあり、利用者が設問に回答したり数字を記入したりすると、利用者の状況に即した診断結果や金額などが提示される。その中で、例えば「マネー・ヘルスチェック」では、利用者のステータス（年齢や性別、就業状況、既婚・未婚の別など）以外は利用者の主観（危機的・不安・問題ない・わからないなど）で回答する設問が複数設けられており、それらを踏まえて、どのようなアクションが求められるかが提示される。筆者の場合、「支出を減らす」「保険を見直す」が提示され、各々で具体的に何をやる必要があるのか、ステップを踏んだ説明が提示された。そのうえで、利用者が住所を入力し、近隣のフィナンシャル・アドバイザーが提示される仕組みも備えられている。このように、単に情報を列挙するに留まらず、採るべき具体的なアクション、その際に誰に頼るべきか、というところまでガイダンスを提供するものとなっている。

5. おわりに：日本における今後の施策（私案）

日本においても、草の根レベルから金融リテラシーを高めるには、学校教育の現場で金融について学ぶ機会を拡充することが重要になるものと思われる。日本では、2022年度から始まる高校の学習指導要領において、公民科と家庭科で資産運用や金融商品等について扱うこととなったが、更なる拡充を図るには、例えば英国のように、中等教育の段階で算数等に織り交ぜることも考えられよう。社会に出た後で、自らの意思に基づく適切な金融行動を採ることができるようになるには、若年期から様々なコンテキストで金融への慣れ・親しみを醸成することが望ましい。

また、金融教育に関する包括的な組織も検討に値しよう。ここでも、英国のモデルは大いに参考になるものと考えられる。TPAS や Pension Wise は、職域年金の義務化や確定拠出型年金資金の用途の自由化、公的年金からのオプトアウト制度等への対応が前提としてあるため、特に日本にとって参考になるのは MAS の部分であろう（MAS でも年金問題は扱う）。組織形態は様々考えられるであろうし、既存の組織を活用することも考えられるが、特に MAS のコンテンツにおいて、初心者にも専門家にも対応でき、また、具体的なアクションに結び付くよう設計されているところは、大いに参考になるものと考えられる。加えて、MaPS 統合前の MAS における、金融業界への課金によって運営費が賄われる仕組みも興味

深い。

もつとも、金融教育だけで現状が大きく変わることは期待できず、金融商品・サービスの一層の改善・高度化を図るのはもちろん、ナッジと組み合わせることにより、金融教育で得た情報・知識を実践につなげる仕組みを作る必要がある。例えば、MASの「マネー・ヘルスチェック」を精緻化した上で、例えば「金融資産ドック」などとして、成人には毎年チェックを受けてもらい、問題が発見されたら個別分野の専門家への相談を含めた対策を促す、ということも考えられよう。

このように、個々人がリスク・リターンを理解しつつ、長期的な観点から資産形成を自ら考えられる環境を整備することが、形式的な書面ばかり整える過剰な投資家保護を必要としない、真の成熟した資本主義社会の実現にもつながるのではないか。

米国におけるデフォルト商品の進化と日本への示唆

アライアンス・バーンスタイン AB 未来総研 所長兼 DC・NISA 推進室長

後藤 順一郎

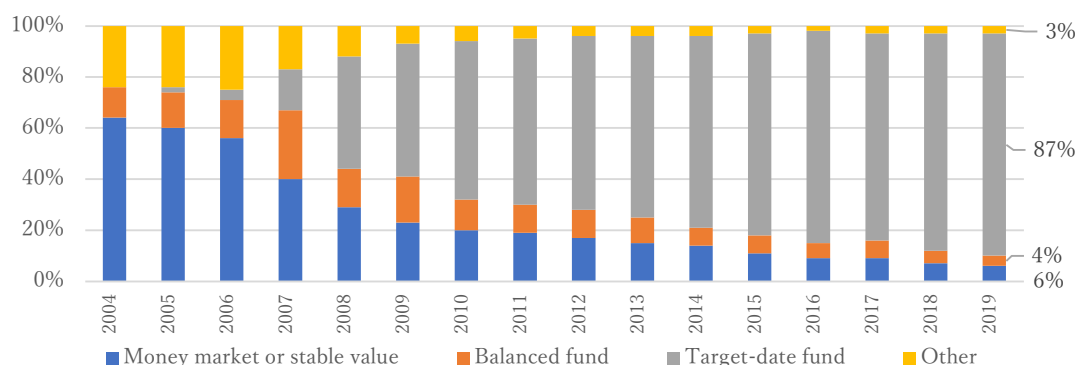
米国では、ターゲット・デート・ファンド（TDF、日本ではターゲット・イヤー・ファンドともいう）が、確定拠出年金（DC）において主要な役割を果たすようになって久しい。一方、日本では2018年の確定拠出年金法の改正を受け、徐々にTDFをデフォルト商品として導入する動きが出てきてはいるが、そのスピードは米国と比べて遅いと言わざるを得ない。その間に、米国ではTDFがDCでの問題を解決すべく更なる進化を遂げ、それに対応すべく規制も変わってきている。

そこで本稿では、米国でのTDFを中心としたデフォルト商品の進化やその規制について触れ、そこから日本への示唆を考えてみたい。

1. 米国のデフォルト商品の状況

米国では、2006年に年金保護法が制定され、その後、2007年にデフォルト商品に関する規則が変更されたのがきっかけとなり、TDFが急速に普及した。図表1で示しているとおり、2019年時点では87%がTDFをデフォルト商品として設定している状況となっている。日本ではTDFをデフォルト商品として採用しているプランの割合が5%程度¹である状況とは対照的だ。結果として、米国のDCプランのうち94%が何らかの形でTDFを採用する状況となっている。

【図表1 米国におけるデフォルト商品の比率】



(出所) Vanguard, "How America Saves, 2019"

¹ 企業年金連合会、「2019（令和元）年度決算 確定拠出年金実態調査結果（概要）」

TDF をデフォルト商品として導入することは、自ら意思決定をしない加入者の資産を市場リスクにさらすことになるため賛否両論が存在する。しかしながら、TDF がデフォルト商品として普及したことにより、DC に関心がなく意思決定もしない加入者が、その時の年齢と平均的なリスク許容度を考慮した運用（ライフサイクル投資）を自動的に実践できるようになるのは事実であり、そのような加入者が老後に向けて資産を形成する道筋をつけたと言えるだろう。

2. 米国 DC の問題

実際、TDF がデフォルト商品として普及するのに伴い、加入者資産の平均商品配分、掛金の平均商品配分も徐々に変化してきた。今や資産配分では 37%、掛金配分では 59%が TDF となっており、年々この比率は上昇している（Vanguard, “How America Saves, 2019）。相応に市場リスクを取って運用している加入者が増えたことで、平均資産残高も着々と増えており、資産形成／貯蓄形成という点では TDF がソリューションとして機能していると言えるだろう。

一方、米国では日本よりも古くから DC が導入されており、既に多くの加入者がリタイアし、資産の取り崩しや年金化の局面に入っている。確定給付年金（DB）と DC の両方が提供されることが多い日本の企業年金とは異なり、米国では DC のみの企業が多いため、加入者の中で、DC であったとしても老後の安定的な給付を求める声が強くなっている。これは言い換えると、DC の中で DB 的に給付をして欲しいとのニーズだ（「DC の DB 化」）。

このような中、TDF は資産形成に対するソリューションとしては機能しているが、年金化の問題までは解決できていない。もちろん、現時点でも終身年金を活用すれば年金化ができるため、合理的な選択肢だと考えられるが、終身年金はその合理性ほど普及していないのが実情だ。背景には、終身年金は購入時に資産が保険会社に移転してしまうため中途解約がしづらい（ペナルティがかかる）、購入時の金利水準により将来のすべての給付水準が確定してしまう、インフレに対応できない、相続資産とならない等の理由があると言われている。いずれにしても、プラン・スポンサーの財務上の理由で DB から DC にシフトしたにもかかわらず、加入者に老後の安定した給付に対するソリューションが提供されていない、という問題が生じていた。

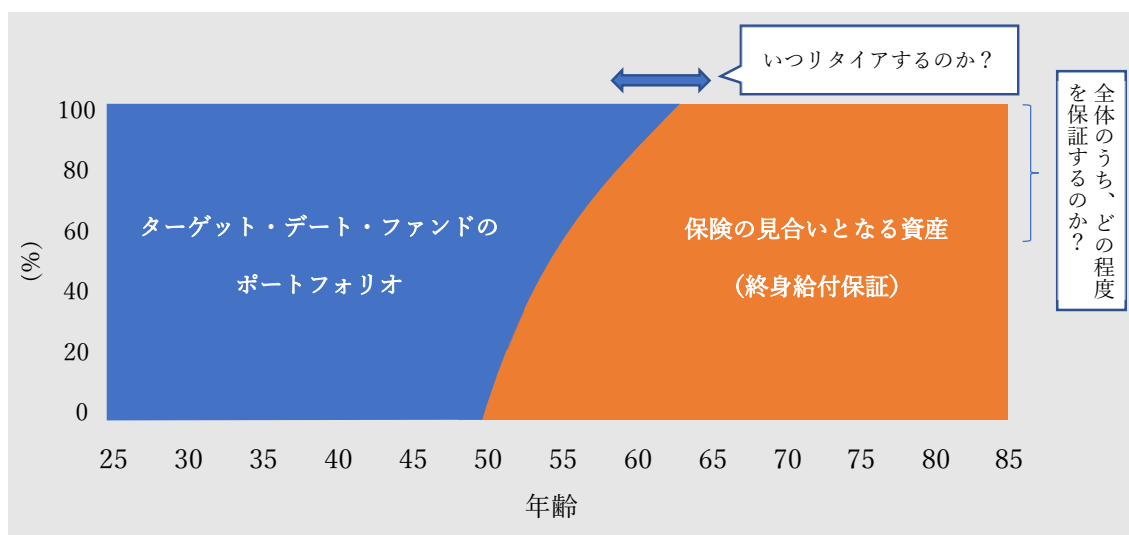
3. ライフタイム・インカム

そこで 10 年くらい前から徐々に出てきた商品が、TDF にインカム保証機能を付加した戦略（ライフタイム・インカム）だ。これは、変額年金で活用されるノウハウを用いて、引

引き出し額を終身で保証する商品である。これまで DB では給付保証の負担をプラン・スポンサーが負っていたが、その負担を保険会社に負ってもらうイメージだ。保証の仕組みの詳細は個別商品によって異なるが、資産が増えれば、引き出し額は増えるが市場下落により資産が減っても引き出し額は減らない設計（ラチェット型）となっているものもあれば、資産を保険会社に移転せず自分の DC 口座に留めておきながら、決められた額を定期的に引き出し、仮に市場環境の悪化で資産が底を突いた場合には、そこから先は保険会社が代わりに終身で給付してくれるような設計（Guaranteed Lifetime Withdrawal Benefit：終身給付保証）もある。

ここでのポイントは、このライフタイム・インカムは、一時払いで購入する変額年金とは異なり、デフォルト商品である TDF に保証を組み込むことで、資産形成局面から老後の資産引出し局面まで切れ目なく、加入者にソリューションを提供することが出来ることだろう。具体的には図表 2 のとおり、50 歳くらいまでは通常の TDF と同様、保証のない形でシンプルに運用するが、50 歳から 65 歳まで 15 年程度の時間をかけて、徐々に TDF のポートフォリオから保険の見合いとなる資産にシフトしていく。この際、加入者が、どの程度の資産に保証をかけるのか、リタイア年齢は何歳か等の条件を反映させることで、ある程度の個人の希望にあうようにカスタマイズできる場合もある。

【図表 2 ライフタイム・インカムにおける TDF と保証の組み合わせ及びカスタマイズのイメージ】



(出所) AB

ここで問題になるのが、保険会社の信用リスクだ。2008 年のリーマン・ショック時には

大手保険会社の AIG が破綻したことは記憶に新しいだろう。ライフタイム・インカムは超長期にわたる戦略であるため、この間、保険会社が保険契約を履行できるかが大きなリスクとなっている（ちなみに、アライアンス・バーンスタインでは、この問題に対応すべく、保険会社を一社とせず複数保険会社と契約することで信用リスクの分散を図っている）。もし、保険会社が破綻した場合には、その保険会社を選定したプラン・スポンサーが受託者責任を負わされる可能性があるため、加入者へのメリットは大きいものの、これまではライフタイム・インカムは広く普及してこなかった。

4. SECURE Act の施行

上記を別の表現で言えば、ライフタイム・インカムはこれまで適格デフォルト商品として認められていなかったということだ。これこそが、当戦略が「DC を DB 化」を促すものとして期待されながらも普及しなかった最大の理由だ。だが、ようやくこの状況を改善する動きがでてきた。それが、2019 年 12 月に施行された「退職貯蓄制度強化法」、通称、SECURE 法（Setting Every Community Up for Retirement Enhancement Act of 2019）だ。この中で、ライフタイム・インカムに関連する規制変更があり、保険会社が保証を果たすことが出来なくなった場合であっても、その商品をデフォルトとして設定したプラン・スポンサーの責任がないことが明記された。もともと「DC の DB 化」に対するニーズは強いいため、これによりライフタイム・インカムの普及が進む可能性が高く、資産運用や DC に関心の多い多くの加入者の老後の生活を助けることにつながるとみられている。

ちなみに、SECURE 法の中では、積立資産額に加えて、それを原資として加入者が将来にわたって月々受け取れる年金額も、年 1 回は加入者に通知されることになった。これによって、加入者は将来の予想年金額をベースに意思決定ができるようになり、加入者の中の DC の位置づけが、単なる貯蓄制度から年金制度に変わる一つのきっかけになるとみられている。

5. 日本への示唆

米国と同様、日本の企業年金においても DC の割合が徐々に増加しており（新入社員は 100%DC の大企業もあり）、DC で安定した給付を確保する必要性が高まっている。しかし、DC では年金化できる商品が限られており、現時点では年金化は難しい。さらに言えば、日本は税制面でも年金化ではなく、一時金での引き出しを優遇する仕組み（退職所得控除が大きい）となっており、現時点では米国以上に貯蓄制度の位置づけとなっている。

一方、日本人の長寿化は着々と進んでいる。マクロ経済スライドによる公的年金の支給減

額も予定されている。このままでは多くの日本国民が老後に長生きリスク（老後にわずかな年金のみで生活せざるを得なくなるリスク）に直面する可能性が高いと言わざるを得ない。そのような中、米国同様、徐々に存在感が高まっている DC の中でのソリューションは、日本でも喫緊の課題といえるだろう。

DC の中での年金化という点で、終身年金はソリューションとなり得るが、日本の場合、特に金利水準が低く、低い給付額で確定してしまうことへの抵抗感から普及が進んでいない。一方、資産運用のみでは、取り崩し局面では不確実性が高く、老後を切り抜けるのは難しい。老後に確実な年金給付を提供しつつ、アップサイドも提供できる商品（ライフタイム・インカム）に対するニーズは、米国同様、日本にもあるのではないと思われる。

当研究会では、主に投資教育を強化することで国民の資産形成をサポートしていくことに重きを置いているが、当然、皆が投資の知識を身に付けることに関心があるわけではない。実際、会社の福利厚生の一環として提供される DC では、投資や資産形成に関心のない加入者も多い。また、たとえ関心があったとしても、リタイアしたシニア層向けの体系だった教育は全くと言っていいほど行われておらず、意欲があったとしても自分自身で合理的な年金化、取り崩しを実践するのは困難と言わざるを得ない。もちろん、そのような人々に対しては教育の場が必要なのは論を待たない。ただ、くどいようだが、教育は関心のない人々には届かない。したがって、投資教育“以外”のソリューションも必要であり、それがライフタイム・インカムをデフォルト商品として導入することなのではないか。これまで、日本では伝統的 TDF のデフォルト化は進んでこなかったが、米国の経験を活かし、一足飛びにライフタイム・インカムの日本での普及を考える時期ではないだろうか。DC がメインな年金制度となりつつある今、これが投資教育に過度に依存せず、多くの国民に老後の安心を届ける一つの方法になり得ると筆者は考える。

ESG 投資の現状と今後の課題

アライアンス・バーンスタイン AB 未来総研 所長兼 DC・NISA 推進室長

後藤 順一郎

昨今、日本の投資信託業界において、ESG (Environment, Social, Governance) に配慮した商品が設定され始め、多額の資金を集めている。世界的に SDGs (Sustainable Development Goals、持続可能な開発目標) への関心が高まり、国や企業をあげてそれに関連する活動が推奨される中、SDGs の活動を後押しする ESG 投資に資金が集まるのは、SDGs の観点からは望ましいと言える。一方、投資信託の販売においては、ESG が単なる短期的な投資テーマとして扱われている点も指摘されており、皮肉にも長期的・持続的な成長を企業に促す SDGs とは相反する状況も起こっているようだ。

このように、ESG 投資は行動が先行している感は否めず、その特性に関して十分な理解が進んでいないのではないかと懸念している。そこで、本稿では ESG 投資の特性を解説すると同時に、それを踏まえた活用方法や規制の在り方についても言及したい。

1. ESG と投資リターンの関係

そもそも ESG と投資リターンの間にはどのような関係があるのだろうか？現時点までに様々な研究がなされているが、残念ながら ESG ファクターと投資リターンの関係性については学術的な観点からはまだ明らかになっていない。一方、各指数を用いて単純にベンチマーク比較をすれば、結果としてどのような効果が得られたのかは確認できる。株式においては、2007 年 1 月 - 2020 年 11 月では先進国では ESG 指数 (MSCI World ESG Leaders 指数) とその親指数 (MSCI World 指数) では、リスク・リターン特性に大きな違いは見られなかったが、新興国指数では ESG Leaders 指数のほうが圧倒的にリスク・リターン特性は改善していた。ESG スコアの高い企業は、ディフェンシブな場合が多く、コロナ・ショック時には下落幅を抑制できており、結果として超過収益をもたらしたようだ。ESG 投資が盛り上がっている背景にはこのような要因もあるかもしれない。

ESG 投資というと投資信託業界では株式が中心であり、ESG 債券はまだ緒に就いたばかりと言えるだろう。債券における ESG ファクターの効果についても、株式同様、まだ明確なことは分かっていないが、債券指数を手掛ける Barclays の分析¹によると、ESG スコアが高い社債ほど対国債のスプレッドが小さくなっている。つまり ESG を考慮すれば、期待

¹ Barclays, 2018, "The case for sustainable bond investing strengthens"

リターンが下がることを意味しており、リターン追求の観点からは悩ましいところだ。一方、ESG スコア、特に G のスコアが高い社債はデフォルト確率が低く、ディフェンド面での効果はありそうだ。

次に、Valuation の観点から ESG の影響について考えてみる。ご存知のとおり、株式は遠い将来のキャッシュフローも織り込んで価格が決まる。数年先のキャッシュフローは今の財務状況から推計できるが、遠い将来のキャッシュフローを財務情報のみから予測するのは難しい。そこで重要となるのが ESG のような非財務情報だ。その点で株式の Valuation には ESG 情報を反映させやすいと言える。

一方、社債の場合、期間は長くても 10 年程度であり、分析も企業価値というよりは返済能力がメインであるため、非財務情報よりも財務情報により重きが置かれると思われる（概念図を図表 1 に記載）。

このように整理すると、ESG を考慮することでリターンが高くなる可能性があるのは主に株式であり、債券はリスク管理目的での導入が妥当と整理できるのかもしれない。もちろん、ポートフォリオ全体における株式、債券比率にもよるが、まず着手するならば、より ESG の入り込む余地の大きい株式からではないかと考える。

【図表 1 投資期間と投資判断に影響を与える要因（概念図）】



(出所) アライアンス・バーンスタイン

2. ESG におけるパッシブ運用とアクティブ運用

ESG 投資に取り組む際にも、やはりパッシブ／アクティブ問題に直面する。上述の ESG 投資の効果はあくまで指数ベースであり、その指数は現時点での ESG スコアに基づいて構成されるため、指数との連動を目指すパッシブ運用は既に ESG スコアが高い企業に投資することを意味する。つまり、企業の ESG に対する取り組みの改善や変化までは考慮できていない。また、ESG 指数に組み入れられることでその株式が買われ、既に ESG に対する情報が株価に織り込まれている可能性もある。このような状況では、高 ESG だからと言って高いリターンには繋がらず、先進国の ESG 指数が親指数とあまり差がなかったのはこれで説明がつくのかもしれない。

一方、アクティブ運用に ESG を取り入れることで、今は ESG スコアが低いが今後改善することで株価が上がる銘柄にも投資することが可能となる。実際、図表 2 に示しているとおり、アライアンス・バーンスタイン (AB) のリサーチでは、ESG に対する評価が改善し、格付けが引き上げられた企業が超過収益を獲得していることが明らかになっている。逆に、ESG 格付けが引き下げられた企業の超過収益がマイナスになっている。アクティブ投資全般に言えることだが、ESG についてもその変化を捉えることで、リターンの上積みが可能になる可能性がある。

【図表 2 MSCI ACWI 指数に対する 12 カ月後の超過リターンの平均:2007 年 - 2018 年、%】



過去の分析は将来の成果等を示唆・保証するものではありません。

2018 年 6 月 30 日現在、2007 年 1 月 1 日以降における、格付変更 12 カ月後の超過リターン。MSCI ACWI 指数構成銘柄に基づきます。

(出所) MSCI、AB

パッシブとアクティブについて簡単に整理したが、使い分けの方法としては、ESG を考慮することが投資家の必須条件であり、それを満たすことが最優先課題ならば、現時点で ESG スコアが低い銘柄には投資しないパッシブ運用で十分だろう。一方、現時点では ESG スコアが高くない企業に投資し、エンゲージメントによって変化を促し、社会的にインパクトを与えつつリターン的にも報われることを目指すならばアクティブ運用が適切となるだろう。もちろん、アクティブ／パッシブの選択においてはコストも大きな要因となるが、それよりも投資家の ESG に対するスタンスが決め手となると思われる。

3. 外部レーティングの活用

アクティブ運用の投資信託を活用する際、選んだアクティブ運用がコンセプトどおりに ESG 関連銘柄に投資しているかの確認が必要となる。このプロセスはいわゆる「ESG ウォッシュ（うわべだけのサステナブル商品）」を回避するために今後は必須になるだろう。その確認のためには、モーニングスター（サステイナリティクス）や MSCI などの指数会社が提供するレーティングを活用するのが一案だろう。

例えば、モーニングスターの場合、投資信託のポートフォリオは個別銘柄の ESG スコアの加重平均でスコア化され、カテゴリ内での順位や相対ランクを算出し、それに基づきサステナビリティ・レーティングが付与される。モーニングスターといえばスター・レーティングが有名だが、こちらのレーティングは地球の個数で示している（1-5 個）。サステナブルと謳っておきながらも、当該レーティングが低いファンドも存在するため、このようなレーティングは確認手段として活用できると思われる。

ただし、上述したように、アクティブ運用では、今は ESG スコアが高くないが、今後改善する見込みのある銘柄にも投資することは十分にあり得る。したがって、今しか見ていない ESG スコアのみで判断すると、このような運用者の投資判断は見えてこない。したがって、ESG レーティングの活用は効果があるものの、それだけですべてが解決するわけではない点には注意が必要だ（サステナビリティ・レーティングが低くても ESG を考慮している場合も十分にあり得る）。これは、通常のアクティブ運用がシャープレシオから求めているスター・レーティングのみでは判断ができないのと似ている。

4. 日本への示唆

日本の投資信託業界は、まだ ESG 投資について取り組み始めたばかりであるが、それは日本の金融当局も同様であろう。一方、海外に目を転じると、欧州が先行しており、彼らは

既に「EU タクソノミー」を公表している。ここでは、金融商品が6つの環境保護目的²のうち1つ以上に対して多大な貢献をするものであり、かつ他の目的に対しても著しく阻害するようなことがなければ、その商品を「グリーン」に分類している。これにより、「どの商品がサステナブルなのか」が見える化され、そのような商品に資金が集まることで、脱炭素化を早めることを狙っている。

加えて、EUの金融機関等を対象にしたサステナビリティ関連の開示規制（SFDR）も整備されている。EUタクソノミーは環境にフォーカスしているが、SFDRでは社会も含めてサステナブルと定義している点が大きな違いだ。また、SFDRではグリーンの中でもダーク・グリーン（サステナブル投資）とライト・グリーン（サステナブル投資に該当しないが、結果的に環境と社会の改善を促進している）に分類され、これらに該当しないものはすべてブラウンとみなされる。資産運用会社には契約前にサステナビリティに関する情報を開示することが求められるが、これは「ESGウォッシュ」対策であり、その判断材料を投資家に提供することを狙っている。このように欧州では具体的な「ESGウォッシュ」対策が講じられており、日本でも同様の取り組みは必要と思われる。

しかしながら、個人的には日本においては商品自体への対策よりも、その取り扱い方のモニタリングのほうがはるかに重要だと考える。具体的には、EUタクソノミーやSFDRの観点から適切な金融商品が、短期的な流行・テーマとして短期売買の対象になってしまうことのほうが大きな問題ではないだろうか。そもそもサステナブル投資は長期的なものであり、短期売買はそのコンセプトに反している。また上述のとおりESGの効果はまだ確立されておらず、ESGを考慮したからと言ってリターンが上がる保証はないが、にもかかわらず、過度な期待を投資家に持たせて販売している可能性もあるからだ。

このようにESG投資は販売姿勢とも結びつくため、日本の場合には、顧客本位の業務運営の中で商品面の議論（「ESGウォッシュ」の回避）に加えて、ESG投資の不適切な販売方法などもモニタリングすべきではないかと考える。また、販売チャネルの特性を見極め、ESG投資との相性が良いチャネルにおいてESG投資を促しても良いのではないかと。例えば、長期投資のための制度である確定拠出年金（DC）やつみたてNISAでは回転売買が起りづらいため、このような制度でのESG投資の活用をもっと議論しても良いのかもしれない。今後の議論の進展に期待したい。

² 「気候変動の緩和」、「気候変動への適応」、「水資源および海洋資源の持続的な利用と保全」、「循環型経済への移行、廃棄物の抑制とリサイクル」、「汚染の防止と管理」、および「健全な生態系の保全」

資産形成におけるナッジの活用可能性

～考え方・実証・方向性～

三菱 UFJ リサーチ&コンサルティング 主任研究員

小林 庸平

1. 資産形成における心理的・行動経済学的ボトルネック

高齢期に備えて資産形成をしなければならないと思いながらも、なかなか資産形成を始められない人は多いのではないだろうか。合理的に考えれば望ましいと思われる行動であっても、人間はそうした行動を取れないケースが多いことを心理学や行動経済学は数多く明らかにしてきた。特に資産形成の場合、意思決定に至るまでに数多くの心理的・行動経済学的ボトルネックがある。

図表 1 は資産形成に関する意思決定の流れと心理的・行動経済学的ボトルネックを整理したものである。意思決定の流れをみると分かるように、資産形成を行うためには数多くのステップが必要になることが分かる。意思決定の各ステップにおいて心理的・行動経済学的ボトルネックがあるため、資産形成を行うことは簡単ではないのである。

例えば資産形成を行うためにはまずその必要性を認識する必要があるが、人間はつい現在の利益を重視してしまう傾向があるため、長期的にみて合理的な行動であっても実際にはなかなか実行に移されない。またいざ資産形成を行うことを決意したとしても、金融機関や金融商品の組み合わせは無数にあるため、そのなかから自分にあったポートフォリオを選択することも簡単ではない。

【図表 1 資産形成の意思決定の流れと心理的・行動経済学的ボトルネック】



(出所) Kim,L.,Mazar,N.,Zhao,M., and Soman,D. (2013) “A Practitioner’s Guide to Nudging” Rotman School of Management Working Paper No. 2609347 を参考に、小林庸平・中山辰彦 (2020) 「「老後資金 2000 万円問題」解決のための「ナッジ」活用の枠組みとイギリスにおけるケーススタディ」『MURC 政策研究レポート』作成

2. ボトルネックの解消ツール：ナッジ

そうしたなかで徐々に活用が進んでいるのが、「ナッジ (nudge)」である。ナッジとは本来は「肘でつつく」という意味の英語だが、そこから転じて人間の心理学的・行動経済学的特性を踏まえて、人々により良い選択を促す工夫という意味で使われている。ナッジにはさまざまな種類があるが、ここでは資産形成の促進においても利用されることの多い「デフォルトを変えるナッジ」と、「情報の提供方法を変えるナッジ」を紹介したい。

(1) デフォルトを変えるナッジ

「デフォルト」とは、自発的な意思表示をしなかった場合に選ばれる選択肢のことだが、デフォルトを変えることによって、行動変容を促すことができる。加入方法の類型を整理したものが図表2である。iDeCoのように、自らが選択した場合のみ加入するようなタイプを「通常加入 (オプトイン)」と呼ぶ。この場合のデフォルトは非加入である。通常加入とは逆に、自発的な意思表示をしない限り加入するタイプのことを「自動加入 (オプトアウト)」と呼ぶ。通常加入であっても自動加入であっても、加入するかどうかを自由に選択できることには変わりがない。しかしデフォルトを自動加入に変える年金等への加入が大きく増加することが知られている。こうしたデフォルト変更は、とても強力なナッジである。

デフォルト変更は強力なナッジであるがゆえに、本来は加入を希望しない人まで年金等に加入させてしまうことが指摘されている¹。オプトインとオプトアウトの中間的な加入方法にあたるのが「強化された積極的選択 (Enhanced Active Choice)」である。これは、年金等に加入するかどうかを明示的に選択してもらう方法であり、デフォルトをなくすナッジだと言える。この場合、本来は加入を希望しない人を加入させることをせずに、必要な人への加入を促されることが確認されている。

アメリカの401(k)において、強化された積極的選択によって加入率をどの程度引き上げられるかを分析した結果が図表3である。強化された積極的選択によって、401(k)への加入率が41%から69%へと1.5倍以上に上昇していることが分かる。

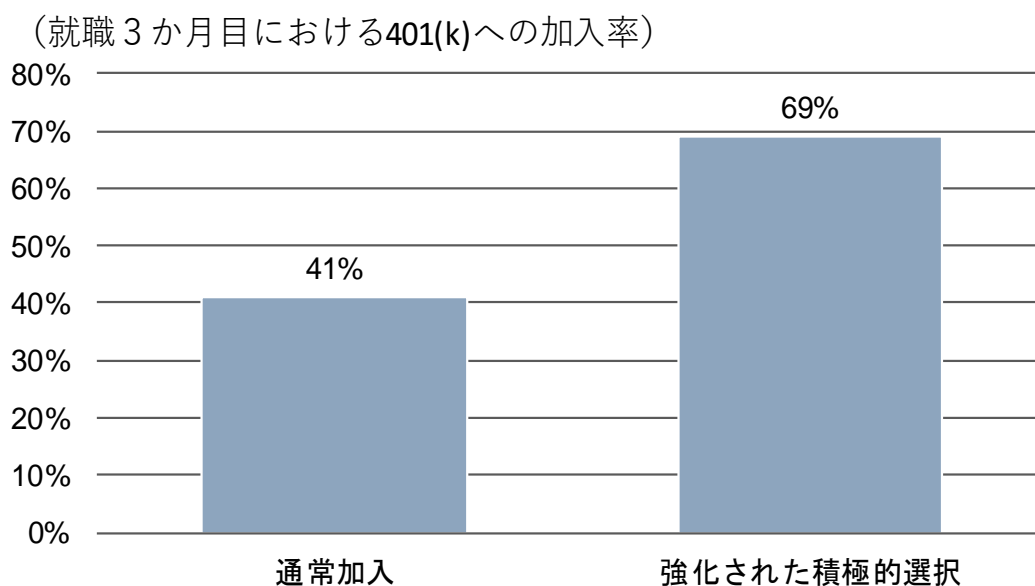
このようにデフォルトを変えるナッジは非常に強力であり、資産形成における心理的・行動経済学的ボトルネックを解消できる可能性を秘めている。

¹ Bourquin and Crawford (2020) "Automatic Enrolment – Too Successful a Nudge to Boost Pension Saving?" Institute for Fiscal Studies

【図表2 デフォルト変更に関するナッジ】

加入方法の種類	具体的な内容
通常加入（オプトイン）	デフォルトは非加入、自ら選択した場合に加入
強化された積極的選択	加入するかどうかを明示的に選択してもらう
自動加入（オプトアウト）	デフォルトは加入、自ら選択した場合に脱退

【図表3 401(k)における強化された積極的選択の効果】



(出所) Carroll et al. (2009) “Optimal Defaults and Active Decisions” Quarterly Journal of Economics

(注) 就職3か月目における401(k)への加入率。Enhanced Active Choiceの対象者は、1997年1月～7月に雇用された人であり、Standard Enrollmentの対象者は1998年1月～7月に雇用された人。

(2) デフォルトを変えるナッジ

デフォルトを変える以上に利用されるケースが多いのが、「情報の提供方法を変えるナッジ」である。その代表的なアプローチを整理したものが図表4である。図表1に示したように資産形成にはさまざまなボトルネックがあるが、それを解消するようなメッセージを付与するのがこのアプローチの特徴となる。情報の提供方法を変えるナッジは、デフォルトを変えるナッジと併用することも可能である。

例えば資産形成のボトルネックのひとつは、便益を得られるのが遠い将来になってしまうことである。しかしながら、長期的な便益をグラフや数字によって示したり、逆に資産形

成を行わないことによる損失を示したりすることによって、資産形成を促進できる可能性がある。また、長期的な便益を短期的な便益として示したり、資産形成の必要性を認識した人がどういった行動をとるべきかを明示したりすることができれば、行動変容を促せる可能性がある。

【図表 4 401(k)における強化された積極的選択の効果】

アプローチ	具体的内容の例
簡素化	<ul style="list-style-type: none"> ・ 重要なメッセージをシンプルな言葉で伝える ・ 動作指示を具体化する
関心を引く	<ul style="list-style-type: none"> ・ 損失や利益を際立たせる ・ 図やイラストなどを活用する
社会的規範の提示	<ul style="list-style-type: none"> ・ 「多くの人が実践している」といったメッセージを付与する ・ 社会的規範を明記する
受け入れられやすいタイミングに介入する	<ul style="list-style-type: none"> ・ ライフイベントの発生時にメッセージを送る ・ 一度伝えたメッセージをリマインドする
現在バイアスを考慮する	<ul style="list-style-type: none"> ・ 長期的な便益を強調する ・ 短期的な便益も示す

(注) Behavioural Insights Team (2014) “EAST: Four Simple Ways to Apply Behavioural Insights”を参考に作成。

3. ナッジメッセージを用いた資産形成促進の実証

(1) 実証の概要

「資産形成を促進するためにどういった情報提供方法が有効かを明らかにするため、家計簿アプリ Money Forward ME の 20～30 代のユーザーを対象に、ランダムにメールメッセージの送り分けを行い、資産形成行動が促進されるかどうかを検証する。メッセージは既存研究の知見をベースにいくつかの候補を作成したうえで、事前アンケートによって 4 種類に絞り込んだ。図表 5 は今回の実証で最終的に使用した 4 種類のメッセージである。

対照群はナッジの要素を含まないメッセージであり、投資信託協会の活動内容を紹介している。

ナッジ 1 は、積立投資の場合、預金と比較して毎月の掛け金がどの程度少なくて済むかを明示したメッセージである。資産形成のメリットを享受できるのは遠い将来となるが、毎月の掛け金の差を示すことによって、短期的な便益を示している。


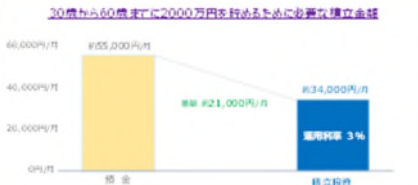

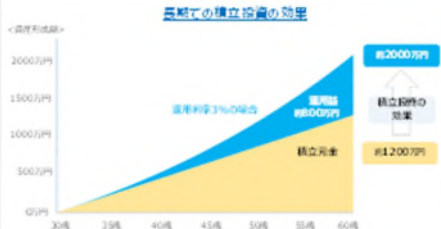
ナッジ2は、基本的にはナッジ1と同様のメッセージであるが、預金の場合は積立投資よりも多くの掛け金が必要になることを明示しており、積立投資を行わなかった場合の損失を強調したメッセージになっている。

ナッジ3は、将来的な資産形成額の差を明示したメッセージである。預金と比較した場合の積立投資のメリットを示しているため、利得を強調するタイプのメッセージとなっている。

なお本実証のアウトカム指標は、メッセージ送信後の1か月間において、Money Forward MEに新規に連携²した証券口座および投信口座の合計を用いている。ユーザーのなかには、新規に証券口座・投信口座を開設したもののMoney Forward MEに連携していないケースや、既存の証券口座・投信口座を用いて資産形成額を増額したケースも考えられるが、今回の分析ではそれらについては把握できていない点に留意が必要である。

² Money Forward ME のアカウントに、口座を紐づけて管理することを言う。

【図表5 実証に用いたメッセージ】

共通	コロナ禍で我慢の時期が続きますが、将来への備えはしっかり進めておきたいですね。今日は資産形成のヒケツの1つとして「積立投資」の魅力をお伝えします。		
対照群	ナッジ1 毎月の掛け金・利得強調	ナッジ2 毎月の掛け金・損失強調	ナッジ3 預金と比較した資産形成額・利得強調
これからめざしていく新しい時代へのメッセージとして、投資信託協会では、『投資信託を、この国のあたりまえに。』を掲げました。お金を育てる秘訣は、しっかり分散して、じっくり時間をかけて積み立てること。投資信託がもっと身近な存在となり、誰もが資産形成に活用していただけるよう活動を続けています。	例えば・・・現在30歳の方が60歳までに2000万円の資産を作りたいと思ったとき、預金では毎月約55,000円の貯金が必要になりますが、積立投資（運用利率3%）を利用すると毎月約34,000円から始められます。	例えば・・・現在30歳の方が60歳までに2000万円の資産を作りたいと思ったとき、積立投資（運用利率3%）を利用すると毎月約34,000円から始められますが、預金の場合は毎月約55,000円の貯金が必要になります。	例えば・・・30歳から60歳まで毎月34,000円を拠出するとします。この場合、預金だと約1200万円の資産形成がなされることとなりますが、積立投資（運用利率3%）を利用すると約2000万円の資産形成も可能となり、預金と比較して約800万円多い資産形成も可能となります。
			

(2) 実証結果

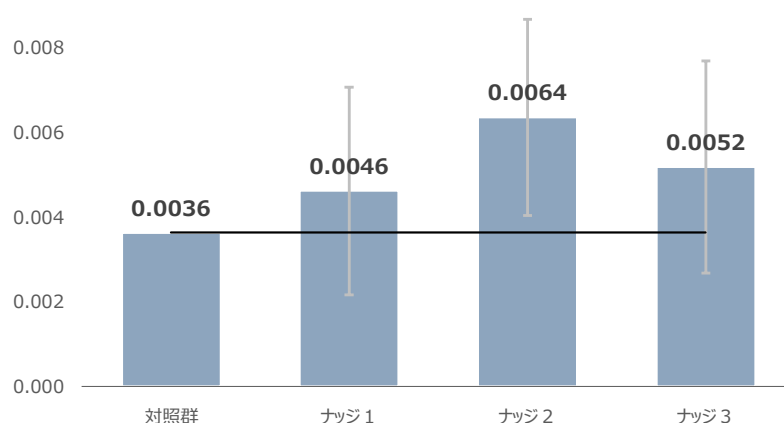
実証結果を示したものが図表6である。各メッセージをメールで送信し、それを読んだユーザーが証券・投信口座を新規連携したかどうかを分析した結果である。

最も効果が大きかったのがナッジ2の「現在30歳の方が60歳までに2000万円の資産を作りたいと思ったとき、積立投資（運用利率3%）を利用すると毎月約34,000円から始められますが、預金の場合は毎月約55,000円の貯金が必要になります。」である。メールメッセージの送信だけでは証券・投信口座の連携まではなかなかつながらないと考えられることと、前述の通りデータで把握しきれない資産形成行動の変化があるため絶対値としての効果量は小さいものの、対照群のメッセージと比較すると、証券・投信口座の新規連携数が約2倍に増加している。

次いで効果が大きいのがナッジ3の「30歳から60歳まで毎月34,000円を拠出するとします。この場合、預金だと約1200万円の資産形成がなされることとなりますが、積立投資（運用利率3%）を利用すると約2000万円の資産形成も可能となり、預金と比較して約800万円多い資産形成も可能となります。」である。その次がナッジ1の「現在30歳の方が60歳までに2000万円の資産を作りたいと思ったとき、預金では毎月約55,000円の貯金が必要になりますが、積立投資（運用利率3%）を利用すると毎月約34,000円から始められます。」である。ナッジ1とナッジ2は内容としては同一であるものの、損失を強調するナッジ2の方が効果が大きくなっている。

【図表6 証券・投信口座の新規連携数へのナッジの効果】

(証券・投信口座の新規連携数への効果)



(注) アウトカムがカウントデータであるため、ポワソン回帰を行っている。またメッセージを読んだユーザーに関する効果を明らかにするため、メッセージの送信を操作変数とした操作変数推定を用いている。図表で示しているのは、平均的なユーザーに関する限界効果である。エラーバーは90%信頼区間を示しており、ナッジ2の推定値のみ対照群と比較して10%水準で統計的に有意である。

4. 資産形成におけるナッジ活用の可能性

本稿では、資産形成における心理学的・行動経済学的ボトルネックを説明したうえで、ナッジの活用可能性を検討し、ナッジメッセージを用いて資産形成促進が可能かどうかの実証を行った。それらを踏まえて、資産形成におけるナッジ活用の可能性を整理したい。

第一に、デフォルトを変えるナッジは効果が大きいいため、有効に活用していくことが重要だと考えられる。ただし自動加入型のデフォルト変更は、必要としない人まで資産形成を促進してしまう可能性があるため、強化された積極的選択の活用を検討することが望ましいと考えられる。例えば、あるタイミングで iDeCo に加入するかどうかを明示的に選択してもらうような制度設計を検討することが必要である。

第二に、現在バイアスに配慮したメッセージや、損失を強調したメッセージは、資産形成を促進できると考えられるため、政策的なメッセージにおいてこうした要素を加味することが重要である。実証結果を踏まえると、必要な資産形成額に対して必要となる毎月の資産形成額の差などを示すことは、有効なナッジになると考えられる。

第三に、税制優遇の在り方を再考することが考えられる。今回の実証結果でも、損失を強調したメッセージは効果が大きいことが示唆された。iDeCo の税制優遇は所得控除制度になっているが、むしろ iDeCo 口座に対して掛け金を上乘せする形での優遇制度に変えることができれば、見た目上の拠出額が小さくなるため、外形上は元本割れしにくくなる。つまり、損失を恐れて資産形成を避けがちな層に対して有効な制度設計となる可能性がある。

日本における資産形成のナッジ活用は緒に就いたばかりである。実態把握と検証を繰り返しながら、ナッジを有効活用していくことが求められる。

大学生向け「金融教育」の普及・浸透に向けて

大和総研 研究員

佐川 あぐり

1. はじめに

少子高齢化の進展により、公的年金の財政状況は一段と厳しさを増す見込みだ。個人による資産形成制度の利用促進は大きな政策課題だが、確定拠出年金（DC：Defined Contribution）や少額投資非課税制度（NISA）などの制度利用が限定的であり、その要因として関心の低さや金融知識の不足などがある。それゆえに、国民の金融リテラシー向上へ向けた金融教育が必要とされている。人々に資産形成を促すには、所得を得て資産形成を実際に行う社会人を対象に金融教育を強化する必要があるが、加えて、社会人になる前の段階で金融の基礎知識を学ぶ場を整備することも必要であり、特に、大学生に対する金融教育を普及・浸透させていくべきだろう。

2. なぜ、大学生なのか

人生 100 年時代を迎え、一人ひとりが、いつまで働き、どのくらい資産を用意したらよいか、若年時から生活設計を考えることの重要性が増している。また、社会人になり、資産形成制度として DC や、つみたて NISA などを活用する際には、加入者自身が投資信託や保険商品などの金融商品を選択しなくてはならない。金融知識の習得に対する大学生の潜在ニーズは高いと思われる。

浅井（2017）¹は、大学生を対象とした金融教育の分析において、金融への関心が低い大学生ほど、金融教育を行うと金融知識の水準が向上する傾向があるという結果を示している。特に、大学生は、一人暮らしを始める、運転免許を取得する、クレジットカードを利用する、国民年金に加入するなどの、金融に関する意思決定を行う機会があり、社会人になる前の段階で金融の知識を身に付けることは、そうした機会にも役立つはずだ。

また、小・中学校や高校で金融教育を行う教員の育成という観点からは、特に大学の教職課程で金融教育を充実させることが効果的である。文部科学省の新学習指導要領²に新たに

¹ 浅井義裕（2017）「金融教育は有効なのか？－日本の大学生を対象とした一考察－」『生活経済学研究』Vol.46（2017.9）pp.11-24

² 文部科学省「新しい学習指導要領」

https://www.mext.go.jp/component/a_menu/education/micro_detail/_icsFiles/afieldfile/2019/02/14/1413516_001_1.pdf

金融教育の項目が追加されるなど、教育現場では金融教育の重要性が認識されてきている。初等中等教育の段階から金融の知識を学ぶことは重要であり、指導できる教員の育成が急務である。

3. 大学生向け金融教育の取り組みは不十分

金融広報中央委員会が2005年を「金融教育元年」と位置づけて以来、政府は、関係省庁や各金融機関、関連団体と連携し、学校向け、一般社会人向けと、幅広い年齢層を対象に金融教育の推進に取り組んできた。金融経済教育推進会議（事務局：金融広報中央委員会）では、年2回開催される会合の中で、関連団体等の取り組み実績を公表している。

大学生を対象としたものでは、日本FP協会がファイナンシャル・プランニングを学ぶ寄附講座を開講したり、日本証券業協会が大学生への金融・証券知識の普及推進を図る観点から「金融リテラシー出前講座」を全国展開したりするなどの活動がある。「金融リテラシー出前講座」の講義数や大学数は増加傾向にあり、学生側には前向きな評価が多く見られる。また、個別金融機関でも、セミナー開催や教材の配布、講師派遣などの支援を実施している。

現在は、関連団体や各金融機関が、それぞれ独自の強みを活かして金融教育に取り組んでいるが、金融広報中央委員会が公表した「金融リテラシー調査 2019年調査結果」を見ると、取り組みの成果は十分とはいえない。

まず、金融リテラシー調査の対象者となった学生のうち金融教育を受けた学生は17%にとどまり³、大学全体に金融教育が普及しているとは言えない。これは、重要性を理解しながらも、金融教育に取り組めていない大学が少なくないことをうかがわせる。各団体等が独自に進める取り組み方では、全体的にどの大学で金融教育が不足しているかを把握できず、必要な大学へ金融教育を提供できていないことは課題である。

また、金融リテラシー調査の金融知識・判断力などを問う正誤問題の正答率は、年齢が低いほど低くなる傾向が見られ、特に学生の正答率は相対的に低い。人生経験の少ない若年層ほど、正答率が低いのは当然とも言えるが、日本の大学生の金融リテラシーはアジア4カ国・地域（台湾、中国、フィリピン、韓国）と比較して低いという調査結果もある（藤野（2016）⁴）。加えて、若年層ほど、客観的評価と自己評価との差である金融リテラシーギャップのマイナス幅が大きく、自己評価が客観的評価を上回る自信過剰な傾向も見られた。これらの調

³ 金融広報中央委員会「金融リテラシー調査 2019年調査結果」22ページ、

https://www.shiruporuto.jp/public/document/container/literacy_chosa/2019/

⁴ 藤野次雄（2016）「国際比較調査5か国大学生各国比較結果の概要と意義」『生活経済学研究』Vol.44（2016.9）https://www.jstage.jst.go.jp/article/seikatsukeizaigaku/44/0/44_43/_pdf/-char/ja

査結果は、大学生に対する金融教育の重要性を認識させるものと言えよう。

さらに、金融教育を受けた学生の正答率は、受けていない学生と比べて高い傾向にあるという結果も示されており、これは、金融教育の効果と評価できる。大学での金融教育を広く浸透させ、多くの大学生が金融教育を受ける機会を提供していく必要がある。

4. 大学への金融教育を推進するための重点的な取り組み

(1) 金融教育推進の体制整備と効果検証の徹底

こうした現状と課題を踏まえると、大学側の取り組み状況を把握し、金融教育を実施していない大学で金融教育を提供できる仕組みを構築していく必要がある。現状の取り組みを活かすとするば、各関連団体等の連携強化が不可欠である。各団体がそれぞれの情報を共有し、全体的な取り組み状況を把握できれば、金融教育が不足する大学へ働きかけることも可能だろう。

金融教育を国家戦略として推進する海外事例は多く、米国では公的機関と非営利団体を中心とした多様な民間団体の連携によって金融教育を進めている⁵。こうした動きに倣えば、新組織の設立も検討に値しよう。もっとも、新組織の設立には、どこが主導するのか、費用をどう捻出するのかといった問題が生じる。例えば、本研究会は人々の資産形成がどのくらい実践されているかの進捗を測るための指標を複数提示しており、本研究会の取り組みを軸に新組織を設置することが検討できるのではないか。また、金融広報中央委員会が各団体の金融教育の取り組みを統括する組織となり、すでに金融教育の諸課題が議論されている金融経済教育推進会議の場を活用することも一案だろう。

その上で最も重要なのが、金融教育の効果の検証を徹底し、必要に応じて改善し新たな取り組みを進めるといった活動を続けていくことである。米国では、教育の効果を測るための調査等も盛んに行われており、その調査結果をもとに、それまでの取り組みを継続的に改善し、重点的分野の判断に役立てている⁶。日本では、大規模な調査として、2011年の金融力調査と、2016年、2019年に金融リテラシー調査が2度実施されている。今後もそうした調査を定期的実施していくことが求められるとともに、調査結果をもとに、金融教育を重点的に進めるための新たな取り組みにつなげていく必要がある。

⁵ 中江俊（2012）「米国の学校における金融教育の動向－保険教育の取組を中心に－」損保総研レポート第101号（2012.10）

http://www.sonposoken.or.jp/media/reports/sonposokenreport101_1.pdf

⁶ 脚注4に同じ。

(2) 大学での金融教育推進のカギを握るオンライン講義

文部科学省の調査⁷によると、金融教育を含む消費者教育を推進する上で大学が考えている課題としては、「他の優先課題があり取り組めない」「指導者や講師となる人材がない」などが挙げられている。また、こうした課題は、大学の規模の違いや都市部か地方部かといった地域差なども影響しているものと思われる。この点、大学への金融教育を広く推進していく方法としてカギを握るのが、オンライン講義である。

上述したように、2019年金融リテラシー調査の結果は、大学での金融教育の重要性を改めて認識させるものであり、金融経済教育推進会議の議論の場でも、これまでの取り組みを一層強化させる方向性で概ね意見は一致している。しかし、今般の新型コロナウイルス感染症の流行によって、これまでの対面式の講義やセミナーの多くがオンライン形式に変更され、大学側のシステム対応の遅れや学生側の通信環境の制約などの理由で、対応に苦慮した大学も見られた。新たな課題として浮き彫りになったのがデジタル化の推進であり、現在、金融庁や金融広報中央委員会では、大学が取り組みやすい教育ツールとして、大学生向けeラーニング講座の制作を進めている。文部科学省や消費者庁、金融関連団体等が動画コンテンツを作成するなど、官民一体で取り組んでおり、2021年9月の開講を目指している。

オンライン講義が定着すれば、場所の制約がないため受講者数を増やせる他、移動にかかるコスト負担などにより講師の派遣が難しかった地方大学でも活用できるだろう。また、オンデマンド型の動画配信の活用には、学生が都合のよい時間に復習できるというメリットもある。一方で、対面型の講義とは異なり、オンライン講義では、PCやスマホ、タブレットなどのデバイスや、通信インフラ環境が必要となる。オンライン講義へのアクセスが難しい学生に対する配慮を忘れてはならず、学生が安心して受講できる環境整備も求められる。

(3) 実践重視の視点と新技術の活用

金融教育を進める上では、学生たちが自分ごととして意識し、実践できるようにするという視点が重要である。投資が自分自身の生活を守ったり豊かにしたりするものであるという実社会での意義にとどまらず、その社会的意義をESGの視点から理解することが望まれる。また、基礎知識の習得という点で分散投資、複利の意味などを学ぶことも大切だが、加えて、実践型で身に着ける工夫があると教育効果がより高まるだろう。

大学生の多くは、遠い将来である老後や退職後に向けた資産形成を意識しにくい。だが、20歳になれば国民年金に加入し、iDeCoやつみたてNISAを利用できるようになる。こう

⁷ 文部科学省「平成28年度消費者教育に関する取組状況調査」141ページ

https://www.mext.go.jp/component/a_menu/education/detail/_icsFiles/afieldfile/2018/02/19/1400187_4.pdf

したタイミングで、ねんきんネットを活用したり、シミュレーションとして iDeCo やつみたて NISA で運用商品を選択したりする内容を講義に取り入れれば、自分ごととして意識する学生が増えてくると思われる。

近年はフィンテックと呼ばれる金融技術の革新に伴い、新しい金融サービスが誕生している。例えば、自動家計簿サービスの普及により、日々の支出、銀行預金の入出金などのお金の動きをアプリ一つで手軽に管理できるようになった。資産形成のために拠出する資金を準備するには、日々の支出管理が大事だが、大学生の時点でこれを活用できれば、社会人になってから資産形成を実践するのに役立つだろう。

また、投資にはまとまった資金が必要という意識が特に若年層において根強い。しかし現在は、フィンテックの活用でスマホと少額の資金だけで投資を始められるようになった。投資信託や ETF に擬似的に投資できるポイント投資などは、投資初心者が手軽に資産運用を始められるサービスとして、すでに若い世代を中心に広がりを見せている。特に、モノやサービスの購入に対して付与されるポイントは、投資の心理的なハードルを下げる効果も期待でき⁸、大学生が投資を体験するツールとして利用しやすいのではないか。フィンテックの活用によって、金融教育で学んだことが実践しやすくなっているのである。

5. 国民全体に向けた金融教育の推進を

本稿では、大学への金融教育を推進するための必要な取り組みについて論じてきた。大学生の金融知識の習得が進めば、彼ら彼女らが社会人になっていくことで資産形成を実践する人々が増える。また、金融教育を担える教員を育成できれば、初等・中等教育（小中高）における金融教育を進めやすくなる。大学生に対する金融教育の充実を起点とした国民全体の金融リテラシーの向上により、資産形成制度の利用促進につながることを期待できるだろう。

⁸ 人は、お金の価値そのものは変わらないとしても、労働の対価として得る所得と、くじで当たったなどの思いがけない所得では、後者の方が気楽に使える傾向があるという（「ハウスマネー効果」筒井義郎、佐々木俊一郎、山根承子、グレッグ・マルデフ（2017）『行動経済学入門』東洋経済新報社、2017）。日常生活の中で得る「ポイント」は臨時的な所得と認識されるため、投資用の資金として利用されやすいと思われる。

家計管理と人的資本を軸に資産形成を考える

マネーフォワード 執行役員 CoPA マネーフォワード Fintech 研究所長

瀧 俊雄

1. 積立投資は不安解消の飛び道具

ある人が「お金の不安」を感知し、それを解消していくプロセスでは、(1) 自分の立ち位置を把握し、(2) 将来何が必要かを規模感として理解した上で、(3) 家計の強靱化と投資リターンを得られる生活を開始すること、が重要と考えられる。これらに対応する分かりやすいサービスとしては、(1) 自動化された家計簿サービスを利用し、(2) 自らのライフプランニングを実施し、(3) 給与引き落とし型の積立投資を開始する、という3ステップが考えられる。

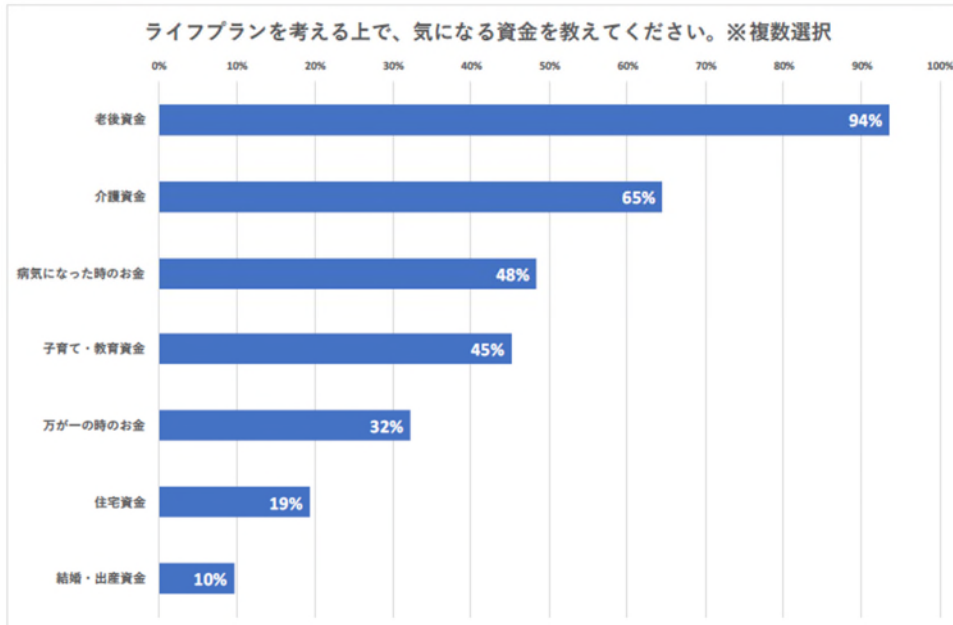
これらのステップは会社の財務に例えれば、(1) は損益計算、(2) はALM (資産・負債の総合管理)、(3) は攻めの経営、に相当するが、家計簿サービスを提供する中で実感するのは、(1) ができている人は2割程度、(2) に至っては1割未満、(3) は数パーセントにすぎないような状況である。これらのステップをそれぞれ丁寧に取り扱い、ユーザーにとって行動しやすい選択肢を提供することは、自動家計簿サービスを営む当社にとっても重要なテーマでもある。

ただ一方で興味深いのは、最終的な手段である(3)を早期に実施してしまうことで、(1)と(2)の課題の把握であったり、改善が行われる経路があるという事実である。例えば新社会人が確定拠出年金に数万円を拠出開始することで、結果的に手取り額が変化して節制された消費行動に繋がるのが典型例であるが、(1)と(2)の手段が分かりやすく提供されることを前提としつつも、先だって(3)を促す施策を前倒して進めることには大きな意義があると考えている。いわば、積立投資は不安を解消する飛び道具的な側面があるのである。

2. 積立口座を開いてもらうために

飛び道具としての積立投資に、少しでも早くアクセスしてもらうことを念頭に置くと、複数の課題が出てくる。上記で(1)や(2)への取り組み意欲が強いセグメントの例として、当社の家計簿サービスユーザーを観測すると、老後資金への課題意識を強く持っていて(図表1)、投資は何から始めればよいのかわからない、という極めて基礎的な所で足踏みしてしまう人々が多い。

【図表 1 マネーフォワードのユーザーイベント参加者におけるライフプラン上の懸念テーマ】



(出所) マネーフォワード社ユーザー向けイベント実施時のアンケート結果より引用

このようなユーザー層と会話する中で出てくるのは、「何が正解の手段であるかわからない」「十分なリテラシーが身につくまで始めてはいけないのでは」「ちゃんと儲けられるようになるまで勉強したい」といった表現である。効率的市場仮説やトービンの分離定理が直感的に響かない層にとって、例えば複雑な税制を伴った制度や、過度に正解像を打ち出した資産運用への誘導はマイナスの効果があるものであり、平均的な国民が投資をどれくらい「難しそう」だと捉えてしまっているかは継続的に確認が必要テーマであると考えている。

また、コンプライアンス上求められる手続きが、積立投資を遠ざけている側面もある。よく指摘される口座開設が進まない理由として、そもそも紙の手続きが多かったり、本人確認手続きの煩雑さや、マイナンバーの通知が指摘されるが、これらの分野では近年、スマホでの本人撮影による eKYC 手続きや、マイナンバーカード自体の利用促進といった、ゲームチェンジャーとなる選択肢の追加・制度変更が起きている。

上記のような進捗をみていくためにも、モニタリング指標 9 である「積立投資の意識がありながら口座開設にいたっていない割合」を定点観測しつつ、その要因分解を可能な限り行っていくことは極めて重要なことと考えている。その際には、フィンテックが注目される中であっても、対面イベントや、職域チャネルといった、締め切り効果や行動変容を促しやすい場の設定が重要になるのではないだろうか。

3. 積立を長期化させるために

前述のように、当社が観測する多くのユーザーの行動から「学習によってリターンが高まる」という期待値が求められる。この叶えることができない期待値を放置してしまうと、結局のところ積立投資を開始したのちに、一定のキャピタルゲインの実現益化（もしくは損切）といったアクションが取られることとなる。この観点において、当社はまだアプリ上のサービスのみでは抑止効果を発揮することが難しいと考えている。

一方で、受益者が長期投資にコミットできている関係性も多くみられる。独立系投信等の運用者の関与が顕著な例であるが、顔の見える資産運用サービスでは、ファンドマネージャーが長期投資を訴え続けることによって、ユーザーが説得されている状況が見られている。当社のユーザーにおいても独立系投信の運用残高はインデックス系ファンドと並んで非常に高い水準にある。このような、投資の入り口における長期投資がリターンを高めるといった期待値を放置しないことや、継続学習的な側面を提供できている運用商品に関しては、よりベストプラクティスが解明されていくことが望ましい。そのためにも、モニタリング指標12である「投資信託平均保有期間」において、保有期間の長いファンドを分析しつつ、長期投資を促せるコミュニケーションに関する体系化が行われることが、今後重要であると考えている。

4. 人的資本を加味したアドバイスの高度化

お金の不安は、社会・経済環境の変化と共に顕在化してきた。中でも避けて通れない議論が、どのような人でも有している、所得を得つづける能力（ここでは人的資本と呼ぶ）に関する変化ではないだろうか。

高度成長期における人的資本に向けた想定は、企業が労働者に対し、長期雇用制度の下、当該企業の競争力を高めるための労働者の就労コミットを促し、働き手も年功序列賃金の形により貯蓄を継続するというものであった。企業年金による老後生活の安心も得られるイメージがある中、公的年金のモデル世帯の想定にも象徴されるように、稼ぐ能力が担保された労働者像を中心に扶養家族が暮らし、同僚や親類の金融面における意思決定を模倣することで足りる状況では、個人的なファイナンシャルプランを考えるニーズが少なかったともいえる。

だが、キャッチアップ型経済が終焉した上、ビジネスモデルの賞味期限が短期化し、企業が個人の所得獲得能力を保証することは難しくなった。共稼ぎが当たり前となり、非正規雇用の割合も増え、住宅購入による資産形成効果もバブル期以降は期待しづらくなった中、従来の安心のモデルに代わる手段がないことが、お金の不安を増幅させている。このような時

代にあっては、人的資本を自らどのように理解し、向き合っていくかの話題が死活的に重要である。

【図表 2 人的資本を加味した個人のバランスシート】

資産	負債
金融資産	住宅ローン
複利計算	ライフスタイル
不動産	教育費用
親族間扶助・相続	介護費用 (自身・家族)
人的資本 (実力・環境・意欲)	退職後の生活 やりたいこと と現実の差 (仕事・生き方)
貯蓄力 (収入－支出)	安心の量

(出所) 筆者

VUCA (Volatility, Uncertainty, Complexity, Ambiguity) の時代における人的資本は、陳腐化しやすく、また機を見るに敏な対応が価値を持つものでもある。そのため理想的には、客観的な評価にオープンであるほか、柔軟さを持ち、多能工的であることが求められる。具体的には、自身の同業他社に移籍する能力を有しているか、得意とする職能が陳腐化したり、所属する産業自体が縮小傾向となった際に、他の職能や産業で働くことにオープンであり続けられるか、といった点である。

一方で、人的資本にはリスク分散が本来的に効きづらいという側面もある。マルチタスキングが生産性を下げてしまう側面があるように、ある仕事を一流といわれる品質で執り行ったり、プロフェッショナルのレベルの能力に到達するためには、特定のテーマへの選択と集中が必要であるのが世の常である。

また、働く意欲自体も人的資本の重要な構成要素である。心身の健康であったり、モチベーション自体は、すべてを左右しうる大きなリスク要因でもある中で、これらを丁寧にケアしていくことが重要なのは論を待たない。

これらの 3 つの要素に鑑みると、人的資本を理解し、より健康に意欲をもって臨める仕事を維持し続けることに、ファイナンシャルアドバイスもより踏み込んでいく余地がある

のではないだろうか。人的資本のリスクは所属している会社の株式市場における評価などからも把握できる観点があり、金融資産とのバランスで可能な限りリスクを分散していることや、株式市場での評価の観点から考えた転職の可能性などを、常に腹案として提示できるFPの存在があってもよいのかもしれない。心身の健康やモチベーションなどに至っては、多くのヒアリングやそもそもの信頼形成が必要でもある。自身を定期的に資産として棚卸しをするような相談相手となることは、金融資産に対するアドバイスフィーを上回る収益機会の獲得、例えば転職そのものを商材として扱える新たなFP像の創出につながるのかもしれない。多くの金融商品の手数料水準が低廉化する中で、このようなアドバイスのフロンティアを広げることは、積立投資を軸とした安心の形成を確固たるものとしていくためにも必要と考えている。

5. おわりに

以上、家計管理と人的資本の観点からの資産形成の新たな可能性を見てきた。自己責任をより負うことができ、変化に強い働き手を創出することは、一国のマクロ経済的にも重要度の高いアジェンダといえるのではないだろうか。少子高齢化社会において、社会で最も重要な資産といえる人々が安心して働き手として活躍することが求められる中、積立投資の位置づけはその基本動作とすらいえるものである。本研究会の提言するターゲットに向けた施策が進展する中、長期積立投資の促進により、社会に明るい展望がもたらされることを期待してやまない。

安心して「長期・分散・積み立て」を行うために

LIFE MAP 合同会社 代表

竹川 美奈子

1. はじめに

本研究会では様々な立場の人たちが集まり、「長期・分散・積立」投資によって、世界の成長の果実を受け取ることで資産形成を行ない、長く快適な生活を送ることができる社会を目指すべく検討を重ねてきた。

本レポートでは、一般生活者が日常生活・暮らしの中に積み立て投資を取り入れ、続けていくにはどうしたらよいかをユーザー視点で考えていきたい。

2. 現状と課題

徐々にではあるが、現役世代に「長期・分散・積立」投資が浸透しつつある。例えば、2018年開始の「つみたて NISA」の利用は徐々に広がり、2020年12月には302万8259口座に達した。口座開設者は20歳代から40歳代が全体の約7割を占めている¹。一方、個人が安心して長期・分散・積み立て投資を行うには課題も多い。

1つ目は積み立て開始前に挫折する人が多いことだ。つみたて NISA の口座開設数は伸びているが、稼働していない口座が4割以上ある（2019年中における買付額別口座数）。20代では47.1%、30代では48%と半数近くが積み立て投資をしていない。

日本証券業協会が3年ごとに個人を対象に実施する「証券投資に関する全国調査（平成30年）」では、一般 NISA を含め NISA 口座で投資しない理由の上位には、「投資の方法が良く分からない」（24.9%）、「投資する資金が確保できなかった」（21.5%）、「市場動向で投資時期を見極めている」（18.2%）、「口座が開設されるまでの間に投資意欲がなくなってしまった」（17.2%）、「投資商品を見極めている 15.3%」が挙げられた。つみたて NISA は口座開設者のうち投資未経験者の割合が73.8%を占める²ことを考えると、口座開設したものの商品を選択できない、投資タイミングを考えてしまう人が多いのではないか。

¹ 金融庁「NISA・ジュニア NISA 口座の利用状況調査（2020年12月速報値。年代別割合は9月末時点）」

² 日本証券業協会「NISA口座開設・利用状況調査結果（2020年6月30日現在）について」。つみたて NISA の投資未経験者は報告のあった証券会社において2017年10月1日以降に証券総合口座を開設した者。割合は勘定設定口座数をベースに計算

2 つ目は積み立て投資を始めても短期間でやめてしまう人が多いことだ。

金融庁「NISA 口座の利用状況調査」によると、つみたて NISA がスタートした 2018 年には 639 億 6,579 万円の指定インデックス投信が積み立てで購入されたが、2018 年に購入された指定インデックス投信のうち、翌 2019 年には 111 億 1,894 万円が解約されている³。これは購入された金額の約 17%にあたる。アクティブ投信等の指定インデックス投信以外の投信はどうか。2018 年の買付額 175 億 6,049 万円に対し、翌年の解約は 35 億 2,599 万円（買付額に対して約 20%）。買付・解約ともに時価評価額なので、正確な解約比率はわからないが、長期・分散、積み立て投資を促す制度にもかかわらず、1 年程度で解約する人が多いのは事実だ。2019 年は世界的に株価が上昇し、“利益確定”のため投資信託を解約したくなる市場環境も影響していたと思われる。

投資信託の 2020 年末時点での平均保有期間は全ファンドの平均で 2.5 年⁴と、少しずつ伸びてはいるが、まだ長期には程遠い状況だ。

3 つ目は投資信託自体がサステナブルとはいえないことだ。

「SPIVA®日本スコアカード (Year-End 2020)」ではファンドの生存率⁵が公表されている。生存率というのは調査対象期間の期初に存在しているファンドの中で、期末時点でも運用を継続しているファンドの割合をさす。例えば、10 年生存率をみると、日本株ファンドは 64.7%（大型株ファンド 65%、中小型株ファンド 64.3%）、外国株式ファンドは 53.7% となっている。外国株式は投資対象により差がある（米国株式ファンド 52.2%、グローバル株式ファンド 55.5%、国際株式ファンド 67.%、新興国株式ファンド 40.6%）。新興国株式ファンドは約 6 割が 10 年で姿を消す。

日本サステナブル投資フォーラム (JSIF) ではサステナブル投資を投資分析や投資ポートフォリオの決定プロセスに ESG などの課題を勘案し、投資対象の持続性を考慮する投資と定義。統計データ算出にあたり、定義に合致すると思われる、1999 年以降に設定された投信 133 本（ETF 含む）を HP に掲載している。だが、2020 年 12 月末時点で「信託期間が無期限」「純資産総額 30 億円以上」の条件を満たすのは 19 本（ETF 含む）に過ぎない。設定時に資金が流入し、その後は流出が続く。そして、資産残高の減少により繰上償還

³ 金融庁「NISA 口座の利用状況調査（2019 年 12 月末時点）」及び「同（平成 30 年 12 月末時点）」より算出

⁴ 2021 年 4 月 26 日日経電子版「投信保有期間 じわり長期化、つみたて NISA は短期化」・QUICK 資産運用研究所調べ

⁵ 「SPIVA®日本スコアカード」は S&P ダウ・ジョーンズ・インデックスによる。生存率は調査対象期間の期初に存在しているファンドの中で、期末時点でも運用を継続しているファンドの割合。

される投信も目立つ。

そして、4つ目は従来の“投資好き”を意識したサービスがまだ多いことだ。例えば、投信会社の基準価額を毎日配信するサービスは長期資産形成を目的とする層に必要だろうか。価格が大きく下がる局面で基準価額が毎日送付されて不安になり、投信を解約したというFPの相談事例もある。基準価額が5%下落したときにだす臨時レポートも、形式的に出している（例えば、下がった投信名と下落率だけを一覧表で記載する等）ケースもある。一律・形式的なものはやめ、本当に必要なものだけを各社が見極めて発信する方向にしてもよいのではないか。

3. 安心して「長期・分散・積み立て」を継続するために

では、どうしたら、広く一般の生活者が「長期・分散・積立」投資によって、世界の成長の果実を受け取ることができるのか。

ここでは主に2つ目の短期間で積み立て投資をやめてしまう問題について考えてみたい。積み立て投資を始め、「下がっても」「上がっても」短期間で解約する人が多いのは基準価額の値動き＝価格に振り回されるためだ。

●【家計の見える化】個人も決算をだす

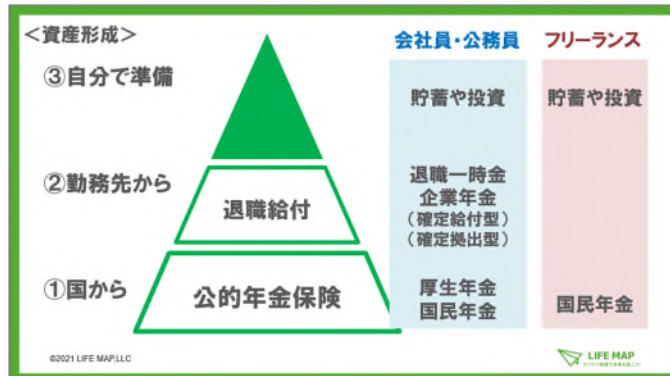
投信の価格変動に振り回されない方法としては、“投資部分だけ”ではなく、家計の資産全体をみる（俯瞰する）視点を持つことだ。例えば、年に1回、バランスシート（B/S）を作成することで、投資している部分は金融資産の一部であることが実感することができる。最近はマネーフォワードなどの家計簿アプリでも簡単にB/Sを作成できる。定点観測をして、リタイアまでに健全なB/Sを作っていく（負債ゼロ・金融資産を積み上げる）イメージを持つとよいだろう。

●【資産形成・取り崩しの見える化】三層で考える（公的年金／退職給付制度／自分で準備）

もう一つは公的年金保険、退職給付制度（退職一時金・企業年金）、自分で準備する分をセットで考えることだ（図表1参照）。この考え方は資産形成期も、積み上げた資産を取り崩していく時期も同じだ。

多くの人は三角形の一番上（自分で増やす部分）だけに目を向けがちだが、そうではない。一生受け取れる公的年金は「長生きに備える保険」であり、老後資産形成を考える際には土台となる（障害年金、遺族年金の機能もある）。長寿化を見据え、就労、勤務先の退職給付なども併せ、三角形全体でふやすという意識を持ちたい。

【図表 1】



●投資方針書を作成する

投資を始める際に「投資方針書」を作成しておき、不安になったときにはそれを読み返すと効果がある。これは米国の著名な投資家チャールズ・エリス氏や投資教育家の岡本和久氏などもすすめている方法だ。投資方針書というと難しそうだが、要は「自分がどういう方針で運用するか」をまとめておくもの。ひとりで作成するのが難しい場合には、アドバイザーに相談する際に一緒に作成するとよい。

●お金の行き先を意識できる“手触り感”と対話

投資信託を長期で持つにはどうしたらよいか。個人の立場から見たら「持ち続けられる」投資信託を選ぶ。運用会社から見たら「長く保有してもらえる投信」にすることが大事だ。そのためには運用会社は投資先との対話だけではなく、受益者との“つながり”を大事にする必要があるのではないだろうか。具体的には、適切な情報開示（目論見書、運用報告書、月次レポート）と受益者との継続的な対話である。

情報開示がよいから「いい投信」とは限らないが、個人が長期で保有し続けていかどうかを判断するには適切な情報開示がされていることが大前提だ。インデックス投信はシンプルでもよいが、アクティブ投信は5つのP（①Philosophy=投資哲学、②Process=投資プロセス、③Portfolio=①②に沿った中身になっているか、④People=運用体制、⑤Performance=運用実績）を投資家と共有できるような中身、見せ方になっていることがのぞましい。

受益者との対話の場としては決算時の運用報告会⁶などが挙げられる。“直販”を行う鎌倉投信やセゾン投信、レオス・キャピタルワークス、コモンズ投信などは受益者向けに運用報

⁶ 運用報告会については各社がそれぞれ独自の名称をつけている。

告会を実施している。最近は“直販”以外でも、農林中金バリューインベストメンツが販売会社や(iDeCoの)運営管理機関を通して受益者向けに運用報告会を行っている。会社によっては月次の運用報告会や投資先企業の訪問ツアー、経営者の講演会、統合報告書を読む会など、様々な試みを行う。受益者は運用報告会などに参加することで、運用会社の姿勢や、商品の一貫性が損なわれていないかを確認し、そのまま保有し続けてよいかを判断できる。

大手でも、三菱UFJ国際投信がeMAXISシリーズのファンミーティングを実施するほか、ニッセイアセットマネジメントや三井住友DSアセットマネジメントも一部投信で個人投資家との対話を行うといった動きが出始めている。

個人が安心して長期で積み立てを行うためにはこうした取り組みは大切だ。必ずしも頻繁に情報共有する必要はないが、投資先企業の選定理由や取り組みが可視化されることは個人が投信を保有し続けるモチベーションになる。不安を感じた時に質問できる場があることも大切だ。ただ、こうした取り組みは手間がかかる。そこはお金を託された運用会社がどこまで対応するか、受益者に「伝えよう」とする意思があるか、持続的に実施する覚悟はあるか、ということに尽きるだろう。逆にいえば、他社に倣って形式的に行う必要もないし、一般生活者に重きを置いていない場合(例えば、富裕層重視など)には他の方法も考えられる。

●毎年定点観測できるしくみを作る

もっとも、現状は意識の高い個人投資家ばかりではないし、金融リテラシーの向上に向けた教育、運用会社の取り組みだけでは限界もある。

例えば、企業型確定拠出年金(以下、企業型DC)では適格な指定運用方法(デフォルト商品)を元本確保型ではなく、投資信託(例えば、バランス型投信など)にし、オプトアウト可能にすることも検討の余地がある。また、IFA(金融商品仲介業者)だけでなく、金融商品の販売に関わらないアドバイザー(例えば、投資助言・代理業の登録をするFP=ファイナンシャルプランナーなど)を育成する必要もある。取り扱う商品を限定し投資助言・代理業登録のハードルを下げる、コンプライアンスや内部監査等に精通する金融業界OBとアドバイザーのマッチング等の公的なサポートを行うといったことも考えられる。

そして、カギを握るのは企業型確定拠出年金(以下、企業型DC)の継続研修ではないか。企業型DCの継続教育の詳細については大江研究員のレポートに譲るが、継続的な研修(あるいは従業員向けマネープランセミナー等)を行う際に、上記の「家計の見える化」や「資産形成・取り崩しの見える化」などを取り入れていくことで、投資を含むお金の定点観測ができるとうい。地域に根ざした(FPなどの)アドバイザーや地域金融機関などのサポート

も重要だ。ただ、こうしたサポートは大手企業が中心になりがちなので、公的機関は中堅・中小、ベンチャー企業に勤める会社員、自営業・フリーランス向けのサポートを優先的に行ってほしい。

●長期的な視点で取り組みたいこと

2022年から高校の家庭科の授業で資産形成の視点を学ぶ。学校教育では投資信託のしくみや分散投資を学ぶことも大事だが、「社会保険」「働くこと・社会とのつながり」を学ぶことがより重要だ。以前、レオス・キャピタルワークスが高校生向け授業で「やってみたい！を広げてみよう～ペットボトルのお茶から考える進路」というワークショップを開催した⁷。私たちのもとへモノやサービスが届くまで、様々な人が関わり合って成り立っていることを理解してもらい、進路の選択に役立ててもらうことが目的だが、こうした取り組みは大切だ。長い目で、いい投資家をふやすには、社会とのつながりを実感する、会社や仕事を前向きに捉える人をふやすことが必要だと感じる。

4. おわりに

時代はVUCA（ブーカ⁸）だ。生涯1つの会社で正社員として働く以外に、兼業、転職・独立など働き方は多様化し、2拠点生活といったライフスタイルも多様化している。一人ひとりの生活形式に沿って、資産形成から受け取りまでを考えていく必要がある。長い人生、パンデミックや震災等不測の事態、自身の病気・けが等も含め、常に経済的に安定しているとは限らない。多様化を前提にしたシステムの構築、そして、データを一元化・蓄積することで、経済的な支援が必要な人にすぐに届き、かつ個人の資産形成・活用に活かしていくことがのぞまれる。

最後に、色々述べてきたが、こうすれば上手くいくという魔法の杖はない。20年後を見据えて、積み立て投資にかかわるすべての人たち（運用会社や販売会社、アドバイザー、事業会社、そして個人）一人ひとりがどう考え、行動するかにかかっている。そのためには「いかに投資をするか（投資してもらうか）」ではなく、「日常の暮らしの中に投資を取り入れて、続けていく（続けてもらう）にはどうしたらよいか？」を問い続けることが大事だと考える。

⁷【イベントレポート】 やってみたい！を広げてみよう～ペットボトルのお茶から考える進路～vol.1 vol.2 https://hifumi.rheos.jp/labo/2020/hifumi_story09.html

⁸ Volatility（変動性・不安定さ）、Uncertainty（不確実性・不確定さ）、Complexity（複雑性）、Ambiguity（曖昧性・不明確さ）という4つのキーワードの頭文字

英国 80 年代の国営企業民営化と PEPs の役割 ～日銀 ETF を個人の資産形成に活用するための一考察

フィンウェル研究所 代表
野尻 哲史

金融緩和政策の一環で日本銀行が 2010 年 12 月から始めた市場からの ETF の買い上げは、2021 年 3 月までの累計で簿価 36.6 兆円¹に達し、時価評価では 50 兆円以上²といわれている。その規模の大きさから、市場売却いわゆる出口戦略が注目されている。市場放出となれば、株価の下落要因として認識され、その噂だけで株価が下落するといったことが起きうる³。

一方、今後の日本の超高齢社会を見据えると、個人金融資産の積み上げが必須の状況といえる。「すべての人に世界の成長を届ける研究会」の当該報告書「2041、資産形成をすべての人に～5つのターゲットと15のアイデア～」では、20年後の2041年、個人の積み立て金融資産 150 兆円を目指すとしている。日本銀行が保有する ETF を直接市場に放出せず、簿価で個人に売却することはできないだろうか⁴。iDeCo（個人型確定拠出年金）の特別枠とか英国の Lifetime ISA(退職時点までの引出制限付き ISA、個人貯蓄口座)のような非課税口座で退職時点まで売却できないものとするれば、市場への放出は 20 年、30 年といった時間をかけて行うことになり市場の波乱要因とはなりにくい。さらに個人は簿価で購入するため、購入時点で時価との差額がすでに利益と認識できる。一段と非課税口座の保有希望者が増える可能性も出てこよう。

本稿は、その実現可能性を探るため、先行事例として、80 年代の英国で国営企業の民営化が推し進められた時期に導入された PEPs（Personal Equity Plan、個人株式非課税口座）を分析する。

¹ 日本銀行が発表した「巣数連動型上場投資信託受益権（ETF）及び不動産投資法人投資口（J-REIT）の買い付け結果並びに ETF の貸付結果を 2010 年 12 月から 2021 年 3 月末までフィンウェル研究所が累計算出。

² 日本経済新聞 2021 年 2 月 25 日『「日銀離れ」探る株式市場 ETF 減額、正常化へ一歩』ではニッセイ基礎研究所の試算として含み資産を約 15.8 兆円と紹介している。

³ 2021 年 3 月 19 日の株式市場は日銀の政策決定会合での ETF 買い入れ方針の変更で、TOPIX が上昇し、日経平均は下落に転じた。

⁴ 榎田誠希、証券アナリストジャーナル「日銀保有 ETF の行方は」2020 年 11 月号で「(国民に保有してもらおうことは) 目指す意味のある出口政策となり得る」と寄稿。

1. 個人金融資産の5%に達するISAの前身PEPs

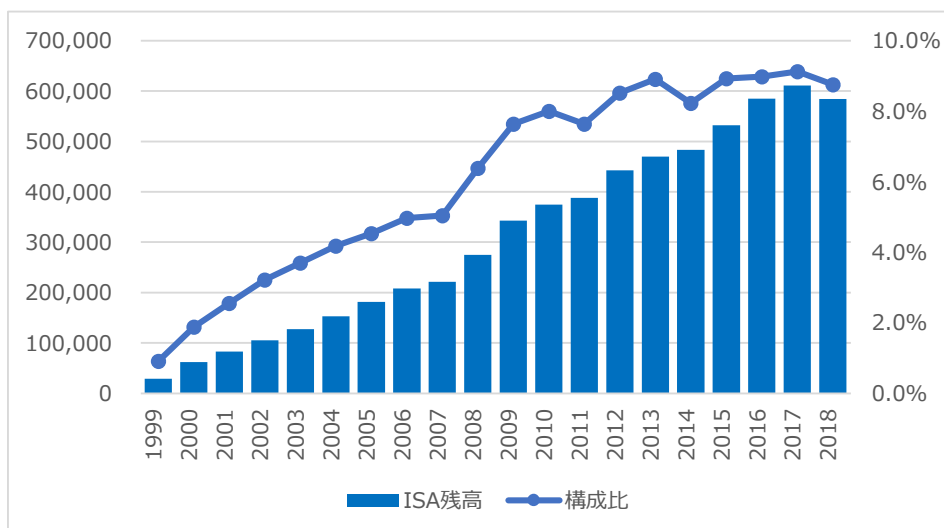
PEPsは1987年に導入され、その後ISA(Individual Savings Account、個人貯蓄口座)に引き継がれる形で拡大を続け、今や英国成人の4割が口座を保有するとまで言われる非課税制度に成長した。

英国ISAの創設は1999年。それまであったPEPsとTESSA(Tax Exempt Special Savings Account、非課税特別貯蓄口座)を、それぞれ株式型ISAと預金型ISAとして引き継ぐ形で導入された。ISAの資産残高は、株式型ISAが3140億ポンド、預金型ISAが2696億ポンド、合計で5844億ポンドとなり、個人金融資産の8.8%を占めるまでに拡大した(2019年4月5日現在)⁵。

そのうち、日本のISA(少額投資非課税制度)の元となった株式型ISA、すなわちPEPsを引き継いだ部分の残高はISA残高の約半分(個人金融資産の4.7%)を占め、日本の個人金融資産1948兆円⁶に当てはめると91.6兆円に相当する規模となっている。2019年末のNISAの残高は8.6兆円に留まっており⁷、さらに確定拠出年金の残高13.3兆円⁸を加えても、英国の4分の1に満たない。

【図表1 ISAの残高と個人金融資産に占める比率】

(単位：百万ポンド、%)



(出所) 英国統計局データよりフィンウェル研究所作成

⁵ 英国統計局の Individual Savings Account Statistics ならびに United Kingdom National Account: The Blue Book 2019

⁶ 日本銀行調査統計局「2020年第4四半期の資金循環(速報)」, 2021年3月17日

⁷ 残高の公表されているデータは2019年12月末が直近。金融庁、「NISA口座の利用状況調査(2019年12月末時点)」

⁸ 金融審議会市場WG、厚生労働省提出資料「iDeCoをはじめとした私的年金の現状と課題」2019年4月12日、P12

2. Thatcher 政権時代の国営企業の民営化

1979年から90年まで英国の首相を務めた Margaret Thatcher 氏は、70年代の高インフレ、高金利による経済の停滞から抜け出すための施策として、多くの国営企業の民営化を実施した。この時代の民営化は、Popular capitalism とか、Capital-owned democracy といった言葉で称されている。

【図表2 80年代半ばから90年代初頭における英国国営企業の民営化実施状況】

年	企業名
84	Enterprise Oil, Jaguar, British Telecom
86	British Gas, National Bus Company
87	British Airways, Rolls-Royce, British Airports Authority, Rover(Trucks)
88	British Steel, National Express
89	Regional Water Companies (10 companies)
90	Electricity Distribution Companies (12 companies), Girobank
91	National Power, PowerGen, Scottish Power, Scottish Hydro Electric

各種資料より筆者作成

3. PEPs の導入

1986年3月18日、当時の Lawson 財務相が発表した 86年予算教書で Personal Equity Plan(個人株式非課税口座)の導入が盛り込まれた。PEPs の趣旨は「小口の投資家、なかでもこれまで投資をしてこなかった人たちに投資を広げるもの」として位置付けられている¹。また明確な意図は言及されていないが、PEPs の投資対象は英国企業の株式とされていること、その後の制度の改善のなかでこの非課税制度と当時の国営企業の民営化と絡めて議会で議論されたことを考えると、PEPs の導入と国営企業の民営化は不可分な関連があることが窺い知れる。

1987年1月からスタートした PEPs は当初年間拠出上限額が 2400ポンド、最低保有期間が 12 か月、対象者は 18 歳以上の英国国民とされていた。1987年1月には 1日当たり 2000人以上の口座開設が行われたといわれ、初年度だけで 27万人が PEPs を利用した。1口座当たりの平均拠出額は 1800ポンドで、総額は 4.8億ポンド(当時の為替レート 1ポンド=230円として計算すると、1100億円)。また当初の試算では財政上のコストは 2500

¹ “specially designed to encourage smaller savers, and particularly those who never previously have invested in equity in their lives”, Official Report, 18 March 1986; Vol.94, c.178

万ポンドと見込まれていた。

しかし、1987年10月のブラックマンデーの影響もあって、88年に上限額を3000ポンドに引き上げたものの、1988年の口座利用者は12万人、拠出額も2億ポンドと前年の4割にとどまった。The Timeのコラムでは“Birthday blues for unpopular PEPs”と題してこの停滞を表現した。

4. 制度の拡充とその議論からみる PEPs 導入の意図

1989年には、①上限額を4800ポンドに引き上げ(88年に2400ポンドから3000ポンドに引き上げられている)、②Unit Trustの内訳を540ポンドから2400ポンドに引き上げ、③拠出は現金だけでなく、新株でも可能に、④最低保有期間の撤廃、⑤口座内での現金保有ルールも撤廃、の5項目の改善を行っている。こうした改革は市場からは評価²され、PEPsの利用の急拡大につながった。

1989年5月10日に行われた議会での質疑では、その改定に関する質疑が行われ、改めてPEPs導入の意義(=個人に民営化企業の株式を保有させる)が窺える。Lamont財務相(当時)の発言のポイントは

- 10年前、成人に占める投資家比率はわずか7%だったが、現在20%にまで上昇した
- (地域の金融機関によると)この口座で初めて投資をしたという人が多かった
- 前年、不必要でコスト高になる要件の緩和が業界から要望され、以下の点を改善した
 - ① 拠出の上限を2400ポンドから4800ポンドに引き上げる。
 - ② 合わせてUnit Trustの上限(全体の上限の内数)を540ポンドから2400ポンドに引き上げる。
 - ③ 但し、主に英国株に投資するUnit trustを対象とする
 - ④ 90年4月より75%ルールを導入し、英国株保有比率が75%以上であれば、2400ポンドの対象、それ以下であれば従来通りの水準

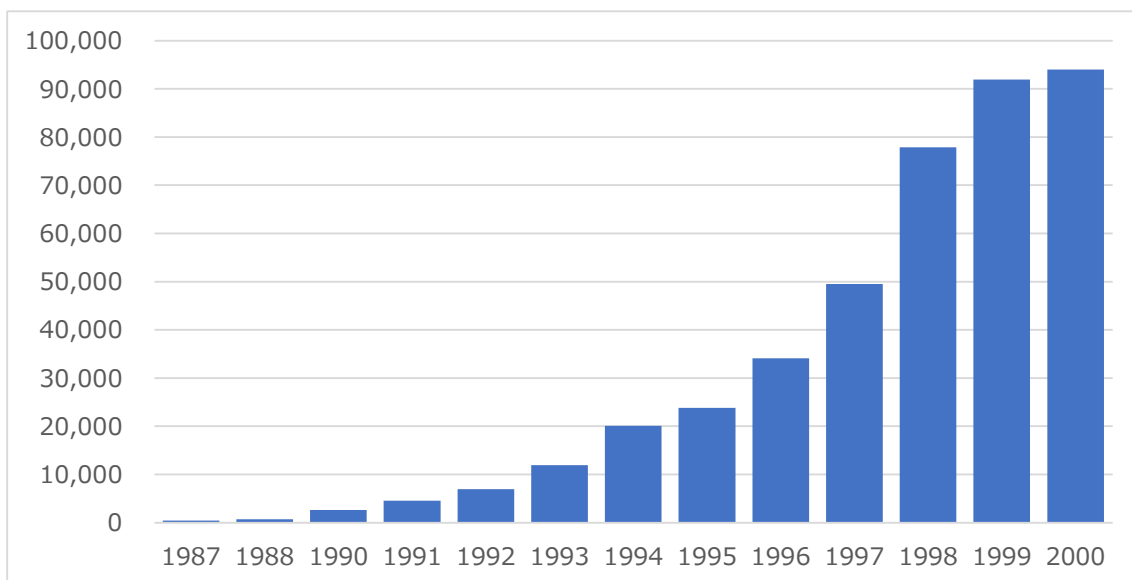
そして改めて今回の変更は「民営化だけに資するものではなく、PEPsという制度の改善である」³と述べて、議論の端々に国営企業の民営化とPEPsの関連が強く意識されていることがわかる。

² “PEPs are given the kiss of life”(The Financial Times, 18 March,1989)とか、“Personal equity plans pepped up thanks to Chancellor’s tinkering”(The Times, 18 March, 1989)と評された

³ “They are designed not specifically for privatization, but to improve the product of PEPs”, Official Report, 10 May 1989; Vol. 152, cc 949-972

【図表3 Personal Equity Plans の残高の推移】

(単位：百万ポンド)



(注) 1987年と1988年は12月末。1990年以降は4月末。そのため統計では1989年は計算されていない。

(出所) 英国統計局データ

5. PEPs の口座残高の推移

1987年12月末27万口座、4.4億ポンドでスタートしたPEPsは、89年の改正を経て、急速にその残高を拡大させた。1990年4月5日(英国の財政年度は4月6日～翌年4月5日まで)時点で、26億ポンドと2年3カ月で5.9倍に残高が増加、その後、ISAへの移管となる1999年までにその残高は214倍の940億ポンドに達した(当時の為替レートに近い1ポンド=185円で換算すると17.4兆円)。

6. まとめ

英国におけるPEPsは、80年代の国営企業民営化政策の受け皿として創設され、残高が拡大した。その口座を引き継いだ株式型ISAは、現在口座保有者637.7万人、残高3140億ポンドにまで成長した。1口座当たり4.9万ポンド、1ポンド=140円で換算すると700万円弱の資産に相当する。「貯蓄から資産形成へ」を標榜する我が国においても、「国営企業の民営化を日本銀行の保有するETFの個人への売却」としてとらえ、日本銀行が保有するETFを資産形成が求められる現役層に移転させる施策は十分に意味を持つだろう。

資産形成における資産運用の位置づけとリスク性資産との付き合い方

ニッセイ基礎研究所 准主任研究員

前山 裕亮

1. 重要度は高くないが資産形成の助けになる資産運用

個人の資産形成において、資産運用の重要性はそこまで高くない。資産の増減は以下のように入、支出、資産運用の3つに分けて考えることができるが、資産形成していく上で重要度の順番をつけるとするならば支出、収入、そして最後に資産運用ではないだろうか。

$$\text{「資産の増減」} = \text{「収入」} - \text{「支出」} \pm \text{「資産運用（による増減）」}$$

3つの中で資産運用が最も重要性が低いと考えられるのは、運用環境などに左右されるため資産形成に過度に期待することができないためである。資産形成を着実に行うには、どのような結果になるか分からない資産運用に頼るよりも、収入に対して支出を管理し、貯蓄（＝「収入」－「支出」）していくことが、何よりも重要であると思われる。やや極論になるが、貯蓄のみで十分に資産形成できるのであれば、資産運用を行わなくても特段問題はない。実際に現在の高年齢層の中には、貯蓄のみで資産形成した方も多いと思われる。また、資産運用をするにしても元手となる資金が必要であり、よほどの資産家でない限りは、いずれにしても、まずは貯蓄から始めることになる。

その一方で、自助努力で貯蓄だけで資産形成をするのにも、やはり限界があると思われる。支出を抑制するのも収入を増やすも簡単ではなく、どちらも頑張りすぎると生活の質が落ち、場合によっては健康を害する恐れすらある。

やはり貯蓄した一部を使って資産運用をし、資産を少しでも増やすことができれば、資産形成の大きな助けになる。資産運用を難しく考えている方も多いと思われるが、後述するような方法であれば手間もかからず、あまり日々の生活の質を落とさずに行うことができる。さらに、運用期間が長ければ長いほど運用益がより大きくなる可能性が高くなる。つまり、早期から貯蓄と合わせて資産運用も行うことによって、より余裕を持った資産形成ができるようになることが期待できる。

これまで日本では物価が下落、もしくは上がらない状況が長く続いており、この状況が結果的に貯蓄のみの資産形成にとって追い風になっていた。しかし、今後は物価が上昇する可能性もある。物価が上昇するとその分、資産が目減りしてしまうため、思っている以上に貯蓄する必要があるかもしれない。多少は資産運用によって物価上昇分を補い、蓄えた資産の目減りは防ぎたいところである。逆に言ってしまうと、これからは資産運用をせずに貯蓄の

みで資産形成を行うのは、物価の動向次第で想像以上に大変になるかもしれない。

2. 難しい運用環境の中で必要性が高まるリスク性資産

このように資産形成に貯蓄と合わせて取り組むべき資産運用ではあるが、残念ながら肝心の資産運用環境は厳しい状況になっている。

日米の10年国債利回りを見ると、日本に限らず米国でもこの30年で大きく低下したことが分かる【図表】。2004年から2008年ごろに先進国債券の毎月分配型投信が大人気になったが、当時は米国の10年国債利回りは4%から5%と2%を下回っている現在の倍以上の水準であった。さらに欧州の先進国の中には、さらに高い利回りの国もあった。価格変動が比較的小さい先進国債券でこれだけ高い利回りが得られるのは、今の市場環境から考えると、とても魅力的であった。

それが今や日本だけでなく他の先進国まで広げても、債券では今後あまり収益が望めなくなっている。定期預金はおろか、債券のみの資産運用では、先ほど触れた物価上昇分すら補えない恐れがある。そのため、債券以上に高い収益が期待できる株式などのリスク性資産も組み入れて資産運用を行う必要が高まっている。

しかし、リスク性資産は日々の価格変動も大きく、投資すると損失を被る可能性が債券などよりも格段に大きい。そのため、いかに上手にリスク性資産を組入れて資産運用を行えるかが重要となるが、失敗しにくいリスク性資産の組入れ方として“長期・分散・積立”投資を多くの方々に強く推奨したい。

【図表 10年国債利回りの推移】



(出所) DataStream より筆者作成

3. 長期でこそ発揮されるリスク性資産の収益性

そもそもリスク性資産はその資産が生む経済的な収益による価格上昇（および配当等のインカム収益）が期待でき、長期になればなるほどその収益が蓄積され、プラスの収益が得られる可能性が大きくなる。短期的には市場環境などにも左右されて価格変動してしまうが、長期投資になればなるほどそれらの短期的な価格変動の影響が相対的に小さくなり、リスク性資産が本来持っている収益性をより享受しやすくなる。

リスク性資産に投資することとギャンブルとを混同されている方も多いと思われる。リスク性資産は価格変動が大きく、投資期間が短いとゼロサムゲームのようになり、ギャンブルと変わらない側面は確かにある。しかし、ギャンブルは期待できる収益が当初よりマイナスであり、やればやるほど損失が出る確率が高まるのに対して、リスク性資産は特に長期投資した場合には期待できる収益がプラスである点は大きく異なっている。リスクが大きいからといって、ギャンブルと混同してリスク性資産を毛嫌いしている方には是非とも理解いただきたい違いである。

4. 分散することによって当たり外れを小さく

一方で、リスク性資産の中には日本株式のように長期投資しても収益がプラスにならない時期もある。これは、投資先を単一企業や単一地域などに偏ると、日本株式のように国全体として長期的に低迷することや、単一企業への投資だと最悪の場合は倒産し、その株式がただの紙切れになってしてしまうこともあるためである。

そのようになる地域や企業が予想できれば投資先から除外できるのだが、実際に予想することは極めて困難である。そのため現実的には、投資先を分散させて幅広い企業や地域、つまり世界（経済全体）の成長を享受できるようなリスク性資産に長期投資することによって、当たり外れを小さくなるようにすることができる。具体的には、世界各国の多数の企業の株式が組入れられた株式ファンド（投資信託、ETF）だと、最も手軽にしかも低コストで投資することができる。こうしたファンドは投資すべき金融商品（リスク性資産）の候補となるだろう。

なお、経済自体もグローバル化してきており、例えば海外の企業といっても我々にとって身近な企業も多くなっている。海外の企業だからといって、投資先として過度に敬遠する必要もないと思われる。例えば時価加重型の株式指数に連動する世界株式のインデックス・ファンドの組入を見ると、アップル、マイクロソフト、アマゾン、グーグルの親会社であるアルファベット、フェイスブックなど実際に日本でも商品やサービスを提供している企業が上位にきている。

逆に投資先を日本国内に絞ってしまうと、このようなプラットフォームと呼ばれるようなグローバルな企業が日本にはないため、そのような企業の高い成長を享受できなくなってしまいます。また、日本に住む多くの人は勤め先である日本の企業から貯蓄の元手となる収入を得ている。従って、資産運用に限らず資産形成全体でのリスク分散を考えると、せめて資産運用では日本に傾斜せずに海外にも目を向けた方が良いのではないだろうか。

5. 手間いらずの積立投資

このように投資先を分散させて長期投資することによって損失を被るリスクは小さくできると考えられるが、投資するタイミングによっては一時的に損失を抱えてしまうこともある。2008年から2009年のリーマン・ショック時や足元2020年のコロナ・ショックなどは多くのリスク性資産が急落したことから分かるように、どれだけ投資先を分散させても常に右肩上がりで資産が増えることはあり得ない。

リスク性資産に投資する適切なタイミングが事前に分かればよいのだが、投資先と同様にリスク性資産の動向も予想することも困難である。そのため投資するタイミングも分散させることによって、結果的にいわゆる高値掴みを防ぐ、もしくはその傷を浅くすることができる。

機械的に毎月の決まった日に定期的に定額を投資する積立投資だと、投資するタイミングを考える必要がなくなり、誰にでも簡単に実行することができる。一度、積立投資の設定さえすれば手間もかからず、日々のリスク性資産の価格変動に過度に意識する必要もなくなると思われる。

6. 最後に

最近は税制優遇があるiDeCo等のDC制度やNISA制度など、積立投資を支援するような制度が充実してきている。それに合わせて以前では考えられなかったような、低コストの世界株式インデックス・ファンドなども出てきており、まさに“長期・分散・積立”投資を行やすい環境が整ってきている。

資産形成において資産運用はあくまでも補助的な役割になるが、それらを活用することによってより余裕を持った資産形成が可能となる。できれば一人でも多くの方にこうした投資を実践していただき、老後も含め将来にわたってより豊かな生活が送れるようになることを期待している。

資産運用のライフサイクル理論

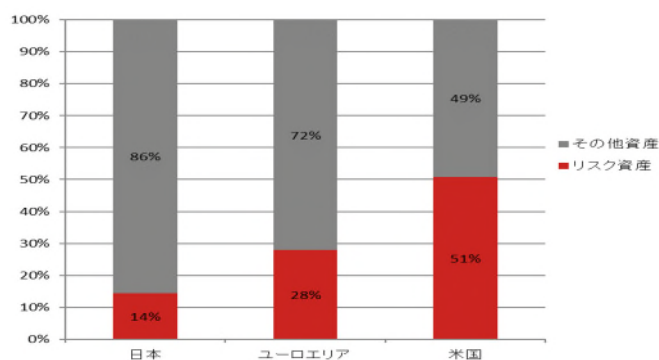
野村證券 金融工学研究センター エグゼクティブディレクター

大庭 昭彦

1. 個人のリスク資産投資

2020年の日本銀行のデータによれば、日本の個人は欧米よりもリスク資産比率が低い。この状況が長期に渡って継続していることで、例えば過去20年間での個人金融資産の増加に対する資産運用収益の寄与は、米国の方がはるかに高いと報告されている（2019年、金融庁「人生100年時代における資産形成」）。

【図表1 日米欧の家計に占めるリスク資産の比率】



(注) データはいずれも2020年3月末現在。現金・預金、保険・年金等の合計を「その他資産」とし、全金融資産から除いたものをリスク資産とした。

(出所) 2020年 日本銀行「資金循環の日米欧比較」より野村證券作成

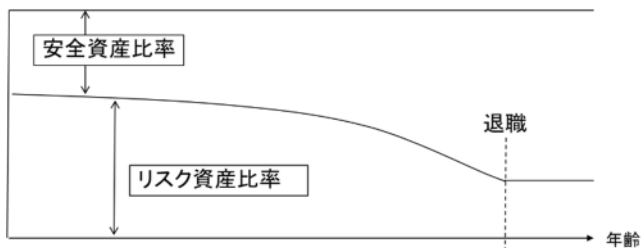
米国で株式投信・株式などのリスク資産の個人保有が進んでいる一因として、市場への参加を促す投資アドバイザーの存在が知られている。彼らのアドバイスは多岐にわたるが、最も重要なものの一つに「なるべく早い時期での投資のスタート」がある。特に自動的に継続する積み立てタイプのものが望ましい。その時、どのくらいのリスク資産比率が適切なのか、彼らの使う経験則で最も有名なものは「100 - 年齢」(%) というものだ。これに従えば、50歳であれば50%、30歳であれば70%と若いほど多くをリスク資産に投資することになる。若いほどリスクを取った方が良いという、この一見単純な経験則の裏には、次の章で紹介する精緻な理論がある。

2. ライフサイクルとリスク資産比率の理論

個人の最適資産運用を考える上で前提となるのは「人はお金を消費することから効用・幸福感を得る」ということである。また、消費できるお金はなるべく多く、安定していたほうが嬉しい。消費のためには収入が必要で、消費にも収入にも「ライフサイクル」がある。人は平均的に若い時は収入が低く、年齢を経ると働き盛りのピークまで上昇する。その後減少に転じ、定年を迎え、年金の受け取りもスタートする。消費の平均的な「ライフサイクル」では、生活費も山なりのカーブを描く。また、教育費や住宅費では一定期間大きな費用をかけることもある。通常、こうした収入と消費のサイクルにはタイミングのズレがある。つまり、人生にはお金が足りない時と余分な時があるということである。従って、個人の最適資産運用の理論は、「余分な時のお金を足りない時のためにいかに増やしておくか」という理論となる。生涯に受け取る収入の現在価値のことを人的資本と呼ぶので、これは人的資本を考慮した最適資産運用の理論だとも言える。

こうしたライフサイクルを考慮した個人の最適資産運用について、現在の世界のファイナンスの学会のコンセンサスとなっているのは、ハーバード大学のキャンベル等の理論である。これは、1997年にノーベル賞を受賞したマートン等の最適投資理論を個人に応用したものだ。キャンベル等は、ライフサイクルを考慮した理論では年齢と共に人的資本が減るにつれて、平均的には保有資産の中のリスク資産の比率は減っていくということを示した(キャンベル・ピセイラ(2005))。

【図表2 保有金融資産内での最適行動のイメージ図(人的資本を除いた表示)】

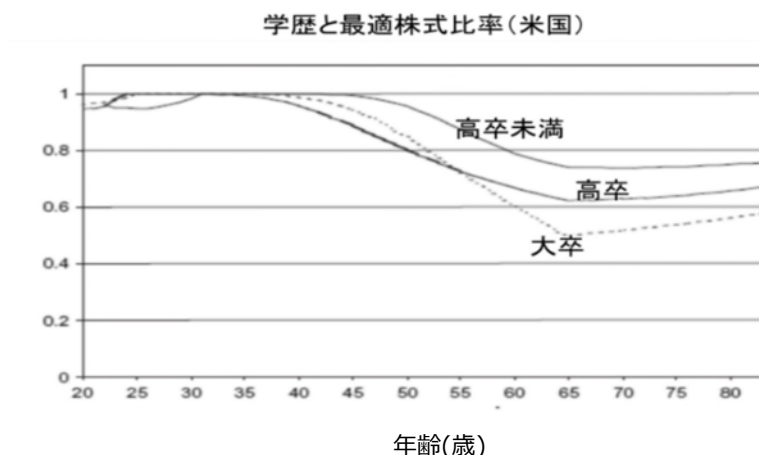


(出所) 野村証券金融工学研究センター

さて、実際のライフサイクルでの収入と支出を考慮して「最適化」を行う上で、収入のセグメント別に結果が違ってくるかどうかは興味のあるところである。ここでは、米国における大卒、高卒、高卒未満の3つのセグメントの年齢別収入データを利用する。このデータの単純な集計を見ると、平均的に学歴が高いほど収入が高くピーク年齢が遅い山なりのカーブを描く。このデータを用いて最適リスク資産比率を計算したものが図表3である。どのセグメ

ントでも現役時代の最適リスク資産比率は 100%近くと高く、加齢によって退職までは比率が減少するのが共通している。1章で提示した経験則は、少なくとも大まかな傾向としては、十分合理的であると言える。

【図表3 学歴と最適リスク資産比率（米国）】



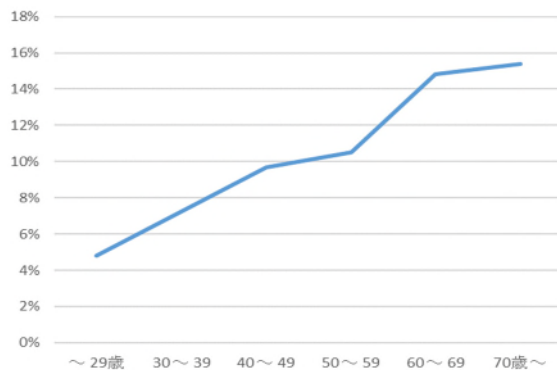
（出所）Cocco, Gomes and Maenhout (2005) Figure 4. をもとに野村証券金融工学研究センターが作成

人生 100 年とも呼ばれる長寿の時代では、ライフサイクルを考慮した最適資産運用の理論こそが、「積み立て投資をスタートするのは早ければ早い程良い。」ということの合理的な根拠として、ますます重要になってくると思われる。

3. ライフサイクルとリスク資産比率のパズル

本章では実際の個人の投資行動のデータを確認してみよう。図表 4 を見ると、日本の個人は若い程リスク資産比率が低く、グラフの傾きは合理的な理論にもとづくものとは反転している。レベルもかなり低い。この大きな違いは米国でも似た状況で、アカデミックな世界ではパズルとして長らく挑戦されてきている。

【図表 4 日本の個人の年齢別リスク資産比率】

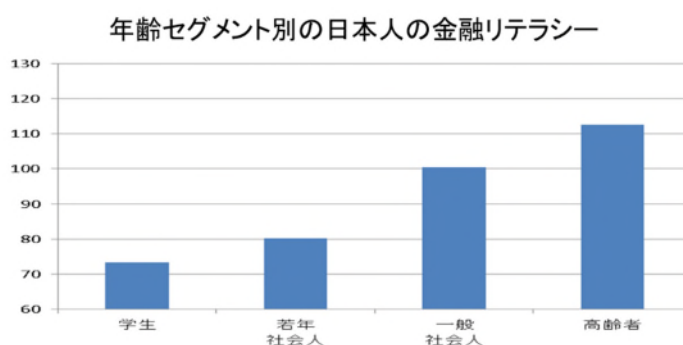


(注)各年齢層の家計全体でのリスク資産(株式、投信)比率

(出所) 2019年総務省「全国消費実態調査」データをもとに野村証券金融工学研究センターが作成

このパズルに対する回答として、最近主流になっているのが「金融リテラシー」の年齢による差によるものである（ミッチェル等（2013）、大庭（2018））。例えば、図表5は、日本の個人の年齢セグメントごとの金融リテラシーを横比較したもので、年齢を重ねるほど金融リテラシーは高くなっている。また、金融リテラシーが高いほどリスク資産比率も高く、この傾向は米国でも同じである。これが前述の「傾きの反転」の原因だとすれば、ギャップを埋めるためにはまず若年層に対する金融教育は優先して必要で、同時に全年齢層向けの金融教育も継続して重要であるとわかる。

【図表 5 年齢セグメント別の日本人の金融リテラシー】



(注) 金融リテラシーに関わる問題 25 問の正答率を、全体の平均を 100 として基準化した数値。日本の 18 歳～79 歳までの 25000 人を対象。学生は 18～24 歳、若年社会人は 18～29 歳、一般社会人は 30～59 歳、高齢者は 60～79 歳。

(出所) 金融広報中央委員会「金融リテラシー調査」（2016 年）をもとに野村証券金融工学研究センターが作成

4. まとめと課題

本稿では、資産運用のライフサイクル理論をもとに、年齢と適正なリスク資産比率の関係を示し、実態とのギャップを埋めるには何が必要なのかについて解説した。今後社会的に長寿化が進むことを踏まえると、本章で取り上げた考え方の焦点をライフサイクルの後半に当てた「退職後はどのように資産を運用し・取り崩せば良いのか」、「有効なアドバイス方法は」、と言ったテーマがますます重要になる。人生 100 年と言われる時代に、長寿に伴った適切な資産管理をどう実現するか、今後も研究と啓蒙が必要である。

<参考文献>

- 日本銀行（2020）「資金循環の日米欧比較」
- 金融庁（2019）「人生 100 年時代における資産形成」
- バートン・マルキール（2016）『ウォール街のランダム・ウォーカー（原著第 11 版）』、井出正介監訳、日本経済新聞出版社
- 大庭昭彦（2018）、「ライフサイクル投資の考え方とその課題」野村資本市場クオータリー、2018 年秋号
- Moshe A. Milevsky（2013）、「Are You a Stock or a Bond」。（ミレブスキー（2018）『人生 100 年時代の資産管理術』鳥海智絵監訳、日本経済新聞出版社）
- Campbell, J. and L. Viceira[2002] Strategic Asset Allocation: Portfolio Choice for Long-Term Investors, Oxford University Press.（キャンベル・ビセイラ（2005）、『戦略的アセットアロケーション』東洋経済新報社）
- Cocco, Gomes and Maenhout（2005）,Consumption and Portfolio Choice over the Life Cycle, The Review of Financial Studies
- Annamaria Lusardi, Olivia S. Mitchell（2013）,“The Economic Importance of Financial Literacy: Theory and Evidence” NBER Working Paper（ミッチェル等（2013））
- 金融広報中央委員会(2016)「金融リテラシー調査」

積立投資モデルケース “二十歳(はたち)になったら 1万円”

投資信託協会 広報部調査広報室

1. なぜモデルケースを提示するか

わが国では、退職後の生活は基本的に公的年金等で保障される。それに加えて、退職時までに 1000 万円、2000 万円といった金融資産を形成しておくことによって生活にある程度のゆとりをもたらすことは、多くの人に共通した願いではないだろうか。

一方で、資産形成の意識がありながら、具体的にどのような方法で行えばよいかわからないという人も多いと思われる。特に低金利が続き、預金などの金利商品のリターンが低い環境ではなおさらであろう。また、若い方々には多額の貯蓄を行う余裕は少なく、退職までの長い期間を通じた資産形成と言われても実感できないという声も多いと思われる。

そこで、ある程度実感をもたらすことのできる方法の一例示として、年代に応じて積立拠出金を増額しながら国際分散投資を行う積み立てを提示したい。もちろん、目標とする資産額、所得水準、資産形成の方法は、人によって違いはあるが、一助として、具体的なモデルケースを示したい。

我が国には、「20 歳になったら国民年金」というフレーズがある(日本年金機構)。これに並列して、「二十歳(はたち)になったら 1万円」というキャッチフレーズを掲げ、毎月拠出できる程度の額の長期積立投資を促したい。

2. モデルケース

現役層、すなわち年金保険料を払い始めてから支給を受ける時期に近い、20 代から 50 代までの各年代に、おおよそ所得に応じて積立金を増やしていくモデルケースを提示する(図表)。各人の目標資産額や所得水準などに応じて、毎月の積立額を、その 1.5 倍や 2 倍、あるいは半分にするような応用も考えられる。

積立にあたっては、確定拠出年金やつみたて NISA といった非課税積立投資を活用し月次で複利運用されるものと想定し、投資対象は、少額から資産分散が可能な投資信託を活用するものとしている。また、非課税積立投資制度が長期間継続することを前提にしている。

リターンは、過去 40 年余りの国際分散投資の実績から、信託報酬の平均を控除した 5.8%と想定した(注 1)。リスクは、同実績では 9.35%である。20 歳から、20 代 1 万円、30 代 1.5 万円、40 代 2 万円、50 代 3 万円で 60 歳まで国際分散投資によって積み立てた場合(拠出総額 900 万円)のモンテカルロシミュレーション(10 万回)の結果によれ

ば、平均値、中央値ともに2,000万円を超え、1%の確率で1,000万円であった(注2)。この結果からは、長期の国際分散投資によって、目標となるような資産を形成することは決して不可能ではなく、少なくとも拠出額を大きく下回るようなことになる確率はかなり低いと考えられる。

このシミュレーションによれば、少額でもできるだけ若い時から積み立て投資を始めた方が資産を形成しやすいことがわかる。また、30代以上になってから国際分散積立投資を始める場合には、同時に既に保有している金融資産の配分の見直しを検討することも必要だろう。

なお、この積立投資のほかに資産形成がされないとした場合、リスク性資産割合が高まると考えられる。この点については、p.99 大庭研究協力者の「資産運用のライフサイクル理論」を参照されたい。

【図表 年代に応じた積立額による積立モデルケースシミュレーション(二十歳になったら…)】

(単位:円)

1万円			1.5万円			2万円		
20代	10,000		20代	15,000		20代	20,000	
30代	15,000		30代	20,000		30代	30,000	
40代	20,000		40代	30,000		40代	40,000	
50代	30,000		50代	40,000		50代	60,000	
20代	積立拠出額	積立評価額	20代	積立拠出額	積立評価額	20代	積立拠出額	積立評価額
10年後	1,200,000	1,608,148	10年後	1,800,000	2,412,221	10年後	2,400,000	3,216,295
20年後	3,000,000	5,238,289	20年後	4,200,000	7,455,397	20年後	6,000,000	10,476,579
30年後	5,400,000	12,421,769	30年後	7,800,000	17,926,137	30年後	10,800,000	24,843,539
40年後	9,000,000	26,653,759	40年後	12,600,000	37,934,972	40年後	18,000,000	53,307,519
30代	積立拠出額	積立評価額	30代	積立拠出額	積立評価額	30代	積立拠出額	積立評価額
10年後	1,800,000	2,412,221	10年後	2,400,000	3,216,295	10年後	3,600,000	4,824,443
20年後	4,200,000	7,455,397	20年後	6,000,000	10,476,579	20年後	8,400,000	14,910,794
30年後	7,800,000	17,926,137	30年後	10,800,000	24,843,539	30年後	15,600,000	35,852,274
40代	積立拠出額	積立評価額	40代	積立拠出額	積立評価額	40代	積立拠出額	積立評価額
10年後	2,400,000	3,216,295	10年後	3,600,000	4,824,443	10年後	4,800,000	6,432,591
20年後	6,000,000	10,476,579	20年後	8,400,000	14,910,794	20年後	12,000,000	20,953,157
50代	積立拠出額	積立評価額	50代	積立拠出額	積立評価額	50代	積立拠出額	積立評価額
10年後	3,600,000	4,824,443	10年後	4,800,000	6,432,591	10年後	7,200,000	9,648,886

※各年代の違いは、夫々の年代から始めた場合の試算額を示す。

(注1) 国際分散投資のリターン・リスク

- ・国際分散=均等分散
- ・データ期間: 1970年1月から2020年10月まで(外国債券のみ1985年1月から)
- ・利用した指数

国内債券	Nomura-BPI 総合
国内株式	TOPIX (配当込み)
外国債券	FTSE世界国債インデックス (除く日本、ヘッジなし)
外国株式	MSCI-KOKUSAI (配当込み、ヘッジなし)

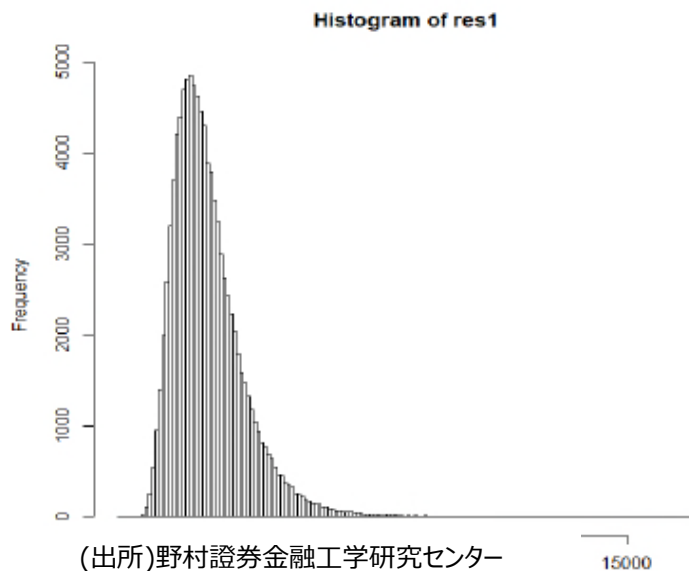
- ・リターン 6.85%—株式投資信託報酬平均(2020年10月末値)1.05%=5.80%
- ・リスク 9.29%

	国内債券	国内株式	外国債券	外国株式	国際分散
平均	5.06%	7.37%	4.95%	8.61%	6.85%
標準偏差	3.26%	17.77%	10.17%	17.92%	9.29%

(注2) モンテカルロシミュレーション結果

結果: パーセンタイル値と平均(万円)

	1%	5%	10%	25%	50%	平均	75%	90%	95%	99%
国際分散投資	1109	1387	1570	1934	2463	2668	3169	4012	4638	6133



あしがき

「つみけん 2020」では資産形成全般について議論を進め、その中で、現役世代、特に若い世代の「資産形成」に焦点を絞って議論をした。本来、資産形成は「パーソナルファイナンス」とも言われるように、それぞれの個人、それぞれの世代によって、その対応策は違ってくるはずである。このため、次回以降の「つみけん」では、さらに焦点を絞り、「資産形成」において大事な時期を迎えることとなる団塊ジュニア層、あるいはリタイア層の「資産活用」を重要テーマの1つとし、深掘りして議論することを想定している。

また、第二部の後藤研究員のレポートで触れられているが、今後、益々重要なテーマとなる「ESG 投資」についても、あらためて次回以降の「つみけん」で議論を深め、ESG 投資に係るターゲットの設定についても検討を行っていききたい。

以上