

資料4

野村委員 提出資料

金融審議会「市場ワーキング・グループ」（第15回）資料

「人生100年時代」の資産形成・資産管理の課題

野村資本市場研究所
研究部長

野村 亜紀子

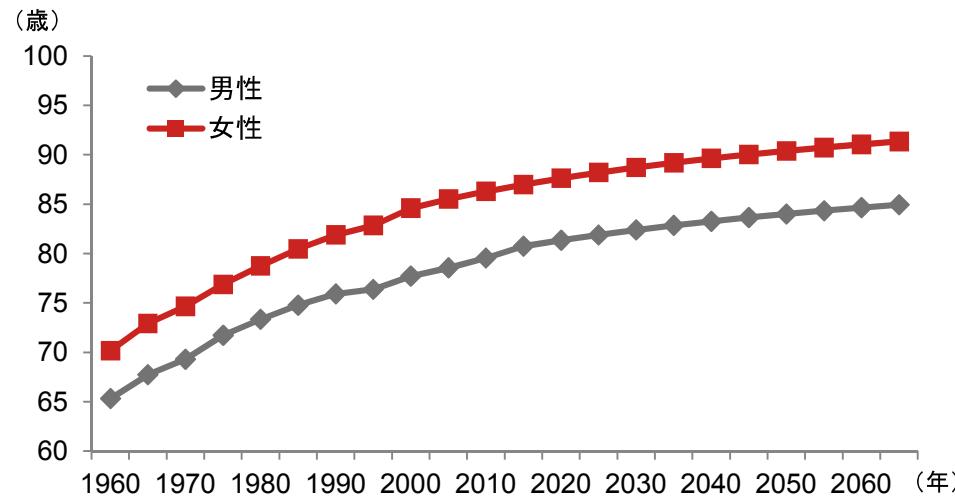
2018年10月22日

1. 環境認識

1) 長寿化と人生100年時代

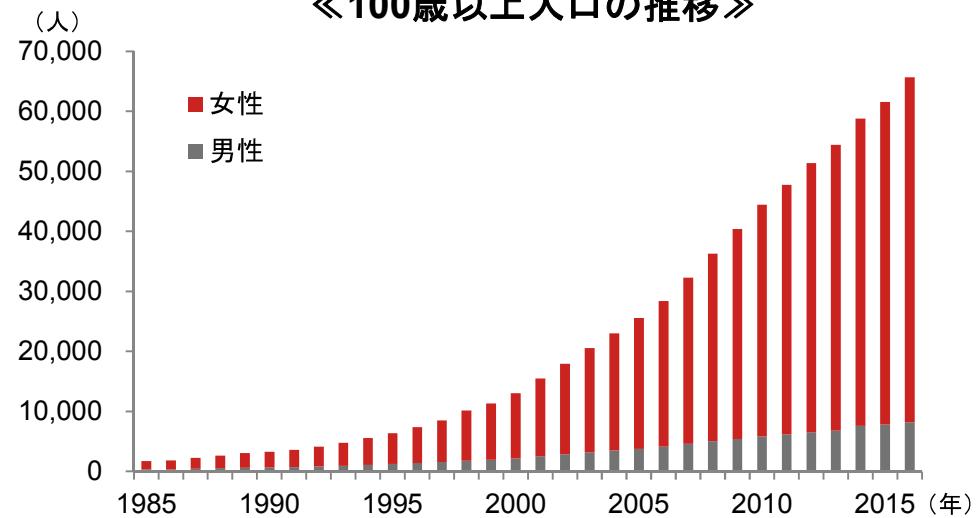
NOMURA

《平均寿命の伸張》



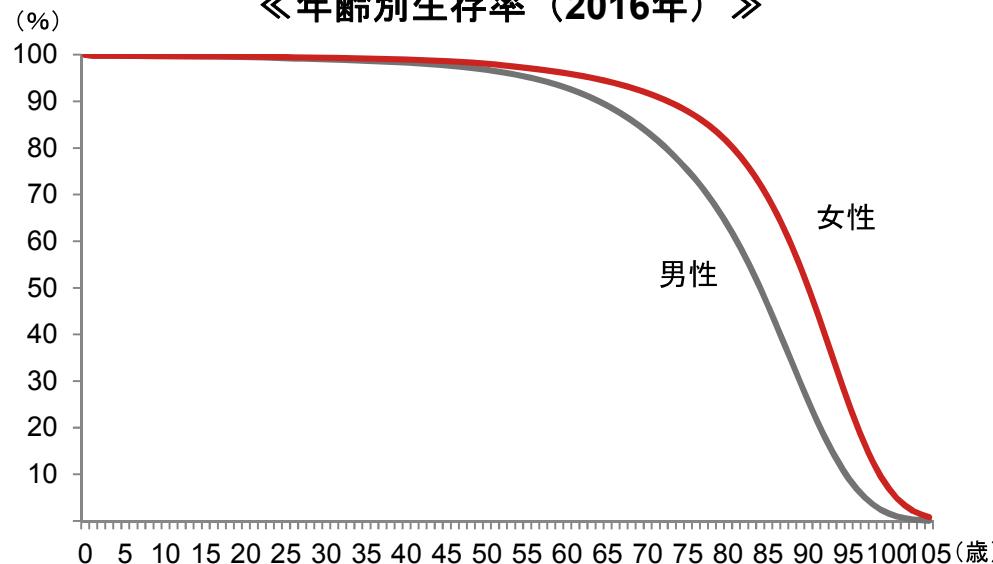
(出所) 社会保障・人口問題研究所より野村資本市場研究所作成

《100歳以上人口の推移》



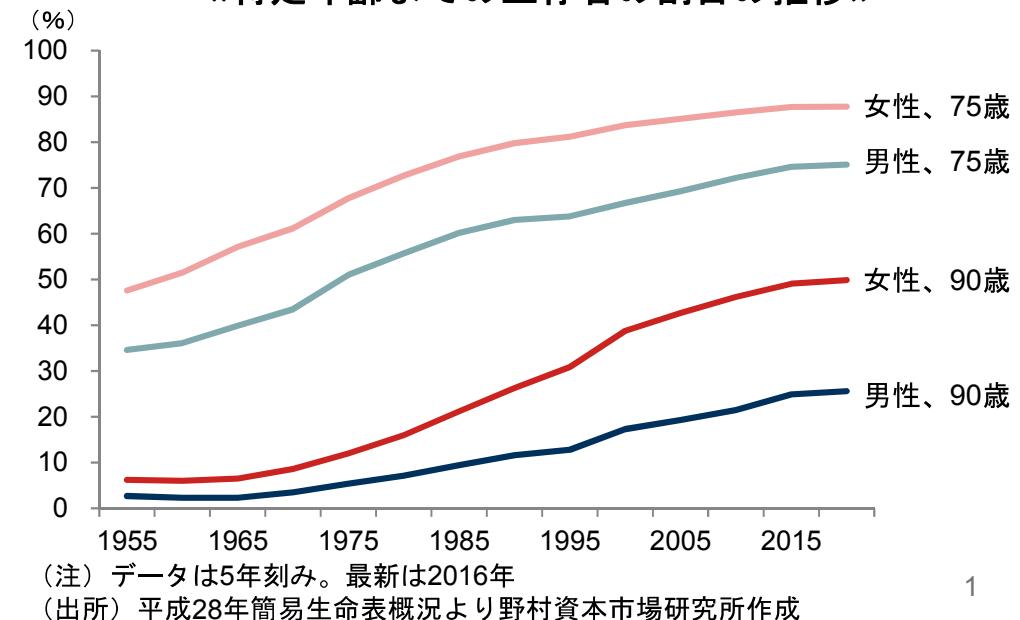
(出所) 社会保障・人口問題研究所より野村資本市場研究所作成

《年齢別生存率 (2016年)》



(出所) 平成28年簡易生命表より野村資本市場研究所作成

《特定年齢までの生存者の割合の推移》



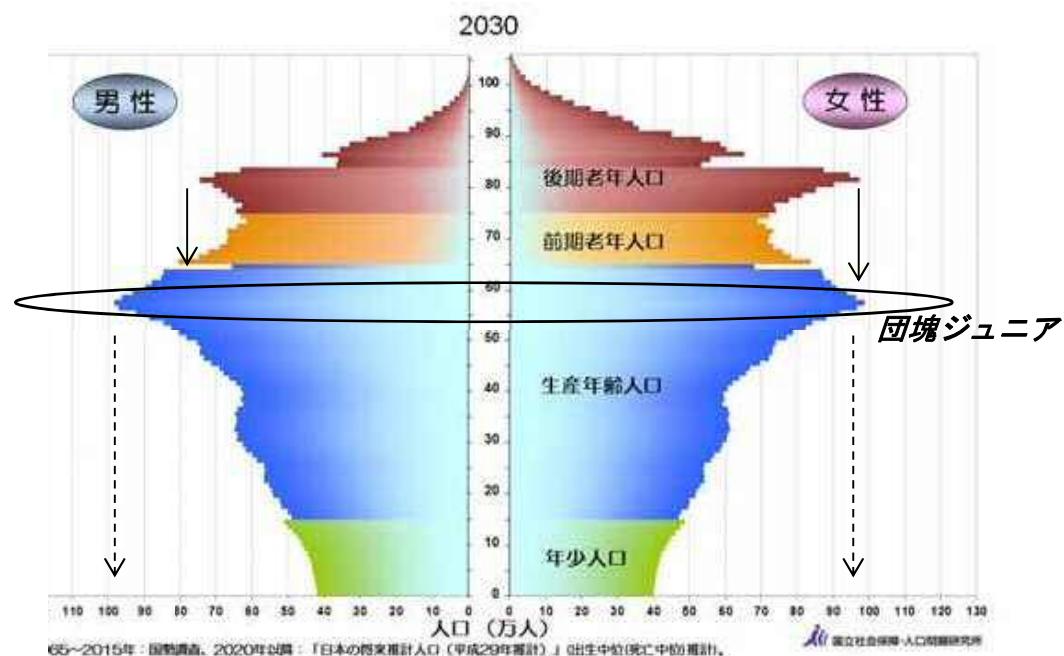
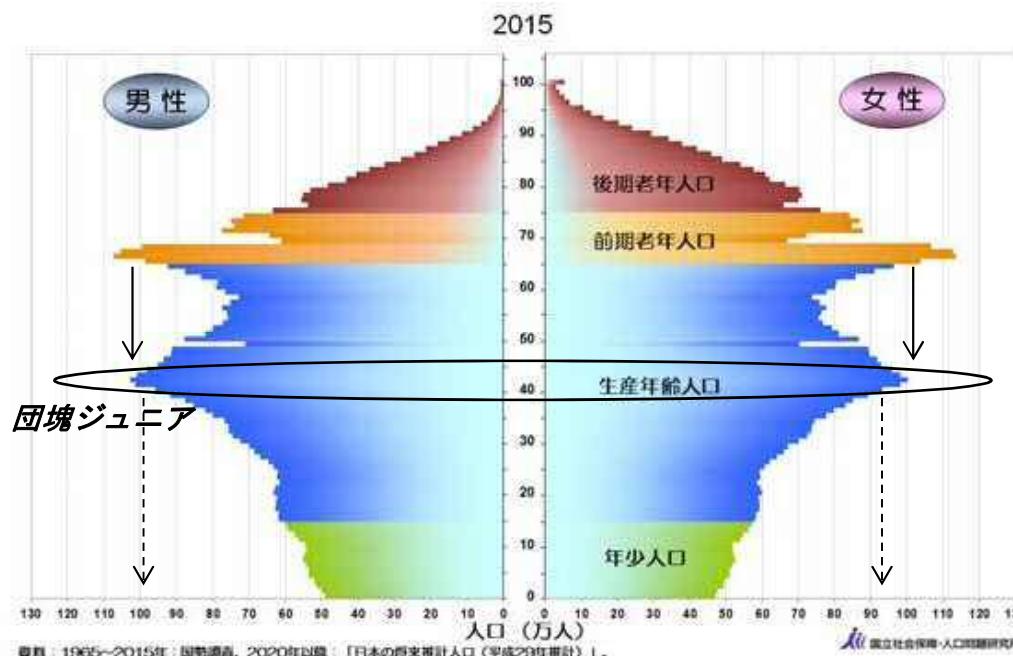
(注) データは5年刻み。最新は2016年

(出所) 平成28年簡易生命表概況より野村資本市場研究所作成

2)なぜ「今」改革が必要か:団塊ジュニア世代の存在

- 団塊の世代は、老後の支え手として、団塊ジュニアに依拠することが可能。これに対し、団塊ジュニアは、自分たち以降の世代にベビーブームが存在しない。したがって、団塊ジュニア及びそれ以降の世代は、自ら老後の備えを充実させる必要がある。
- 団塊ジュニアは2018年現在、40歳代半ば。徐々に自己自身の老後に向けた資産形成を本格化させるべき年齢層。彼らが現役世代であるこのタイミングを逃すことなく、十分な資産形成を実践できるような制度を整備することは、日本が中長期的に健全な社会・経済を維持するためにも必要と言える。

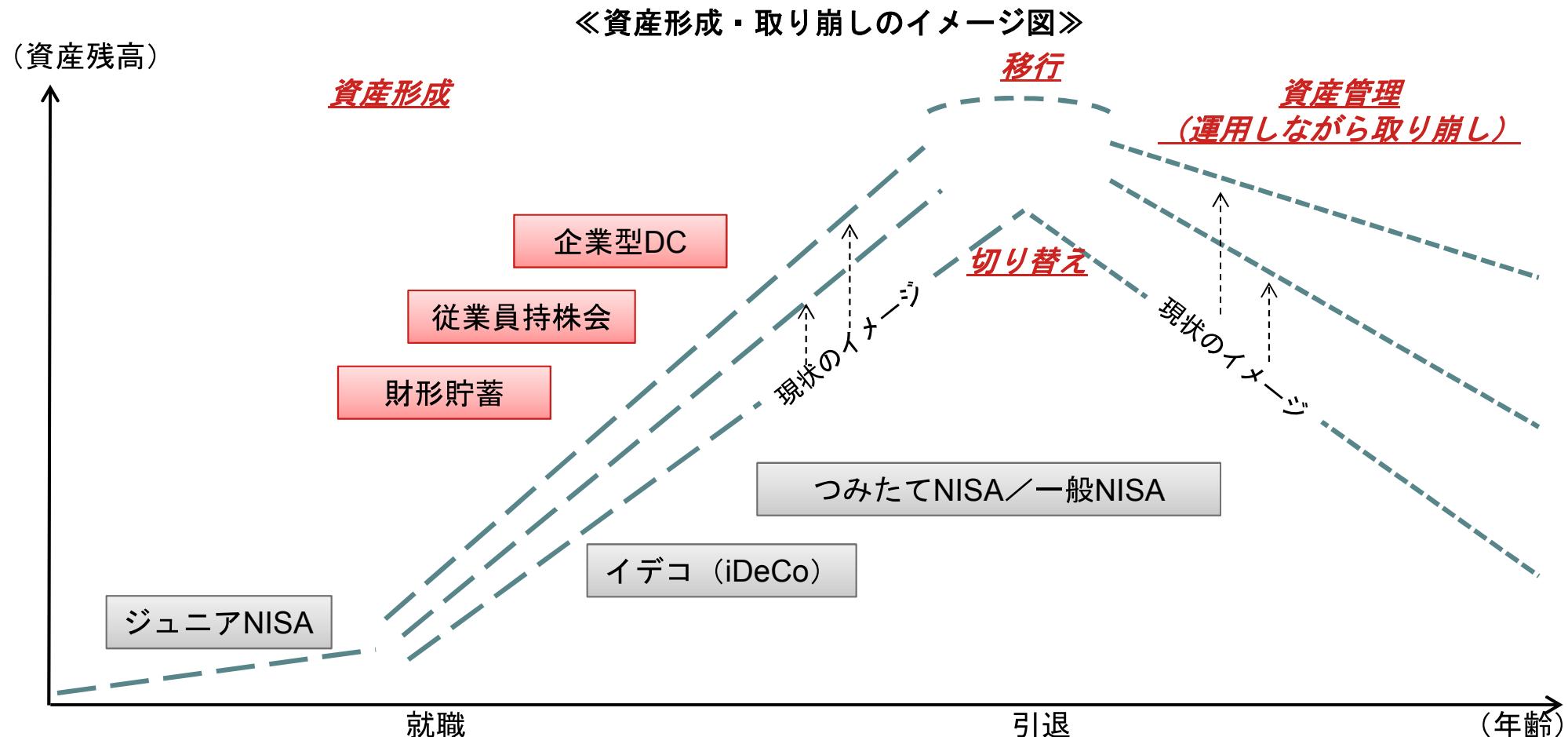
《後代にベビーブームのない団塊ジュニア》



(出所) 国立社会保障・人口問題研究所資料を改編

3) ライフ・イベントと資産形成・資産管理

- 生き方の多様化と長寿化の時代にあっては、様々なライフ・イベントに対応可能な資産形成と資産管理が求められる。
- 資産形成を後押しする制度も存在。これらをいかに有効活用するかが問われる。



(注) DC=確定拠出年金。資産形成・資産管理に利用可能な制度・仕組みを例示。

(出所) 各種資料より野村資本市場研究所作成

- 一般に、長期の資産形成には、幅広い分散投資が有用とされる。
- これまで日本の個人の間で必ずしも長期分散投資が実践されてきたとは言い難いが、その背景には、住宅・土地の存在や、社会保障制度・雇用慣行といった金融以外の要因も存在したと考えられる。

第4章 なぜ日本では「貯蓄から投資へ」が進まなかったのか

本章では、「貯蓄から投資へ」の動きが、日本で定着しなかった理由を取り上げた上で、どのような対応の方向性が求められるかを議論する。第1節で関連する制度対応の経緯を簡単に振り返った後、日本で「貯蓄から投資へ」が定着しなかった要因を検討する。詳しくは第2節・3節で論じられるが、そこでの結論を先取りすると以下のように整理できる。

- ・ 長年の間、多くの家計にとって家（自宅）を持つことの負担が大きいため、金融資産の運用を考える余裕がなかった。
- ・ 特にバブル崩壊前までは「土地」が最も有利な資産と見なされていたため、金融資産の運用資産としての位置づけが相対的に低かった。
- ・ 金利規制や公的年金をはじめとする各種の制度の下で、家計はインフレや老後資金についての心配をする必要がなかった。

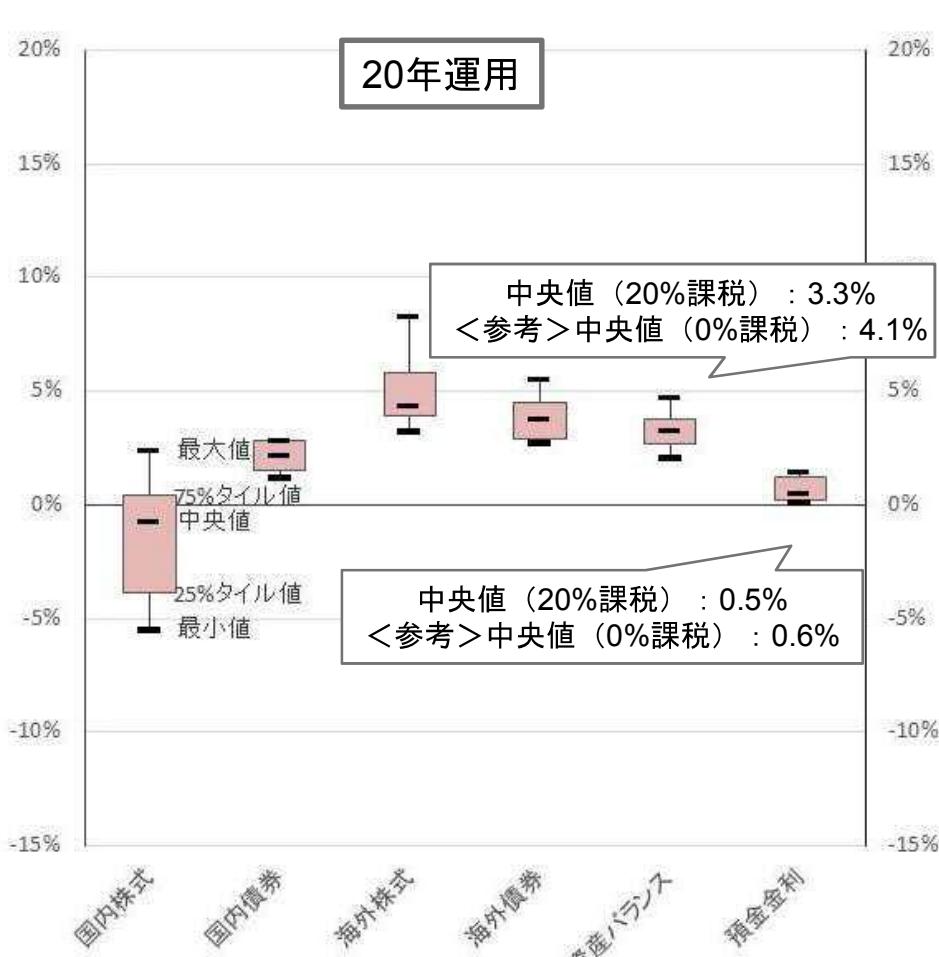
つまり、やや長期的な視点で振り返ると、家計が預貯金を中心として金融資産を保有することは、実は一定の合理性を伴う選択だったということができる。ただ、この先も同じ選択を探り続けることは望ましくないことは前章でも議論した通りである。この意味でも、どのようにして家計の選択行動を変えていくかが問われることとなるが、この点に関する政策対応の方向性を第4節で議論される。

(注) 下線は筆者。

(出所) 野村総合研究所金融イノベーション研究部「家計金融資産とマクロ経済に関する研究会」報告書（平成30年8月）より抜粋

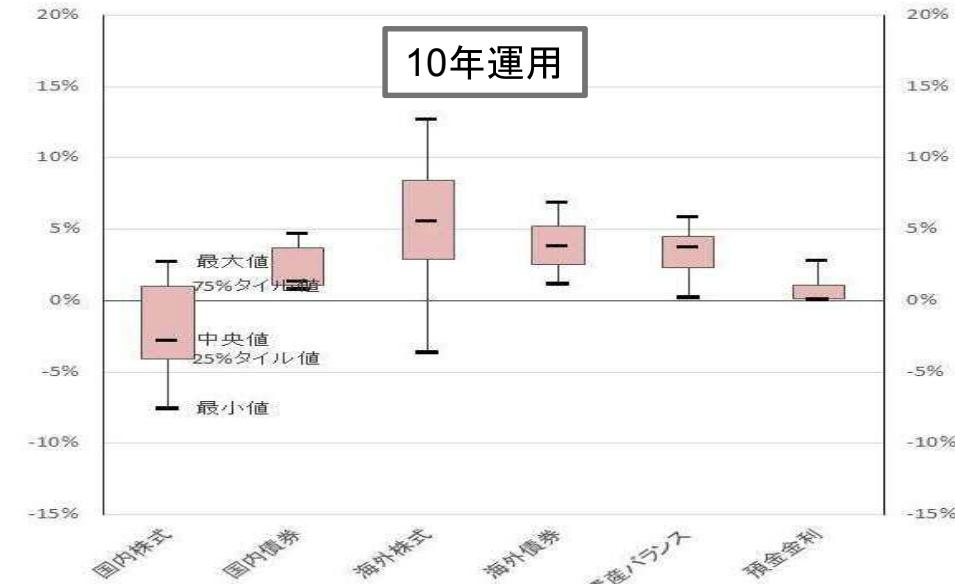
■ 他方、1987～2017年のデータを用いたシミュレーションを行うと、長期分散投資を実践すれば、定期預金金利（1年物）を上回ることが可能だったことが確認できる。

《インデックス・ファンドによる分散投資（シミュレーション）》



(注) 20年=1987～2017年の期間で、「20年運用」を1年ずつスライドして11セット作成。10年についても同様。

(出所) 野村総合研究所作成



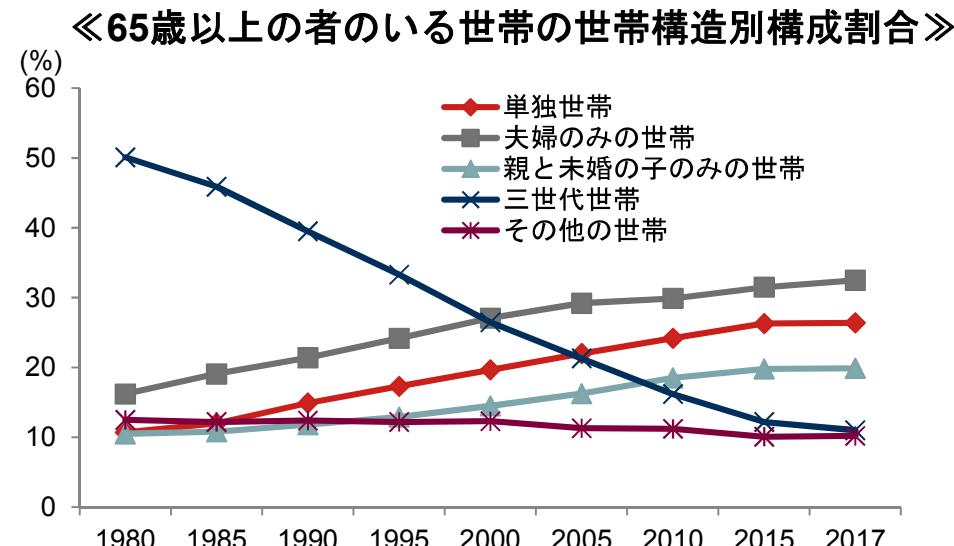
- ◆ 内外株式・債券のインデックスから、各ベンチマークをトラックする投資信託で、かつ、2012年末以前に設定され現存するインデックス・ファンドのパフォーマンス（直近5年）を控除し、インデックス・ファンドのコストを推計
- ◆ インデックスは以下の通り：
 - ・ 国内株式 : TOPIX配当込み
 - ・ 国内債券 : NORMURA-BPI総合
 - ・ 先進国株式 : MSCIコクサイ配当込み（ヘッジ無し）
 - ・ 先進国債券 : FTSE世界国債インデックス（ヘッジ無し）
- ◆ インデックスとインデックス・ファンドのパフォーマンスの差異（直近5年）は以下の通り：
 - ・ 国内株式 : 0.80%
 - ・ 国内債券 : 0.44%
 - ・ 海外株式 : 1.10%
 - ・ 海外債券 : 0.78%
 - ・ 4資産バランス : 0.78%
- ◆ 定期預金金利は大口預金金利（1年物）

1. 環境認識

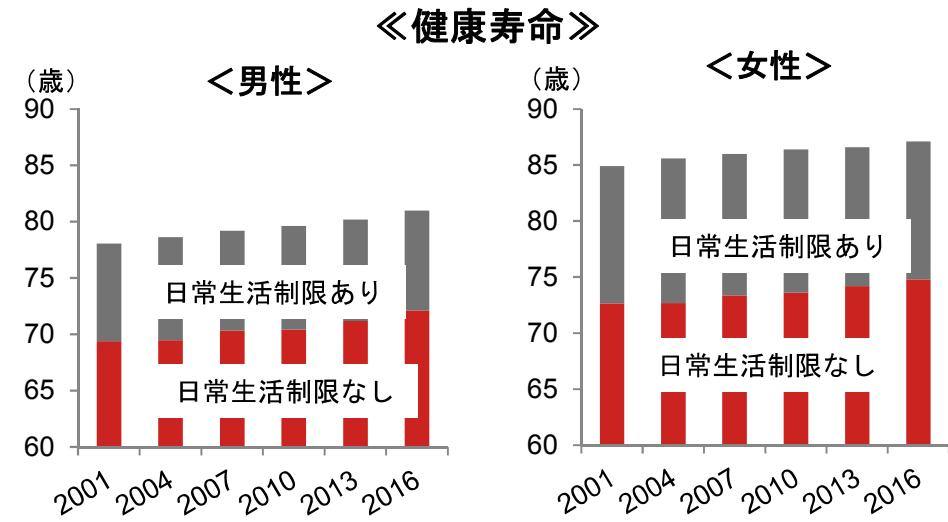
5) 高齢者の多様性

NOMURA

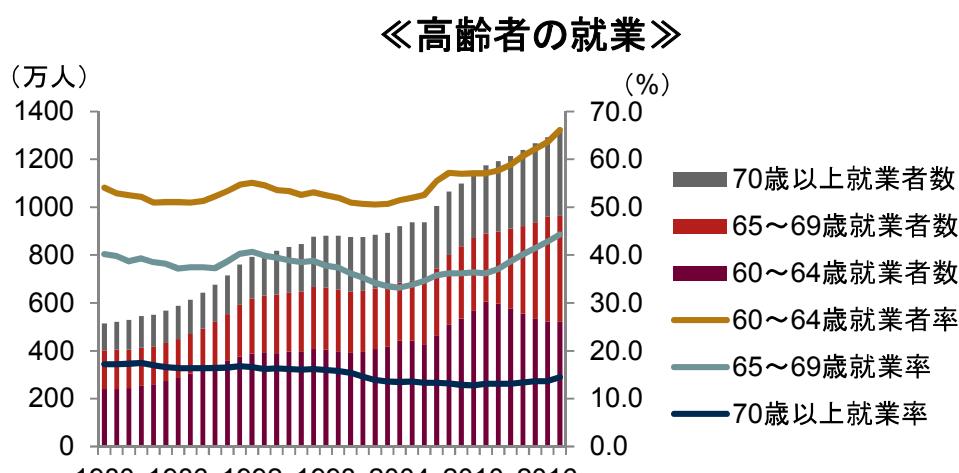
- 高齢者の状況は多様であり、それを踏まえた施策が求められる。



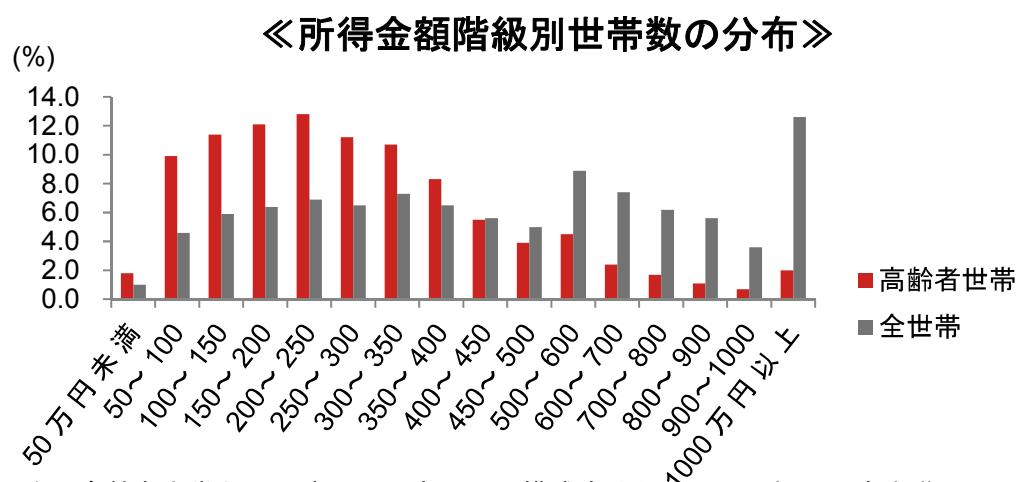
(出所) 内閣府「平成30年版高齢社会白書」、厚生労働省「平成29年国民生活基礎調査の概況」より野村資本市場研究所作成



(出所) 厚生労働科学研究「健康寿命のページ」



(出所) 総務省「労働力調査」より野村資本市場研究所作成



(注) 高齢者世帯とは65歳以上の者のみで構成するか、又はこれに18歳未満の未婚の者が加わった世帯

(出所) 「平成29年国民生活基礎調査の概況」より野村資本市場研究所作成

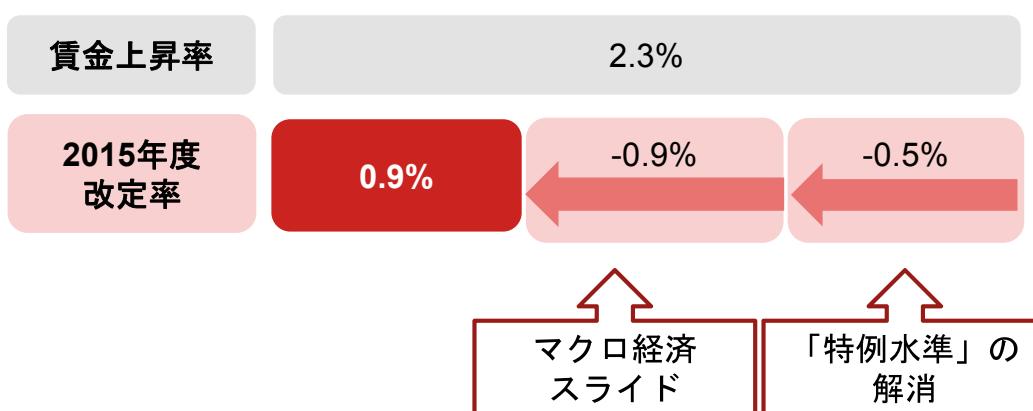
2. 目指すべき方向性

1) 資産形成の拡充

NOMURA

- 公的年金の「マクロ経済スライド」をはじめとする、社会保障制度の給付抑制が行われる中、多くの個人にとって、私的年金等を活用した、自助努力の老後の所得確保が必要となる。
- 確定拠出年金(企業型DC、個人型DC=iDeCo)は、老後の所得確保にフォーカスした、自助努力の年金制度。NISAは、多様な目的に利用可能な資産形成制度。これらの拡充策が求められる。

《公的年金給付抑制策： マクロ経済スライドの発動（2015年度）》



(出所)厚生労働省「平成27年度の年金額改定について」2015年1月30日より
野村資本市場研究所作成

《DCの制度改善策》

加入可能年齢の引き上げ	➤ 加入可能な年齢を70歳まで引き上げる。 ➤ ただし60代は健康状態・就労可能性など多様であることに鑑みて、60歳の給付開始は維持。
拠出限度額の引き上げ	➤ 拠出限度額の引き上げが必要。 ➤ 個人型確定拠出年金の拠出限度額の簡素化が必要。
中途引出要件の緩和	➤ 困窮時を規定し引出を認める「困窮時引出」の導入。
特別法人税撤廃	➤ 特別法人税を撤廃する。

(出所)野村資本市場研究所

《NISAの制度拡充策》

- ◆ NISA制度の恒久化
 - 既に1000万超の口座が開設
 - 職場経由の提供を本格化するには恒久化が重要
- ◆ 利便性の向上に資する改善策(非課税保有期間の延長等)



2. 目指すべき方向性

2) 職域の活用

NOMURA

- 職場経由で資産形成制度の活用を促すことは、個人に直接訴えかけるのに比べて、効率的な側面もあると言える。
- 資産形成制度提供の「プラットフォーム」としての職域を、十分に活用することが重要と言える。
- 翻って、企業にとって従業員は重要なステークホルダーである。
 - 従業員の満足度向上は、労働生産性の向上、企業価値向上にもつながりうる。
 - コーポレート・ガバナンス・コードにおいて、上場会社は、「会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の創出は、従業員、顧客、取引先、債権者、地域社会をはじめとする様々なステークホルダーによるリソースの提供や貢献の結果であることを十分に認識し、適切な協働に努めるべき」とされている。

2. 目指すべき方向性

3) 現役から引退への円滑な移行

NOMURA

- 第一線での就業から、完全な引退に至るまでの道筋は、多様化する方向と言える。
- これに併せて、「現役」、「引退(退職)」、「老後」などの概念も、変化していく。
- 現役から引退に至るまでの、円滑な移行が重要性を増す。
- 働き方、住居、家族との過ごし方といった様々な論点に併せて、金融資産についても移行期の管理が重要になる。

参考：私的年金制度における給付の規定

- 私的年金の老齢給付金は、年金支給が原則だが、全部または一部を一時金として支給可能。
- 確定給付企業年金の年金支給は、終身年金または5年以上の有期年金。
- DCの年金支給は5年以上20年以下の年金だが、保険契約等により終身年金の購入も可能。

終身給付が必ずしも所与とはされていない
→長寿リスク対応という論点（後述）



2. 目指すべき方向性

4) 高齢期に求められる金融リテラシー

NOMURA

- 金融リテラシーは、全世代にわたり個人の金融行動の基盤を形成。
 - 高齢期においても、金融リテラシーの向上は重要。
 - 高齢期に必要とされる金融リテラシーとは何か？
 - 長寿化により、例えば前期と後期で状況が大きく異なる可能性をどう取り込むか
 - 家族等に資金支援する人もいれば、介護などで支援される人もいるといった多様性を、どう取り込むか
 - 心身機能の相対的な低下を踏まえ、何が真に求められるのか
- 
- シンプル、かつ、「ライフマネーの運用」に必要な、高齢期の金融リテラシーとは何か
 - 自分の寿命に関する認識が必ずしも十分でない可能性、認知機能低下の際に取るべきアクションが必ずしも明確でない可能性を示唆するアンケート調査もある(11~12ページ参照)

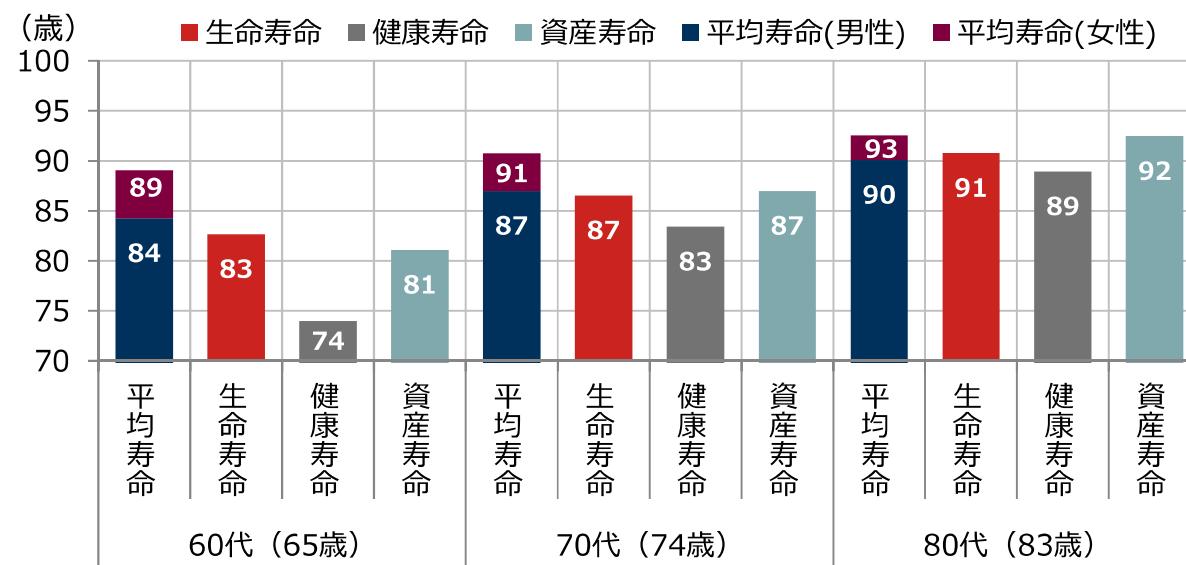
2. 目指すべき方向性

<参考>求められる金融リテラシーに関する事例①: 寿命の認識

NOMURA

- 高齢者は統計上の平均寿命に比べ、自身の生命寿命を短く見積もっており、長寿化の認識が十分でない可能性。

Q)長寿化が進む中、あなたの老後生活はこれからどれくらい続くと考えていますか。また、健康で自立した生活はどれくらい続けられると考えていますか。また、保有している貯蓄や金融資産は、取り崩すとして、何年程度維持できると考えていますか。(全体 n=3,054)



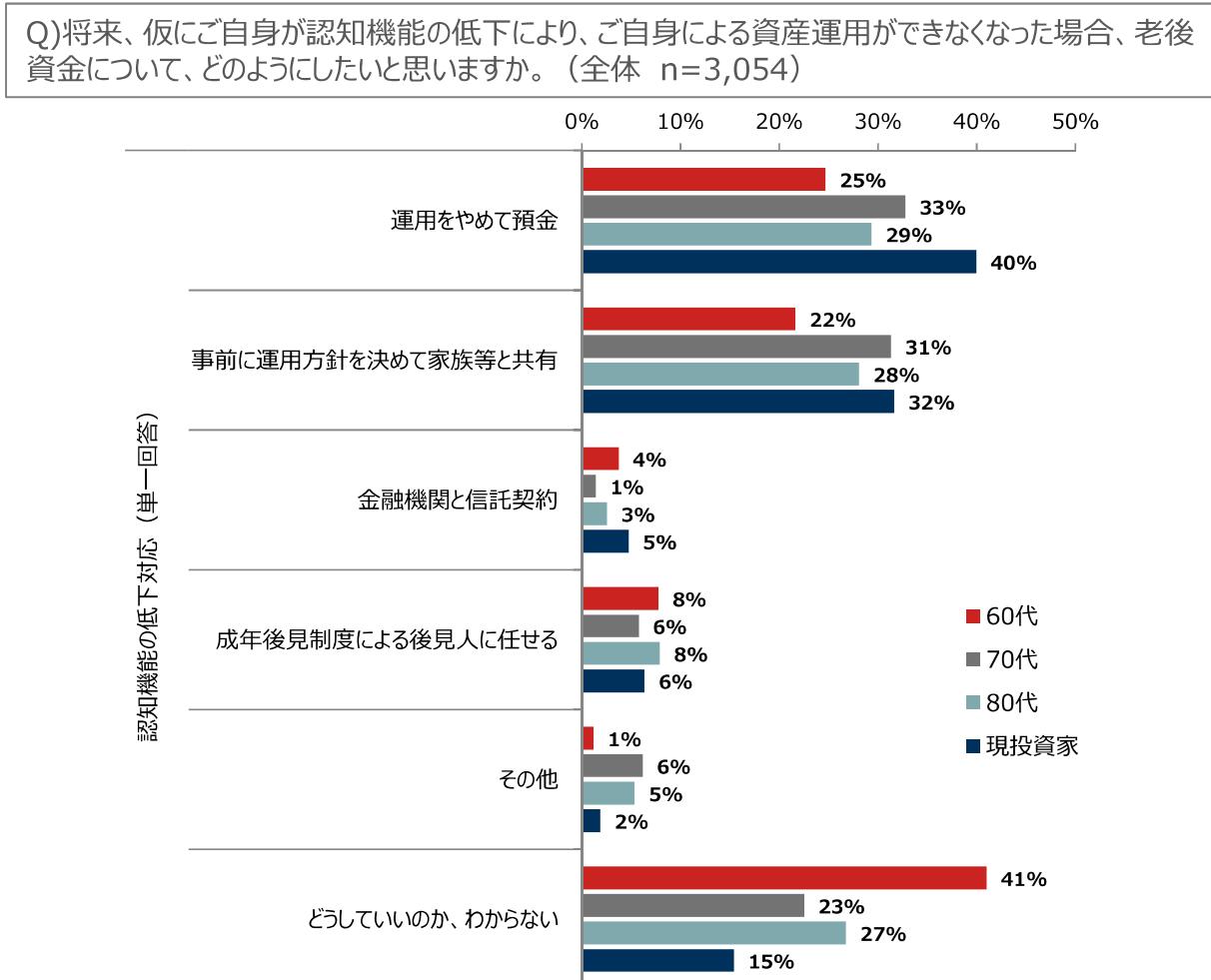
■ 調査対象及びサンプル数	60歳以上89歳までの男女(調査会社に登録しているモニター)から3,000サンプルを目途に調査を実施。なおサンプルについて、国勢調査など人口統計等に基づき、60代・70代・80代の構成比を合わせ、サンプル数の補正(ウェイトバック)を行なった上で集計処理。3,054サンプル
■ 調査方法	60代:インターネット調査
■ 調査地域	70代・80代:郵送調査を中心に行い、ネット調査で補完 全国
■ 調査時期	郵送調査 発送 2017年11月1日(水)～投函限 11月13日(月) インターネット調査 2017年11月9日(木)～11月17日(金)

2. 目指すべき方向性

＜参考＞求められる金融リテラシーに関する事例②：認知機能低下への対応

NOMURA

- 認知機能低下の際は、「運用をやめて預金」の回答割合が最多だが、「事前に運用方針を決めて家族等と共有」の回答割合も高かった。
- 60代は「わからない」の回答割合が、4割と高い。



2. 目指すべき方向性

＜参考＞求められる金融リテラシーに関する事例③：事前の準備の必要性

NOMURA

- 高齢者本人においては家族等のサポートを得るに当たっての「事前の準備」も重要になる。

《サポートを得る際に必要な事前準備（イメージ）》

金融・財務関連 <ul style="list-style-type: none">➤ 主要なアドバイザーのコンタクト情報➤ 主要文書➤ 保有資産の整理➤ 遺言、信託➤ 委任状の設定	<ul style="list-style-type: none">・ ファイナンシャル・アドバイザー、銀行・証券会社・保険会社等の担当者、弁護士、会計士、不動産エージェント等のコンタクト先・ ソーシャル・セキュリティ・カード、パスポート等の文書の所在・ パスワード情報の整理・一覧（PC、タブレット、電子メール、オンライン・サービス等）・ 金融機関名、場所、口座名義、口座番号、暗証番号・ クレジットカード情報・ 保険会社、保険契約内容、契約番号・ 住宅・土地の権利書、住宅ローン・ DC等を含む投資資産の所在・ その他保有資産（美術品、骨董品を含む）の情報・ 遺言書の作成、信託の設定・ 金融・財務に関する委任状の設定（認知機能低下等により資産管理不能となった場合、銀行取引、請求書の支払、税務申告と納税、資産管理、保険請求などの決定権限を特定人物に付与する、等）
医療関連 <ul style="list-style-type: none">➤ コンタクト先の整理➤ 委任状の設定➤ 治療に関する意思表示	<ul style="list-style-type: none">・ 医師の一覧、服薬の一覧・ 医療に関する委任状の設定（意識不明等で意思表示不能となった場合、医療上の決定権を特定人物に付与する、等）・ 致命的な疾病や怪我、回復不能な脳損傷等の場合、延命治療拒否等について意思表示

（出所）AARP, *The Other Talk*, 他より野村資本市場研究所作成

2. 目指すべき方向性

5)「資産寿命」の延伸

NOMURA

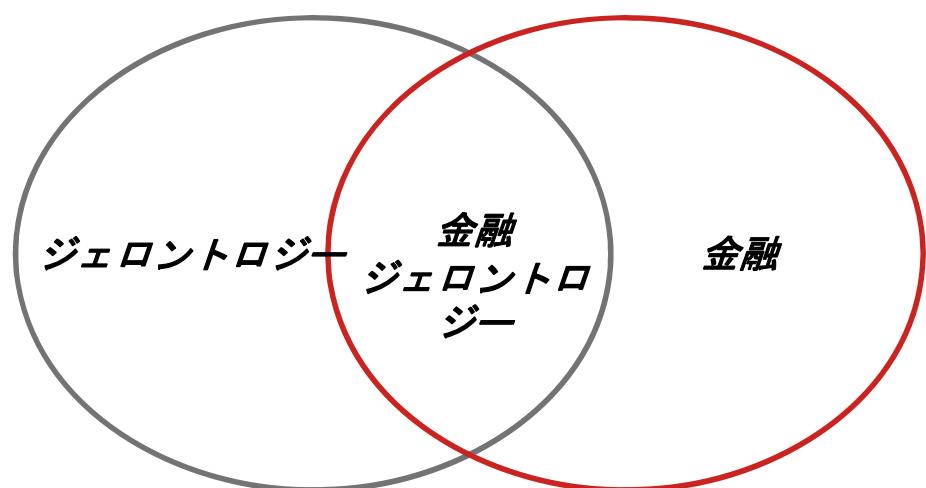
- 長寿化の時代の資産形成・資産管理は、資産寿命の延伸が最終目標となる。
- 引退後の資産管理においては、資産価値の維持と長寿リスク対応を講ずることが重要になる。
- 金融ジェrontロジーのような学際的なアプローチが有用となる。

《生命寿命、健康寿命、資産寿命》

金融ジェrontロジーとは

- ✓ 終身にわたる「資産寿命」（wealth span）の問題と、老齢化する個人及び家族の願望についての理解を深めようとする
- ✓ 資産寿命をめぐる個人、家族、金融サービス業者等の抱える複雑な課題を捕捉し、系統立てた分析を試みる
- ✓ 1980年代末に学問分野として立ち上がり、ジェrontロジーの概念、課題、研究成果において金融サービスとの関連性が強い内容について共同研究

(出所) American Institute of Financial Gerontology他より野村資本市場研究所作成



➤ 20世紀における驚異的な平均寿命の伸長



➤ 可能な限り長期にわたる、十分な心身の健康維持



➤ 可能な限り長期にわたる、十分な金融機能の維持

(出所) American Institute of Financial Gerontology他より野村資本市場研究所作成

2. 目指すべき方向性

<参考>米国における長寿リスク対応をめぐる動向

NOMURA

- 米国では引退後のリタイアメント・インカム確保の議論において、長寿リスク対応が中心的なテーマ。
- DCプランにおける長寿リスク対応ソリューションの提供促進は、一つの考え方。
 - 労働省より2008年に、アニュイティ選定の受託者責任に関するセーフハーバーが規定されるものの、十分でないという指摘。
 - 内国歳入庁(IRS)より2014年に、長寿年金等に関する対応策(下記)。
 - 「デフォルト設定の活用」(終身給付をもたらす選択肢をDCプランにおいてデフォルト設定し、オプトアウトしない限り退職時から開始する制度設計)は一つのアプローチだが、提案段階。



- これまでの対応は、基本的に規則改正等により可能な、技術的な内容。
- 議論は継続されているが、抜本的な解決策の提示には至っていない。
- どのような方法・施策が適当かが容易に見いだせないことは、共通認識に。

«米国内国歳入庁（IRS）の施策（2014年）»

- ◆ 2014年7月、内国歳入庁（IRS）は、一定の要件を満たす長寿年金に関する「適格長寿年金契約（QLAC）規則」を制定。最低引出義務（RMD=70.5歳到達後は、DC資産の一定の取り崩しを義務づける規制）の適用に関する緩和措置を付与
- ◆ 2014年10月、IRSは、ターゲット・データ・ファンドへの据置年金の組み込みにおいて、提供対象者を一定年齢以上の加入者に限定することの要件を規定し、商品提供における差別に当たらないことを明確化

2. 目指すべき方向性

6)「運用しながら取り崩す」ためのツールの拡充

NOMURA

- 引退後の資産管理を支援することを念頭に置いた商品・サービスは、既に登場はじめている。
- 特定の金融サービス業界が単独で全てのニーズに対応するのは不可能であることが明確化しつつある。

《動き出した日本の金融機関》

分野	事例	主な関連業態
長寿リスク対応	<ul style="list-style-type: none">生命保険会社による、長寿年金保険。85歳など高齢に達した段階で、終身給付を提供。払戻金を低めに設定	・ 保険
認知症関連	<ul style="list-style-type: none">認知症と診断されると、給付が支払われる等の医療保険介護従事者や成年後見人が損害賠償に問われた場合の保険	・ 保険
資産保全関連	<ul style="list-style-type: none">民事信託を活用し、高齢者の資産を管理するサービス(家族信託)日常生活資金とそれ以外を別に管理する預金サービス	<ul style="list-style-type: none">信託銀行弁護士等
取り崩しのペースメーリング	<ul style="list-style-type: none">退職後の利用を念頭に置き、分配金を設計する投資信託(マネージド・インカム型のファンド)ファンドラップの定期受取サービス	<ul style="list-style-type: none">運用証券
投資アドバイス関連	<ul style="list-style-type: none">高齢者専門の担当者の設置・きめ細かいコンタクト	・ 証券
資産移転関連	<ul style="list-style-type: none">相続のための信託活用投資一任サービスと相続の組み合わせ	<ul style="list-style-type: none">銀行信託

(出所) 野村資本市場研究所

《米国のリタイアメント・インカム確保策》

ターゲット・デーント・ファンド

- ✓ 資産形成期に主に活用される
- ✓ 資産取り崩しへの応用への期待

アニュイティ

- ✓ 長寿リスク・ヘッジのニーズ対応に期待
- ✓ 「アニュイティ・パズル」

マネージド・アカウント

- ✓ 顧客の資産運用目的やリスク許容度に合わせて運用計画を策定し、実行に移す投資一任サービス
- ✓ 資産形成、資産取り崩しのそれぞれに対応可能

パーソナル・トラスト

- ✓ 次世代への資産移転や、事前の意思表示の明確化に便利

(出所) 野村資本市場研究所

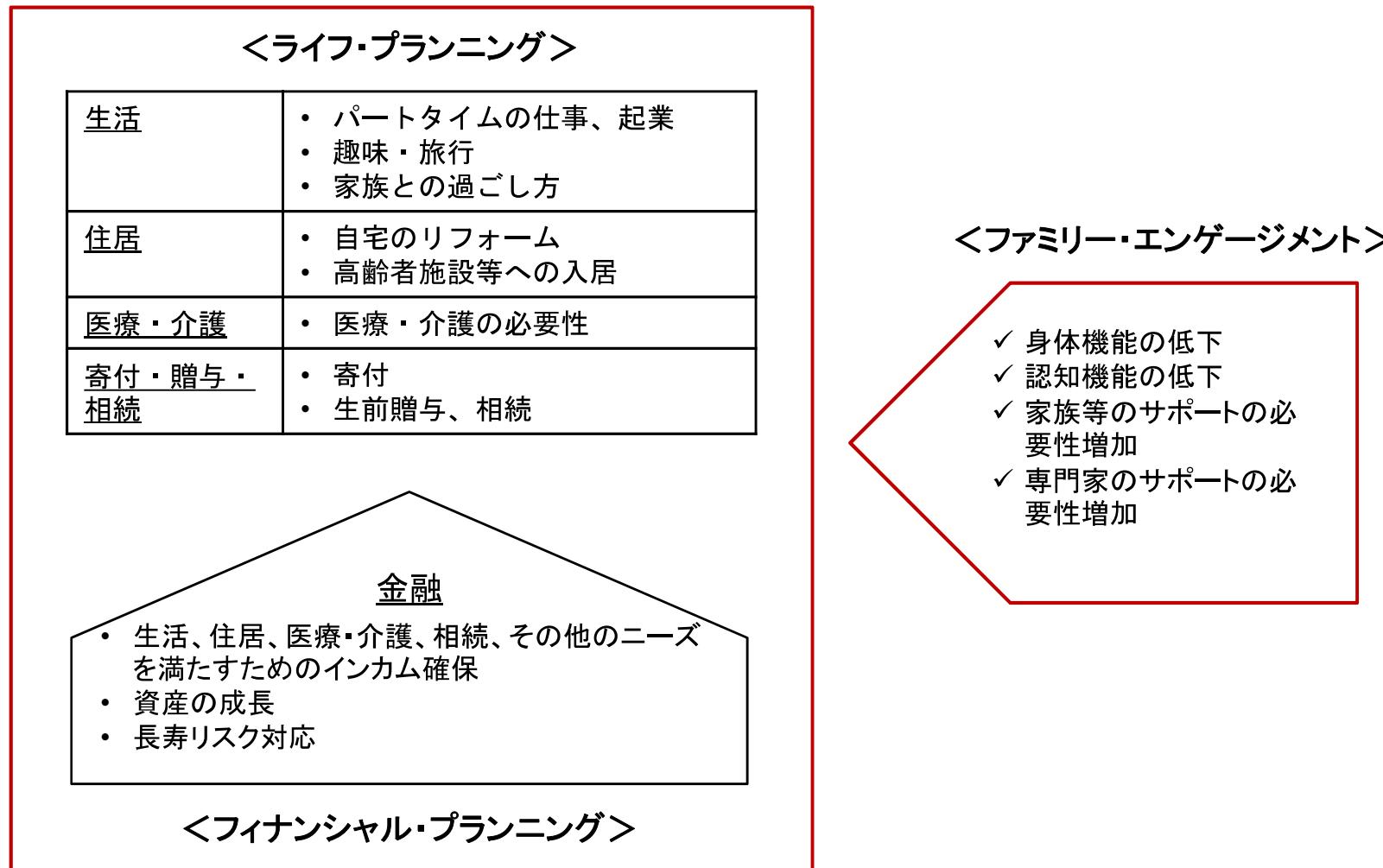
2. 目指すべき方向性

7) 総合的な資産管理の担い手の拡充

NOMURA

- 総合的な資産管理の重要性が増す。
- 個人・家計で対応するのが難しい部分については、金融機関等の専門家によるサポートの必要性も増すと考えられる。

«総合的な資産管理（イメージ図）»



2. 目指すべき方向性

＜参考＞フィデューシャリー・デューイティーの考え方

NOMURA

- 他者の資産に対し裁量権を有する後見人は、フィデューシャリーとなる。米国では、1994年に制定された Uniform Prudent Investor Act (UPIA)において、被後見人の信託資産は、ポートフォリオとして保全しなければならない、とされている。

プルーデント・インベスター法 (Uniform Prudent Investor Act) の主な内容

2条：ベスト・プラクティス、ポートフォリオ戦略、リスク・リターンの目標

- ・信託の受託者は、目的や条件、分配要件及び信託のその他の状況に鑑みて、プルーデント・インベスターとして運用しなければいけない（2条(a)）。
- ・信託の受託者による個々の資産に関する投資および運用判断は、単独にするのではなく、信託のポートフォリオ全体、リスク・リターンが信託に合理的に合致するような全体の投資戦略の一部として、評価しなければならない（2条(b)）。
- ・信託の受託者は、同法の基準と矛盾のない、いかなる種類の資産、或いはいかなるタイプの投資も行うことが出来る（2条(e)）。
- ・専門知識を有する信託の受託者は、持っている専門的な知識や技術を活用する義務を負っている（2条(f)）。

3条：分散投資

- ・信託の受託者は、信託の目的が分散投資をしないほうがベターだと合理的に判断する特別な状況を除いて、分散投資をしなければいけない。

5条：ロイヤルティ

- ・信託の受託者は、受益者の利益だけのために、信託資産の投資・運用を行わなければいけない。

6条：公平無私

- ・受益者が二人以上いる場合、信託の受託者は、受益者の利益の相違を考慮しながら、信託財産の投資・運用を公平無私に行わなければならない。

7条：投資コスト

- ・信託資産の投資・運用を行うに当たり、信託の受託者は、投資に必要なコストは、資産や信託の目的、信託の受託者のスキルとの兼ね合いで見て適切かつ合理的な水準におさえなければいけない。

9条：投資・運用機能の委託

- ・信託の受託者は、投資・運用機能を外部委託することが可能である。

3. 求められる施策

- ◆ DC、NISAといった資産形成支援制度の拡充が求められる
 - DCにおいては、加入可能年齢の引き上げ、拠出限度額の引き上げ等の制度改正
 - NISAにおいては、制度の恒久化、非課税期間の延長等の制度改正
- ◆ より多くの事業主に対し、職場を通じた資産形成支援制度の提供を促していくのは有用ではないか
 - 企業が、従業員の資産形成支援に取り組むべきことの共通認識化(例えば、コーポレート・ガバナンス・コードの活用)
- ◆ 現役から引退への移行期が多様化することを踏まえ、移行期の資産管理を見直す必要があるのではないか
- ◆ シンプル、かつ、「ライフマネーの運用」に必要な、高齢期の金融リテラシーとは何かを議論してはどうか
- ◆ 金融サービス業界の創意工夫の後押しが求められる
 - 長寿リスク対応の重要性と難しさの認識
 - 高齢者に関する知見を備えたアドバイザーの拡充
 - 総合的な資産管理サービスの提供者・「ハブ機能」の模索
 - 力ギを握る「事前設定」の促進
 - 力ギを握る、全ての金融サービス業態による協働(金融サービス業態総力戦)
 - 力ギを握る、金融以外の多様な業態との協働
 - 金融サービス業界の「底上げ」に向けた活動

本資料は、ご参考のために株式会社野村資本市場研究所が独自に作成したもの
です。本資料に関する事項について貴社が意思決定を行う場合には、事前に貴
社の弁護士、会計士、税理士等にご確認いただきますようお願い申し上げます。
本資料は、新聞その他の情報メディアによる報道、民間調査機関等による各種
刊行物、インターネットホームページ、有価証券報告書及びプレスリリース等
の情報に基づいて作成しておりますが、株式会社野村資本市場研究所はそれら
の情報を、独自の検証を行うことなく、そのまま利用しており、その正確性及
び完全性に関して責任を負うものではありません。また、本資料のいかなる部
分も一切の権利は株式会社野村資本市場研究所に属しており、電子的または機
械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わな
いようお願い致します。