

オーストラリアのスーパーアニュエーションが 金融市場ならびに経済成長に果たした役割

オーストラリア国立大学クロフォード公共政策大学院 准教授

沖本 竜義

I はじめに

オーストラリアは、投資信託大国である。図表1は、日本とオーストラリアの規制オープンエンド投資信託残高について、過去10年間の推移を図示したものである¹。2018年9月の時点で、オーストラリアの投資信託残高は2.9兆豪ドルであるのに対して、同時点での日本の残高は2.6兆豪ドルとなっている²。2017年のオーストラリアのGDPは1.8兆豪ドル程度、日本のGDPは6兆豪ドルを超えるレベルであることを考えると、日本と比較して、オーストラリアの投資信託残高が極めて高いことが理解できるであろう。オーストラリアが投資信託大国となった大きな理由は、スーパーアニュエーションという強制加入で事前積立方式の私的年金の存在である。

スーパーアニュエーションは、オーストラリアでは私的年金を表す言葉として使用され、歴史は19世紀中頃の企業年金の設立まで遡る³。しかしながら、現在の制度が確立されたのは、1980年代からの改革を経て1990年代に入ってからである⁴。具体的には、1992年に雇用主による強制拠出の制度が確立され、それ以来、スーパーアニュエーションは、オーストラリア年金制度の1階部分の公的年金である老齢年金を補完する2階部分として重要な役割を果たしている。現行の制度においては、民間従業員と公務員を含むすべての従業員が被用者で、強制加入の積立方式年金となっており、雇用主は従業員の給与の一定割合を従業員のスーパーアニュエーションに拠出する義務を負う。強制拠出割合は、1992年の導入時点では3%であったが、それ以降、段階的に引き上げられ、2018年末時点では

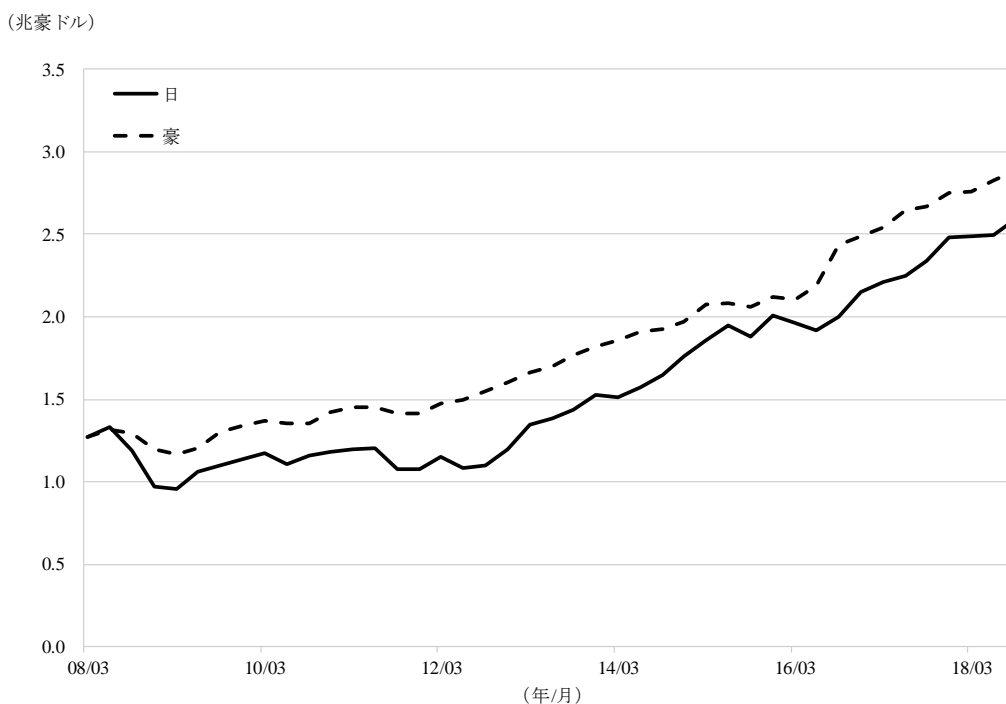
¹ 規制オープンエンド投資信託とは、ミューチュアルファンド、上場投信、機関投資家向けファンドを含んだものである。円は1豪ドル=80円として換算。

² 日本の統計では、投資信託残高として、公募投資信託残高を用いることも多く、公募投資信託残高で比較すると、2018年9月の時点で、オーストラリアの公募投資信託残高は2.9兆豪ドルであるのに対して、機関投資家向けの私募投資信託残高の多い日本の公募投資残高はその半分程度となり、その差はより顕著となる。また、オーストラリアと日本を含めた世界の公募投資信託市場の動向に関しては、例えば、杉田浩治「世界の投資信託の動向と日本の課題」『月間資本市場』2018年3月号を参照。

³ より詳細な歴史については、Association of Superannuation Funds of Australia (ASFA) (2017), “The Australian Superannuation Industry”を参照。

⁴ オーストラリアのスーパーアニュエーションの改革と制度の概要についての詳細は、野村亜紀子「オーストラリアのスーパーアニュエーション—1.6兆豪ドルの私的年金の示唆—」『野村資本市場クォーターリー』2013年秋号を参照。

図表1 日本とオーストラリアの規制オープンエンド投資信託の残高



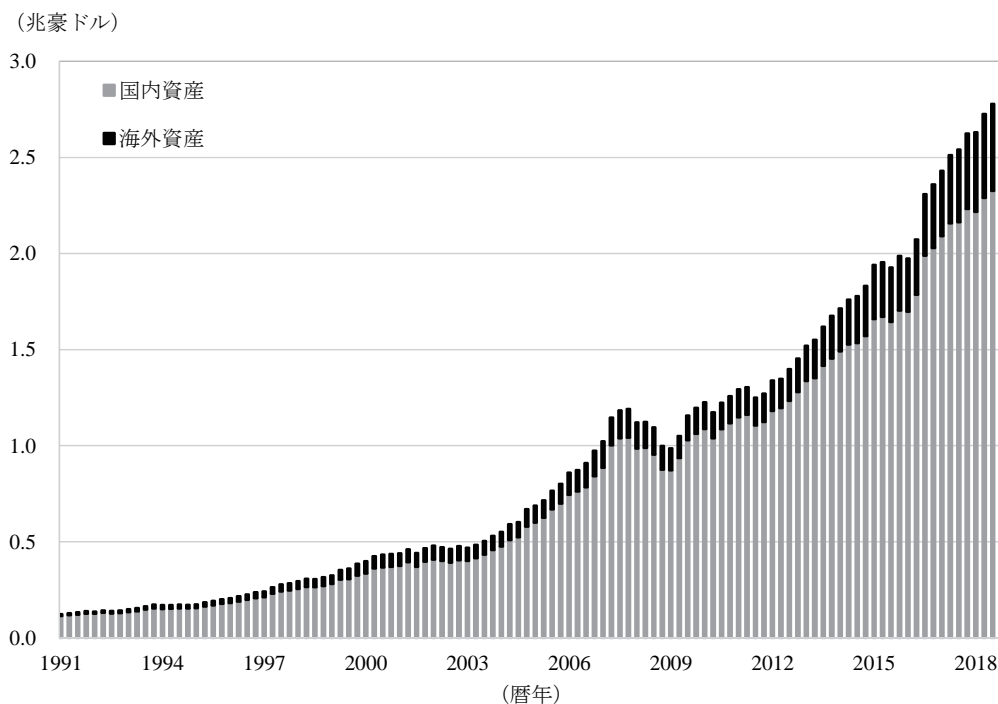
(出所) 国際投資信託協会 (IIFA) 統計より、筆者作成

9.5%となっており、2025年には12%まで引き上げられることが予定されている。また、雇用主、被用者ともに、任意で追加拠出することができ、雇用主と被用者の合計拠出額が年間2.5万豪ドルの上限までは税制の優遇を得ることができる⁵。

図表2は、スーパーアニュエーションの資産残高の推移を、国内資産と海外資産の内訳とともに、1991年から2018年の間でグラフにしたものである。図表からわかるように、スーパーアニュエーションの強制拠出の制度が確立された1992年当時、その資産残高は0.1兆豪ドル程度であった。それ以来、拡大の一途をたどり、2007年末の時点で1.2兆豪ドルまで達したものの、リーマンショックを契機とした世界金融危機を受けて、その直後には、1兆豪ドルを下回る水準まで低下した。しかしながら、世界金融危機からの回復は早く、その後も順調に拡大し、2018年末の時点で、スーパーアニュエーションの資産残高は2.7兆豪ドルとなっている。スーパーアニュエーションの被用者は積立金の運用方法を柔軟に選択することができるが、その多くは投資信託で運用が行われており、実際、投資信託残高の8割程度はスーパーアニュエーションが占めるとも言われている。したがって、スーパーアニュエーションの資産残高の拡大は、オーストラリアの投資信託市場の発展に、大きく貢献してきたのである。また、図表2から、スーパーアニュエーションの多くが国内に投資されており、近年、海外資産の割合が若干増加傾向にあるものの、それで

⁵ 例えば、筆者の所属するオーストラリア国立大学 (ANU) では、ANU が 17%を拠出し、被用者も税引前所得 8.25%を拠出することが標準的とされている。

図表 2 スーパーアニュエーションの国内・海外資産残高



(出所) Australian Bureau of Statistics より、筆者作成

もなお国内資産が 8 割以上を占めていることもわかる。つまり、スーパーアニュエーションから多額の資金が国内金融市場に流れ、オーストラリアの株式や債券だけではなくインフラ投資や未上場の新興企業などにも安定した資金を供給し、オーストラリア経済の成長や金融市場の安定化にも大きく寄与してきた可能性が大きいのである。このような観点から、本稿では、オーストラリアのスーパーアニュエーションが経済や金融市場の安定化に与えた影響を議論し、日本に対するインプリケーションを議論したい。

II 年金制度の持続可能性と財政健全性の向上

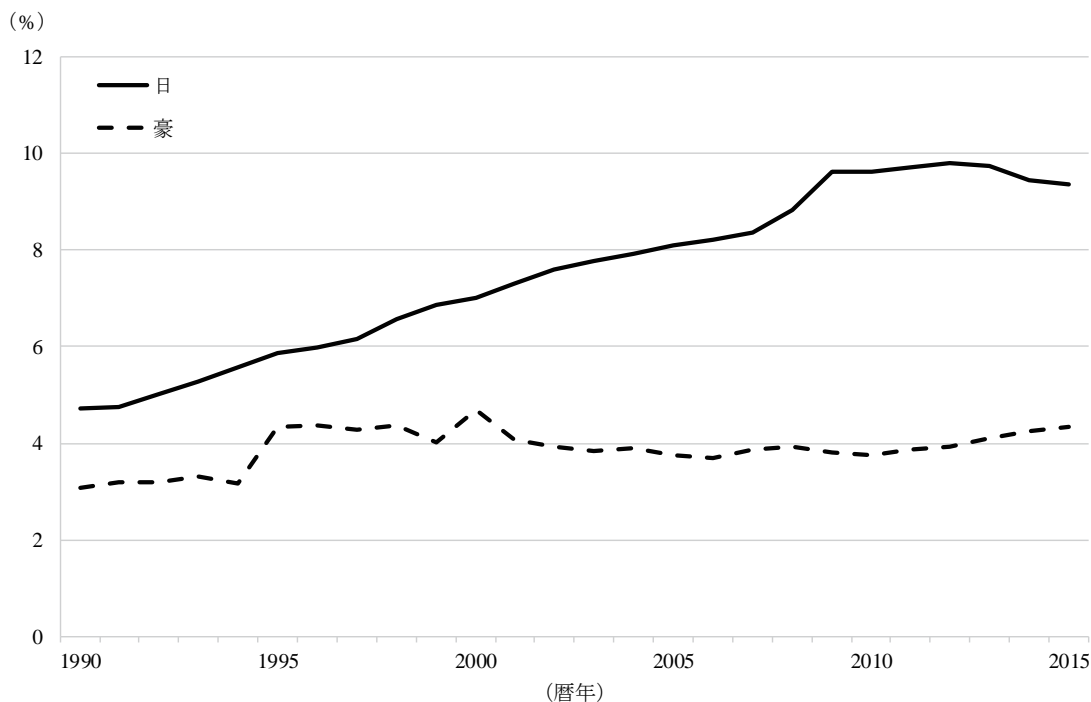
経済学にはライフサイクル仮説という個人の消費に関する仮説がある。ライフサイクル仮説は、Franco Modigliani が中心となって発展した仮説であり、合理的な個人は、人生全体の効用を最大化するために、ライフサイクルに応じて消費を平滑化しようとする仮説である。言い換えれば、合理的な個人は、労働所得が多い壮年期には消費を抑えて貯蓄を行い、所得が減少する老年期には貯蓄を崩して消費水準を維持するのである。もし、全ての個人が合理的であれば、このライフサイクル仮説に従って、人々は行動するので、各個人の効用は最大化され、一国としても経済厚生は最大化される。したがって、ライフサイクル仮説が成立すれば、国としては何もする必要がなく、個々人に消費行動を任せておけば良い。しかしながら、現実はその簡単ではない。まず、ライフサイクル仮説は、個人が将

来の所得を合理的に予測できることを仮定している。しかしながら、実際問題として、例えば、10年後、20年後、30年後の自分の所得を予測することは容易ではない。また、個人が合理的に行動できない場合もある。例えば、ライフサイクル仮説によると、所得が低い若年期は、個人は将来貯蓄することを前提に、貯蓄はせずに消費を行うことになる。そのような個人が、所得が増える壮年期になったときには、若年期の自分が老年期の自分に対して結んだ約束を破るインセンティブが出てくる。すなわち、将来の自分のことを軽視し、所得が増えた分、必要以上に消費をしてしまう可能性があるのである。壮年期に必要な以上に消費してしまうと、老年期までに十分な貯蓄をすることはできず、老年期に満足に行く消費ができないという問題に直面してしまうのである。

それでは、政府はこの問題に対してどのように対処できるであろうか。政府は、政策を通じて、個人がライフスタイル仮説に近い形で消費を行うように促し、上のような問題を避けることができる。その一つの方法として考え出されたのが、公的年金制度である。簡単に言うと、公的年金制度は現役世代の労働者から保険料を預かり、そのお金を年金受給世代に給付し、ライフスタイル仮説に近い消費行動を実現するのである。公的年金制度には、大別して、積立方式と賦課方式とがあり、両者の違いは、誰が年金受給世代への支給を負担するかである。積立方式では、受給者の年金給付は、現役時代の保険料拠出により積み立てられた積立金により賄われることとなる。それに対して、賦課方式は、受給世代の年金給付費をその時の現役世代の保険料負担で賄う仕組みである。日本の公的年金制度は、開始当初は積立方式が採用されていたが、現在は、賦課方式に移行されている。積立方式と賦課方式は一長一短があるが、少子高齢化に強いのが積立方式の一つの利点で、少子高齢化が進む現代では、特にこの利点は大きい。一方、積立方式の大きな問題点は、いかに十分な積立金を確保させるかである。オーストラリアのスーパーアニュエーションは、雇用主に強制的に拠出させることにより、この短所を補っている。また、スーパーアニュエーションは公的年金支出の削減にも役立っており、年金制度の持続可能性の向上にも一役を買っている。以下では、それらの効果について議論する。

賦課方式にしる、積立方式にしる、現役世代の保険料だけで、受給世代に十分な年金を支給できることは少ない。特に、高齢化が進む日本の場合、その問題が深刻化している。日本の場合、保険料の不足を補うために、全国民のために設けられている基礎的な年金である基礎年金の一部を国が追加で負担をしている。その割合は2003年までは3分の1とされていたが、2004年に成立した年金制度改正法において、2009年までに2分の1に引き上げることとされ、2009年以降は、2分の1が維持されている。この国庫負担率の増加に加え、高齢化の進行により、日本の公的年金支出は大きく増加した。これを確認するために、1990年から2015年までの日本とオーストラリアの公的年金支出の対GDP比をグラフにしたものが図表3である。図表からわかるように、1990年から2009年まで、日本の公的年金支出の対GDP比はほぼ線形的に上昇している。2010年以降は、ほぼ横ばいになっているものの、高止まりした状態で、2015年において、公的年金支出の対GDP比は9.4%となっており、経済協力開発機構（OECD）諸国の平均7.5%を大きく上回っている。

図表3 日本とオーストラリアの公的年金支出の対 GDP 比



(出所) OECD (2019), Pension spending (indicator)より、筆者作成

今後、さらに高齢化が進むこと、日本の財政再建が進んでいないことなどを勘案すると、将来的に、日本の年金制度の持続可能性には大きな懸念がもたれ、何らかの改革が必要となる時期が遠くないことが想像される。

オーストラリアの年金制度も、同様の問題を抱える可能性があったものの、スーパーアニュエーションの制度改革と雇用主の強制拠出水準の段階的な引き上げにより、年金制度の持続可能性は大きく上昇したと言える。上述のように、オーストラリアの年金は基本的に2階建てになっており、1階部分の公的年金である老齢年金は完全に公的負担である。したがって、高齢化が進めば、公的負担はかなり重くなる可能性があるが、老齢年金にはミーンズ・テスト（所得及び資産審査）が導入されており、所得や資産が一定の額を超えると、老齢年金給付は減額されていく。スーパーアニュエーションの積立は資産に合算されるため、スーパーアニュエーションにより十分な積立がされれば、公的年金支出を軽減できるのである。実際、図表3で確認すると、オーストラリアも高齢化が進行しているにもかかわらず、1995年以降、公的年金支出の対GDP比はほぼ横ばいとなっており、2015年におけるGDP比は4.3%と、日本の半分以下となっている。また、2000年からの変化を見ても、オーストラリアは公的年金支出の対GDP比が減少した数少ない国の一つとなっており、同比が2000年の7.0%から2.4%ポイント近く上昇している日本とは好対照である。もちろん、この差は両国の高齢化の進行度の違いによる部分もあるが、オーストラリアのスーパーアニュエーション改革の成功による部分も大きいのは確かである。

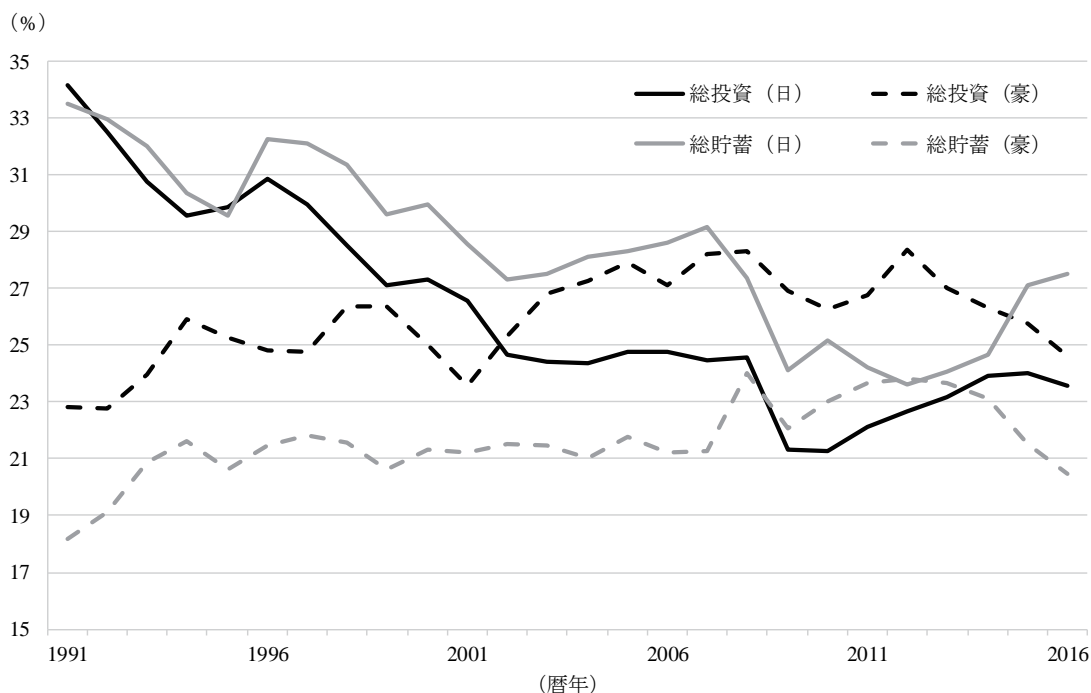
以上のことからわかるように、オーストラリアのスーパーアニュエーションは、年金制度の持続可能性を向上させたわけであるが、公的年金支出の軽減を通じて、政府財政の健全性にも大きく貢献している。また、下で述べるようにスーパーアニュエーションは経済成長にも大きく寄与しており、間接的に税収を増加させたという意味でも財政健全性に良い影響を与えている。その結果、財政政策や税制に柔軟性をもたらしことができ、効果的な政策の運営をできるようにしている可能性もある。例えば、オーストラリアでは、日本の消費税に当たる GST (Goods and Services Tax) と呼ばれる税が 2000 年に導入された。GST の税率は 10% であり、2019 年 10 月に日本の消費税が 10% へ引き上げられると、同一の水準となる。その意味では、オーストラリアの消費税率は、日本と比較して、導入以降、高いものとなっていたわけではあるが、食料品などの基本的な生活必需品には軽減税率が導入されており、軽減税率は 0% となっている。それを考慮に入れると、実質 7.5% 程度の税率であると考えられ、その水準が導入以降、維持されていることになる。日本の消費税は 1989 年 4 月に 3% で導入され、1997 年 4 月には税率が 5% に引き上げられた。その後、15 年以上その水準が維持されてきたが、年金を含む社会保障関係費の膨張が主因となり財政赤字が膨らみ、持続可能な社会保障財源の確保と財政再建を目的として 2014 年 10 月に消費税率は 8% に引き上げられた。しかしながら、それでも社会保障財源の確保と財政健全化目標の達成の目途は立たず、2019 年 10 月には 10% に再引き上げが行われる予定となっている。ただ、その際には、景気への影響を最小限に収めるために、軽減税率が導入されることになっているが、軽減税率は 8% に設定しており、非常に限られたものとなっている。また、その財源である 1 兆円の確保にも苦労しているのが現状である。

このように、オーストラリアが 0% の軽減税率を導入しているにもかかわらず、消費税率を保ち続けることができている一方、日本が年金を含んだ社会保障財源の確保のために、消費税率を上げざるを得ず、8% という限られた軽減税率を導入するための財源にも苦労しているのを鑑みると、オーストラリアがスーパーアニュエーションの改革により得た、年金制度の持続可能性と財政健全性の向上の恩恵は想像以上に大きいのではないかと考えられる。次節以降は、その他の観点からスーパーアニュエーションがオーストラリア経済や金融市場に果たした役割を議論していく。

Ⅲ 貯蓄率の上昇と投資の促進

スーパーアニュエーションは、オーストラリアの貯蓄率にも無視できない影響を与えている。図表 4 は、日本とオーストラリアの総投資と総貯蓄の対 GDP 比を 1991 年から 2016 年まで図示したものである。図表からわかるように、日本の貯蓄率は明らかに減少傾向にあり、1991 年の時点で 33.5% であった貯蓄率は 2016 年では 27.5% まで低下している。この大きな理由は、バブル経済崩壊後の経済の低迷であるが、少子高齢化も重要な理由であり、高齢者の低貯蓄率が日本全体の貯蓄率を低下させているのである。少子高齢化は近年、先進国に共通の課題となりつつあり、オーストラリアも例外ではない。しかしな

図表 4 日本とオーストラリアの総投資と総貯蓄の対 GDP 比



(出所) IMF World Economic Outlook Database より、筆者作成

がら、オーストラリアの貯蓄率を見てみると、1991年から2016年の間、ほぼ横ばいもしくは若干増加傾向であることがわかる。この理由としては、オーストラリアが1991年第3四半期以降不況を経験していない世界で最も長く好景気を継続している国であること⁶、少子高齢化の進行具合が日本と比較して大変緩やかなこともあるが、スーパーアニュエーションへの拠出の増加が寄与していることも忘れてはならない。実際、Gruen and Soding (2011)の研究によると⁷、2016年時点で、スーパーアニュエーションが貯蓄率を2%程度上昇させていることが予想されており、2035年くらいまでにはその上昇幅は3%程度になると試算されている。また、Gruen and Soding (2011)の計算では、スーパーアニュエーションへの拠出が、その他の貯蓄を半分程度減少させるという仮定が課されているが、ASFA (2015)はその仮定が保守的で⁸、効果はより大きなものになる可能性を指摘している。

貯蓄率の上昇は、国内経済に対しても、良い影響を与える可能性がある。それは、貯蓄率が国の投資に大きく関連しているからである。具体的に、経済学には、投資貯蓄 (IS) バランスという概念があり、この概念の下では、国の投資が、貿易収支分を除き、貯蓄に一致する必要がある。したがって、貿易収支に大きな変化がないとすると、投資は貯蓄と

⁶ オーストラリアは2017年第2四半期に、オランダの過去にこれまで最も長く好景気を継続していた期間(1982年から2008年間の103四半期)を抜き、2018年末の時点でまだ記録を更新している。

⁷ Gruen D, and L. Soding (2011), "Compulsory Superannuation and National Saving," Economic Roundup Issue 3, Australian Treasury.

⁸ ASFA (2015), "Superannuation and the Economy."

同様の傾向を示すことになる。それは、図表 4 からも確認することができ、日本の投資率は減少傾向であるのに対して、オーストラリアの投資率は緩やかな上昇傾向を示している。その結果、1991 年には両国の投資率の差は 10%以上あったが、2002 年以降はオーストラリアの投資率のほうが高くなっている。また、貯蓄率の上昇により、貸出金利は抑制される。投資は逆選択の危険性があり、金利が高くなると、借り手の質が低下し、投資の質も低下する可能性がある。言い換えれば、貯蓄率の上昇により、金利の上昇を抑制することができれば、良質の投資が促進される面もある。投資は国の成長の源でもあるので、スーパーアニュエーションが貯蓄率の上昇を通じて、良質の投資を促進させ、経済成長に与えた影響は小さくないであろう。

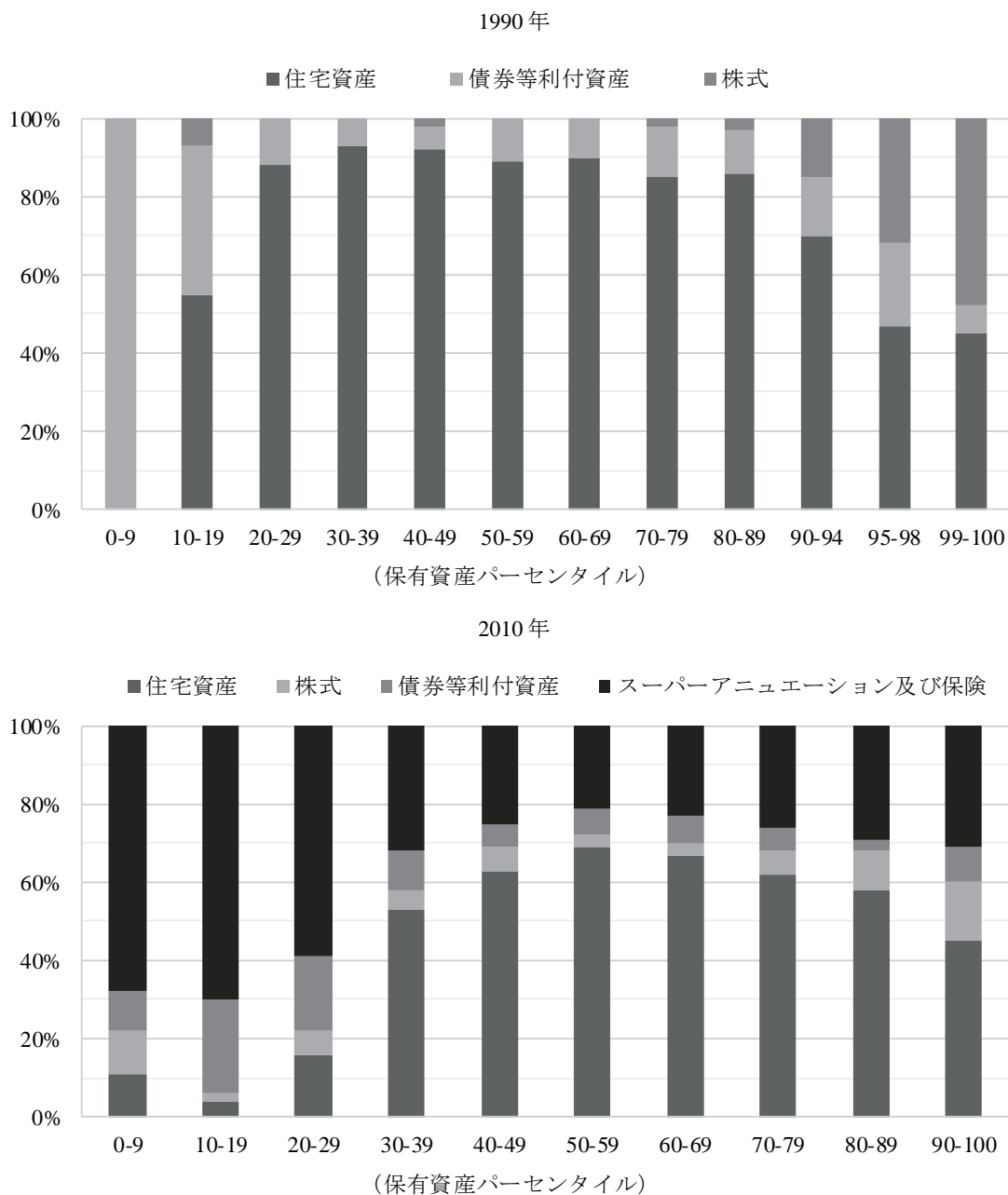
また、貯蓄率の上昇は海外資本の影響の軽減にも重要な役割を果たしている。図表 4 を見ると、オーストラリアは、全期間で投資率が貯蓄率を大きく上回っていることがわかる。これは、オーストラリアが国内で貯蓄されている以上に投資を行っていることを示しており、その差額は海外からの資金で賄われる必要がある。この意味で、オーストラリアは長年、海外からの資金に投資の一部を頼っており、世界経済のショックに対して影響を受けやすくなっている。また、海外の投資家は国内の投資家と比較して、高いリスクプレミアムを要求する傾向にある。したがって、海外からの資金への依存度が高まれば、金利は上昇する傾向があり、国内企業は投資に慎重にならざるを得ないはずである。図表 4 は、スーパーアニュエーションによる貯蓄率の上昇が、海外の資金への依存度がより大きくなることを抑制していることも示唆している。つまり、その意味でも良質の投資を促進し、オーストラリア経済の成長に貢献をした可能性があるのである。

IV 家計のポートフォリオと金融リテラシーの改善

スーパーアニュエーションは、家計の資産選択に関しても大きな影響を及ぼしている。この点に関して、ASFA (2015)は興味深い比較をしている。図表 5 は ASFA (2015)の分析を基に、1990 年と 2010 年において、保有資産別に家計の保有資産構成をグラフにしたものである。まず、図表 5 の上図は Bacon (1995)の調査によるものであるが⁹、1990 年では、オーストラリアの家計の保有資産のほとんどは、不動産であることが確認できる。実際、資産保有額が下位 20%から上位 10%の家計では、家計の保有資産に不動産が占める割合は 85%を超える水準となっている。したがって、スーパーアニュエーションの改革が行われる以前は、家計のポートフォリオは不動産偏重の傾向があり、リスクの分散がきちんとなされていたとは言い難い。この理由の一つとしては、自宅はミーンズ・テストの資産には含まれないことから、老齢年金の受給のために、過度に自宅に投資が行われる傾向がある事が挙げられる。また、オーストラリアは 1980 年代に高インフレ率に悩まされており、不動産はインフレに比較的強いことやオーストラリアは相続税や贈与税がないことも、不

⁹ Bacon, B., (1995), "Projecting Labour Force, Earnings, Assets and Retirement Behaviour," Conference Paper 95/4, Australian Treasury.

図表 5 保有資産区分別の家計の保有資産の構成



(出所) ASFA (2015)より、筆者作成

動産への投資を助長していた部分もある。

一方、図表 5 の下図から見て取れるように、2010 年におけるオーストラリアの家計の保有資産の分布では、不動産のシェアが大幅に低下し、保有資産額のどの 10 分位で見ても、その割合は 70%を切っている。その変化に伴い、上位 70%の家計ではスーパーアニュエーションが 20%から 30%の割合を占めるようになり、下位 30%の家計では、その割合はより大きなものとなっている。もちろん、これだけではどの程度、家計のポート

フォリオの分散投資が改善されたのかを評価するのは難しい。しかしながら、スーパーアニュエーションの拠出金は、雇用主が選択したスーパーアニュエーションファンドで運用されることが多く、さらにそのファンドが提案する多様な資産に分散投資されたデフォルトのファンドが選択されることが多い¹⁰。言い換えれば、被用者が何も変更しなければ、通常、分散投資されたバランス型のファンドに投資されることになるのである。したがって、スーパーアニュエーションが家計資産の一定の割合を占めることにより、家計のポートフォリオの分散投資は大幅に改善されたことが想像される。

スーパーアニュエーションが家計資産の一定の割合を占めることにより、副産物も生まれつつある。それは、金融リテラシーへの意識の向上である。上述したように、1990年には家計のほとんどの資産は不動産であった。そのため、金融リテラシーに無関心な人が多かったとしても不思議ではない。しかしながら、スーパーアニュエーションの積立金が、分散投資されたファンドに投資されるため、多くの家計はほぼ自動的に、多様な資産を保有することとなった。上述のとおり、スーパーアニュエーションが家計資産に占める割合は大きなものとなってきており、金融リテラシーを疎かにしている状況ではなくなってきたのである。例えば、給料の10%程度が、自動的に投資に回されるとしたら、より良い投資先を探すことに力を注ぐようになるのは、必然的なことであろう。その結果、オーストラリアではファイナンシャル・アドバイス業界が大きく成長したとともに、国を挙げて、金融リテラシーの向上を図る取り組みが進められている¹¹。

しかしながら、国全体の金融リテラシーの向上は一朝一夕にいかないのも事実である。また、2004年以降、個人が投資先を柔軟に選択できるように制度が改善されているにもかかわらず、多くの個人がデフォルトファンドを選択していることが多いのも事実である。このような状況に対応するため、オーストラリアではデフォルトファンドの改革も進んでおり、2014年以降は、一定の基準を満たした商品以外はデフォルトファンドに設定できなくなっている¹²。

以上のような形で、スーパーアニュエーションは家計のポートフォリオの分散投資を促し、不動産価格の下落に対する脆弱性を改善した。また、それが個人の金融リテラシーへの意識を高め、金融リテラシー教育の進展にもつながっている。個人の金融リテラシーの底上げは、様々な金融市場のショックに対して冷静な判断を行う能力を高める可能性もあり、オーストラリア経済をより強靱なものとするのにも、今後重要な役割を果たすことは間違いないだろう。

¹⁰ 例えば、ANUのデフォルトファンドは、2018年7月の時点で、オーストラリア株式38%、現金・債券30%、海外株式22%、不動産5%、インフラ・未公開株5%で構成されたファンドとなっている。また、株式や不動産に関しては、銘柄も確認することができる。

¹¹ 具体的な取り組みに関しては、野村亜紀子「オーストラリアの『国家金融リテラシー戦略』一鍵を握る学校教育への組み込み」『野村資本市場クォーターリー』2014年冬号を参照。

¹² 詳細は野村(2013)を参照。

V 安定したリスクマネーの供給

スーパーアニュエーションは 1992 年に強制抛出手続きができて以来、強制抛出手続き割合の引き上げもあり、ほぼ毎年のように抛出手続き額は増大している。2018 年の抛出手続き金は、1,123 億豪ドルにも上り、その大部分が、投資信託を通じて、様々な金融市場に投資されている。つまり、スーパーアニュエーションは安定したリスクマネーの供給源になっており、それがオーストラリアの金融市場の安定化や経済成長に果たしている役割も非常に大きい。

その一つの顕著な例が、2008 年のリーマンショックを契機とした世界金融危機である。高金利を背景にオーストラリアには世界中から資金が集まっていたが、世界金融危機の際には、その多くの資金がオーストラリアから流出し、オーストラリアも大きな危機を迎える可能性があった。その世界金融危機の影響を軽微なものにした大きな要因が、スーパーアニュエーションによるリスクマネーの供給である。海外からの資金が流出した結果、オーストラリアの社債市場でも資金が枯渇し、企業は社債市場で資金を獲得することが困難となり、倒産の危機に直面している企業も多かった。しかしながら、スーパーアニュエーションファンドによる安定したリスクマネーの供給を背後に、多くの企業は新株を発行することにより、資金の獲得に成功し、倒産の危機を免れることができたのである。実際、2008 年から 2009 年間の企業による新株発行額は過去最高となったが、それを可能にしたのは、スーパーアニュエーションからの安定したリスクマネーの供給があったことが大きい。その結果、オーストラリアは、世界金融危機から比較的早く回復することができ OECD 諸国の中で不況に陥らなかった数少ない国となった。

また、スーパーアニュエーションのリスクマネーは、主に長期投資を念頭にしたものであるため、上述した世界金融危機のような特別な場合でなくとも、金融市場の価格変動を抑制する方向に作用し、金融市場の安定化に一役買っている。すなわち、短期的な売買を念頭に置かない積立投資のようなものであるため、例えば、株価が下がったときには、より多くの株式を購入することになり、株価を安定させるのである。その結果、スーパーアニュエーション以外の資金も投資をしやすくなるため、オーストラリアの金融市場全体の活性化にもつながっている可能性もあるであろう。

さらに、スーパーアニュエーションの資金は、インフラストラクチャー投資など、長期的なプロジェクトにも資金を供給できるという強みもある。一般的に、インフラ設備の投資は、収益の実現まで時間を要するものが多く、短期売買を目的とした個人投資家やヘッジファンドなどが投資するには向いていない。また、未上場の新興企業への投資も、いつ事業が軌道に乗り、安定した収益を上げたり、株式公開にたどり着けたりするかは不透明な部分が多いので、長期投資の視点が必要となる。スーパーアニュエーションファンドの場合は、年金の性質上、長期的な投資が中心であるため、インフラ投資や未公開株投資などにも向いているのである。その結果、インフラストラクチャーや未上場の新興企業などにも、スーパーアニュエーションから一定規模の資金が安定的に流れることとなっている。インフラ設備の構築や新規事業の育成は一国の生産性を高めるうえで、最も重要な要

素の一つである。そのような領域に安定的な資金を供給していることも、スーパーアニュエーションが経済成長に対して果たしている大きな役割と言ってよいだろう。

VI スーパーアニュエーションの問題点

今まで、オーストラリアのスーパーアニュエーションが経済成長や金融市場の安定化に果たしてきた役割を議論してきた。それだけを見ると、スーパーアニュエーションは素晴らしい制度のように思えるが、もちろん、問題がないわけではない。まず、挙げられるのが、長寿リスクへの脆弱性である。スーパーアニュエーションは積立方式の私的年金であるので、積立金が枯渇してしまえば、それ以上の給付を得ることはできず、長寿リスクが高いものとなっている。人生 100 年時代という言葉が頻繁に使用されるようになったように、人々の寿命は延びているので、この長寿リスクの問題は深刻である可能性がある。実際、Burnett, et al. (2018)は多くの人々が、スーパーアニュエーションの積立金を含めても老後に十分な貯蓄ができていない可能性を指摘している¹³。

長寿リスクを軽減するために、スーパーアニュエーションの雇用者の強制拠出金は 2025 年までに 12%に引き上げられることになっており、一定の対策は講じられている。また、積立金が枯渇した後は老齢年金という最低限の保証は用意されているわけではあるが、老齢年金の支給額は限られたものである。それに加えて、老齢年金は完全に国庫負担であるので、財政への悪影響も大きな懸念である。現行のスーパーアニュエーション制度の下で、全現役期間を過ぎた年金受給者はまだおらず、この長寿リスクがどの程度のものであるかの評価は難しい。したがって、現行のスーパーアニュエーション制度の下で、長寿リスクを適切に評価したうえで、対応を進めていくことは、今後の重要な課題と言える。

次に、最近、問題視されているのが、スーパーアニュエーションファンドの手数料の高さである。現行の制度では、雇用主は強制的に被用者のスーパーアニュエーションに拠出する必要があり、その拠出先は柔軟に選択することができるものの、柔軟に変更をしている個人の方が少数で、60%程度は無選択のためにデフォルトファンドに拠出していると言われている。つまり、スーパーアニュエーションファンドは、デフォルトファンドによる寡占状態に似た部分もあり、完全競争とは言い難い。したがって、スーパーアニュエーションファンドは高い手数料を課す事が可能となり、それが長期間放置されてきた。その結果、運用成績の悪いファンドも淘汰されることなく生き残っており、スーパーアニュエーション業界全体の効率性が低下してしまっていることが懸念されている。また、個人が複数のスーパーアニュエーション口座を保有している事例も多く、これも無駄な管理費用の発生と効率性の低下につながっている可能性が高い。オーストラリアの生産性委員会は Productivity Commission (2018)において¹⁴、このようなスーパーアニュエーションに関

¹³ Burnett, J., K.T. Davis, C. Murawski, R. Wilkins, and N. Wilkinson (2018), "Measuring Adequacy of Retirement Savings," *Review of Income and Wealth* 64, pp.900-927.

¹⁴ Productivity Commission (2018), "Superannuation: Assessing Efficiency and Competitiveness," *Productivity Commission Inquiry Report No. 91*.

連する問題を整理し、スーパーアニュエーション業界の改革に向けた提案をまとめている。その提案が実行されれば、オーストラリア人の中には定年退職時に受け取ることができるスーパーアニュエーションの額が 50 万豪ドルも増加する可能性がある人がいることが示唆されており、現在 55 歳の労働者でも 8 万豪ドル近いスーパーアニュエーションの上積みも期待されるとも指摘されている。

そのほかでは、スーパーアニュエーションの積立金はミーンズ・テストの資産審査に含まれるが、自宅は含まれないということが、個人の非合理的な行動を誘引するインセンティブになっている。スーパーアニュエーションの積立金が資産審査に含まれることにより、資産審査がより厳しいものとなるので、政府は老齢年金の支出を抑制することができることは 2 節で述べた。しかしながら、自宅は資産審査に含まれないため、例えば、所得のない個人は、スーパーアニュエーションの積立金を非課税で引き出せる年齢になった段階で、積立金を一気に引き出してしまい、必要以上のお金を自宅に投資し、老齢年金を受給するというインセンティブが生まれる。もし自宅への過剰投資が大きければ、このような行動で、家計の幸福度が上がるわけではないし、住宅市場にも悪影響が及び、国家としての経済厚生は悪化してしまう。これは、スーパーアニュエーション制度だけの問題というよりは、オーストラリア年金制度全体の問題であるが、何れにせよ今後さらなる検討が必要となるであろう。

まとめると、現行のスーパーアニュエーション制度にも問題がないわけではない。しかしながら、上で述べたように、スーパーアニュエーションがオーストラリア経済の成長と金融市場の安定に大きな役割を果たしてきたことには変わりはない。また、上で挙げたような問題が放置されてきたのは、スーパーアニュエーションの制度が今まで大きな問題がなく、それなりにうまく運用できていたことの裏返しでもある。ただ、生産性委員会が提示したレポートの影響は大きく、今後、一定の改善が進むことが期待される。

VII 日本へのインプリケーション

2 節で議論したように、日本の年金制度は現在、賦課方式が取られている。賦課方式の問題点は少子高齢化に弱いということであり、世界で最も少子高齢化が進んでいる国の一つである日本では、大きな問題となりつつある。日本の年金制度が破綻する可能性は限りなく小さいものの、将来的に十分な年金額が支給できるような形で制度を維持していくことが難しくなっているのは、紛れもない事実であろう。もちろん、年金制度の改革は頻繁に実施されており、支給開始年齢の引き上げ、保険料の引き上げ、支給額の調整などが行われている。しかしながら、少子高齢化の影響は大きく、さらなる改革が必要となるのは、他国の改革を見れば、ほぼ明らかである。例えば、日本は年金の支給開始年齢を 60 歳から 65 歳に段階的に引き上げている最中であるが、アメリカ、イギリス、フランス、ドイツなどの主要国は段階的に 67 歳に引き上げることがすでに決まっている。また、日本と比較すれば、年金の持続性がかなり高いオーストラリアでも、老齢年金の支給開始は

67歳まで引き上げられることになっており、さらにそれを70歳まで引き上げる議論も出ている。

日本の場合は、少子高齢化が他国と比較して進行しているため、支給開始年齢のさらなる引き上げに加えて、追加的な改革も必要になる可能性が高い。そのうえで、オーストラリアの強制拠出型の私的年金であるスーパーアニュエーションは参考となるであろう。実際、日本にも私的年金がないわけではなく、2001年に雇用者が掛金を拠出し、従業員が自ら年金資産の運用を行う企業型確定拠出年金（DC）が導入されている。しかしながら、現行の企業型DCは、長期分散投資を考慮した資産運用ができていない状態からは程遠く、想定利回りを達成できていないものも多い。その結果、近年では企業型DCを提供する企業の割合も減少傾向にある。また、個人型DCも同時期に導入されたが、一定の要件を満たした個人しか利用できない制約があり、普及は一部でしか進んでいなかった。2017年からはそれらの制約が排除され、20歳以上の全ての個人が利用可能である個人型DCのiDeCoも導入されたが、2018年末の時点で、加入者は2%にも満たない状況である。もちろん、日本政府も追加の改革を検討しており、例えば、社会保障審議会企業年金部会のもとに設置された「確定拠出年金（DC）の運用に関する専門委員会」により、DCの運用制度改革の方向性に関する報告書がまとめられている¹⁵。このような動きを契機に、日本のDC制度が適切に改革されていき、DC制度が発展していくことを期待したい。

また、DC制度が発展することにより、金融リテラシーの向上が図られるとともに、貯蓄から危険資産投資への流れが生まれることも望まれる。日本は金融資産大国であり、2018年9月末時点で家計は約1,859兆円もの金融資産を保有している。しかしながら、その50%以上は現金ならびに預金として保有されている。これは日本の金融市場が抱える大きな特徴の一つであり、資産運用の観点からすると、合理的なものであるとは考えにくい。また、投資信託や株式などの保有比率が高齢者になるほど高くなるのも日本の金融市場が抱える大きな特徴である。日本の場合、退職金で得られた資金により、投資信託などの商品を本格的に購入する人が多いからである。この事自体は、老後の資金の運用ということで否定されるものではないが、分散投資の恩恵を十分に享受するためには、より若い段階から投資を始めることも重要である。近年では、多種多様な投資信託が開発され、様々な資産に投資するという意味での分散投資を行うことは容易になった。しかしながら、金融市場の変動は激しく、短期間の投資では、時間軸方向のリスクを分散することは難しい。また、短期間の投資では、インフラ投資や未上場の新興企業への投資もリスクが過大になる懸念があり、そういった領域に供給される資金は限られざるを得ない。金融リテラシーが高まることにより、長期的に投資していくことの重要性が認識され、危険資産への資金が安定的に供給されるようになれば、日本経済の新たな成長を生み出す可能性も出てくるであろう。金融市場の活性化から日本が新たな成長への一歩を踏み出すことを期待したい。

¹⁵ 報告書の成果と課題に関しては、野村亜紀子「確定拠出年金（DC）の運用制度改革の方向性—DC運用専門委員会の成果と課題—」『野村資本市場クォーターリー』2017年夏号を参照。