

国内外経済の動向

資産運用立国実現に向けての課題

【ポイント】

1. 「資産運用立国実現プラン」は、家計の預貯金を投資に向かわせることでリスクマネーの供給を増加、日本経済全体の成長と家計の資産所得増加につなげ、成長と分配の好循環を実現することを目的としている。
2. 家計の金融資産比率をみると、株式や投資信託がともに上昇傾向にある。政策は一定の効果があったと考えられ、この流れが定着することが望まれる。
3. 今後、企業価値の持続的向上に向けた機関投資家・企業の努力と工夫、家計が適切な投資アドバイスを受けられる環境整備が課題となる。また、ようやく緒に就いた「貯蓄から投資へ」の流れを妨げるような政策は避けるべきである。

2001年に「貯蓄から投資へ」というスローガンを政府が掲げて以来、預貯金に偏る家計の金融資産を株式や投資信託などへ向かわせるよう、歴代政権が様々な努力を重ねてきた。岸田前首相が打ち出した「資産運用立国実現プラン」は、幅広い分野での取組みを体系的に組み上げており、いわば「貯蓄から投資へ」の完成形ともいえる政策パッケージとなっている。本稿では、同プランを概観した上で、今後の課題について述べることにしたい。

1. 資産運用立国実現プラン策定に至る経緯

政府は、これまでも金融事業者による顧客のためのより良い取組みを促すため、「顧客本位の業務運営に関する原則」を策定し、また、企業の持続的成長を促す観点から、スチュワードシップ・コードやコーポレートガバナンス・コードを策定するなど、家計の安定的な資産形成と企業の価値創造のための様々な取組みを行ってきた。さらに、2022年11月、政府は、家計の現預金を投資につなげ、家計の勤労所得に加え金融資産所得も増やすことが重要であるとの考えの下、「資産所得倍増プラン」を策定した（図表1）。同プランは、文字通り

家計の資産所得を倍増すべく、NISA（少額投資非課税制度）の総口座数と買付額を倍増、その後、家計による株式等の投資額を倍増し、長期的には資産運用収入を目標とし、その手段として7本柱の取組みを実施する、というものであった。

この資産所得倍増プランに基づき、2024年1月から抜本的拡充・恒久化が図られた新しいNISAが始まるとともに、金融商品の販売会社等に対して顧客の最善の利益を勘案することを義務付けることや、家計の金融リテラシー向上に向けてJ-FLEC（金融経済教育推進機構）を設立すること等を盛り込んだ「金融商品取引法等の一部を改正する法律」が2023

図表1. 資産所得倍増プラン

<目標>	
①5年間で、NISA総口座数（一般・つみたて）の倍増（1,700万から3,400万）、NISA買付額の倍増（28兆円から56兆円）	
②その後、家計による投資額（株式・投資信託・債券等の合計残高）の倍増を目指す。これらの目標の達成を通じて、長期的な目標として資産運用収入そのものの倍増も見据える。	
<7本柱の取組>	
第一の柱：家計金融資産を貯蓄から投資にシフトさせるNISAの抜本的拡充や恒久化	
第二の柱：加入可能年齢の引上げなどiDeCo制度の改革	
第三の柱：消費者に対して中立的で信頼できるアドバイスの提供を促すための仕組みの創設	
第四の柱：雇用者に対する資産形成の強化	
第五の柱：安定的な資産形成の重要性を浸透させていくための金融経済教育の充実	
第六の柱：世界に開かれた国際金融センターの実現	
第七の柱：顧客本位の業務運営の確保	

（資料）金融庁よりフコク生命作成

年の臨時国会で成立した。

企業へのリスクマネーの供給を増加させ、日本経済全体の成長と家計の資産所得増加につなげ、成長と分配の好循環を実現していくための上記取組みに続き、個人の金融資産と企業との投資資金の流れであるインベストメント・チェーンの残されたピースである、資産運用業とアセットオーナーシップの改革等を行うことが必要となった。

2. 資産運用立国実現プランの概要

資産運用立国実現プランを概観する前に、インベストメント・チェーンと同プランとの関係性について整理しておこう（図表2）。インベストメント・チェーンの主な参加者（主体）は、「家計」「金融商品の販売会社（銀行・証券）」「企業と金融・資本市場」「資産運用

図表2. インベストメント・チェーンと「資産運用立国実現プラン」の関係



（資料）金融庁ホームページより

業・アセットオーナー」に分けられる。このうち、家計に対しては、NISAの抜本的拡充・恒久化のほか、顧客の立場に立ったアドバイザーの普及・促進に向けた検討や金融経済教育の充実など、家計の安定的な資産形成を支援するための取組みがすでに進められている。金融商品の販売会社に対しては、顧客本位の業務運営の確保に向け、顧客の最善の利益に資する金融商品の組成・販売・管理等に関する態勢整備を促すべく、モニタリング等を実施しているほか、こうした取組みの一層の定着・底上げを図るため、金融事業者に対して、顧客の最善の利益を勘案しつつ誠実かつ公正に業務を遂行することを義務付けている。企業や金融・資本市場に対しては、スチュワードシップ・コードやコーポレートガバナンス・コードの策定・改訂や「コーポレートガバナンス改革の実質化に向けたアクション・プログラム」の策定など、企業の持続的な成長と中長期的な企業価値向上、金

図表3. 資産運用立国実現プラン
（資産運用業・アセットオーナーシップ改革分野）

(1) 資産運用業の改革	
●	大手金融グループにおいて、資産運用ビジネスの経営戦略上の位置づけのほか、専門性の向上、運用人材の育成・確保等の観点から、運用力向上やガバナンス改善・体制強化のためのプランを策定・公表
●	資産運用会社のプロダクトガバナンスに関する原則の策定
●	日本独自のビジネス慣行や参入障壁の是正（投資信託の基準価格に関する一者計算の促進など）
●	金融・資産運用特区の創設
●	新興運用業者促進プログラム（日本版EMP）の策定・実施 ※EMP: Emerging Managers Program
(2) アセットオーナーシップの改革	
●	アセットオーナーの運用・ガバナンス・リスク管理に係る共通の原則（アセットオーナー・プリンシプル）の策定
●	企業年金の改革（資産運用力の向上、共同運用の選択肢の拡大、加入者のための運用の見える化の充実など）
(3) 成長資金の供給と運用対象の多様化	
●	スタートアップ企業等への成長資金の供給の促進
●	オルタナティブ投資やサステナブル投資などを含めた運用対象の多様化
(4) スチュワードシップ活動の実質化	
●	PBR等を意識した企業による計画策定・開示・実行の取組みについて、東証と連携しフォローアップ
●	機関投資家と企業との対話の促進等のための大量保有報告制度等の見直しを含む実質的なエンゲージメントの取組みの促進
(5) 対外情報発信・コミュニケーションの強化	
●	世界の投資家のニーズに沿った形で資産運用業の改革を進めていくための資産運用フォーラムを立ち上げ

（資料）金融庁よりフコク生命作成

融・資本市場の機能の向上に向けた取組みが行われている。

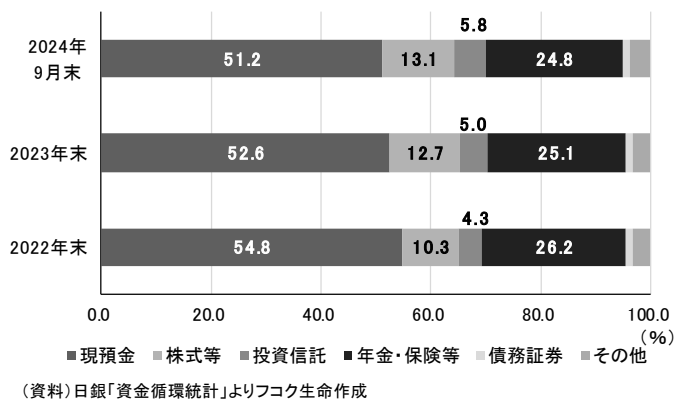
2023 年 12 月に策定された資産運用立国実現プランは、すでに実施済みの各主体への取組みを内包しつつ、残されたピースである資産運用業・アセットオーナーシップの改革を加え、インベストメント・チェーン全体を網羅した政策パッケージとなっている。資産運用業・アセットオーナーシップ改革の柱とされたのが (1) 資産運用業の改革、(2) アセットオーナーシップの改革、(3) 成長資金の供給と運用対象の多様化、(4) スチュワードシップ活動の実質化、(5) 対外情報発信・コミュニケーションの強化、の 5 つの政策である (図表 3)。

3. 政策の進捗状況

資産運用立国実現プラン策定後の状況を見ると、まず大手金融機関グループのプラン策定・公表が 2023 年 12 月から始まり、本稿執筆時点で 16 社・グループが公表している。同年 6 月に「金融・資産運用特区実現パッケージ」が公表され、北海道・札幌地区、東京都、大阪府・大阪市、福岡県・福岡市の 4 地域が対象地域として指定されている。同年 8 月には「アセットオーナー・プリンシプル」が策定・公表され、9 月末時点で 17 団体が受入れを表明、当社も 12 月に受入れを表明している。政策の進捗という点では予定されていたものが着実に実現してきており、順調に進んでいるといっていよい状況だろう。

家計の金融資産の動きを確認すると、資産所得倍増プラン策定直後の 2022 年 12 月末から直近の 2024 年 9 月末への推移でみると、株式等が 10.3%から 13.1%へ、投資信託は 4.3%から 5.8%へとそれぞれ増加している (図表 4)。資産価格の上昇による部分もあるため、一概に言えないところではあるが、家計の金融資産を現預金から投資へシフトさせるという意味では着実に進展しているといえ、この流れが今後も定着していくことが望まれる。

図表 4. 家計金融資産ポートフォリオの推移



4. 成長と分配の好循環実現に向けた課題

成長と分配の好循環が実現するためには、投資先となる企業の持続的成長が必要となる。そのために機関投資家が実施しているのがスチュワードシップ活動であり、その主な活動内容は投資先企業との「目的を持った対話 (エンゲージメント)」と議決権行使に分けられる。中でもエンゲージメントは、投資先企業の中長期的な成長に向け、経営課題を話し合う重要な場となるが、有効に機能させるには機関投資家に相応の人的・金銭的なコストが生じる。スチュワードシップ活動に要するコストを別途投資家が負担することは今のところなく、機関投資家が受け取った運用報酬の範囲内で対応しているのが実態である。

他方、投資信託の中で株価指数に連動するタイプを主とするパッシブ運用のファンドが売れ筋になっているとされる。パッシブ運用が人気になる理由の一つとして、購入者が負担するランニングコストにあたる信託報酬 (運用管理費用) がアクティブ運用のファンドに比べて低いことが挙げられるだろう。確かに、ランニングコストの低さは運用成果に直結し、かつ運用期間が長くなるほどその影響は大きくなるが、あまりに低い信託報酬では、その枠内でスチュワードシップ活動を行うことは難しくなる。

一般に、パッシブ運用のファンドが増えすぎると、市場の価格発見機能が損なわれるといわれているが、スチュワードシップ活動についても同様の弊害があると言わざるを得ない。

い。スチュワードシップ活動が低調になり、企業の経営規律が失われて持続的成長を阻害する状況を避けるため、パッシブ運用でも有効なスチュワードシップ活動を行う方法を模索することが望ましい。例えば、複数の機関投資家が協働してエンゲージメントを行うことでコストを抑える方法が考えられるが、投資家間で投資目的や投資期間が近いことが条件となるので万能な解とはなり難い。スチュワードシップ活動に要するコストについては、インベストメント・チェーン全体で負担方法を考える必要がある。

企業の持続的成長に関しては、2023 年 3 月に東京証券取引所がプライム市場及びスタンダード市場の全上場会社を対象に、「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」を要請した。その後、企業が公表した対応を見ると、成長の実現に向けた投資や事業ポートフォリオの見直し等の取組みを推進するなど、中長期的な視点から、経営資源の適切な配分を意識した抜本的な取組みを行うものが多く、今後の持続的成長につながることを期待させる内容であるが、一部、自社株買いを主な対応としている企業がある点が気がかりである。自社株買いは、足元での株価の上昇には寄与するが、中長期的な企業の成長につながるか疑問である。資金やリソースを割いても成長につながる分野が見つからないのであればやむを得ないが、成長と分配の好循環を目指す立場からは、自社の事業ポートフォリオに成長分野を常に組み込めるよう、戦略的に経営を進めることが望ましいといえよう。

家計の金融リテラシー向上に関しては、推進母体としてすでに J-FLEC が 2024 年 4 月に設立され、幅広い年齢層に向けて、国民各々のニーズに応えた金融経済教育の機会を提供し始めている。こうした教育による効果は時間の経過につれて累積していき、成長と分配の好循環を支えていくものと期待されるが、一方で新 NISA のスタート等を通じて最近投資を開始した層や、これから投資を検討する層にとっては、資産運用会社や金融商品の選択、その後の売買の判断に際して、適切なアドバイスを提供するアドバイザーこそ必要だといえよう。

現状、個人に対して資産運用に関するアドバイスを提供しうるアドバイザーとしてはブローカー（銀行・証券・保険）、投資助言業、フィナンシャルプランナー（FP）があるが、いずれもアドバイザーとして課題が存在する。ブローカーは営業員を中心に数は十分に存在するものの、そのアドバイスは販売に付随するものであるほか、販売時の手数料を収入源としているため、利益相反の懸念が拭えない。投資助言業はアドバイスの質は十分であるものの、その多くが法人向けで個人向けに事業を行っている事業者は少ない。FP については、資格保持者は多いものの金融事業者に属して活動するケースが多く、こちらも利益相反の懸念がある。

今後、上記の課題をクリアし個人向けにアドバイスを行うプレイヤーを増やしていく必要があるが、個人投資家にアドバイスへ対価を支払う意識が定着するまでは、マーケットが小さく容易には利益が挙げられないことが懸念される。個人投資家の意識が変化し、個人向けアドバイザーが産業として成り立つようになるまで、相談窓口のインフラ整備や運営の資金面を含め、政府や地方自治体による関与が必要となろう。

5. おわりに

資産運用立国実現プランと、それが目指す成長と分配の好循環を実現しようとする方向性は、政策として正しいものと考えられる。先日の自民党総裁選のさなか、金融所得課税強化に関する議論が持ち上がったが、数々の施策と長い時間をかけてようやく「貯蓄から投資へ」の流れができつつある中での金融所得の税率引き上げは、矛盾した政策だと言わざるを得ない。1,000 兆円を超える現預金という、日本に眠る大きな潜在力を活かすためにも、全体を俯瞰した整合的な政策運営が求められよう。

（財務企画部 安田 善一）