

リタイアメント（退職）に向けた資産準備 日本における長期投資促進のための課題



内藤 豊
ブラックロック・ジャパン株式会社
商品開発部長



Winnie Pun
Head of Public
Policy, Asia Pacific



Robert Brazier
US and Canada DC
Management



宇崎 かおり
ブラックロック・ジャパン株式会社
商品開発部



橋本 寛
ブラックロック・ジャパン株式会社
戦略事業推進部



増井 陽子
ブラックロック・ジャパン株式会社
経営企画部



池田 靖
ブラックロック・ジャパン株式会社
コンプライアンス部

日本の平均寿命は83.7歳に達し、すでに世界最長寿国の1つとなっています。医学の進歩により、日本を含む多くの先進国で国民が100歳まで生きる時代が急速に近づきつつあります。しかし、現行の医療、社会保障および福祉に関する各制度は、平均寿命が70歳から80歳程度であることを前提に設計されたままです。

公的年金制度を補完する年金制度の整備を目指し、日本は企業型および個人型確定拠出年金（DC）制度の導入を促進するための制度改革を度々実施してきました。しかし、日本におけるDC加入率は限定的で、平均資産残高も少なく、資産の大半が現金または元本確保型商品に配分され、デキュミュレーション（資産の取崩し）をサポートする運用商品やサービスが不足していることから、改善の余地は大きいと考えます。さらに、退職後の資金計画をサポートするためのツールの開発が進んでいない点も改善が必要です。

長寿化が進む今こそ、貯蓄・資産運用状況の改善や、より実用的な退職年金制度の実現、そして高齢者雇用の支援における実業界との連携強化に資するべく、議論を深めるべきです。本稿では、日本のリタイアメント市場が抱える資産運用の課題について、世界最大の運用会社であるブラックロックの見解を示し、活発な議論や革新的なソリューションの創出を促すための提言を行います。

日本における年金制度の現状と仕組み

リタイアメントと高齢化は世界が直面している最重要課題の1つですが、日本ほど長寿化問題への早急な対応に迫られている国はありません。人口高齢化に加え、出生率が極めて低い（女性1人が生涯に産む子供の数は約1.4人）ことから、現在1億2,600万人の人口は2065年までに3分の2以下となり、また来世紀までに60%減少すると予想されています¹。政府は人口を1億人以上に維持したい考えですが、出生率の低さを考えると実現は難しそうです。日本の生産年齢人口は、1990年代半ばの8,700万人超をピークに約1,000万人減少しています。2065年にはさらに4,100万人まで減少し、経済に深刻な影響を及ぼすことが予想されます²。

長寿化の影響は、生産年齢人口に対する被扶養人口の比率である従属人口指数³にも見て取れます。2015年には64.5%だった日本の従属人口指数は、2037年までに80.5%、2065年には94%に達する見込みです⁴。米国、ドイツ、および英国の従属人口指数ははるかに低く、それぞれ51%、52%、55%です⁵。従属人口指数が非常に高い中、出生率は減少傾向にあり、現役世代が退職後世代を支え続けることは今後ますます難しくなります。日本で賦課方式の国民皆年金と国民皆保険制度が導入された1961年当時、従属人口指数はわずか56%程度だったのです。

本書で述べられている意見は2018年6月現在のものであり、今後の状況の変化により変わる可能性があります。

ブラックロックからの提言

確定拠出年金（DC）制度のさらなる普及・拡大

1. 個人型DCの普及を促すため、政府が助成金を直接支給する、あるいは個人の掛け金に上乘せするマッチング拠出を行う。
2. 企業型DCに対し、オプトアウト（脱退選択）可能な自動加入方式の導入を義務化する。
3. 税制優遇措置により、小規模企業の複数事業主DC年金制度の活用を促す、または小規模事業主を対象として汎用性のあるDCプランを提供する公的な運営機関を設立する。

拠出限度額の引き上げ

1. 企業型および個人型DC制度の掛け金の上限を引き上げる。
2. 掛け金を固定額ではなく、収入に対する比率で設定する。
3. 企業型DCにおいて、事業主の掛け金額を超える加入者のマッチング拠出を可能とする。
4. 企業型DCの掛け金を自動的に引き上げるシステム（自動掛け金引上制度）を導入する。
5. 一定の条件を満たす場合には、60歳未満の加入者に対し借入れによる資産の引出しを認める。

年齢に応じた資産運用の促進

1. 適格な指定運用方法（デフォルト商品）として、ターゲット・デート・ファンド（TDF）など特定の商品カテゴリーを規制上明確に例示する。
2. DCにおけるオルタナティブ投資の活用について、金融業界に検討を促す。
3. 高齢者による証券市場への投資の妨げとならないよう、投資信託を含む上場株式等について相続税法上の評価額を他の資産と同水準に引き下げる。
4. 退職を控えた加入者に提示される運用の選択肢をシンプルにする。

デキュミュレーション（資産の取崩し）に対応する商品の提供

1. 退職一時金以外の選択肢として、運用あるいは保険商品の活用を後押しする税制改正を行う。
2. 個人年金保険、定期引出サービス、リバース・モーゲージ等、適切なデキュミュレーション型商品の共同開発を金融業界に促す。
3. 取崩し型ファンドの設定時に課題となる、投資信託の会計上の制約を緩和する。

退職後の資金計画に活用できる情報、助言、ツールの拡充

1. 加入者の退職後資金計画をサポートするため、運営管理機関に対して、貯蓄した資産から想定される退職後収入の試算額の提示を求める。
2. テクノロジーを駆使した、退職準備に活用できるツールの開発を金融業界に促す。

高齢者による積極的な社会参加の促進

1. 高齢従業員向けに柔軟な雇用契約を提供するなど、高齢者の社会参加を支援する企業の取組みについて支援策を拡充する。
2. 高齢者の積極的な労働参画を支援する企業に対し、税制あるいは政府調達における優遇措置を適用する。

図1：日本の年金制度の概要



出所：厚生労働省、国民年金基金連合会)

図1は、日本の年金制度を図示したものです。国民年金（基礎年金）と厚生年金が公的年金制度の根幹として、厚生年金基金（EPF）、企業型の確定給付年金（DB）および確定拠出年金（DC）、個人型確定拠出年金（iDeCo）が公的年金制度を補完する任意加入年金制度として設立されています。

設立当時、公的年金制度は、少額でも生活に不安のない水準の財政支援を退職者に提供することを目的に設計されました。生産年齢人口が減少し、労働者も急速に高齢化する中、現行制度の持続可能性について懸念が高まっています。政府は複数回にわたって年金制度の見直しを行い、その結果、年金支給額は減額され、支給開始年齢が引き上げられました。

- 2015年度、年金支給額の改定率を物価や賃金の上昇率以下に抑制する調整メカニズムであるマクロ経済スライドが発動しました。2018年度以降は、デフレ時期に見送られた支給額の引き下げを物価上昇時にまとめて反映する仕組みが導入されます。さらに2021年度以降、年金支給額は物価とは関係なく、賃金の変動率に基づいて調整されます。
- 年金支給開始年齢は現在の60歳から、男性は2025年までに、女性は2030年までに65歳へ段階的に引き上げられます。支給開始年齢については、さらに5年以上引き上げ、70歳以上とすることも検討されています。

労働人口の高齢化が進む中、日本は早急に2つの課題に取り組むべきだと考えます。1点目は、現行の公的社会保障制度が就労者の退職後の生活を支えるのに十分でないことです。2点目は、企業の退職年金制度がDBからDCに移行する中、加入者となる従業員に運用の責任を求める上で、必要だと思われるツールが十分提供されていない点です。

次のセクションでは、安心して退職を迎えるために個人が負わなければならない責任が増す中で、退職準備の各段階でどのようなサポートが必要なのか、ブラックロックの見解と提言を紹介します。後述するように、人生100年時代を支えるためのDC制度の実現には以下が不可欠だと考えます。

- 資産形成期でのDC加入と適切な拠出率
- ターゲット・デート・ファンド（TDF）など、年齢に応じた資産運用商品の普及
- デキュミュレーション（資産の取崩し）期における適切な運用商品の提供
- シンプルなガイダンス・ツール、専門家のアドバイス、テクノロジーの活用を通じた、退職に向けた資産運用の効果的な啓発
- 高齢就労者をより強力に支援する環境の醸成や、人生100年時代をサポートする革新的なソリューションの開発を金融業界に促す政策の推進

資産形成期

退職に向けた資産形成を行う極めて重要な期間において、従業員の貯蓄や投資を適切に支援するためには、企業型と個人型の両方で堅固なDC制度が不可欠です。就労者が退職を迎えるまでに十分な資産を形成できるよう、政府と企業は連携して支援を行い、課題解決に取り組む必要があります。日本のDC制度の改善は進んでいますが、自動加入方式、自動掛け金引上制度、拠出限度額の引き上げ、柔軟な資産引出し制度の整備などの更なる施策により、加入率や掛け金の増加を促すことができると考えます。

DC制度のさらなる普及・拡大

日本では2001年によりやくDC制度が導入され、普及のペースも緩やかです。2017年12月現在、企業型DC制度の規約数は5,678件、事業者数は29,132社、加入者数は640万人となっています。個人型DC (iDeCo) 制度の加入者数はわずか78万人にとどまっています⁹。DCの普及状況については、依然として不十分であるというのが共通の認識です。

こうした現状を踏まえ、2016年5月に国会で確定拠出年金改正法が成立し、2001年の制度導入以来最も大きな改正が行われました。主な改正内容は以下のとおりです。

- ・ iDeCoの加入者の範囲が、これまで加入資格が認められていなかった専業主婦（夫）や公務員などに対して大幅に拡大
- ・ 従業員数100人以下の中小企業を対象とした簡易型企業DC制度の創設

日本におけるDC普及率は、従業員数1,000人以上の大企業では比較的高い（40%以上）ものの、100人未満の中小企業では極めて低水準（1%以下）です。企業型DCの普及を加速するため、中小企業に対しては、複数事業主制度（いわゆる総合型DC）の活用を奨励する税制優遇策を適用することも効果的だと考えます。複数事業主制度は、複数の中小企業が単一の年金規約のもとで運営する年金制度で、運営管理など負担の大きい業務を代表事業主に委任し、スケール・メリットを活かして手数料や運営費用を低減することができます。英国では、企業年金が存在しない組織の従業員が加入できる制度として国家雇用貯蓄信託（NEST）が設立されました。NESTは複数の事業主に対する年金提供者として機能し、英国議会への説明責任を負う政府外公共機関です。日本においても、DC普及率が著しく低い中小企業に対する施策として、複数事業主制度の普及を促す税制優遇策の検討、あるいは中小企業向けにDC制度を提供する公共事業体の設立のいずれかの政策を政府が検討することを提言します。

日本では、多くの企業型DCで従業員を自動的に加入させる方式が採用されていますが、すべての企業が自動加入方式を導入しているわけではありません。米国や英国の経験からも明らかのように、自動加入方式はDCの普及を図る上で極めて有効な手段です（「[行動ファイナンスの教訓を参照](#)」）。自動加入方式を企業型DCで定着させるため、日本政府は企業型DCに対し、オプトアウト可能な自動加入方式を義務化するべきだと考えます。

行動ファイナンスの教訓

行動経済学（リチャード・セイラー氏が先頃、この分野における功績でノーベル経済学賞を受賞）においては、人は時に非合理的な習性に基づき意思決定を行い、行動することがあると仮定します。論理的ではない行動に隠れた傾向やバイアスを理解することが、こういった行動を抑制、あるいは予測するための知見や対応策につながります。よく知られるバイアスの1つが「現状維持バイアス」です。これは、人が現状からの変化を避ける傾向を意味し、退職年金制度においては、自動的に個人を制度に加入させ、掛け金を年齢に応じた運用商品に振り向ける「デフォルト設定」の概念に応用されています。加入者はデフォルトを適用しない選択、いわゆる「オプトアウト」を選択することが可能ですが、英国（オプトアウトの選択率は8%）および米国でのオプトアウト選択率は極めて低く、行動経済学の仮説を肯定する状況となっています。こうした実績を踏まえ、オーストラリア⁹や英国¹⁰では、退職後のデキュムレーション期にデフォルト設定の概念を取り入れた年金制度設計が検討されています。デフォルト設定の活用については、日本での導入検討を期待しながら、その動向を注視しています。

iDeCoについては、加入者範囲を拡大する法改正が行われたものの、加入率は依然として低水準にとどまっています。日本は任意加入年金制度の加入率を最大限まで高めることに成功したドイツやニュージーランド政府の政策を参考にするとよいでしょう¹¹。ニュージーランドの「KiwiSaver」の場合、政府は従業員の掛け金に週当たり最大10ニュージーランド・ドルまで上乗せするマッチング拠出を行い、さらに開始時には1,000ニュージーランド・ドルを支払うことで加入を促進しました。ドイツは、4%の最低掛け金に対する課税控除に加え、政府助成金を単身者は175ユーロ、夫婦の場合は308ユーロに増額し、子供は1人当たり185ユーロ、2008年以降に誕生した子供は300ユーロとするなどの政策を駆使してリスター年金（ドイツの確定拠出型個人年金制度）の大規模な導入に成功しました（しかし、足元の低金利環境によるリターンの悪化を背景に、リスター年金の設計はその後大きな議論を呼びました）。税制優遇措置、DC口座への直接的な助成金の給付、加入者の掛け金に一定額を上乗せする政府によるマッチング拠出などの政策については積極的に検討すべきでしょう。個人に対して訴求力を高めるためにも、政府による拠出は比率ではなく、実額で提示するのが効果的だと考えます。

拠出限度額の引き上げ

DC制度の拠出限度額は、2001年の制度導入以来、3回にわたって引き上げられましたが、世界各国の水準に比べると依然として低水準にとどまっています。企業型DCの場合、拠出限度額は事業主がDB年金を併用しているかどうかで決まります。DB年金がない場合、事業主掛け金と加入者掛け金の総額の上限は年額660,000円（約6,000米ドル）で、DB年金がある場合は330,000円（約3,000米ドル）です。図2に示すように、iDeCoの拠出限度額も低めに設定されています。

米国や英国など、海外の状況は大きく異なります。2018年、米国における加入者拠出の上限額は18,500米ドルで、50歳以上の加入者はさらに6,000米ドルを追加で拠出することができます。DC制度における事業主と加入者の拠出限度額は年間55,000米ドルです。英国の場合、DC年金における年間の非課税拠出限度額は40,000ポンド（DB制度の掛け金控除後）です。

近く定年退職を迎える労働者の数が非常に多いことを踏まえると、現在のDC市場の資産規模は10兆円（900億米ドル）程度と相対的に小規模で、加入者の自助による資産形成を更に後押しする必要があります。2016年時の日本の所得代替率は57.7%¹²で、OECD平均である58.7%より低く、オランダ（96.9%）、カナダ（75.2%）、あるいは米国（71.3%）¹³を大幅に下回る水準です。日本の年金による所得代替率の改善を図るべく、拠出限度額を米国や英国と同等の水準まで引き上げることを検討すべきでしょう。DC年金の拠出限度額を引き上げることで、上限の概念がないDB制度と、より対等な扱いになります。

日本の企業型DCにおけるマッチング拠出は、事業主の拠出額に対し加入者が追加的に拠出することを指し、拠出の主体を事業主側に置いた制度設計になっています。これとは対照的に、米国の401K年金制度の資産の大部分は従業員掛け金によるものです。さらに、日本では規制により、従業員の掛け金は事業主の拠出金額を超えてはならないと定められています。これにより、従業員の掛け金は事業主の拠出状況に左右されることとなり、より多く拠出したい加入者が

存在しても制度がそれを阻む状況になっています。DC年金加入者による資産形成を促進するためには、こうした制限を緩和すべきであると考えます。加入者により大きな裁量を与えることにより、当事者意識を持って退職後の資産形成に関わるようになり、加入者の意識改革にもつながります。

また、拠出限度額を固定金額ではなく、比率によって定めることで、収入水準に見合った資産形成が可能になります。例えば、拠出限度額を給与の6%、あるいは9%と収入比例にすれば、各加入者の生活水準に応じて退職後に備えることができます。「比率」のアプローチは、諸外国での慣行とも一致します。本稿は具体的な拠出を提言するものではありませんが、政府には様々な要因を包括的に考慮した上で、最適な拠出限度率を検討することを提言したいと思います。拠出率を検討するにあたっては、所得代替率の目標値、足元の公的年金制度加入率、企業型DB制度による支給額、DC制度の残高、退職までの平均年数などを考慮する必要があると考えます。

昇進や勤続年数に応じた所得増加に伴い掛け金を自動的に増やす、自動掛け金引上制度導入の義務化も、企業型DCに期待したい改善の1つです。米国では、この自動引上げ制度の導入が拡大しています。自動加入方式を採用している企業の80%近くが自動掛け金引上制度も導入しています¹⁴。こうした機能は、導入する国・地域を問わず、加入率と拠出額の増大につながります。

図2：年金制度加入者別の掛け金上限額（千円）

第一号保険者	第二号保険者				第三号保険者	
	会社の役員・従業員等		公務員等			
自営業者等	会社の役員・従業員等		公務員等		専業主婦（夫）等	
iDeCo (816) ^b	iDeco (276)	iDeco (240) ^c	iDeco (144) ^d	iDeco (144)	iDeco (144)	iDeco (276)
		企業型 確定拠出年金 (660)	企業型 確定拠出年金 (330) 企業型 確定給付年金 (無制限)	企業型 確定給付年金 (無制限)		
国民年金 基金	厚生年金保険 (所得比例)					
国民年金(基礎年金) (約196) ^a						

■ 強制加入年金
■ 任意加入年金

出所：MHLWおよび国民年金基金連合会

- a. 2018年
- b. iDeCoの掛け金と国民年金基金の掛け金の合計限度額
- c. 企業型確定拠出年金制度の掛け金限度額が420,000円の場合
- d. 企業型確定拠出年金制度の掛け金限度額が186,000円の場合

中途引出し制限の緩和

日本でDC制度加入者が掛け金の増額をためらう理由の一つに、原則60歳まで資産の引出しが認められていない事が挙げられます。退職年齢前の中途引出しは、年金貯蓄の原則に反するとみなされ、厳しく制限されています。このようにDC制度で形成した資産に流動性が与えられていないことから、加入者は緊急時に資金を利用できないことを懸念し、DCへの拠出を増額することに消極的です。

多額の医療費負担を要する特別な状況や、DC資産の残高が一定の水準を超えた場合など、特定の条件を満たした場合に限り、借入れとして中途引出しを認めることには利点があると考えます¹⁵。米国では、加入者は保有するDC資産残高の50%まで、50,000ドルを上限として借入れが認められていますが、5年以内に利息を含めた全額をDC口座に返済することが義務づけられています。このような返済義務付きの中途引出し措置により、加入者の年金資産を退職後に向けて確保する原則を守りながら、掛け金増額の妨げとなっている懸念を和らげることが可能です。

年齢に応じた資産運用

人生100年時代、個人が預金だけで十分な資産を準備することは難しいと言えます。退職後に向けた準備の一環として、資産を運用することが重要であるに加え、数十年という長い投資期間にわたって複利リターンの効果を得ることが長期の資産形成においては非常に重要です。日本では多くの先進諸国に比べて強く投資の文化が深く根付いていませんが、現金保有や保守的過ぎる投資は賢明な選択肢とは言えません。日本において長期投資商品に比べて現金保有が選好されるのは、過去の日本株式のパフォーマンスによる影響が大きいためです。同時に、投資に必要な金融知識や適切なアドバイスが得られていないためでもあります。諸外国で、年齢に応じた運用を行うファンドが広く活用されている理由の一つは、加入者にとって比較的シンプルな設計ながらも、資産配分、リスク管理、配分調整といった機能がすべて内包されているためです。適切な後押しがあれば、日本でも年齢に応じた資産運用商品の代表格であるターゲット・デート・ファンド（TDF）の活用が進み、投資が広く一般的に行われるようになる可能性があります。

現金から年齢に応じた投資商品へ

資産形成期における資産配分は、退職時のDC資産価値を左右する極めて重要な要素です。したがって、長期的な値上がり益を追求しながら資金を効果的に運用することが重要です。ところが日本のDCにおける運用状況を見ると、資産配分は長い運用期間を想定した内容になっておらず、資産の50%以上が預金商品か元本確保型の保険商品に振り向けられています。退職までの期間が長い20代、30代、40代の加入者でさえ、極めて保守的な運用を行う傾向があります。これでは、加入者が思い描く定年後のライフスタイルを満喫するのに十分な資産を準備できるのか疑問です。現金や元本確保型商品は長期的な物価上昇に対する抵抗力がありません。分散投資の効果や長期的な値上がり益を追求しながら、年齢とともに変化する加入者のリスク許容度を十分考慮した設計になっているTDFは、現金に比べて合理的な選択肢だと言えます。

日本のDC制度でも、従前からデフォルト商品を指定することが可能でしたが、その多くが一時的・例外的な資金の行き先として位置付けられたもので¹⁶、ほとんどが銀行預金や保険商品となっていました。この状況を踏まえ、政府は2016年の確定拠出年金改正法において以下の2点を改正しました。

1. 一時的な資金の待機先としてではなく、長期的な観点から、様々な経済状況下で収益の確保を目指すためのものとして、指定運用方法（デフォルト商品）に関する基準を規定。
2. 企業型DC、個人型DCのいずれも、採用商品数の上限を35本に制限。TDFはターゲットイヤーの異なるファンドを含め1本に換算。

TDFのような分散効果を期待できるマルチ・アセット戦略は、指定運用方法の基準を満たすものとされていますが、今回の改正においては、指定運用方法として適格である特定の商品カテゴリーを法令上明確化するには至りませんでした。2017年6月、社会保障審議会の専門委員会は、元本確保型商品を含むあらゆる種類のファンドを指定運用方法として認めるべきだと結論づけました。これは、元本確保型商品に偏重した資産配分状況の維持につながる内容であり、改正法の本来の主旨に反した結論のように思います。指定運用方法、あるいはDC運用の中核となる商品としてTDFの認知度は徐々に高まっているものの、更に踏み込んだ改正を行い、指定運用方法の選択肢としてTDFを法令に明記すべきであると考えます。米国の労働省

（DoL）は2006年年金保護法に基づき、TDF、バランス型ファンド、およびマネージド・アカウントを適格デフォルト商品（Qualified Default Investment Alternatives）として定義する明確な規則を定めました。現在、米国では事業主のおよそ93%が適格デフォルト商品¹⁷としてTDFを採用しています。過去のデータに基づく欧州の学術研究¹⁸でも、リスク軽減とパフォーマンス向上の観点からライフサイクル投資型戦略は優位性が認められています。

同時に、事業主および運営管理機関は採用しているTDFの商品性を再検証し、適切に分散されているか、そして退職までの長い投資期間を十分に活かした内容になっているかを見極める必要があります。オルタナティブ投資は、リターンの源泉を分散し、伝統的資産クラスを補完する特性があることから、構成資産の一部として検討して良いかもしれません。

上場株式等に関する相続税評価額の見直し

長期的な投資を行うにあたっては、税制面の取扱いも重要な要素となります。例えば、世代間の資産移転を考えた場合、相続税法上の取扱いにより、その他の一般的な相続財産と比較した際の投資信託及び上場株式等の魅力は著しく低いのが現状です。日本の相続税法では、投資信託を含む上場株式等は被相続人の死亡時点での時価で評価され、相続税評価額の減額は一切発生しません。図3が示す通り、その他の相続財産は、流動性が低い資産の評価が困難であることや、価格変動リスクから納税者を保護する意向を踏まえ、実際の取引価格より大幅に割り引いて評価されています。

金融庁は、財務省に対する税制改正要望の中で、納税者を価格変動から保護するため、上場株式等に関する相続税評価の見直しを要請しています。その要請では、上場株式等の相続税評価額の10%の引き下げと、価格が急落した上場株式等に対する評価の特例の導入が求められています¹⁹。評価額の見直しが認められれば、以下のようなプラスの影響があると考えられます。

- 高齢者による上場株式や投資信託に対する投資継続の後押しとなり、不動産や生命保険商品など流動性の低い資産に偏重した保有資産の分散促進。
- 長期的な市場成長の恩恵を受けられるようになり、長寿リスクやインフレリスクに対する抵抗力の改善。
- 世代間の資産移転を通じて、上場株式や投資信託への投資を経験する世帯が増加。

退職前加入者の資産配分の簡略化

退職前の10年間は、退職に向けた準備において特に重要な期間です。退職前は、一般的にDC加入者の拠出能力が最も高くなり、DCの累積残高も増えるため、この時期の資産配分は退職時の資産額に大きな影響を及ぼします。退職を近く控えた加入者にとっては、退職後の生活にスムーズに移行できるように、退職時に準備したい金額の目標、リスク許容度、退職後に必要な支出額にあわせて、様々な運用手法を比較、検討する良いタイミングだと言えます。

英国には、退職を控えた人が、退職時に目標金額を達成するための運用戦略、いわば退職までの「道筋」を選択するための興味深い仕組みがあります。英国の年金業界は、ターゲット・デート・ファンドのガイドパス（資産配分の推移）に類似した3つの「道筋」を設計しました。1つ目は、10年以内に退職し、加入者が年金保険に加入することを想定した資産配分です。10年間に資産配分は徐々に保守的になり、保有する資産が株式から債券に入れ替わっていきます。2つ目は、退職後も投資を継続する加入者向けで、退職時の株式保有比率を最大40%とする設計です。3つ目は、退職時に一括で現金を受け取りたい加入者向けです。この場合、ポートフォリオ内の株式資産配分は徐々に低下し、退職時に現金化されるように運営されます。この3つの選択肢の活用は英国で普及し、中でも、退職後も投資を継続する加入者の割合が高くなっています。ブラックロックでは、退職を控えた加入者の「道筋」の選択を簡略化するために、日本の資産運用業界においても同様の手法を採用するメリットは大きいと考えています。

デキュミュレーション期間

退職後の資産の取崩し（デキュミュレーション）期間では、退職後の生活がどれくらい続くかわからないという新たな課題に直面します。退職を迎える加入者は、生前に資産を使い果たしてしまうリスクを回避しつつ、必要な資金を確保し続けるための適切な資産運用方法について助言を必要としています。多くの場合、退職後の期間は20年、30年、あるいは40年に及ぶ可能性もあるため、その期間の生活資

図3:日本における相続財産の評価方法

	相続財産	相続税評価方法
価格変動 リスクあり	土地	居住用の小規模宅地の場合 評価を80%減額、それ以外の場合 路線価（公示地価より約 20%低い）で評価
	建物	固定資産税評価額 （建築費より30-50%低く 評価）
	ゴルフ会員権	市場取引価格（時価）より 30%低く評価
	上場株式および 投資信託	時価
価格変動 リスクなし	生命保険	法定相続人1人あたり500万円 を控除した額で評価（例えば法 定相続人が4人の場合、2,000 万円の控除）
	現金、預金	預入残高の100%

出所：金融庁、財務省

金を確保するためにも投資を継続する必要があります。退職時一時金の受け取りを優遇する税制や、資金を定期的に払い出す設計となった商品組成の妨げとなるルールは、見直されるべきでしょう。

退職一時金から長期投資への移行

今後退職する人々は、これまでよりも長い期間、より健康な生活を送ることができる見込みですが、同時に投資リターンや金利が低い環境下に置かれています。このため、多くの人は、退職後に向けて準備した資金で当初計画していたよりも長い退職生活を支える必要性に迫られるでしょう。退職後も投資を継続し、蓄えた資産の寿命を伸ばすことが重要です。しかし、実際には多くの人が退職金を一時金で受け取り、銀行預金の金利収入だけに頼る状況となっています。さらに、生きている間に資産を使い果たしてしまわないよう、元本を取崩して支出に回すことを避ける傾向があります。ブラックロックが2017年に発行した米国に関するリサーチ・ペーパー²⁰では、退職後に「資産を節約」する傾向を指摘しています。日本では、退職一時金の受け取りに対して税制上の優遇措置（退職所得控除）があるため、確定給付年金の72%、そして確定拠出年金の94%の加入者が、年金資産を退職時に一時金で受け取る選択をしています²¹。退職金を一時金として受け取る場合には、勤務年数に基づいて退職所得控除を受けることができます。例えば、ある企業で22才から60才まで38年間勤務した場合、合計2,060万円の退職所得控除が適用されます。退職所得のうち、課税対象となるのは、退職所得から退職所得控除額を差し引いた額の半分となります²²。一方、受給者が年金方式で受け取る場合には、公的年金等として公的年金控除額を差し引いた額に対して毎年課税されます。退職金を一括で受け取った退職者は、行動バイアスや、アドバイスの欠如により、退職金を預金で保有する傾向があります。預金だけに頼るのは、退職後も安定した生活水準を維持することを目的とする加入者にとって最適な方法と言え

せん。一時金受け取りによる短期的な節税メリットが、長期的には物価上昇と収益機会の逸失によって打ち消されてしまうためです。日本政府は、退職金の一時金受け取りと、長期にわたり投資を継続できる年金方式の税制上の取り扱いが同等となるように、税制を改革すべきです。

世界の多くのDC制度では、退職者は資産を引き出しながら投資を続けるという選択肢があります。日本ではDC市場の規模がまだ比較的小さいことを背景に、投資可能なファンドは、基本的に退職前の資産形成段階に照準を合わせています。例えば、提供されているターゲット・デット・ファンド（TDF）の大半は、退職時期まで運用され、その時期を過ぎると運用を終了するか、現金性資産への投資を維持するのみとなります。換言すれば、そのようなTDFの提供者は、大半のDC資産が退職時点で引き出されることを想定していると考えられます。当社は、前述の税制改革が実施されれば、商品やサービスがさらに拡充され、退職者により多くの選択肢が提供されるようになって考えています。また、資産運用業界は、退職時点で実質的な運用を終了するのではなく、退職後のデキュレーション期間を通じて投資を継続する、投資期間がより長い次世代型のTDFを設計すべきです。

デキュレーションをサポートする商品の拡充

退職者は安定的なキャッシュフローを確保したいニーズが強く、定期的に資金を払い出す商品を必要としています。日本では、毎月分配型のファンドが2001年頃から販売され始め、大きな人気を集めました。

毎月分配型ファンドは、定期的な分配金により投資家の資金ニーズに
 応える商品として導入されましたが、次第に分配金の水準に着目した
 商品間の競争へと変わっていきました。この競争の中核となる、高利
 回り資産に投資しながら、理論上の追加的な利回りを得るための投
 資（大半は高利回り通貨への投資）を組み合わせて設計される、
 いわゆる「二階建て（ダブル・デッカー）」商品は、デキュレーション
 を必要とする退職者向けに適切に設計されているとは言えません。な
 げなら、こうした商品は利回りの追求を優先するために過剰なリスクを
 取る 경우가多く、投資家の多くはその複雑性を十分に理解していな
 いためです。デキュレーション向け商品の市場は、世界的に見て発展
 の初期段階にあり、日本もこの例外ではありません。退職者は、定期
 的な支払いを受け取るメリットを享受しながらも、資産価値の最大化
 を目指す分散型の投資戦略に、生涯にわたって投資を行うべきだと
 考えます。最良の方法は、以下のような商品あるいはサービスをうまく
 組み合わせることで活用することだと考えます。

- 終身年金保険
- 退職一時金の受け取り
- 定期引出プログラム（Systematic Withdrawal Program）
- 住宅担保を利用した借入（またはリバース・モーゲージ）

次に、それぞれのメリット、デメリットについて整理します。

取崩しの手法	メリット	デメリット
終身年金保険	<ul style="list-style-type: none"> • 生涯にわたる年金資金を保証する唯一の手段 • 日本では税制優遇措置の対象 • 死差益をプールすることが長寿リスクに対する最も効率的な方法 • 事前に購入が可能（例 退職前の年金契約） • 死亡給付金の形で相続が可能 • 世界的に市場が確立されており、顧客毎の希望に合わせた商品設計を可能にする様々な事例／サービス／機能がある（例 据置年金） 	<ul style="list-style-type: none"> • 資産の運用についての裁量がなく、自由度も低い • 一般的に、年金の支払い開始後の解約は困難（かつコスト高）。解約手数料が高く、流通市場もない • 商品が複雑で説明が困難なため、顧客が望まない、想定外の結果となる可能性がある • 長寿リスクに見合う価値を評価することが困難 • 投資商品と比べて手数料が高く、不透明 • 余命によっては効果が限定的になる可能性がある
退職一時金	<ul style="list-style-type: none"> • 資産の管理が容易で流動性も最も高い • 目先の負債を一括返済するのに有効な方法 • 現金を潤沢に保有したい人の希望に合致する 	<ul style="list-style-type: none"> • 長寿リスクへの抵抗力がない • 資産を最適に活用できない場合がある。早期に使ってしまう、または節約し過ぎてしまうことがある • 衝動買いしやすくなる • リスクと資産を適切に管理するには、十分な計画と自己管理能力を要するため、認知力が低下した高齢者にとって困難 • 高齢者を狙った詐欺／犯罪の対象となりやすい
定期引出しプログラム（SWP）	<ul style="list-style-type: none"> • 効果的な資産の取崩しと最適な資産運用の手段を提案 • 想定外の支出に備えて、臨機応変に取崩し計画を変更できる • 年齢とリスクを考慮した資産配分によって、短期および長期の資金需要とリスクのバランスを最適化できる • 退職者は、取崩しによって受け取る資金について長期の見通しを立てられるため、それに沿った支出計画を立てることができる • 遺贈の希望を反映したうえで、取崩しプランの構築が可能 	<ul style="list-style-type: none"> • 保証がなく、安定したリターンは約束されず、市場リスク、長寿リスクがある • 手法によっては、カスタマイズできる余地に限界がある • ポートフォリオの構成によっては、資産価値が下落して支出の抑制を迫られることがある • 多様な設計が可能なたため、個々により結果が大きく異なる場合があり、投資家が混乱する可能性がある • SWPをファンドの形式で設定するには、日本の投信会計ルールの変更が必要（P10「国内籍ファンドに関する会計上の制約」を参照）
住宅担保を利用した借入／リバース・モーゲージ	<ul style="list-style-type: none"> • 一般的に、活用がまださほど進んでいない退職後所得の潜在的資産といえる • 債務は次世代に移転されない • 自分の家に住み続けることができる 	<ul style="list-style-type: none"> • 退職者は、次世代に家を残さなくなることに不安を感じる • 市場が未整備で、流動性は低い • これまでに一部の国では慣行等に問題があったが、政府による介入、適切な商品の提供や販売手続により、健全化した市場を確立すれば、有効な選択肢となり得る

国内籍ファンドに関する会計上の制約

日本の追加型投資信託では、投資信託協会による規則（投資信託財産の評価及び計理等に関する規則の第55条）の定めにより、配当等収益およびキャピタル・ゲインが基本的な分配原資となります（ただし、前回の決算期においてキャピタル・ロスがある場合には、分配原資とすることはできません）。現行の規則において、元本を分配原資とすることはできません。

この規則を遵守しながら、元本の一部を実質的な分配原資とするために、一般的には二層構造スキームが採用されます。分配原資に対して制約を受けない諸外国にファンドを設立し、国内籍ファンドから投資を行います。外国籍ファンドは、国内規則による分配原資に関する制限を受けることなく分配を支払うことができます。支払われた分配金は、同ファンドの投資家である国内籍ファンドにおいて分配可能な収益である「配当等収益」として認識されます。この二層構造により、分配金の支払いに柔軟性を確保することができるのです。

情報、助言の提供およびツールの拡充

当社が行った調査²³では、退職後にどれだけの資金が必要になるのかを把握している日本人はわずか30%であることがわかりました。退職前の早い時期から退職後に備えた資金準備を始める必要があることは広く認識されていますが、実行に移せるだけのスキルを身に付けている人は多くありません。国が教育プログラムを提供することも解決策の一つではありますが、標準的な金融教育プログラムによる効果は一般的にあまり期待できません。行動経済学においてナッジ（強制ではなく自発的に正しい行動を選択するように促す手法）として知られるデフォルト設定のアプローチ（自動加入方式、自動掛け金引上制度、年齢に応じてあらかじめ設定された投資など）や実践的な助言の方がはるかに効果的です。退職後の必要資金や、想定される退職後収入についての情報は、判断を求められる様々な局面で大変役立ちます。2013年以降米国労働省（DoL）では、DC加入者が保有する資産残高から想定される退職後の受給可能額を加入者レポートに掲載するよう、検討を行っています。この規則はまだ発令されていませんが、規制当局もこのような情報が退職に向けた準備に役立つと考えていることは明らかです。日本でも、このような情報がDC加入者に定期的に提供され、退職後の資金状況に対する理解を促す環境が整うことが望まれます。

また、退職に向けた資金準備で求められる複雑な判断や選択を支援するシンプルなプランニング・ツールが提供されることで加入者の利便性は大きく向上します。資金準備の工程を複雑にする要因は、退職後の生活費や想定される収入、個人のリスク許容度など多岐にわたります。退職後の生活費は、家族構成、住まいの状況、退職後のライフスタイルなどに左右され、予想される退職後収入は退職時の資

ただし、外国籍ファンドの設立には費用が伴い、最終的な投資家が負担する間接的な費用は決して安いものではありません。

定期的な取崩しに対応するファンドの設立を日本で促進するために、以下の要件を満たす場合に限り、会計上の制約を免除すべきだと考えます。

- ファンドの投資目的の一部として元本の取崩しが明示されている
- ファンドの運用戦略が長期投資に適している

上記要件に基づく許可制度の検討を行う際には、運用会社からの届出を受けて、金融庁が商品を確認した上で承認を与える仕組みで運営される、つみたてNISAを参考にできると考えます。これにより、デキュレーションの需要がある退職者向けに、取崩し型ファンドを対象とした新形式のNISA制度の設立も可能だと考えます。

産額、資産構成、資本市場の長期の予想リターンなどによって決まります。複雑な計算を示すのではなく、入力が必要な項目を少数の重要項目のみに絞った使いやすいツールが効果的でしょう。データを可視化し、リアルタイムでカスタマイズできるツールがあれば、金融機関のアドバイザーと顧客は退職後の生活設計について、より実りある計画ができるようになります。投資家が退職後の生活設計について考える機会が増えるように、金融業界はこういった助言ツールを積極的に開発すべきだと考えます。

高齢者による積極的な社会参加の促進

退職に向けた準備の中では、心身の健康も重要な優先事項です。これからの時代は、高齢者の健康維持と社会参加をいかに実現するかが重要となり、雇用延長はその解決策の1つです。日本政府は65歳までの雇用機会の確保を目的とした措置を既に導入しており、さらに年金受給開始年齢については将来的に70歳以上とすることも検討されています。更なる施策として、高齢従業員の幅広い雇用に向けて柔軟な雇用契約を提供するなど、高齢者の活躍の場を提供する企業を後押しする支援策を、助成金のみならず政府調達における優遇等を含めて幅広く検討、拡充するのも一案でしょう。

高齢者の雇用が促進されれば個人の所得は増加し、家計の安定により消費が促されます。政府にとっては年金給付開始年齢の引き上げも可能となり、経済社会にとっては労働参加率が高まるなど、様々な効果が期待できます。高齢者の社会参加とWell-being（人生に対する充実感）との間には正の相関性があることも示されており、栄養バランス、精神的充足感、安心感および自己表現といったことが広義の意味で増進につながるとされています。さらに、高齢者がより健康になれば、医療費の増加を抑制できる可能性もあります。

また、直接的な高齢者雇用だけでなく、高齢者の社会参加の支援を含めて考えると、医療、福祉等の産業に限らず、健康、娯楽、あるいは金融などの様々な産業による関与が可能と言えます。例えば、このような広義の高齢者支援を行う企業が先進的なモデルとして特定され、そういった取り組みが業界全体で促進されるよう、各種産業政策の策定において高齢者活用が基本的な考え方の一つとして考慮されることが期待されます。

企業は今日、自社が社会に与える影響に加え、人口動態を含む広範で構造的な変化が自社の成長可能性に与える影響を理解することが大切です。当社CEO、Larry Finkは、CEOへの書簡²⁴の中で、「企業が継続的に発展していくためには、すべての企業は、優れた業績のみならず、社会にいかに関与していくかを示さなければなりません。企業が株主、従業員、顧客、地域社会を含め、すべてのステークホルダーに恩恵をもたらす存在であることが、社会からの要請として高まっているのです。」と述べています。

企業は、社会的な貢献だけでなく、高齢者雇用の促進が生産性や従業員の忠誠心の向上、価値観の多様化を通じて業績の改善につながると実感するでしょう。ブラックロックは、官民が協力してこの課題に取り組み、高齢者に対する認識を「経済の重荷」から「経済への積極的な貢献者」へと変えることが社会の利益につながると考えています。その実現には、高齢者の積極的な雇用を推進する企業が適正に認識、評価される仕組みや制度が必要です。

結論：持続可能な明るい未来を創る

日本は世界に先駆けて「人生100年時代」へと突入しており、その対応に注目が集まっています。退職後の人生が現役時代とほぼ同じ長さになることは誰もが理解し始めている中、豊かな生活を続けるためには、個人、企業、そして政府を含む、国をあげた取り組みが不可欠です。安倍晋三首相の言葉を借りて本稿を締めくりたいと思います。「私は、日本の人口動態に全く懸念を持っていません。日本は高齢化しているかもしれませんが。日本は人口が減少しているかもしれませんが。しかし、この現状が、我々に改革のインセンティブを与えます」²⁵。

参考文献一覧

1. World Health Statistics 2017: Monitoring Health for the SDGs, World Health Organization
2. 「日本の将来推計人口—平成28（2016）～77（2065）年—附：参考推計 平成 78（2066）～127（2115）年」国立社会保障・人口問題研究所
3. Ibid
4. 従属人口指数とは、従属人口（0－14歳と65歳以上）を生産年齢人口（15－64歳）で割った比率である。比率が高いということは、少ない労働者人口で非労働者人口を支えていることであり、経済の歪みが大きいことが示唆される
5. 「日本の将来推計人口—平成28（2016）～77（2065）年—附：参考推計 平成 78（2066）～127（2115）年」国立社会保障・人口問題研究所
6. Central Intelligence Agency, The World Factbook, 2015 <https://www.cia.gov/library/publications/the-world-factbook/fields/2261.html>
7. 確定拠出年金法（2001）
8. 厚生労働省
9. Australian Treasury's industry consultation with respect to its MyRetirement initiative on the development of a framework around the offering of de-cumulative retirement products <https://consult.treasury.gov.au/retirement-income-policy-division/comprehensive-income-products-for-retirement/>
10. UK FCA study on how the retirement income market is evolving and whether providers could be required to offer retirees default investment pathways based on retirement outcomes chosen by the consumer <https://www.fca.org.uk/publications/market-studies/retirement-outcomes-review>
11. Pablo Antolin, Stéphanie Payet and Juan Yermo, Coverage of Private Pension Systems EVIDENCE AND POLICY OPTIONS, OECD (June 2012)
12. 厚生労働省では、OECDとは異なる計算式で所得代替率を計算しており、その計算方法によると2014年度の所得代替率はOECDの報告より高い62.7%となっている。主な計算方法の差異は(1) 対象となる年金の範囲（OECDは加入者本人のみだが、厚生労働省は本人および配偶者を含む）、(2) 分子と分母の定義（厚生労働省は分子が税・社会保障控除前で分母が税・社会保障控除後、OECDはいずれも税・社会保障控除前）、等である。 <http://www.mhlw.go.jp/file/04-Houdouhappyou-12507000-Nenkinkyoku-Kokusainenkinka/0000030468.pdf>
13. “Gross pension replacement rates from mandatory public, mandatory private and voluntary private pension schemes.”, Pensions at a glance, OECD(2017). http://www.oecd-ilibrary.org/finance-and-investment/oecd-pensions-at-a-glance_19991363
14. Callan, 2017 Defined Contribution Trends, 10th Anniversary edition. <https://www.callan.com/wp-content/uploads/2017/01/Callan-2017-DC-Survey.pdf>
15. “Defined Contributions (DC) Pension System Ready for Reform - Growing Need to Improve Investment of DC Assets -”, Akiko Nomura (Nomura Institute of Capital Markets Research, 2015)
16. “Taking Japan's Defined Contribution Pension Plans to the Next Level”, Akiko Nomura (Nomura Institute of Capital Markets Research, 2012)
17. “Defined Contribution Plan Survey”, Willis Towers Watson, 2018
18. Independent study by Bocconi shows benefits for consumers of life-cycle investment as a pan European pension product default option <http://www.efama.org/pages/bocconi-study-shows-benefits-for-consumers-of-life-cycle-investment-as-a-PEPP-default-option.aspx>
19. 「平成29年度 税制改正要望項目」金融庁 <https://www.fsa.go.jp/news/28/sonota/20160831-3/01.pdf>
20. “Spending retirement assets...or not?”, BlackRock, 2017
21. 「税制調査会（2015年9月10日）参考資料1」税制調査会 <http://www.cao.go.jp/zeicho/gijiroku/zeicho/2015/27zen19kai.html>
22. 「所得計算上の控除（給与所得控除、公的年金等控除等）に関する資料」財務省 https://www.mof.go.jp/tax_policy/summary/income/b04.htm
23. Global Investor Pulse Survey, BlackRock, 2017
24. ブラックロック会長兼CEO Larry Finkによる投資先企業への書簡 <https://www.blackrock.com/corporate/investor-relations/larry-fink-ceo-letter>
25. 2016年9月ロイター社のニューヨークでのイベントにおける安部晋三内閣総理大臣による講演

重要事項

記載内容は、ブラックロック・ジャパンが作成した英語版レポートを翻訳・編集したものです。記載内容は、情報提供を目的として作成されたものであり、特定の金融商品取引の勧誘を目的とするものではありません。記載内容は、ブラックロック及び弊社が信頼できると判断した資料・データ等により作成しましたが、その正確性および完全性について保証するものではありません。また、記載内容の各種情報は過去のもの又は見通しであり、今後の運用成果を保証するものではなく、本情報を利用したことによって生じた損失等について、ブラックロック及び弊社はその責任を負うものではありません。記載内容の市況や見通しは作成日現在のブラックロックの見解であり、今後の経済動向や市場環境の変化、あるいは金融取引手法の多様化に伴う変化に対応し、予告なく変更される可能性があります。また、ブラックロックの見解、あるいはブラックロックが設定・運用するファンドにおける投資判断と必ずしも一致するものではありません。

投資リスク・手数料について

・投資信託に係るリスクについて

投資信託の基準価額は、組入れられている有価証券の値動きの他、為替変動による影響を受けます。これらの信託財産の運用により生じた損益はすべて投資者の皆様へ帰属します。したがって、投資信託は元金および元金からの収益の確保が保証されているものではなく、基準価額の下落により投資者は損失を被り、元金を割り込むことがあります。また、投資信託は預貯金と異なります。また、投資信託は、個別の投資信託毎に投資対象資産の種類や投資制限、取引市場、投資対象国等が異なることから、リスクの内容や性質が異なりますので、ご投資に当たっては各投資信託の投資信託説明書（交付目論見書）をご覧ください。

・手数料について

弊社が運用する公募投資信託については、ご投資いただくお客さまに以下の費用をご負担いただきます。

■ 直接ご負担いただく費用

お申込み手数料： 上限4.32%（税抜 4.0%）

解約手数料： ありません。

信託財産留保額： ファンドによっては、信託財産留保額がかかる場合もあります。

投資信託説明書（交付目論見書）および目論見書補完書面の内容をご確認ください。

■ 投資信託の保有期間中に間接的にご負担いただく費用

信託報酬： 上限2.56824%（税抜 2.378%）程度

■ その他の費用

上記以外に保有期間等に応じてご負担いただく費用があります。（その他の費用については、運用状況等により変動するものであり、事前に料率、上限額等を示すことができません。）

※リスク及び手数料の詳細につきましては、投資信託説明書（交付目論見書）等でご確認ください。

お問い合わせ先

ブラックロック・ジャパン株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第375号

加入協会／一般社団法人 日本投資顧問業協会、一般社団法人 投資信託協会、日本証券業協会、一般社団法人 第二種金融商品取引業協会

ホームページ <http://www.blackrock.com/jp/>

〒100-8217 東京都千代田区丸の内一丁目8番3号 丸の内トラストタワー本館