

米国の確定拠出年金 30 年の推移から
日本の DC ビジネスを考える

平成 24 年 5 月 18 日
杉田浩治
(日本証券経済研究所)

米国の確定拠出年金 30 年の推移から

日本の DC ビジネスを考える

(要約)

米国の確定拠出 (DC) 年金は、81 年の 401(k) (企業型確定拠出年金) プラン発足から 30 年を経過し、11 年末の運用資産残高は、個人型確定拠出年金の IRA と合わせると 600 兆円超、個人金融資産に対する比率は 16.2%に達している。

IRA も 401(k)も「個人の自助努力による退職準備貯蓄を促進する」ための税優遇制度であり、401(k)の従業員拠出限度額は米国人の平均年収に対して 20%台で推移してきた。06 年には 401(k)への自動加入方式が導入され、最近では企業年金に加入していない勤労者全員を IRA へ自動加入させようとする動きもある。

米国 DC 年金資産の運用は 90 年代初頭まで銀行預金等の安定資産の比重が高かったが、勤労者の間に「年金資金のように超長期運用の場合は、短期的リスクはあっても長期的に高いリターンの見込める株式組入れ商品に投資すべし」との認識が浸透するにつれ、投信へのシフトが進み、最近ではライフサイクル・ファンドの活用度が高まっている。

日本の DC 年金はまだ 5 兆円規模 (個人金融資産の 0.4%) であり加入率も低い。しかし高齢者の収入の公的年金への依存度が高い一方、公的年金の維持基盤は米国より弱いことから、私的年金充実の必要性は日本の方が大きい。日本では「年金」というと公的年金だけが議論されることが多いが、国民の老後所得を確保するためには私的年金との一体的検討が必要であり、その中で DC 年金拠出限度額も考慮されるべきである。

日本で 12 年から企業型 DC への個人拠出が可能となったことは、DC 制度の本格的普及を図る好機であり、長期運用には株式が適性を発揮することの PR をふくめ、金融サービス業界が腰を据えて DC ビジネスへ取り組むことが望まれる。

米国の確定拠出年金 30 年の推移から 日本の DC ビジネスを考える

公益財団法人 日本証券経済研究所
専門調査員 杉田浩治

はじめに

01 年にスタートした日本の企業型確定拠出年金は、企業による資金拠出のみが認められていたが、発足後 10 年を経て 12 年 1 月から従業員による資金拠出も可能になった。

一方、日本が制度導入にあたって参考とした米国の確定拠出年金制度は、81 年の 401(k) (企業型確定拠出年金) プラン発足から 30 年を経過し、11 年末の運用資産残高は、個人型確定拠出年金の IRA と合わせると 600 兆円を超えている。

そこで、日本に 20 年先行している米国の確定拠出年金が、日本の現在に相当する「制度導入後 10 年の時点」でどのような状況にあったかを含めて 30 年間の推移を振り返るとともに、それらを踏まえて今後の日本の確定拠出年金を考える上でのポイントを幾つか掲げたい。

なお、確定拠出年金は、世界的に「Defined(確定)Contribution(拠出)」の頭文字をとって「DC 年金」と略称されており、本稿においても以下「DC 年金」と記載することにする。
(注) 本稿における事実認識・意見は筆者の私見である。

1. 米国の DC 年金制度の変化

(1) 制度の位置づけ・意義

① 「個人の退職準備貯蓄を推進する」意味合いが強い。

米国の DC 年金は、74 年の従業員退職所得保障法 (Employee Retirement Income Security Act、この頭文字をとって通常エリサ法と呼ばれる) の制定にともない発足した個人退職口座 (IRA=Individual Retirement Account) をもってスタートしたといえるだろう。IRA は、主として企業年金でカバーされていない自営業者等のための制度¹で、日本の個人型 DC に相当するものである。

そして 81 年に、企業年金について従来の確定給付 (Defined Benefit、略称 DB) 型に

¹ IRA は 81 年の税制改正において企業年金加入者にも利用が認められ、その後、86 年には企業年金加入者については所得制限が設けられた。

加え DC 型の 401(k)プランが発足し、現行の DC 年金制度が確立された(401(k)プランは、78 年歳入法に新たに設けられた 401 条(k)項に基づくものであるが、内国歳入庁が具体的な実施規則を設けたのは 81 年であり、ここから実質的に 401(k)プランがスタートした)。

さて、IRA も 401(k)も「個人の自助努力による退職準備貯蓄を促進する」ための税優遇制度であり、消費性向の強い米国人に貯蓄を促す政策の一環でもある。したがって企業型の 401(k)についても従業員拠出が基本であって、企業の拠出は補助的な上乘せ（マッチング）拠出となっている。

② ドルコスト平均法投資を普及させた

401(k)プランへの拠出は、毎月の給与から天引積立することにより行われるから、「価格変動商品への定期・定額投資」を強制的に実行させることにつながった。言い換えれば、時間分散と買付単価引下げ²の効果があるドルコスト平均法投資の普及に一役買ったともいえる。

〔日本との比較〕

雇用の流動化などを踏まえて発足した日本の企業型 DC 年金は、米国のような「個人の退職準備貯蓄の推進」という目的ではなく、従来の確定給付（DB）型企業年金の置き換えという位置づけであった。したがって従業員拠出を認めていなかったし、12 年から従業員拠出を認めるにあたって、その金額は「企業拠出額の範囲内で、かつ企業・個人の合計拠出額が所定の限度額（後述）を上回らないこと」という制限が付いている。このため、12 年から始まる従業員拠出を（企業拠出に上乘せする）「マッチング拠出」と呼んでおり、企業拠出をマッチング拠出と呼ぶ米国とは反対である。

以上のように、日本の今までの企業型 DC 年金は米国の 401(k)とは基本的な思想が異なるので、日本版 401(k)という言い方は的を射ていないという見方もある³。

（2）401(k)の従業員拠出限度額は、平均年収に対し 20%前後で推移

さて、米国 DC 年金への個人拠出について税制上の優遇措置（拠出額を課税所得から控除できるとともに、運用期間中に発生する収益について課税されない→いずれも受取時まで課税が繰り延べされる措置）が適用される拠出限度額の推移を振り返ると次のとおりである。

個人型の IRA は年間 1,500 ドルの限度額でスタートし、以後 82 年～01 年までの 20 年間は 2,000 ドルで据え置かれていた。その後、02 年に 3,000 ドル、04 年に 4,000 ドル、そし

² 価格変動商品に定額投資していけば「高い時に少なく買い、安い時に多く買う」ので平均買付単価を定量投資より低くできる。

³ みずほ年金研究所首席研究員・石垣修一氏は、著書「企業年金運営のためのエリサ法ガイド」（2008 年中央経済社）の 221 頁において「・・・従業員拠出のないわが国の確定拠出年金（企業型）を、「401(k)制度」と呼ぶのはいかにも見当はずれである。・・・」と述べている。

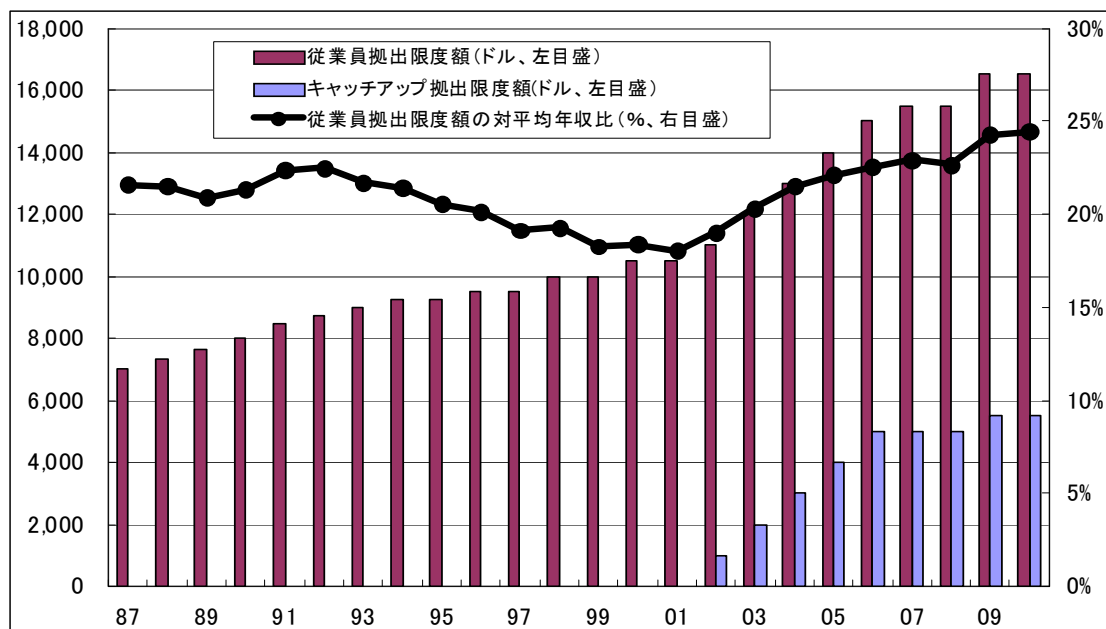
て08年には5,000ドルへ引き上げられて現在に至っている。また02年からは50歳以上について追加(キャッチアップ)拠出が認められ、その限度額は当初500ドルでスタートし、06年には1,000ドルへ引き上げられた。

一方、企業型の401(k)については、当初、企業と従業員の合計拠出額についてのみ限度額が存在し、それは83年以降年間30,000ドルであった。そして87年から従業員拠出について別に限度額が設定され、その額は図表1のように年7,000ドルからスタートしてインフレ・スライド条項などにより10年には16,500ドル、そして12年には17,000ドル(87年比2.4倍)まで引き上げられてきた。またIRAと同様に02年からは50歳以上について追加(キャッチアップ)拠出が認められ、1,000ドルでスタートした限度額は12年には5,500ドルになっている。

したがって50歳以上の401(k)加入者は、12年についていえば22,500ドル(1ドル80円換算で180万円、87年比3.2倍)の拠出が可能である(なお、企業拠出と従業員拠出を合わせた合計限度額は12年現在50,000ドル=約400万円である)。

また、401(k)の従業員拠出限度額の平均世帯年収に対する割合を計算(50歳以上のキャッチアップ分を含めないで計算)してみると、図表1折れ線のように20%前後で推移しており、10年現在では24%(平均年収67,530ドルに対し拠出限度額16,500ドル)となっている。

〔図表1〕401(k)の従業員拠出限度額と、その平均年収に対する割合の推移



〔出所〕拠出限度額はICI資料等。拠出限度額(キャッチアップを含めない)の対平均年収比は、U.S. Census Bureau Households Income統計(All Households)の全世帯平均年収を用い筆者計算。

〔日本との比較〕

日本の企業型DC年金の年間拠出限度額は、12年現在、(i)DB型の年金を実施していな

い場合で 61 万 2 千円、(ロ) DB 型の年金を実施している場合は 30 万 6 千円である。日本の勤労者世帯平均年収は 2010 年現在で 620 万円⁴であるから、(イ)の限度額で計算しても平均年収比 9.9%に過ぎない。

したがって、米国の企業・従業員合計拠出限度額 50,000 ドル（約 400 万円）の対平均年収比 73%はもとより、従業員拠出限度額の平均年収比 24%と比べてもかなり低い（なお、米国の制度発足から 10 年後の 91 年当時は、企業・従業員合計拠出限度額が 38,475 ドルで対平均年収比 79%、従業員拠出限度額は 8,475 ドルで対平均年収比 22%となっていた）。

(3) 401(k)に自動加入方式を取り入れた 2006 年改革

米国では 06 年に年金保護法（the Pension Protection Act of 2006）が成立し、企業年金制度について大改革が行われた。DC 年金にかかわる主な変更点は次のとおりであった。

①401(k)プランへの加入について、従来は「従業員が積極的に加入の意思を示した場合のみ加入する（＝企業が拠出金を給料から天引きできる）オプトイン方式」となっていたのを、「企業は、従業員が特に加入を拒否しなければ自動的にプラン加入者に繰り入れることができるオプトアウト方式」に改めた。

②上記の自動加入方式を採用する場合、「給料の何%を積み立てるか」という拠出率を従業員自らが設定しないときは、自動拠出率を 1 年目は最低 3%、2 年目は最低 4%、3 年目は最低 5%、4 年目以降は最低 6%（いずれも最高 10%まで設定可能）へ、自動的に引き上げていく仕組みを導入した。

③401(k)プラン加入者がプラン資産の運用方法について選択を行わなかった場合、企業は、労働省の定める規制に沿った資産を選んだものとみなすことができるようにした。そして、後に労働省は「加入者の運用指示がなかった場合の適格投資商品（デフォルト・オプション）」として「ライフサイクル・ファンド（ターゲットイヤー・ファンドなどとも呼ばれる）⁵、バランスファンド、投資顧問による運用勘定（SMA）」の三つとすることを規則で定めた。この三つはいずれも株式組み入れ可能商品である。

⁴ 総務省統計局：家計調査年報（家計収支編）平成 22 年版第 1-2 表「1 世帯当たり 1 ヶ月間の収入と支出（総世帯のうち勤労者世帯）の末尾記載項目

⁵ ライフサイクル・ファンドとは次のような仕組みのファンドである。投信会社が投資家の退職予定時期（ターゲットイヤー）別に（たとえば 2015 年、2020 年、2025 年、2030 年・・・など）数本以上のファンドを用意し、投資家は自分の退職時期に近いファンドを購入する。各ファンド内の資産配分は投信会社が時間の経過に合わせて変更していく（当初は株式の比重を高くし、ターゲットイヤーが接近するにつれ債券など安定資産の比重を高めていく）ので、投資家は何もする必要がない。ターゲットイヤー・ファンド、あるいはターゲットデート・ファンドとも呼ばれる。

言い換えると MMF や GICs (Guaranteed Investment Contracts=保険会社が提供する元利保証商品) など元本安定商品をデフォルト・オプションに含めなかった。その理由として労働省は「MMF や元本安定商品は、短期運用手段あるいはポートフォリオの一部とするには有用であるが、401(k)資産の全部をこれらに投資してしまうと、加入者が必要な老後資産を形成するために十分なリターンを生まない恐れがある」と述べていた。

この 401(k)プランの改革は行動ファイナンスの研究成果を取り入れたものとも言える。すなわち、当時のニューヨークタイムズ紙は、「決断を先延ばしにする」、あるいは“決断しないという決断をする”といったことは人間の習性だが、そのために今まで多くの米国人の退職年金勘定が少ないままに放置されてきた。従来、新入社員は①401(k)プランに加入するかどうか、②給料の何%を積み立てるか、③どの資産にどう配分するか、を決めなければならなかった(その決定を先延ばしにした結果、401(k)への加入が遅れる従業員もいた)が、これからは企業が取り敢えずスタートさせて、従業員が後から決めてもよいことになる」と評していた⁶。

〔日本との比較〕

日本は前述のとおり、11年まで従業員拠出を認めていなかった。12年から認める従業員拠出は、拠出を選択した従業員のみが参加するオプトイン方式であり、拠出額は「企業拠出額の範囲内で、かつ企業・個人の合計拠出額が所定の限度額(後述)を上回らない」という制限付きである。

また運用対象については、確定拠出年金法が「運営管理機関は、加入者に提示する運用対象商品の中に必ず元本確保商品を含めなければならない」と規定しており、米国労働省のデフォルト・オプションについての考え方と対照的である。実態的にも、企業年金連合会が10年に実施した「第3回確定拠出年金に関する実態調査」によれば、デフォルト商品を設定している企業の割合は56%にのぼるが、そのデフォルト商品の97%は元本確保型商品(預貯金 63.5%、保険商品 33.9%)となっている。

2. 資産残高の推移

以上のような制度変化のなかで、米国の DC 年金残高は図表 2 のように推移してきた。個人型 (IRA) ・企業型 (401(k)) の両方が整った 81 年を起点とし、制度発足から 10 年後の 91 年の状況を見ると、IRA 残高が 7,760 億ドル、401(k)残高が 4,400 億ドル、合計で 1 兆 2,160 億ドルに達していた。その個人金融資産に対する比率は 7.6%であった。(この他に

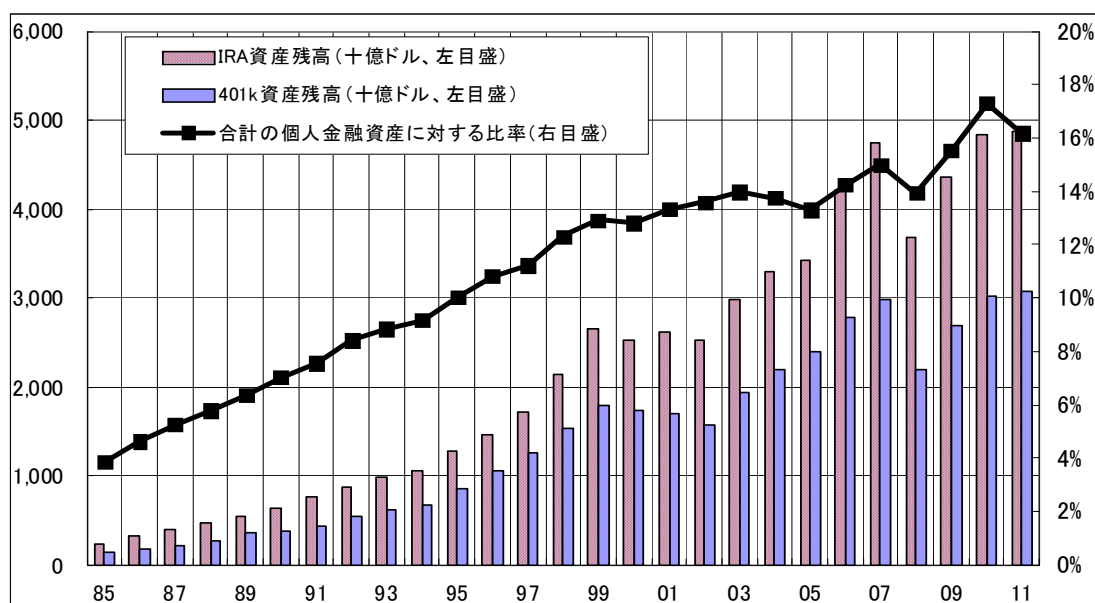
⁶ なお、2006年の年金改革と行動ファイナンスの関係については、原田武嗣氏の論文「確定拠出プランと行動ファイナンスの革新的実践—米国確定拠出年金制度変更の理論的背景—」、『フアンドマネジメント』2007年春号(野村アセットマネジメント)に詳しく解説されている。

公務員 DC などを含めた DC 総残高は 1 兆 8,360 億ドル、個人金融資産に対する比率は 11.4% に達していた)。

そして米国の DC 残高は 90 年代以降に飛躍的に拡大し、11 年末には IRA が 4 兆 8,720 億ドル、401(k)が 3 兆 700 億ドル、合計で 7 兆 9,420 億ドルに達し、その個人金融資産に対する比率は 16.2%に拡大している。(この他に公務員 DC などを含めた 11 年末の DC 総残高は 9 兆 4,030 億ドル、個人金融資産に対する比率は 19.2%である)。

なお、ミクロ的に 1 口座あたりの平均残高をみると、401(k)プランの場合で 10 年末現在 60,329 ドル⁷(約 480 万円)である。(制度発足から 10 年後の 91 年の数字は不明、92 年は推定 25,000 ドル程度⁸であり当時の為替レート 125 円で換算して 312 万円)。

〔図表 2〕 401(k)と IRA の資産残高の推移



〔出所〕IRA、401kの資産残高はICI および Securities Industry Fact Book 2002
個人金融資産残高はFRB、比率は筆者計算。

〔日本との比較〕

日本の 11 年 3 月末 (制度発足から約 10 年後) 現在の DC 残高は、5.5 兆円⁹となっている。個人金融資産に対する比率は 0.4%程度に過ぎず、米国の制度発足から 10 年後 (91 年) の 7.6%に比べ格段に低い。

⁷ “401(k) Plan Asset Allocation, Account Balances, and Loan Activity in 2010” ICI Research Perspective, December 2011。

⁸ “EBRI Research Highlights: Retirement and Health Data” EBRI Special Report SR 36, January 2001 掲載データ (92 年末資産残高 5,500 億ドル・加入者数 22.4 百万人により計算)。

⁹ 『年金情報』(格付投資情報センター) 2012 年 3 月 5 日号

1 口座平均残高は企業型について単純計算（5兆円¹⁰÷371万人）では135万円となり、米国と比べ総残高におけるほどの差はない。後述するように加入率の低いことが総残高の差の主因になっているといえよう。ただし、1口座平均残高でも前掲米国の10年末（480万円）の3分の1以下、92年（312万円）と比べても半分以下である。

3. 運用内容の変化

（1）90年代初頭は安定商品主流、その後は株式組入れ商品主流へ変化。

米国DC年金資産の運用内容をみると、90年代初の銀行預金など安定資産主流から最近では株式組入れ商品へシフトしていることが目立つ。

401(k)資産の内訳については古いデータがないが、80年代からのデータがあるIRAの資産構成を見ると図表3のように変化してきた。80年当時は銀行預金が80%を占めていた（70年代の長期株価低迷の影響を受けて安定商品の比率が高かった）が、その後大きく変動し、10年には銀行預金の比率は10%に激減、反対に投信の比重が3%から46%に高まっている。

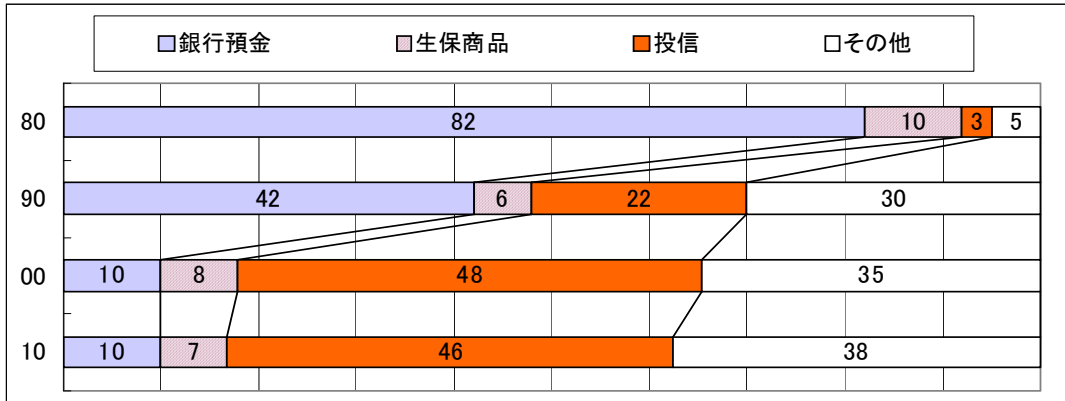
（なお図表3中の「その他」とは、IRA口座保有者が証券会社等に設けた専用口座で株式等を対象に自己運用するものであり、この比重も傾向的に拡大している。）

以上の変化をもたらした理由は、米国の株価が82年から長期上昇に転じ、その後株式の長期リターンが高水準（82～01年の20年間のS&P500種株式の平均リターンは15.2%）で安定化する中で、勤労者の間に「年金資金のように超長期運用の場合は、短期的リスクはあっても長期的に高いリターンの見込める株式組入れ商品に投資すべし」との認識が浸透したことによると考えられる。

また401(k)資産の内容について、データの遡れる96年からの状況をみると図表4のとおりである。時価比率であるので株価変動を反映して構成比率が変動（株価上昇時には株式比率が拡大、株価下落時には株式比率が縮小）しているが、傾向的には01年のエンロン事件などを反映して自社株投資の比率低下が目立つ。また保険会社のGICsの減少と債券ファンドの増加、そして後述するライフサイクル・ファンドの成長を反映してバランスファンドの増加が顕著である。10年末現在では株式ファンド・バランスファンド・自社株を合わせた広義の株式組入れ商品が約7割を占めている。

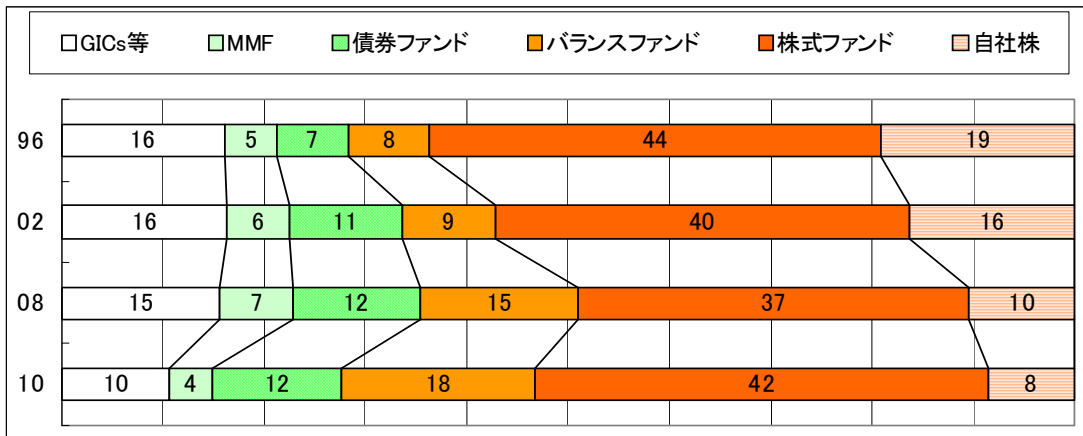
¹⁰ 『年金情報』（格付投資情報センター）2012年3月5日号

〔図表3〕IRAの資産構成の変化(単位%)



〔出所〕ICIデータより作成

〔図表4〕401(k)の資産構成の変化(単位%)



〔出所〕96年はEBRI Issue Brief NO.296 Aug 2006、02年以降はICI Research Perspective, Vol17 Dec.2011

〔日本との比較〕

日本の企業型 DC 年金の資産の内訳は、11年3月末現在、銀行預金 41.6%、保険 20.9%、投信 37.1%（うち国内株型 10.7%、外国株型 5.4%、国内債型 5.0%。外国債型 3.8%、バランス型 11.3%、MMF 0.9%）、その他 0.3%となっている¹¹。投信の比率が 4 割近いことは長期運用資産としての特性が表れていると言えるが、米国と比べると株式組入れ商品の比率が低い。

(2) 最近ライフサイクル・ファンドと海外投資が増加

前述のように 06 年の年金改革法にもとづくデフォルト・オプションの一つとして、ライフサイクル・ファンドが指定されてから、401(k)の運用対象として同ファンドが活用され

¹¹ 『年金情報』(格付投資情報センター) 2012年3月5日号(原典は運用管理機関連絡協議会「確定拠出年金統計資料(2002年3月末～11年3月末)」)

る度合いが高まっている。

10年末現在では401(k)プラン資産の11.1%をライフサイクル・ファンドが占めている(図表4においてはバランスファンド18%の中に入っている)。特に若年層を中心に新規雇用者(雇用されてから2年以内の雇用者)の当ファンド活用度が高く、新規雇用者のうち当ファンドを保有する者の割合は06年の28%から10年には48%へ上昇している。

また投資の国際化も進行しており、保有株式投信のうちを占める外国株ファンドの割合を見ると、IRA、401(k)のいずれにおいても05年末の18%から10年末に26%へ拡大した。

〔日本との比較〕

ライフサイクル・ファンドの比率は不明であるが、外国投資比率については、前掲の資産内訳データより株式について34%、債券について43%と計算される。日本株の低リターン・日本債の低利回りを反映して投資のグローバル化は米国より進んでいる。

4. 今後の課題として挙げられていること

(1) 自助努力年金プランへの加入率の引き上げ

米国では勤労者全員を何らかの私的年金制度でカバーしようという動きがある。

前述のように米国のDC年金は制度的にも規模的にも拡充してきたが、それでも米国の勤労者のうち約半分は企業年金(DBまたはDC)に加入していないと推定されている。

このため、オバマ政権は数年来「企業年金でカバーされていない勤労者全員を対象としたIRAへの自動加入(オプトアウト方式)制度」の導入を議会に提案している。具体的には、企業年金を提供していない企業主に対し、従業員の給与の一部(11年予算教書における記述では3%)を天引きでIRAに拠出することを義務付ける(ただし企業拠出は義務付けない)というものである。

そして11年から12年にかけて一部議員から法案提出(Automatic IRA ACT of 2012など)も行われている。直ぐに成立する見通しは立っていないが、米国政府・議会内に、徐々に「勤労者全員を何らかの私的年金でカバーしよう」とする動きが浸透しつつあるといえよう。

(なお、英国では「勤労者全体を対象とするDC年金自動加入制度」の導入が既に決まっております、12年から段階的に導入される¹²⁾)

¹²⁾ 英国の新しい退職準備貯蓄制度については、杉田浩治「自動加入方式を採用する英国の新個人年金制度—行動経済学を取り入れた改革—」証券レビュー第50巻第1号 日本証券経済研究所2010年1月 を参照。

(2) 「退職後の引出し・運用」についても個人をサポートする

日本の「団塊の世代」にあたる米国ベビーブーマー¹³の退職が本格化するにともない、401(k)などについて従来の「退職前の積立て段階」だけでなく、「退職後の引出し（運用しながら取り崩す）段階」についても、企業などが個人をサポートすべしという議論が高まっている。

金融サービス業界においても、フィデリティ社やバンガード社などによる「投信で運用しながら、ファンド分配金と一部解約金を組み合わせて毎月支払いを行う商品」や、「投信ラップアカウントの定期引き出しプラン」などが出現している。ただし、これらは自分の資産だけを対象に引出す（資産に限りがある）ので、「長生きリスク（自分の想定以上に長生きして資産が枯渇するリスク）を完全にカバーできる“終身受取り”」にすることは難しい。

そこで、相互扶助の保険の仕組みを生かした終身年金保険の活用も考えられている。政府レベルでも、12年2月に財務省が「据置き型終身年金（たとえば65歳で加入し、15～20年の据え置き期間を置いた後、80歳あるいは85歳から年金の受取りが始まる終身年金）を利用しやすくするよう税制の手当てを行うこと」などを提案している。

この政府提案の背景には、一般に加齢とともに収入源が狭まり、80歳超では公的年金以外はほとんど収入のない世帯が多くなる（10年現在で33%に達している）こと¹⁴、同じ終身年金保険でも、65歳で加入して毎年20,000ドルの年金を得るために必要な払込金は、加入後直ぐに支払いが始まる即時年金の場合では277,500ドルであるが、85歳から支払いが始まる据置き型なら35,200ドルですむこと（大統領経済諮問委員会試算）¹⁵などがある¹⁶。

5. 日本の今後への示唆

以上述べてきた米国の状況・日本との比較を踏まえ、日本のDC年金の今後について幾

¹³ 日本では「団塊の世代」とは一般的に1947～1949年の3年間に生まれた世代を指すが、米国のベビーブーマーは1946～1964年の19年間に生まれた世代を指している。

¹⁴ “Why longevity insurance is a good solution”

<http://www.investmentnews.com/apps/pbcs.dll/article?AID=/20120219/REG/302199979>

¹⁵ “Consider this new tool in the income arsenal”

<http://www.investmentnews.com/article/20120212/REG/302129979>

¹⁶ ニューヨーク市立大学准教授・北尾早霧氏「米国の公的年金研究2」（12年4月11日付日本経済新聞『やさしい経済学』）によれば、“米国で年金制度が始まった1937年時点の平均寿命は男性59歳、女性64歳で、65歳から受け取れる公的年金は長寿リスクの保険を主眼としていた”とのことであり、米国では当初から「年金制度は長生きリスクヘッジ」という考え方が強かったと思われる。

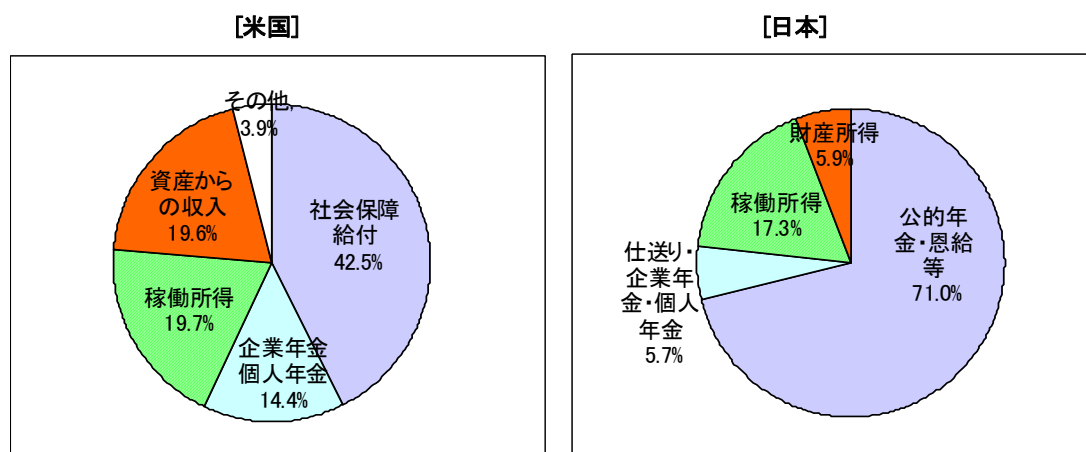
つかの論点を挙げると次のとおりである。

(1) 私的年金充実の必要性は米国より日本の方が高い

高齢者の公的年金依存度、その公的年金の維持基盤などからみると、私的年金を充実する必要性は米国より日本の方が高い。

先ず 65 歳以上世帯の収入内訳を見ると図表 5 の通りである。米国では公的年金（老年者向け社会保障給付）への依存度は 43% であるが、日本では 71% に達している。逆に企業年金・個人年金および資産からの収入の合計は米国の 34% に対し、日本は 12% 程度に過ぎない。

【図表5】 65歳以上世帯の収入構成の比較(2010年)



【出所】米国はEmployee Benefit Research Institute 2011年11月推定、日本は厚生労働省「平成22年国民生活基礎調査」

次に日米両国が採用している賦課方式（現役世代の負担金で高齢者向け給付をまかなう方式）の公的年金の維持基盤を見る意味で、「高齢者人口」対「現役人口」の比率、正確に言えば【65 歳以上の老年人口：15～64 歳の生産年齢人口¹⁷の割合】を日米比較すると図表 6 のとおりである。

米国は現在 1：5.1（約 5 人の現役が 1 人の年金受給者を支えている状態）であり、2030 年は 1：3.1 に悪化するが、2050 年には 1：3.2 へ若干好転することが見込まれている。その米国においてすら公的年金財政についての危機感が強い。「18 歳以上の米国人の約 3 分の 2 は現行制度の年金を満額もらえないと予測しており、特に 20 歳代以下の世代では満額受給を予測する人は 7% に過ぎない¹⁸」と言われる。したがって政府が私的年金の拡充を図っていることは縷々述べてきたとおりである。

¹⁷ 日本の現在の就学実態からいけば 15 歳以上を勤労者とするのは適当でないと考えられるが、国際的に 15～64 歳を生産年齢人口とする統計が一般的である。

¹⁸ ニューヨーク市立大学准教授・北尾早霧氏「米国の公的年金研究 6」（12 年 4 月 17 日付日本経済新聞『やさしい経済学』）

これに対し、日本はすでに現在 1 : 2.8 であり、2030 年にはその比率が 1 : 1.8 となり、2050 年には 1 : 1.3 となる（現在の「約 3 人の現役で 1 人の受給者を支える（運動会の騎馬戦型）」から 2050 年には「約 1 人で 1 人を支える肩車型」になる）と見込まれている。日本の公的年金の維持基盤は米国より格段に弱いことは明らかである。

【図表 6】 高齢者 1 人を何人で支えるか

	米 国	日 本
2010年	 1 : 5.1	 1 : 2.8
2030年	 1 : 3.1	 1 : 1.8
2050年	 1 : 3.2	 1 : 1.3

〔出所〕米国は国連“World Population Prospects: The 2010 Revision, Volume 1: Comprehensive Tables”、日本は国立社会保障・人口問題研究所「日本の将来推計人口（平成24年1月推計）」より計算。

以上のとおり、日本の方が高齢者の公的年金依存度が高いこと、その公的年金の維持基盤は日本の方が弱いことから、私的年金充実の必要性は日本の方が大きいといえよう。

（2）私的年金と公的年金との一体的議論を

私的年金充実のためには、私的年金を「公的年金を補完する重要な手段」と位置づけ、DC 年金拠出限度額を「税制」の枠内で議論するのではなく、大きく「年金財政」の見地から、あるいは「国民の老後所得を確保する」見地から議論すべきであろう。

前述のように日本の DC 年金拠出限度額（税制優遇措置）は米国に比べ低いのが、その拡大は困難だといわれる。たとえば中央大学・森信茂樹教授は「日本の年金税制は、拠出時非課税・運用時非課税に加え、引出時も公的年金等控除により事実上非課税となっており、これ以上優遇措置を拡大することは困難である。また 3 階（企業年金等）部分については公平性・中立性・整合性の観点からも問題がある」として、「3 階部分の年金という枠を離れ、新たに 20 歳以上 65 歳未満の者をすべて対象とする拠出時課税、運用時・給付時非課税の“日本版 IRA の創設”」を提案されている¹⁹。

¹⁹ 「「日本版 IRA」（個人型年金積立金非課税制度）導入の提言」、『ファンドマネジメント』（野

また野村資本市場研究所・野村亜紀子氏は09年に日本の確定拠出年金制度について広範な改革を提案されており²⁰、その中で「現在の確定拠出年金の拠出限度額は“公的年金と企業年金を合わせて、望ましい給付水準（＝公務員の退職直前の給与の6割）の達成まで税制優遇を付与する”という考え方にもとづいて算定されており、この考え方を踏襲する限り大幅な拠出限度額の引き上げは難しい」と述べている。そして、対応策として「毎年の拠出限度額の“使い残し”を現役時代を通じて繰り越すことを認める〈生涯拠出限度額〉の採用」を提案されている。

ご両氏の提案は税制等の現実を見据えたうえでの的確な提案であることは疑いない。筆者がやや飛躍した意見を述べさせて頂くなら次のとおりである。

日本における年金の議論は公的年金だけに集中しているが、前述のように公的年金の維持基盤は脆弱であるので、「私的年金をも加えて老後の所得確保を図る方向」に議論を転換すべきである。そしてDC年金への拠出限度額は「税制」の枠内だけで検討するのではなく、私的年金充実にとまなう公的年金給付（財政支出）の抑制効果をも考慮した「年金財政収支」の観点から捉えてもよいのではないかと考える。

海外の例を見ても、10頁で述べた「米国オバマ政権のIRA自動加入制度提案」は、公的年金の財政見通しが厳しい中での国民の老後所得確保政策の一つであり、私的年金を年金制度全体の中で捉えていると見ることができる。

また10頁で触れた英国の「勤労者全体を対象としたDC年金自動加入制度」も、2000年代の年金改革の一環として生まれている。すなわち、06年5月に政府が公表した第1回年金白書（公的・私的年金改革の基本哲学を打ち出した報告書）において、第一原則として「個人の責任の強化」を謳い、「政府は“個人一人ひとりが退職後に備える責任があること”を明確にする必要があると考える」と述べている。その上で「新制度は、高品質の貯蓄手段と確固たる貯蓄インフラを提供するが、“幾ら貯蓄するか”、“投資リスクをどの程度取るか”、“何歳まで働くか”といった選択は個人に委ねられる。これによって、〈個人の選択〉と〈政府の支援〉の適切な均衡が図られる」としている（この考え方が労働党政権の下で打ち出されたことは興味深い）。

（3）個人拠出の開始はDC制度の本格普及の好機

12年から始まった企業型DC年金への個人拠出の開始は、DC年金制度への関心とその普及度を高め、加入者の資産運用リテラシーの向上を図る良い機会である。

日本のDC年金加入者数は、厚生労働省統計によれば11年3月末現在、企業型371万人、個人型12万人（このほかに以前から存在する国民年金基金加入者が55万人）である。有

村アセットマネジメント）2011年新春号（NTTデータ経営研究所マネージャー河本敏夫氏との共著）など。

²⁰ 「わが国確定拠出年金の抜本的な制度改正に向けた提言」、『資本市場クォーターリー』（野村資本市場研究所）2009年夏号。

資格者に対する比率（加入率）は、企業型が厚生年金保険加入者 3,411 万人に対し 11%、個人型は、自営業者等 1,938 万人（第 1 号被保険者）と企業型年金・厚生年金基金等の対象になっていない企業の従業員（概算 1,680 万人）の合計 3,600 万人に対し 0.3%（国民年金基金加入者を加えて 2%）と計算される。

個人型の普及が特に遅れているが、企業型の 11%についても米国の企業型 DC 年金加入率（直近の 10 年末現在で 54%、制度発足から 10 年後の 91 年末現在で 48%—いずれも従業員 100 人以上の民間企業ベース²¹⁾）に比べて低い。

今年から個人拠出が可能となったことは、DC年金加入率を高める好機であろう。何故なら、勤労者にとってのDC年金のメリットが一層増すからである。すなわち従来からの①DB年金にくらべ勤続年数が短くても受給権が発生する、②DBにくらべポータビリティ（転職時の受給権移転のしやすさ）が高い、③企業が破綻しても年金減額などの影響を受けない、というメリットに加え、新しく④節税効果（個人拠出額が課税所得から控除されるうえ運用期間中の発生収益についても課税されないこと²²⁾）が加わることになる。関係者はこうしたDC年金のメリットを積極的にPRすべきであろう。

また、個人拠出の開始により「自分のカネを運用する」意識が強まり、運用に真剣さが増すと考えられるから、勤労者の資産運用リテラシーの向上につながる良い機会となる。米国でも、1980年代から急速に個人の有価証券投資が増加した背景には、401(k)の社員教育により勤労者の知識レベルが上がった結果、401(k)口座以外の資産についても投信等への投資をふやしたことがあると言われる。

さらに、全く別次元のことであるが、勤労者が給与天引きで資産形成に取り組むことは、行動ファイナンスが指摘する「人間は今日のことを決めるのは簡単だが、40 年先のことを決めるのは難しい。多くの人は年老いることを考えたくないし、ましてや如何にして十分な退職後準備貯蓄をしようかなどとは考えたくない性向がある。²³⁾」という問題点を解決する一つの方策（有効な自己統制策）でもある。この観点からは、将来的には英・米のような自動加入方式の導入が望ましいといえるだろう。

（４）「長期運用なら株式投資」の認識を広めたい

数十年単位で長期運用するDC資産の投資対象として株式の価値が見直され、ターゲット

²¹ EBRI Databook on Employee Benefits Chapter 4: Participation in Employee Benefit Programs（源典は米国労働省）

²² 12 年 1 月 11 日付日本経済新聞は、みずほコーポレート銀行の試算として、22 歳から 60 歳まで毎年 15 万 3 千円を積立て年率 2.5%で運用した場合、60 歳到達時の残高は DC 制度を利用しなければ 866 万円だが、DC 制度を利用すれば 962 万円となる（96 万円の非課税効果がある）ほか、拠出時の所得税軽減効果が 87 万円あることを紹介している。税効果は合計で 183 万円、積立て元本 581.4 万円に対し 31%にも達することになる。

²³ 9 頁注釈で触れた英国の「勤労者全体についての DC 自動加入制度」導入の前段階で政府が 2006 年 12 月に発表した第 2 回白書（「個人口座：新しい貯蓄方法」）の中の一節。

イヤー・ファンドなど株式組入れ資産の比重が高まることを望みたい。

前述のように、米国では勤労者だけでなく政府レベルでも「年金資金のように超長期運用にあつては、短期的リスクはあっても長期的に高いリターンの見込める株式組入れ商品が適性を発揮する」という認識が行き渡っている。

英国でも同様の認識がある。10頁で触れた英国の「勤労者全体についてのDC自動加入制度」導入前に、政府出資の独立機関である個人口座導入機構（PADA）は新DC年金の運用対象に関して、各界の意見を求めるディスカッションペーパーを发出した（09年5月）。その中でPADAは「英国の年金基金は伝統的に資産成長を図るため株式に投資してきた」と指摘し、その理由として「株式は債券などに比べリスクが高く、投資家は高リターンが得られると信じたときにのみ高リスクを許容する。これが“株式は債券をアウトパフォームする”と期待される一つの理由である」とリスクプレミアムの説明をしたうえで、「過去109年間にわたる主要15か国のデータも株式の高リターンを裏付けており、株式に投資しなかった場合の機会損失は非常に大きい」と述べている。

一方、日本の場合にはバブル崩壊後の株価下落が余りに大きく長期に亘った故に「長期運用なら株式」の原則がフィットしなかった。しかし、20年間の株価調整を経て漸く日本株のバリュエーションは国際水準並みになったと言われ、今後、株式はリスク資産としてのプレミアムを織り込んだリターンを生み出すことが期待される。

また、世界の株式市場に目を向ければ投資機会は多い。日本の株価は、89年末を100とすると11年末に25へ4分の1に下がってしまったが、同じ期間に米国株は（89年末を100として）356、英国株は230、フランス株は158、ドイツ株は330へ値上がりしている²⁴。さらに新興国株式にも投資すれば、（短期的リスクが高まることの見返りに）長期的リターンは一層高まることを期待できよう。

関係者が株式への長期・分散投資の妙味を地道にPRすることにより、その投資価値が見直され、それによって勤労者のDC年金の資産選択が変わるとともに、デフォルト・オプションとしてターゲットイヤー・ファンドなど株式組み入れ商品を採用する企業が増えることを望みたい。

（5）金融サービス業界は腰を据えたDCビジネス展開を

資産運用にたずさわる金融サービス業界が、DC年金を拡充し投信積立てを推進することは、投資家利益に合致するとともに業者にも大きなメリットをもたらす。

元来、資産運用ビジネスは「(時価評価資産に対して報酬を計算するので)顧客資産が増えれば運用者の収入も増える一すなわち顧客の利益と事業者の利益が一致する」という特性を持つ。特にDC年金口座における投信積立ては顧客の便益に資する。何故なら、勤労者

²⁴ 日本は TOPIX, 米国は S&P500、英国は FTSE100、フランスは CAC40、ドイツは DAX をとった。

は投信を毎月購入して退職時まで保有すれば、①分散されたポートフォリオに、②時間分散投資が出来て、③長期投資の果実を得ることができるからである。

次にDC年金推進の業者サイドのメリットに関して、筆者は米国証券会社の幹部から「401(k)ビジネスは収益機会が三度ある」と聞いたことがある。「第一に、契約を取れば毎月しかも長期にわたって安定資金を導入できる、第二に契約者が退職した時に大きな資金の運用に関われる、そして第三は相続（顧客の家族との取引につながる）だ」と言っていた。いずれも“長い付き合い”によるメリットである。

また、DC年金の延長線上のビジネスとして米国で始まっている「退職者向けの“資産を運用しながら引出す仕組み”の提供」は、高齢化で先行する日本においてこそ発達してよいサービスではないだろうか。

個人拠出が始まる今、資産運用に携わる金融サービス業界は、顧客利益と合致するとともに長期の収益機会につながるDCビジネスにジックリ腰を据えて取り組む時期を迎えていると思われる。