

アベノミクスと家計資産

～「貯蓄から投資」の実現メカニズムを考える～

保志 泰／矢作 大祐

要 約

「アベノミクス」への期待から、家計の金融資産に変化の兆しが現れている。これまで「貯蓄から投資」が進まなかった背景には、「期待収益率の低迷」「所得環境の悪化」といった経済環境によるものや、「マイホーム志向」「終身雇用システム」といった社会構造によるものが挙げられる。

アベノミクスが目指す「デフレ脱却」や「民間活力の爆発」が実現するならば、これまでの環境は一変し、「貯蓄から投資」が進む可能性が高まるだろう。さらに、雇用制度改革や社会保障制度改革の動きが、家計に自助努力による資産形成を迫ることになる。

本稿では、特に「マイホーム志向」に関して検討を深めた。これまで、住宅ローン債務を抱える若年層にはリスク資産投資の余裕はなく、高齢層でも流動性の低い不動産の保有がネックになっていた。

これらを踏まえると、①若年層への資産承継を促進し、抱えてきた債務負担を軽減させること、②高齢層の保有する不動産の資金化を容易にすること——により過度の現預金志向を緩和させる必要があるだろう。

目 次

- 1章 アベノミクス期待のもと現れた家計金融資産の変化
- 2章 家計の金融資産選択が硬直していた背景
- 3章 「マイホーム志向」と金融資産選択
- 4章 「貯蓄から投資」の実現メカニズムの想定
- 5章 家計の金融行動に影響する重要なポイント
おわりに

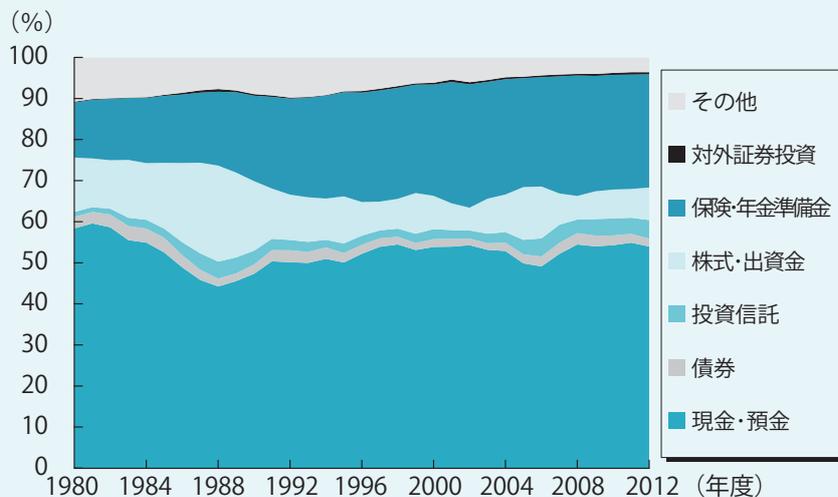
1章 アベノミクス期待のもと現れた家計金融資産の変化

日本の家計は、金融資産選択において安全志向が強く、バブル崩壊以降から現在に至るまで金融資産全体の中で現預金が5割前後を占めてきた(図

表1)。こうした中で「貯蓄から投資」へのシフトを進めるべきという問題意識が強まったものの、リスク資産への投資は遅々として進まなかった。

しかし、2012年秋以降に現れた「アベノミクス」に対する期待から、家計の金融資産にも変化の兆しが現れている。2013年3月末の家計金融

図表1 家計の金融資産構成



(注) 債券には、国債・財融債、地方債、政府関係機関債、金融債、事業債を含む
(出所) 日本銀行「資金循環統計」から大和総研作成

図表2 家計の金融資産の項目別増減 (2013年1～3月)



(注) 残高増減は前期比で価格変動を含めた数値。投資計は債券、投資信託、株式・出資金、対外証券投資の合計

(出所) 日本銀行「資金循環統計」から大和総研作成

資産は、残高ベースで5年半ぶりの高水準となり、その中で、「投資」（債券、株式、投資信託、対外証券投資）の金融資産に占める割合が14.9%と、2012年12月末の13.3%から上昇した。ただし、価格変動を除いたフローベースで見ると残高の増加は小さく、投資信託はフローベースで2兆円を超える資金投入となったものの、株式・出資金は微増にとどまった（図表2）。

アベノミクスは、まだ家計の金融資産選択行動に十分には響いていないと言えるだろう。特に、4月以降の相場の乱高下で再び萎縮した可能性もあり得る。しかし、その期待が全て吹き飛んだわけではないだろう。

本稿では、家計において「貯蓄から投資」が進まなかった背景を整理した上で、前向きに捉えた場合に、今後起こり得る変化を想定する。そして、その際に重要となるポイントを挙げておきたい。

2章 家計の金融資産選択が硬直していた背景

まずは、家計金融資産構成における「投資」の比率がこれまで長く低水準で硬直していた背景を整理しておきたい¹。

1. 家計を取り巻く環境変化によるもの

1) 期待収益率の低迷

日本の家計の資産選択動機として、かねてより「安全性」や「流動性（換金性）」の優先度が高いと考えられてきた。しかし、バブル崩壊後にリスク回避傾向が強まった最大の要因は、やはり株価

低迷による収益性の低下であろう。2000年代前半に収益性が高まる時期もあったが、リーマン・ショックによる株価急落と、その後の株価回復の鈍さは、投資家の期待収益率を著しく悪化させ、株式離れを加速させたと考えられる。株価低迷の長期化を背景に、投資による「成功体験」が不足し、投資家の期待感が高まりにくい状態に陥っていた可能性がある。

2) 所得環境の悪化

デフレが長期化し、家計の所得環境が悪化する中、家計の貯蓄において、予備的動機が強まっていたと考えられる。すなわち、賃金（所得）の伸び悩みや雇用不安が広がる中、将来の所得不安定化に備える貯蓄、言い換えれば、将来の必需的消費を支えるための貯蓄が志向されてきた可能性がある。そうした貯蓄は、安全性が優先され、リスク資産投資には振り向けられにくい。リスク資産投資は、現状および将来の生活について余裕がない状態では、増加を期待し難いのである。

3) 高齢化の進展

日本の老年（65歳以上）人口およびその比率は戦後一貫して上昇を続けており、直近では20%を超えている。この人口高齢化の中、家計金融資産も高齢世帯に偏在している。

一般的に、高齢者は金融資産選択において安全性を重視する傾向があるとされるが、アンケート調査の結果などからもそれが確認できる。相対的にリスクを許容できる中年・若年層の保有する金融資産の割合が少ないことが、家計全体としてのリ

1) 大和総研金融調査部「失われた20年～資本市場停滞の要因（全体版）過去20年のレビューと問題整理～活性化に向けた議論の土台として」（2012年11月7日）も参照のこと。

<http://www.dir.co.jp/research/report/capital-mkt/12110701capital-mkt.html>

スク選好度を低めている、という推論が成り立つ。

もっとも、現実の金融資産ポートフォリオは、むしろ高齢世帯層においてリスク資産割合が高まる傾向が確認される。これは、高齢世帯では保険や年金のウエイトが低下することに加え、一定以上の金融資産を保有する富裕層が、高齢世帯に偏っていることが背景として指摘できる。

2. 日本社会特有の構造によるもの

1) 富裕層の性質

一般に、保有金融資産総額が大きい富裕層において、リスク許容度が増し、リスク資産投資の割合も高まると考えられる。しかし、米国などと比べると、富裕層におけるリスク資産投資の割合は低いのが現状である。世界の典型的な富裕層をイメージすると、成功した事業家として、自社株式の割合が高いか、もしくはエンジェル投資家として、ベンチャー株投資家になっているケースも多いだろう。事業家や起業家は、リスク資産投資の特性を理解し、投資行動が身につけているものと考えられる。

近年の日本における富裕層のうち、事業リスクを熟知した事業家や起業家は必ずしも多くはないのではないだろうか。むしろ、相続や土地の売却などによって金融資産を得たために、事業リスクの理解が少ない富裕層も少なくないと考えられる。米国などと比較して企業経営者の報酬も低く抑えられていると言われ、いわゆるエリート階層であっても、金融資産の大きな割合をリスク資産投資に振り向けられるような高所得者は多くはないと考えられる。

2) 「マイホーム志向」

日本は古来、農耕民族であり、土地こそが資本

であった。政策においても土地を基軸とした考え方が根強くあったと思われる。このため、国民の中にも、土地（不動産）保有に対する特別な意識が強く、戦後のサラリーマン社会においても「いつかはマイホーム」を目指して邁進する姿が多く見られた。こうした意識に、高度成長期・インフレの中で土地価格が上昇を続けたことも加わり、1980年代までは、貯蓄をして購入した「マイホーム」自体が、高収益のリスク資産投資であった。その結果、金融資産におけるリスク資産投資への理解が深まらなかった可能性がある。

こうした「マイホーム」投資への偏重は、様々な後押しもあった。その一つは、相続時における宅地財産の評価システムである。そこには、金融資産と比べて優遇されている状況がある。また、金融機関の融資担保として、不動産は絶大な存在であり続けてきた。企業を興すときも、経営者個人の保有不動産は強力な武器となったと考えられる。

これについては、次章で詳しく検討する。

3) 終身雇用システム

戦後日本の終身雇用システムは、高度成長期において非常に効果的に機能した。従業員は不安を抱えることなく、忠誠心を持ったサラリーマン社会が醸成された。このシステムにおいては、定年退職時の退職金支給が、貯蓄形成において大きなイベントとなった。定年までは十分な貯蓄を行えない、もしくはマイホームの借金を抱えていたとしても、退職金によって、大幅に貯蓄が増える、もしくは借金が完済できる、というのが一般的なライフスタイルとして形成されたのである。ある意味、従業員は毎年の報酬から一定部分を会社に投資し、退職時にまとめてもらうようなものである。また、長く勤めれば、年功序列型に給料が増

えたため、高齢になればなるほど生活にも余裕が生まれて貯蓄も可能になるというパターンであった。さらに大企業では、社内預金などの社内における貯蓄制度も充実していた。こうした中、特に社外で金融資産投資を行おうというインセンティブは働かず、金融資産投資に対する知識も希薄なままであった。

バブル崩壊以降、この終身雇用システムは変質した。しかし、個人は、自らが資産形成を行う習慣がなく、知識も形成されていない中で、急にリスク資産投資を増やすことはできなかつたと捉えられよう。

3. 預貯金偏向の背景

1) 金融知識（リテラシー）の欠如

日本人がリスク資産投資を行わない背景として、「知識が少ない」という要因も指摘される。リスクが高い商品に関して、知識がなければ、多額のカネを振り向けるなどできようはずがない。例えば、預金であれば、全くリスクがないわけではないものの、画一的な金融商品であり、必要な情報は多くは知らない。一方で、株式投資を考えると、そもそもどこで購入できるのか、手続きには何が必要かから始まって、個別株式であれば、その企業の情報も調べなければ分からない。加えて、投資収益を獲得した場合の税務申告手続きも知っておかなくてはならない。高齢者も多い高額金融資産保有層で、新たに多くの知識を身に付ける必要がある行為を広めることは容易ではないだろう。本来なら、若いときから実践を重ねて知識を蓄えるべき経済行動だと言えるが、前述したような社会的背景の中で、知識の蓄積なしに高齢になった人々が多いのではないかと推察される。

2) 預貯金誘導の歴史的背景

戦後日本の高度成長期時代には、産業発展を図るために、家計貯蓄を実物投資に振り向けるような政策を行った。その一つが郵便貯金で吸い上げた資金を財投融資に回す仕組みと、もうひとつは民間金融機関の預金で集めた資金を企業融資へと回す仕組み、さらに長期信用銀行を經由して長期資金を企業に回す仕組みである。こうした仕組みをうまく回すために、第一に「預貯金＝安全」を既成事実化させるような施策をとった。具体的には銀行業界において、後に護送船団方式と呼ばれる、破綻させない施策が挙げられる。もう一つは、「マル優」によるインセンティブである。今から振り返れば高金利の預金に与えられた非課税措置は、預貯金の奨励策として優れた機能を発揮したが、逆に、それが「投資」から個人を遠ざける機能を果たしたと言えるだろう。

3章 「マイホーム志向」と金融資産選択

本章では、土地・住宅（マイホーム）を含めた家計資産全体の視点から、「貯蓄から投資」が進まなかった背景を検討する。

家計は住宅を取得する際に、長期にわたる住宅ローン債務を抱える場合が多い。また、住宅の流動性の低さに加えて、バブル崩壊以降の地価低迷もあり、マイホームは持ちきりが前提となっている。結果的に家計は長期固定の資産・負債を両建てで抱えることになり、資産形成に大きな影響を与えていると考えられる。

1. 住宅ローンと若年層の家計資産

1) 若年層の住宅ローン利用の拡大

家計資産をより詳細に考察するために家計関連のマイクロデータ（「全国消費実態調査」²（以下、実態調査）、「家計調査」³、「家計の金融行動に関する世論調査」⁴（以下、世論調査））を中心に分析する。まず実態調査（2009年）ベースで家計資産全体の内訳を見た場合、資産に占める土地・住宅の割合は約7割に上る。この割合が高い背景としては、家計のマイホーム志向が挙げられる。「土地問題に関する国民の意識調査」⁵によれば、一貫して家計の8割が持ち家（土地・住宅の両方を保有）を希望している。つまり、家計資産において土地・住宅は大きな存在であるといえる。

家計においては、将来のマイホームの購入に備えて貯蓄をする世帯が多いだろう。しかしながら、世論調査において、金融資産保有の目的として、「病気や不時の災害への備え」「老後の生活資金」「子どもの教育資金」の割合が高く、「住宅の取得または増改築などの資金」の割合は高くない（図表4）。金融資産保有の目的について、挙げられた上位3項目を年齢別に見ると、20歳代において住宅購入や増改築が3番目に割合の高い目的で

あったものの、それ以外の世代では上位3項目に入ることはなかった（図表3）。この背景としては、バブル崩壊以降の住宅ローンの利用拡大が挙げられる。住宅購入資金に占める住宅ローンと自己資金の割合は1980年代に半々であったが、1990年以降は住宅ローンの方が高くなっている（2012年は住宅ローンが約6割）⁶。これは、バブル崩壊以降の市場金利の低下に伴い住宅ローン金利が低位安定的に推移したことや、住宅ローン減税などの政策が影響したと考えられる。1994年の住宅ローン金利の自由化を契機に、民間銀行は新しい住宅ローン商品を取り扱い始めた。例えば、短期プライムレート連動型（変動金利）の住宅ローンは、住宅金融公庫の基準金利（固定金利）を下

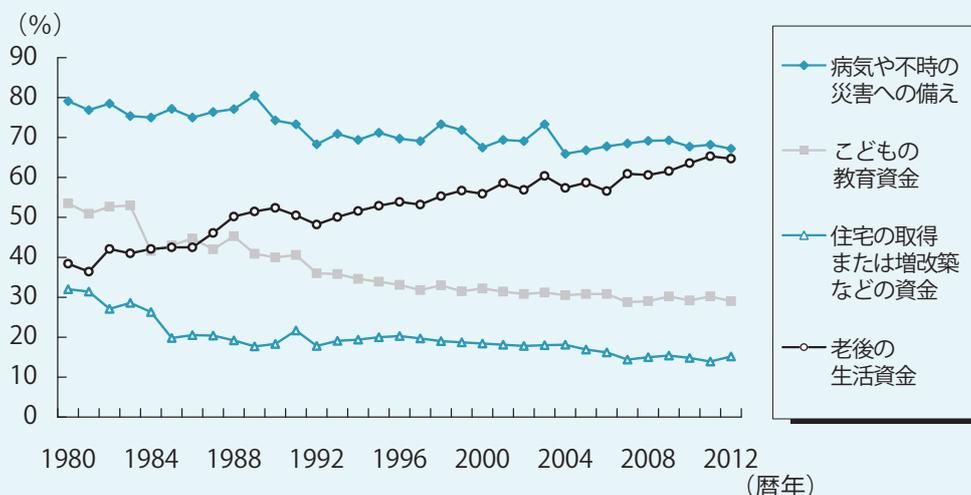
図表3 金融資産保有の目的（2012年）（単位：％）

	第1位	第2位	第3位
20歳代	子どもの教育資金	病気や不時の災害への備え	住宅の取得または増改築などの資金
	59.4	48.5	31.7
30歳代	子どもの教育資金	病気や不時の災害への備え	老後の生活資金
	63.7	53.0	28.2
40歳代	子どもの教育資金	病気や不時の災害への備え	老後の生活資金
	60.5	54.7	44.4
50歳代	病気や不時の災害への備え	老後の生活資金	子どもの教育資金
	62.0	61.1	27.5
60歳代	老後の生活資金	病気や不時の災害への備え	旅行、レジャーの資金
	75.8	70.1	13.0
70歳代	病気や不時の災害への備え	老後の生活資金	遺産として子孫に残す
	71.9	69.7	9.9

（注）2人以上の世帯で金融資産保有世帯が回答。その他の選択項目は捨象して作成。また、回答は複数選択が可能のため合計値が100にはならない
（出所）金融広報中央委員会「家計の金融行動に関する世論調査」から大和総研作成

- 2) 総務省「全国消費実態調査（1999年、2004年、2009年）」（2人以上、勤労者世帯）
3) 総務省「家計調査」（2人以上かつ勤労者世帯、2人以上かつ高齢者のいる世帯、2人以上かつ無職世帯）
4) 金融広報中央委員会「家計の金融行動に関する世論調査」（2人以上）
5) 国土交通省「土地問題に関する国民の意識調査」（平成23年度）を参照。
6) 金融広報中央委員会「家計の金融行動に関する世論調査」（2012年）

図表4 金融資産保有の目的



(注) 2人以上の世帯で金融資産保有世帯の回答。その他の選択項目は捨象して作成。
また、回答は複数選択が可能のため合計値が100にはならない
(出所) 金融広報中央委員会「家計の金融行動に関する世論調査」から大和総研作成

回る水準で推移してきた。また、銀行規制が世界的に強化される中、銀行に住宅ローンを促すインセンティブが与えられたことも影響した。具体的には、自己資本比率規制において分母に当たるリスクアセットは資産の種類ごとにリスクウェイトを乗じて計算されるが、住宅ローンは他の企業向け融資に比べてリスクウェイトが低いことから、自己資本比率の算定上有利になった。言い換えれば、貸し手である銀行、借り手である家計のどちらにおいても住宅ローン利用を拡大するインセンティブが働いたといえる⁷。

2) 住宅ローンがリスク資産保有を抑制

住宅ローン利用の拡大は、家計の住宅購入資

金の負担を平準化し、住宅購入の障壁を軽減したといえる。例えば、持ち家世帯の裾野を広げ、20～40歳代の持ち家の割合（贈与や相続ではなく自分自身で購入した住居）が上昇した。20歳代の持ち家比率は、1997年に8.5%だったが、2012年には16.8%となった。30歳代の持ち家比率も1997年の29.8%から2012年には41.1%まで上昇した。しかし、住宅ローンの利用の拡大は、家計の債務負担の増加、長期化も同時に意味する。例えば、年間収入が減少してきた中で、対年収住宅ローン倍率は全体的に上昇しつつあるが、特に20～40歳代の上昇が大きい⁸。つまり、20～40歳代において、住宅ローン債務の負担が重くなっている。

7) 住宅ローンの変遷に関しては、独立行政法人住宅金融支援機構調査部編著『日米欧の住宅市場と住宅金融』金融財政事情研究会（2013年4月）を参考に作成。

8) 具体的には、実態調査（2人以上、勤労者世帯ベース）によると、2009年の対年収住宅ローン倍率は1999年比で20歳代が24%増、30歳代が33%増、40歳代が37%増となっている。他方で、50歳代は17%増、60歳代は8%減となっている。70歳以上は90%増となっているものの、金額の水準が他の年代よりも小さかったことから大きな伸び率となっている。また、家計調査（2012年、2人以上かつ全世帯、2人以上かつ勤労者世帯ベース）の対年収住宅ローン倍率は実態調査と同様に20～40歳代の上昇（2002年比）が顕著となっている。

若年層は高齢層よりもライフサイクルの中で運用期間が長くなるため、有価証券等のリスク資産の保有割合を高めることが可能であるとされている。実際に金融資産を選択する際に収益性を重視する若年層の割合は、他の年齢層に比べて大きい。ただし、上述のように若年層は住宅ローン債務を抱えるケースが多く、ネットベースの金融資産保有が少ないことから、予備的な動機を考えると、リスク資産の保有割合を高めることが難しい。特に20～30歳代は純貯蓄（貯蓄－負債）がマイナスとなっている状況下で、「こどもの教育資金」や「病気や不時の災害への備え」を目的とすることから、流動性の高い資産である預金を保有するインセンティブが働くと考えられよう（図表5）。40歳代以上になると純貯蓄はプラスになり、

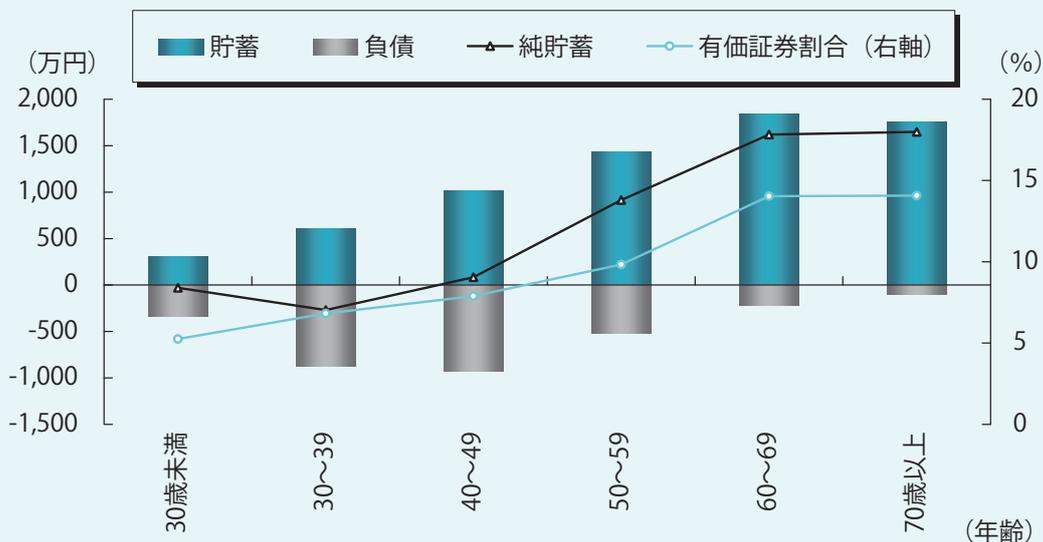
有価証券の保有割合も上昇する。また、40歳代以上になると金融資産保有の目的においても「老後の生活資金」が急上昇する。つまり、住宅ローン債務の負担が軽くなることで資金的な余裕ができ、さらには、「こどもの教育資金」の準備動機も後退する50歳代から、老後生活に向けた準備の一つとして資産形成が徐々に始まり、それとともに有価証券が家計資産に占める割合も上昇する形になっている。

2. 住宅の低流動性と高齢層の資産

1) 資産運用収入が少ない日本の高齢層

40歳代以降に老後の生活資金の準備のための資産形成が始まるとはいえ、家計資産に占めるリスク資産の割合は実際には高くない。家計資産内

図表5 世代別の家計の金融資産・負債残高（2009年）



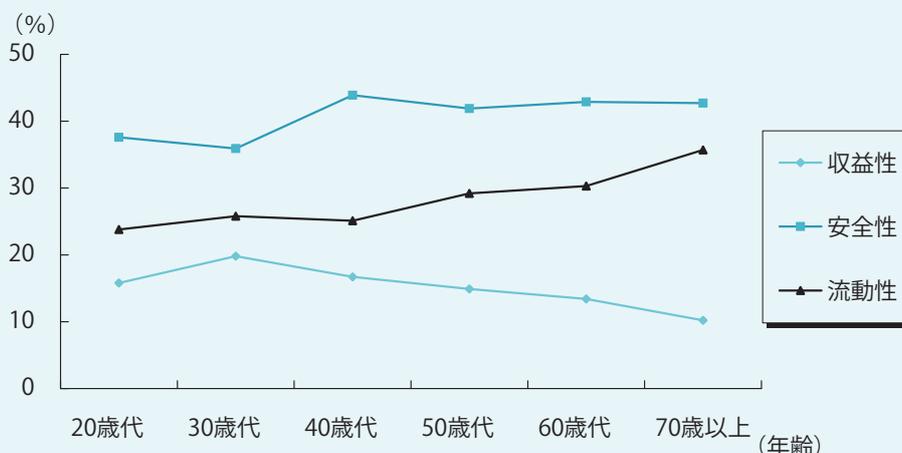
(注1) 2人以上、勤労者世帯。純資産ベース。純貯蓄は貯蓄から負債を差し引いて算出

(注2) 貯蓄は預金、有価証券、保険などを含む

(注3) 有価証券割合は有価証券が貯蓄に占める割合

(出所) 総務省「全国消費実態調査」から大和総研作成

図表6 金融商品の選択基準（2012年）



(注) 2人以上世帯で金融資産を保有していない世帯も含む。上記3つ以外の選択項目に関しては捨象して作成
 (出所) 金融広報中央委員会「家計の金融行動に関する世論調査」から大和総研作成

に有価証券が占める割合は60歳代にかけて最大となるが、ピークであっても1割強程度である⁹。40歳代以降であってもリスク資産投資の水準が低いのはなぜだろうか。

年齢が上昇するにしたがって安全性や流動性を重視する傾向が強まる（言い換えれば、相対的に安全資産である現預金割合を高める）というライフサイクル仮説を前提に考えれば、資金的な余裕が必ずしも投資に回るわけではないということも理解できよう。実際に、60歳代以降の家計収支の黒字率（可処分所得から消費支出を差し引いたものを可処分所得で割ったもの）はマイナス、つまり赤字であり、年金などの収入の不足分を金融資産の取り崩しで賄っている。金融資産を取り崩すことが確実であるならば、老後の生活資金とし

て金融資産を保有する場合、換金性の高い商品、現金や流動性預金を志向しやすいと言えよう。実際に、50歳代以降は、金融資産の選択基準として流動性（「現金に変えやすいから」「少額でも預け入れや引き出しが自由にできるから」）の重視度合いが高まり、一方で収益性の重視度合いが低下する（図表6）。この結果、金融資産に占めるリスク資産の割合が低いままとなり、資産運用によって得られた利益が家計収入に占める割合も小さくなっている。資産運用による収入の対可処分所得比は、世帯主が65歳以上の世帯（無職世帯）で2.1%にとどまっている¹⁰。

一方で、米国の高齢層世帯（65歳以上）を見ると、資産運用（土地や住宅といった不動産も含む）で得た収入が可処分所得に占める割合は6.3%

9) 実態調査（2009年、2人以上、勤労者世帯ベース）の純資産（実物資産のうち、住宅資産および一般耐久財について経過年数に応じて減価）で算出。また、家計調査（2012年、2人以上かつ全世帯、2人以上かつ勤労者世帯ベース）でも有価証券が貯蓄に占める割合は1割強となっている。

10) 家計調査（2人以上かつ高齢者のいる世帯ベース）。資産運用による収入とは家賃収入、財産収入、有価証券売却、財産売却を含む。また、可処分所得は実収入を非消費支出で差し引いたもの。

であり、日本の家計に比べて資産運用によって収入を得ようとする傾向がある¹¹。さらに、日本のデータは利子・配当収入に売却益も加えたものであるのに対し、米国では利子・配当収入のみである。売却益も含めれば、米国ではこれ以上に資産運用収入で賄っている割合が高いと言える。相対的に見れば、日本の家計は資産運用の活用度合いが低いと言えよう。

2) 流動性の低い土地・住宅

日本の高齢層の資産運用収入が少ない背景の一つとして、土地・住宅を用いた資産運用が進んでいないことが挙げられよう。日本の家計資産に占める土地・住宅の割合は7割を超えているが、米国の家計資産に占める実物資産の割合は6割程度である。米国のデータは自動車等の実物資産も含んでいるため、実態としては、これ以上の開きがあると考えられる。

土地・住宅を資産として有効活用できていない背景としては、中古住宅市場が小さいことが挙げられる。米国をはじめとする他の先進国では中古住宅市場が発達しており、賃貸や売却を通して不動産を運用、資金化することが可能であり、住宅ローン債務の軽減や老後生活の資金を捻出することが容易になる¹²。日本では、建物の減価が早いこと¹³に加え、地価が長期低落傾向にあったことも資産運用としてのマイホームの活用が進まな

かった要因の一つと捉えられる。バブル崩壊以降の日本において、マイホームの保有によって家計は実質的に含み損を抱えた状態にあったと言え、売却は損切りを意味するものであった。これらの要因を背景に、土地や住宅を有利な資産として捉える人の割合もバブル崩壊以降低下している¹⁴。家計は土地・住宅を持ちきりが前提の資産として認識せざるを得なかったと言える。

3) マイホームの不稼働化が高齢層の預金志向を助長

マイホームを収益資産として有効活用できていないことは、高齢層家計の現預金志向を助長している可能性がある。地価低迷によって資産価値が下落している土地・住宅をポートフォリオの中に入れていたため、価格変動リスクのある他のリスク資産を避け、安全資産である現預金のウエイトを高めている可能性である。また、マイホームの持ちきを前提として家計が資産構成を考えるとすれば、老後の生活資金における不足分は残りの金融資産の取り崩しに依存せざるを得ず、結果的に流動性の高い現預金を積み上げることとなる。預金を1年当たりの貯蓄取り崩し分で割ることによって、高齢層が家計収支の赤字に対して何倍の預金を保有しているかを計算すると、世帯主が65歳以上の世帯（無職世帯）で43倍（43年分）となっている¹⁵。世論調査によれば、金融資

11) 利子、配当等収入 (Interest, Dividends, Rental income, Other property income) を税引き後の所得 (Income after taxes) で割って算出。

12) 例えば、全住宅流通量に占める中古住宅流通戸数の割合を見ると、日本は13.5%と米国(90.3%)、英国(85.8%)、仏国(64.0%)といったほかの先進国に比べて低い(国土交通省「土地白書」(平成24年版))。

13) 中古住宅の流通促進・活用に関する研究会資料によると、戸建て住宅(建物)は20年で資産価値がほぼゼロになる。言い換えれば、30歳代で住宅を購入した場合、60歳代の定年までに住宅(建物)価値はほぼなくなると言える。

14) 国土交通省「土地問題に関する国民の意識調査」(2011年度版)によれば、1993年において約6割の人が土地を有利な資産として考えていたが、2011年には3割強まで低下した。

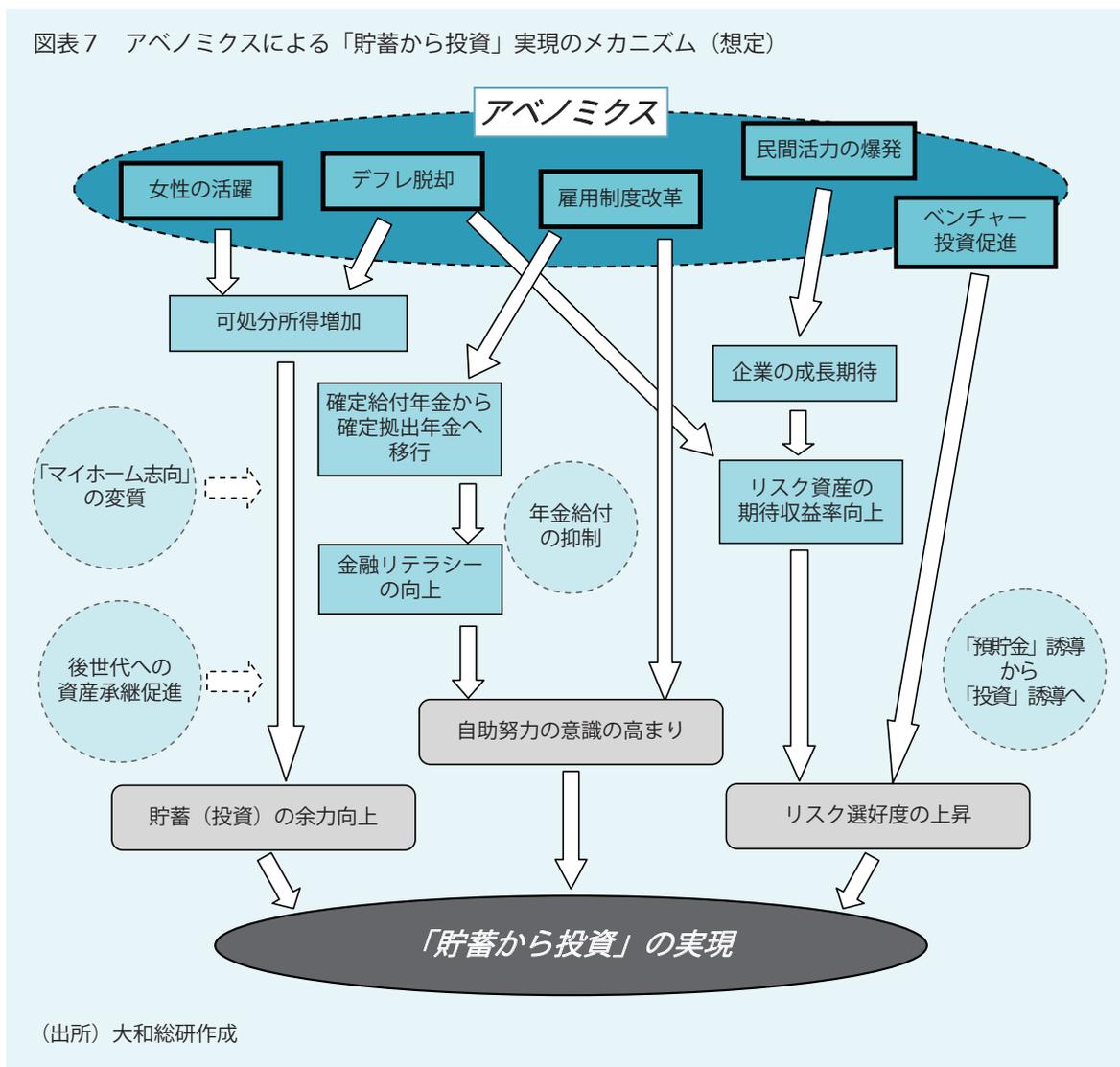
15) 家計調査(2人以上かつ高齢者のいる世帯ベース)

産保有の目的で「遺産として資産を残す」を選択した割合は20～50歳代では2～4%、60歳代で5.4%、70歳以上で9.9%と年齢が上がるにつれ高まるものの、「老後の生活資金」「病気や不時の災害への備え」が多数を占めていることを踏まえると遺産動機は強くないと考えられる。年齢の上昇に伴う予備的動機の高まりも考慮する必要があるものの、70歳以上の世帯が必要以上に預金を保有している可能性が指摘できよう。

4章 「貯蓄から投資」の実現メカニズムの想定

1章で述べたように、アベノミクスに対する期待から、家計の金融資産ポートフォリオに変化の兆しが現れている。今後、家計の金融資産選択において「貯蓄から投資」が実現するかどうかは、アベノミクスの成否次第とも言えるだろうが、仮に、それが実現するとしたならば、どのようなメ

図表7 アベノミクスによる「貯蓄から投資」実現のメカニズム（想定）



カニズムが考え得るのか、想定してみたい。

2章および3章で検討した様々な阻害要因を踏まえて、メカニズムの想定を「図表7」に示した。経路としては、①貯蓄（投資）の余力向上、②リスク選好度の上昇、③自助努力の意識の高まり—を通じて「貯蓄から投資」が実現するというシナリオとなる。

1. 貯蓄（投資）の余力向上

1) 所得環境の改善で中年・若年層が投資に向かう

2章で整理した中の「所得環境の悪化」という要因は、アベノミクスが目指す「賃金上昇」が実現すれば、大きく変わることになる。特に、その効果が及ぶのは、中年や若年の現役層である。その階層における、現時点の貯蓄額は決して多くはないものの、将来の年金受給に対する不安感などもあり、自助努力で貯蓄を拡大させる意向の強い層も少なくないと思われる。彼らが「少しでも」リスクを取った投資に踏み出すならば、社会的な潮流（ブーム）が生み出される可能性もあるだろう。

2) 女性の活躍で「貯蓄から投資」が進む？

アベノミクスの成長戦略の柱の一つとして「女性の活躍」が掲げられている。女性の労働参加率が高まり、特にフルタイムで働く女性が増えれば、世帯当たり所得の引き上げにつながり、家計の余裕度が増すことが想定される。その分消費を増やす世帯もあろうが、貯蓄に回して将来に備えようとする世帯も増えるのではないだろうか。「家計の金融行動に関する世論調査」（2011年）では、共働き世帯において、貯蓄目的として「こどもの教育資金」を挙げる向きが比較的多い。そして、

金融資産の選択基準としては「流動性」に対する志向が比較的高くなっている。もっとも、一方で「安全性」の優先度合いは若干低く、投資を嫌う傾向が特に強いわけではない。フィットする投資商品があれば、資金が振り向けられる潜在性はあるだろう。

3) 「マイホーム志向」の変質で、金融資産選択の余地拡大

アベノミクスにおいて直接的に触れられていることではないが、前章で詳しく述べた「マイホーム志向」が変質する可能性がある。

今後進むであろう人口減少の中、個人にとって「土地」や「住宅」は決して希少財とは言えなくなる。親世代から承継するケース（ないし金銭的な資産承継）も増え、「一戸建てマイホーム」取得は「夢」の時代ではなくなりつつある。その中で、働き盛りの30代、40代の時期に多額のローン返済を抱えるというライフスタイルが変化していく可能性がある。日本の不動産市場におけるREITの存在感の高まりもあり、住宅についても、より流動性が高まり、投資商品としての認知度も高まるだろう。また、住宅取得を人生最大の投資とみななくなれば、将来を見据えた自助努力型の資産形成が、おのずと追求されることになるだろう。

この分野の政策が金融資産選択に及ぼす影響は、非常に大きいと考える。

2. リスク選好度の上昇

1) 期待収益率の低迷脱却で「預金は損」との意識が醸成

デフレの中では、リスク資産の実現リターンが低迷し、元本確保型資産への投資が合理的な投資行動であった。今後、日本経済がデフレから脱却

し、「成長期待」を取り戻せば、各種リスク資産の期待収益率も高まり、リスクテイクを検討する向きも増えてくるだろう。アベノミクス期待だけでは、長期にわたったリターン低迷の中で定着した不信感が払拭されるとは思えない。数年かけて「成功体験」が積み重なることにより、“単に預金に置いておくと損”という感覚が社会の中で醸成されることになるだろう。

2) 富裕層はリスクテイクになるか？

事業家として資産を蓄積した富裕層が少ない中で、エンジェル投資家や積極的に企業投資を行う投資家が育たないという状況はすぐには変わらない。ただ、安倍政権が目指すように、ベンチャー企業の振興が進めば、そうした成功体験を持つ個人が増えてくる可能性はあるだろう。

マクロ的に捉えると、家計の投資比率が高まるには、多くの金融資産を保有する高齢者層がどれだけ動くかに大きく影響されることになる。高齢者層が急にリスク選好を高めるとは想定しづらいが、デフレから脱却し「預貯金では資産保全にならない」という認識が強まるならば、変化が起きることも想定し得るだろう。

ただ、現実的には、現在の高齢層によるリスク資産投資というよりも、後世代への資産承継が進む中で、変化が現れる可能性の方が大きいのではないだろうか。現状の若年層は、貯蓄（投資）をするほどの余裕がないが、ここまで述べてきたような形で、余力が現れてきた場合、投資（確定拠出年金等を経た間接的な投資を含む）を考え始める柔軟性は、高齢層よりは高いのではないだろうか。

3) 貯蓄（預貯金）誘導から投資誘導へ

かつての高度成長期を支えた銀行を中心とする

間接金融システムには、すでに限界が見えている。金融機関に集まる大量の預貯金は、十分には民間投資に活用されていない状況にある。安倍政権は「民間投資を喚起する」として様々な成長戦略を推進しようとしているが、それを実現するには、過去のような間接金融を中心とした発想から転換して、各個人が一定のリスクを取ることを促すことになるだろう。例えば、成長戦略の一つの柱である「ベンチャー企業支援」は、まさに個人によるリスクテイクの支援であり、広い意味では、様々な企業への投資も自ら行うような社会の姿が描かれることになるだろう。

3. 自助努力の意識の高まり

1) 雇用制度の変化で、自助努力による資産形成の機運が高まる

2章で、かつての終身雇用制度の定着と、それを前提とした貯蓄行動が、個人による投資を阻んできた背景を指摘した。しかし、2000年代に入り、終身雇用制度は事実上変質している。アベノミクスの成長戦略においても、「行き過ぎた雇用維持型から労働移動支援型への政策転換」と称して、個人の労働移動を促進させようとしている。こうした中、個人は退職金という勤め先内部での資産形成ではなく、自助努力で資産を形成する割合を増やさざるを得なくなる。また、企業側も負担軽減のために、確定給付型から確定拠出型の企業年金への移行を進めるところも増えると想定される。

2) 年金給付の抑制が家計に自助努力を迫る

今後も続く高齢化の中、公的年金制度を持続させていくために、支給開始年齢のさらなる引き上げなど、抑制策は強化に向かうだろう。デフレか

ら脱却して、物価が継続的に上昇する環境になれば、いわゆる「マクロ経済スライド」が適用されて、公的年金の実質的な支給額は減少することになる。家計は老後の生活資金を自助努力で準備する必要に迫られることは確実である。

3) 金融リテラシー向上の実現は？

投資余力の欠如というよりも、知識の欠如により投資行動が起きていない、という面に関しては、どのように克服されるであろうか。①「投資ブーム」が一種の社会的現象となり、“周囲が知識をつけるから”自分も知識を得ようという行動が起きる、②企業が確定給付型の企業年金から確定拠出年金への移行を進める過程で、企業による加入者への投資教育が本格化する、③将来の年金給付に対する不透明感・不安感から、自助努力型の投資活動の必要性への認識が高まる——などが考えられよう。

5章 家計の金融行動に影響する重要なポイント

前章で想定したメカニズムにより、「貯蓄から投資」が進むかどうかは、基本的にはアベノミクスの成否にかかっているわけだが、それ以外の重要な視点、とりわけ「マイホーム資産」の観点から二つのポイントを指摘したい。

1. 若年層への資産承継

現在の若年層にとって、老後生活の見通しは立ちにくい。社会保障給付を期待することは難しく、

自助努力型運用による資産形成を進めていくことが望まれる。自助努力型運用では預金だけでなくリスク資産も含めた資産形成が重要であると言える。しかし、金融資産へと振り分けることのできる資金自体が小さい若年層にとって、リスクは取りづらいのが実態であろう。

若年層に自助努力型運用を促すにあたっては、世代間の資産承継が一つの鍵となる。資産承継とは、すなわち相続・贈与を意味するが、相続税申告のデータを踏まえると、相続される資産の内訳は不動産の占める割合が高いと考えられる¹⁶。3章で指摘したように若年層によるリスク資産保有が進まない理由の一つとして、住宅ローン債務の負担の大きさがあることから、不動産の承継あるいは住宅購入資金の贈与によって若年層の債務負担が軽減されれば、金融資産運用の多様化の余地が出てくる可能性もあろう。

しかし、現状、相続や贈与による資産の移転は高齢層から若年層へというよりは、高齢層から高齢層へと向かう傾向がある（いわゆる、「老老相続」）。相続税申告における被相続人の年齢構成比の推移¹⁷（1988年、1998年、2010年）を見ると、年齢が上昇するにつれてシェアは高まる。高齢化の進展により、被相続人が80歳代である割合は1988年に38.9%だったが、2010年には65.6%となった。80歳代の親から相続を受けた場合、相続人である子どもは50歳代以上と考えられる。この場合、すでに住宅を保有しているケースも多いだろう。実際に現住居の敷地以外の宅地を保有している世代は50歳代以上が多く、取得経路は相続・贈与で取得したとする割合が高い（図表8、

16) 国税庁「国税庁統計年報（平成23年度版）」を参照。

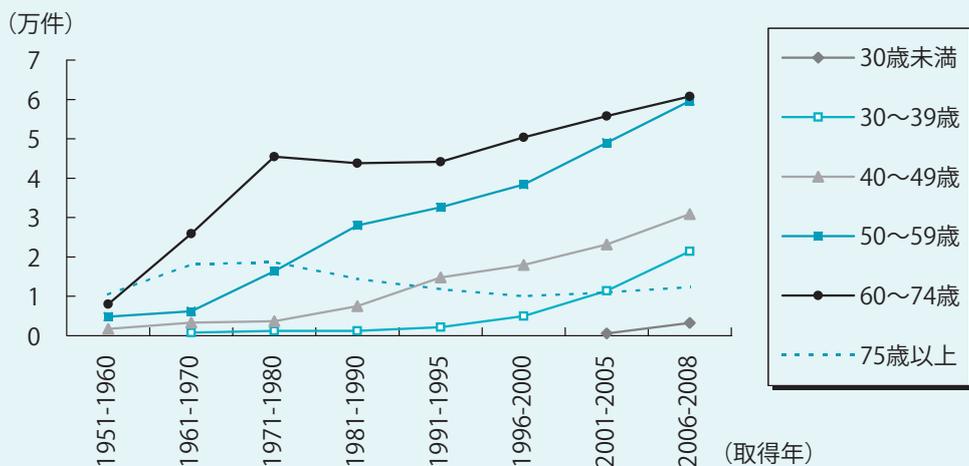
17) 税制調査会第5回会議（2012年11月9日開催）の資料を参照。

図表8 取得時期別・取得方法別「現住居の敷地以外」の所有割合



(注) 取得方法・時期が不詳のものも含む
(出所) 国土交通省「土地基本調査」から大和総研作成

図表9 年齢別・取得時期別「現住居の敷地以外」の所有件数



(注) 一年当たり換算値。家計を主に支えるものの年齢「不詳」を含む
(出所) 国土交通省「土地基本調査」から大和総研作成

図表9)。一般的には50歳代、60歳代の世帯は、居住目的で必ずしも広い住宅を必要としないと考えられる。つまり、子世代への資産承継が進んだとしても、結局は高齢層に資産が滞留してしまうことになる。本来、資産（あるいは債務の軽減）を必要としている孫世代等の若年層に移転す

るような政策が求められるのではないだろうか。

これまで相続において、不動産は相対的に優遇されてきた。マイホームの承継を進める施策として、今後も継続していくものと考えられるが、若年層の資産蓄積の視点で考えれば、不動産以外にも、若年層に対して長期性の金融資産が承継され

るような施策があってもよいだろう。例えば、若年層の相続に限った上で、株式など長期性資産について相続税評価の軽減を適用するのも一案である。

2. 土地・不動産の有効活用策

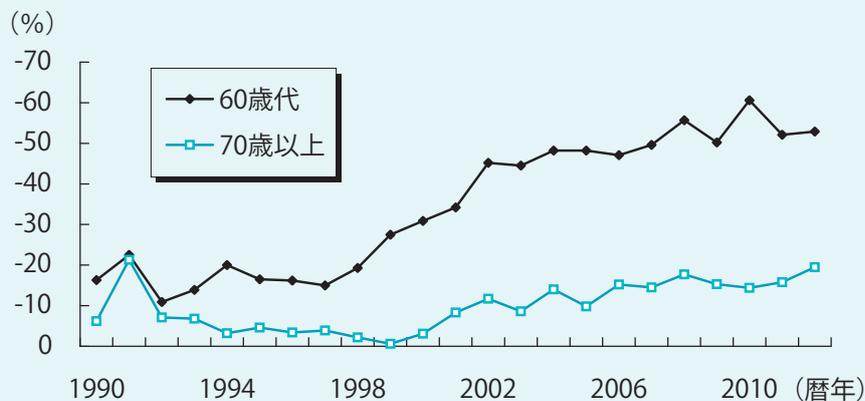
もう一つのポイントは、現に高齢層が保有する不動産の有効活用ないし資金化である。日本全体として、高齢化に伴って不稼働のマイホームが増えていると考えられ、有効活用ができれば、様々な問題解決の糸口にもなり得るだろう。その方策の一つが、中古住宅市場の一層の整備¹⁸であるが、高齢層にとっては、世帯規模の縮小に伴う住宅の広さのミスマッチ解消や、生活資金に対する不安の緩和につながる。一方で、若年層にとっては、「マ

イホーム志向」の変化につながり、将来の生活資金について、若い時代から自助努力を始めることが可能だ。

もう一つの方策はリバース・モーゲージである。住生活総合調査¹⁹（2008年）によると、高齢層の8割は現在の住居に住み続けたいと考えており、中古住宅市場が発展しても、住み替えを望まない高齢層世帯も少なくないだろう。だとすれば、居住したままリバース・モーゲージの活用によって資金化を促すことも重要ではないか²⁰。

家計調査によると、高齢層（無職世帯）の家計収支における黒字率は年々マイナス幅が拡大している（図表10）。言い換えれば、高齢層の預金の取り崩しは加速しており、土地・住宅を老後の生活資金として有効活用したいと考える高齢層は今

図表10 高齢層家計の黒字率



(注) 縦軸の黒字率は逆目盛。2人以上かつ無職世帯が回答。

1999年以前は農林漁家世帯を含まない

(出所) 総務省「家計調査」から大和総研作成

18) 例えば、中古住宅市場の活性化の取り組みに関しては、2012年の「中古住宅・リフォームトータルプラン」の策定、2012年の金融庁の官民ラウンドテーブル「高齢化社会と金融サービス」、国土交通省を中心とした「中古住宅の流通促進・活用に関する研究会」や「世代間資産移転の促進に関する検討会」において議論されている。具体的には、中古住宅流通の活性化、中古住宅やリフォームに関する情報提供の充実や中古住宅の質の向上のためのリフォームに対する支援策、中古住宅流通・リフォームの担い手の強化といった対策の必要性が示されている。

19) 国土交通省「住生活総合調査（2008年）」を参照。

20) リバース・モーゲージとは、高齢層が保有する土地や住宅を担保に融資を受けるが、融資利用者の死亡等による契約終了時に担保不動産を処分することで元利一括の返済を行う、という融資形態のことを指す。

後増加していくのではなかろうか。また、リバース・モーゲージの推進は若年層にとってもメリットがある。将来的に土地・住宅の資金化が容易になるとの予測が成り立てば、老後の生活資金準備のための金融資産選択に際しても、過度な安全性重視を避けることができよう。

リバース・モーゲージは一部の公的機関や金融機関が取り扱ってはいるものの、活用は進んでいないのが現状である。その背景としては、担保割れリスク（不動産価格の下落、金利上昇、長生きによる融資額の増加）や融資対象物件が限定されていること（戸建て住宅、円滑な不動産売買が可能な都市部の住宅が融資対象）、さらには利用者意識（遺産動機、認知度の低さ）といった点が挙げられる。省庁の検討会や研究会²¹においても、リバース・モーゲージの推進は政策課題として取り上げられているが、中古住宅市場整備の関連テーマの一つとして取り上げられていることが多い状況だ。

家計は土地・住宅という豊富な資産を有している。それは、家計自身による選択ともいえるが、相続・贈与時における土地・住宅の保有を優遇・推進する政策や、住宅ローン減税などの効果もあったと言えよう。土地・住宅から家計を解放し、自助努力型運用による資産形成を促進する様々な取り組みが今後不可欠となってくるだろう。

おわりに

アベノミクス期待で生まれた「貯蓄から投資」の兆しが、本稿で提示したような形で実現してい

くと考えるのは、やや楽観的過ぎるかもしれない。しかし、提示したシナリオに近づけることが、日本経済の成長性ないし持続性を高めると同時に、日本人の将来不安を軽減することにもつながろう。本稿では、不動産の観点について、やや掘り下げて論じたが、もっと直接的に「貯蓄から投資」を促す努力もしていく必要がある。例えば、2014年から始まる「NISA」（少額投資非課税制度）が高度に活用されるように促すことも重要だろう。

21) 例えば、金融庁の官民ラウンドテーブル「高齢化社会と金融サービス」や国土交通省の「中古住宅の流通促進・活用に関する研究会」では、国土交通省と金融庁が連携してリバース・モーゲージ等の普及に取り組むことが提起されている。

[著者]

保志 泰 (ほし やすし)



金融調査部長
担当は、金融・資本市場

矢作 大祐 (やさく だいすけ)



金融調査部兼経済調査部
研究員
担当は、金融・資本市場