

# DCの資産運用に関する諸外国からの示唆

三菱UFJ信託銀行  
年金コンサルティング部 上席研究員 菅谷和宏



## — 目 次 —

1. 諸外国の私的年金制度の概要
2. 米英豪のDCにおけるデフォルトファンドの設定状況
3. 日本への示唆
4. まとめ

## 1. 諸外国の私的年金制度の概要

第1セッションで野尻さんから話があったように、個人金融資産に占める年金の割合が少ないのが、日本の課題の一つだと思っている。DC（確定拠出型年金）は既に日本の資産形成の一つでありながら、その資産運用がしっかりできていないという課題を内包していると思っている。そのために、米国、英国、豪州といったDCが発展している国の事例を紹介しながら、日本への示唆について報告したい。

まず、全体の概観を知ってもらうために、世界の私的年金の資産規模、市場規模を資料2頁に載せている。円グラフはOECDの統計資料を基に作成しているが、世界の私的年金資産の合計34.2兆USドルのうち、約6割を米国の私的年金が占めている。ここでいう私的年金とは、いわゆる企業年金や職域年金

等であり、個人年金保険等は含まれていない。英国が第2位、そしてオランダ、豪州と続いている。この中で、特に資産規模の大きい米国、英国、それからDCの資産割合が大きい豪州の事例を紹介したい。

資料3頁に、各国の私的年金の資産規模をDBとDCで分けた割合を載せており、円グラフの大きさはそのまま資産規模の大きさを示している。米国はDCの割合が大きく、カナダも多いが、特に豪州は私的年金全体の約87%をDCが占めている。これは、米国・英国の私的年金がDBから始まり、近年、財務・会計上の観点からDCへ移行しているのに対して、オーストラリアは最初からSuperannuationというDC制度を創設して、全ての被用者への加入を義務づけているためである。それぞれの国の社会保障政策や私的年金の歴史的背景によりDBDCの割合は異なっているが、本日はこの中から米国と、先

ほどのセッションでも話があった英国の事例、それから豪州の事例を紹介したい。

資料4頁でまず見ていただきたいのは、左上の私的年金の資産残高の推移のグラフである。個人金融資産と同じように、日本の資産規模が増えていないのが見て取れると思う。右横に資産額の増加額を表で示しているが、米国が2.4倍、英国が2.5倍、豪州は4.9倍と拡大しているのに対して、日本は1.2倍しか増えていない。

その下に経済指標を載せていて、日本の経済指標は伸びてはいないが、それでも若干上昇はしているので、その経済指標の伸びを個人金融資産や私的年金が享受できていないのが、日本の資産形成の一番の課題と考える。左側には対GDPの比率の推移も載せているが、これを見ても、日本のGDPはわずかに増加しているのみで、ほとんど水平状態で推移している。

## 2. 米英豪のDCにおけるデフォルトファンドの設定状況

資料6頁をご覧いただきたい。ここからは個別の事例紹介である。まずは米国であるが、私的年金として401kは非常に有名な制度である。日本のDCも、401kを参考に導入された。

もともと米国の社会保障は、公的年金は必要最小限とし、私的年金に対して税制優遇をして、私的年金で公的年金を補完していく役割であった。米国の私的年金は任意の制度であるため、事業主がプランを従業員に提供しても加入がなかなか進まなかったため、2006年に401kに自動加入させる方式を事業主が任意に採用できるようにした。この自動加入

方式を採用すると、加入者の中には自ら商品を選択しない人が発生する。そのため、これに備えてデフォルトファンドが併せて規定された。

401kについては、加入者自らが商品選択を行うことがエリサ法で求められていたが、これとの整合性を取るために、デフォルトファンドに一定の要件を規定し、これを満たした場合は加入者自身はその商品を選択したとみなし、事業主の責任を免除する、いわゆるセーフハーバー・ルールがエリサ法に規定された。

さらに、デフォルトファンドに対する商品基準としてQDIA（適格デフォルト投資選択肢）という規定を設けている。これがその下に赤字で書いているが、「ターゲット・イヤー・ファンド」、「バランス型ファンド」、「マネージドアカウント」という商品規定となっており、MMFやGICは当初120日間のみ設定が認められるのみで、原則元本確保型商品は設定はできない仕組みとした。資料6頁の下に商品割合の円グラフを掲載しているが、このQDIAの規定により、「ターゲット・イヤー・ファンド」の割合が非常に増えたのが米国の事象である。

資料7頁は英国の事例である。先ほど野尻さんが英国の私的年金の資産が増えていると言った説明があったが、それがNESTという2012年に導入された制度である。英国の社会保障政策は、もともと「ゆりかごから墓場まで」と非常に充実していたが、サッチャー政権時代に国の財政負担の増加懸念から、これを回避するために税制優遇により私的年金を推進し、公的年金を補完する政策に大きく転換した。

しかし、英国の場合も米国と同じように、

企業年金の実施が任意の制度であったため、企業年金の加入がなかなか進まないことから、2012年に企業年金がない被用者に対して自動加入、ただしオプト・アウト可能という形の制度であるNESTを創設した。これにより、英国の私的年金の加入率と資産規模が大きく増加している。なお、驚くべきは、オプト・アウト率が約7%と低く、約93%はそのままNESTに加入したままということであり、行動経済学の知見を生かした制度づくりをしていることだと思う。

さらにデフォルトファンドを設定し、資料7の表で赤い枠で囲っているが、ターゲット・デート・ファンドを年齢に応じて複数設定しており、このデフォルトファンドの選択率が何と99%である。この辺も行動経済学の知見を生かした制度になっていると思う。

もう一つ興味深いのは、左下のグライド・パスという金融手法を用いていることである。当初数年間、制度からの脱退率を低くするために低リスク運用を採用し、運用に慣れてきたところで高リスク運用にしていく。そして資格喪失年齢に近づいたところで、最後まで低リスク運用にしていく。このように資産をグライド・パスで運用していく。このような資産運用の手法についても日本の参考になると思う。これが英国の事象である。

資料8頁をご覧ください。1992年に導入されたオーストラリア（豪州）のSuperannuation（退職年金基金制度）である。こちらも非常に有名な制度だが、米英と違い、一定の収入がある18歳以上の被用者はパート労働者を含めて強制加入となる制度である。Superannuationが創設された背景は、物価上昇に応じた賃金引き上げ要求に対応するために、その当時は6%の賃上げ要求だっ

たが、2%分をSuperannuationに事業主が拠出、さらに政府が1%減税措置として個人口座に還付する形で助成をしたことが始まりである。拠出については企業拠出がメインであり、その後、徐々に拠出率が引き上げられ、2020年現在10%で、2025年には12%まで引き上げられる予定である。豪州の経済状態が今は非常に良い状況であるので、資産規模は年間約13兆円、2022年8月末でトータル320兆円ぐらいと、資産規模が大きく増加している。

さらに資産運用に関して、デフォルトファンドを設定した「My Super」というものを2013年に創設し、資産規模は順調に増えている。豪州の私的年金についてはDCの割合が高いのは、このSuperannuationによるものである。

以上、主な三つのDCの資産残高が大きい国の事例紹介をした。

これらに対して、日本のDCの状況は資料9頁になる。左上の円グラフが残高ベースの資産構成割合であり、元本確保型商品の運用が約47.8%を占めている。右の円グラフは、デフォルトファンドの設定状況を示しており、2016年のDC法改正でデフォルトファンドの規定ができたが、設定している企業は約4割である。しかも、実際の運用商品の設定状況を見ると、デフォルトファンドに元本確保型商品を設定しているのが、75.7%という状況である。

### 3. 日本への示唆

これからは日本への示唆ということで話をさせていただきます。資料10頁は、いままで説明した内容を表にまとめたものである。

資料12頁をご覧ください。図表1の米

英日の家計資産比較は先ほどからも出てきているので、説明は割愛させていただく。図表2 諸外国のDCの運用（商品構成割合）からは日本の市場運用商品の割合が低いということがわかる。それから図表3は海外DC制度のデフォルトファンドの設定状況の比較であり、日本はデフォルトファンドにおいて元本確保型商品を唯一認めていることが分かる。それから左下にポイントを書いているが、米英豪のさまざまな制度を参考に、日本でも自動加入方式とデフォルトファンドの設定要件を規定することにより、資産形成機会を失わないための仕組みづくりが必要と考えている。

資料13頁は参考資料である。厚生労働省の社会保障審議会企業年金部会では、当初2016年のデフォルトファンド設定時に、米国のように元本確保型については一定期間内に限るという事務局提案があった。これに対して、日本の企業年金は労使合意に基づく制度であるために、そこまで規制すべきではないという意見等があり、現状の商品の選定状況を踏まえて、デフォルトファンドに元本確保型商品を認めることとなったことを参考に紹介したい。

資料14頁は、投資行動への示唆となる行動経済学による知見をまとめている。この場でもいくつか出てきているが、「限界合理性理論」では、人間は合理性に限界があるとことで、複雑な問題に直面すると、経験則や自前の知識に基づき単純化して非合理的な判断をするケースがあり得る。あと「プロスペクト理

論」では、リスク管理のために元本確保型商品を選択しがちである。そのために「フレーミング効果理論」、「ナッジ理論」、「パターナリズム理論」を利用した適正な資産形成の解決のための枠組みを提供し、これに基づき、加入者が適正な資産形成を行えるようにすることが必要ではないかと思う。

具体的な示唆として右のほうに二つほど書いているが、一つはデフォルト商品については、運用先を長期投資に適した商品に限定すること。もう一つは、デフォルトファンドの設定義務化である。デフォルトファンドについては、きちんと長期のリスク・リターンに耐えられるものであることが必要だと考える。

#### 4. まとめ

資料15頁はまとめである。DCの資産残高が多い米・英・豪州からの示唆については、行動経済学の知見に基づいた「自動加入方式の採用」、「デフォルトファンドの設定義務化」、あとは「デフォルトファンドに関する投資商品規制」が必要ではないかと思う。

考えられる施策としては、特に企業年金がない被用者に対しては自動加入させる仕組みとか、デフォルトファンドの商品規制を設定する、例えばデフォルト商品の選定基準としては、つみたてNISAのような商品規定が参考になると考える。あとは金融教育とも関係するが、資産形成の見える化という形で、個人の年金や個人資産も含めての見える化が必要ではないかと思う。

(すがや・かずひろ)

信託経済コンファレンス資料

## DCの資産運用に関する 諸外国からの示唆

2022年11月5日

三菱UFJ信託銀行株式会社  
年金コンサルティング部  
上席研究員 菅谷和宏

「安心・豊かな社会」を創り出す信託銀行 *Create a Better Tomorrow*

三菱UFJ信託銀行

世界が進むチカラになる。



---

### 1. 諸外国の私的年金制度の概要

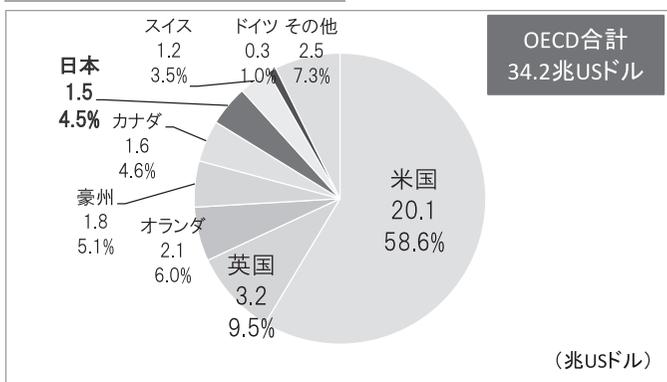
### 1-(1) OECD諸国の私的年金残高

- OECD加盟35カ国の私的年金※1資産規模は、**合計34.2兆USD(約4,788兆円)**
- 米国が20.1兆USDと一番大きくOECD加盟国の資産全体の約59%を占める
- 第2位は英国で3.2兆USD(9%)、豪州は第4位で1.8兆USD(5%)
- **日本は第6位で1.5兆USD、上位8カ国でOECD全体資産の93%を占める**

※1 職域年金(公務員含む)および個人退職勘定制度の資産額で、個人年金保険および貯蓄資産は含まれない

OECD諸国の私的年金の資産規模

※: \$1=140円, 2022.9.9現在

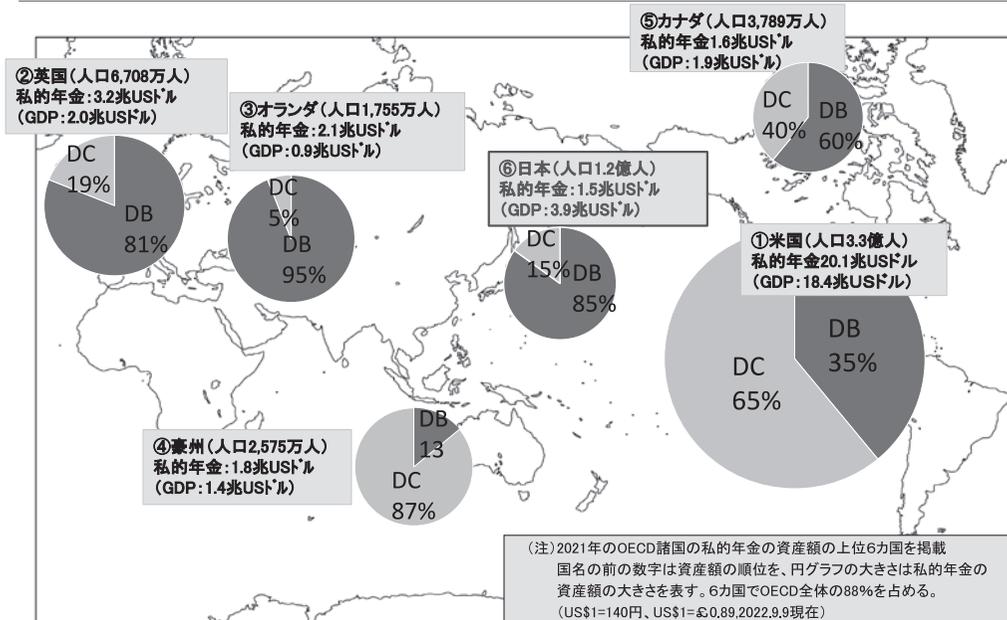


出所: OECD「Pension Funds in Figures June 2021」Table1より筆者作成

2



### 1-(2) DBとDCの資産割合



(注) 2021年のOECD諸国の私的年金の資産額の上位6カ国を掲載  
 国名の前の数字は資産額の順位を、円グラフの大きさは私的年金の資産額の大きさを表す。6カ国でOECD全体の88%を占める。  
 (US\$1=140円、US\$1=£0.89, 2022.9.9現在)

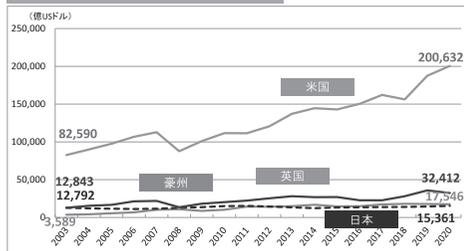
出所: DBDC比率は、Willis Towers Watson「Global Pension Assets Study 2022」p7、人口及びGDPは外務省「各国基礎情報」より筆者作成

3

### 1-(3) 私的年金の資産残高推移と対GDP比推移

- 資産残高増加率について、米国2.4倍、英国2.5倍、豪州4.9倍に増加、日本は、わずか1.2倍の増加にとどまる
- 対GDP比資産残高は、米国169.9%、英国126.8%、豪州131.7%と100%超であるが、日本は、30.1%にとどまる

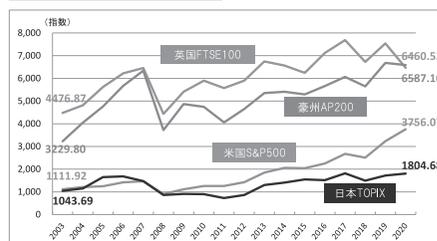
私的年金資産残高の推移



2003⇒2020年の資産額増加率

米国	2.4倍
英国	2.5倍
豪州	4.9倍
日本	1.2倍

(参考) 経済指標推移



出所: Investing.comより筆者作成

出所: OECD Pension Market in focus 2020 Figure 1.3より筆者作成

私的年金資産残高の対GDP比推移



4



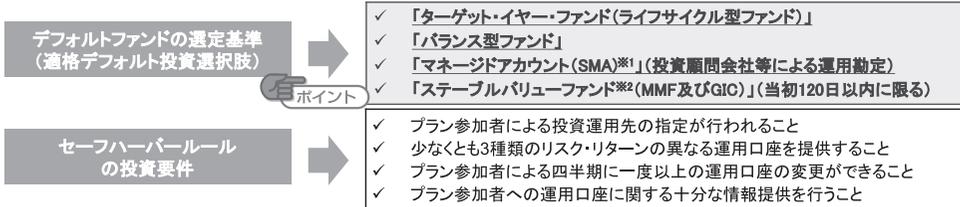
## 2. 米英豪のDCにおけるデフォルトファンドの設定状況

5

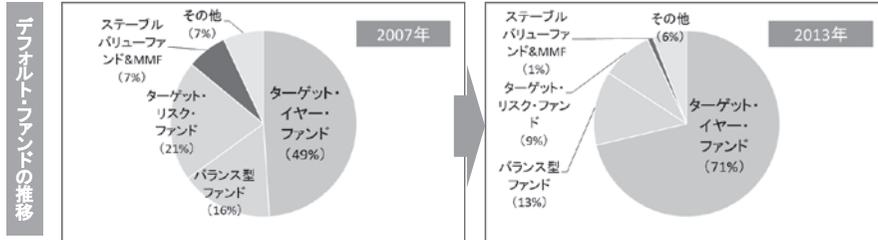


## 2-(1) 米国401kのデフォルト・ファンドの設定事例

- 私的年金の推進策として、2006年年金保護法により、401kに「自動加入方式」と「自動拠出率引き上げ方式」を導入（実施は企業の任意）、商品選択をしない場合に備えて、「デフォルトファンド」を設定
- デフォルトファンドに一定の投資要件を規定し、これを満たした場合は加入者自身が投資選択をしたとみなし、事業主の責任を免除する「セーフハーバー・ルール」を制定（エリサ法404条(c)項）
- デフォルトファンドに対する商品基準として「適格デフォルト投資選択肢(QDIA)」を制定（エリサ法624条(a)項）



※1: セパレートリー・マネージド・アカウント(Separately Managed Account)の略称で、金融機関の営業担当者(フィナンシャルアドバイザー、FP)が個人投資家と投資一任契約を締結して、顧客の運用方針に従ってポートフォリオ構築や銘柄選択を行い、個人投資家の資産を一括して運用・管理する商品  
 ※2: 元本や一定の利回りを保証する低リスク低リターン商品で「マネー・マーケット・ファンド(MMF)」や「利回り保証契約型保険商品(GIC: Guaranteed Interest Contract)」などを指す



6

出所: Bank of Montreal Financial Group「Defined contribution retirement plan benchmarks」Figure 43より作成

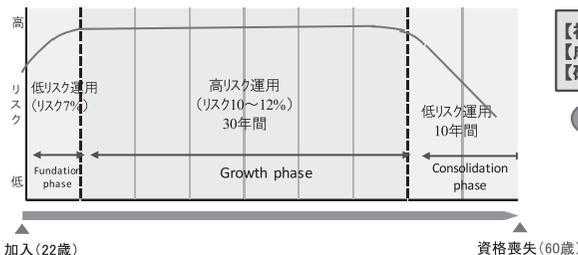


## 2-(2) 英国NESTのデフォルト・ファンドの設定状況

- 私的年金の推進のため、2008年年金法(The Pensions Act 2008)により、企業年金がない被用者に対して、自動加入(オプト・アウト)となる「NEST(国家雇用貯蓄信託)」を導入(2012年10月) ⇒ オプト・アウト率は、約7%(2019年)
- デフォルトファンドとして、複数の「ターゲット・デート・ファンド」を設定 ⇒ 約99%がデフォルトファンドを選択

	ファンド名	商品内容	選択割合
デフォルトファンド	ターゲット・デート・ファンド (NEST Retirement Fund)	退職年毎に資産投資割合を変えたファンド(各退職年毎に設定された50本)	99%
その他の運用商品	ハイリスクファンド(NEST Higher Risk Fund)	ハイリスク、ハイリターンファンド	1%
	低成長ファンド(NEST Lower Growth Fund)	低リターン、低リスクのファンド	
	ESGファンド(NEST Ethical Fund)	環境や人権を考慮した企業等の株式および社債を中心とする投資	
	イスラム法適格ファンド(NEST Sharia Fund)	イスラム法(Sharia)の教義に合致した株式のみに100%を投資(シャリア適格投資ファンド)	
	定年退職前ファンド(NEST Pre-retirement Fund)	退職5年以内の加入者を対象に想定した低リスクのファンド	

### NEST ターゲット・デート・ファンドのグライド・パスによる運用手法



- 【初期フェーズ】初めはリスクを抑えた運用
- 【成長フェーズ】資産運用に慣れて来たところでリスクを高める
- 【確定フェーズ】受取に備えてリスクを低減

ポイント

- ✓ 年齢に応じてリスクを変化させる運用手法が考えられる

7



### 2-(3) 豪州Superannuationのデフォルトファンドの設定状況

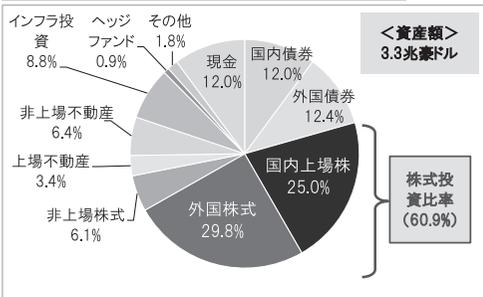
- 賃上げ要求に対する雇用政策として、1992年に「退職年金基金制度(Superannuation)」を創設し、企業に対して全ての被用者(パートタイム労働者や公務員を含む)を対象に企業に拠出を義務付け(6%の賃上げ分として、2%の賃上げ、3%をSuperannuationに拠出、1%を政府の減税措置として個人口座に還付、拠出をしない場合は罰則規定として不足分の拠出とそれに係る金利・罰金が科せられる)
- 企業の拠出率は、2022年現在10%で、2025年までに12%まで引き上げられる予定

- ✓ 2021年度の拠出額は1,434億豪ドル(13兆8811億円)
- ✓ 2022年8月末残高は、3.3兆豪ドル(319.4兆円)

#### Superannuationの資産運用

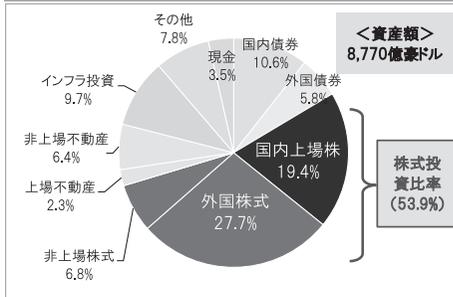
- 2013年に、投資資格規制によるデフォルトファンドを設定した、「My Super」を創設
- デフォルトファンドは、オーストラリア健全性規制庁に承認された「ライフサイクル・ファンド」または「バランス型ファンド」(内外株式・債権、不動産等に分散投資)

#### Superannuation投資商品別の資産残高割合(2022年8月)



出所: ASFA「Superannuation Statistics」August 2022より筆者作成

#### MySuperにおけるデフォルトファンドの資産構成割合(2022年8月)

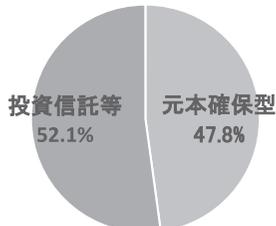


(1豪ドル=96.8円, 2022.9.9)

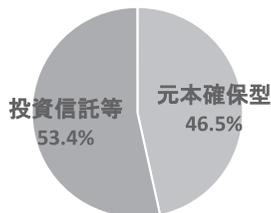
### 2-(4) 日本の企業型DC制度のデフォルトファンドの設定状況

- 日本の企業型DCでデフォルトファンド設定は、約4割
- 元本確保型が約8割を占める

#### 資産構成割合(資産残高ベース)

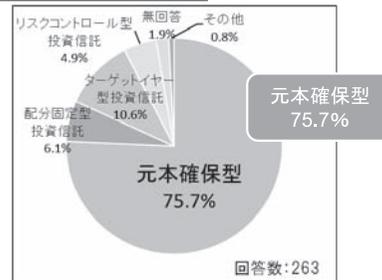
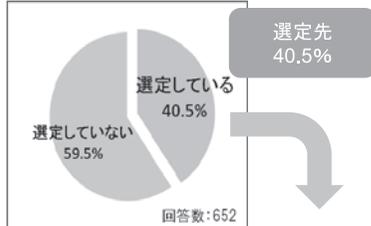


#### 資産構成割合(掛金ベース)



出所: 企業年金連合会「2020年度決算 確定拠出年金実態調査結果(概要)」(2022.3.25)より筆者作成

#### デフォルトファンドの設定状況



### 2-(5) 米英豪日のデフォルトファンドの比較

	米国	英国	豪州	日本
(1)制度名	401k (1978年～)	NEST (2012年～)	Superannuation (1993年～) MySuper (2013年～)	企業型DC (2001年～)
(2)資産額	10.4兆USD (2022.Q1)	約283億USD (244億ポンド)(2022年3月) 1ポンド=1.16USD	約2.2兆USD (3.3兆豪ドル)(2022年8月) (1豪ドル=0.68USD)	約1,264億USD (17.7兆円)(2022年3月) (1USD=140円)
(3)デフォルト ファンドの内容	適格デフォルト投資選択肢 (QDIA)に規定された以下商品 ・「ターゲット・イヤーズ・ファンド」 ・「バランス型ファンド」 ・「マネージドアカウント(SMA)」 (注)「ステイブルバリューファンド (MMF及びGIC)」は当初120日以内 に限る	退職年度毎に設定した複数の 「ターゲット・デットファンド」 (「グラインド・パス」による 運用)	オーストラリア健全性規制 庁に承認された以下商品 ・「ライフサイクル・ファンド」 ・「バランス型ファンド」 (内外株式・債権、不動産等に 分散投資)	高齢期における所得の確保のため長期的な 観点から、物価その他の経済事情の変動に より生ずる損失に備え、収益の確保を図るもの として、以下のいずれにも該当すること ・経済事情の変動による損失の可能性につい て、加入者集団の属性等に照らして許容され る範囲内であること ・運用から見込まれる収益について、当該集 団に必要とされる水準が確保されると見込ま れること ・損失の可能性が、運用から見込まれる収益 に照らして合理的と認められる範囲内のもの であること ・運用の方法に係る手数料等の費用が、運用 から見込まれる収益に照らし、過大でないこと 【参考】商品規定はなし ・「元本確保型」175.7% ・「ターゲット・イヤーズ型」110.6%
(4)デフォルト ファンドの利用率	約80%	約99%	約26.5% (デフォルトが設定された MySuperの資産残高割合)	約40.5%
(5)制度全体として の有価証券比率	約96%	約99%	約86.2%	約52.1%

10



### 3. 日本への示唆

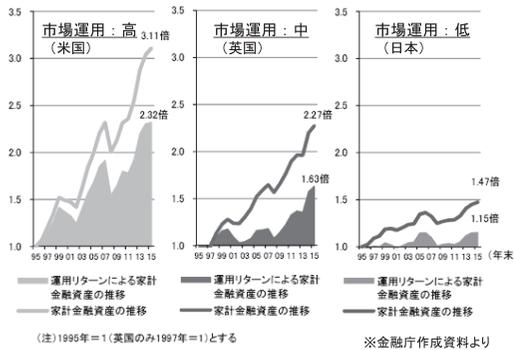
11



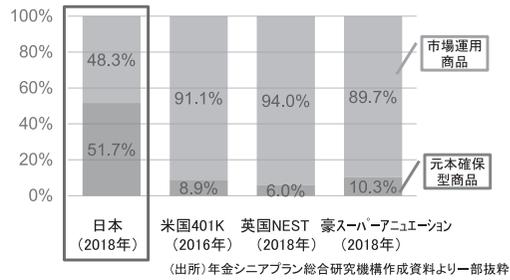
### 3-(1) 日本の企業型DCへの示唆

- わが国における家計金融資産は、欧米と比較すると、過去の伸びは低調【図表1】
- 日本のDC運用は、家計金融資産同様、投信など市場運用の割合が低く、元本確保型商品への偏重が顕著【図表2】
- 高齢期に必要な所得を確保するため、国民の誰もが分散投資を通じた適切な資産形成を行う仕組みが必要【図表3】

【図表1】 家計金融資産比較



【図表2】 諸外国のDC運用（商品構成割合）



(出所)年金シニアプラン総合研究機構作成資料より一部抜粋

【図表3】 海外DC制度のデフォルトファンド（DF）

DC制度	日本	米国 401K	英国 NEST	豪州 (スーパーアニュエーション)
元本確保型商品の設定有無	○	▲※1	×	×
DFにおける市場運用の位置づけ	労使合意（任意）	政府及び監督庁が、適格DFを法令で規定 ※米国ではセーフハーバー（免責条項）を適用		
DFの規模（弊社概算値）	-	\$ 1.9tn (26兆円)	£ 24 bn (4兆円)	\$ AU3.4tn (85兆円)

※1 ステープルバリューフンドは当初120日以内に限る



ポイント

✓ 米国、英国、豪州ともに「行動経済学」知見を活用し、自動加入方式または強制加入方式とデフォルトファンドの設定により、金融リテラシーの低い加入者でも市場運用による資産形成機会を失わないための仕組みを提供している

### 3-(2) DCにおけるデフォルトファンドに関する過去の議論

厚生労働省 企業年金研究会での「議論の整理」(2007年7月)

- 確定拠出年金及び確定給付企業年金は、公的年金の代行部分を有しない企業年金制度であり、公的年金の代替としての性格はない。他方、それぞれの法律の目的規定においては、「国民の高齢期における所得の確保に係る自主的な努力を支援し、もって公的年金の給付と相まって国民の生活の安定と福祉の向上に寄与すること」と規定されており、公的年金と一定の関係を有することは明確である。

出所：厚生労働省企業年金研究会「企業年金制度の施行状況の検証結果」(2007.7)より筆者作成

厚生労働省 企業年金部会での「議論の整理」(2015年1月)

- **デフォルト商品に元本確保型商品を設定する場合は、当該元本確保型商品での運用は加入から一定期間内の者に限るという事務局の提案**については、デフォルト商品の設定についても基本的には労使の判断に委ねるべきであり、仮にデフォルト商品における元本確保型商品の設定であってもこのような規制は行うべきではないという意見があった一方で、**デフォルト商品に元本確保型商品を設定する場合は合理的な理由がある場合に限りべきという意見や事業主に対し説明義務を課すべきという意見があった。**
- なお、デフォルト商品の設定については、リスク性のある運用資産の設定が進んだ場合で、将来加入者が損失を被りひいては事業主の訴訟リスクへの懸念を示す意見があり、**例えばアメリカの401(k)制度にあるいわゆるセーフハーバールールのようなものも日本で作るべきという意見がある一方で、現行の元本確保型商品であっても、将来物価上昇があった場合に実質的価値が減少すれば同じような懸念があることや、事業主が法に基づき事業主の責務として規定されている事項について適切に対応すればそのような懸念が現実となることはまずないのではないかという意見があったところである。**いずれにしても、制度の設計や施行に当たっては、このような懸念に十分に配慮したものとすることを必要があることに留意すべきである。

- 私的年金の実施について事業主や個人の完全な**任意や自己責任とするのは一定の限界があるというのが諸外国の例が教えるところであり、例えば諸外国のように私的年金の自動加入制度等の方策の導入についても、将来的には検討していくことが必要ではないかといった意見があった。**

出所：厚生労働省「社会保障審議会企業年金部会における議論の整理」(2015.1.16)より筆者作成



### 3-(3) 行動経済学による投資行動への示唆

- ・ 人間の合理性には限界があり、投資の意思決定においても、常に最適な判断をするとは限らない
- ・ そのため、**行動経済学※1の知見に基づいた、「投資の背中を押す」仕組み作りが必要**

※1 1950年代以降、ハーバート・サイモン教授(1978年ノーベル経済学賞受賞)等により提唱され、心理学と経済学が融合・発展した学問で、人間の経済行動は、ヒューリスティクス(ある程度のレベルで正解に近い解を得ることができる方法)な意思決定や行動バイアスにより定型的に左右されるという考えを踏まえている

経済学者	経済理論		投資行動への示唆
ハーバード・サイモン教授	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ <b>限界合理性</b> (Models of Bounded rationality)</li> </ul>	人間は複雑な問題に直面すると、経験則や自前の知識に基づき単純化して非合理的な判断をする(ヒューリスティック意思決定) 「人間の合理性には限界があり、意思決定において全ての選択肢を合理的に評価することはせず、簡単な問題解決方法を用いて、最適でなくても満足できる選択を行うものである」	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ <b>投資商品の提供数の制限【済】</b> (現在、DCは上限35本に規定)</li> </ul>
ダニエル・カールソン教授 & アモス・トバスキー教授	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ <b>プロスペクト理論</b> (Prospect theory)</li> <li>➢ <b>フレーミング効果</b> (Framing effects)</li> </ul>	人間は利益を得る場面では、確実に取れる利益を取り、リスクを前にするとその全てを回避しようとする傾向がある ⇒ <b>リスク回避のため、元本確保型商品を選択してしまう</b>  意思決定は与えられた枠組みに大きく左右される	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ <b>長期投資に適した商品に限定</b> (例)米国「投資適格基準(QDIA)」 豪州「投資適格規制によるポイント」<b>デフォルトファンド設定</b></li> <li>・ <b>オプトイン(任意加入)方式から、オプトアウト(任意脱退)方式へ</b></li> </ul>
リチャード・セーラー教授	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ <b>ナッジ理論</b> (Nudge theory)</li> <li>➢ <b>リバタリアン・パターナリズム</b> (Libertarian&amp;Paternalism)</li> </ul>	個人がより良い判断をすることを助けるため、政府や企業が強制ではなく、かつ、経済的インセンティブに重大な変更を加えることなく、「軽い一押し(ナッジ)」により、望ましい方向に導くこと  人間は明確で安定し、順序づけられた選好を持っていないため、ルールを定める側が干渉を行うことで、望ましい方向に導くこと	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ <b>デフォルトファンドの設定義務化</b> ポイント</li> <li>・ <b>自動加入方式、自動拠出率引き上げ方式の採用</b></li> <li>・ <b>オプト・イン(任意加入)方式から、オプト・アウト(任意脱退)方式へ</b></li> </ul>

### 【まとめ】 ~米英豪および行動経済学からの示唆による投資適格規制の実施案~

- ・ **行動経済学の知見に基づいた、「自動加入方式」と「デフォルト・ファンド」の投資適格規制が、海外での私的年金の資産残高を増加させていると考えられる**

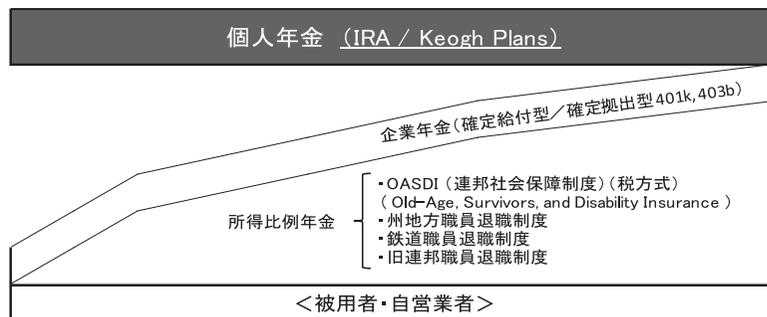
考えられる施策	
自動加入方式等の実施	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 任意加入(オプト・イン)方式から、企業年金がない被用者等に、<b>自動加入方式(オプト・アウト付)を実施</b></li> <li>✓ 自動拠出率引き上げ方式の実施(任意)</li> </ul>
デフォルト・ファンド商品規制の設定	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ <b>デフォルトファンドとして投資適格規制を実施</b>(長期投資に適した商品規定) 【デフォルト・ファンドの選定基準】(積立NISAの適格商品を参考に)</li> <li>✓ 高齢期における所得確保のために、長期的な観点から、物価その他の経済事情の変動により生ずる損失に備え、収益の確保を図るものとして、長期の積立・分散投資に適した一定の投資信託に限定</li> <li>✓ 公募株式投資信託の場合、以下の要件をすべて満たすもの                     <ul style="list-style-type: none"> <li>・ 信託報酬は一定水準以下(例:国内株のインデックス投信の場合0.5%以下)に限定</li> <li>・ 顧客一人ひとりに対して、その顧客が過去1年間に負担した信託報酬の概算金額を通知すること</li> <li>・ 信託契約期間が無期限または20年以上であること</li> <li>・ 分配頻度が毎月でないこと</li> <li>・ ヘッジ目的の場合等を除き、デリバティブ取引による運用を行っていないこと</li> </ul> </li> </ul>
資産形成の推進と資産形成の見える化	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 公的年金、私的年金、個人の貯蓄を含めた個人資産の見える化</li> <li>➢ 個人の「<b>資産形成の背中を押す</b>」ための環境整備(DC加入可能年齢の引上げ、拠出限度額の拡大等)</li> </ul>

## 4. APPENDIX

### 4-(1) 米国の年金制度

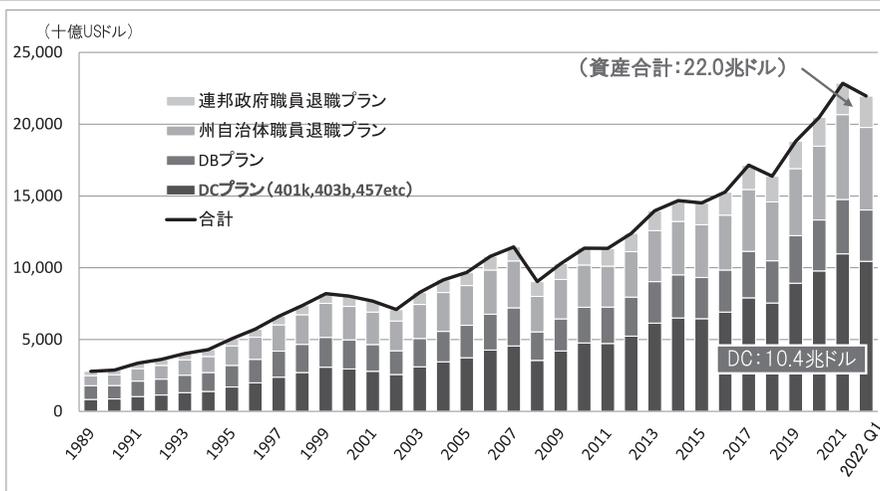
- 公的年金は、報酬比例制の1階建制度、必要最低限の給付水準として生活費を保障するもの
- 自己責任を原則として、老後所得保障は私的年金や個人貯蓄により補完(所得代替率約4割)
- 私的年金の推進策として、2006年年金保護法により、401kに「自動加入方式」と「自動拠出率引き上げ方式」を導入(実施は企業の任意)、商品選択をしない場合に備えて「デフォルトファンド」を設定
- デフォルトファンドに一定の投資要件を規定し、これを満たした場合は加入者自身が投資選択をしたとみなし、事業主の責任を免除する「セーフハーバー・ルール」を制定(エリサ法404条(c)項)
- デフォルトファンドに対する商品基準として「適格デフォルト投資選択肢(QDIA)」を制定(エリサ法624条(a)項)

#### 米国の年金制度



### 4-(2) 米国の私的年金の資産残高推移

- 私的年金の合計額は2022年Q1で、22.0兆USDドル(約3,080兆円)※
- うち、DCは10.4兆USDドル(約1,456兆円)

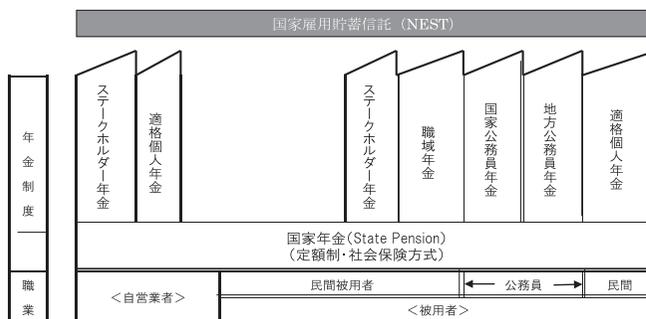


出所: ICI米国投資信託協会 「US.Retirement System Market 2021 Q1」(Table1)より筆者作成 (※)2022.9.9現在 \$1=140円

### 4-(4) 英国の年金制度

- 公的年金制度は、定額制の1階建制度(2014年公的年金改革により変更、2016年4月施行)
- 給付水準は最低生活を保障する基準「ナショナル・ミニマム(国民最低保障)原則」(所得代替率約40%)
- 公的年金の財政負担の増加懸念から、私的年金を推進する政策が行われたが、中小企業を中心に私的年金の導入が進まないため、2008年年金法(The Pensions Act 2008)により、**企業年金がない被用者に対して、自動加入(オプト・アウト可)となる「NEST(国家雇用貯蓄信託)」が創設(2012年10月)**  
⇒オプト・アウト率は、約7%(2019年) (約93%が加入を継続)
- NESTでは、デフォルトファンドとして、各退職年度毎に設定した複数の「ターゲット・デートファンド」を設定  
⇒約99%がデフォルトファンド選択

#### 英国の年金制度



### 4-(5) 英国のNEST(National Employment Savings Trust)の概要

加入対象者	<ul style="list-style-type: none"> <li>22歳以上～公的年金支給開始年齢未満(65歳)の職域年金未加入者で年収5,035～33,500ポンドの被用者が、<b>自動加入となる(オプトアウト可)・・・&lt;Opt out率は約7%&gt;</b></li> <li>22歳未満および年間所得5,035ポンド以下は強制加入義務はないが任意加入可</li> </ul>
拠出額	<ul style="list-style-type: none"> <li>税引き後の年間所得(5,035～33,500ポンド)の最低4%を加入者、最低3%を事業主が拠出</li> <li>政府が税金還付分として1%分を個人口座に還付</li> </ul>
課税形態	<ul style="list-style-type: none"> <li>拠出時非課税、運用益非課税、給付時課税の「EET」型の課税形態。</li> </ul>
拠出限度額	<ul style="list-style-type: none"> <li>適格個人年金(APP: Appropriate Personal Pension)等と合計で「<b>年間上限額</b>」(Annual Allowance)、(3年間繰り越し可納)と「<b>生涯退職貯蓄上限額</b>」(Life Allowance)が設定</li> </ul>
資産運用	<ul style="list-style-type: none"> <li>NEST Corporation(非営利法人)が提供する商品の中から加入者が選択</li> <li>デフォルトファンドとして、「<b>ターゲット・デートファンド</b>」が設定(約99%がデフォルトファンドを選択)</li> </ul>

#### 年間非課税限度額(Annual Allowance)※1

※1: 2004年金融法の施行により、「年間非課税限度額」および「生涯退職貯蓄限度額」を導入

	年間上限額
2012年度以前	25.5ポンド
2013年度	5万ポンド
2014年度以降	4万ポンド(約509万円)

#### ペンション・ポット

- 企業年金(DB※2/DC※3)と合わせて非課税枠を設定
- 未使用の非課税枠は3年間繰越可能

※2 年間非課税限度額=1年間当たりの年金原資増加額×16倍、なお、高所得者に対して、2015年金融法(Finance Act 2015)により年間上限額が低減する措置(Tapered Annual Allowance)が導入(2016課税年度から)、調整後年収(Adjusted Income)が£240,000を超える場合、調整後年収超過額の1/2が年間非課税限度額から控除(控除額上限は£36,000)、生涯上限額=支給開始時の年金額×20倍

※3 DC残高=本人掛金額+事業主掛金額等の合計

#### 生涯退職貯蓄上限額(Lifetime Allowance)※1

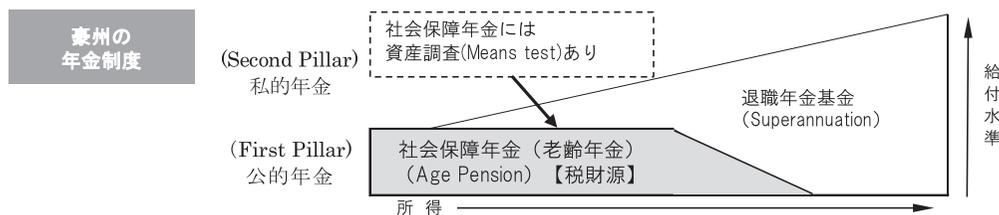
	生涯退職貯蓄上限額
2007年度	160万ポンド
2008年度	165万ポンド
2009年度	175万ポンド
2010年度	180万ポンド
2013年度	125万ポンド
2016年度	100万ポンド
2019年度	105.5万ポンド
2020年度	1,073,100ポンド(約1億3,650万円)

1ポンド=127.2円(2019.9.3現在)



### 4-(6) 豪州の年金制度

- 公的年金制度は、租税を財源とする定額制の1階建制度
- 給付水準は、生活に必要な最低限度(所得代替率は約4割)
- 公的年金の財政負担を抑えるため、1992年に「**退職年金基金制度(Superannuation)**」を創設し、**企業に対して全ての被用者(パートタイム労働者や公務員を含む)を対象に拠出を義務付け**(必要な拠出をしなかった場合は罰則規定があり、不足分の拠出とそれに係る金利・罰金が科せられる)
- これは、1980年代の物価上昇を背景に労働組合からの賃金引き上げ要求に対する雇用政策(6%の賃上げ分として、2%の賃上げ、3%をSuperannuationに拠出、1%を政府が減税措置として個人口座に還付)
- 企業の拠出率は、2021年に10%、2025年までに毎年0.5%引き上げ、12%に引き上げ
- 2013年に、投資適格規制によるデフォルトファンドを設定したSuperannuationとして、「**My Super**」を創設
- デフォルトファンドは、監督庁に承認された「**ライフサイクル・ファンド**」または「**バランス型ファンド**」

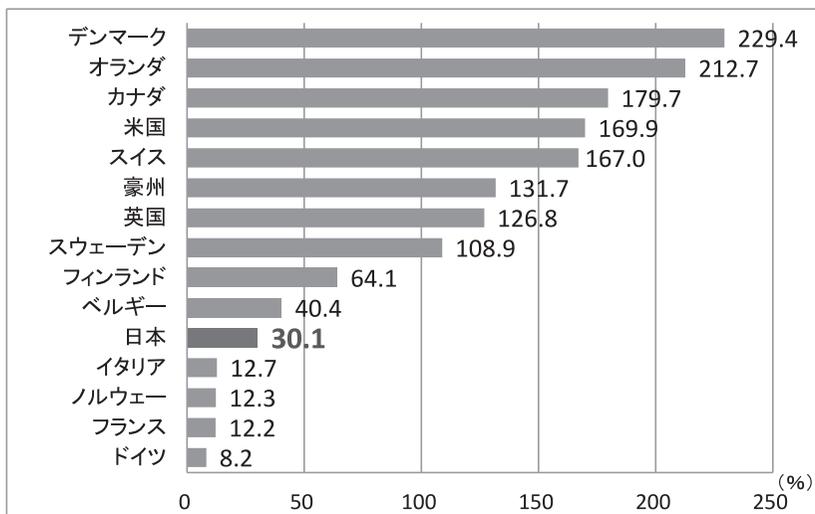


1豪ドル=80.3円、1豪ドル=0.76USD(2021.2.1)



#### 4-(7) OECD主要加盟国における社会保障給付費の対GDP比

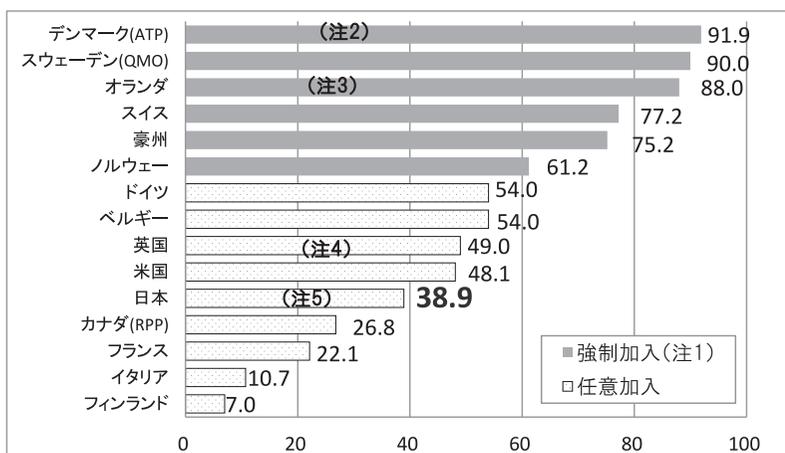
- 私的年金の資産残高を対GDP比で見ると、デンマークが一番大きく229.4%、次いでオランダが212.7%



出所: OECD「Pension Market in focus 2020」Figure1.3より筆者作成

#### 4-(8) OECD主要加盟国における職域年金の適用率

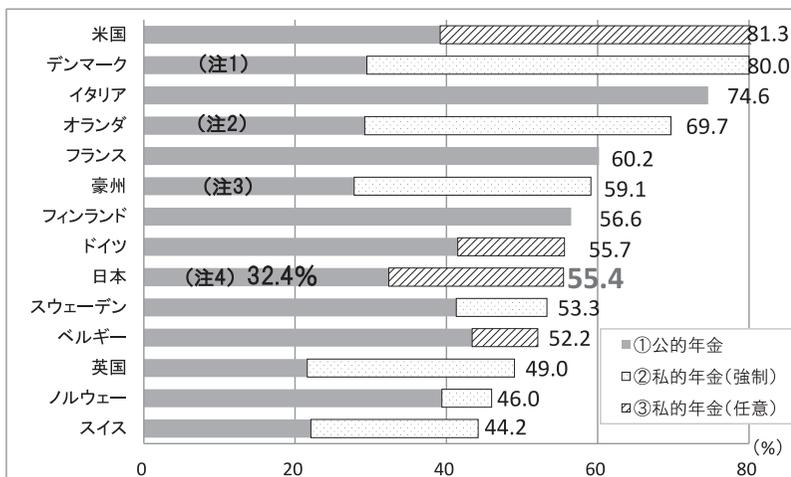
- 職域年金の適用率(15~64歳労働人口に対する適用率)は、強制加入の国の適用率が高い



(注1) 強制加入とは法律等により企業年金の実施・加入が義務付けられているもの  
 (注2) 労働協約により実施は任意であるが労働協約対象者は強制加入となる  
 (注3) 中央組織に加盟する職域加入者は強制適用となる  
 (注4) イギリスは自動加入方式(任意脱退は可能)となるNESTの加入者を含む  
 (注5) 厚生労働省「第1回社会保障審議会企業年金・個人年金部会」資料1の数値で補正  
 出所: OECD「Pension-Markets-in-Focus-2021」Figure1.6より筆者作成

#### 4-(9) OECD主要加盟国における所得代替率

- 米国は公的年金の所得代替率は高くないが、私的年金の所得代替率が高く、合計所得代替率は約8割



(注1)デンマークは労使協定対象者は強制適用となる  
 (注2)オランダは産業単位で加入義務(強制適用)あり  
 (注3)公的年金は、「西村淳『オーストラリアの年金制度』(年金と経済2022.7)」より補正  
 (注4)日本は、①単身モデル(本人分のみ、配偶者の基礎年金含まず)、②20~64歳厚生年金加入、③分母となる平均賃金は税・社会保険料控除前  
 出所:OECD「Pensions at a Glance 2021」Table 4.2より筆者作成

#### ご留意事項

- 本資料に記載している見解等は本資料作成時における見解等であり、経済環境、企業動向の変化や相場変動、労働法制、年金制度や税制等の変更によって予告なしに内容が変更されることがあります。また、記載されている推計計算の結果等につきましては、前提条件の設定方法によりその結果等が異なる場合がありますので、充分ご留意ください。
- 本資料は、当社が公に入手可能な情報に基づき作成したのですが、その内容の正確性・完全性を保証するものではありません。施策の実行にあたっては、実際の会計処理・税務処理等につき、顧問会計士・税理士・社会保険労務士等にご確認くださいようお願い申し上げます。
- 本資料の内容、分析結果・シミュレーション等を利用したことにより生じた損害については、当社は一切責任を負いません。
- 本資料の著作権は三菱UFJ信託銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。

三菱UFJ信託銀行株式会社 年金コンサルティング部  
〒100-8388 東京都千代田区丸の内2-7-1 三菱UFJ銀行本館ビル  
[www.tr.mufg.jp](http://www.tr.mufg.jp)