

家計の保有するリスク資産 —「貯蓄から投資へ」再考—

小 池 拓 自

- ① 日本の家計が保有する 1,400 兆円余の金融資産のうち 55%は現金預金であり、安全志向が強いとされる。アメリカの家計の現金預金比率は 19%とされ、単純に比較すれば、その差は大きい。他の先進諸国と比較すると、日本の家計の株式等のリスク資産への投資配分は小さいものの、イギリスやドイツとの差異は、それほど大きくない。
- ② 歴史的に見れば、戦前や戦後の 1960 年代までは日本の家計の株式投資比率は高かった。戦前においては、資産格差が大きく、富裕層が株式を多く持ったこと、戦後においては、証券民主化運動が進められたことがその背景にあるとされる。また、バブル期においても株式相場が極めて堅調であったことから、現在よりも家計の保有するリスク資産の比率は高かった。
- ③ 近年のアメリカとの比較についても、統計の定義の相違や、不動産保有の状況等を考慮すれば、両国の差異は小さくなる。両国の差異の最大の要因は、アメリカの資産格差が日本と比較して極めて大きいことである。資産保有上位 10%の家計を除いた比較では、両国の差異はほとんどない。
- ④ 家計のリスク資産保有のあり方を考える上では、相対基準である国際比較に留まらず、家計の実情を見る絶対基準の視点が求められる。日本の過半の家計は、金融資産から負債を控除した純資産が、平均的にはマイナスか、プラスであっても年間消費額に満たない水準であることから、リスク資産を増やす状況にあるとは言えない。資産を多額に保有する上位層の世帯主については、高齢者の比率が高い。日本の家計がリスク資産の積み増しに慎重であることは合理的でさえある。
- ⑤ 橋本内閣の推進した「金融ビッグバン」や小泉内閣から進展した「貯蓄から投資へ」の政策は、主にアメリカとの比較を前提として、家計のリスク資産保有を増加させることで、経済の発展を図る狙いがあった。
- ⑥ 金融規制の緩和による利便性の向上や手数料の低下は、家計にとってプラスであったと評価できよう。投資家保護のために情報開示を拡充し、市場監督を強化したことも中長期的な経済成長に寄与しよう。
- ⑦ マクロ経済面の要請を背景として、家計の貯蓄が注目されている点において、戦後の経済復興から高度成長期における貯蓄奨励運動と近年の「貯蓄から投資へ」の政策には相通じるものがある。直近では、家計には過剰な貯蓄が眠っているとして、内需主導経済に転換するため、「貯蓄から消費へ」の政策を進めるべきとの提言も見られる。家計の貯蓄（資産）はマクロ経済運営の「魔法の杖」の様相である。
- ⑧ しかし、このようなマクロ経済政策上の視点の前に、各家計が、所得や資産の状況を踏まえて、そのリスク負担余力に応じて、適切な資産を選択できる環境を整備する姿勢が求められよう。

家計の保有するリスク資産 —「貯蓄から投資へ」再考—

財政金融課 小池 拓自

目 次

はじめに

I 家計金融資産の状況

- 1 家計金融資産の現状
- 2 家計金融資産の推移
- 3 主要先進国（G5）との比較
- 4 国際比較の留意点

II 日米比較の再考

- 1 日本銀行資料
- 2 統計の特徴を考慮した日米比較
- 3 不動産の状況
- 4 格差の影響

III 資産配分決定の諸要因

- 1 貯蓄の動機
- 2 株式市場の実績とデフレ傾向

IV 「貯蓄から投資へ」

- 1 経緯と具体策
- 2 政策の成果
- 3 マクロ経済政策

おわりに

はじめに

サブプライム問題を契機とした世界的な金融危機によって、株式を中心に金融資産価格が大幅に下落した。この影響を受けて、日本の家計が保有する金融資産はピーク時から50兆円余減少したが、今なお名目GDPの約3倍に及ぶ1,427兆円（平成20年末確報値）となっている。家計の保有するこの膨大な金融資産は、日本の国力の1つの象徴として、金融市場活性化や国家財政の下支え役の視点から大きな期待を背負っている。

日本の家計の金融資産に占める現金預金の比率は55%（平成20年末確報値）と高く、安全志向が強いと言われる。アメリカの家計の同比率は19%とされ、単純に比較すれば、その差は大きい。しかし、統計の定義の相違や、不動産保有の状況などを考慮すれば、両国の差異は小さくなる。両国の差異の最大の要因は、アメリカの資産格差が日本と比較して極めて大きいことである。本稿は、マクロデータに加え、各種の標本調査を用いて、日本の家計が保有する株式等のリスク資産について、過去からの推移、外国との比較、家計のリスク負担余力などについて整理する。

家計の資産選択は、現在の所得とその将来予想、持家を含めた保有資産と負債、現在そして将来の消費計画等様々な条件を踏まえて、個々に決定されるべきである。マクロデータは、各家計の選択を集計した結果に過ぎない。また、外国との比較においては、統計の計測手法や金融慣行が異なることに注意を払うべきである。

単純な他国との比較を、個人（家計）のリスク資産保有を促進する根拠とすることには無理がある。家計の資産選択の現状を出来るだけ詳しくデータから確認することを通じて、「貯蓄から投資へ」（家計のリスク資産保有を促進する政策）について、その留意点を明らかにしたい。

I 家計金融資産の状況

1 家計金融資産の現状

日本銀行が四半期毎に発表する「資金循環統計」には、日本の家計が保有する金融資産額として「1,400兆円」（1,427兆円・平成20年末確報値、一時期は1,500兆円を超えていた）が記載されている。この数字は、家計の保有する金融資産額の代表的なマクロ統計であり、内閣府の発表する「国民経済計算」の基礎データとなっている。

世帯別の金融資産の分布状況、世帯主の年齢や所得等の属性別の金融資産状況を調べるためには、家計に調査票（アンケート）を配付し、それを集計した標本調査を用いる。5年毎に実施される総務省「全国消費実態調査」は、調査範囲が広く、調査世帯数も極めて多いことから、家計資産の代表的な統計と言える。頻繁に実施される統計としては、四半期毎の総務省「家計調査報告（貯蓄・負債編）」⁽¹⁾や年に1回の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⁾等がある⁽³⁾。

表1にまとめたように、マクロ統計と比較して、各種の標本調査の結果では、家計の資産規模は小さくなっている。この差異の要因として、家計の範囲の問題（主に個人事業主の扱い）、

(1) 平成12年までは毎年末に「貯蓄動向調査」が実施されていた。平成14年から四半期毎に実施される現調査（「家計調査報告（貯蓄・負債編）」）となっている。

(2) 平成19年から現調査（「家計の金融行動に関する世論調査」）。「貯蓄に関する世論調査」（昭和28年開始）、「貯蓄と消費に関する世論調査」（平成4年名称変更）、「家計の金融資産に関する世論調査」（平成13年名称変更）と、時代の要請に応じて調査内容と名称を変更している。

(3) 平成18年までは、旧郵政総合研究所「金融資産選択調査」（隔年実施）もあった。厚生労働省「国民生活基礎調査」は、3年に1回の大規模調査において世帯の貯蓄額を調査している。個人金融の統計については、野澤隆「個人金融と関連統計—「個人金融」の理解のために—」『個人金融』3(2), 2008. 夏, pp.49-66. に詳しい。

表1 家計の保有する金融資産の状況（各種統計）

		A 資金循環統計		B 家計調査		C 家計の金融行動に関する世論調査	
		日本銀行 平成20年12月末 (確報) 全体		総務省 平成20年 10-12月期 2人以上世帯 全国8,076世帯 回収率78.9%		金融広報中央委員会 平成20年調査 (6/10-7/18) 2人以上世帯 全国7,968世帯 回収率48.8%	
世帯当たり	現金預金等	1,520万円	55%	995万円	60%	637万円	55%
	株式・出資	166万円	6%	165万円	10%	97万円	8%
	株式投信	91万円	3%			62万円	5%
	株式投信を除く投信						
	株式・投信を除く証券(債券等)	77万円	3%	77万円	5%	36万円	3%
	その他(保険等)	873万円	32%	425万円	26%	320万円	28%
	金融資産	2,728万円		1,661万円		1,152万円	
総額	金融資産	1,427兆円		869兆円		603兆円	

- (注1) A「資金循環統計」は平成20年12月末(確報値)、B「家計調査」は平成20年10-12月期、C「家計の金融行動に関する世論調査」は平成20年調査(6月-7月実施)。
- (注2) 現金預金等には、商品性を考慮して金銭信託、貸付信託を含めた(Aについては信託受益権)。ただし、Aは現金を含むもの(保有比率3%)、BとCは現金を含まない。
- (注3) Aには出資が含まれるが(出資を除いた株式の保有比率は4%)、BとCには出資は含まれない。
- (注4) イタリック数値は、世帯数から推計したもの。「家計調査」と「家計の金融行動に関する世論調査」はデータの制約から2人以上世帯の数値と世帯数の単純な積を総額とした。世帯数は、52,324,877戸(総務省「住民基本台帳に基づく人口・人口動態及び世帯数(平成20年3月31日現在)」)を用いた。
- (出典) 日本銀行「資金循環統計」、総務省「家計調査(貯蓄・負債編)」、金融広報中央委員会「家計の金融行動に関する世論調査」、総務省「住民基本台帳に基づく人口・人口動態及び世帯数」より筆者作成。

資産の範囲の問題(主に現金、保険・年金等の扱い)、サンプルバイアス等がある⁽⁴⁾。規模においては、大きな差異があるものの、安全志向が強く、リスク資産の保有が少ない点は、すべての統計に共通である。

日本銀行の「資金循環統計」には現金が含まれ、他の調査には現金が含まれないといった差異があるものの、安全性の高い現金・預金等(金銭信託・貸付信託を含む)の比率は50%を超えている。証券には、国債、地方債、金融債等の債券が含まれることや、保険等の比率が高いことを考慮すれば、日本の家計の安全志向が極めて強いことが窺える。一方、株式、投資信託等のリスク性資産は、債券を含めても、12%から16%に留まっている。

2 家計金融資産の推移

歴史的に見れば、日本において家計の株式等の投資比率が低い傾向が常に続いていた訳ではない(表2)。戦前や戦後の1960年代までは家計の株式投資比率は高かった。これらの時期において個人の株式保有比率が高かった理由として、野村アセットマネジメントの竹崎竜二氏は、資産格差が大きく、華族、財閥家族、豪農等の富裕層が株式を多く持ったこと(戦前期)、証券民主化運動が進められたこと(戦後当初)を指摘している。同氏は、1970年代以降に個人金融資産が株式から預貯金にシフトした要因として、預貯金優遇、郵便貯金(定額貯金)拡大、持家推進などの政策があるとしている⁽⁵⁾。

(4) 小池拓自「家計金融資産1,400兆円の分析—金融資産の質、量及び分布の状況—」『調査と情報—ISSUE BRIEF—』491号, 2005.8.11, pp.5-7.

(5) 竹崎竜二「家計の資産運用における資産配分—歴史的観点から—」『ファンドマネジメント』41号, 2005. 新春, pp.18-25.

表2 家計の保有する金融資産の推移

(単位：兆円)

年度末		金融資産	株式	株式比率	出資	出資比率	投資信託	投信比率
昭和 40 (1965)	(1)	32	6	17.6%	-	-	1	3.2%
昭和 45 (1970)	(1)	73	9	12.6%	-	-	1	1.7%
昭和 50 (1975)	(1)	181	17	9.3%	-	-	3	1.6%
昭和 55 (1980)	(1)	348	26	7.5%	-	-	5	1.5%
昭和 55 (1980)	(2)	372.0	24	6.5%	25	6.7%	4	1.2%
昭和 60 (1985)	(2)	626.6	53	8.5%	47	7.5%	14	2.3%
昭和 61 (1986)	(2)	724.4	72	10.0%	68	9.3%	23	3.1%
昭和 62 (1987)	(2)	832.6	89	10.7%	95	11.4%	33	4.0%
昭和 63 (1988)	(2)	925.9	105	11.3%	112	12.1%	38	4.1%
平成 元 (1989)	(2)	982.3	108	11.0%	96	9.7%	38	3.9%
平成 2 (1990)	(2)	1,017.1	96	9.4%	76	7.5%	34	3.4%
平成 3 (1991)	(2)	1,025.9	70	6.8%	55	5.4%	28	2.8%
平成 4 (1992)	(2)	1,076.4	72	6.6%	47	4.4%	27	2.5%
平成 5 (1993)	(2)	1,133.9	79	6.9%	45	3.9%	28	2.5%
平成 6 (1994)	(2)	1,177.3	66	5.6%	52	4.4%	22	1.9%
平成 7 (1995)	(2)	1,256.2	82	6.5%	62	4.9%	29	2.3%
平成 8 (1996)	(2)	1,260.5	70	5.6%	33	2.6%	28	2.2%
平成 9 (1997)	(2)	1,286.4	62	4.8%	28	2.2%	25	1.9%
平成 10 (1998)	(2)	1,327.8	67	5.1%	29	2.2%	26	2.0%
平成 11 (1999)	(2)	1,401.1	92	6.6%	46	3.3%	32	2.3%
平成 12 (2000)	(2)	1,388.8	74	5.3%	34	2.4%	34	2.4%
平成 13 (2001)	(2)	1,371.1	65	4.8%	20	1.5%	30	2.2%
平成 14 (2002)	(2)	1,356.8	52	3.8%	20	1.5%	28	2.1%
平成 15 (2003)	(2)	1,408.5	81	5.8%	36	2.6%	33	2.3%
平成 16 (2004)	(2)	1,427.1	84	5.9%	49	3.5%	37	2.6%
平成 17 (2005)	(2)	1,516.6	118	7.8%	79	5.2%	52	3.4%
平成 18 (2006)	(2)	1,543.7	109	7.0%	92	6.0%	65	4.2%
平成 19 (2007)	(2)	1,464.5	77	5.2%	43	2.9%	63	4.3%
平成 20 (2008)	(2)	1,410.4	50	3.6%	29	2.1%	47	3.3%

(注1) 表内(1)(1965年度末～1980年度末)は、日本銀行「資金循環統計」旧ベース(68SNA準拠)。

(注2) 表内(2)(1980年度末～2008年度末)は、日本銀行「資金循環統計」現ベース(93SNA準拠)。平成20年度末は速報値。

(注3) 「資金循環統計」旧現ベースの両者は部門の定義、時価評価の範囲等が異なるため、1980年度の数値は一致しない。旧ベースの数字は、現ベースの「家計」と「対家計民間非営利団体」を加えた「個人」のもの。なお、株式については、両ベースともに時価が採用されている。

(出典) 日本銀行「資金循環統計」より筆者作成。

株価が上昇したバブル期(1980年代後半)においては、現在と比較すれば家計の株式投資比率は高かった。株式と出資を合算した投資比率は23.4%(昭和63年度末)に及び、現在の5.7%(平成20年度末)の約4倍であった。ただし、株式投資比率の増減は、時価変動の影響を大きく受けている点には注意が必要である(表3)。昭和54年度末から平成20年度末の29年間において、家計金融資産全体は、1,078兆円(332兆円から1,410兆円)増加している。この間に時価は

22兆円減少したものの、毎年の貯蓄の累計が1,101兆円となっている。一方、家計の株式出資残高は45兆円から80兆円に35兆円増加したが、内26兆円は時価変化であって、買い越し額は9兆円に過ぎない。この29年間において、全体として金融資産が大きく増加する中で、家計の株式・出資への新規投資は限定的であったことから、投資比率は低下傾向を辿っている。1980年代の投資比率の拡大や1990年代の投資比率の低下は時価変動の影響が大きい。

表3 家計の保有する金融資産及び株式・出資の推移と変動要因

(単位：兆円)

年度	金融資産			株式・出資				期間別変化
	末残高	貯蓄	時価	残高	比率	売買	時価	
昭和54(1979)	332			45	14%			
昭和55(1980)	372	+37	+3	49	13%	+0	+4	1980年度～1989年度
昭和56(1981)	405	+35	-2	48	12%	+1	-2	金融資産
昭和57(1982)	448	+39	+4	53	12%	+1	+4	残高変化 +651
昭和58(1983)	509	+41	+20	72	14%	-1	+19	うち貯蓄 +495
昭和59(1984)	556	+43	+4	77	14%	+0	+5	うち時価 +155
昭和60(1985)	627	+48	+23	100	16%	+1	+23	株式・出資
昭和61(1986)	724	+54	+44	140	19%	-1	+40	残高変化 +158
昭和62(1987)	833	+63	+45	184	22%	+3	+42	うち売買 +5
昭和63(1988)	926	+59	+34	217	23%	+0	+32	うち時価 +153
平成元(1989)	982	+76	-20	203	21%	+0	-14	
平成2(1990)	1,017	+73	-38	172	17%	+2	-33	1990年度～1999年度
平成3(1991)	1,026	+57	-48	126	12%	+1	-47	金融資産
平成4(1992)	1,076	+59	-9	119	11%	+1	-8	残高変化 +419
平成5(1993)	1,134	+56	+2	123	11%	+1	+3	うち貯蓄 +503
平成6(1994)	1,177	+52	-9	118	10%	+1	-6	うち時価 -84
平成7(1995)	1,256	+51	+28	144	11%	+0	+25	株式・出資
平成8(1996)	1,260	+44	-40	103	8%	-0	-41	残高変化 -65
平成9(1997)	1,286	+40	-14	90	7%	+1	-14	うち売買 +12
平成10(1998)	1,328	+39	+2	96	7%	+2	+4	うち時価 -77
平成11(1999)	1,401	+33	+41	138	10%	+3	+40	
平成12(2000)	1,389	+15	-27	107	8%	-2	-29	2000年度～2008年度
平成13(2001)	1,371	+5	-23	85	6%	-1	-21	金融資産
平成14(2002)	1,357	+5	-19	72	5%	-0	-13	残高変化 +22
平成15(2003)	1,408	+1	+51	118	8%	-2	+48	うち貯蓄 +88
平成16(2004)	1,427	+8	+11	134	9%	+1	+15	うち時価 -66
平成17(2005)	1,517	+16	+73	197	13%	-2	+66	株式・出資
平成18(2006)	1,544	+18	+9	201	13%	-1	+5	残高変化 -28
平成19(2007)	1,465	+20	-99	120	8%	-1	-80	うち売買 -6
平成20(2008)	1,410	+15	-69	80	6%	+1	-41	うち時価 -22
通期変化		1,101	-22	通期変化		+9	+26	

(注1) 平成20年度末は速報値。

(出典) 日本銀行「資金循環統計」より筆者作成。

3 主要先進国(G5)との比較

日本の家計が保有する金融資産は、主要国ではアメリカに次ぐ規模である。負債を控除した純資産を人口1人当たりとして比較すれば、ほぼアメリカに匹敵し、イギリス、ドイツ、フランスの倍近い水準となっている(表4)。

主要国の中で、人口1人当たりで見ればアメリカに匹敵する純金融資産を日本の家計は保有する一方、その資産配分は主要国の中では、安全志向が強いと言える。すなわち、現金預金比率が最も高く、株式・出資及び投資信託の比率が最も低い(表5)。ただし、イギリスやドイツとの差異は、それほど大きいとは言えない。

4 国際比較の留意点

一般的に、国際比較においては、各国の統計の計測方法や各国の制度や商慣行が異なる点に注意する必要がある。また、円換算に用いる為替レートの変動の影響が大きい点も見逃せない。家計金融資産についても、家計の範囲、資産の区分、資産の評価方法、金融商品の種類と性格等において、各国に少なくない差異が存在する。

日本銀行は、金融資産の国際比較について、「こうした比較の順位については、①通貨の異なる国の資産規模を比較する場合、円換算する際の為替レート水準によって結果が大きく変

表4 主要国の家計金融資産と負債（平成20年末）

	日本	アメリカ	イギリス	ドイツ	フランス
金融資産 現地通貨	1,427.2 兆	41.2 兆	3.7 兆	4.3 兆	3.4 兆
円ベース	1,427 兆	3,994 兆	547 兆	528 兆	414 兆
同1人当たり	1,118 万	1,294 万	854 万	640 万	668 万
金融負債 現地通貨	375.7 兆	14.3 兆	1.6 兆	1.5 兆	1.1 兆
円ベース	376 兆	1,383 兆	234 兆	187 兆	133 兆
同1人当たり	294 万	448 万	365 万	226 万	215 万
金融純資産 現地通貨	1,051.5 兆	26.9 兆	2.1 兆	2.8 兆	2.3 兆
円ベース	1,051 兆	2,612 兆	313 兆	341 兆	281 兆
同1人当たり	823 万	846 万	489 万	414 万	453 万
為替レート対円	1.00	97.00	148.41	123.19	123.19
人口	128 百万	309 百万	64 百万	83 百万	62 百万
通貨単位	円	米ドル	英ポンド	ユーロ	ユーロ

- (注1) アメリカ、イギリスは非営利団体を含む統計、日本、ドイツ、フランスは非営利団体を除いた統計（ドイツは家計部門の内数として非営利団体の数値が公表されているため、これを控除した）。
- (注2) 日本は個人企業を含む統計、アメリカ、イギリス、ドイツ、フランスは分離可能な個人企業を分離した統計（ただし、アメリカは個人企業の純資産を家計の出資に計上）。
- (出典) 日本：日本銀行「資金循環統計」2009.6.17、アメリカ：FRB, "Flow of Funds Accounts," 2009.6.11、イギリス：National Statistics, "Financial Statistics," No.565, May 2009、ドイツ：Deutsche Bundesbank, "Financial Accounts (2008)," May 2009、フランス：Banque de France, "Financial Accounts and Financial Balance Sheets (2008)," 20 May 2009、為替レート：日本銀行「報告省令レート（平成21年1月分）」、人口：総務省「世界の統計2009」より筆者作成。

表5 主要国の家計金融資産の配分状況（平成20年末）

	日本	アメリカ	イギリス	ドイツ	フランス
現金預金	55.5%	19.1%	32.2%	39.3%	30.7%
債券等	3.1%	9.1%	1.0%	6.3%	1.9%
投資信託	3.4%	8.4%	3.6%	10.8%	6.7%
株式・出資	6.1%	31.5%	8.4%	7.8%	14.8%
内株式	3.9%	13.3%	4.3%	3.7%	2.8%
内出資等	2.2%	18.1%	4.1%	4.2%	12.0%
保険年金	27.9%	28.2%	51.2%	34.7%	40.7%
その他	4.1%	3.7%	3.7%	0.9%	5.3%

- (注1) アメリカ、イギリスは非営利団体を含む統計、日本、ドイツ、フランスは非営利団体を除いた統計（ドイツは家計部門の内数として非営利団体の数値が公表されているため、これを控除した）。
- (注2) 現金預金は、流動性が高い短期投資信託を含む数字とした。具体的には、アメリカはMMF、ドイツはMoney Market Paper、フランスはMoney Market Fundを含めている。
- (注3) 株式は上場株式を基本とし、出資は非上場・非公開株式とその他出資の数字としている。ただし、アメリカの株式は非上場・非公開を含み、出資（Equity in noncorporate business）とした項目は個人企業の純資産である。
- (出典) 日本：日本銀行「資金循環統計」2009.6.17、アメリカ：FRB, "Flow of Funds Accounts," 2009.6.11、イギリス：National Statistics, "Financial Statistics," No.565, May 2009、ドイツ：Deutsche Bundesbank, "Financial Accounts (2008)," May 2009、フランス：Banque de France, "Financial Accounts and Financial Balance Sheets (2008)," 20 May 2009より筆者作成。

わる場合があることや、② 時価評価して計上している債券や株式について、相場の変動により資産規模も変化することなどを勘案すると、一応の目安程度に留めておくのが妥当である⁽⁶⁾としている。

家計金融資産の国際比較では、家計の範囲（非営利団体や個人事業を含むのか）、出資の区分と評価方法の相違、それらの影響に留意すべきであろう。

【家計の範囲】

(6) 日本銀行調査統計局「資金循環統計の国際比較（2003年12月）」2003.12, p.8. <<http://www.boj.or.jp/type/release/zuiji/kako03/data/ron0312a.pdf>>

家計の範囲についての1つ目の相違は、日本とフランスは、「対家計民間非営利団体」（非営利団体）を独立部門として計上しているが、アメリカ⁽⁷⁾、イギリス、ドイツは家計に含めて計上している（分離していない）点である。ドイツは家計部門の内数として非営利団体の数値が公表されているため、表4及び表5では非営利団体を控除した数値を掲載した。

家計範囲についての2つ目の相違は、日本は家計に個人企業を含めているが、アメリカ、イギリス、ドイツ、フランスは家計に含めず、個人企業を非金融企業に含めている点である。なお、アメリカは非金融企業（Nonfinancial Business）を、非農業企業と農業企業に分け、さらに非農業企業を非金融法人企業（Nonfarm Nonfinancial Corporate Business）と個人企業（Nonfarm Noncorporate Business）に分類している。

【出資の区分と評価方法】

表5の株式・出資は、各国の“shares”と“equity”の数値を表記している。基本的には、上場あるいは公開企業分を「株式」に、非上場あるいは非公開とその他の出資を「出資」に区分した。ただし、アメリカの「株式」（corporate equityあるいはcorporate directly held equities asset）は非上場・非公開の株式とクローズエンド型投信（closed-end funds）と上場投信（exchange-traded funds：ETF）を含み、アメリカの「出資」（equity in noncorporate business）は家計と別部門となっている個人企業の実物資産を含む純資産（保有する資産から負債を控除した正味資産）がほぼ計上されている⁽⁸⁾。

これによりアメリカの「出資」には実物資産が含まれ、その評価は時価評価が広く適用される。出資が簿価で評価され、実物資産を含まない日本等と比較して、アメリカの出資の投資比率は相対的に高くなる。「出資」に非上場株式を含んでいても日本（2.2%）、イギリス（4.1%）、ドイツ（4.2%）が低い投資比率に留まっていることと比較すれば、アメリカの「出資」は18.1%と極めて大きい（出資に時価評価が導入されているフランスは投資比率12.0%）。

II 日米比較の再考

1 日本銀行資料

日本銀行は「資金循環統計」の発表毎に「資金循環の日米比較」を作成し、この中で「家計の資産構成」の比較図を明示している（図1）⁽⁹⁾。家計のリスク資産保有が進展しているアメリカと比較することで、日本の家計の安全志向が際立つ図となっている。

また、アメリカの統計について、①個人企業の実物資産を含む純資産が出資に計上されている点、②日本では投資信託に含まれるETFが株式に含まれる点等に言及がなく、MMFを現金・預金から除外⁽¹⁰⁾して投資信託に加えるなど、日米の差異が極めて大きい印象を与えるものとなっている。

2 統計の特徴を考慮した日米比較

家計の範囲と出資の評価については、前述のように日米の統計に大きな相違がある。そこ

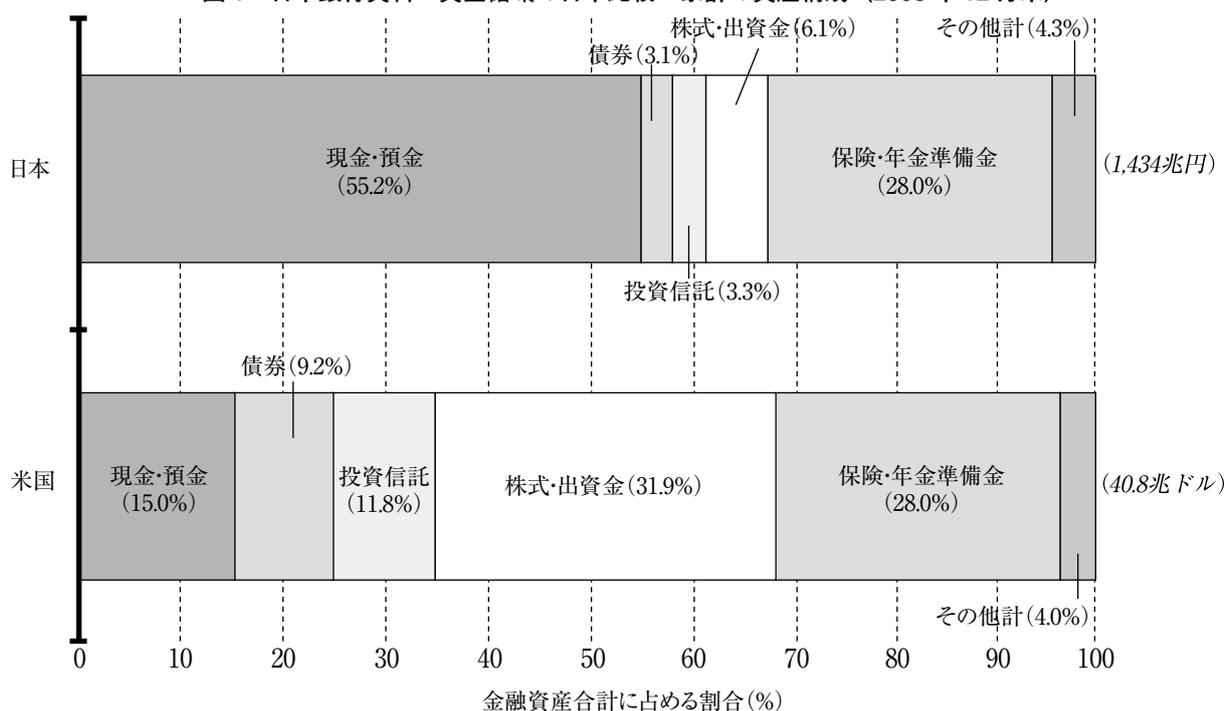
(7) アメリカは2000年までは非営利団体の数値が公表されていたが、現在は公表されていない。

(8) 日本銀行調査統計局 前掲注(6), p.9. 厳密には純資産は、一旦、家計に全額配当され、そこから消費額を控除した分が、家計の個人企業に対する出資金として計上される。

(9) 日本銀行HP〈http://www.boj.or.jp/type/stat/boj_stat/sj/sjhi084q.pdf〉。この図は、2008年12月末の速報値によるため、確報値の表（表4、表5等）とは数字に若干の相違がある。なお、平成21年7月現在、2009年3月末の速報値による図が日本銀行HPに掲載されており、この図は削除されている。

(10) 日本の統計では、MMFは投資信託に含まれるため、アメリカについても同様に示すと推察される。ただし、FRB, “Flow of Funds Accounts”は、MMF（money market mutual fund, 家計の保有割合は3.8%）を現金・預金（deposits and currency）に含めている。2008年の金融危機においてMMFの元本は保証された事実が示すように、米国の制度や商慣行に照らして、実質的に現金・預金に区分することが適切と思われる。

図1 日本銀行資料：資金循環の日米比較・家計の資産構成（2008年12月末）



* 「その他計」は、金融資産合計から「現金・預金」、「債券」、「投資信託」、「株式・出資金」、「保険・年金準備金」を控除した残差。
 (出典) 日本銀行「図表2 家計の資産構成（2008年12月末）」『資金循環の日米比較：2008年4Q』2009.3.24.

で以下の方法でこの相違を極力補正して、家計の資産規模と資産配分を比較する。

日本の統計については、家計と対家計民間非営利団体の値を合算する。アメリカの統計については、家計と個人企業を合算した。ただし、表5で出資と表記した項目 (equity in noncorporate business) には、個人企業の純資産を含むことから、この部分は除外して合算に伴う二重計上を回避した⁽¹¹⁾。これにより、個人企業の持つ実物資産がアメリカの統計に混入することを防止する。

【家計の資産規模】

個人企業を合算し、その純資産部分を調整したことで、アメリカの資産がやや減少し、負債が大きく増加した。このため、1人当たりの純資産では日本がアメリカを上回る結果となった (表6)。

【家計の資産配分】

補正によって日本の数字に大きな変化はないものの、アメリカの数字、特に株式・出資比

率は大きく変化した。すなわち、個人企業を合算し、その純資産部分を調整したことで、アメリカの株式・出資の割合は31.5%から19.0%に大幅に減少した (表7)。

株式・出資と投資信託の合計の配分比率を日本とアメリカについて比較すると、補正前は10%と40%で約4倍の差異があったが、補正後では約3倍(9%と28%)まで差異が縮小している。

3 不動産の状況

家計のリスク資産保有状況を考える上では、住宅・土地といった不動産の保有状況にも目を配る必要がある。日本の家計の保有資産に占める不動産の割合が高いことと、不動産も価格が変動するリスク資産であることから、日本の家計が必ずしも預貯金に偏った資産選択を行っているとは言えないとの指摘がある⁽¹²⁾。

不動産は金融資産と比較して流動性が小さく (売買コストが大きく)、居住用の自宅が多いことから、容易に売買するものではない。した

(11) 家計の“equity in noncorporate business”の75億ドルから、個人企業の純資産・55億ドルを控除した (2008年12月統計)。

表6 日米家計金融資産比較（平成20年末）

	元データ		補正後	
	日本	アメリカ	日本	アメリカ
金融資産 現地通貨	1,427.2 兆	41.2 兆	1,479.7 兆	39.5 兆
円ベース	1,427 兆	3,994 兆	1,480 兆	3,831 兆
同1人当たり	1,118 万	1,294 万	1,159 万	1,241 万
金融負債 現地通貨	375.7 兆	14.3 兆	392.9 兆	19.7 兆
円ベース	376 兆	1,383 兆	393 兆	1,907 兆
同1人当たり	294 万	448 万	308 万	618 万
金融純資産 現地通貨	1,051.5 兆	26.9 兆	1,086.9 兆	19.8 兆
円ベース	1,051 兆	2,612 兆	1,087 兆	1,924 兆
同1人当たり	823 万	846 万	851 万	623 万
為替レート対円	1.00	97.00	1.00	97.00
人口	128 百万	309 百万	128 百万	309 百万
通貨単位	円	米ドル	円	米ドル

(注) 日本の補正は家計（個人企業を含む）と非営利団体の合計。アメリカの補正は家計（非営利団体を含む）に個人を合算して、2重計上となる個人企業の純資産を除外した。

(出典) 日本：日本銀行「資金循環統計」2009.6.17、アメリカ：FRB, "Flow of Funds Accounts," 2009.6.11、為替レート：日本銀行「報告省令レート（平成21年1月分）」、人口：総務省「世界の統計2009」より筆者作成。

表7 日米家計の金融資産配分比較の補正（平成20年末）

	元データ			補正後		
	日本	アメリカ	差	日本	アメリカ	差
現金預金	55.5%	19.1%	36.4%	55.0%	22.5%	32.4%
債券等	3.1%	9.1%	-6.1%	4.7%	9.8%	-5.1%
投資信託	3.4%	8.4%	-5.0%	3.3%	8.7%	-5.5%
株式・出資	6.1%	31.5%	-25.4%	5.9%	19.0%	-13.1%
保険年金	27.9%	28.2%	-0.3%	26.9%	29.6%	-2.7%
その他	4.1%	3.7%	0.4%	4.3%	10.3%	-6.0%

(注1) 日本の補正は家計（個人企業を含む）と非営利団体の合計。アメリカの補正は家計（非営利団体を含む）に個人を合算して、2重計上となる個人企業の純資産を除外した。

(注2) アメリカの株式・出資において、個人企業の純資産に相当する金額を控除した。

(出典) 日本：日本銀行「資金循環統計」2009.6.17、アメリカ：FRB, "Flow of Funds Accounts," 2009.6.11、為替レート：日本銀行「報告省令レート（平成21年1月分）」、人口：総務省「世界の統計2009」より筆者作成。

がって、家計のリスク資産保有を考える上で、金融資産に不動産を単純に加えて議論することには問題があるかもしれない。しかし、日本の不動産は、家屋よりも土地の評価が大きく、その土地価格は株式と同様に大きく変動すること、家計の金融負債の大部分は住宅所得に関するものであること等を考えれば、不動産を含めて家計の資産配分を見ることに一定の合理性は

あろう。

国民経済計算によれば、家計の金融資産に不動産を加えた総額の40%は土地や家屋等であり、これらを含めれば、現金預金の比率は5割超えではなく、3割程度となる（平成19年末、表8）。全国消費実態調査によれば、家計の貯蓄に不動産を加えた総額の73%は土地や家屋等であり、これらを含めれば、預貯金の比率は6

(12) 角川総一「危うい「金融資産」比較、過剰な「投資」誘導論—日本の家計「リスク恐怖症」は本当か—」『金融財政』9671号, 2005.6.16, pp.8-12; 松尾健治「アナリストの目 日本の家計資産はリスク資産（投資）が多く、米国の家計資産とそれほどの差は無い!？」『投資信託事情』546号, 2006.5, pp.7-9.

割超えではなく、2割弱となる（平成16年11月調査,表8）。

アメリカについては、マクロデータ（Flow of Funds）は前述の補正を用いつつ、不動産を含めた配分比率を計算し、合わせて標本調査（SCF：The Survey of Consumer Finances⁽¹³⁾）の

結果からも不動産を含めた家計の資産配分を計算した（表9）。

不動産をリスク資産と見れば、日本の家計の保有するリスク資産比率は高まり、アメリカとの差異は、金融資産だけで比較するよりも小さいものとなる⁽¹⁴⁾。

表8 不動産を含めた家計の資産構成（日本）

国民経済計算				全国消費実態調査			
	残高	資産配分 (金融・含む不動産)			残高 (世帯当たり)	資産配分 (金融・含む不動産)	
現金預金	784兆円	52%	31%	預貯金	859万円	62%	17%
株式以外の証券	117兆円	8%	5%	有価証券	161万円	12%	3%
株式・出資	137兆円	9%	5%				
保険年金	404兆円	27%	16%	保険	338万円	24%	7%
その他	61兆円	4%	2%	その他	26万円	2%	1%
金融資産計	1,504兆円	100%	60%	貯蓄計	1,384万円	100%	27%
住宅等	222兆円		9%	住宅土地	3,658万円		73%
土地	778兆円		31%				
合計	2,503兆円		100%	合計	5,042万円		100%
負債	376兆円			負債	443万円		

(注) 「国民経済計算」は平成19年末値（住宅等は、固定資産金額を用いた）、「全国消費実態調査」は平成16年11月調査（単身世帯を含む）。

(出典) 内閣府「国民経済計算」、総務省「全国消費実態調査」より筆者作成。

表9 不動産を含めた家計の資産構成（アメリカ）

Flow of Funds				Survey of Consumer Finances			
	残高	資産配分 (金融・含む不動産)			資産配分 (金融・含む不動産)		
現金預金	8.9兆ドル	23%	13%	預金等	15%	5%	
債券等	3.9兆ドル	10%	6%	債券等	5%	2%	
投資信託	3.4兆ドル	9%	5%	投資信託	16%	5%	
株式・出資	7.5兆ドル	19%	11%	株式・出資	18%	6%	
保険年金	11.7兆ドル	30%	18%	保険年金	38%	13%	
その他	4.1兆ドル	10%	6%	その他	9%	3%	
金融資産計	39.5兆ドル	100%	60%	金融資産計	100%	34%	
不動産	26.9兆ドル		40%	不動産		66%	
合計	66.3兆ドル		100%	合計		100%	
負債	19.7兆ドル						

(注1) マクロデータ（Flow of Funds）：家計（非営利団体を含む）に個人を合算して、2重計上となる個人企業の純資産を除外した（表6と同一の補正を実施）。

(注2) 標本調査（Survey of Consumer Finances）：出典資料に掲載された表（Table5：家計の金融資産の配分とTable8：非金融資産のうち不動産の配分）を基に作成。

(出典) FRB, “Flow of Funds Accounts,” 2009.6.11; Federal Reserve Board, “2007 Survey of Consumer Finances” より筆者作成。

(13) The Survey of Consumer Finances (SCF) は、米国連邦準備制度理事会（The Board of Governors of the Federal Reserve System=Federal Reserve Board, FRB）が3年毎に公表する、米国の家計の所得、資産等についての標本調査。最新はSCF2007（2007年5月から12月の調査、4,422家計）となる。

4 格差の影響

(1) 所得階層別・金融資産階層別の株式投資比率

標本調査による所得階層別あるいは金融資産階層別の株式投資比率（日本は株式及び株式投信投資比率）を見ると、日本においても、アメリカにおいても、所得上位層あるいは金融資産上位層の株式投資比率が高い（表10）。所得については、現在は低所得であっても多額の資産を保有している可能性もあり、低所得層における株式保有比率は必ずしも低くない。一方、金融資産については多額の金融資産を持つ階層に株式保有比率の特徴的な上昇が見られる。一定水準以上の多額の資産を持ち、リスク許容度が

高い（余裕のある）層が株式投資の中心となっていることが窺える。

野村総合研究所が実施した平成18（2006）年のアンケート調査によれば、日本の富裕層の金融資産の配分は、家計全体のそれとは大きく異なり、リスク性資産の割合が大きく（資産1億円から5億円層の平均は67%、うち株式は29%）⁽¹⁵⁾、アメリカの上位10%層（平均純資産約1.6億円）の資産配分との差異はない。

(2) 格差要因と日米比較

金融資産については、上位階層への集中度が高く（日本は上位20%の階層が6割、アメリカは上位25%の階層が8割のシェアを持つ）、特に株

表10 所得及び貯蓄階層別の家計の株式等投資比率（日本・平成19年 / アメリカ・2007年）

日本	所得階層	I	II	III	IV	V	V / I	Vシェア
	平均貯蓄	1,227	1,589	1,585	1,645	2,550	2.1倍	30%
	株式・株式投信比率	7%	11%	9%	10%	14%	1.8倍	38%
	純貯蓄階層	I	II	III	IV	V	V / I	Vシェア
	平均貯蓄	570	338	844	1,800	5,045	8.9倍	59%
	株式・株式投信比率	6%	4%	4%	6%	14%	2.3倍	79%
	貯蓄階層	I	II	III	IV	V	V / I	Vシェア
	平均貯蓄	115	483	985	1,904	5,110	44.4倍	59%
	株式・株式投信比率	2%	2%	4%	6%	14%	8.3倍	81%
アメリカ	所得階層	I	II	III	IV	V	V / I	Vシェア
	平均貯蓄	23	46	77	165	803	34.3倍	72%
	株式比率	20%	9%	9%	13%	20%	1.0倍	81%
	純貯蓄階層	I	II	III	IV	上位10%	IV / I	IVシェア
	平均貯蓄	4	21	79	925	1,607	252.5倍	83%
	株式比率	4%	4%	5%	19%	22%	4.7倍	97%
	株式・投資ファンド比率	4%	7%	10%	37%	42%	9.0倍	97%

(注1) 日本は万円、アメリカは千ドル表記。

(注2) 日本の各階層とアメリカの所得階層は20%ごと（I～V）。アメリカの純資産階層は25%ごと（I～IV、IVの一部として最上位10%階層を併記）。

(注3) アメリカは株式・株式投信という区分はないため、純資産については投資ファンド（Pooled investment funds、ただしMMFは含まれない）を加えた数値も掲載した。

(注4) Vシェア（IVシェア）とは、貯蓄あるいは株式・株式投信のV階層（IV階層）の保有シェア。

(出典) 総務省「家計調査(貯蓄・負債編) 年報 平成19年」; Federal Reserve Board, "2007 Survey of Consumer Finances" より筆者作成。

(14) 日米の家計資産に占める不動産の割合は、マクロデータでは40%と同水準、ミクロデータでは73%（日本）、66%（アメリカ）と拮抗している。従来は、日本の家計資産に占める不動産の割合が、アメリカと比較して明らかに大きかった。この変化の背景には、アメリカにおける近年の住宅ブーム（バブル）の影響がある。サブプライム危機後の住宅価格の下落の影響は、今後、統計上でも明らかになっていくことが見込まれる。なお、アメリカの統計では、不動産は土地と建物に区分されていないが、評価の大部分は建物が占めると言われる。

(15) 宮本弘之・尾日向竹信『新世代富裕層の「研究」』東洋経済新報社、2006、pp.68-69。

式投資については、上位層の株式保有比率が高いことが加わって、上位層のシェアが極めて高い。アメリカの家計の株式や投資ファンドへの投資の大部分（97%）は、純資産の上位25%の層に依っている。したがって、家計全体の株式保有比率は、資産上位層の動向と、資産格差の程度の影響が大きいことになる。

日本（家計調査・平成19年）の家計全体の株式・株式投信比率は11%、アメリカ（SCF2007）の家計全体の株式比率は18%（投資ファンドを含めれば34%）と大きな差異がある。しかし、日本の純貯蓄第Ⅲ階層（上位40%から60%、平均貯蓄残高844万円）の株式・株式投信投資比率4%と、アメリカの純貯蓄第Ⅲ階層（上位25%から50%、平均貯蓄残高は79,000ドル、日本円で約800万円）の株式投資比率5%（投資ファンドを含めれば10%）の差異は、全体と比較すれば小さい（表10）。また、上位10%の階層を除いた家計の資産配分を計算すれば、日本とアメリカの差異が小さいことが更に明瞭になる（表11）。

中位層までの差異はそれほど大きくないものの、全体として大きな差異が生じる背景には、日本と比較してアメリカの資産格差が大きいこ

とがある。格差を示す代表的な指標であるジニ係数でみれば、日本の家計の金融資産のジニ係数（0～1の範囲で小さいほど格差が小さい）は0.5台、アメリカのそれは0.8台である⁽¹⁶⁾。日本と比較して、アメリカは上位層への資産集中度が高く、上位層と下位層との差が大きい（表10）。アメリカの上位10%の平均貯蓄は161万ドル（約1億6千万円）にも及び、株式投資比率は22%と高い。日本の上位10%の平均貯蓄は6,774万円に留まり、株式投資比率は株式投信を含めても17%に過ぎない。

竹中正治・国際通貨研究所経済調査部長（当時、現龍谷大学教授）は、日本の家計のリスク性資産への投資比率がアメリカの家計と比較して低い要因として、資産分布の格差の相違を指摘している⁽¹⁷⁾。竹中氏は、アメリカの資産格差（資産保有分布）を日本に当てはめれば、日本の家計の保有する株式・株式投信の比率は、9.9%から24.8%に上昇して、アメリカの25.4%に変わらない水準になるとしている（日本は「家計調査・平成18年」、アメリカはSCF2004のデータによる分析）⁽¹⁸⁾。

表11 富裕層を除いた家計の株式等投資比率
（日本・平成19年 / アメリカ・2007年）

	日本		アメリカ	
	平均額	比率	平均額	比率
貯蓄	1,125万円		69千ドル	
株式	71万円	6.3%	4千ドル	6.1%
株式投信			5千ドル	6.8%
公社債投信	29万円	2.6%	0千ドル	0.0%
債券			9千ドル	12.9%
小計	101万円	8.9%	9千ドル	12.9%
除いた富裕層	上位10.5%		上位10%	

（注1）日本は貯蓄額4,000万円以上（上位10.5%）を除いた数字。

（注2）アメリカは純資産上位10%を除いた数字。

（注3）アメリカは投資ファンド（Pooled investment funds）を投資信託とした。

（注4）アメリカの債券には貯蓄債券（Saving Bonds）を含めていない。

（出典）総務省「家計調査（貯蓄・負債編）年報 平成19年」；Federal Reserve Board, “2007 Survey of Consumer Finances” より筆者作成。

(16) 小池拓自「家計資産の現状とその格差」『レファレンス』682号, 2007.11, pp.67-84.

(17) 竹中正治「資産分布格差で読み解く、日米家計のリスク性金融資産比率の相違」（日本金融学会 2008年度秋季大会発表資料）2008.10.12. <http://www.iima.or.jp/pdf/information_exchange2008.pdf>

Ⅲ 資産配分決定の諸要因

1 貯蓄の動機

金融広報中央委員会「家計の金融行動に関する世論調査」⁽¹⁹⁾によれば、貯蓄を行う主な動機は、「病気や不時の災害への備え」（3つまでの複数選択回答の結果、貯蓄保有者の約7割）と「老後の生活資金」（同、約6割）である。これらの動機に続いて、「こどもの教育資金」（同、約3割）と「とくに目的はないが、貯蓄していれば安心」（同、約3割）といった動機が続いている。病気や不時の災害に備えるためには、安全性と流動性の高い預貯金を一定量保有することが望ましい。

総務省の「全国消費実態調査 平成16年」を用いて、貯蓄高階層別の収入、支出、純貯蓄、預貯金額を見れば、預貯金中心の資産構成であることは過半の世帯にとって、貯蓄動機と整合的である（表12-1）。すなわち、貯蓄残高で600万円に満たない層においては、平均的に負債が貯蓄を上回っており、リスク資産への投資を控え、預貯金の比率を高めることは当然と言えよう。貯蓄総額が600万円以上であっても、900万円に満たない層においては、平均的な純貯蓄額は100万円から200万円程度であり、年間消費額を下回っている。この層についても、病気や不時の災害に備える観点から、預貯金中心の資産構成とすることは合理的な選択であろう。この貯蓄額900万円までの階層の世帯割合は53%に及んでおり、過半の世帯は平均的な姿として必要な預貯金を保有していると見られる。

貯蓄額で900万円以上の層については、平

均的な姿として、純貯蓄は500万円を超え、年間消費を大きく上回る預貯金を保有している。この層については、リスク資産を増やす余地があるのかもしれない。特に、総世帯の約2割にあたる貯蓄額が2,000万円を超える層は、家計の貯蓄の7割近くを保有しており、この階層が株式等のリスク資産を増やせば、家計全体の資産配分が大きく変化する。

ただし、貯蓄額が2,000万円を超える層の世帯主の6割以上が60歳以上である点に留意が必要である。2番目に多い貯蓄動機が「老後の生活資金」であったことを考えれば、リスクに対して保守的であることは、合理的な選択の結果と見ることもできよう（表12-2）。

例えば、公的年金の積立金の管理と運用を行う年金積立金管理運用独立行政法人の基本ポートフォリオ（資産配分）は、7割以上を国内債券や短期資産とし、株式への配分は内外合わせて2割である（表13）。国家公務員の年金の管理と運用を行う国家公務員共済組合連合会の基本ポートフォリオは、8割以上を国内債券や短期資産とし、株式への配分は内外合わせて1割に過ぎない⁽²⁰⁾。

これらの法人は、専門のスタッフを揃え、リスクとリターンを検討し、実際の運用では専門の運用会社を使う日本最大級の機関投資家である。機関投資家の選択が単純に個人適用されるわけではないが、一定以上の資産を持つ階層であっても、高齢者が多く、老後の生活資金が重要な貯蓄目的であるならば、リスク資産の積み増しに慎重であっても何ら不思議はない。

(18) 具体的には、日米の資産格差状況を調整するためアメリカの所得階層別の金融資産シェアを日本に当てはめた上で、日本の所得階層別の金融資産シェアと株式・株式投信配分比率の線形回帰の結果を用いて、調整後の日本の所得階層別の株式・株式投信残高を推計している。この残高を合算することで、日本の資産格差がアメリカと同等とした場合の、日本の家計のリスク性金融資産の配分比率を試算している。なお、アメリカのリスク性金融資産は、株式に投資ファンドの1/2を加えた比率としている。

(19) 金融広報中央委員会「家計の金融行動に関する世論調査（二人以上世帯調査）平成20年調査結果」
<http://www.shiruporuto.jp/finance/chosa/yoron2008fut/index.html>

(20) 国家公務員共済組合連合会「積立金等の運用の基本方針」（平成20年4月1日改正）、pp.2-3。
http://www.kkr.or.jp/shikin/basic_policy.pdf

表 12-1 貯蓄階層別（900万円未満）の年間収入・年間消費・純貯蓄・預貯金 (単位：万円)

	全体	150 未満	150 ～ 300	300 ～ 450	450 ～ 600	600 ～ 750	750 ～ 900
年間収入	592	371	466	515	558	583	619
年間消費	339	238	284	296	324	328	354
貯蓄	1,384	64	219	369	521	667	819
預貯金	859	47	137	227	311	388	483
同比率	62%	74%	63%	61%	60%	58%	59%
負債	443	344	529	580	607	552	609
純貯蓄	941	-279	-310	-211	-86	115	210
世帯主分布		14%	10%	9%	8%	7%	6%
35歳未満	14%	41%	30%	22%	16%	13%	8%
35-59歳	46%	37%	47%	50%	52%	55%	57%
60歳以上	39%	22%	23%	28%	32%	31%	35%
内70歳以上	18%	11%	11%	14%	15%	14%	16%

(注) 平成16年11月調査（単身世帯を含む総世帯）。

(出典) 総務省「全国消費実態調査 平成16年」より筆者作成。

表 12-2 貯蓄階層別（900万円以上）の年間収入・年間消費・純貯蓄・預貯金 (単位：万円)

	全体	900 ～ 1,200	1,200 ～ 1,500	1,500 ～ 2,000	2,000 ～ 3,000	3,000 ～ 4,000	4,000 以上
年間収入	592	637	650	688	706	756	907
年間消費	339	358	365	394	406	427	461
貯蓄	1,384	1,040	1,333	1,727	2,430	3,435	6,458
預貯金	859	621	825	1,067	1,546	2,199	4,002
同比率	62%	60%	62%	62%	64%	64%	62%
負債	443	516	417	425	297	297	349
純貯蓄	941	523	916	1,302	2,134	3,138	6,109
世帯主分布		9%	7%	8%	9%	5%	8%
35歳未満	14%	7%	4%	2%	2%	1%	1%
35-59歳	46%	54%	52%	48%	41%	39%	30%
60歳以上	39%	39%	45%	50%	57%	60%	69%
内70歳以上	18%	19%	20%	22%	25%	25%	31%

(注) 平成16年11月調査（単身世帯を含む総世帯）。

(出典) 総務省「全国消費実態調査 平成16年」より筆者作成。

表 13 年金積立金管理運用独立行政法人の基本ポートフォリオ

	国内債券	国内株式	外国債券	外国株式	短期資産	全体
配分	67%	11%	8%	9%	5%	100%
期待収益率	3.0%	4.8%	3.5%	5.0%	2.0%	3.37%
リスク	5.42%	22.27%	14.05%	20.45%	3.63%	5.55%

(出典) 年金積立金管理運用独立行政法人「平成20年度業務概況書」pp.19, 65. より筆者作成。

(http://www.gpif.go.jp/kanri/pdf/kanri03_h20_p04.pdf)

2 株式市場の実績とデフレ傾向

(1) 株式市場の低迷

日本の株式市場の実績は、昨年（平成20年）のマイナス40.6%（東京証券取引所第1部、配当込み）の影響もあって、過去5年、過去10年、

過去15年、過去20年の収益率がマイナスとなっている（表14）。平成19年末を基準としても、デフレからの脱却時期にあたる過去5年（年率13.1%）が高い収益率となった以外では、低調な実績に留まっている。

表 14 東京証券取引所第 1 部 配当込み収益率

		過去5年	過去10年	過去15年	過去20年
累積収益率（年率）	平成20年まで	-2.5%	-1.2%	-2.4%	-4.0%
同上	平成19年まで	+13.1%	+3.3%	+1.8%	+0.1%

(注) 配当込み指数の平成20年末および平成19年末までの期間収益率を年率化（幾何平均）した。

(出典) 東京証券取引所「配当込み株価指数の期間投資収益率」等より筆者作成。

(<http://www.tse.or.jp/market/topix/data/topixroj.pdf>)

表 15 過去10年間の主要先進国（G5）の消費者物価上昇率

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	平均
日本	-0.3%	-0.7%	-0.7%	-0.9%	-0.3%	0.0%	-0.3%	0.3%	0.0%	1.4%	-0.2%
アメリカ	2.2%	3.4%	2.8%	1.6%	2.3%	2.7%	3.4%	3.2%	2.8%	3.8%	2.8%
イギリス	1.3%	0.8%	1.2%	1.3%	1.4%	1.3%	2.1%	2.3%	2.3%	3.6%	1.8%
ドイツ	0.6%	1.4%	1.9%	1.4%	1.0%	1.8%	1.9%	1.8%	2.3%	2.8%	1.7%
フランス	0.6%	1.8%	1.8%	1.9%	2.2%	2.3%	1.9%	1.9%	1.6%	3.2%	1.9%

(注) 平均は、1999年から2008年の上昇率を平均したもの（幾何平均）。

(出典) EURO stat, “Harmonized Indices of Consumer Prices (HICPs)” より筆者作成。

資産配分の決定においては、各資産の期待収益率とリスク（変動率）ならびに相互の相関が重要な鍵とされる。前述の年金積立金管理運用独立行政法人は、国内経済の成長を前提として国内株式の期待収益率を4.8%（リスク22.27%）、外国株式については実績をもとに期待収益率5.0%（リスク20.45%）と想定して平均・分散アプローチから基本ポートフォリオを定めている（表13）。過去の実績収益率は、将来の期待収益率とは異なるものの、低調な実績が継続する日本の株式市場の現状は、家計の株式市場に対する期待収益率を厳しく見積らせ、家計が預貯金中心の資産配分を維持する要因の1つとなっている可能性が高い。

また、サブプライム問題を契機とした世界的な金融危機⁽²¹⁾によって、金融証券市場のリスクが極めて大きい事実が再認識された。实体经济についても、米国の過剰消費を前提とする成長路線は再構築が必要となっている。リスクとリターンの両面から、株式市場への評価は厳しいものとなる。

(2) デフレ経済の継続

日本のインフレ率は先進諸国の中にあって、極めて低い水準にある。特に、近年はデフレ傾向が継続している（表15）。近年、日本ではインフレが経済問題となることはなく、むしろデフレの克服が盛んに議論されてきた。

預貯金の最大のリスクは購買力が失われるインフレであり、デフレ経済においては預貯金こそが最も有利な資産選択となる。バブル経済の崩壊以降、家計が預貯金中心の資産配分を選択してきたことは、デフレ経済の中では極めて合理的な選択であったと言えよう。

IV 「貯蓄から投資へ」

1 経緯と具体策

(1) 金融ビッグバンと小泉構造改革

個人に対して株式や投資信託等への投資を奨励する先駆は、橋本内閣が推進した「金融ビッグバン⁽²²⁾」である。橋本龍太郎首相（当時）は、「金融システム改革は、個人金融資産のより有

(21) 世界的な金融危機によって、経済のグローバル化や市場重視の政策の見直しが生じている。「貯蓄から投資へ」の政策にも見直しが入る可能性があるが、この論点については今後の課題としたい。

(22) 金融分野全般にわたる規制緩和策。「フリー」、「フェア」、「グローバル」の原則のもと、規制の撤廃・緩和（外為法の改正、株式売買手数料の自由化、業態間の垣根の撤廃等）、ディスクロージャーの充実徹底、会計制度の見直しや法制度の整備等が順次実施された。

利な運用や成長産業への円滑な資金供給を図るために、我が国の金融システムの効率性、利便性を高めることを目指す我が国金融市場の根本的な改革」⁽²³⁾としている。

政府方針に「貯蓄から投資へ」との文言が登場したのは、小泉内閣時代である。平成13年6月、小泉内閣は、「今後の経済財政運営及び経済社会の構造改革に関する基本方針概要」(いわゆる「骨太の方針第1弾」)を閣議決定した。「骨太の方針」は、「聖域なき構造改革」を掲げ、不良債権問題の解決に加えて、7分野⁽²⁴⁾の構造改革を提示した。その1つである「チャレンジャー支援プログラム—個人、企業の潜在力の発揮」において、「「頑張りがいのある社会システム」を構築するため、従来の預貯金中心の貯蓄優遇から株式投資などの投資優遇へという金融のあり方の切り替えや起業・創業の重要性を踏まえ、税制を含めた諸制度のあり方を検討する」⁽²⁵⁾との方針が定められた。

(2) 多様性と利便性の拡大

金融ビッグバンによる株式売買手数料の自由化、取引所集中義務の撤廃、運用商品の規制緩和、業態間の業務規制の緩和によって、手数料の大幅な低下、様々な新商品(私募投信、不

動産投信、ETF等)、銀行での投資信託販売等が実現した⁽²⁶⁾。

小泉構造改革においては、骨太の方針を受けて、個人投資家が主役の証券市場の構築に向けた政策が金融庁を中心に展開された⁽²⁷⁾。具体的には、①証券市場の信頼向上のためのインフラ整備(市場監視の強化、四半期短信等)、②魅力ある投資信託の実現(ETFの普及促進、分かりやすい目論見書等)、③税制改革(申告不要制度の創設等)、④投資家教育の4つの観点の施策が講じられた⁽²⁸⁾。投資しやすい市場の整備の観点から、株式投資単位の引下げの促進や、証券仲介業の導入が実現している。

2 政策の成果

(1) 個人投資家の動向

株式投資単位の引き下げ、株式売買手数料の低下、インターネットトレードの普及等によって、個人株主数は急激に増加し、個人投資家による売買も活発化⁽²⁹⁾している。全国の証券取引所のまとめ⁽³⁰⁾によると、平成20年度末の個人株主数(延べ人数)は、平成8年度以降、13年連続で過去最高を更新して、4,223万人となっており、インターネット取引口座は1,501万口座と5年前の3倍に増加している。ただし、

⁽²³⁾ 第142回国会衆議院会議録第27号 平成10年4月9日 p.5.

⁽²⁴⁾ ①民営化・規制改革、②チャレンジャー支援、③保険機能強化、④知的資産倍増、⑤生活維新、⑥地方自立・活性化、⑦財政改革の7プログラム。

⁽²⁵⁾ 「今後の経済財政運営及び経済社会の構造改革に関する基本方針」2001.6.26. <<http://www.kantei.go.jp/jp/kakugikettei/2001/honebuto/0626keizaizaisei-ho.html>>

⁽²⁶⁾ 金融分野の規制緩和については、重田正美「金融(1)戦後の金融改革の流れ」・鳳佳世子「金融(2)金融分野における業際規制」『経済分野における規制改革の影響と対策』(調査資料2008-6)国立国会図書館, 2009, pp.103-117.を参照。

⁽²⁷⁾ 金融庁が平成13年8月に取りまとめた「証券市場の構造改革プログラム」では、証券市場を活性化し、直接金融(含む市場型間接金融)の機能を高めることが喫緊の課題であるとされ、個人投資家の「貯蓄から投資への転換」を推進することが明記されている。<<http://www.fsa.go.jp/news/newsj/13/kinyu/f-20010808-2b.pdf>>

⁽²⁸⁾ 「証券市場の構造改革プログラム」以降も、金融庁は、「証券市場の改革促進プログラム」(平成14年)、「個人株主の育成・拡大に向けたアクション・プラン策定の要請」(平成15年)、「金融改革プログラム」(平成16年)等を通じて、個人投資家の証券市場への参加を推進した。

⁽²⁹⁾ 平成17年には、東京証券取引所の委託売買の内、株数ベースで54%、代金ベースで38%を個人投資家が占めた(東京証券取引所『東証要覧 FACT BOOK 2009』2009, p.24.)。

⁽³⁰⁾ 東京証券取引所ほか「平成20年度株式分布状況調査の調査結果について」2009.6.19. <http://www.tse.or.jp/market/data/examination/distribute/h20/distribute_h20a.pdf>

個人の証券市場への参加はデイトレーダー等の短期売買も少なくなく、上場株式のうち個人投資家が保有するシェアは20%と過去10年間で大きな変動はない。

アメリカ家計の株式保有比率は17.9%、投資ファンド保有比率は11.4% (SCF2007) に対して、日本の家計の株式・株式投信保有比率は18.1%、債券・公社債投信保有比率は8.4% (全国消費実態調査 平成16年) であることを踏まえると、日本の家計が投資の裾野が極端に小さいわけではない。しかし、株式投資に全く関与しない家計が多いことから、岩崎薫里・日本総合研究所主任研究員は「投資への参加者が依然として限定的」、「リスク資産に対する意識面での抵抗が強い」として、投資の裾野を更に拡大する必要性を指摘している⁽³¹⁾。一方、松浦克己・広島大学教授は、郵政総合研究所「家計と貯蓄に関する調査」から、日本の家計の株式保有比率(株式を保有する家計の割合)を14%程度(平成16年)と推定して、「フランス、ドイツあるいは1990年代前半の米国並みで、国際的に見てとりわけ低いわけでも高いわけでもない。いわば平均的な水準である」と指摘している⁽³²⁾。

(2) 証券保有の状況

家計の保有する金融資産の残高動向を過去10年について整理すれば、株式・出資は、時価下落の影響が大きく減少傾向にあるが、投資信託は着実に増加している。また、個人向け国債が平成15年3月から発行されたことで、家計の保有する国債の増加も顕著である(表16)。金融資産に占める証券の割合は平成18年度末に20%に達した(その後の株価下落の影響が大きく、平成20年度末は12%となっている)。残高ベースでの拡大は投資信託等に限られている。

(3) 投資信託の問題点

総務省「家計調査(貯蓄・負債編)」により、世帯主の年齢階層別の状況を見れば、60歳台と70歳以上の世帯は、着実に株式・株式投信の割合を増加させて、10%を上回っている(表17)。株式投資が全体として増加していないことから、株式投信がこの増加に貢献している可能性が高い。南波駿太郎・富士通総研シニアフェローは、このような高齢世帯の資産選択行動の変化と日本の高齢化が重なれば、日本の家計のリスク資産保有比率は急上昇するとの見方を示している⁽³³⁾。

表16 過去10年間の家計の証券保有状況

(単位:兆円)

年度	金融資産		証券		株式・出資			投資信託			国債		
	残高	残高	比率	残高	売買	時価	残高	売買	時価	残高	売買	時価	
平成11(1999)	1,401	221	16%	138	+3	+40	32	+2	+3	7	-0	-0	
平成12(2000)	1,389	189	14%	107	-2	-29	34	+7	-5	10	+3	+0	
平成13(2001)	1,371	158	11%	85	-1	-21	30	-1	-2	12	+2	-0	
平成14(2002)	1,357	135	10%	72	-0	-13	28	+1	-3	13	+0	+0	
平成15(2003)	1,408	183	13%	118	-2	+48	33	+0	+5	15	+2	-0	
平成16(2004)	1,427	207	15%	134	+1	+15	37	+3	+0	22	+7	+0	
平成17(2005)	1,517	290	19%	197	-2	+66	52	+9	+7	28	+7	-1	
平成18(2006)	1,544	309	20%	201	-1	+5	65	+10	+3	33	+5	+0	
平成19(2007)	1,465	227	16%	120	-1	-80	63	+11	-12	36	+2	+1	
平成20(2008)	1,410	170	12%	80	+1	-41	47	+2	-18	36	-0	+0	

(注) 平成20年度は速報値。

(出典) 日本銀行「資金循環統計」より筆者作成。

(31) 岩崎薫里「Studies 個人の金融資産選択の現状と課題」『Business & Economic Review』205号, 2007.11, pp.69-92.

(32) 松浦克己「なぜ日本家計の株式投資シェアは低いのか」『証券アナリストジャーナル』44(8), 2006.8, pp.15-25.

表 17 世帯主年齢階層別貯蓄額と株式等投資比率

(単位：万円)

世帯主年齢階層別貯蓄額		平成 14 年	平成 15 年	平成 16 年	平成 17 年	平成 18 年	平成 19 年	平成 20 年
30 歳未満	貯蓄額	366	314	351	384	259	255	272
	うち株式・株式投信	5	5	9	4	9	14	12
	同比率	1.4%	1.6%	2.6%	1.0%	3.5%	5.5%	4.4%
30 歳代	貯蓄額	726	742	709	691	696	648	635
	うち株式・株式投信	32	21	32	31	48	34	34
	同比率	4.4%	2.8%	4.5%	4.5%	6.9%	5.2%	5.4%
40 歳代	貯蓄額	1,129	1,151	1,158	1,181	1,167	1,118	1,179
	うち株式・株式投信	39	57	47	61	81	75	104
	同比率	3.5%	5.0%	4.1%	5.2%	6.9%	6.7%	8.8%
50 歳代	貯蓄額	1,825	1,768	1,729	1,747	1,752	1,697	1,675
	うち株式・株式投信	112	88	128	125	136	156	132
	同比率	6.1%	5.0%	7.4%	7.2%	7.8%	9.2%	7.9%
60 歳代	貯蓄額	2,319	2,365	2,379	2,367	2,412	2,474	2,288
	うち株式・株式投信	152	160	178	220	266	281	246
	同比率	6.6%	6.8%	7.5%	9.3%	11.0%	11.4%	10.8%
70 歳超	貯蓄額	2,552	2,512	2,517	2,586	2,481	2,426	2,415
	うち株式・株式投信	187	165	224	274	290	329	311
	同比率	7.3%	6.6%	8.9%	10.6%	11.7%	13.6%	12.9%
全体	貯蓄額	1,688	1,690	1,692	1,728	1,722	1,719	1,680
	うち株式・株式投信	102	97	120	142	166	182	171
	同比率	6.0%	5.7%	7.1%	8.2%	9.6%	10.6%	10.2%

(注) 各暦年における 4 回の調査の平均値。

(出典) 総務省「家計調査(貯蓄・負債編)」平成 14-20 年より筆者作成。

ただし、拡大する投資信託市場の牽引役が、毎月決算型投信⁽³⁴⁾やリスク限定型投信⁽³⁵⁾であることには注意が必要である。毎月決算型投信の残高は 16 兆円余(平成 21 年 6 月末)に及び、追加型株式投信 44 兆円の 36%を占める⁽³⁶⁾。分類上は株式投信であるものの、組み入れ資産は外国債券、とりわけ先進諸国の国債が中心である。「貯蓄から投資へ」の大きな目的であるリスクマネーの供給の拡充への貢献は少ないと言わざるを得ない。

これらの投信は、リスクがあるものの、安

定的な配当や高利回りをセールスポイントとして売られている。家計が、リスク資産を積極的に購入したと言うよりも、長く継続する低金利のために、預貯金からシフトした可能性が高い。昨今の円高や株式市場の下落によって、評価額が急落したり、元本が毀損したりする事例も少なくなく、国民生活センターへの投資信託についての相談件数は急増している(平成 16 年度: 531 件、平成 18 年度: 992 件、平成 20 年度: 1,790 件)⁽³⁷⁾。投信の増加を政策の成果として積極的に評価すべきか否か、投信の売れ筋や高齢者

(33) 南波駿太郎「高齢化社会における家計の資産選択行動の変化とその含意」『Economic Review』12 巻 2 号、2008.4, pp.26-49.

(34) 外国債券(商品区分上は株式投信)を主要投資対象とし、毎月分配金を支払う設計の投資信託。為替リスク、金利リスク、信用リスク等がある。

(35) 株価や為替等が事前に決定された条件を満たした場合に元本の一定の割合が保証される投資信託。条件を満たす場合には、預金金利を上回る配当が確保される設計が多い。実質的にはオプションの売りを行っているため、相場変動が大きい場合には、元本が毀損される。

(36) 投資信託協会「株式投信(追加型)の商品分類別内訳 2009 年 6 月」〈<http://data.toushin.or.jp/result/getuji/g5-1.html>〉

の相談事例⁽³⁸⁾からは、楽観的な判断は難しい。

3 マクロ経済政策

「金融ビッグバン」や「貯蓄から投資へ」が推進された背景には、金融市場を整備することで、間接金融（銀行預金と融資等による金融）中心の日本の金融システムを転換する必要性があるとの理解があった。個人金融資産を預金から有価証券（株式や債券等）にシフトさせ、リスクマネーの供給を活性化させることが、起業や新たなビジネスの発展を支え、経済成長を促進すると考えられた。また、株式持合いは、系列取引やメインバンクシステムの象徴であり、これを解消していくことは、自由かつ競争的な日本経済を生みだして、成長力を高めることに繋がるものと期待されていた。

不良債権処理と銀行の自己資本規制の観点、すなわち銀行のリスク管理の視点からも、株式持合いの解消は重要な課題であった。株式持合いの解消を進めるため、安定的に株式を保有する新たな主体として、家計への期待が高まった。

家計のリスク資産保有を増加させる必要性や可能性を示す根拠として、外国、特にアメリカとの比較が用いられたことには注意が必要である。例えば、竹中平蔵・国務大臣（当時）は国際比較を紹介しつつ、「日本の現金、預金への、銀行預金への依存が余りに高い、これは方向としてやはり是正される余地があるのではない

か」⁽³⁹⁾と指摘し、また、福井俊彦・日本銀行総裁（当時）はアメリカとの比較を踏まえて、「日本の家計金融資産には、リスクマネーとして活性化されうる潜在的な力が、まだかなり眠っている可能性があります」⁽⁴⁰⁾と発言している。統計の相違点などに細心の注意を払うべき外国との比較が単純に用いられ、金融や経済を担当する大臣や中央銀行の総裁が「貯蓄から投資へ」を推進する発言を積極的に行っていたことは、マクロ経済の視点がこの政策の強い動機であったことを窺わせる。

マクロ経済面の要請を背景として、家計の貯蓄が注目されている点において、戦後の経済復興から高度成長期における貯蓄奨励運動⁽⁴¹⁾と近年の「貯蓄から投資へ」政策には相通じるものがある⁽⁴²⁾。前者は経済全体の貯蓄不足への対処、後者は貯蓄の中身を株式等のリスク資産に振り向けることを狙いとしており、細部は異なるものの、マクロ経済政策の一環として、家計の資産選択行動に政府が働き掛ける点で類似性が高い。金融に関する情報普及活動を行うことで、「貯蓄から投資へ」の政策の一翼を担っている金融広報中央委員会の前進が、貯蓄奨励運動を推進した貯蓄増強中央委員会である点も興味深い。

直近では、家計には過剰な貯蓄が眠っていると見て、内需主導経済に転換するため、「貯蓄から消費へ」の政策を進めるべきとの提言⁽⁴³⁾

(37) 「消費生活入門—相談トピックス—投資信託」2009.7.17. 国民生活センター HP <http://www.kokusen.go.jp/soudan_topics/data/tousin.htm>

(38) 同上

(39) 第159回国会衆議院財務金融委員会議録第23号 平成16年5月11日 p.9.

(40) 日本銀行「家計の生活経営が切り拓く日本の新時代」（『イエコノミー・シンポジウム』における福井総裁基調講演要旨）2007.2.25, p.7. <<http://www.boj.or.jp/type/press/koen07/ko0702c.pdf>>

(41) 大蔵省（当時）と日本銀行が貯蓄奨励運動を国家レベルで展開し、学校教育との連携、少額貯蓄非課税制度（マル優）等貯蓄優遇税制の確立、郵便貯金制度の拡充等によって、国民の貯蓄性向を高める政策を推進した。

(42) 小池拓自「金融経済教育」『青少年をめぐる諸問題』（調査資料2008-4）国立国会図書館, 2009, pp.79-99.

(43) 『家計に眠る「過剰貯蓄」：国民生活の質の向上には「貯蓄から消費へ」という発想が不可欠』（NIRA 研究報告書）総合研究開発機構, 2008. <<http://www.nira.or.jp/pdf/0804report.pdf>>

NIRA 総合研究開発機構 HP 内 <http://www.nira.or.jp/outgoing/report/entry/n081121_276.html>

この報告書の要約は、上村敏之「家計に眠る過剰貯蓄：「貯蓄から消費へ」の政策対応を」『ESP』520号, 2009.3・4, pp.71-74. を参照。

も見られる。家計の貯蓄（資産）はマクロ経済運営の「魔法の杖」の様相である。しかし、少子高齢化が進むなかで、家計の貯蓄率自体は低下傾向にあり、今後も更に低下することが見込まれる⁽⁴⁴⁾。毎年の貯蓄⁽⁴⁵⁾が減少傾向にある中、家計の貯蓄を源泉とした株式などのリスク資産の積み増しや、消費拡大は容易ではないことを覚悟する必要がある。

おわりに

日本の家計金融資産の過半は、現金預金であり、安全志向が強いと言われる。その根拠として、アメリカの家計の状況を参照することが多い。しかし、イギリスやドイツと比較すれば、日本の家計が極端に安全志向とは言い難い。アメリカとの比較についても、統計の定義、不動産保有の状況、アメリカ社会の大きな格差問題等を勘案すれば、差異はかなり縮小する。また、富裕層を除いた標準的な家計において、両国の差異はほとんどない。歴史的に見ても、格差の大きかった戦前や、株式市場が好調であったバブル期には、日本の家計もリスク資産を現在よりも多く保有しており、日本の家計がリスク資産をアメリカと比較して多く持たない背景には、資産格差が小さいこと、デフレ経済下で株式市場の低迷が続いていたこと等の影響が大きいと考えられる。

家計のリスク資産保有のあり方を考える上では、相対基準である国際比較に留まらず、家計の実情を見る絶対基準の視点が求められる。日本の過半の家計は、金融資産から負債を控除した純資産が、平均的にはマイナスか、プラスであっても年間消費額に満たない水準であることから、リスク資産を増やす状況にあるとは言えない。資産を多額に保有する上位層であって

も、その世帯主が高齢化しており、リスク資産の積み増しに慎重であることは合理的でさえある。

橋本内閣の推進した「金融ビッグバン」や小泉内閣から進展した「貯蓄から投資へ」政策には、主にアメリカとの比較を前提として、家計のリスク資産保有を増加させることで、経済の発展を図る狙いがあった。株式持合いの解消、確定給付年金の資産見直し（株式投資比率の引き下げ）が続く状況から、リスクマネーの供給源として、家計の資産への期待は今後も高まる方向にある。

金融規制の緩和による利便性の向上や手数料の低下は、家計への金融サービスの利便性を高めた点でプラスであったと評価できよう。投資家保護のために情報開示を拡充し、市場監督を強化したことは、市場の透明性や効率性を促進し中長期的な経済成長に寄与しよう。金融経済教育を推進することも、個人の生きる力を高める意味で重要な取り組みである。デイトレーダー等の短期売買が少なくない、投資知識が浸透していないといった問題点もあるが、個人投資家が増加したことや、投資信託への認知が広がったことは、これらの政策の1つの成果であろう。

ただし、繰り返しになるが、単純な他国との比較だけで、個人（家計）のリスク資産保有の多寡を判断することは出来ない。マクロベースの家計のリスク資産保有比率は、様々な要因で決まるものであり、金融行政等の政策によって、必ずしも高まるものではない。マクロ経済政策上の視点の前に、各家計が、所得や資産の状況を踏まえて、そのリスク負担余力に応じて、適切な資産を選択できる環境を整備する姿勢こそが求められている。

（こいけ たくじ）

(44) 例えば、梶善登「我が国の家計貯蓄率の動向」『レファレンス』680号, 2007.9, pp.175-193.を参照。

(45) ここでの貯蓄は、可処分所得から消費を差し引いた部分であり、預貯金だけでなく証券投資も含む。「貯蓄から投資へ」の貯蓄は、預貯金等の安全資産を指す。