

「家計金融資産とマクロ経済に関する研究会」

－報告書－

平成30年8月

野村総合研究所 金融イノベーション研究部

「家計金融資産とマクロ経済に関する研究会」事務局

目次

第1章	はじめに 研究会設置の背景	1
第2章	家計金融資産の現状と将来展望	4
第1節	わが国の家計金融資産の現状	4
第2節	家計金融資産の将来展望：1,800兆円の行方	6
第3章	「貯蓄から投資へ」の国民経済的意義	12
第1節	家計部門にとっての意義	12
第2節	金融仲介部門にとっての意義	15
第3節	企業部門にとっての意義	17
第4節	議論の成果と今後の課題	19
第4章	なぜ日本では「貯蓄から投資へ」が進まなかったのか	21
第1節	「貯蓄から投資へ」を促そうとする政策・制度の変遷と現状	21
第2節	日本で定着しなかった理由① 住宅資産の存在	23
第3節	日本で定着しなかった理由② 金融制度や雇用慣行の面	27
第4節	求められる政策対応の方向性	28
第5章	総括	30
	参考文献	31

第1章 はじめに 研究会設置の背景

この報告書は、野村総合研究所（以下、NRI）が事務局として運営した「家計金融資産とマクロ経済に関する研究会」の議論の成果を取り纏めたものである。

「貯蓄から投資へ（資産形成へ）」と呼ばれる政策は、長年に亘って政府の金融分野における成長戦略の重点領域として位置づけられてきた。これは、預貯金偏重の日本の個人金融資産の構成を是正し、株式や投資信託など、適切なリスクテイクの下で相対的に期待リターンの高い手段に誘導すべきとする考え方である。1990年代終盤から2000年代に入って以降、明示的に政府の施策として位置づけられるようになり、近年でもNISA（少額投資非課税制度）やiDeCo（個人型確定拠出年金の拡充）をはじめ、家計による資産形成やリスク資産投資を後押しする制度・政策面での対応が採られてきた。この間、これら制度の利用が進んでいることから、一部において家計による投資が進んでいるといえる。しかし、家計金融資産全体に占めるリスク資産の割合をマクロで見ると20年前とあまり変化がなく、「貯蓄から投資へ」の動きが幅広い人々に定着したとは言い難い。NRIもこの分野に調査研究の立場から長年携わってきたが、当局や業界といった個々の立場では改善努力が重ねられているにも関わらず、資金の流れ全体が大きく変わらない状況に対して、これまでとは違う観点からのアプローチや検討が必要ではないかとの漠然とした認識を抱くようになった。

事務局は、研究会の企画を具体化させる過程で、学識経験者や実務家を中心に、実に多くの方々から貴重な助言を頂戴した。そこで得られた示唆を基に、本研究会の基本的な方針として、次の3点を重視した運営を行うように努めた。

第一に、マクロ的な視点を大切にすることにある。いうまでもなく、「貯蓄から投資へ」とは家計による金融資産選択の問題である。本来、家計による金融資産選択は、生活者の資産・所得形成から経済全体の資金フロー、金融システムの安定性や社会保障の持続可能性に至るまで、影響範囲が多岐に亘るテーマのはずである。ところが、これまでの「貯蓄から投資へ」を巡る議論は、どちらかという金融業界と金融当局に閉じた問題として捉えられがちであった。このため、本研究会では個別具体の制度や商品の問題に深入りすることは避け、大局的な視点からの議論を重視した。

第二に、問題設定自体を改めて問い直すという姿勢である。金融業界に近い位置に身を置くと、「貯蓄から投資へ」があたかも企業でいう「社是」のように不可侵なものとして扱われ、その必要性自体が問い直される機会が驚くほど少ないことに気付く。このため、「貯蓄から投資へ」を進めることは本当に必要なのか、今のままの状況を放置するとどういった不具合が起こるのかといった「そもそも論」に対して、近年は十分議論されることは少なかったように思える。先に述べたように、これまでとは違う視点からのアプローチを重視する本研究会では、こういった「そもそも論」も含めて、基本的な問題から議論の遡上への

せるように努めた。

第三に、ここで記載した方針で議論を進めた場合、おそらく幅広い視点や意見が示されることが想定されるが、本研究会では、敢えて一つの結論に集約しようとはせず、むしろ多様な見方や意見が示されるほうが望ましいというスタンスで議論を進めることにした。

これらの方針に沿った議論を行うために、次頁の表に示した通り、金融論の専門家だけではなく、マクロ経済を専門とする識者の方々にもご参加を頂いた。本報告書は、合計6回に亘って開催された会合の議論の成果を取り纏めたものであり、主な構成は次の通りである。まず、続く第2章では、わが国の家計金融資産の特長を概観した上で、少子高齢化の進展が金融資産の蓄積にどのような影響を及ぼすか、簡易な試算を基に考察している。第3章では、「貯蓄から投資へ」を推進することが、そもそも経済全体に対してどのような意義を持つかについて整理している。その上で、第4章では、なぜ日本で「貯蓄から投資へ」の流れが定着しなかったかについてやや長期的な視点で考察しつつ、政策対応の方向性について整理している。

図表 1-1 研究会の構成

役職	所属	役職
祝迫 得夫 氏	一橋大学 経済研究所	教授
宇南山 卓 氏	一橋大学 経済研究所	准教授
江口 允崇 氏	駒澤大学 経済学部	准教授
チャールズ・ユウジ・ホリオカ 氏	アジア成長研究所	副所長
中里 透 氏	上智大学 経済学部	准教授
野村 亜紀子 氏	野村資本市場研究所	研究部長

【事務局】金子久・竹端克利・石川純子(野村総合研究所)

(注)所属・役職は研究会発足当時のもの。

図表 1-2 研究会の開催実績

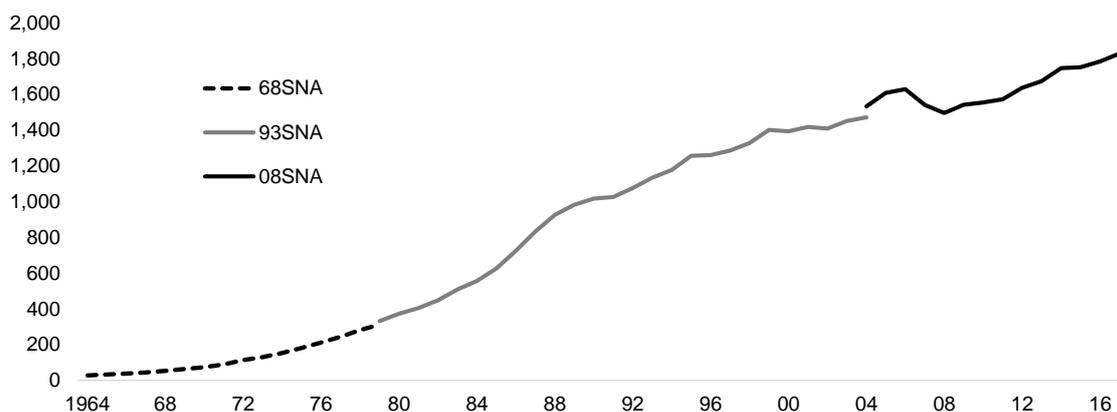
会合	日時	議題
第1回	2017年11月2日	・イントロダクション ・家計金融資産を巡る論点の棚卸し
第2回	2017年12月14日	・家計金融資産とマクロ経済の関係 ー理論とファクター
第3回	2018年1月22日	・家計金融資産を制度的背景
第4回	2018年3月8日	・少子高齢化と家計貯蓄の関係
第5回	2018年5月10日	・人口構造変化が家計金融資産残高に与える影響 ・これまでの議論の整理
第6回	2018年5月29日	・報告書骨子案についての議論

第2章 家計金融資産の現状と将来展望

第1節 わが国の家計金融資産の現状

本節では、わが国家計金融資産の現状を、統計データを用いていくつかの傾向と特徴を確認する。家計金融資産を残高ベースで見ると、2017年時点では1800兆円を超えており、金融危機等で資産価格が大幅に下落した時期を除けば、これまで一貫して上昇が続いている（図表2-1）。金融資産の構成に着目すると、全体の約半分を預貯金が占めており、次いで多いのが生命保険・年金保険である（図表2-2）。上場株式や投資信託といったリスク資産の割合は、10%に留まっている。もう一つの特徴としては、全体の65%以上が世帯主年齢60歳以上の高齢世帯によって保有されている点である（図表2-3）。

図表2-1 家計金融資産残高の推移（単位：兆円）



注) 最新時点は2017年度末値

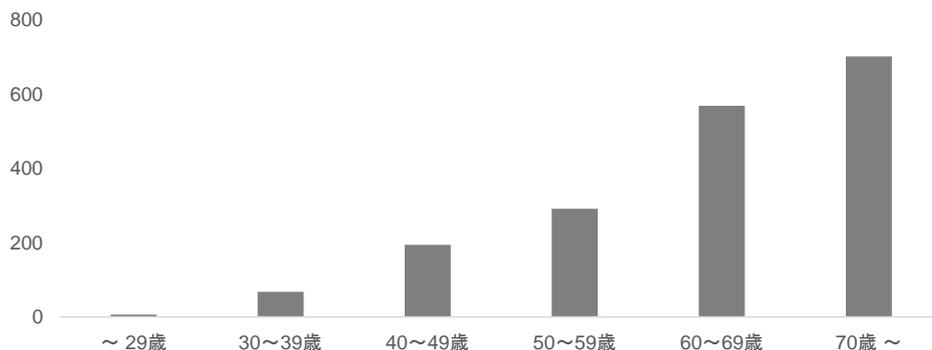
出所) 日本銀行「資金循環統計」よりNRI作成

図表2-2 家計金融資産の構成（2017年度末時点）

項目	残高(兆円)	構成比
現金	89	5%
預貯金	872	48%
債券	23	1%
生命保険・年金保険	314	17%
上場株式・投資信託	184	10%
非上場株式	83	5%
対外証券投資	23	1%
年金受給権	151	8%
その他	90	5%
合計	1,829	100%

出所) 日本銀行「資金循環統計」よりNRI作成

図表 2-3 世帯主年齢別の金融資産分布 (単位: 兆円)



出所) 日本銀行「資金循環統計」、総務省「家計調査 (貯蓄・負債編)」より NRI 作成

こういった特徴を持つ家計金融資産が、日本の資金循環全体の中でどのような位置にあるかを確認してみよう。下の図表 2-4 は、日本の資金循環の全体像を示したものである。国内の企業・家計・政府の資金約 3,600 兆円と海外からの資金約 660 兆円が、金融仲介機関を経由して政府・企業・家計に合計約 3,300 兆円が流れており、残りは海外に投融資され対外債権として積み上がる構造となっている。

図表 2-4 日本の資金循環の全体構造 (2017 年度末時点・単位: 兆円)

資金調達主体 (負債)	金融仲介機関	資金供給主体 (資産)																																														
<table border="1"> <tr><td colspan="2">家計</td></tr> <tr><td colspan="2">318兆円</td></tr> <tr><td>借入</td><td>300</td></tr> <tr><td>その他</td><td>17</td></tr> </table>	家計		318兆円		借入	300	その他	17	<table border="1"> <tr><td colspan="4">預金取扱金融機関</td></tr> <tr><td colspan="4">1,939兆円</td></tr> <tr><td>日銀預け金</td><td>353</td><td>預金</td><td>1,468</td></tr> <tr><td>貸出</td><td>783</td><td>証券</td><td>92</td></tr> <tr><td>証券</td><td>430</td><td></td><td></td></tr> </table>	預金取扱金融機関				1,939兆円				日銀預け金	353	預金	1,468	貸出	783	証券	92	証券	430			<table border="1"> <tr><td colspan="2">家計</td></tr> <tr><td colspan="2">1,829兆円</td></tr> <tr><td>現金</td><td>89</td></tr> <tr><td>預貯金</td><td>872</td></tr> <tr><td>保険・年金</td><td>314</td></tr> <tr><td>上場株式</td><td>110</td></tr> <tr><td>投資信託</td><td>73</td></tr> <tr><td>非上場株式</td><td>83</td></tr> <tr><td>対外証券投資</td><td>23</td></tr> </table>	家計		1,829兆円		現金	89	預貯金	872	保険・年金	314	上場株式	110	投資信託	73	非上場株式	83	対外証券投資	23
家計																																																
318兆円																																																
借入	300																																															
その他	17																																															
預金取扱金融機関																																																
1,939兆円																																																
日銀預け金	353	預金	1,468																																													
貸出	783	証券	92																																													
証券	430																																															
家計																																																
1,829兆円																																																
現金	89																																															
預貯金	872																																															
保険・年金	314																																															
上場株式	110																																															
投資信託	73																																															
非上場株式	83																																															
対外証券投資	23																																															
<table border="1"> <tr><td colspan="2">民間非金融法人企業</td></tr> <tr><td colspan="2">1,732兆円</td></tr> <tr><td>借入</td><td>392</td></tr> <tr><td>上場株式</td><td>582</td></tr> <tr><td>非上場株式</td><td>350</td></tr> </table>	民間非金融法人企業		1,732兆円		借入	392	上場株式	582	非上場株式	350	<table border="1"> <tr><td colspan="4">保険・年金基金</td></tr> <tr><td colspan="4">639兆円</td></tr> <tr><td>債券</td><td>305</td><td>生命保険受給権</td><td>212</td></tr> <tr><td>株式等</td><td>72</td><td>年金保険受給権</td><td>102</td></tr> <tr><td>対外証券投資</td><td>122</td><td>年金受給権</td><td>151</td></tr> </table>	保険・年金基金				639兆円				債券	305	生命保険受給権	212	株式等	72	年金保険受給権	102	対外証券投資	122	年金受給権	151	<table border="1"> <tr><td colspan="2">民間非金融法人企業</td></tr> <tr><td colspan="2">1,178兆円</td></tr> <tr><td>現金預金</td><td>261</td></tr> <tr><td>証券</td><td>418</td></tr> </table>	民間非金融法人企業		1,178兆円		現金預金	261	証券	418								
民間非金融法人企業																																																
1,732兆円																																																
借入	392																																															
上場株式	582																																															
非上場株式	350																																															
保険・年金基金																																																
639兆円																																																
債券	305	生命保険受給権	212																																													
株式等	72	年金保険受給権	102																																													
対外証券投資	122	年金受給権	151																																													
民間非金融法人企業																																																
1,178兆円																																																
現金預金	261																																															
証券	418																																															
<table border="1"> <tr><td colspan="2">一般政府</td></tr> <tr><td colspan="2">1,287兆円</td></tr> <tr><td>借入</td><td>159</td></tr> <tr><td>債券</td><td>1,083</td></tr> <tr><td>その他</td><td>45</td></tr> </table>	一般政府		1,287兆円		借入	159	債券	1,083	その他	45	<table border="1"> <tr><td colspan="4">証券投資信託</td></tr> <tr><td colspan="4">212兆円</td></tr> <tr><td>債券</td><td>24</td><td>投資信託受益証券</td><td>197</td></tr> <tr><td>上場株式</td><td>50</td><td></td><td></td></tr> <tr><td>対外証券投資</td><td>94</td><td></td><td></td></tr> </table>	証券投資信託				212兆円				債券	24	投資信託受益証券	197	上場株式	50			対外証券投資	94			<table border="1"> <tr><td colspan="2">一般政府</td></tr> <tr><td colspan="2">574兆円</td></tr> <tr><td>現金預金</td><td>92</td></tr> <tr><td>証券</td><td>392</td></tr> <tr><td>その他</td><td>90</td></tr> </table>	一般政府		574兆円		現金預金	92	証券	392	その他	90						
一般政府																																																
1,287兆円																																																
借入	159																																															
債券	1,083																																															
その他	45																																															
証券投資信託																																																
212兆円																																																
債券	24	投資信託受益証券	197																																													
上場株式	50																																															
対外証券投資	94																																															
一般政府																																																
574兆円																																																
現金預金	92																																															
証券	392																																															
その他	90																																															
<table border="1"> <tr><td colspan="2">海外 (本邦対外債権)</td></tr> <tr><td colspan="2">972兆円</td></tr> <tr><td>証券</td><td>559</td></tr> <tr><td>借入</td><td>151</td></tr> <tr><td>その他</td><td>262</td></tr> </table>	海外 (本邦対外債権)		972兆円		証券	559	借入	151	その他	262	<table border="1"> <tr><td colspan="4">公的金融機関</td></tr> <tr><td colspan="4">249兆円</td></tr> <tr><td>貸出</td><td>220</td><td>債券</td><td>133</td></tr> <tr><td>株式等</td><td>14</td><td>借入</td><td>52</td></tr> </table>	公的金融機関				249兆円				貸出	220	債券	133	株式等	14	借入	52	<table border="1"> <tr><td colspan="2">海外 (本邦対外債務)</td></tr> <tr><td colspan="2">661兆円</td></tr> <tr><td>証券</td><td>381</td></tr> <tr><td>貸出</td><td>175</td></tr> <tr><td>その他</td><td>104</td></tr> </table>	海外 (本邦対外債務)		661兆円		証券	381	貸出	175	その他	104										
海外 (本邦対外債権)																																																
972兆円																																																
証券	559																																															
借入	151																																															
その他	262																																															
公的金融機関																																																
249兆円																																																
貸出	220	債券	133																																													
株式等	14	借入	52																																													
海外 (本邦対外債務)																																																
661兆円																																																
証券	381																																															
貸出	175																																															
その他	104																																															

注) 主な項目を示しているため、内訳と合計は必ずしも一致しない。

出所) 日本銀行「資金循環統計」「資金循環統計参考図表」より NRI 作成

第2節 家計金融資産の将来展望：1,800兆円の行方

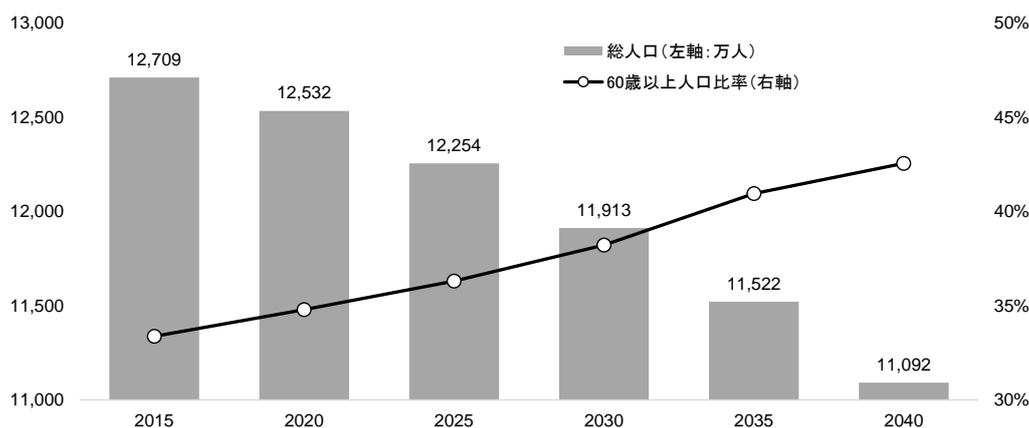
前節でみたとおり、家計金融資産の残高はこれまでほぼ一貫して増加してきているが、この先も同じ傾向が続くのだろうか。

一つの見方として、この先少子高齢化が本格的に進展することを踏まえると、金融資産を取崩す世帯が増加するため、日本の金融資産残高は全体としては減少に転じるのではないかというものがある¹。この見方は、直感的には説得力があるように思えるが、定量的に示された例はあまり見られないため、家計金融資産の「残高」は、これまで通り増え続けるのか、それとも減少するのか、減少するとすれば、どういう条件の下でそうなるのか。こういった素朴な疑問に対して必ずしも統一的な見方は確立されていない。そこで本節では、事務局が実施したごく簡易な試算を通じて、人口構造変化が家計金融資産残高に与える影響について、一つの見方を示してみたい。

わが国の人口動態

具体的な試算に入る前に、「少子高齢化」の実態について、基礎的な事実関係を確認しておこう。2015年時点における日本の総人口は1億2,700万人であり、高齢化率は約25%。今後30年間の間に、総人口は1億人を割り込み、高齢化率は14%ポイント上昇して40%近くまで上昇する見込みである（図表2-5）。総世帯数は、2015年の5,333万世帯から2040年には5,076万世帯にまで減少する。世帯主年齢60歳以上の世帯の割合は、2015年の45%から2040年には54%にまで上昇する（図表2-6）。

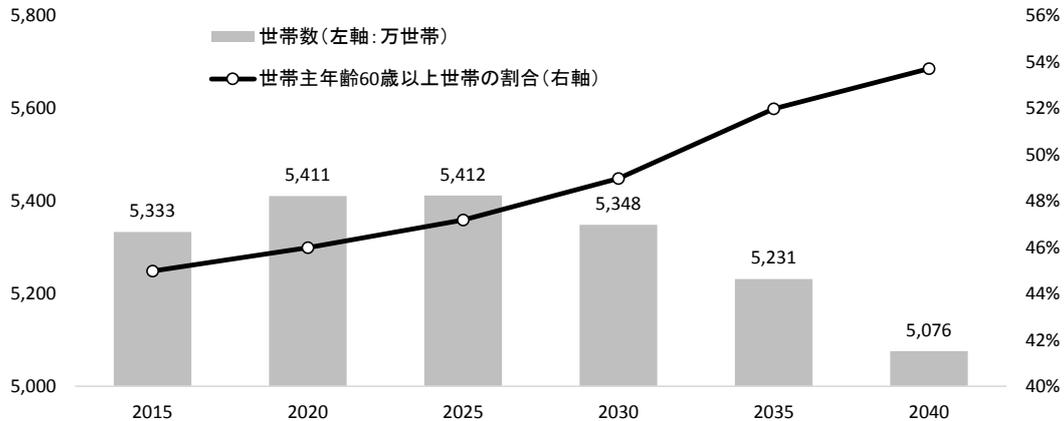
図表2-5 日本の総人口の将来予測



出所) 国立社会保障・人口問題研究所「日本の将来推計人口」より NRI 作成

¹ たとえば、中里・佐川・中田(2015)を参照。

図表 2-6 日本の世帯数の将来予測



出所) 国立社会保障・人口問題研究所「世帯数の将来予測」より NRI 作成

人口構造変化と家計金融資産の関係

人口構造変化と家計金融資産の関係をみていくときは、経済学でいうライフサイクル・恒常所得仮説に沿って考えるとわかりやすい。これは、個人の一生にわたる消費行動・貯蓄行動を説明したものだ。この理論に基づけば、個人の生涯にわたる貯蓄行動として、次のようなパターンが想定されている。①若年期に労働所得を得て消費活動を行い、余った分を貯蓄に回す。②老年期には仕事はせず貯蓄を切り崩して生活し、亡くなる時点で全ての貯蓄を使い切る。この理論に基づけば、少子高齢化が進むということは、貯蓄を積み増す人の数が減り、取り崩す人の数が増えることを意味する。そうすると、日本全体の人口構造の変化は、日本全体の毎年の貯蓄額を通じて、最終的に日本全体の金融資産残高に影響を与えることになる。

この点を考えていくときには、世帯ベースでみて 5 割を占める高齢世帯の貯蓄行動の特徴を抑えておくことが極めて重要となる。実際に、宇南山・大野(2017)によると、SNA でみたマクロの家計貯蓄率が低下している要因は、総人口に占める高齢者の割合が増加したことだけでなく、高齢世帯の貯蓄率そのものが低下したことにあるとされている²。

わが国の高齢世帯の貯蓄行動を分析した研究として、ホリオカ・新見(2017)があげられる。同論文では、家計調査のデータを用いて、高齢世帯の計画年数(金融資産を何年かけて使い切る予定か)を計算している。分析の結果、日本の高齢無職世帯の計画年数は 30~60 年間とされ、先に述べたライフサイクル・恒常所得仮説の理論が想定するよりは遥かに遅いこと、そして、その要因としては予備的動機や遺産動機などが挙げられると結論付けられている。

² 宇南山・大野(2017)では、全国消費実態調査・家計調査・家計消費状況調査を活用し、マクロ統計と統合的な貯蓄率データを構築し、マクロの貯蓄率を規定する要因を分析している。

家計金融資産残高の将来試算

以上の議論を整理すると、以下の3点に集約することができる：

- ① 標準的なライフサイクル恒常所得仮説に基づけば、少子高齢化の進展はマクロでみたフローの家計貯蓄の減少要因となる
- ② 日本の高齢世帯の金融資産を取り崩す速度は、ライフサイクル恒常所得仮説が想定するよりも遅い
- ③ 人口問題研究所の将来予測によれば、2040年時点における高齢世帯の割合は54%にまで上昇する見込みである

以下では、これらの点を踏まえた上で、人口構造の変化が家計金融資産残高に与える影響を試算する。具体的な方法は次の通りである。まず、総務省「家計調査」から得られる世帯主年齢階級別の金融資産純増額と、国立社会保障人口問題研究所「将来世帯予測」のデータを用いて、1年間におけるマクロの金融資産純増額を試算する。その上で、2017年3月末時点を基準に、手順1で試算した毎年のフローの金融資産純増額を積み上げ、家計金融資産残高の将来値を推計する。

図表2-7は、家計調査から計算した世帯主年齢階級別の年間金融資産純増額³である。数値は、2012年調査から2016年調査の5時点分の平均値を示している。2人以上・勤労者世帯の現役世代（20歳～59歳以下）については、1年間に110万円から120万円程度金融資産を増加させている。60歳以上の高齢世帯については、勤労世帯は年間約30万円の金融資産を積み増している一方で、無職世帯は年間55万円ほど取り崩している。単身世帯については、世帯主年齢の区分がやや粗くなるが、男性の場合は34歳以下が年間130万円、35～59歳が年間150万円、女性の場合は34歳以下が年間約90万円、35～59歳が年間70万円ほど積み増している。

これらの原単位に、人口問題研究所の将来世帯予測値を掛け合わせることでマクロの年間金融資産純増額を計算したものが図表2-8である。なお、今回用いた将来世帯予測は、世帯主年齢階級別、単身世帯・2人以上世帯別にはデータが得られるものの、高齢世帯（60歳以上）の勤労・無職の区分は得られない。このため、家計調査のサンプル分布に基づき、勤労世帯35%、無職世帯65%として計算した。図表2-8から明らかな通り、高齢化の進展に伴って取崩される金融資産は確かに増加するものの、積み増される金融資産額のほうが大きいことがわかる。結果的に、この試算を基に金融資産の残高を積上げてみると、2023年頃には2,000兆円を超え、推計の最終時点である2040年には2,400兆円近くにまで達する計算となる（図表2-9）⁴。

³ 家計調査に掲載されている「金融資産純増額」の定義は以下の通りである：

$$\text{金融資産純増} = (\text{預貯金} + \text{保険料} + \text{有価証券購入}) - (\text{預貯金引出} + \text{保険金} + \text{有価証券売却})$$

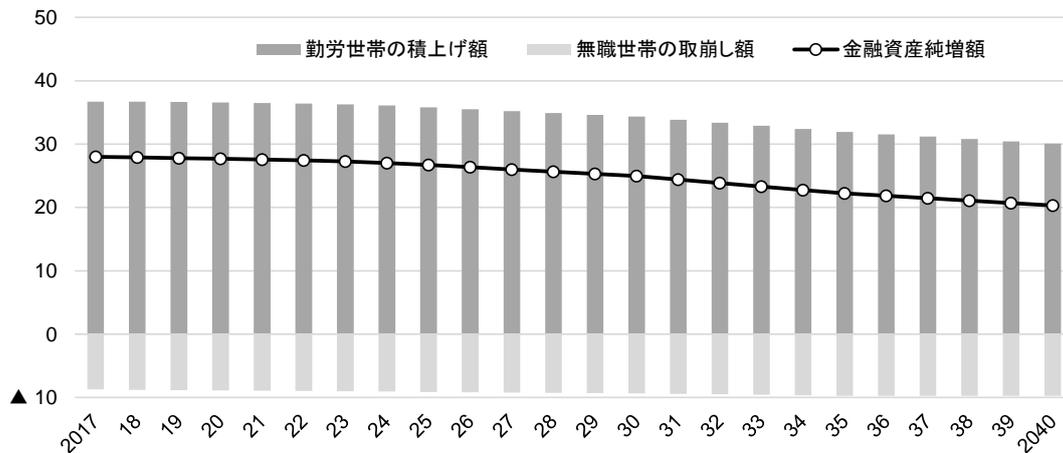
⁴ みずほ総合研究所(2018)でも、家計金融資産残高の将来試算が示されている。そこでは、2030年にかけて金融資産残高は増加し続けるとの結果が示されており、本報告書に記載した結果と整合的である。ただし、みずほ総合研究所(2018)の試算は株価上昇を加味した「時価ベース」の推計となっているのに対し、本報告書の試算は純粋な貯蓄純増による部分のみを考慮に入れている点が大きな違いである。

図表 2-7 世帯主年齢階級別の年間金融資産純増額（万円/年）

2人以上世帯					単身世帯				
勤労者世帯					無職世帯	勤労者世帯・男		勤労者世帯・女	
～29歳	30～39歳	40～49歳	50～59歳	60歳～	60歳～	～34歳	35～59歳	～34歳	35～59歳
119	113	120	112	29	▲ 55	130	153	89	68

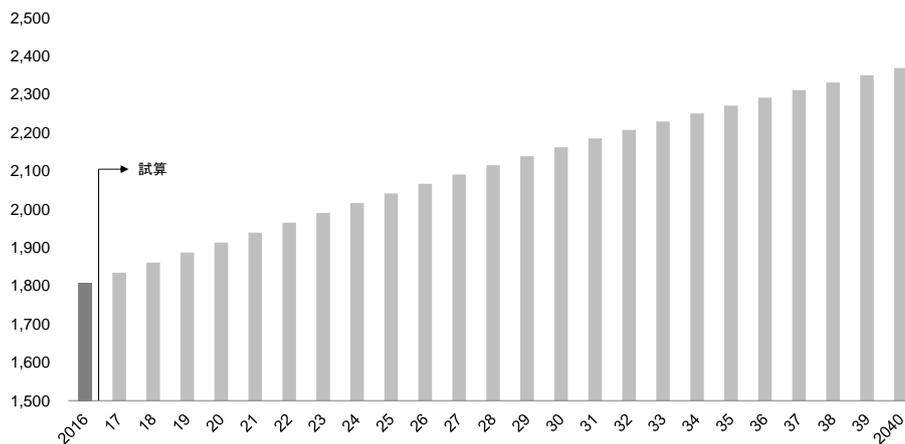
注) 上記の値は2012年調査～2016年調査の平均値を12倍して年額換算したもの
出所) 総務省「家計調査年報」よりNRI作成

図表 2-8 マクロの金融資産純増額の見通し（単位：兆円）



出所) 総務省「家計調査」、国立人口問題・社会保障研究所「世帯数の将来予測」を基にNRI作成

図表 2-9 家計金融資産残高の将来試算（単位：兆円）



出所) 日本銀行「資金循環統計」と図表 2-8 の結果を基にNRI作成

本試算の留意点とインプリケーション

尤も、ここで示した試算は極めて機械的なものである、いくつかの前提条件や捉えきれていない要素がある。

第一に、本試算は、あくまで「人口構造だけ」が変化した場合の影響を機械的に計算したものであり、その他の要因は不変であるという前提に立っている。今回固定とした、世帯主年齢階級別の金融資産純増額は、今後の経済動向や社会保障給付の状況によって当然変わりうる。例えば、所得環境が悪化すれば若年世代の金融資産の増加額はペースダウンすると思われるし、社会保障給付額が変更されれば引退世代の取崩し額が増加する可能性もある。こういった原単位に係る諸要因の変化については、今回の試算では織り込んでいない。

第二に、今回用いた原単位についても、データの制約上捉えきれていない要素がある。代表的なものとしては、現役世代（世帯主年齢が20～59歳世帯）における無職世帯や、全ての世代における自営業主世帯、引退世代における単身世帯の情報は反映できていない。

第三に、多くの家計は、住宅購入時の頭金や子どもの教育費など、一時的にまとまった支出を行うが、今回の試算では、純粹に人口構造変化の影響に焦点を充てたために、これらを要因とする金融資産の減少は加味していない⁵。

第四に、家計調査の高齢世帯は、あくまで独立した世帯を構成できる高齢者のみであり、子どもと同居している高齢者は含まれない。このため、平均よりも裕福な高齢者が対象となっている可能性もある。ただし、この点は全国消費実態調査も含め、世帯統計を用いることの限界でもある⁶。

これらの点を念頭に置いた上で、今回の試算を通じて得られた示唆としては、次のような点が挙げられよう。まず、家計金融資産の残高は容易には減らないという点がある。今回の試算結果を基に、金融資産残高が減少に転じるのはどういうケースかを確認してみると、60歳以上の世帯全てが「無職世帯」となり、かつ金融資産を取り崩す速度が2倍になる、といった「極端な」条件の下で、2035年頃からようやく減少に転じる計算となる。逆に言えば、こういった極端な状況を除けば、少子高齢化という人口構造変化だけでは家計金融資産全体の残高は容易には減らないといえる。

さらに、家計金融資産残高は量的な面で基本的には増加し続けるものだとすると、如何にしてその質的な改善を図るかは一層重要な論点になろう。前節で触れたとおり、わが国の家計金融資産は、預貯金中心と高齢世帯中心という、いわば2つの意味で偏りがあるが、冒頭

⁵ 不動産経済研究所の調査によると、2017年の1月～12月の間に発売された新築マンションは77,363戸、平均価格は4,739万円であった。ここから新築マンションの販売総額を計算すると約3.7兆円となり、頭金の比率を20%とすると、新築マンションの購入のための自己資金は7,300億円程度と推計される。一方、国土交通省「建築着工統計調査」によると、2017年1月～12月の間に建設された1戸建の分譲住宅の戸数は138,189戸である。一方、同じく国土交通省「住宅市場動向調査」によると、1戸建分譲住宅の購入のための自己資金は平均して803万円である。したがって、1戸建分譲住宅の購入のための自己資金は1.1兆円程度と推計される。以上をまとめると、新築住宅の購入のために取崩される家計金融資産は概ね2兆円弱/年と推計される。したがって、住宅購入による金融資産の取崩し額を精緻に加味したとしても、家計金融資産残高が増加し続けるという結果自体に大きな影響はないと判断した。

⁶ 家計調査の代わりに「全国消費実態調査」を用いても同じ試算が可能である。事務局が全国消費実態調査（平成21年調査）を用いて同様の試算を行ったところ、即ち、家計金融資産残高は増加し続けるという傾向は変わらなかったものの、増加ペースは「家計調査」を用いた試算よりも緩やかであった。これは、「全国消費実態調査」が9月・10月・11月だけが対象でボーナス月が含まれないため、収入が過少評価されていることによると考えられる。

に触れた通り、本研究会では2つの偏りのうち、資産構成の問題に焦点を充てて議論を進めてきた。続く第3章では、預貯金中心の資産構成を見直す政策、いわゆる「貯蓄から投資へ」を進めることが、マクロ経済にとってどのような意義をもちうるのかについて、研究会での議論の成果を取り纏める。

なお、本報告書で「貯蓄から投資へ」という用語を用いる場合は、預貯金中心の家計金融資産の構成を株式や投資信託等のリスク資産に振り向ける政策という意味で使用する。

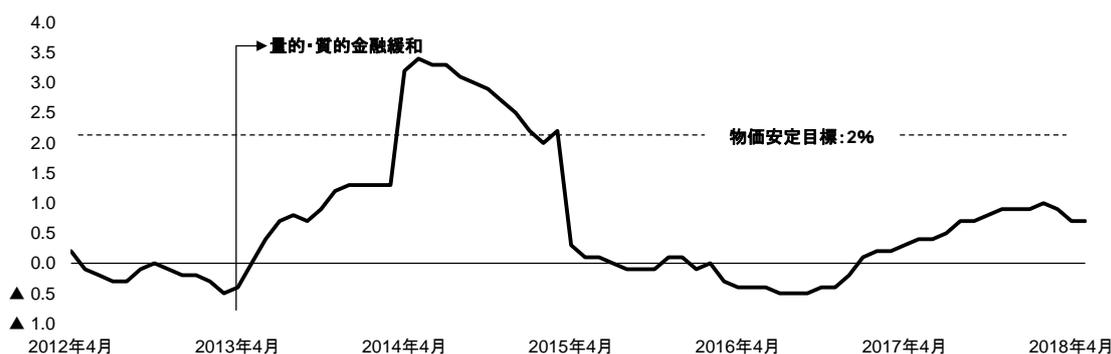
第3章 「貯蓄から投資へ」の国民経済的意義

研究会では、「貯蓄から投資へ」が経済全体に対してどのような意義をもちうるかについて、実に多様な意見が示された。以下では、研究会で示された意見を、家計・金融仲介・企業のそれぞれの立場からみた意義として整理した。

第1節 家計部門にとっての意義

まず、金融資産の保有主体である家計にとっての意義の第一は、インフレリスクへの対応である。家計金融資産の大部分を占める「預貯金」の金利は、長期に亘る緩和的な金融政策によってほぼゼロの水準にまで落ち込んでいる。現在のように預金のままにしておくと、将来的にインフレが起こった際に、実質価値の目減りが避けられない。確かに、足元の物価動向をみる限りは、インフレ率は0%を少し越えたあたりで推移しており、日本銀行が掲げる2%の物価安定目標からは程遠い（図表3-1）。異次元緩和という「壮大な社会実験」にも関わらずたいして物価が上がっていないという事実や、日本が抱える様々な構造問題などを根拠に、日本ではインフレリスクはあまり深刻ではないという見方は根強い⁷。だが、物価も市場メカニズムの中で決まるものだというあたり前の事実を踏まえると、この先未来永劫上昇しないという保証はどこにもない。原油価格の上昇や急激な円安、労働力不足に起因する賃金上昇など、日本でも物価上昇に繋がる要因がまったくないとはいえないだろう。将来的に物価が上昇するかもしれないという認識に立てば、現在のようにインフレ耐性が極端に低いポートフォリオは到底正当化されないのは明らかである。

図表 3-1 インフレ率の推移(単位: %)



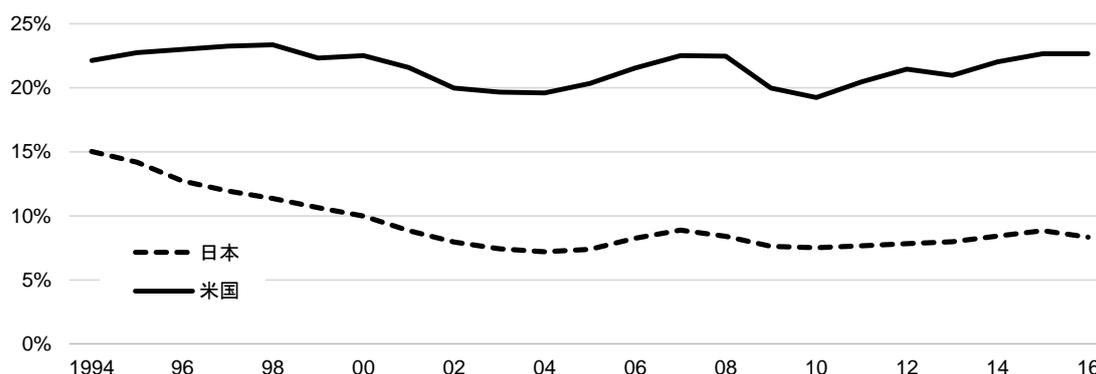
出所) 総務省「消費者物価指数」より NRI 作成

家計部門にとっての第二の意義としては、企業部門の成長の果実を還元させ、家計の所得形成を充実させる効果がある。家計所得の構成を日本と米国で比較した図表3-2からは、日

⁷ ここで想定する「構造問題」とは、人口減少や少子高齢化の進展など、将来の潜在成長率の低下をもたらさうる諸要因を指す。

本は家計所得に占める利子や配当といった財産所得の割合が極めて低いことがわかる。利子収入の多寡は金融政策の影響も大きく受けるため単純比較は不適切だが、少なくとも米国の家計は配当という形でより多くの企業部門の成長による恩恵を受けている。当然のことながらその背後には、金融資産構成の違いがあり、米国の家計金融資産に占めるリスク資産（株式等と投資信託）の割合は47%であり、この割合は日本の家計の3倍である⁸。

図表 3-2 家計可処分所得に占める財産所得の割合



出所) 内閣府「国民経済計算」、BEA「Personal Income」

今後、日本国内では劇的な成長が見込めないにしても、グローバルでみれば成長を続ける企業は数多く存在する。日本の家計は、金融資産の国際分散投資を進めることによって、海外に存在する成長企業の恩恵を直接受けることが可能となるし、家計部門の所得形成が充実することで、消費や住宅投資など経済を需要面から底上げする効果も期待できる。さらに、企業成長の果実を還流させるチャネルとして、配当だけではなく株価上昇を通じたキャピタルゲインによって消費を喚起する効果も期待できる。これは、いわゆる「資産効果」と呼ばれるものだが、専門家による実証研究では、日本においてもプラスの資産効果が認められるとする実証結果が多い⁹。

ところで、こういった家計の「自助努力」による所得形成の充実の必要性が、公的年金や医療など社会保障財政の持続可能性との関係で論じられる場合がある。平たく言えば、「政府による社会保障には頼れないから家計は自力で運用して所得を稼ぐべき」といった趣旨

⁸ 日本銀行「資金循環の日米比較（2018年8月14日）」より。ただし、福原(2016)によれば、日米の資金循環統計の定義の差異を調整した場合には、リスク資産比率の「格差」は約2倍に縮小するとされている。さらに、老後所得の源泉となる資産の取り扱いも日米の資金循環統計では異なる。例えば、日米の資金循環統計とともに家計金融資産に計上されている確定拠出年金（DC）は、米国の家計にとっては老後所得の中核である一方で、日本の家計の老後所得の主な源泉は公的年金であり、DCは補助的な位置づけにある。また、公的年金の積立金については、日本は社会保障基金（Social Security）の資産として扱われているものの家計金融資産としては計上されておらず、米国の場合は社会保障基金という部門自体が存在しない。つまり、老後所得の中核をなす資産が、米国では家計の金融資産とされているが、日本では金融資産として計上されていないといえる。このように、資金循環統計を比較する際は、統計上の取扱いの違いや、背後に存在する制度的な差異などにも留意する必要がある。

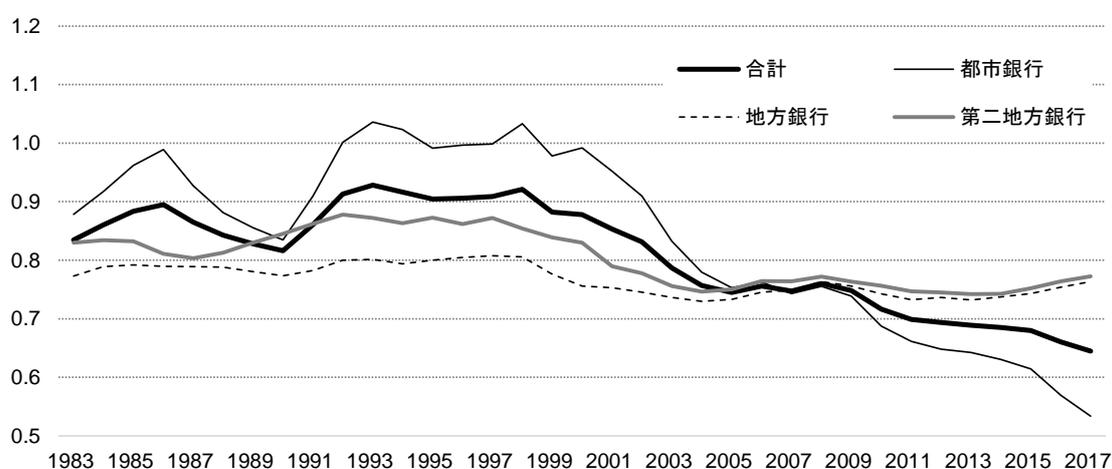
⁹ 日本銀行(2016)では、わが国の家計の資産効果を実証的に検証した研究成果が整理されている。そこでは、わが国の家計は、100円の資産価格の上昇に対して概ね2円～5円程度とされている。

だが、この種の議論の打ち出し方には注意が必要である。つまり、家計所得の充実によって「結果的に」公的な社会保障給付に頼らなければならない人が減ったり、あるいは一人あたりの給付額が抑制できたりする可能性はある。しかし、これらはあくまで「結果」であり、最初から財政健全化を目的として家計による自助努力の必要性を位置づけてしまうと、「財政の論理で家計にリスクをとらせるのか」と解釈されかねず、国民の理解を得るのは難しい。

第2節 金融仲介部門にとっての意義

前掲の図表 2-3 に示した通り、わが国の金融仲介の多くが銀行部門（ゆうちょ銀行含む）によって担われている。詳しくは次章でも触れるが、これは、戦後復興期から 50 年以上に亘り、家計貯蓄を銀行や郵便貯金に政策的に誘導し、そこから産業等に資金を供給するという仕組みが採られてきたことの帰結である。こういったいわばマクロの資金フローをコントロールする政策は、高度成長期頃まではうまく機能していた。ところが、1980 年代後半から 90 年代初頭にかけてのバブル経済とその崩壊を経て、かつての成長を支えた金融仲介の仕組みそのものが機能しにくくなってきているのは明らかである。実際に、100% 近かった預貸率はいまや 70% 以下まで落ち込んでおり、ストックでみて大幅な預金超となっている（図表 3-3）。これは、企業や家計の銀行貸出に対する需要の大きさに対して、銀行部門に流入する預金量が圧倒的に大きいことを意味する。反対に、かつては銀行が保有する資産としてはマイナーな存在だった有価証券投資や預け金など、貸出以外のシェアが高まってきている。預け金（殆どは日銀当座預金とみられる）の増加は金融政策の結果でもあるが、銀行全体の資産構成の変化をみると、預金を預かって貸出に回すという銀行の事業モデルそのもののあり方が問い直されているようにも映る。

図表 3-3 国内銀行の預貸率の推移



出所) 日本銀行「民間金融機関の資産・負債」より NRI 作成

このような環境変化もあってか、近年では企業体としての銀行の事業そのものの持続可能性が疑問視されることが多くなってきた。しかしながら、これまでのわが国における金融仲介の成り立ちや、後述する企業側の資金需要の変化などを考えると、個別の銀行経営者だけを責め立てたとしても、本当に問題が解決するのかどうかは疑問である。むしろ、銀行を一企業としてではなく、銀行システム全体の視点からみた「適正化」を検討する必要があるのではないだろうか。そして、この観点から重要になるのが、「増え続ける預金をどう管理するか」という点であると思われる。

現代の金融システムでは、預金者が希望する限り、個別行単位では別として銀行システム全体では預金の受け入れを拒否できない。つまり、銀行をはじめとする「預金取扱金融機関」は、資産側の貸出需要と関係なく負債側（預金）は増加し続ける運命にある¹⁰。このため、収益性を改善せよと求められたとしても、資産規模の圧縮あるいは適正化といった、事業会社では当然検討される選択肢が、少なくとも銀行全体としては採りにくいのではないか。

この事実を起点に考えていくと、銀行システムの持続可能性を担保するためには、究極的には①預金量全体の適正化を検討する、②全体の預金量は所与として資産側の収益性を向上させる、の2つに絞られるのではないだろうか。そして、①の立場に立てば、「貯蓄から投資へ」の政策は、銀行預金全体の適正化を目指すという観点からの意義があるといえる。

もっとも、仮に①が銀行システム、あるいは金融システム全体の視点から正しいとしても、現実に家計が預貯金以外の手段を選択するかどうかは別問題である。当然のことながら、預貯金に変わる利便性の高い受け皿が用意されていない限りは預金への流入が変わらないだろうし、税制等の制度面の対応も必要になるかもしれない。

¹⁰ 銀行が口座管理手数料を徴収していないため、家計は無意識のうちに預金に資金を預け続けてしまうことを問題視する意見もある。

第3節 企業部門にとっての意義

「貯蓄から投資へ」の意義を議論する際、最終的な資金調達主体とされる企業側のメリットどう見るかという点についても、研究会では議論がなされた。結論を先取りすると、少なくとも一定規模以上の国内企業が抱える資金調達面の課題に対しては、家計の金融資産選択の変更は直接的には解決策にはなりにくい、あるいは必要条件とはいえない、というのが大まかなコンセンサスだった。

仮に、国内の企業部門全体が資金不足主体であり、かつ部門全体としてエクイティ性の資金を必要としているという事実が確認できれば、「貯蓄から投資へ」という政策は、まさに国内企業の資金調達面の課題を解決する有効な政策となり得るが、以下に示す通り実態は逆である。

まず、企業部門全体の資金過不足の状況については、よく知られている通り、日本の企業は過去20年間以上資金余剰主体、つまり貯蓄超過の状態にあるし、ストックで見ても、非金融民間法人企業の現預金残高は増加の一途を辿っている（図表3-4、3-5）。

二点目のエクイティ性資金に対する需要はどうか。日本証券業協会の統計によれば、2017年中の日本の株式市場におけるIPO・PO金額は0.5兆円であった。国内企業が資金余剰主体となった1997年以降の平均値をとっても、年間1兆円程度である。一方、東京証券取引所の時価総額は約640兆円、売買代金は1日平均で3.3兆円である。このため、国内の上場企業ないしは上場予備軍と呼ばれる企業には、毎年一定のエクイティ性資金のニーズは存在するものの、追加的に家計の資金が流入しないと充足できないという訳でもなさそうだ。

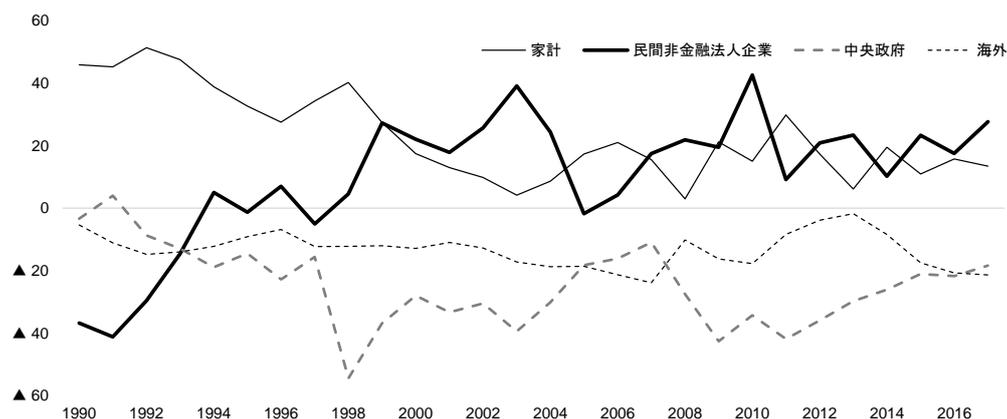
ただし、マクロ的にみて「貯蓄から投資へ」が有効な解決策ではないからといって、企業側の資金調達面に問題がないとはいえない。第一に、日本の企業部門の問題は、企業の開廃業率が低く、産業全体の新陳代謝が停滞している点にあるが、この観点からベンチャー企業が活躍しやすい環境整備が急務である。つまり、全体として資金需要が乏しいとしても、成長性の高い新興企業などには資金を供給する必要がある。他方で、家計が現実的に保有できるリスク資産は上場株式や投資信託が中心であるため、これらのベンチャー企業に対する直接的な資金供給の担い手として期待するのは適切ではない。したがって、これらの企業の資金需要に対応すべき主体は家計ではなく、プライベート・エクイティ・ファンドやベンチャーファンドといったプレーヤーの役割であると整理するのが適当である¹¹。

第二に、そもそも企業が貯蓄超過の状態にあることが問題であるとの指摘もある。つまり、貯蓄を溜め込む企業は、最適な資源配分を通じて利潤最大化を目指すというあるべき企業行動とは逆行しているという見方である。ただ、これも先ほどと同様に、家計の資産選択の変更によって解決されるものではなく、株主や経営者によるガバナンスの強化によって解決されるべき問題である。なお、研究会では、近年の企業部門の貯蓄超過は2008年の国際金

¹¹ また、近年ではクラウドファンディングと呼ばれる家計が企業に対して資金供給を行う形態も登場している。このスキームは依然として黎明期にあるため、量的なインパクトも含めて厳密な評価は難しいものの、家計の資金と資金調達ニーズを直接結びつけるという意味では、一つの有効な手段になり得る。

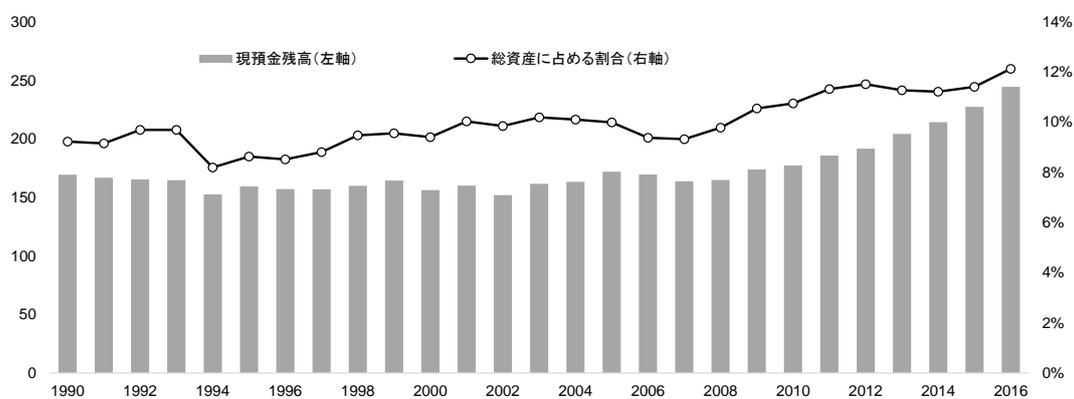
融危機時の教訓を踏まえて予備的貯蓄として保有されている色彩が強いため、こういった目的で貯蓄されている部分をガバナンスの欠如と批判することは適切でないとの指摘もあった。

図表 3-4 部門別の資金過不足の推移(単位:兆円)



出所) 日本銀行「資金循環統計」より NRI 作成

図表 3-5 民間非金融法人企業の現預金残高(単位:兆円)



出所) 内閣府「国民経済計算」より NRI 作成

第4節 議論の成果と今後の課題

本章では、いわゆる「貯蓄から投資へ」という政策の意義ないしは必要性を、家計・金融仲介・企業の各主体の立場から整理してきた。あくまで事務局側の認識ではあるが、研究会を通じた成果を一言でまとめるとすれば、「貯蓄から投資へ」によって、達成できること、できないことについて、かなりの程度で整理されたことにある。というのも、これまでは、この政策に対して好意的か批判的かに関わらず、その意味や意義が正確に理解された上でこの論調は残念ながら多いとはいえなかった。例えば、批判的な立場からは「ベンチャー投資等の大手金融機関でもとれないリスクを普通の個人に負わせるのは不適切」という主張がみられたし、逆に好意的な立場からは『貯蓄から投資へ』なくして経済活性化に不可欠なリスクマネー供給は実現しない」という主張が多かった¹²。確かに、「貯蓄から投資へ」とは個人がリスクを負うことでもあるし、また経済活性化にリスクマネーが必要なことも事実と思われるので、これらの全てが誤りとは言えない。しかし、本研究会で議論したように、家計・金融仲介・企業のそれぞれの立場からみた意義や限界などを踏まえると、既存の議論には論理が飛躍したものが多かったといわざるを得ない¹³。もちろん、本研究会での整理が唯一の「正解」とまでは言い切れないが、少なくとも一定の方向付けがなされたと言えるのではないだろうか。

その上で、本研究会を踏まえた今後の課題としては、仮に家計金融資産のシフトが起こった場合に、果たして日本全体の資金循環はどういう構造になるのか、いわば「あるべき全体像」を示すには至らなかった点であろう。たとえば、現在の個人預金約900兆円のうち、200兆円が銀行預金以外にシフトし、やや極端だがその大半が投資信託を通じて海外に投資されるところ。この場合、家計金融資産のうち、投資信託が約200兆円増加し、逆に銀行部門の負債に計上されている預貯金が200兆円近く減少することになる。ここまでは簡単だが、銀行部門において、負債が減少する見合いとして、資産側で何を減らすべきなのかという問題に直面する。そして、これは、銀行機能の本質に関わる点であるだけに、容易に答えを出すのが難しい。理論的なものも含めると、貸出を通じた金融仲介こそ銀行が本来果たすべき役割とする考え方と、これとは逆に銀行から金融仲介機能を分離し、決済機能に集中すべきとする考え方が存在する。しかし、いずれの資産を減らすにしても、資産の先には資金調達主体が存在するだけに、誰が銀行の代わりに有価証券の保有や貸出を担うべきなのかという問題が浮上する。

このように順序立てて考えていくと、銀行部門だけに留まらず、他の部門のあり方まで考えていく必要がある。さらに、そういった点を考えていく上では、政府の財政状況（基礎的

¹² 批判的な論調の例としては大垣（2012）、好意的な論調の例としては保志・神尾（2014）や泰松（2013）が挙げられる。

¹³ 研究会では特に、「リスクマネー」「エクイティ」「直接金融」、といった「似て非なる」用語が正確に定義されずに使われてしまうことが、混乱の原因でもあるのではないかという指摘が相次いだ。また、「貯蓄から投資へ」という政策スローガンそのもののわかりにくさなども原因になっている可能性も指摘されたが、この点については第4章で詳述する。

財政収支の規模や新規国債発行額等)、金融政策運営(政策手段の種類や規模)、民間企業の状況(調達手段別の資金需要)、経常収支の状況といった数多くの前提条件一つ一つに対して前提条件を示す必要が出てくる。こういった作業だけでも本研究会のスコープを大幅に超えてしまうため、本研究会では、「あるべき姿」を示す必要性は認識しつつも、今後の課題としたい。

第4章 なぜ日本では「貯蓄から投資へ」が進まなかったのか

本章では、「貯蓄から投資へ」の動きが、日本で定着しなかった理由を取り上げた上で、どのような対応の方向性が求められるかを議論する。第1節で関連する制度対応の経緯を簡単に振り返った後、日本で「貯蓄から投資へ」が定着しなかった要因を検討する。詳しくは第2節・3節で論じられるが、そこでの結論を先取りすると以下のように整理できる。

- ・ 長年の間、多くの家計にとっては家（自宅）を持つことの負担が大きいため、金融資産の運用を考える余裕がなかった。
- ・ 特にバブル崩壊前までは「土地」が最も有利な資産と見なされていたため、金融資産の運用資産としての位置づけが相対的に低かった。
- ・ 金利規制や公的年金をはじめとする各種の制度の下で、家計はインフレや老後資金についての心配をする必要がなかった。

つまり、やや長期的な視点で振り返ると、家計が預貯金を中心として金融資産を保有することは、実は一定の合理性を伴う選択だったといえることができる。ただ、この先も同じ選択を採り続けることは望ましくないことは前章でも議論した通りである。この意味でも、どのようにして家計の選択行動を変えていくかが問われることとなるが、この点に関する政策対応の方向性を第4節で議論される。

第1節 「貯蓄から投資へ」を促そうとする政策・制度の変遷と現状

「貯蓄から投資へ」の起源を辿ると、昭和30年代、岩戸景気の時代とみられる。「銀行さんさようなら、証券さんこんにちは」という民間発のスローガンの下、投信ブームが到来した。その後、昭和40年不況期にかけてトーンダウンした。

証券取引審議会の答申（1960年6月22日）などをみると、当時はオーバーボローイングの問題もあったため、企業の資本構成改善のためには個人による株式投資を奨励する必要があるとされた。この点、当時の政策当局は、決済インフラを担う銀行に対してリスクの高い資金供給を期待するのは適切ではないと認識していた様子が窺える。

しかしながら、この時期は家計貯蓄を郵便貯金や銀行預金に誘導する政策が柱であり、株式投資を奨励するような具体的な政策はあまりなかった。実際に、「少額『貯蓄』非課税制度」（いわゆる「マル優」）は導入されたが、これはあくまで投資ではなく「貯蓄」を奨励する制度であった。

その後、1990年代に入り、銀行・証券の相互参入解禁をはじめ、「日本版・金融ビッグバン」の流れの中で投資信託の銀行窓販解禁や金融持株会社の解禁など規制緩和が進められた。さらに、1990年代末にかけて、銀行の不良債権問題による金融システム不安が深刻化していたが、「貯蓄から投資へ」という文言が政府の政策指針等に盛り込まれはじめたのは

丁度この頃である。この時期に導入された代表的な政策としては、1997年の株式取引手数料自由化、1998年の投信の銀行窓販解禁、2001年の確定拠出年金制度（日本版 401k）と上場投資信託（ETF）の導入、2003年の株式投資にかかる軽減税率の導入などである。

最近の政策としては、NISA（少額投資非課税制度の愛称）と iDeCo（個人型確定拠出年金の愛称）が代表的である。NISA は、年間 120 万円を上限に、配当・分配金および運用益を非課税とする制度である。2014 年 1 月から開始され、10 年間の時限措置という位置づけである。また、メインの NISA とは別に、子ども向けの「ジュニア NISA」、積立投資に適した投資信託に投資するための「つみたて NISA」が追加されてきた。NISA とつみたて NISA はどちらかを選択する必要がある、併用はできない。

個人型確定拠出年金自体は、2001 年の制度導入時から存在していたが、一定の要件を満たした個人だけしか利用できない制度でもあった。2017 年 1 月施行の改正確定拠出年金法によって、それまで利用できなかった専業主婦や公務員、一部の会社員も利用できるようになり、20 歳以上の全ての人が個人型確定拠出年金を利用可能になった。

これらの制度の利用状況を見ると、2014 年 1 月からスタートした NISA は開始から 4 年が経過した 2017 年 12 月末時点で 1,099 万口座に達し、利用資格のある個人の約 10% が NISA 口座を保有している計算となる。一方で、2017 年末時点の利用残高は 7.7 兆円であり、口座の稼働率は約 50% 程度と低位に留まっている。iDeCo は、2017 年 1 月の新制度開始以降に加入者数は劇的に増加し、2017 年 8 月時点で 62 万人にまで達した。

これらの制度が抱える課題や改善の方向性については本章の最終節で検討することとし、次節・次々節においては、日本で「貯蓄から投資へ」が定着してこなかった理由について、やや長期的な視点から検討する。

図表 4-1 NISA と iDeCo の概要

対象者	NISA	つみたてNISA	iDeCo			
	20歳以上の居住者 ^{注1)}		自営業者	専業主婦	会社員	公務員
年間拠出上限額	120万円	40万円	81.6万円	27.6万円	14.4万円 ^{注2)}	14.4万円
非課税期間	最長5年	最長20年	制限なし			
投資可能商品	上場株式・株式投資信託	長期の積立・分散投資に適した投資信託	投資信託・保険商品・預貯金など			
途中引出し	なし		原則として60歳まで引出し不可			
税制上のメリット	運用益が非課税		掛金が全額所得控除 運用益が非課税 受給時の退職所得控除等			

注 1) NISA とつみたて NISA はどちらか一方のみ拠出可能。

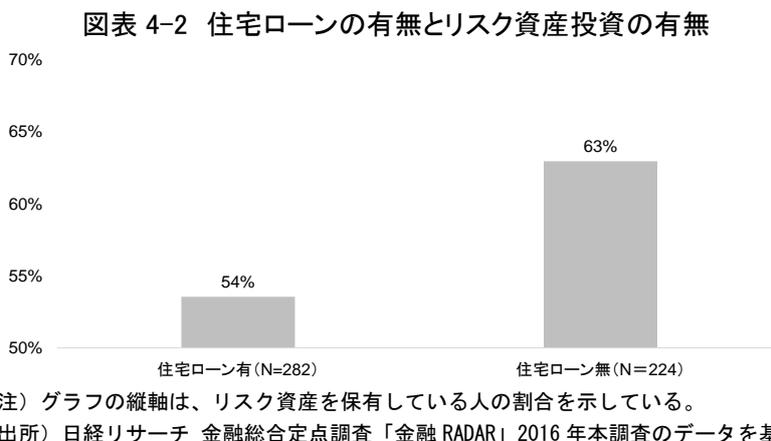
注 2) 企業年金等に加入していない場合、年間拠出額は 27.6 万円。企業年金等のうち企業型 DC のみに加入している場合、年間拠出額は 24 万円。

第2節 日本で定着しなかった理由① 住宅資産の存在

「国民経済計算」(内閣府)によれば、2016年末における家計部門が保有する住宅資産(土地と建物)は約1,000兆円であり、資産全体の約35%程度を占めている。このため、家計の金融資産選択は、住宅資産の投資・保有行動の影響を受けている可能性が高い。

「住宅・土地基本統計調査」(総務省)によれば、わが国の家計の持ち家率は60%を越えており、住宅保有の裾野は非常に広い。その一方で、日本の住宅市場に固有の課題としては、①建物部分の減価が早いため一定期間経過後に建物の価値がほぼゼロになる、②土地部分はかつてのように一方的な値上がりは期待できない、③中古市場が未整備のため流動性が低い、④住宅ローンはリコースローンのため家計にとっての負担感が大きい、といった点が挙げられる。

このため、家計にとっては住宅を購入するという意思決定自体が大きなリスクテイク行動になっているため、金融資産を通じてこれ以上のリスクテイクができないという可能性がある。実際に、金融総合定点調査「金融RADAR」のサーベイ調査結果を用いた分析では、住宅ローンを抱える人のほうがリスク資産を保有する人の割合が低い(図表4-2)¹⁴。



こういった仮説は、生活実感としても納得感があるが、実際にどこまで統計的な事実としてサポートできるのだろうか。住宅資産と金融資産の関係を分析した学術研究の成果を概観すると、まず、Iwaisako etc.(2018)では、居住用不動産と株式保有割合の關係に着目し、地価の上昇が株式保有割合を高める一方、住宅ローンの増加は株式保有割合を低下させることを示した。また、祝迫(2014)らは、特に住宅ローンを有する家計では、資産に占める住宅の割合が高いほど、株式保有確率が低いことを明らかにした。さらに、上坂(2017)も、

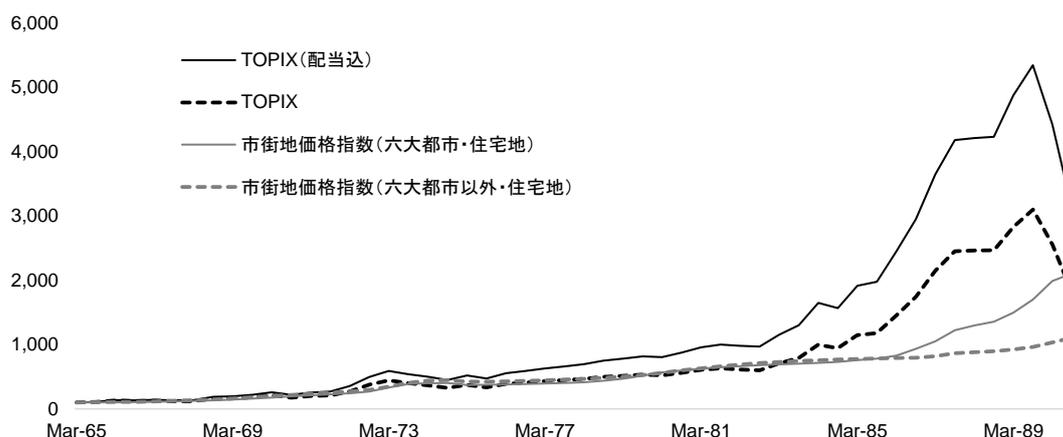
¹⁴ 金融総合定点調査「金融RADAR」は、株式会社日経リサーチが毎年実施している個人向けのアンケート調査である。調査対象は東京駅を中心に40km圏内に居住している世帯(回答者は個人)であり、今回使用した2016年調査におけるサンプル数は2,823人、東京都1,260人、埼玉県460人、千葉県479人、神奈川県593人、茨城県31人である。この調査では、年齢や職業などの基本属性に加え、金融資産の構成、住宅保有の有無、住宅ローンの有無、住宅購入計画の有無といった内容が調査されている。

住宅ローン負担が重い家計ほどリスク資産の保有を避ける傾向があるとし、将来住宅購入資金を借り入れる予定がある家計も同様の傾向を示すとした。これらの実証研究の分析結果は、住宅ローンの負担がリスク性の金融資産の保有を妨げていることを示唆している。

「土地神話」の存在

住宅資産を建物部分と土地部分に分けた場合、とりわけバブル崩壊前までの期間に土地が果たしてきた役割は重要である。「土地神話」という言葉に象徴されるように、バブル崩壊前までは地価は基本的には値上がりするものだという認識が強かった。実際に、株価と地価を単純に比較すると株式に投資をしたほうが有利だったように見えるが、リスク調整後の超過リターンを比較すると、確かに土地のほうが高かった（図表 4-3、4-4）。このため、少なくとも高度成長期からバブルが崩壊するまでの約 40 年間に於いて、家計にとっては土地保有こそが資産形成の主たる手段とみられており、このことも、金融資産の保有を通じた財産形成の促進を妨げていた可能性が高い。

図表 4-3 バブル崩壊前までの株価と地価の推移 (1965 年 3 月末=100)



注) サンプル期間：1965 年 3 月末～1990 年 9 月末。市街地価格指数の六大都市とは、東京区部、横浜、名古屋、大阪、神戸を指す。

出所) Bloomberg のデータを基に NRI 作成

図表 4-4 リスク調整後の超過リターン

株式		土地	
TOPIX(配当込)	TOPIX	市街地価格指数 (6 大都市圏・住宅地)	市街地価格指数 (6 大都市圏以外・住宅地)
0.54	0.42	0.95	0.76

注) リスク調整後リターンはサンプル期間内における超過リターンの平均値を同期間におけるリターンの標準偏差で除して計算。サンプル期間は図表 4-3 と同じ。超過リターンの計算に用いた無理リスク金利は定期預金金利を用いた。

出所) Bloomberg、日本銀行「経済統計年報」のデータを基に NRI 作成

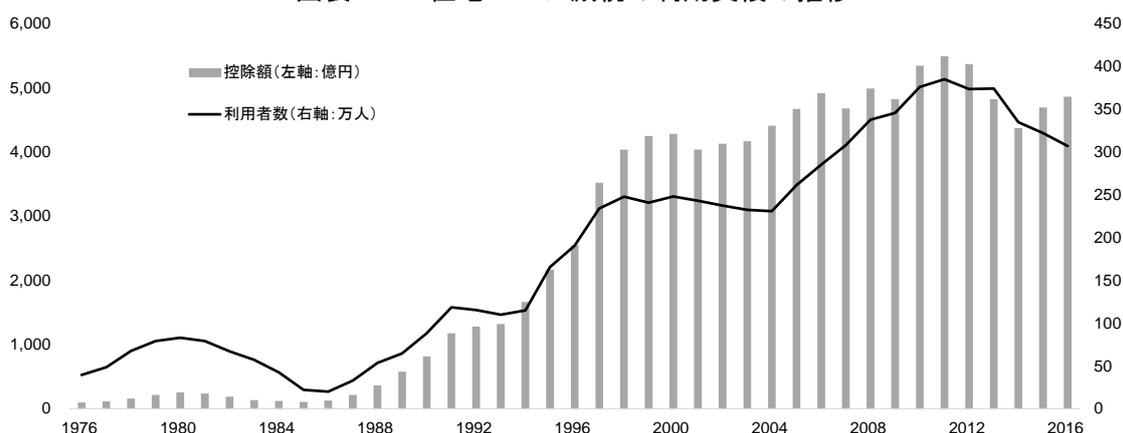
住宅政策が果たした役割

もちろん、住宅ローンを借りて住宅を保有することが、合理的な意思決定の結果であればなんら問題ではない。しかし、現在の家計による選択が、持家志向を過度に高める政策が採られた結果であるとしたら、家計による合理的な意思決定を歪めているという意味で望ましくない。この観点から本研究会において議論の対象になったのが、住宅政策である。わが国では長期に亘って持家を促進する政策が採られており、大きくわけて金融面と税制面の政策に分けられる。

金融面については、昭和 25 年に設立された政策金融機関の旧・住宅金融公庫（現在の住宅金融支援機構）が、長期・固定・低利の住宅ローンの供給を担ってきた。住宅不動産税制研究会（2008）によれば、旧住宅金融公庫を提供してきたローン金利は、平均すると市場金利対比で 2% 以上のスプレッドに相当する財政的な支援が住宅取得者に与えられており、金額換算では毎年数千億円程度、ピーク時には 1 兆 5 千億円にも達していたとされている。住宅金融公庫は 2007 年に住宅金融支援機構に改組され、原則として直接融資は行われておらず、フラット 35 に係る証券化業務が主たる業務となっており、財政負担として、同機構に対する交付金や補給金の形で予算措置が施されている。

税制面でも住宅取得を支援する施策が採られてきた。当初は購入した住宅の床面積に応じた税額控除が主だったが、1980 年代半ばからは住宅ローン残高の一定割合を税額控除する形式に変わった。いわゆる「住宅ローン減税」だが、日本の場合、1990 年代後半の緊急経済対策で大幅に拡充されて以降、短期の景気対策の「常連」として継続されてきたという経緯がある（図表 4-5）。

図表 4-5 住宅ローン減税の利用実績の推移



出所) 国税庁「民間給与実態統計調査結果」より NRI 作成

金融資産との比較では、相続税の評価額の違いも重要である。具体的には、株式等の金融資産の相続税を計算する際は時価が用いられるが、不動産の場合は時価の 8 割で評価される。また、小規模宅地等の特例が適用される場合は、課税額そのものが 8 割減額される。こ

のため、相続時の評価方法だけに焦点を充てると、不動産で保有するほうが税額の面で有利なのは明らかである¹⁵。

事実関係としては上記の通りであるが、これらの政策をどう評価するかについて研究会でも意見が若干分かれた。具体的には、持家促進政策はどの国においても重点分野に位置づけられているため、日本だけが突出して手厚い対応がとられているとはいえないとの意見が見られた一方で、本来は金融資産と住宅資産をあわせた「国民資産」の観点から、両者のバランスを考慮した税制措置が検討されるべきであるとの意見も見られた。

また、金融と住宅のバランスを検討する際、両者でどの程度の財政負担が生じているのかに関する情報が不十分といった根本的な問題もある。補助金や公共投資といった政府支出の場合は、支出規模がそのまま財政コストとして把握できるが、減税の場合には正確な財政コストの把握が困難なケースが多い。例えば、住宅ローン減税であれば、年間約5,000億円程度の財政コストだとわかるが、措置の内容が所得控除や運用益非課税といった場合には、正確な財政コストの把握は困難となる¹⁶。したがって、金融資産と住宅資産の財政負担の適正化という議論の前に、その前提となる情報を充実させることが、当面の大きな課題といえよう。

¹⁵ ここで取り上げた要因以外で家計の持家志向を後押ししたのものとしては、我が国では旧借地借家法の規制の下で、良質な賃貸住宅の供給が不足していたため、ファミリー層を中心に持家を選択せざるを得なかったという事情もある。

¹⁶ 財務省は、毎年度の税制改正のタイミングで主な措置による「増減収見込額」を公開している。だが、事務局が調査した限りでは、これらの見込み額の算定方法や前提条件、使用されたデータなどは公開されていない。

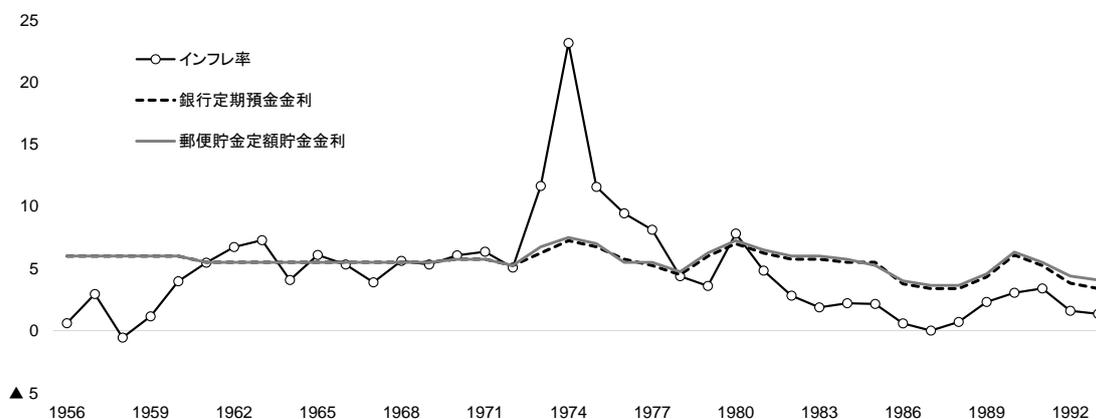
第3節 日本で定着しなかった理由② 金融制度や雇用慣行の面

なぜ日本において「貯蓄から投資へ」が進まないかについて、金融面の制度的な背景としては、財政投融资と金利規制の存在があった。財政投融资制度は、郵便貯金や簡易保険を「入口」として家計貯蓄を吸い上げ、政策上の重点分野に資金を配分する仕組みである。特に郵便貯金については、定額貯金と呼ばれる商品が存在し、ペナルティなしで途中解約ができるなど、銀行の定期預金にはないメリットが付されていた。

また、通常の銀行預金も、預金金利は長らく規制下におかれていたが、オイルショック等の特殊な時期を除けばインフレ率を上回る時期が多かった。金利規制は、「人為的低金利政策」と呼ばれたように、当時としては「金利を低く抑える」ことを目的とした制度であった。しかし、家計の立場から振り返ると、インフレ率対比で見ればプラスの実質金利が確保できていたといった評価も可能である（図表4-6）。

これらを整理すると、無リスクで相応の実質リターンが見込める運用機会が存在したこと、それらの運用機会に対して家計貯蓄を誘導する政策が採られていたこと、こういった状況が長期間に亘って継続されていたこと、といった点がポイントとなろう。家計としては預貯金で運用することが合理的あるいは自然な選択となり、敢えてリスクをとってまでリスク資産投資を行う必要性は感じにくかったといえる。

図表 4-6 金利規制の下での金利水準とインフレ率の推移（単位：％）



出所) 日本銀行「経済統計年報」、総務省「消費者物価指数」よりNRI作成

金融面の制度以外に、家計自身が老後資金のことを考える必要性を感じなかった要因としては、公的年金制度や日本企業の雇用慣行も影響している。

公的年金については、今でこそ、年金財政の持続可能性が問題視され、給付開始年齢が引き上げられたり、給付額が引き下げられたりしているが、これらの措置が本格的に採られるのは1994年のことである。逆に言えば、公的年金制度開始から50年近くの間は、年金財政の持続可能性に対する信頼感・安心感が高い状態が続いていたといえる。

日本企業の雇用慣行として、終身雇用を前提とする年功序列賃金が多く日本企業で採

用されていたことも、家計に資産形成の必要性を感じさせなかった一つの要因といえる。よく知られているように、年功序列賃金とは若手のうちは給料が安く、年齢を重ねるに連れて給料が上がっていく仕組みである。このため、会社勤めの労働者の多くは、将来給料が上昇することを期待するため、20代・30代の頃から資産形成に積極的ではなかった可能性が高い。さらに、多くの企業で退職一時金制度や確定給付型企业年金が整備されていたことも、企業が労働者に代わって老後資金の運用を担っていたといえる¹⁷。

第4節 求められる政策対応の方向性

これまでの議論を通じて、日本で「貯蓄から投資へ」が定着しなかった理由は、①日本の家計は住宅を取得するのに精一杯で金融資産の運用を考える余裕がなかった、②日本の家計は様々な制度的背景から金融資産の運用を自分自身で考える必要がなかった、と整理できる。こうしてみると、現在の家計による金融資産選択の意思決定は、戦後、長い時間をかけて根付いてきた生活習慣のようなものであり、簡単には是正できない性質の問題であるともいえる。これらの事実を踏まえた場合、どのような政策対応が求められるのだろうか。以下では、研究会での議論の結果を紹介しよう。

NISA と iDeCo の課題

まず、NISA が抱える課題の第一は、投資するタイミング、つまり「入口」での税メリットがない点である（iDeCo は拠出した金額が課税所得から控除される）。このため、既に投資に関心を持ち、投資を行っている層に対しては訴求するが、投資に関心がない人には訴求していない可能性が高い。第二に、NISA を福利厚生メニューに位置づけるなどして職場経由で普及させるのが有効ではないかと指摘は多いが、恒久制度ではないNISAは企業側からすると扱いにくいのが実状である。したがって、10年間の時限措置ではなく、恒久化させるほうが望ましい。NISAのモデルとなった英国ISA（Individual Savings Account）の制度も、当初は10年間の時限措置であったが、開始から7年後に政策効果の検証が実施され、制度の簡素化と恒久化が決定されたという経緯がある。2014年にスタートしたNISAも制度開始から今年で5年目である。英国に倣えば、これまでの政策効果の検証や、必要な制度改善を検討するタイミングが近づいてきているのかもしれない。

iDeCoについて指摘された点としては、既に恒久化や入口での税メリットが導入されているため、この点ではNISAよりも優れている一方で、積み立てた資金が老後まで引き出しできないのは不便であるとの指摘があった。現役世代には、住宅購入の頭金や子どもの教育費など、まとまった資金が必要になるタイミングが来る訳だが、その際の引き出しをある程度認められると、より使いやすくなる。米国のIRA（Individual Retirement Account）やシ

¹⁷ この他、ややエビデンスが弱くなるが、日本が相対的に所得や資産の面で格差が小さかったため、極端な富裕層が多額の資金を投資する構造になっていなかったことも、投資に向かう資金が少なく見えた一つの要因であるという指摘もあった。

ンガポールの CPF (Central Provident Fund) をはじめ、海外の類似制度では、一定のペナルティを課した上で中途引出しを認めるなど、ある程度の柔軟性を担保している国は多い。

政策全体に関わる視点

こういった個別の制度改善の余地はあるものの、より全体的な視点からは、次のような点が研究会では議論された。第一に、利用者からみた分かりやすさの重要性である。金融機関に勤める人は別として、税制や金融に関する諸制度を正確に理解することは、一般人にとってはハードルが高いと考えるべきだ。「ふるさと納税」は、税に関する制度にもかかわらず近年利用者が急増しているが、おそらく仕組みのわかりやすさによるところが大きい。このため、仕組みやメリットのわかりやすさという観点から、NISA や iDeCo といった既存の制度を見直すべき余地はあるのではないか。例えば、仕組みの面では大胆に簡素化する、NISA についても投資額の所得控除を認めるといった点が考えられよう。

第二に、金融リテラシーの重要性である。もしも市場に歪みがなければ、税制等によって家計による金融資産選択をある方向に誘導することは、家計の意思決定を歪めているという意味で望ましくない。しかし、日本の家計の場合は、金融リテラシーが不十分なために、金融機関や政府との間で情報の非対称性が大きくなっており、真つ当な意思決定ができていない可能性が高い。したがって、家計の金融リテラシーを高めていくことは、市場の歪みを是正するという意味でも極めて重要である。実際に、ある調査では、金融リテラシーの高い人ほどリスク資産の保有が大きいという結果が報告されている¹⁸。尤も、大学院を卒業した専門家でさえ日常の金融取引でミスを犯してしまうことを考えると、既存の金融や経済の教育体系では不十分な可能性は否定できない。このため、金融リテラシーの必要性は理解されるものの、どのような中身の教育が有効かといった具体論まで踏み込むと、現実的に難しい側面もある。

第三に、政策目標不在の問題である。過去 20 年を振り返れば、表現の変更はあるにせよ、「貯蓄から投資へ」という方向性自体はほぼ毎年政府や金融当局の政策指針に盛り込まれてきた。だが、その一方で、家計金融資産全体の構成を最終的にどのような形にもっていきたいのか、いわば「目指す姿」が定量的に示されたことはない。大きな政策目標がないため、毎年のように検討あるいは実施される施策が十分かどうかの評価もできない。尤も、前章でも言及したように、家計金融資産のあるべき姿を考えることは、他の主体も含めた金融全体の「最適構成」を考える必要が生じるため、決して簡単な作業ではない。それだけに、金融当局の課題として閉じるのではなく、マクロ経済政策の一つとして捉え直した上で、省庁横断・分野横断的な議論を喚起していく必要があると思われる。

¹⁸ 金融広報中央委員会(2016)より。

第5章 総括

冒頭でも触れたとおり、本研究会は発足段階から、ある特定の結論に対して合意形成を目指すのではなく、なるべく幅広い視点、特に金融業界に近い立場からは出てこない視点から多様な意見が示されることを意識してきた。いわば、様々な論点に対して発散気味に議論することを「是」とした訳であるが、結果的に毎回の会合は大変活発な議論が展開された。このため、本報告書はある特定の論点に対して具体的な解を提示したというよりも、むしろこれから何を突っ込んで検討していくべきかの視点出しの色彩が濃くなった。

その上で、本研究会においても議論の遡上に上ったものの、十分吟味するに至らなかった点があるとすれば、第一に、企業や政府も含めた経済全体の資金フローの動向を取り上げ切れなかった点が挙げられる。本研究会は、家計部門に焦点を充てていたため致し方ない面もあるが、本来であれば企業部門の貯蓄動向や、政府部門も含めた国内全体の資金フローまではカバーしたほうが望ましい。第二に、家計の金融資産選択に変化が生じ、「貯蓄から投資へ」が実現するとしたその先に、日本の金融構造全体がどのような絵姿になるのか（なるべきなのか）という点も、課題として残されている。本文でも触れたが、この作業自体は、金融政策の前提や財政状況をはじめ、様々な前提条件を吟味しながら慎重に検討されるべき課題であろう。一つ目に挙げた点も含めて、別の場に譲ることとしたい。

「貯蓄から投資へ」というテーマを、これまでのように個々の制度に着目するのではなく、もう少し大局的な視点から捉え直してみる。」当初、事務局の中でこうした漠然とした問題意識は持っていたものの、具体的にどう進めていくかは雲を掴むような状態だった。そのような始まりにも関わらず、本企画が一応の取り纏めにまで到達できたのは、ひとえに研究会メンバーの皆様に毎回活発に議論していただき、本報告書の取り纏めにおいても丁寧な助言を頂けたことによる。また、研究会の企画段階や会合の合間に、多くの方々から有益な助言を頂き、その一部は報告書にも反映させていただいた。紙幅の関係上、全ての方々のお名前を記載することは差し控えたいが、本企画に対してご協力を頂いた全ての皆様に改めて御礼を申しあげたい。もちろん、本報告書に残された誤りは全ての事務局の責任である。

本報告書がなるべく多くの政策当局、学識経験者、民間金融機関の方々に手にとっていただき、家計金融資産の問題を考える議論のたたき台として活用していただければ幸いである。

参考文献

- ・ 中里幸聖・佐川めぐり・中田理恵(2015)「超高齢化社会に向けた家計金融資産運用」『大和総研調査季報』(2015年夏季号 vol.19)
- ・ 宇南山卓・大野太郎(2017)「日本の世帯属性別貯蓄率の動向について」『RIETI Discussion Paper Series』
- ・ チャールズ・ユウジ・ホリオカ・新見陽子(2017)「日本の高齢者世帯の貯蓄行動に関する実証分析」『内閣府経済社会総合研究所 経済分析』第196号
- ・ みずほ総合研究所(2018)「高齢化社会と金融」『みずほ総合研究所 緊急レポート』(2018.1.31)
- ・ 日本銀行(2016)「経済・物価情勢の展望」(2016年4月)
- ・ 福原敏恭(2016)「日米家計のリスク資産保有に関する論点整理」『BOJ Reports & Research Papers』
- ・ 大垣尚司(2012)『49歳からのお金』日本経済新聞出版社
- ・ 保志泰・神尾篤史(2014)「リスクマネー供給構造の現状と課題」『大和総研調査季報』(2014年春季号 vol.14)
- ・ Tokuo Iwaisako, Arito Ono, Amane Saito, Hidenobu Tokuda(2018) "Disentangling the Effect of Home Ownership on Household Stock-holdings: Evidence from Japanese micro data" HIT-REFINED Working Paper Series No. 77, Institute of Economic Research, Hitotsubashi University
- ・ 祝迫得夫・小野有人・齋藤 周・徳田秀信(2014)「日本の家計のポートフォリオ選択：居住用不動産が株式保有に及ぼす影響」 HIT-REFINED Working Paper Series 17, Institute of Economic Research, Hitotsubashi University
- ・ 上坂豪(2017)「住宅ローン借入が家計の危険球資産投資に及ぼす影響」『証券経済研究』(第99号)
- ・ 住宅不動産税制研究会(2008)「これからの住宅取得支援税制のあり方を考える」不動産協会
- ・ 金融広報中央委員会 (2016)「「金融リテラシー調査」の結果」