

マル優・NISA 等の非課税制度が 家計金融資産に及ぼした影響の 長期分析

～家計の国債保有優遇策の検討に向けた政策的示唆～

金融調査部 是枝 俊悟／平石 隆太

要 約

金利と物価の上昇が続く中、家計のインフレヘッジ手段の確保や国債の安定消化の観点から、家計の国債保有優遇策の導入を求める声が強まっており、金融庁等も 2027 年度税制改正要望に掲げた。現下の状況を踏まえて、かつてのマル優等に類似する利子所得非課税制度への期待が寄せられている。本稿では、戦後日本の家計金融所得に対する課税の歴史を振り返り、1988 年 3 月までの非課税貯蓄制度や 2014 年以後の NISA が家計に与えた影響を分析し、今後の政策判断に向けた示唆を得る。

本稿の分析に基づくと、利子所得の非課税制度は、元本確保型金融商品の実質リターンがマイナスの時期に、家計の実質的な担税力に配慮した課税とする効果があるが、そもそもの利回りが低いと効果が小さい。今後、利子所得の非課税措置を設けるとしても、家計が金利リスクや信用リスクを取ってより高い利回りを志向できるようにする制度設計が望ましい。また、NISA を通じて家計に長期分散投資による資産形成が根付きつつあり、利子所得の非課税制度が NISA を通じた家計の株式等や投資信託への投資の妨げにならないように留意する必要があるだろう。

目 次

はじめに

- 1 章 金融所得の課税史と非課税制度の位置付け
- 2 章 非課税制度が家計の金融資産選択に及ぼした影響
- 3 章 非課税制度が家計の金融資産蓄積に及ぼした影響
- 4 章 政策的示唆

はじめに

金融庁および財務省は 2026 年 8 月 31 日に公表した 2027 年度税制改正要望において、「国債保有者層の多様化を通じた安定的な国債保有者層の構築と、個人投資家の資産形成ニーズへの対応¹⁾」の観点から家計の国債保有優遇策に関する税制の検討を要望した。

2024 年 8 月以後、日本銀行は国債の買入額を順次減額し、保有する国債残高を徐々に減少させ、金融政策の正常化を進めている。2026 年 9 月 1 日に、約 30 年ぶりに長期金利が 3 % を上回り、物価上昇も続く中、市場関係者からは、家計のインフレヘッジ手段の確保や国債の安定消化の観点から、家計の国債保有優遇策を求める声が上がっている。

野党からも、国民民主党が、2026 年 7 月 10 日に「国民の安定的な資産形成を一層促進する」ことおよび「国債の円滑な発行に資する」観点から、NISA の投資対象商品に国債を加えるとともに、NISA 口座内で保有する国債につき相続税を非課税とすることを政府に求める「国債 NISA 法案²⁾」を参議院に提出している。

利子所得を非課税とする制度としては、かつて、マル優等の非課税貯蓄制度が広く利用され、これらの残高が 300 兆円近くに達した実績がある（本稿では、マル優・特優、郵便貯金および財形貯蓄の非課税制度を総称して「マル優等」と呼ぶ）。このため、マル優等に類似する制度の創設に期待が寄せられている一方、NISA との関係に懸念も示されている。

本稿では、戦後日本における家計金融所得に対

する課税の歴史を振り返る。そして、1988 年 3 月までの対象者を限定しないマル優等の非課税貯蓄制度と 2014 年以後の NISA（両者を合わせて非課税制度と呼ぶ）が家計に与えた影響を分析し、過去と同様に金利が上昇し物価上昇が続く中で、今後の政策判断に向けた示唆を得る。

図表 0-1 は本稿の結論を先取りしたものである。

2014 ～ 2023 年の旧 NISA は家計全体の金融商品選択への影響は大きくなかったが、新規投資層を呼び込む効果があったと考えられ、つみたて NISA（2018 年～、2024 年以後は「つみたて投資枠」に継承）や新 NISA（2024 年～）の導入により、家計に長期分散投資による資産形成が根付きつつある。

マル優等が家計の金融商品選択にもたらした影響は大きくなかったと考えられる。一方で、元本確保型金融商品の物価を考慮した実質リターンがマイナスであった 1973 ～ 1980 年度に、課税を軽減する効果があった。

2017 年度以後も元本確保型金融商品の実質リターンはマイナスとなっており、利子所得の実質的な担税力に配慮する観点から利子の非課税制度は検討しうる。ただし、2023 年度に家計が元本確保型金融商品で得た税引き後の名目利回りは 0.04% にとどまっており、この水準では非課税措置による利回りの上昇幅は限定的である。仮に利子所得の非課税措置を設けるとしても、対象を、償還までの残存期間が一定以上ある公社債に限定するなど、元本確保型金融商品においても、家計が金利リスクや信用リスクを取ることでより高い利回りを志向できるようにすることが望ましい。

加えて、引き続き新 NISA を通じて家計に株

1) 財務省「令和 9 年度税制改正要望（金融庁）」

2) 正確には、「少額投資非課税制度における国債に係る所得に対する所得税の非課税に関する措置等に関する法律案」、引用は同法案第 1 条より。

図表 0-1 本稿のエグゼクティブサマリー

	株式市場	金利・物価	税制概要	家計金融資産 の変化	税制が金融資産選択 に及ぼした影響	税制が金融資産蓄積に 及ぼした影響
1970						
1980	安定成長期 (73~84)	オイルショック含む高 インフレ期 (70~80)	マル優等が広範 に利用でき預貯 金等の「平均税 率」が株式等より 低かった時期 (~88/3)	分析期間全体 を通じて下記の 構造は同じ ①現預金が家 計金融資産の 5~6割を占 める ②株式等と投 資信託の合計 残高の変化は ほぼ値動きに よるもので、 売買による寄 与は僅か	マル優等が金融商品 選択にもたらした影 響は大きくなかった と考えられる	73~80年度に元本確保型金 融商品の実質リターンがマイ ナスの時期にマル優等は課 税を軽減する効果があった
1990	バブル期 (85~89)	物価が安定 し、金利が 存在 (81~97)	株式譲渡益の源泉 分離課税や10% 税率などにより、 株式等の「平均税 率」が預貯金等を 下回っていた時期 (88/4~13/12)		長期低迷する株式市 場において、ロスを必 ずしも控除できない ために株式等の「実効 税率」は高く、資金が 株式等に向かわなか ったと考えられる	98~15年度ごろは金 融所得そのものが小さ く税制の影響も軽微と 考えられる
2000	バブル崩壊 後の株式市 場の長期低 迷期 (90~11)	デフレ、 ゼロ金利 の時期 (98~15)			旧NISAはマクロの金 融商品選択への影響 は大きくなかったが、 新規投資層を呼び込 む効果があったと考 えられる	
2010	第2次安倍 政権以後、 株式市場が 成長軌道に 戻った時期 (12~)	物価が上昇 軌道に戻 り、金融政 策正常化に 向かう時期 (16~)	旧NISA期 (14/1~23/12)		旧NISA期の家計の株式・投 資信託に占めるNISAの割合 は5%未満で、家計の金融リ ターン全体への影響は軽微	
2020			新NISA期 (24/1~)	つみたてNISA(18年)や新NISA(24年)の導入に より長期分散投資による資産形成が根付きつつある と考えられる		

政策的示唆

- ・ 利子の非課税制度は、元本確保型金融商品の実質リターンがマイナスの時期に課税を軽減する効果を持ちうる
- ・ ただし、仮に利子所得の非課税措置を設けるとしても、対象を償還までの残存期間が一年以上ある公社債に限定するなど、元本確保型金融商品においても、家計が金利リスクや信用リスクを取ることでより高い利回りを志向できるようにすることが望ましい
- ・ 引き続き、新NISAを通じて家計に株式等や投資信託への投資を促すことが望まれ、仮に、利子所得への非課税措置を設ける際も、新NISAを通じた家計の株式等や投資信託への投資の妨げにならないように留意する必要がある

(出所) 各種資料より大和総研作成

式等や投資信託への投資を促すことが望まれるため、利子所得への非課税措置を設ける際も新NISA を通じた家計の株式等や投資信託への投資の妨げにならないように留意する必要がある。

1章 金融所得の課税史と非課税制度の位置付け

21 世紀に入り、日本では金融所得課税の一体化に向けた取組みが進められた。2026 年現在、株式譲渡所得、配当所得、利子所得に対する税率は原則 20% (所得税 15%、住民税 5%)³ に統一

3) このほか、2013 年以後、復興特別所得税等が課税されているが、税率水準への影響が小さいため本稿では記載を割愛する。

されている。

もっとも、ここに至るまでの戦後の日本では、株式譲渡所得、配当所得、利子所得のそれぞれについて異なる税率や課税方式が設けられており、一定の金融商品から生じる所得を非課税とする制度が長期にわたり設けられていた。

本章では、戦後日本における金融所得の課税史と非課税制度の位置付けを整理する。

1. 株式譲渡所得課税

戦後、日本の税制は、シャープ勧告に沿って、主に所得税と法人税などの直接税を基幹に据えて整備された。シャープ勧告では株式譲渡益、配当、利子のいずれについても、他の所得と合算して総合課税を適用することが勧告されるなど、1950年前後は金融所得の総合課税化が志向されていた。しかし、所得捕捉の困難さや資本蓄積を求める政策上の要請を踏まえ、非課税措置や源泉分離課税など総合課税の原則を修正する制度が導入された。

株式譲渡所得は、1953年から1989年3月まで原則非課税とされ、有価証券の売却額に一定率の税率を乗じて算出する有価証券取引税が課されていた。

株式譲渡所得課税の転換点となったのは、1988年4月に取りまとめられた税制調査会の「税制改革についての中間答申」である。この答申では、「最近の証券市場の活況等を反映し、現行の有価証券譲渡益非課税制度が不公平な税制の象徴として取り上げられ、その是正を求める声が強い」とし、有価証券譲渡益を原則課税とする基本的な方向性につき意見の一致が見られた。

ただし、「一般の投資家は税務申告に精通しておらず申告分離課税の執行には困難が伴うと考えられること、源泉分離課税を選択することで納税事務を大きく簡素化できること⁴⁾」から、1989年4月から2002年末は、税率26%（所得税20%、住民税6%）の申告分離課税を原則としつつも、源泉分離課税も認める選択制となった。

源泉分離課税は、譲渡額の5%（1996年4月以降は5.25%）を利益とみなし、その利益の20%が税額として源泉徴収された。すなわち、税額は譲渡額の1%（1.05%）相当であった。なお、譲渡益に対する課税の導入後、有価証券取引税は段階的に税率が引き下げられ、1999年3月末で廃止された。

2003年に、証券会社等が譲渡所得の計算と源泉徴収事務を担うことで個人投資家の確定申告を不要とできる「特定口座」が設けられるとともに、源泉分離課税が廃止され、申告分離課税に一本化された。

その際、「将来の利子・配当・株式譲渡益に対する課税の一体化を視野に入れ、金融商品間の中立性の確保と課税の簡素化が重要な政策課題となっている⁵⁾」ことを踏まえ、株式譲渡益および配当に対する税率は、原則として利子所得と同様の20%（所得税15%、住民税5%）に揃えられた。ただし、「『貯蓄から投資へ』との現下の政策課題に対応し、個人投資家の積極的な市場参加を促す観点から」上場株式等の譲渡益および配当等に対しては10%（所得税7%、住民税3%）の税率が適用される特例が創設され、NISAが導入される前年の2013年末まで続いた。

4) 八塩（2014）p.289。

5) 自由民主党・公明党・保守党「平成15年度税制改正大綱」（2002年12月13日）。この段落において同じ。

2. 配当課税

シャープ勧告の考え方では、法人税は所得税の前取りとして位置付けられた。これを受けて1950年以降、法人税課税後の利益を原資とする配当は、個人の所得税計算の段階で他の所得と合算され、原則として総合課税の対象とされた。ただし、法人段階と個人段階での二重課税を調整するため、受取配当額の一定率を税額から差し引く「配当控除」も導入された。所得税率や配当控除率は累次の改正を経ているが、現在も総合課税を選択した配当には配当控除が適用される。

配当は原則総合課税の下、源泉徴収は「所得税の申告漏れを支払段階で捕捉する⁶⁾」という位置付けであった。だが、「一部申告不要制度（（筆者注：昭和）26年末、1人配当3,000円以下の場合は、個人別支払調書を作成しなくてよい）等がある申告状況のもとで、源泉徴収制度の復活は配当軽課の性格をもち、次第にその意味を強めて」いった。

1965年には、源泉分離選択課税と少額配当の確定申告不要制度が導入され、源泉徴収のみで課税が完結する範囲が拡大した。

配当所得・利子所得における源泉分離選択課税とは、納税者が配当や利子につき、一定の条件の下、源泉分離課税か総合課税かを選択できる制度である。

2003年4月以後、上場株式等（公募株式投信などを含む）の配当は金額にかかわらず申告不要が選択可能となった。以後、配当所得において総合課税が原則とされるのは、非上場株式、私募株式投信、上場会社の大口株主の場合などに限られている。

3. 利子課税

シャープ勧告を踏まえ、1950年に利子所得について総合課税に一本化された。その後、朝鮮戦争などに伴う国際情勢の変化を背景に、資本蓄積を促進する政策上の要請が強まった⁷⁾。1951年には源泉分離選択課税となり、1953年から1970年にかけては源泉分離課税が適用された（うち、1955～1957年は全額非課税であり、1953～1954年・1958～1966年は税率10%、1967年以後は税率15%であった）。

1971年から1988年3月は、普通預金等の利子については、通常の税率による源泉徴収だけで課税関係が完結した一方、定期預金等は源泉分離選択課税が導入された。

利子所得・配当所得ともに源泉分離選択課税が導入されていた1971年から1988年3月にかけて、通常の源泉徴収および源泉分離選択課税のいずれの税率も、利子所得と配当所得で同一に設定されていた。

マル優（少額貯蓄非課税制度）等が縮小・廃止された1988年4月に、預貯金等に係る利子所得に対する課税は、20%（所得税15%、住民税5%）の源泉分離課税に移行し、現在に至っている。

4. 非課税制度

1) マル優・特優

マル優（少額貯蓄非課税制度）の源流は、1941年から実施されていた国民貯蓄組合制度にある。組合が斡旋する一定の預金利子につき、所得税を非課税とする制度であった。当時は戦費調達を国民貯蓄で賄う趣旨であったが、戦後も経済

6) 資本市場研究会（1987）p.27。この段落において同じ。

7) 原（2009）を参照。

再建のための資本蓄積を目的として制度が存続した。当時は名寄せが困難であったこともあり、架空名義の利用などによって非課税制度を二重に享受する事例が散見され、問題視されていた。

1963年に国民貯蓄組合制度が廃止され、所得税法上の制度として、元本50万円までの預金利子を非課税とするマル優が創設された。1968年には、個人の保有拡大によって国債の安定消化を図る意図から、特別マル優（以下、特優）の源流となる「少額国債の利子非課税制度」が創設された。マル優の別枠として額面50万円までの国債の利子が非課税とされた。

以後、マル優と特優は非課税枠の拡大を伴って広く普及したが、やがて非課税枠の大きさによる課税ベースの浸食が問題視されるようになった。高度経済成長の終焉とともに福祉の充実が求められた1970年代は、赤字国債の累積による財政悪化が課題であった。1980年代前半、「増税なき財政再建」が志向される中、行財政改革の一環として不公平税制の是正が取り上げられ、利子・配当課税の改革が俎上に上った。

後述する郵便貯金、財形貯蓄を含めて、1974年以降の非課税貯蓄の合計は1人当たり1,400万円⁸であり、非課税貯蓄残高は個人貯蓄残高の約55%に達していた⁹。口座の分散や仮名預金による制度の不正利用も散見されるようになっていた。

このような状況下で構想されたのが、非課税貯蓄口座の名寄せを目的とした少額貯蓄等利用者カード（いわゆるグリーンカード）である。グリーンカードは、マル優等を利用しようとする者に交付され、金融機関や郵便局等がカードに基づいて

本人確認を行う仕組みであり、1980年の法改正により1984年からの施行が予定されていた。しかし、金融機関等が預金獲得のために不正を黙認するケースが横行していることが指摘され、世論としても預金の動きを捕捉されることへの拒否感が強まる中、次第にグリーンカードの見直し論が高まり、グリーンカードは導入されることなく廃止された¹⁰。

その後、非課税貯蓄制度は廃止論が高まっていった。いわゆる「前川レポート¹¹」でも内需主導型経済への転換を目指す一環として、貯蓄優遇税制の見直しに言及されている。

1988年4月から貯蓄優遇税制が抜本的に見直され、マル優および特優は原則として高齢者・障害者等の特定の者を対象とした、いわゆる「高齢者等非課税貯蓄制度」となった。

さらに、2002年度の税制改正により、2006年からマル優・特優は高齢者も対象外とし、いわゆる「障害者等非課税貯蓄制度」となり現在に至っている。政府税制調査会の「平成14年度の税制改正に関する答申」では、高齢者の生活資金の備えとしての意義に言及しつつも、高齢者世帯の平均貯蓄残高が勤労者世帯と比べて高水準にあることが示されていた。

2) 郵便貯金

郵便貯金非課税制度の歴史は古く、国民の零細貯蓄を集積する意図から1921年に創設された。郵便貯金は国民1人当たりの預入限度額（創設当初は2,000円）が定められる一方、その限度額の範囲内であることを前提に利子は全額非課税

8) マル優 300 万円、特優 300 万円、郵便貯金 300 万円、財形貯蓄 500 万円の合計である。

9) 税制調査会「税制調査会関係資料集」（1980 年 4 月）

10) グリーンカードの経緯については、田近・山重（2003）参照。

11) 正式名称は「国際協調のための経済構造調整研究会報告書」（1986 年 4 月 7 日）

図表1-1 金融所得に対する課税と非課税制度の変遷

暦年	課税方式			非課税制度			
	株式譲渡所得	配当所得	利子所得	マル優	郵便貯金	財形貯蓄	NISA
1950	総合課税	総合課税＋配当控除	総合課税		1921年より非課税		
1951	↓	↓	源泉分離選択課税の導入		↓		
1953	原則非課税とし有価証券取引税を導入	↓	源泉分離課税に移行				
1963	↓	↓	↓	マル優創設			
1965	↓	源泉分離選択課税・少額配当申告不要制度の導入	↓	↓			
1968	↓	↓	↓	特優創設			
1971	↓	↓	定期預金等は源泉分離選択課税に移行	↓		創設（一般財形のみ）	
1982	↓	↓	↓	↓		年金財形創設	
1988	↓	↓	源泉分離課税（税率20％）に一本化	対象を高齢者等に限定		一般財形の非課税枠撤廃・住宅財形創設	
1989	原則課税に転換し、源泉分離課税か申告分離課税の選択制に	↓	↓	↓	↓		
1999	有価証券取引税廃止	↓	↓	↓	↓		
2003	申告分離課税に一本化し、上場株式等は税率10％	上場株式配当等の申告不要制度導入、上場株式等は税率10％	↓	↓	↓		
2006	↓	↓	↓	対象を障害者等に限定			
2007	↓	↓	↓		実質廃止		
2014	非上場株式の配当等を除き税率が原則20％に一本化	↓	↓	↓			創設（旧NISA）
2018	↓	↓	↓	↓			つみたてNISA創設
2024	↓	↓	↓	↓			新NISAに改組

（注）暦年の途中で行われた改正もある。復興特別所得税等については記載を省略している。

（出所）各種資料より大和総研作成

とされた。その後、預入限度額は引き上げられ、1974年には300万円に達した。

1980年代には、前述のマル優縮小に併せて、郵便貯金非課税制度の見直しも議論された。郵政省等から反対意見が表明されたものの、マル優等と同様に、1988年から郵便貯金非課税制度を高齢者等に対する非課税貯蓄制度に改正することが決まった。郵便貯金の預入限度額と非課税枠が

分離し、預入限度額が500万円に引き上げられ、その内枠として高齢者等に300万円の非課税限度額が設けられた。一般の郵便貯金に係る利子は、所得税および住民税の源泉徴収の対象となった。

その後はマル優と同様の経緯をたどった。1994年に非課税枠が350万円に引き上げられたが、2006年からは高齢者が対象外とされた。

2006年時点では郵便貯金の非課税制度はマル

優とは別枠で存在し、障害者等の非課税枠はマル優と郵便貯金を合計して 700 万円であった。しかし、2007 年に郵政民営化によって株式会社ゆうちょ銀行が開業すると、ゆうちょ銀行への預入れは民間金融機関と同様の扱いとなり、非課税制度はマル優に統合された。マル優と別枠としての郵便貯金非課税制度は、郵政民営化によって実質的に廃止された。

3) 財形貯蓄

勤労者財産形成貯蓄制度（以下、財形貯蓄）は、事業主が勤労者の給与や賞与から天引きして積み立てる貯蓄制度である。積み立てた額は、銀行、証券会社、生命保険会社等の取扱金融機関に預け入れられ、預貯金や投資信託等となる。

現行の財形貯蓄は、一般財形貯蓄（一般財形）、財形年金貯蓄（年金財形）、財形住宅貯蓄（住宅財形）の 3 種類に分かれる。一般財形は貯蓄の目的を限定しない制度だが、現在は税制優遇が設けられていない。年金財形は在職中に積み立てた資金を 60 歳以後に年金として受け取る制度で、現在は元利合計 550 万円までは利子等が非課税となる。住宅財形は積み立てた資金を住宅取得資金として払い出す制度で、現在は元利合計 550 万円までは利子等が非課税となる¹²⁾。

歴史を振り返ると、財形貯蓄は勤労者の財産形成を促進する趣旨で 1971 年に創設された。当初は一般財形のみで、元本 100 万円までの利子等の受け取りに対して非課税枠が設けられ、1974 年に非課税枠が 500 万円に拡大された。

1982 年には老後資産形成に対応するために年

金財形が創設された。1988 年には、マル優縮小の議論に合わせて一般財形の非課税枠が撤廃されたが、同時に住宅財形が創設された。その後、1994 年に年金財形、住宅財形の非課税枠が 500 万円から現在の 550 万円に引き上げられた。1988 年以降は、大きく姿を変えることなく現在まで継続している。

4) NISA（少額投資非課税制度）

自由民主党・公明党の「平成 21 年度税制改正大綱」にて、上場株式等に対する 10% 軽減税率の廃止に対応した激変緩和の時限措置として設けることとされた、少額の上場株式等投資のための非課税措置が NISA¹³⁾ の原形である。その後、民主党中心の政権への交代と、自由民主党・公明党の政権復帰を経て、NISA の制度設計が成長戦略の観点から見直され、2013 年度税制改正にて 2014 年からの実施が決定された（本稿では、2023 年までの NISA を総称し「旧 NISA」と呼ぶ）¹⁴⁾。

旧 NISA 創設時の制度趣旨は、「家計の安定的な資産形成を支援するとともに、経済成長に必要な成長資金の供給を拡大し、デフレ脱却を後押しする¹⁵⁾」ものであった。

旧 NISA は、非課税口座内に受け入れた上場株式等の譲渡所得や配当等を新規投資から 5 年間非課税にするものであり、新規投資できる期間は 2014 ~ 2023 年の 10 年間とされた。年間投資枠は当初 100 万円（非課税で保有できる総額は 100 万円 × 5 年分で 500 万円）で、2016 年に 120 万円（総額は同 600 万円）に引き上げられた。

12) 財形年金と財形住宅を併用する場合は、合計で元利合計 550 万円が限度となる。

13) 「NISA」の愛称は 2013 年 4 月 30 日に定められ、それまでは「日本版 ISA」等と呼ばれていた。

14) 旧 NISA の成り立ちの詳細は、吉井・是枝（2014）を参照。

15) 財務省「平成 25 年度税制改正の解説」p.180

2018年には、「少額からの長期積立・分散投資を促進する¹⁶⁾」目的で「つみたてNISA」が開始された。つみたてNISAは、年間投資枠が40万円、非課税保有期間20年（総額は40万円×20年で800万円）とされ、対象商品は金融庁が定めた長期・分散投資に適した投資信託に限定された。ただし、一般NISA（それまでの旧NISA）との選択適用で、両者を併用することはできなかった。

2022年、岸田文雄内閣が「新しい資本主義のグランドデザイン及び実行計画」（2022年6月7日閣議決定）においてNISAの抜本的拡充を示し、「資産所得倍増プラン」（2022年11月28日に新しい資本主義実現会議が決定）では5年間でNISA口座数を当時の1,700万から3,400万へ倍増、NISA買付額を当時の28兆円から56兆円へ倍増させる目標が示された。これらを受けて、2023年度税制改正により2024年からNISAは抜本的に拡充された（本稿では、2024年以後のNISAを「新NISA」と呼ぶ）。

新NISAでは、新規投資できる期間を恒久化し、非課税で保有できる期間を無期限とした。旧NISAにおける一般NISAは成長投資枠、つみたてNISAはつみたて投資枠として整理され、併用できるようにした。成長投資枠の年間上限は240万円、つみたて投資枠の年間上限は120万円で合計360万円、非課税で保有できる総額も合計で1,800万円に大幅に拡充された¹⁷⁾。

5. 平均税率・実効税率の評価

金融所得には複数の課税制度と非課税制度が併存していたため、家計が得た金融所得に対してど

の程度課税が行われていたのかは、制度の変遷をたどるだけでは分らない。

関田（2005）は、1973年から2001年の期間について、非課税限度額超過分の資産も含めた家計全体が得る金融所得に対して適用される商品ごとの税率（本稿では、「平均税率」とする）を求めた。平均税率に基づき、「1988年のマル優制度改革以前は一般的に考えられているように、預貯金などのマル優制度対象資産が、株式などのマル優制度対象外資産よりも税制面で優遇されていたが、1988年改革以後、状況は一転し、マル優制度対象外資産の方が税制面で優遇されていることが明らかとなった」としている。

関田（2005）においては、株式譲渡所得につき、Iwamoto（1991）の手法にならい、想定利回りを固定した上で平均税率を求めているが、株式は必ずしもプラスのリターンを得られるわけではない。有価証券取引税はリターンがマイナスであっても課税され、税制上の株式譲渡所得の計算では、損失を利益から控除できないこともある。また、バブル崩壊後、2012年に第2次安倍政権が誕生するまで、株式市場は長期的に低迷していた。

是枝（2010）は、株式の保有期間を5年、各年のリターンを東証1部の加重平均年間収益率と仮定した。その上で、損失を控除できない場合があるという課税の非対称性を考慮して、課税前収益率からの課税後収益率の低下分を「実効税率」と定義した。この定義に基づき、1990年から2008年までに投資期間が終了した分について、実効税率を算出している。その結果、19の投資終了年のうち7つの年で課税前リターンがマイナ

16) 財務省「平成29年度税制改正の解説」p.104

17) このほか、未成年者を対象としたNISAとして、2016～2023年は「ジュニアNISA」への新規投資が可能であり、2026年度税制改正により2027年から「こどもNISA」の実施が決まっている。これらの詳細は、平石（2026）を参照。

スであったにもかかわらず課税が生じ、6つの年で実効税率が40%を上回っていた。

「平均税率」の分析に基づくと、1988年3月までの期間において、マル優制度などにより預貯金等が株式等より税制面で優遇されていたのは確かである。しかし、課税の非対称性を考慮した「実効税率」の分析に基づくと、1988年4月以後、少なくとも2012年に第2次安倍政権が誕生し株価が再び上昇傾向となるまでの期間において、株式等が預貯金等よりも税制上優遇されていたとはいえない。むしろ、株式市場が低迷している中で、

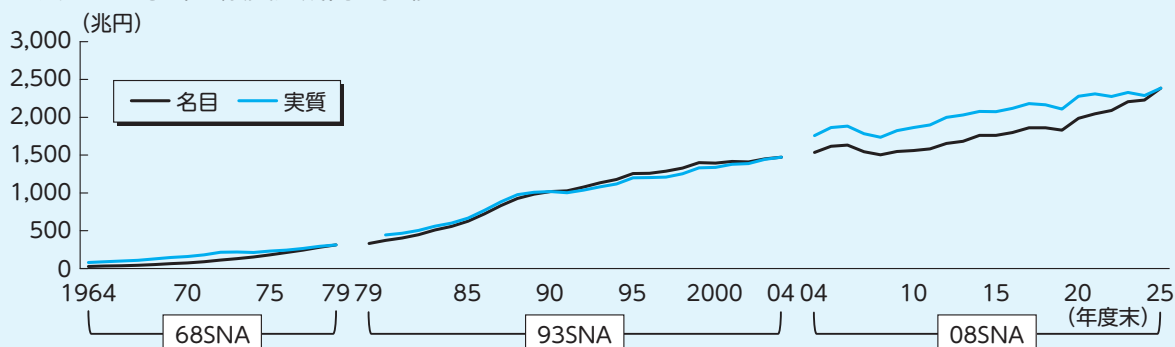
株式等の保有者は十分な担税力を持たないまま過重な負担を求められていたと考えられる。

2章 非課税制度が家計の金融資産選択に及ぼした影響

1. 家計金融資産総額の推移

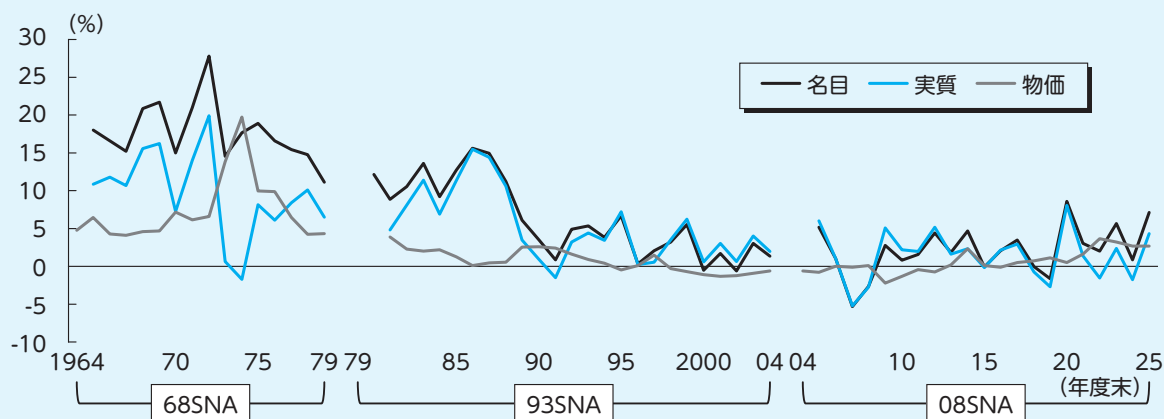
図表2-1・2-2は、1964年度以後の日本銀行による「資金循環統計」をもとに、家計金融資産の総額と伸び率の推移を示したものである。資金循環統計は、国民経済計算（SNA）の国際基準

図表 2-1 家計金融資産残高の推移



（注）68SNAは1979年度、93SNAは2004年度、08SNAは2025年度の家計最終消費支出デフレータをもとに実質化した。68SNAは1990年基準固定価格、他は連鎖価格である。
（出所）内閣府「国民経済計算」、日本銀行「資金循環統計」より大和総研作成

図表 2-2 家計金融資産伸び率（対前年度比）と物価の推移



（注）物価は家計最終消費支出デフレータによる（図表2-1と同様）。
（出所）内閣府「国民経済計算」、日本銀行「資金循環統計」より大和総研作成

の体系をもとに、68SNA、93SNA、08SNA ベースのものがある。基準改定に伴い、家計部門の定義¹⁸⁾や金融商品の範囲や残高の推計方法などが変更されているため、異なる体系の下での値との比較の際には留意が必要である。

名目の家計金融資産は、1964 年度から 1988 年度にかけて概ね年率 10% を超えるペースで増加していた。1989 年度から 1999 年度は概ね同 3 ～ 6 % 程度にペースを落とし、2000 年度から 2011 年度はマイナスの年度もあり、ほぼ横ばいで推移した。2012 年度以後は概ね同 3 ～ 6 % 程度の上昇ペースに戻った。

物価上昇率は、本稿では各 SNA の下での家計最終消費支出デフレーターを用いた¹⁹⁾。1960 ～ 1970 年代はオイルショック期を除くと概ね年率 4 ～ 7 % 程度で推移し、第 1 次オイルショックが影響した 1973 年度は 13.8%、1974 年度は 19.7% であった。1982 年度から 1994 年度は、同 0 ～ 3 % の範囲のプラスで推移した。1998 年度から 2020 年度までは、消費税率引上げが行われた 2014 ・ 2019 年度を除き同 1 % 未満で、マイナスの年度も多いデフレの時代であった。2021 年度以後は同 2 ～ 3 % 前後のプラスとなっている。

物価を割り引いた実質の家計金融資産の伸びは、1965 年度から 1988 年度はオイルショック期を除き、年率 5 ～ 20 % 程度であった。1989 年度から 1994 年度にかけては物価が若干のプラスであったため、実質の家計金融資産の伸びは名目よりやや低い水準であり、1991 年度は名目ではプラス (0.9%) だったが実質ではマイナス (-1.5%) となった。1995 年度から 2020 年度に

かけては、物価がほぼ上昇せず、名目と実質の差は小さかった。2021 年度以後は物価が上昇するようになり、実質の家計金融資産の伸びは名目よりやや低く、2022 ・ 2024 年度は名目ではプラスだが実質ではマイナスとなっている。

近年は、名目では 2020 年度から 2025 年度にかけて 20.0% 増加しているが、実質では 4.7% の増加にとどまっている。

2. 家計金融資産構成比の推移

図表 2-3 は、1964 年度以後の資金循環統計による家計金融資産の構成比の推移を示したものである。

図表 2-3 を見ると、1964 年度から 2025 年度までを通じて、家計金融資産の 50 ～ 60 % 程度を現預金が占めていたことが分かる。

信託は 1990 年代前半までは 4 ～ 6 % 程度を占めていたが、金利低下とともに低下し、2003 年度以後は 1 % 未満となっている。

保険・年金は、1970 年代までは 10 % 強にとどまっていたが、80 ～ 90 年代に上昇し、2000 年代には 30 % 程度を占めていた。2010 年代には若干低下し、2025 年度末では 24.5% となっている。

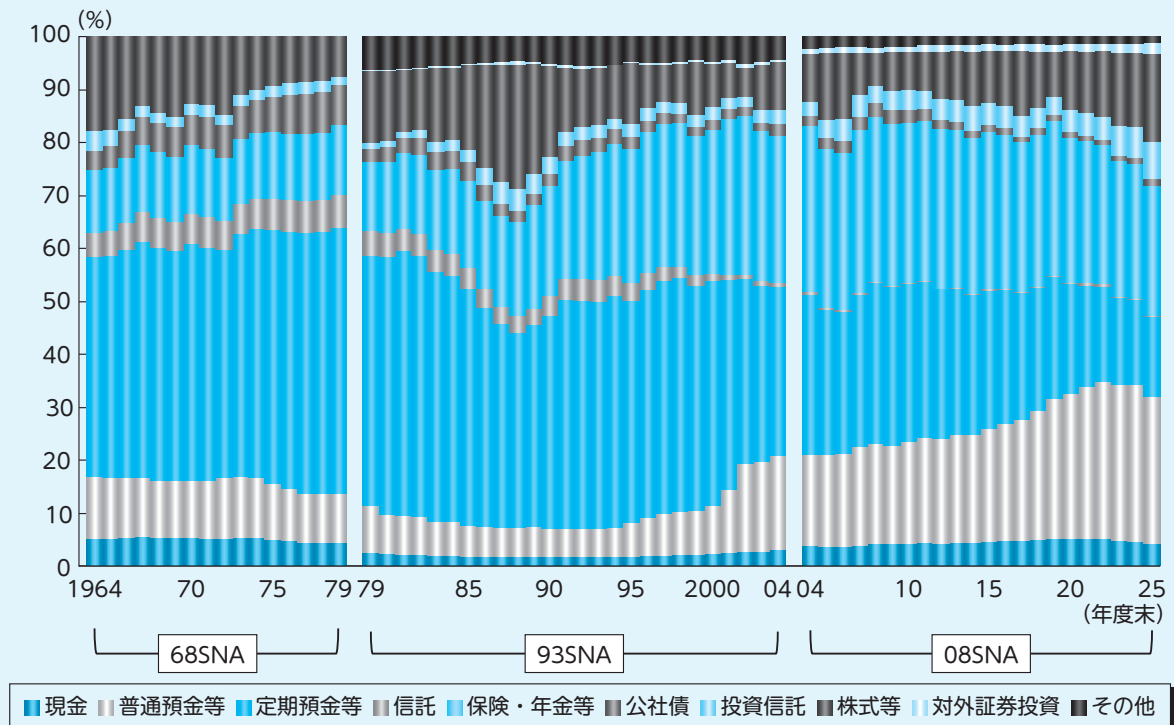
株式等²⁰⁾は、68SNA から 93SNA の改定時に非上場株式や特殊法人の株式・出資等がより広く捕捉されるようになり、データが断絶している点に留意が必要である。株式等を見ると、68SNA と 93SNA のいずれにおいても 1964 年度から 1982 年度にかけて低下傾向にあった。その後、1988 年度にかけて上昇傾向にあったが、バブル

18) 例えば、68SNA では「家計」部門が独立して集計されておらず、「家計」に健康保険組合、共済組合、非営利組織（宗教法人、学校法人、医療法人等）も含めて「個人」部門となっていた（日本銀行（1999）を参照）。本稿では 68SNA の「個人」も含め「家計」と呼ぶ。

19) 68SNA は固定基準方式（1990 年基準）、93SNA ・ 08SNA は連鎖基準方式を用いた。

20) 68SNA の「株式」、93SNA の「株式・出資金」、08SNA の「株式等」を本稿では「株式等」と呼ぶ。

図表 2-3 家計金融資産の構成比の推移



(出所) 日本銀行「資金循環統計」より大和総研作成

崩壊後の株式市場の低迷に伴い 1989 年度以後は低下傾向が続き、2002 年度にボトムの 5.5% となった。以後、株式市場の動向に合わせて上昇と低下を繰り返したが、2020 年度以後は 6 年度連続で上昇し、2025 年度は 16.7% となっている。

投資信託も、株式等と同様に株式市場の動向に合わせて上昇・低下している。1964 年度から 2004 年度にかけて概ね 2～3% 程度（ピークの 1988 年度でも 4.1%）にとどまっていた。2004 年度ごろからは増加傾向となり、2006 年度には 4.2% と初めてバブル期のピークを上回った。2025 年度は 6.9% となっている。

公社債は、68SNA までは「個人」部門に含まれていた非営利団体等が多く有していたこと、および 68SNA までは時価評価が行われていなかった

ため²¹⁾、68SNA と 93SNA でデータが断絶している点に留意が必要である。非営利団体等が除かれた 93SNA 以後では、公社債は最大でも 1985 年度の 3.5% にとどまっている。公社債は、金利の低下とともに低下傾向にあり、2021 年度にはボトムの 1.0% となったが、以後は金利上昇を受けて上昇傾向にあり、2025 年度は 1.3% となっている。

3. 株式・投信のフローと価格変動の分解

本章 1 節・2 節では家計金融資産の総額や構成比の推移を述べたが、このうち株式等と投資信託については、特に値動きの影響を大きく受ける。

そこで、家計が保有する株式等と投資信託の残

21) 日本銀行（1999）を参照。

高について、フロー（売買等）の寄与と値動きの寄与に分解したものが図表 2-4 である。

図表 2-4 を見ると、1964 年度から 2025 年度までの期間を通じて、株式等の残高増加分の大半が値動きによることが分かる。家計の株式等のフローは、1990 年代までわずかにプラス傾向（買い越し）であったが、2000 年度以後はマイナス傾向（売り越し）となっている。

一方、同様の期間で、投資信託の残高増加分の大半はフローのプラス（買い越し）でもたらされている。直近を除き、値動きは残高に大きな影響を及ぼしていない。これは、毎月分配型投資信託に代表されるように、投資信託の利益の多くが毎期の分配金として払い出され、基準価額があまり上昇しなかったためと考えられる²²。ただし、2018 年の「つみたて NISA」創設を契機に、分配金の支払いを抑えて複利運用を優先する投資信託が人気を集め、状況に変化が見られる。直近の 2020 年度から 2025 年度にかけて、投資信託は累計で 59 兆円値上がりしており、この間のフローのプラスである 44 兆円を上回っている。

株式等と投資信託の合計で見ると、フローは 1980 年代まではわずかながらプラス（買い越し）であったが、1990 年代から 2010 年代にかけては概ね均衡していた。2020 年度以後は若干のプラス（買い越し）傾向にある。ただし、その幅はわずかであり、残高変動の大半は値動きにより説明できる。

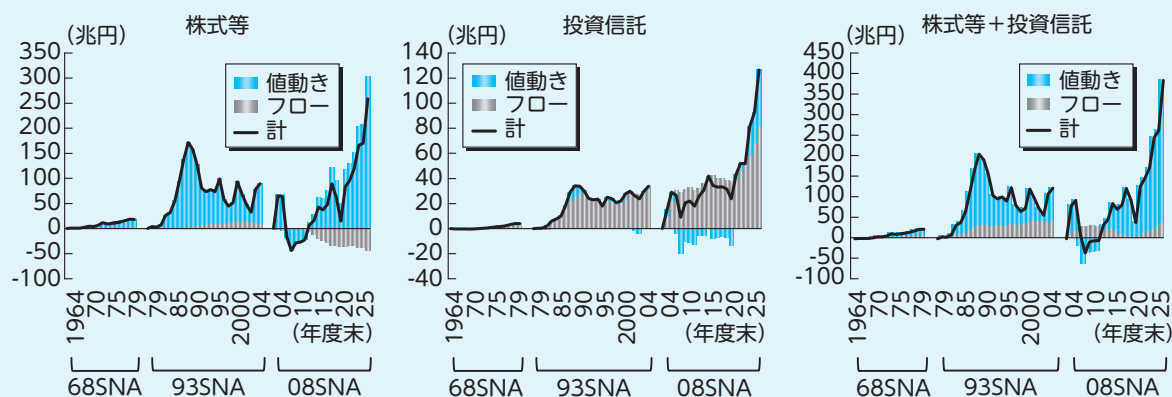
以上より、家計全体では、1964 年度以後、株式等と投資信託の合計で見ると、新規資金の投入分は少なく、残高の変化分の大半は値動きでもたらされたと説明できる。ただし、2000 年度ごろからは、家計は株式等を売り、投資信託を購入する動きがあり、家計の資産形成の比重が少しずつ株式等から投資信託にシフトしつつあることが分かる。

4. マル優等が金融資産選択に及ぼした影響

1 章 4 節で確認した通り、1988 年にマル優等が高齢者等に限定されるまで、非課税貯蓄は個人貯蓄残高のうち大きな割合を占めていた。

図表 2-5・2-6 は非課税貯蓄残高と、家計金融

図表 2-4 家計の株式等・投資信託の残高へのフローと値動きの寄与



(注) 68SNA は 1964 年度末差、93SNA は 1979 年度末差、08SNA は 2004 年度末差を示している。

(出所) 日本銀行「資金循環統計」より大和総研作成

22) 93SNA までは元本の払い戻しに相当する分配金がフローに計上されていなかったが、08SNA では元本の払い戻しはフローに計上されている。日本銀行（2016）を参照。

資産に占める割合の推移を示したものである。

図表 2-5 を見ると、マル優と郵便貯金を大半として堅調に残高が増加していたことが分かる。残高がピークとなった 1986 年度末には、マル優（銀行等と証券会社の合計）が 164 兆円、郵便貯金が 110 兆円、財形・特優も含めた合計が 292 兆円であった。

もっとも、過去の実証研究に基づく、非課税貯蓄制度が家計の金融商品選択に与えた影響は限定的であったと考えられる。

鈴木（2006）は、1988 年のマル優制度改正後の家計の金融資産選択について、日本郵政公社郵政総合研究所（旧郵政省郵政研究所）「家計と貯蓄に関する調査」の個票データをもとに DID 分析を行った。その結果、制度改正後も家計は資産に占める株式の割合を有意に高めてはいないことが示された。株式投信・公社債投信や一時払い養老保険の割合は有意に高めているものの、家計部門全体でみれば 0.1 ～ 0.8% 程度にとどまる。

家計金融資産に占める非課税貯蓄の割合を確認すると、マル優および郵便貯金が 150 万円から 300 万円、特優が 100 万円から 300 万円、財形貯蓄が 100 万円から 500 万円とそれぞれ拡充された 1974 年から数年間は、割合が上昇している（図表 2-6）が、1978 年頃からは上昇が止まっている。

これを踏まえると、非課税貯蓄制度の拡充によって貯蓄が促進されたのではなく、家計金融資産全

体が増加する中で預貯金も増加し、結果として非課税貯蓄の残高も増加したと考えるのが妥当だろう。

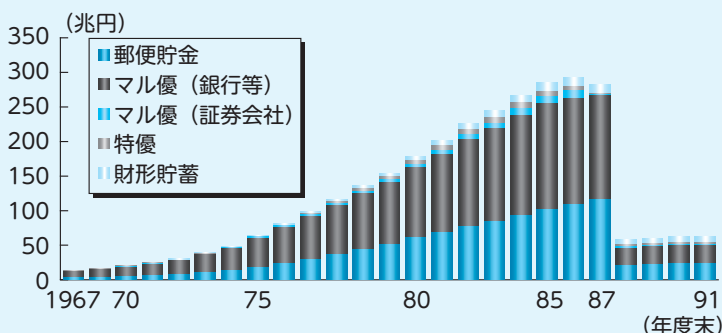
5. NISA が金融資産選択に及ぼした影響

旧 NISA が家計金融資産選択に及ぼした影響の実証研究として徳留（2020）がある。

徳留（2020）は金融広報中央委員会「家計の金融行動に関する世論調査」の「二人以上世帯」の 2014 年から 2019 年までの 6 年分の個票を用い、操作変数法と Heckman の二段階推定法を利用し、NISA が家計の資産形成行動に及ぼした影響につき分析した。

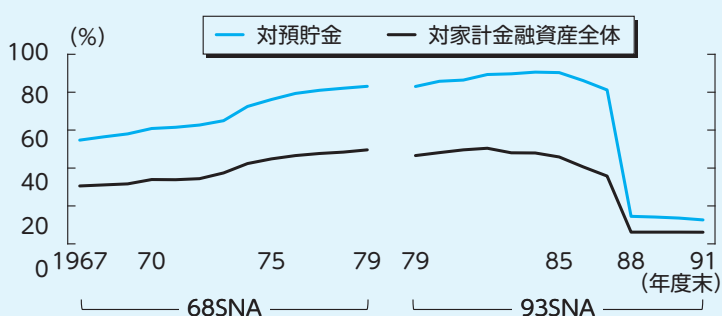
その結果、「NISA の利用は株式・投資信託の

図表 2-5 非課税貯蓄残高の推移



(注) 証券会社分（マル優・特優）は調査時期が異なり、翌年 6 月末分を年度末とみなして集計した（1968 年 6 月末分を 1967 年度末とみなした）。
(出所) 税制調査会「税制調査会資料集」、大蔵省「銀行局金融年報」「財政金融統計月報」、郵政省「郵政統計年報」、貯蓄増強中央委員会「貯蓄参考統計」、東京証券業協会「証券月報」等をもとに大和総研作成

図表 2-6 非課税貯蓄残高が家計金融資産に占める割合



(注) 非課税貯蓄残高の範囲および集計時期は図表 2-5 掲載と同様。
(出所) 内閣府「国民経済計算」、日本銀行「資金循環統計」より大和総研作成

保有確率に有意な影響を与えており、NISA は、これまで株式や投資信託を保有してこなかった家計に対し、株式と投資信託への保有を促進させる効果を持っているといえる」(p.286) 一方、「NISA の利用は株式・投資信託の構成比を有意に増加させておらず、NISA の効果は、元々多額の株式・投資信託を保有している家計にはそれほど大きな影響を及ぼしていないことが示唆される。この点については、NISA に年間拠出限度額があるという事実とも整合的である」(p.286) と述べている。

資金循環統計を確認す

ると、2014 年の NISA 導入後、家計金融資産に占める株式等や投資信託の割合は増加基調にある(前掲図表 2-3) が、前掲図表 2-4 で見た通り、その大半は値動きによってもたらされており、フローの買い越しによる寄与はわずかにとどまっている。

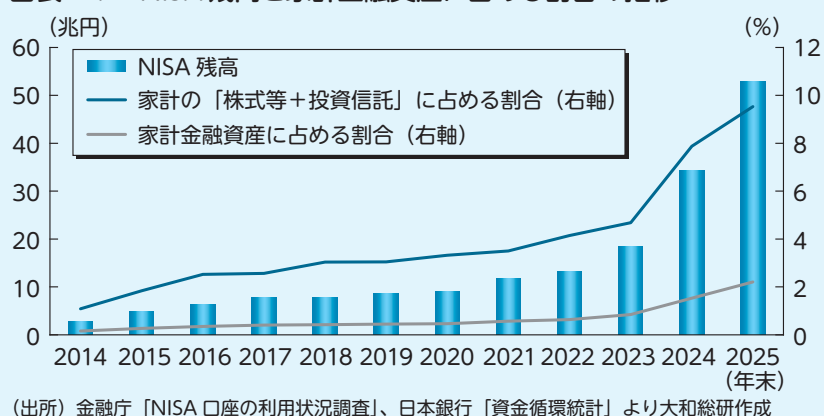
図表 2-7 は NISA の残高と家計金融資産に占める割合の推移である。2023 年末の時点では、NISA の残高は 18.4 兆円であり、家計金融資産の 0.8%、「株式等+投資信託」に対しても 4.7%にとどまっていた。家計全体で考えれば、制度開始前から保有してい

た株式等や投資信託のごく一部を NISA に入れ替えるだけで足りたと考えられる²³⁾。

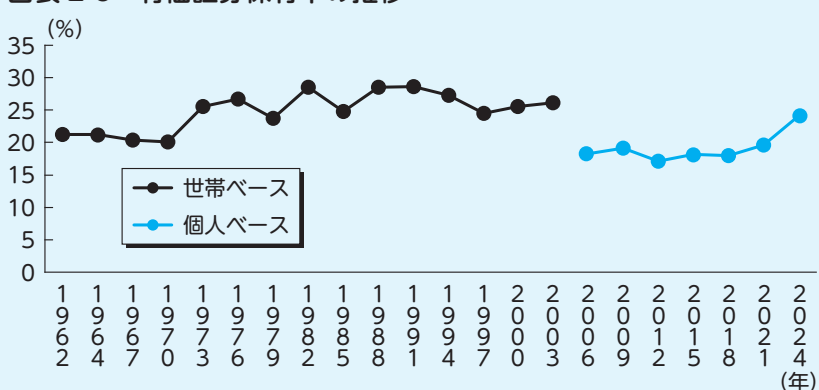
もっとも、2024 年に NISA が大幅拡充された後は、残高および家計金融資産に占める割合も伸び、2025 年末時点では、残高が 52.9 兆円、家計金融資産に対し 2.2%、家計の「株式等+投資信託」に対し 9.5%となっている。

また、新 NISA 導入後は有価証券保有率(有価証券を保有している個人または世帯の割合)でも変化を確認できる。図表 2-8 は日本証券業協会

図表 2-7 NISA 残高と家計金融資産に占める割合の推移



図表 2-8 有価証券保有率の推移



23) 制度上、既存の口座で保有していた株式等を NISA 口座に直接移すことはできないが、既存口座で保有する株式等を売却した代金で NISA 口座内の株式等の購入代金に充てることが可能である。

「証券投資に関する全国調査（個人調査）」をもとにした家計の有価証券保有率である。有価証券保有率は、1970～2003年調査では世帯ベースで25%前後、2006～2021年調査では個人ベースで20%弱と概ね横ばいで推移していたが、2021年（19.6%）から2024年（24.1%）にかけては大きな上昇が見られた。

これらを総括すると、旧NISAは家計金融資産全体に占める株式等や投資信託の割合に大幅な変化は与えていなかったが、新規の投資層の呼び込みには効果があったと考えられる。また、新NISA導入後は有価証券保有率の上昇が確認できるといえるだろう。

3章 非課税制度が家計の金融資産蓄積に及ぼした影響

1. 推計手法

本章では、金融所得が家計金融資産の蓄積にど

の程度貢献したかを名目および実質で確認するとともに、非課税制度などの税制がそれに及ぼした影響を分析する。

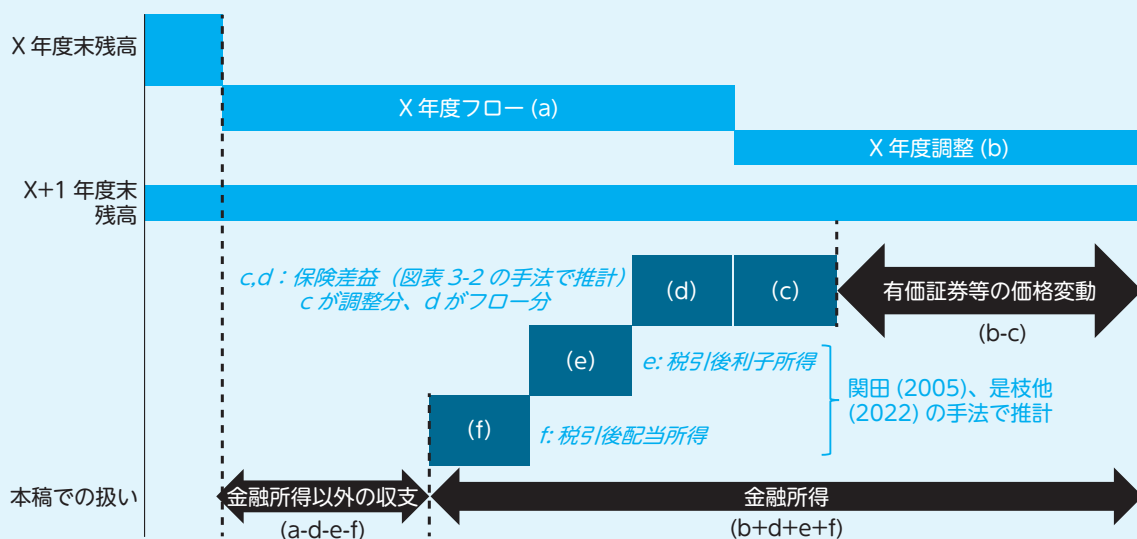
資金循環統計における家計金融資産残高の変化は、フローの収支と値動き（調整）で構成される。

フローの収支とは、可処分所得から消費や住宅投資等を差し引いた黒字分のことである。ただし、ここでの可処分所得には、給与所得や事業所得のほか財産所得も含まれ、利子、配当、保険差益といった金融資産からのインカムゲインも含まれる。

そこで、本稿では、図表3-1に示す手法で、資金循環統計におけるフローの収支から、金融資産からのインカムゲインを取り除き、家計金融資産残高の変化につき、金融所得（インカムゲイン＋値動き）によるものと、「金融所得以外の収支」に分解することとした。

資金循環統計からは家計が得た利子や配当を直接求めることができない。そこで、本稿では関田（2005）および是枝他（2022）による手法を用

図表 3-1 本稿における家計の金融所得の推計方法



(注) 斜字のデータは資金循環統計以外から推計するものである。
(出所) 日本銀行「資金循環統計」、関田（2005）、是枝他（2022）より大和総研作成

い、税務統計や郵政省統計等によりこれらを推計した。ただし、1章で述べた通り、利子や配当に対する課税方式は時期により異なるため、これらの手法を用いることができる期間は限られる。

本稿では、関田（2005）および是枝他（2022）の手法で推計可能な期間につき、SNAの体系に合わせて、1973～1980年度、1980～1997年度²⁴、2016～2023年度の三つの期間に分けて分析する。

なお、家計金融資産のうち相当な割合を占める生命保険受給権については、資金循環統計上、ストックの責任準備金等の前期差によりフローを求めている。その際、保険会社の資産の時価変動による責任準備金の増減は、値動き（調整）としてフローから控除されているが、保険会社の資産から生じる利子・配当等のインカムゲインについて

はフローに含まれている。そこで、本稿では、生命保険協会等の統計を用い、図表3-2に示す手法により、家計の支払保険料から保険金等を差し引いた残額をフローとした上で、保険会社が受け取るインカムゲインも「保険差益」の一部とし、家計の金融所得に含めた。

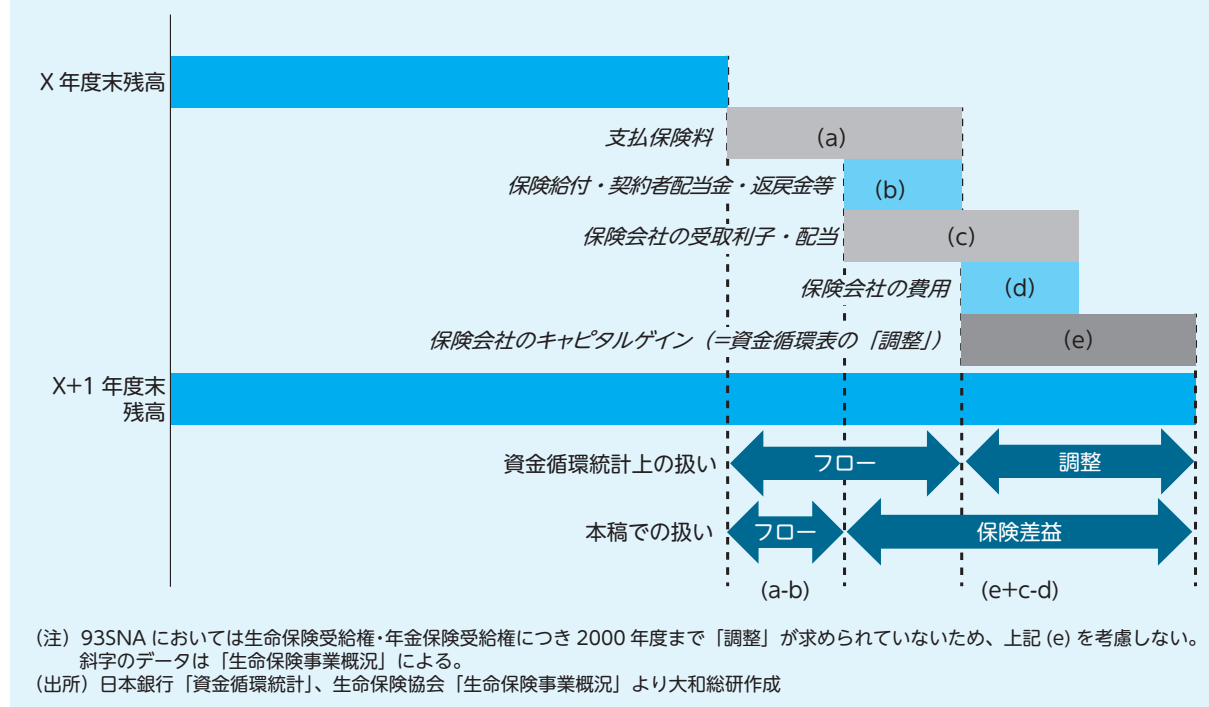
本章では1998～2015年度については分析の対象としないが、この期間はそもそも金利も物価上昇率もゼロ近傍であり、金融所得そのものが小さい中、税制が金融資産蓄積に及ぼした影響も軽微であったと考えられる。

2. 推計結果

1) 対前年度比の変動要因

図表3-3が、前述によって推計した1973～1980年度、1980～1997年度、2016～2023年

図表 3-2 本稿における生命保険のリターンの推計方法の概要



24) 関田（2005）の分析対象期間は1973～2001年であり、このうち、デフレ期に入る（家計最終消費支出デフレーターが連続でマイナスになる）前までの1997年度までを本章の分析対象とした。

度の各年度の名目家計金融資産の変動要因である。

図表 3-3 を見ると、本章で分析した全ての年度で、「金融所得以外の収支」はプラスであった。

1973～1997 年度においては、インカムゲインの中心は利子であり、配当の寄与は小さい。他方で、2016～2023 年度においては、利子は少なく、インカムゲインの中心は

配当となっている。保険差益は、1973～1997 年度においては一貫してプラスで、後の時期になるほど大きくなっている。2016～2023 年度においては、マイナスとなった時期もあるが、これは外貨建て保険の割合が高まり為替差損益が大きくなったためと考えられる²⁵。

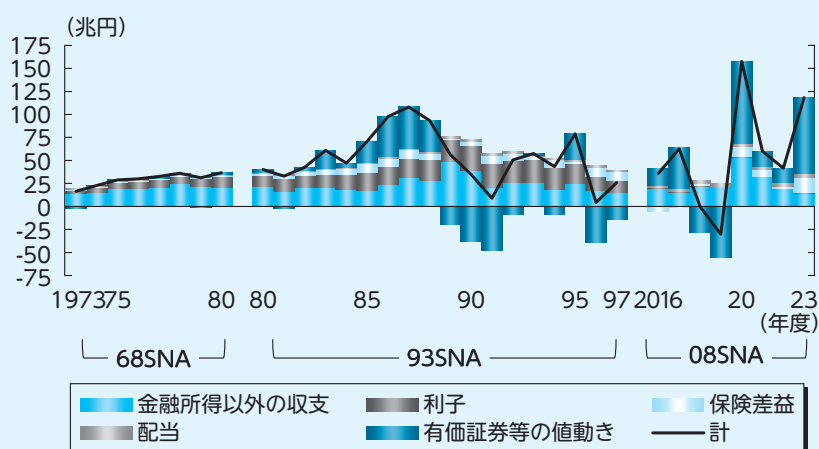
SNA 基準が異なるので比較には注意を要するが、家計が保有する有価証券等の絶対額が増加していることもあり、2020 年度（90 兆円）・2023 年度（82 兆円）における有価証券等の値動きのプラス寄与は 1986 年度（44 兆円）・1987 年度（45 兆円）のバブル期よりも大きく、2019 年度のマイナス寄

与（-54 兆円）はバブル崩壊期の 1991 年度（-48 兆円）より絶対値で大きくなっている。

2) 実質でみた累積の変動要因

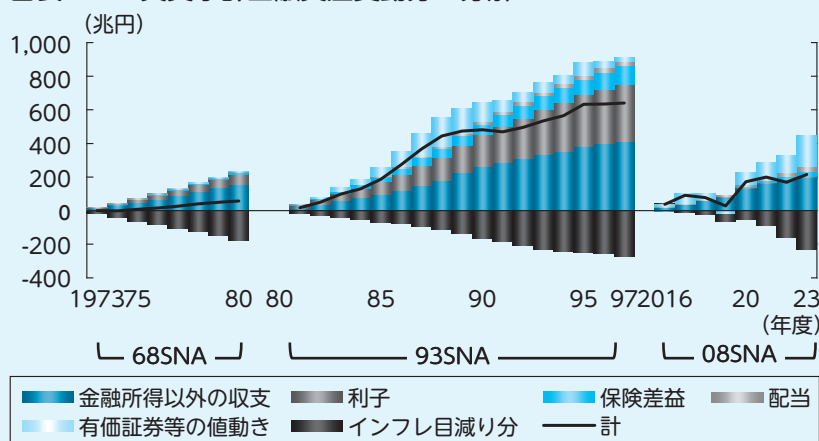
図表 3-4 は、物価を考慮した実質家計金融資産の変動要因をそれぞれの SNA ベースの期間につ

図表 3-3 各年度の家計金融資産の変動要因（対前年度差額）



(注) 利子・配当は税引後金額である。
(出所) 図表 3-1、3-2 掲載資料より大和総研作成

図表 3-4 実質家計金融資産変動分の分解



(注) 家計最終消費支出デフレーターをもとに、68SNA は 1972 年度末、93SNA は 1980 年度末、08SNA は 2015 年度末基準に実質化。家計金融資産の名目と実質の差を「インフレ目減り分」とした。
(出所) 図表 3-1、3-2 掲載資料より大和総研作成

²⁵⁾ 日本経済新聞 電子版「保険の銀行窓販、円建てが 10 年ぶり外貨超え 金利上昇で魅力高まる」（2025 年 7 月 9 日）によると、2015 年度から 2023 年度にかけて国内生命保険会社の一時払い保険の販売額は外貨建てが円建てを上回っていた。

き累積で見たものである。

1973～1980年度にかけては、家計が得た金融所得は78兆円で、うち利子が60兆円と大半を占め、保険差益が8兆円、配当が7兆円、有価証券等の値動きは3兆円であった。この間の金融所得以外の収支は156兆円の黒字で、合わせて家計金融資産は名目で235兆円増加した。ただし、インフレにより178兆円目減りし、実質での増加は57兆円にとどまる。すなわち、家計は金融所得でインフレ分をカバーできておらず、実質でみれば金融所得はマイナスであった。

1981～1997年度²⁶にかけては、家計が得た金融所得は501兆円であり、うち利子が338兆円、保険差益が111兆円、配当が27兆円、有価証券等の値動きが24兆円であった。この期間の金融所得以外の収支は414兆円であり、金融所得と合わせて名目の家計金融資産は914兆円増加した。この間の、インフレの影響を除いた実質の家計金融資産の増加は640兆円であり、この間の金融所得以外の収支（414兆円）を上回り、家計は実質でみても226兆円の金融所得を得ていた。

2016～2023年度にかけては、家計が得た金融所得は248兆円であり、うち有価証券等の値動きが184兆円と大半を占め、保険差益が33兆円、配当が26兆円、利子が5兆円であった。この期間の金融所得以外の収支は198兆円であり、金融所得と合わせて名目の家計金融資産は446兆円増加した。ただし、インフレにより232兆円目減りし、実質での増加は215兆円にとどまる。この間の金融資産の蓄積はほぼ金融所得以外の収支（198兆円）からもたらされており、家計が得

た実質の金融所得は17兆円にとどまった。

2016～2023年度にかけて家計が得た有価証券等の値動きの184兆円のうち、NISA口座分は9兆円程度にとどまる²⁷。これは、前掲図表2-7で見た通り、2023年末の時点でNISAの残高が家計の「株式等+投資信託」に対して4.7%にとどまるためである。2023年までの旧NISAにおいて、非課税口座内の資産の値動きが家計金融資産の蓄積に直接及ぼした影響は小さかったことが確認できる。

3) 元本確保型商品の利回りと非課税制度の影響

1973～1980年度において家計が得た実質金融所得がマイナスとなり、2016～2023年度はプラスであるものの低水準にとどまった大きな要因は、家計金融資産の多くの割合を占める元本確保型金融商品の実質リターンがマイナスであったことにある。

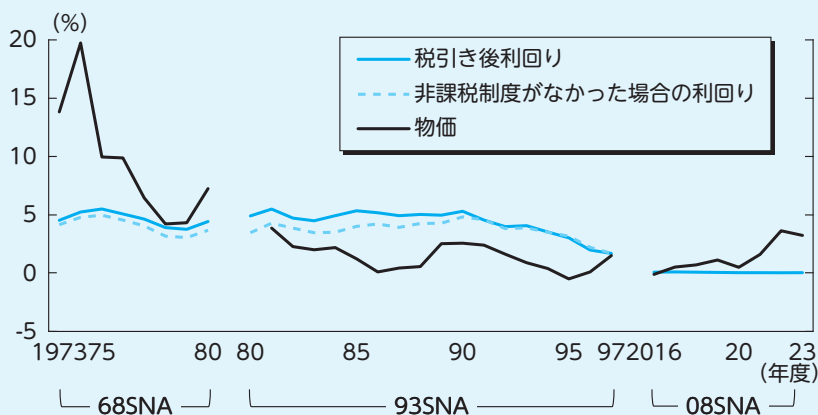
図表3-5は資金循環統計と税務統計から推計した家計の元本確保型金融商品の税引き後利回り、非課税制度がなかった場合の税引き後利回りと、物価上昇率を比較したグラフである。

1973～1980年度は、税引き後利回りが物価を下回っており、2016～2023年度においても2016年度を除き、税引き後利回りが物価を下回る、実質リターンがマイナスの状況にあった。もしマル優等の非課税制度がなければ、元本確保型金融商品の実質リターンのマイナスはさらに深くなった。インフレ下で実質リターンがマイナスである中、名目利回りへの単純な課税は、実質的な担税力がない中で家計の購買力を毀損することに

26) 93SNAによる家計最終消費支出デフレーターが得られる1981年度を起点とした。

27) 金融庁「NISA口座の利用状況調査」をもとに推計した。

図表 3-5 元本確保型金融商品の利回りの推移



(注) 本稿では、概ね利子所得に対応するものとして、資金循環統計上の現預金・公社債・信託を合わせて元本確保型金融商品として扱った。物価はそれぞれの SNA の家計最終消費支出デフレーターによる。2016～2023 年度の「非課税制度適用なき場合の税引き後利回り」は推計で推計できず。

(出所) 図表 3-1、3-2 掲載資料より大和総研作成

2017 年度以後も元本確保型金融商品の実質リターンはマイナスとなっており、利子所得の実質的な担税力に配慮した課税を検討する余地がある。ただし、2023 年度において家計が元本確保型金融商品によって得た税引き後の名目利回りは 0.04%にとどまり、仮に非課税としても利回りはほとんど高まらない。

利子所得への非課税措

なる。1973～1980 年度において、マル優等の非課税貯蓄制度は、元本確保型金融商品のマイナスの実質リターンに配慮する効果を持っていたことが分かる。

4 章 政策的示唆

本稿の推計によれば、1973～1980 年度および 2016～2023 年度には、家計金融資産の多くを占める元本確保型金融商品の実質リターンがマイナスとなった。その結果、家計全体の実質金融所得は、1973～1980 年度にはマイナスとなり、2016～2023 年度にも低水準にとどまった。

実証研究に基づく、マル優等は家計の金融商品の選択には大きな影響を及ぼしていなかったと考えられるが、マル優等の非課税貯蓄制度は、1973～1980 年度において元本確保型金融商品の実質リターンがマイナスとなった時期に、実質的な担税力に配慮した課税とする効果を持っていたことが分かる。

置を設ける際には、対象を償還までの残存期間が一定以上ある公社債に限定するなど、家計が金利リスクや信用リスクを取ることによって、より高い利回りを志向できるようにすることが望ましい。

国債の安定消化の観点からは、国債に限って利子所得を非課税とすることも考えられる。その際は、国債と社債との関係についても留意する必要がある。国債のみを非課税とすると、企業は個人向け社債の発行において、国債に比べて信用リスク分だけでなく、税制上の相対的な不利益分を加算した利回りを提示しなければならず、個人向け社債の発行が広がらないことが懸念される。ただし、そもそも現状では家計金融資産に占める公社債の割合が 1%程度にとどまり、国債も十分に普及していない。この点を踏まえると、国債の利子非課税措置を、将来的な社債市場の広がりをもたらす、家計に公社債を普及させる移行期の呼び水の措置として位置づけることも考えられる。

また、より成長力の高い企業に家計の資金を振り向け家計が成長の果実を得る観点からは、そも

そも家計金融資産に占める元本確保型金融商品の割合を減らし、株式等や投資信託の割合を高めていくことも重要であり、利子所得への非課税措置を設ける際も、家計の株式等や投資信託への投資の妨げにならないように留意する必要がある。

実証研究に基づくと、2023年までの旧NISAにおいても、新規の投資層を呼び込み、証券投資の裾野を拡大した効果があったと考えられる。

家計全体の金融商品選択に及ぼした影響は、旧NISA期においては軽微であった。これは家計が保有する株式等・投資信託のうち、旧NISAの残高が5%未満にとどまり、制度開始前から保有していた株式等や投資信託のごく一部をNISAに入れ替えるだけで足りたためと考えられる。しかし、2024年の新NISA導入後は、家計が保有する株式等・投資信託のうちNISA口座の割合も急速に上昇している。また、2018年の「つみたてNISA」創設を契機に、分配金の支払いを抑えて複利運用を優先する投資信託が人気を集めるようになり、2020年度ごろから投資信託の値動きも家計金融資産の蓄積に寄与するようになった。これらから、家計全体でみても（新）NISAを通じた長期分散投資による資産形成が根付きつつあるといえる。

以上を踏まえると、引き続き新NISAを通じて家計に株式等や投資信託への投資を促すことが望まれる。仮に、利子所得への非課税措置を設ける際も、新NISAを通じた家計の株式等や投資信託への投資の妨げにならないように留意する必要があるだろう。

【参考文献】

- ・Iwamoto Yasushi (1991) “The Japanese Tax Reform and The Cost of Capital,” *Ricerche Economiche*, vol.45, no.2/3(April/September), pp. 307-328
- ・石弘光・田近栄治 (1990) 『昭和財政史（昭和27～48年度）第6巻 租税』大蔵省財政史室・編、東洋経済新報社
- ・岩本康志・藤島雄一・秋山典文 (1995) 「利子・配当課税の評価と課題」、大蔵省財政金融研究所『フィナンシャル・レビュー』第35号、pp.27-50
- ・是枝俊悟 (2010) 「株式投資の実効税率の現状とあるべき姿」(大和総研レポート、2010年11月2日)
- ・是枝俊悟・斎藤航・渡辺泰正 (2022) 「金融所得課税を含む所得税の垂直的公平性の国際比較」(大和総研レポート、2022年3月31日)
- ・資本市場研究会 (1987) 『税制資料集Ⅱ 利子・配当所得課税（昭和22年度～昭和39年度）』
- ・鈴木亘 (2006) 「マル優廃止によって家計は証券投資を積極化させたのか?」、日本証券経済研究所『証券経済研究』第56号、pp.131-145
- ・税制調査会 (1988) 「税制改革についての中間答申」
- ・関田静香 (2005) 「マル優制度と家計の資産選択：『貯蓄動向調査』年齢階級別データによる分析」、大阪大学大学院国際公共政策研究科『Discussion Papers In Economics And Business』Discussion Paper 05-17
- ・第一法規「コンメンタール×所得税務釈義 Digital」令和7年度版 (2026年9月14日最終閲覧)
- ・田近栄治・山重慎二 (2003) 『昭和財政史（昭和49～63年度）第4巻 租税』、財務省財務総合政策研究所財政史室・編、東洋経済新報社
- ・徳留佑太 (2020) 「NISAが家計の資産形成行動に与える影響」、財務省財務総合政策研究所『財政経済理論論文集』、pp.269-313
- ・日本銀行調査統計局 (1999) 「資金循環統計の見直し」、『日本銀行調査月報』1999年7月号、pp.87-117
- ・日本銀行調査統計局統計課金融統計グループ (2016) 「2008SNAを踏まえた資金循環統計見直しの勘所」(日銀レビュー、2016-J-8)
- ・原武彦 (2009) 「金融所得課税の一体化に向けての論点と在り方」、税務大学校『税務大学校論叢』60号、pp.120-313
- ・平石隆太 (2026) 「2027年1月開始『こども

NISA』の概要」(大和総研レポート、2026 年 5 月 26 日)

- ・八塩裕之(2014)「第 2 章 平成元年度から平成 7 年度の税制」、財務省財務総合政策研究所財政史室・編『平成財政史 平成元～12 年度 第 4 巻(租税)』、大蔵財務協会、pp.229-554
- ・吉井一洋・是枝俊悟(2014)「なぜ、どのような経緯で NISA が導入されたか?」(大和総研レポート、2014 年 2 月 4 日)

[著者]

是枝 俊悟 (これえだ しゅんご)



金融調査部
主任研究員
担当は、税制、社会保障制度、
金融制度

平石 隆太 (ひらいし りゅうた)



金融調査部
研究員
担当は、税制、会計制度