

みずほりポート

2002年11月12日発行

家計の貯蓄と資産選択行動

減少する家計資産と高まる安全資産選好

みずほ総合研究所

本誌に関するお問い合わせは
みずほ総合研究所株式会社 調査本部 電話（03）3201-0531 まで。

要旨

1. 家計の貯蓄率（国民所得統計ベース）は1970年代後半から低下トレンドにあったが、近年は10～12%の水準で横ばいとなっている。高齢化などが貯蓄率の低下要因として働く一方で、デフレ下での消費・投資の先送り、生涯所得見通しの悪化などが押し上げ要因となっている。
2. 90年代は、所得の低迷などからフローの貯蓄が減少する一方で借入も減っており、家計はバランスシートの改善を図っている。貯蓄から借入を引いた家計の資金余剰幅は急速に減少し、他部門への資金供給力が細ってきている。家計の金融資産残高も、2000年度、2001年度と戦後初めて減少した。
3. 金融資産の内訳を見ると、現金・預貯金など安全資産の比率が極めて高く、株式などリスク資産の比率が低い。こうした傾向は時系列で見ても一貫しており、ここ数年については金融ビッグバンを実施したにもかかわらず、安全資産比率が上昇傾向にある。また、家計の安全資産選好は、年齢や保有資産規模別に見ても共通している。
4. 安全資産選好が強い要因として、家計の資産に占める実物資産の割合が大きいため、流動性の高い預貯金保有ニーズが高いこと、預貯金保有が有利となるような金融市場構造だったこと、90年代は土地や株式の収益率が悪かったこと、各種の不安により家計の生涯所得見通しが悪化したこと、等が考えられる。
5. 今後を展望すると、当面は厳しい経済・金融情勢が続き所得の増加が期待できないため、家計は財布のヒモを緩めず貯蓄率はほぼ横ばいで推移するだろう。キャピタルロスも発生することから、金融資産残高の減少が続く可能性が高い。中長期的には所得の増加や資産価格の上昇から金融資産残高が増加に転じる局面もあろう。ただし、人口高齢化に伴う世帯構成変化が、今後マクロベースで見た貯蓄率やフローの貯蓄額を押し下げる方向に働くとみられる。
6. 家計の安全資産選好は当面変わらず、状況によっては一段と強まる可能性もあろう。ただし、個人資産が流動性資産に滞留していることや金融市場改革の進展など、家計の資産選択が変化する条件がこれまでに比べ整ってきたことには留意する必要がある。
7. 90年代に入り、資産価格の低迷や人口高齢化を受けた社会・制度の見直しなどにより、高い実物資産保有率、高い貯蓄率、預貯金中心の運用という家計行動の前提となっていた環境が様変わりしたにもかかわらず、収益率の低迷や将来不安などから家計はやむをえず貯蓄意欲を高め、安全資産を選択している。高齢化により貯蓄率が下がっても豊かな生活を送れるようになるためには、マイホーム購入を前提とした住宅政策を見直すこと、老後保障の全体像をきちんと示すこと、金融資産のリターンを高めることなど、様々な改革が求められる。

（経済調査部 足立真紀子 小西由樹子）

目次

1. はじめに	1
2. 家計の貯蓄行動	1
(1) 家計の貯蓄率	1
a. 家計貯蓄率の推移	1
b. 家計貯蓄率の変動要因	2
c. 年齢階層別の動き	3
(2) 家計の金融資産残高の状況	3
3. 家計の金融資産選択の動向	4
(1) 家計の金融資産選択の特徴	4
(2) 世帯階層別の動向	4
4. 家計の安全資産選好の背景	5
(1) 住宅投資行動	5
(2) 金融市場の構造	5
a. 金融商品課税	5
b. 郵便貯金の存在	6
c. 株式投資に伴う負担	6
d. 投資に関する情報・教育の不足	6
(3) 収益率の動向	6
(4) 各種の不安	6
5. 今後の展望	7
(1) 家計貯蓄の見通し	7
a. 当面の見通し	7
b. 中長期的見通し	7
(2) 資産選択行動の見通し	8
a. 当面の見通し	8
b. 中長期的見通し	8
(3) 家計の貯蓄・資産選択行動の変化には何が必要か	9

1. はじめに

家計部門のフローの貯蓄額は、景気低迷による所得の減少などから 90 年代に入って減少傾向にある。これにキャピタルロスが加わって、ストックベースで見た個人金融資産残高は、2000 年度、2001 年度と、戦後初めて減少に転じた（図表 1）。2002 年度についても、株価の下落が続いていることや、「家計の金融資産に関する世論調査」（2002 年）で 1 世帯当たり平均保有額が「収入減による貯蓄取崩し」を主な理由として減少していることなどを考えると、3 年連続で減少する可能性が高い。家計の金融資産が好不況にかかわらず増え続けるといふこれまでの状況は、転機を迎えた可能性がある。

家計金融資産の内訳を見ると、他の先進国に比べて現金・預貯金など安全資産の比率が極めて高く、株式などリスク資産の比率が低い特徴がある（図表 2）。個人資産の選択肢を増やしてリスクマネーへの供給ルートを広げようとの狙いから、日本型ビッグバンと言われる金融・証券市場改革が実施されてきたが、家計の安全資産比率は近年一層高まる傾向にある。

家計の金融資産が減少するなかで、安全資産選好が強まるという動きは今後も続くのだろうか。また、少子高齢化が一段と進むことが確実であり、それを背景に社会保障制度や雇用・賃金システムの見直しも進みつつある。こうした変化は、家計の貯蓄・資産選択行動にどのような影響を与えるのだろうか。

本稿では上記の問題意識から、まず、家計貯蓄率のこれまでの推移と変動要因、世帯属性別で見た特徴（家計は可処分所得をどのように消費と貯蓄に振り向けてきたか）を整理し、家計の金融資産残高の推移（その結果、家計の資産蓄積はどう進んだか）を概観する。そのうえで家計の資産選択の推移とその背景（家計は蓄積された資産をどのように配分したか）を検討し、今後を展望することとしたい。

2. 家計の貯蓄行動

(1) 家計の貯蓄率

a. 家計貯蓄率の推移

家計の貯蓄率を国民所得統計ベースでみると¹、70 年代前半まで上昇し、オイルショック時には 20% を超える水準までに急上昇したが、その後は緩やかな低下トレンドに転じている（図表 3）。新基準（93SNA）に基づき改定された国民所得統計では、家計の貯蓄率は 90 年代半ばまで低下を続けた後、近年 10～12% のレンジで横ばい傾向となっている²。

¹ 家計貯蓄率の統計としては他に家計調査ベースのものがあり、こちらは 80 年代以降上昇トレンドにある。両者の動きの違いの理由として、カバレッジの違い（家計調査は勤労者世帯のみが対象で単身世帯や自営業者、無業者は含まない）、定義の違い（国民所得統計では各種の擬制のもとに国全体の家計の貯蓄率を推計している）などが考えられる。

² 新旧統計においては貯蓄率の概念が異なるため両者の比較はできない。旧基準（68SNA）の統計では 90 年代に入って貯蓄率がやや反転し、その後 14% 近い水準で横ばいとなっており、新統計では貯蓄率の姿

日本の家計貯蓄率は国際的にみて高水準と言われてきたが、90年代に入ってその印象はかなり薄れており、現在は主要先進国の平均程度となっている（図表4）。

b. 家計貯蓄率の変動要因

家計貯蓄率を巡る主要な要因とそれらの推移を整理したのが（図表5）である。以下、これらについてみていこう。

（a）70年代前半までの貯蓄率上昇の背景

60年代から70年代前半までは、主に次のようなものが貯蓄率を高める方向に働いたとみられる。70年代初頭までは高度成長の下で所得の伸びが高く、ほとんど毎年事前の予想を上回っていたため³、所得の増加に消費の伸びが追いつかず、結果として貯蓄率が高まった。インフレ率が高く、保有金融資産の実質価値の目減りに備える必要があった。特にオイルショック時にはインフレ率の急上昇を受け、貯蓄率は71年の17.8%から74年の23.2%へと急上昇した。金融資産残高の蓄積が不足しており、資産形成途上にあった。住宅ローンを始め消費者信用の発達が遅れていたことから、先に貯蓄をしないと投資や消費ができない状況にあった。貯蓄優遇税制（マル優：一定限度までの預金に対する利子を非課税とするもの）が存在し、かつその枠がかなり大きかった⁴。所得に占めるボーナスの比率が上昇傾向にあった（このころのボーナスは金額の変動が大きいこともあり、そのかなりの割合が貯蓄に回されていた）。社会保障制度の整備が不十分で、老後の生活に向けて自分で貯蓄する必要があった。

（b）70年代後半以降の貯蓄率低下トレンドの背景

70年代後半になると、上記の要因が次第に消滅していった。オイルショックを契機に成長率が下方屈折し、所得の伸びが低下した。インフレが沈静化した。金融資産の蓄積が進んだ。住宅ローンを始めとする消費者信用が発達した。ボーナスが年収の一定割合として制度的に組み込まれるようになった。73年に公的年金給付水準の大幅な引き上げ、物価自動スライド制の導入など社会保障制度の改善がはかられ、その後も給付対象の拡充などの整備が進んだ。高齢者比率が上昇した。

80年代後半には貯蓄率の低下ペースが加速した。資産価格の上昇に伴い家計はキャピタルゲインを得たが、これは可処分所得にカウントされない一方で、ここから消費に回った分は消費にカウントされるため、定義上貯蓄率が押し下げられたとみられる⁵。

（c）90年代後半の貯蓄率持ち直しの背景

90年代後半になると、貯蓄率の低下傾向に歯止めがかかり、近年では10～12%の水準で

が変わっている。この主な理由として、内閣府は、93SNAでは1)現物社会給付が可処分所得、消費双方から外れたこと（上方改定要因）、2)貸倒金の償却が貯蓄、可処分所得から外れたこと（下方改定要因）をあげている。（内閣府「わが国の93SNAへの移行について」平成12年11月）

³ 高度成長期には、実際の成長率が予想成長率をほとんど常に上回っていたのに対し、オイルショック後は、実際の成長率が予想成長率を常に下回る傾向にあった（吉川「日本経済とマクロ経済学」）。

⁴ 図表17参照。

⁵ 貯蓄率 = (可処分所得 - 消費) / 可処分所得 * 100。

横ばいとなっている。所得の伸びの鈍化や高齢化の加速などが引き続き貯蓄率の低下要因として働く一方で、次のようなことが上昇要因として作用したためと考えられる。

デフレが金融資産の実質価値を高める一方で、投資や消費を先送りする誘因となったこと、雇用・所得環境の悪化や資産価格の下落によるキャピタルロスが発生したこと、

不況の長期化や企業のリストラ加速、年金制度改正による将来の年金給付水準の切り下げなどにより家計の生涯所得見通し⁶が悪化したため、貯蓄の必要性に対する認識が再び強まったこと。この時期に財政赤字が急激に拡大したことが将来の増税を予想させ、消費意欲の減退につながった可能性もある⁷。

(d) まとめ

以上から、個々の家計が消費、貯蓄を決定するにあたって考慮する要因のうち、経済要因はその時々によってプラスマイナス両方の影響を与えてきた。制度的な部分は70年代後半以降、貯蓄率を低下させる方向に働いてきたが、90年代後半には、貯蓄率の上昇要因となったとみられる。マクロの集計要因のうち、高齢化の影響については、貯蓄率の下押し圧力として働きつづけ、90年代に高齢化のペースが速まったことから、貯蓄率の引き下げ圧力も強まったとみられる。

c. 年齢階層別の動き

家計調査で勤労者世帯の貯蓄率を年齢階層別に見ると、30～50歳代の貯蓄率が高く、かつ上昇傾向にある。これらの世代では住宅ローンの返済負担が貯蓄率を押し上げているケースが多いことに加え、雇用や所得の先行き不安から不況下でも金融資産の積み増しテンポが鈍化していないことが見て取れる（図表6）。

高齢勤労者世帯の貯蓄率は、若・中年世帯よりは低いものの、その差はあまり大きくない。一方、高齢者の中でも無職世帯は勤労収入がないことから金融資産を取り崩して生活費に充当しており、貯蓄率は大幅なマイナスとなっている。

高齢無職世帯を加えて全世帯の貯蓄率を試算すると、勤労者世帯のみで見た貯蓄率よりも下方修正され、しかも年を追って乖離幅が大きくなっている（図表7）。90年代は、現役世代の貯蓄率の上昇が全体の貯蓄率の押し上げ要因となる一方で、高齢無職世帯のウエートの高まりが押し下げ要因となっている。

(2) 家計の金融資産残高の状況

日本全体で見た家計部門の貯蓄額（フローベース）の伸びは、前節で見た貯蓄率の低下傾向に可処分所得の伸びの鈍化が加わって、90年代前半はマイナスが続き、その後は一進一退となっている。近年は所得がほとんど増えていないため、フローの貯蓄額はほぼ貯蓄率の動向で決まっている（図表8）。

90年代は、金融資産の新規取得額が減少傾向となる一方で借入も減っている（図表9）。

⁶賃金所得×勤続年数×雇用される確率+老後の年金所得が主要な源泉となる。

⁷ 財政赤字の拡大は将来の国民負担増を意味することから、これに備えて家計が貯蓄を増やすとの考え方があ

98年度以降は返済額が新規借入額を上回っており、家計が住宅投資を控えたり、既存の住宅ローンの繰上げ返済をするなどバランスシートの改善を図ろうとしている様子が見える。

金融資産取得額から借入を引いた家計部門の資金余剰額は急速に減少しており、他部門への資金供給余力が細っている。

ストックである家計の金融資産残高は、毎年の金融資産取得額が減少していることや、株式や土地でキャピタルロスが発生していることから、2000年度、2001年度と戦後初めて減少した（図表1）。

3. 家計の金融資産選択の動向

(1) 家計の金融資産選択の特徴

わが国の家計金融資産の内訳を見ると、2001年末現在で現金・預金が57.4%と最大のウエートを占め、次いで保険・年金の29.9%、株式・出資金の4.6%と続いている。他の先進国と比べて現金・預貯金など安全資産の比率が極めて高く、株式などリスク資産の比率が低いという特徴がある（図表2）。保険・年金準備金のウエートは、英国に比べれば低いが、米国、ドイツとはほぼ同水準にある。

わが国の安全資産比率の高さは、時系列でみてもほとんど変化がない（図表10）。バブル期には一時的に株式のウエートが高まったが、バブル崩壊後は現金・預金及び保険・年金のウエートの拡大が続いている。個人資産の選択肢を増やしてリスクマネーへの供給ルートを広げようとの狙いから、98年以降日本版ビックバンと呼ばれる金融・証券市場の抜本改革が実施されてきたが、その後も安全資産比率はむしろ高まる傾向にある。

(2) 世帯階層別の動向

年齢階層別に見ると、年齢が高くなるほど資産の蓄積が進み、ローンの返済負担も少なくなることから金融資産残高が大きくなっており、60歳代以上では平均して1700万円以上の金融資産を保有している（図表11）⁸。60歳代の世帯をピークに金融資産残高が減少するのは、貯蓄を取り崩して生活している高齢無職世帯のウエートが70歳以上の世帯で高まるためである。ただし、有職高齢者世帯の貯蓄率は現役世代とそれほど変わらないため、高齢者世帯全体としてみた貯蓄の取り崩しペースは緩やかである。

内訳を見ると、50歳代までは保険のウエートが次第に高まり、60歳代以上になると保険の割合が低下してリスク資産の割合が高くなる。ただし、家計が裁量的に配分を決定できる金融資産（保険関連を除いた金融資産総額）の内訳を見てみると、どの年齢層でも約8割を預貯金に振り向けており、安全資産選好の強さは世代にかかわらず共通していると考えられる。

⁸ ここで用いた世帯別の金融資産統計はサンプル調査であり、前節で用いた日本銀行のマクロベースの統計（金融機関の財務諸表から作成している）とは対象となる金融資産の範囲が異なるため、1世帯当たりの金額や内訳が異なっている。

保有金融資産階級別に見ると、安全資産の保有比率にやや変化がでてくる（図表 12）。一番保有金融資産の少ない層（300 万円未満）と一番多い層（3000 万円以上）の保険を除いた金融資産に占める預貯金の比率を比べると、20%ポイント近くの乖離がある。

4. 家計の安全資産選好の背景

このように、わが国でリスク資産比率が低く、金融の自由化にもかかわらず一段と安全資産選好が強まっているのはなぜか。

(1) 住宅投資行動

2000 年末のわが国の家計総資産額は 2662 兆円であり、このうち金融資産が 53.2%、実物資産（ほとんどが住宅とみられる）が 46.8%となっている。実物資産は地価の下落により減少し続けているが、それでもわが国の実物資産のウエートは米国と比べて際立って高い（図表 13）。この要因として、日本の住宅価格が高いこと、面積の広いファミリー向けの貸家の供給が少ないことなどから家族が増えると持家を購入せざるを得なくなることが考えられる（図表 14）。

家計の住宅取得費用に占める借入金の比率は平均して 7 割以上に上る⁹。住宅ローン保有世帯では、返済負担の重さから貯蓄余力が少ないうえ、借入の返済や不時の支出に備えて流動性が高く安全な預貯金を保有するニーズが高いためリスク資産比率も低い（図表 15）。

日本では中古住宅の流通市場が小さく持家の転売が難しいこと（図表 16）、所有不動産を資金化するリバースモーゲージ¹⁰のような商品が未発達なことも、持家世帯の安全資産選好を促していると考えられる。

わが国の住宅事情が短期的には変わりそうにないとみられることから、この面による安全資産選好は今後も続く予想される。

(2) 金融市場の構造

戦後の日本の金融制度は、家計部門の貯蓄を資金不足の企業部門に円滑に流すことを目的に形成されてきたことから、間接金融に偏重した構造となっている。直接金融のウエートを高めるため、日本版ビッグバンによる包括的な金融システム改革が行われたが、その後も相対的に預貯金が有利となる以下のような要因が残っている。

a. 金融商品課税

預貯金の利子は、適用税率や課税方法などの面で株式譲渡益や配当よりも有利に扱われており、88 年 3 月のマル優廃止後も、老人などに対するマル優と財形貯蓄という非課税制度が存在している¹¹（図表 17）。2003 年以降は老人などのマル優が段階的に廃止されることに加え、株式譲渡益と預貯金の利子に対する税率が同じ 20%となるなど格差は縮小しつ

⁹ 住宅金融公庫資料等より、みずほ総研推定。

¹⁰ 自宅を担保に、年金の形で定期的に融資を受ける制度。利用者の死亡などによって契約が終了したときに担保不動産を処分することなどによって返済する。

¹¹ 現在は、老人マル優が一般商品、国債、郵便貯金あわせて 1050 万円、財形貯蓄が年金、住宅財形あわせて 550 万円の非課税枠がある。

つあるが、証券投資で損失が発生した場合の税負担軽減措置などはまだ十分なレベルにない(図表 18)。

b. 郵便貯金の存在

国家事業である郵便貯金は全国約 2 万 4 千の店舗ネットワークや諸税・預金保険料などの免除、元利金支払いに対する国家保証などにより、民間よりも有利な金融商品を提供することが可能で、その残高も 2001 年度末には 239 兆円(家計部門が保有する現金・預金の 31%、個人金融資産全体の 17%)に膨れ上がっている。2003 年 4 月から郵政公社に移行するが、事業内容は現在と変わらない見込みである。

c. 株式投資に伴う負担

株式投資の際には、株式売買委託手数料、名義書換代行手数料、口座管理手数料、信託報酬(株式投信の手数料)など様々なコストが必要となり、特に少額の投資の場合にはコスト負担が大きかった。また、株価が高い銘柄では必要資金額も大きかった。しかし、日本版ビッグバンによる改革を通じ、売買委託手数料の自由化やネット証券の台頭などによってコストが低下方向にあるうえ、投資単位の引き下げの動きも活発化しつつあることなど、この面では改善に向かいつつある。

d. 投資に関する情報・教育の不足

最後に、目に見えにくいハードルとして金融商品や投資に関する情報や教育の不足という問題がある。株式発行企業による情報開示は一般の個人にとっては難解であり、これだけで投資判断を下すことは難しい。これまで預貯金など無リスクの金融商品が運用の中心であったうえ、体系だった投資家教育も行われていなかったことなどから、個人の証券投資に対する知識や経験は十分な水準にない。株式を買わない理由をたずねた最近のアンケート調査においても、株式投資未経験者の約半数が「買うまでの十分な知識がない」と回答しているほか、未経験者の 11%、株式投資経験者でも 16%が「どの銘柄を買ったらよいかわからなかった」と回答していることから、株式投資に踏み切るに十分な情報が行き渡っていない状況がうかがえる(図表 19)。

(3) 収益率の動向

一般的に、株式と実物資産(土地+家屋)はリスク(収益率の変動性)が大きい分、収益率が高いはずである。ところが、90 年代は株式や土地など資産価格の下落が続いたことから、事後的に実現した収益率(インカムゲインとキャピタルゲインの合計)を見ると、一般に言われていることとは逆に、株式と実物資産は預貯金よりも収益率が低く、その一方でリスクは高いという状況になっている。

90~2000 年についてみれば、預金は株式や実物資産と比べてローリスク・ハイリターンの商品だったため、家計の預貯金選好比率が高まったのは結果として合理的な判断だったとすることができる(図表 20)。

(4) 各種の不安

90 年代の景気低迷下では、労働分配率の引き下げが企業の課題となり、年功序列型賃金

制度や終身雇用制度の見直しが一段と進んだ（図表 21）。これを受けて、家計は当面の賃金上昇率についての見通しを下方修正するとともに、その不確実性（＝所得リスク）が高まったと考えるようになった（図表 22）¹²。また、2000 年の年金制度改正により将来の段階的な支給開始年齢の引き上げや賃金スライド制度の廃止など、給付水準を実質的に切り下げる改定が行われたこと、その後も制度存続にはさらなる負担増や給付水準の切り下げが必要と議論されていることなどから、年金所得への見通しも不透明さが増した（図表 23）。日本銀行の調査によれば、老後の生活を心配している層のウエートが 97 年以降急速に上昇して、「年金や保険が十分ではない」と答えた人の比率が 97 年以降高まっていること、その理由として「年金が支給される年齢の引き上げ」や「年金支給額が切り下げられる」などが増えていることから、年金制度への不安が現役世代に広がっていることが見て取れる（図表 24）。財政赤字の拡大に伴い増税懸念も高まっている。以上により家計の生涯所得見通しに対する不確実性が強まり、安全資産選好が高まったと思われる。

家計の金融商品の選択基準を見ると、90 年代後半の金融危機以降、元本保証への選好が著しく高まっていることに加え、最近では「預金取り扱い機関が信頼できる」という理由が大きく低下している（図表 25）。金融システムに対する不安が払拭しきれていないことも、ペイオフ部分解禁前の半年間に個人の資金が定期預金から普通預金や大手銀行へとシフトしたことにみられるように、安全資産選好を一段と強める方向に作用している（図表 26）。

5. 今後の展望

(1) 家計貯蓄の見通し

a. 当面の見通し

今後 2～3 年の経済・金融情勢を展望すると、過剰債務の解消や不良債権の処理などが進むなかでデフレ圧力がかかり続けると予想されることから、低金利が持続し、資産価格が目立った上昇も見込みにくい。企業は引き続き労働コストの引き下げに取り組むとみられ、家計の所得も低迷が続くだろう。年金給付水準のもう一段の引き下げや増税への懸念も残るため、生涯所得に対する見通しも改善するとは考えにくい。こうした状況の下で、家計の貯蓄率はほぼ横ばいで推移すると予想される。

所得の低迷などを反映して家計部門のフローベースの貯蓄額は前年比ほとんど増えない状況が想定される。キャピタルロスも発生するとみられ、家計の金融資産残高の減少は続く可能性が高い。

b. 中長期的見通し

いずれは構造問題に解決のメドがつくことで経済が持ち直し、資産価格が上昇トレンドに転じる局面に入ることも予想される。その場合は、所得の伸びやキャピタルゲインが望

¹² 内閣府の消費動向調査をもとに、収入の増え方に対する見方から期待賃金上昇率を算出すると、90 年代に入って大きく低下しており、その分散（散らばり度合で、リスクを示す）は大きく上昇している。

めることから貯蓄額や資産残高が増加に転じると予想される。

ただし日本では、他の先進国を大きく上回るスピードで少子高齢化が進んでいる。国立社会保障・人口問題研究所の推計（2002年1月）によれば、2000年に17.4%だった老年人口比率（65歳以上の高齢者が総人口に占める割合）は、2014年には25%台に達し、4人に1人が65歳以上となる（図表27）。未婚率の上昇や長寿化に伴い若年層や高齢者層で単身世帯が増加するため、世帯数はしばらくは増加基調を維持するが、そのなかで高齢世帯の占める割合は急速に高まるとみられる¹³（図表28）。

人口高齢化に伴う世帯構成の変化が、家計貯蓄率にどのような影響を与えるかを試算した。年齢階層別の可処分所得と貯蓄額を99年時点で固定し、その後の伸び率がゼロと仮定し少子高齢化の影響だけを取り出して計算すると、マクロの貯蓄率は今後、貯蓄率がマイナスの高齢無職世帯が増えることによって緩やかに低下すると予想される（図表29）。こうした高齢者層の動向の影響を受けて、日本全体のフローの貯蓄額も2000年代から減少基調に転じると予想される（図表30）。

(2) 資産選択行動の見通し

a. 当面の見通し

デフレ環境の下で、不良債権処理加速に伴う金融機関の選別などにより金融システム不安が生じるようなことになれば、より信頼度の高い金融機関や預金保険の対象となる預金、個人向け国債（2003年から発行開始）など安全性の高い資産への資金シフトが強まろう。一方で、株式の持ち合い解消売りやデフレ基調が続くことから、株価の下値不安が払拭されない状況はしばらく続くとみられる。以上から、家計の安全資産選好は変わらず、状況によっては一段と強まる可能性もある。リスク資産への資金シフトは起こらない可能性が高い。

b. 中長期的見通し

ただし、その後経済が持ち直し、資産価格が上昇トレンドに転じるような局面となった場合、家計の資産選択が変化する条件がこれまでに比べれば整ってきたことには留意する必要がある。

第1に、ゼロ金利の長期化もあって個人資産が流動性預金に滞留していることは、状況が変化すれば短期間に大量の資金シフトが起こり得ることを意味している（図表31）。

第2に、金融市場改革が相当程度進み、株式投資や各種の投資信託、REIT（不動産投資信託）、ETF（株価指数型上場投資信託）などのミドルリスク・ミドルリターン型商品など、受け皿となり得るリスク資産が増えてきていることである（図表32）。銀行による投信や保険の販売開始や銀行と証券の共同店舗規制の緩和、オンライン取引の普及など販売チャネルが拡大していること、投資家の信頼向上のための監視体制や情報開示体制の整備も進みつつある。主要先進国の例を見ても、金融市場改革が進展し、資本市場が発達した

¹³ 現時点における最新の世帯数予測は、1997年の人口推計が基となっている。

国では、総じて個人資産における預貯金の比率が低下している（図表 33）。特に、かつては日本と同様に預貯金比率が高かったドイツで、90 年代に 規制緩和や金融市場整備の進展、 株価上昇（図表 34）の両条件がそろったことから、株式や投資信託といったリスク資産への資金シフトが進んだことは注目される。

第 3 に、年金制度改革や企業年金制度の変化（企業年金の給付水準の引き下げや、厚生年金基金の解散、適格退職年金の廃止、確定拠出型年金の導入企業の増加など）、終身雇用・年功序列型賃金制度の崩壊などにより、政府や企業に頼らず、若年時代から老後資金を自分で準備する動きが広がると思われる（図表 35）。その場合、ある程度リスクをとって高利回りを目指す動きが増加したり、インフレに強いとみられる各種金融商品やミドルリスク・ミドルリターン型商品への資金シフトが促される可能性がある。

(3) 家計の貯蓄・資産選択行動の変化には何が必要か

80 年代までは、人口構成が若く国全体として資産形成期であったことから家計の資産は増加を続けていた。地価の上昇が続くとの見通しの下では、借金して自宅を購入することのリスクは小さく、むしろ確実にキャピタルゲインを得られる行動だった。間接金融制度の下では、様々な面から預貯金が有利となっており、株式持ち合いが広く行われてきたため個人による株式投資が拡大しにくく、預貯金以外の金融商品の選択肢も少なかった。また、年金や財形貯蓄などにより国や企業が個人に代わって十分な老後資金を運用してくれていたため、中長期的な資産運用を自分で考える必要はあまりなかった。これまでの経済、制度環境においては、高い実物資産保有比率、高い貯蓄率、安全資産中心の運用という貯蓄・資産選択行動に合理性があった。

90 年代に入って環境は様変わりした。資産価格の下落が続いて、実物資産保有のリスクが高まっている。金融ビッグバンにより預貯金偏重の仕組みが見直されつつあり、安全資産に代わる受け皿としての金融商品の選択肢も増えてきた。人口高齢化を見据えた社会保障や雇用・賃金制度の見直しが進み、国や企業に頼らない資産形成が求められるようになってきた。こうした変化に対応し、家計の貯蓄・資産選択行動も、実物資産を含めた見直しが必要となっている。

しかし、家計の行動に変化はみられない。硬直的な住宅市場やキャピタルロスなどから実物資産保有行動の見直しが難しいことに加え、株価低迷や低金利により収益率が回復しないこと、将来に対する様々な不安が払拭されないことなどから、家計はやむをえず貯蓄、その中でも安全資産を選択している。バブル崩壊以降こうした状況が続いており、当面改善する展望もないことに家計は不安を抱いているとみられる。ただし、高齢化の進行や所得の低迷により、全体でみた家計の貯蓄は減りつつある。

今後、少子高齢化がマクロベースの貯蓄率、貯蓄額の下押し圧力として働くことは確実である。貯蓄が増えないなかで豊かな生活を送るには何が必要なのか。第 1 に、家計の資産の中で大きなウエートを占める実物資産について、これまでのマイホーム購入を前提とした住宅政策を見直すことだ。定期借地法や定期借家法の浸透など良好な賃貸住宅を整備

するための制度改革を進めて広くて良質な借家の供給を増やすこと、住宅の買い替えに伴う税負担を軽減して転売市場を整備することなどにより、家を買わない選択や、世帯構成に見合った家への住み替えが可能になる。そうなれば、中年層が過大な債務負担から支出を抑制したり、高齢者が不必要に広い持家に住み続けなくてもよくなるだろう。また、住宅の耐用年数を伸ばし資産価値を高めること、リバースモーゲージ制度を推進することなどにより、地価の上昇が期待できない状況でも保有実物資産のリターンを高めることができよう。

第 2 に、社会保障制度・税制・労働市場などの改革を一体的、整合的に進め、それらを踏まえた社会保障の全体像をきちんと示すことだ。現状では、年金、健康保険、介護保険などの見直しがそれぞれに進められ、制度改革のたびに給付水準の見直しと保険料の引き上げが行われているため、給付・負担額の全体感をつかめないまま制度への不信がつり、必要以上に貯蓄意欲が高まっている可能性もある。老後の生活においてどこまでは公的制度により保障されるのか、そのために必要な負担はどこまで増えるのかを政府が国民に示し、それを大幅に修正しないような政策運営に責任を持ってコミットすることで、国民が安心して資産形成を進められるようにする必要がある。また、年齢や性別に関わらず働く意欲と能力がある人に雇用機会を提供できるような労働市場を整備し、公的保障を自助努力で補う手段を増やすことも大切だろう。

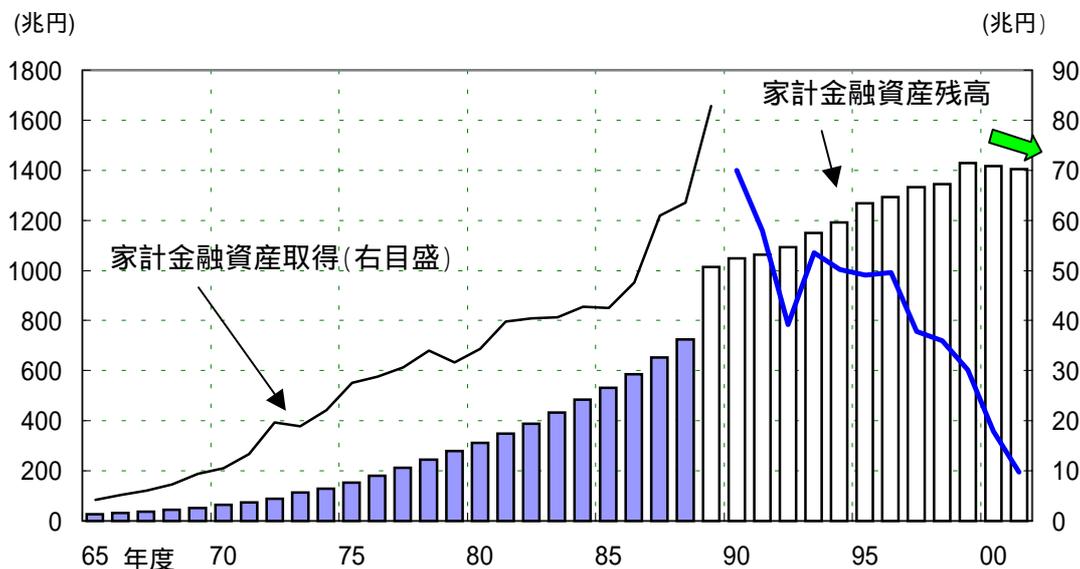
第 3 に、保有する金融資産から得られるリターンを高めることだ。資本収益率を高めることにより、現役時代に着実に資産を殖やし、その利回りで老後の年金収入を補えるようにしていくことが必要だ。様々なリスク・リターンの組み合わせによる運用が可能な厚みのある金融市場を育てていくことも求められる。

以上

【参考文献】

- ・石川達哉・矢島康次「家計の貯蓄行動と金融資産および実物資産」ニッセイ基礎研究所報 2002 年春
- ・白石小百合・松浦克巳「金融所得課税と家計の危険資産選択」JCER DISCUSSION PAPER No.27 2001 年 7 月
- ・内閣府「平成 13 年度国民生活白書」
- ・中川忍・片桐智子『日本の家計の金融資産選択行動』、「日本銀行月報」1999 年 11 月号
- ・21 世紀の資金の流れの構造変革に関する研究会「家計の貯蓄率と金融資産選択行動の変化およびそれらのわが国の資金の流れへの影響について」2001 年 4 月
- ・肥後雅博・須合智広・金谷信「最近の家計貯蓄率とその変動要因について」日銀 Working Paper Series 2001 年 4 月
- ・吉川洋「日本経済とマクロ経済学」東洋経済新報社、1992 年
- ・和田肇・鈴木正敏「わが国の家計消費・貯蓄動向 - 成長力維持のための一考察 - 」日本開発銀行、調査 210 号 1996 年 4 月

図表 1家計の金融資産取得額と金融資産残高の推移



(注) 金融資産取得額は90年度から、金融資産残高は89年度から新基準ベースの統計で、それ以前とは連続していない。

(資料) 日本銀行「資金循環勘定」

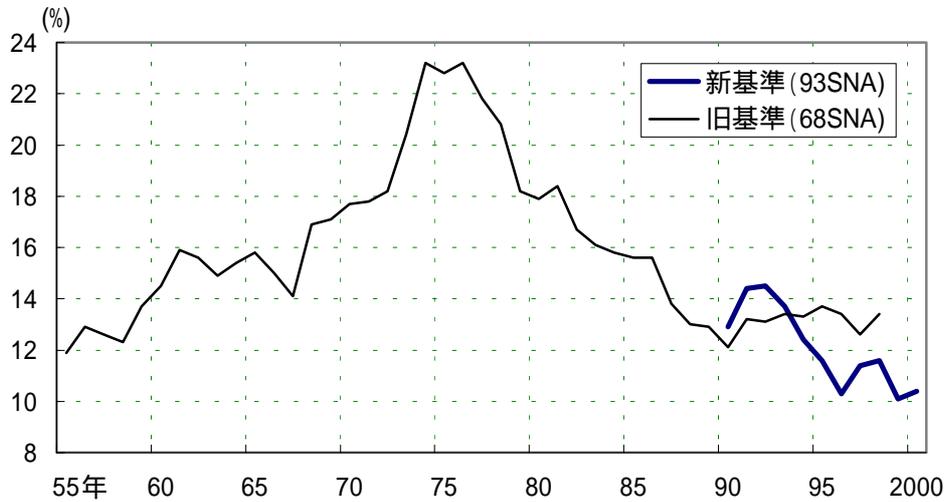
図表 2家計金融資産の国際比較(2001年)

	日本	米国	英国	ドイツ
金融資産残高	1414兆円	32兆ドル	2.8兆ポンド	3.7兆ユーロ
一人当たり金額(万円)				
金融資産	1111	1383	831	483
金融負債	317	343	240	201
純金融資産	794	1040	591	282
保有金融資産構成比(%)				
現金預金	57.4	11.4	24.4	34.5
債券	2.9	7.9	1.5	9.8
保険・年金準備金	29.9	30.2	51.9	30.8
株式出資金	4.6	34.0	13.7	11.9
投資信託	2.4	13.1	5.1	13.0
その他	2.8	3.5	3.2	0.0

(注) 換算レートは、2001年平均(1ドル=121.53円、1ポンド=1.44ドル、1ユーロ=0.896ドル)

(資料) 日本銀行「資金循環勘定」FRB「Flow of Funds」、
英国統計局「Economic Trends」「Financial Statistics」、
ドイツ連邦銀行、国連「Monthly Bulletin of Statistics」

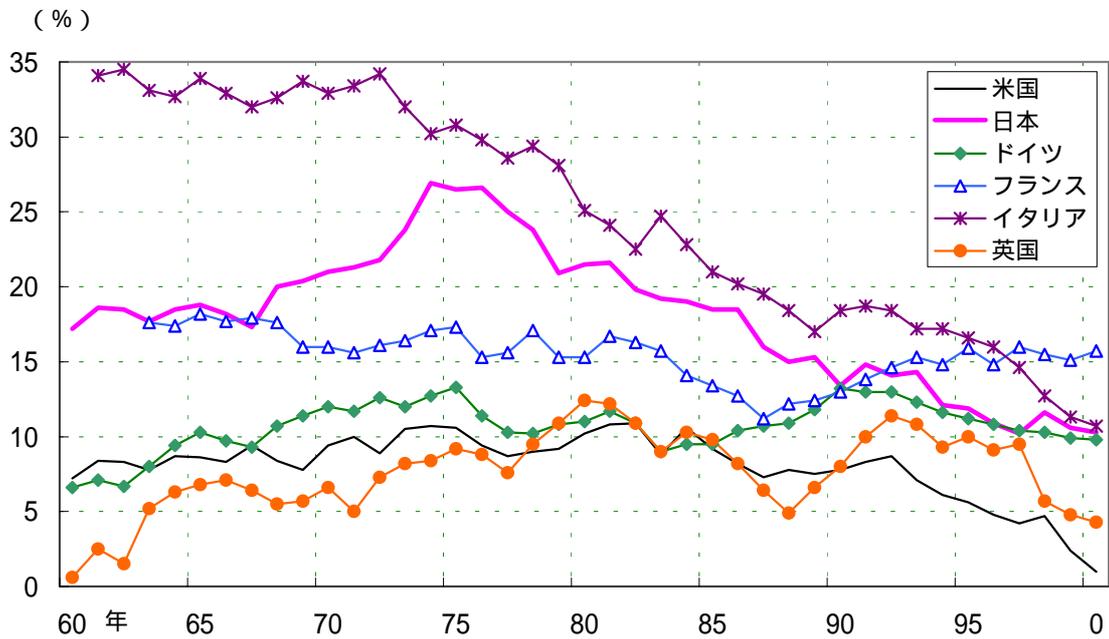
図表 3家計貯蓄率(SNA ベース)の推移



(注)新基準 (93SNA) と旧基準 (68SNA) は、定義が異なることから比較はできない。

(資料) 内閣府「国民経済計算」

図表 4家計貯蓄率の国際比較



(注) 2001 年は OECD の予測。

(資料) OECD「ECONOMIC OUTLOOK」

図表 5貯蓄率をめぐる環境の推移

		(%)						
貯蓄率	変化の方向 ピーク	60-72年度	73-78	79-85	86-90	91-95	96-00	
		14.5 18.2	急上昇 ピーク：23.2	低下 18.2 15.6	低下 15.6 12.1	低下 14.4 11.6	横ばい 10.3 10.4	
貯蓄率の決定要因								
個々の家計の要因								
経済要因								
	実質可処分所得 (前年比)	9.1	4.5	2.4	3.4	2.2	0.9	
	物価上昇率 (前年比)	5.8	10.6	3.5	1.3	0.9	-0.2	
	純金融資産残高 純資産残高 (可処分所得比,%)	106 438	106 423	140 526	216 780	256 757	308 732	
	キャピタルゲイン (可処分所得比)	74.2	24.4	29.8	77.1	-24.3	-8.5	
	(土地)	68.0	22.8	27.6	69.6	-23.5	-7.7	
	(株式)	6.2	1.6	2.2	7.5	-0.9	-0.8	
	生涯所得見通し					悪化	悪化	
	財政収支 (対名目GDP比)	0.9	-2.7	-2.9	1.7	-1.8	-6.8	
制度的要因								
	消費者信用	不十分	70年代以降、消費者信用が発達					
	雇用・賃金制度	ボーナス比率が上昇			終身雇用・年功序列賃金制度がゆるぐ			
	社会保障	不足	73年に大幅な拡充、その後も水準引き上げへ				制度切り下げ開始、見通しも悪化	
集計上の要因								
	65歳以上人口	6.5	8.0	9.6	11.3	13.6	16.2	

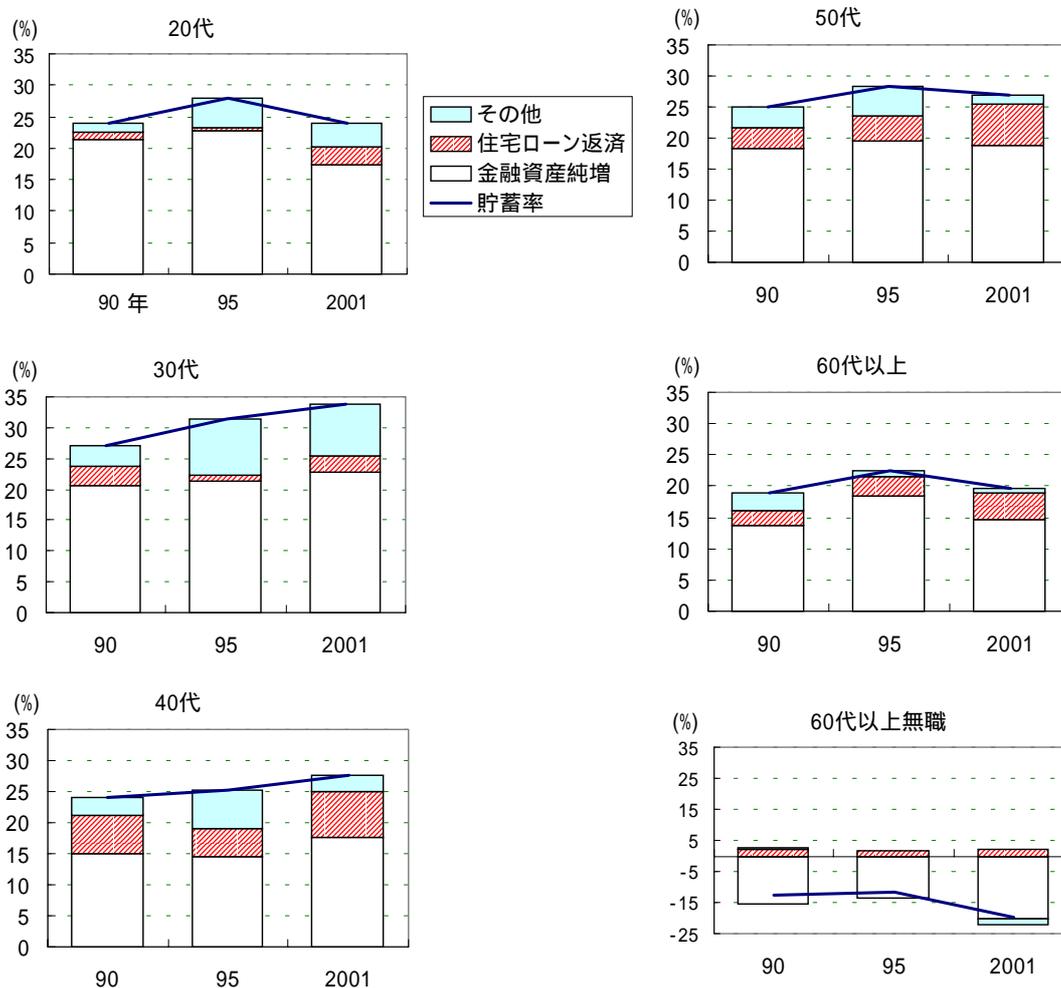
(注) 1.91年以降は93SNAによるもので、それ以前(68SNAベース)との比較はできない。

2. 物価上昇率は、個人消費デフレーター。

3. 純金融資産残高は、金融資産 - 負債。純資産残高は、総資産 - 負債。

(資料) 内閣府「国民経済計算」ほか

図表 6年齢階層別の貯蓄率の動き(勤労者世帯ベース)

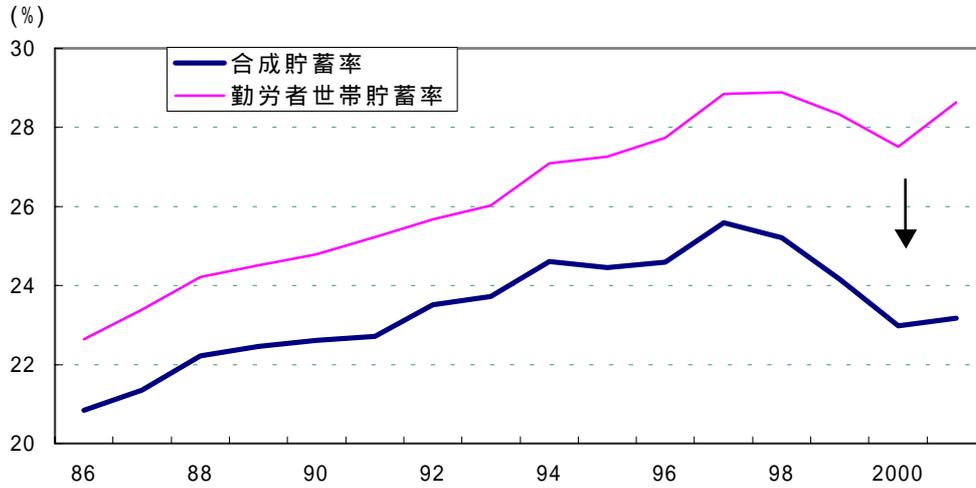


(注)1.家計調査で「黒字率」として表記されているもの。

2.すべて可処分所得に対する比率。

(資料)総務省「家計調査年報」

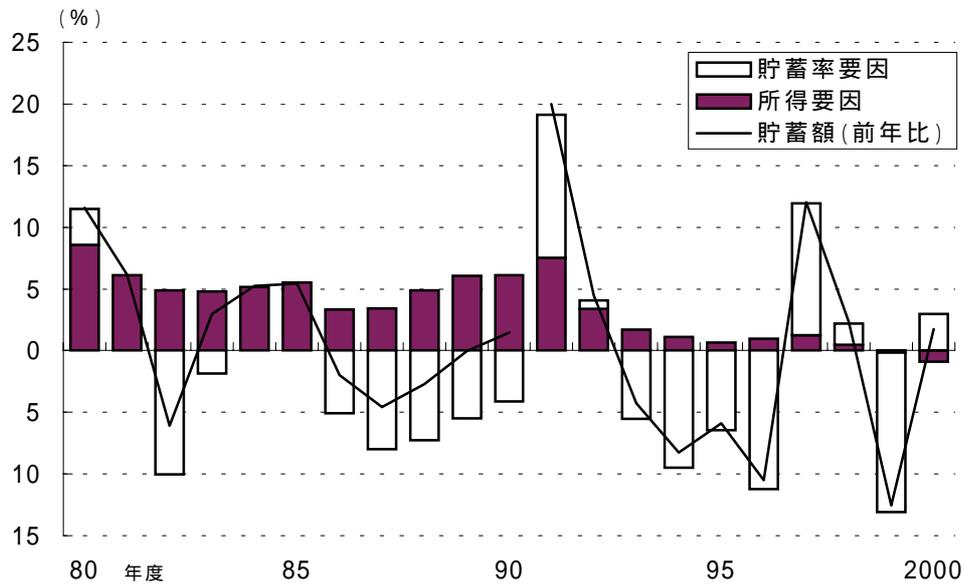
図表 7 高齢無職世帯を加えた家計貯蓄率の動き



(注)合成貯蓄率は、無職世帯以外の一般世帯の貯蓄率が勤労者世帯のものと同じとしてウエート計算。

(資料)総務省「家計調査年報」

図表 8 家計貯蓄額(フローベース)の要因分解

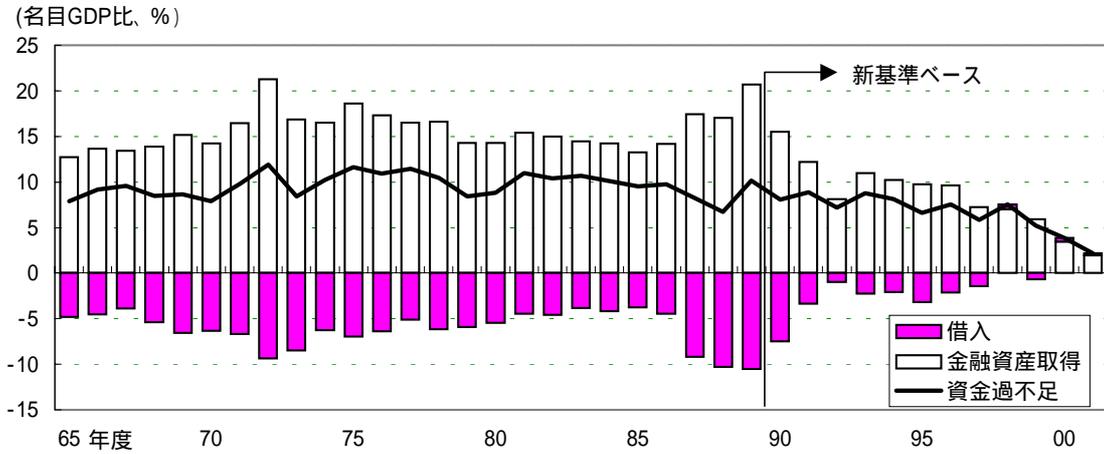


(注) 1. 所得要因は、名目可処分所得 + 年金基金年金準備金の変動。

2. 1990 年度までは旧基準 (68SNA)、91 年度以降は新基準 (93SNA ベース) で接続していない。

(資料) 内閣府「国民経済計算」

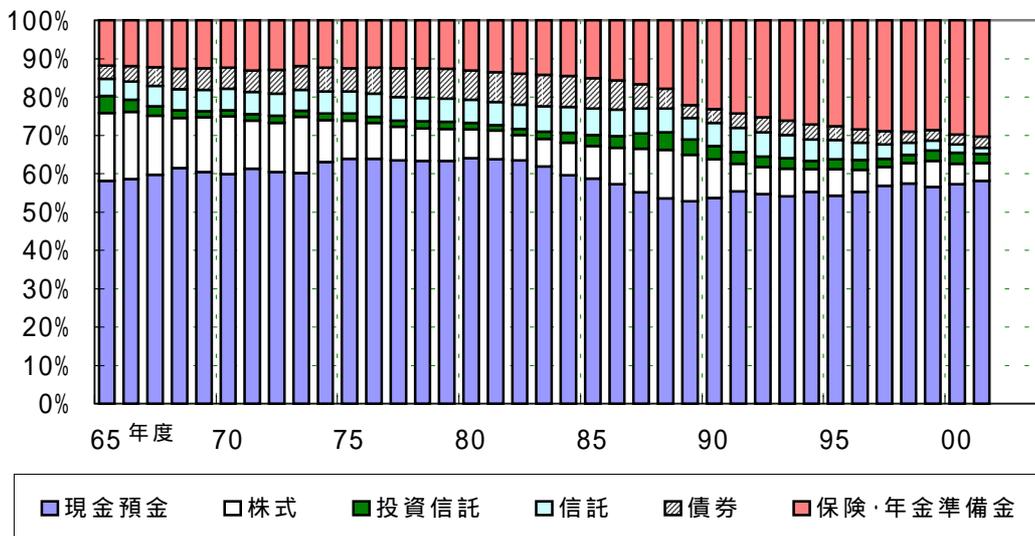
図表 9家計部門の金融取引の推移



(注) 90年度から新基準ベースの統計でそれ以前とは連続していない。

(資料) 日本銀行「資金循環勘定」

図表 10家計の金融資産選択の長期推移



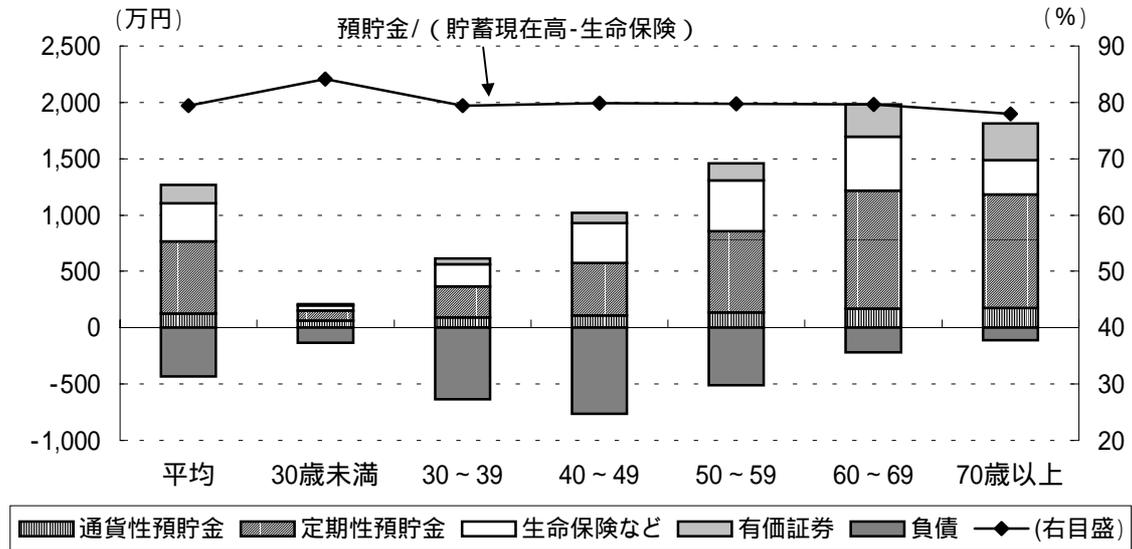
(注)1. 数値は、各年度末の金融資産残高に対する比率。

2. 88年度以前は旧基準ベース、89年度以降は新基準ベースの統計。

3. 比較しやすくするため89年度以降につき次の調整を行っているが、定義の違いなどから厳密には接続しない。 対家計民間非営利団体を加える。 抵当証券、出資金、金融派生商品、預け金、未収・未払い金、対外証券投資を除く。

(資料) 日本銀行「資金循環勘定」

図表 11 年齢階層別金融資産残高と金融資産選択

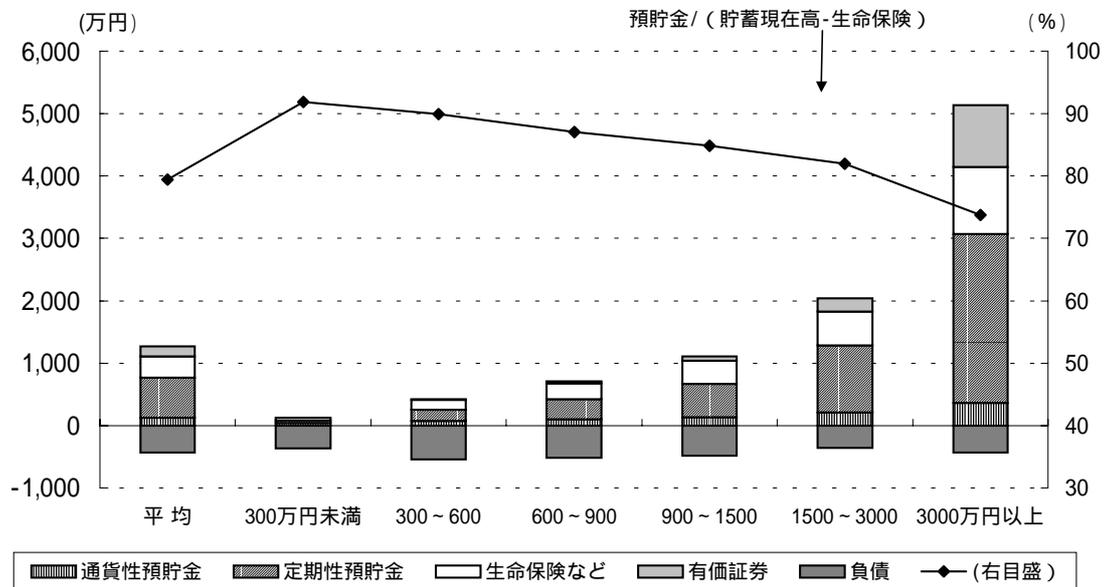


(注) 1. 単身世帯を含む総世帯ベース、1999年。

2. 生命保険などは掛け捨てを除く、生命保険、損保保険、簡易保険などの払込総額。

(資料) 総務省「全国消費実態調査」

図表 12 資産階層別金融資産残高と金融資産選択

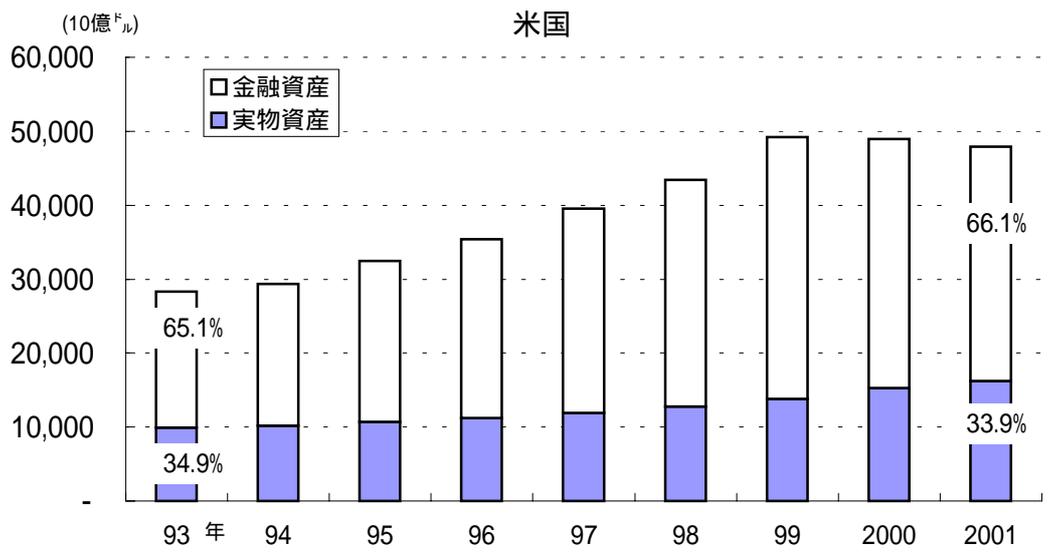
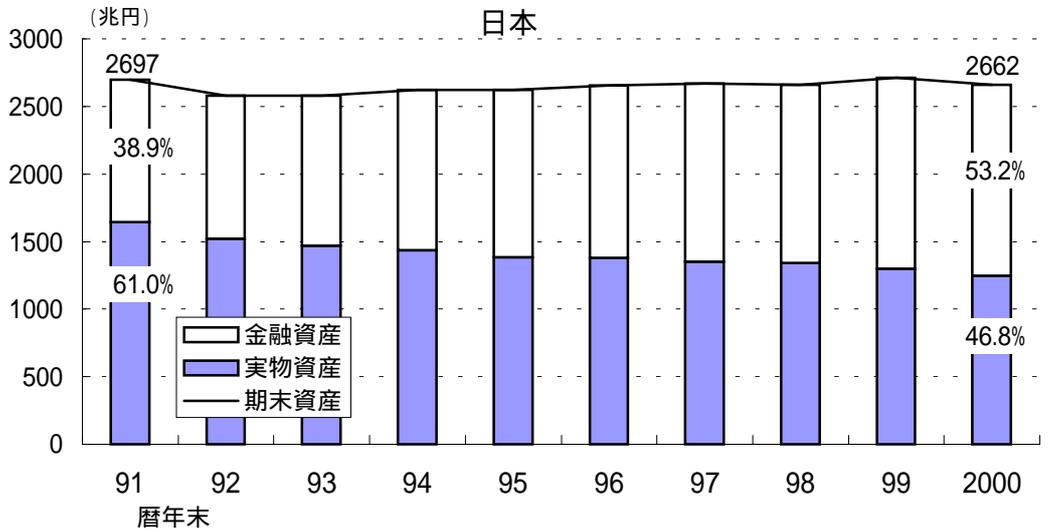


(注) 1、2 は図表 11 と同じ。

3. 資産階級は、保有金融資産の残高別に区分したものの。

(資料) 総務省「全国消費実態調査」

図表 13家計の総資産内訳(日米比較)



(資料) 内閣府「国民経済計算」、米商務省“Flow of Funds”

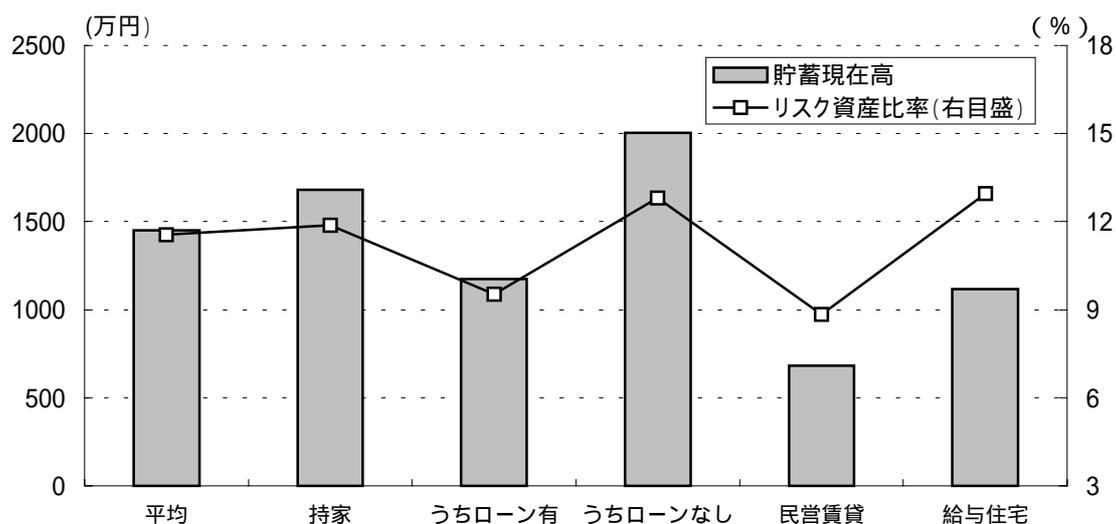
図表 14住宅事情と住宅価格の国際比較

	日本	米国	英国	ドイツ	フランス
住宅面積(m ²)					
持ち家	123.9	169.5	87.0	111.1	101.4
借家	45.1	118.5	62.0	68.1	68.3
持ち家率(%)	60.3	65.8	67.0	38.7	54.3
新築住宅価格の年収倍率(倍)					
戸建	6.01	3.28	3.53	5.61	-
マンション	5.13				

(注) 調査年はそれぞれ次の通り。住宅面積(日本 98、米国 97、英国 91、ドイツ 93、フランス 96)、
持家率(日本 98、米国 97、その他 96)、住宅価格年収倍率(英国 96、その他 97)。

(資料) 海外住宅金融研究会「欧米の住宅政策と住宅金融」、郵便貯金振興会「個人年金年報」

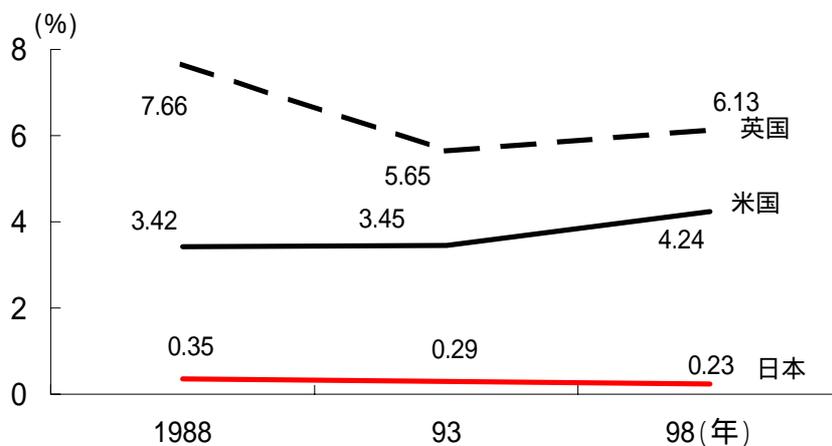
図表 15住宅の種類別に見た貯蓄残高とリスク資産比率



(注) リスク資産比率は、貯蓄高に対する有価証券の比率。

(資料) 総務省「全国消費実態調査」1999年。

図表 16住宅流通市場の国際比較



(注) 1. グラフは住宅ストックに対する住宅流通戸数でみずほ総研の試算。

2. 英国の88年の値は89年データより算出。

(資料) 総務省「住宅・土地統計調査」ほか

図表 17利子・配当所得の非課税制度

現在		88年3月以前	
	限度額		限度額
老人などの少額貯蓄非課税制度*	350万	少額貯蓄非課税制度	300万
老人などの郵便貯金非課税制度*	350万	郵便貯金非課税制度	300万
老人などの少額公債非課税制度*	350万	少額公債非課税制度	300万
財形住宅(年金)貯蓄非課税制度	550万	財形住宅(年金)貯蓄非課税制度	500万

(注) 老人などの非課税制度については2003年以降段階的に廃止され、2006年以降は障害者などを対象としたものに改組される予定。

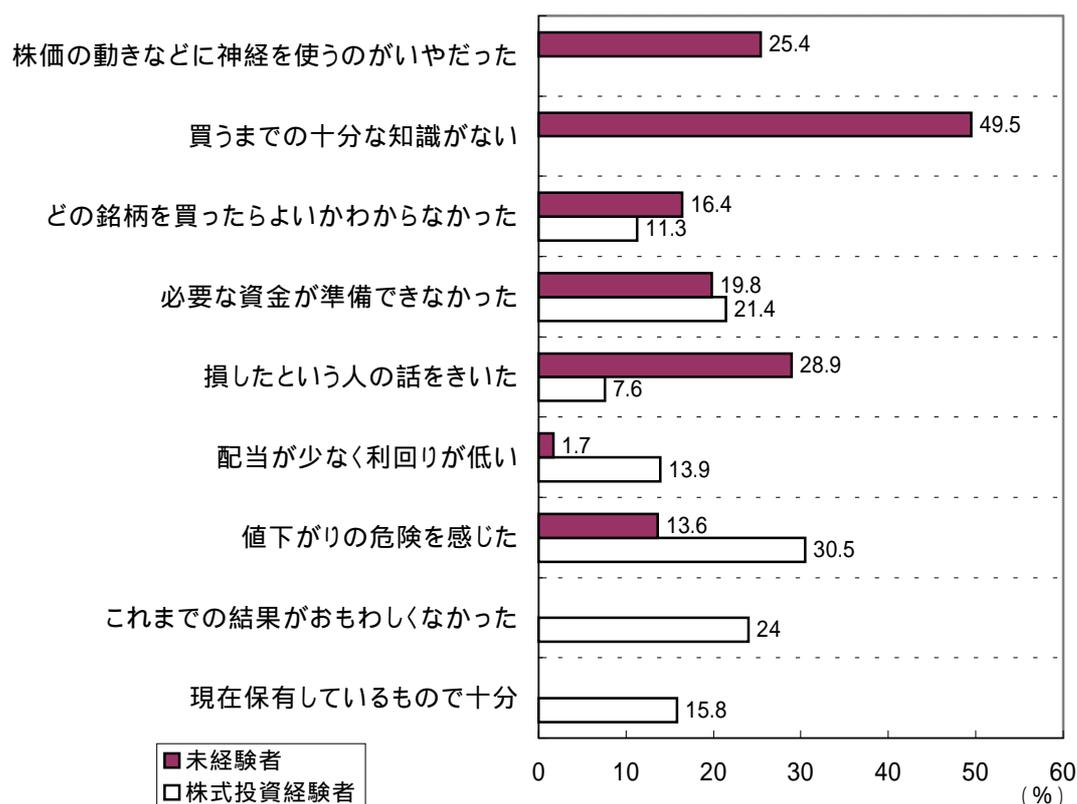
(資料) 図説日本の税制(平成14年度版)

図表 18個人の金融商品税制概要

	～2002年	2003年～
利子課税	20%源泉分離	
配当課税	配当額、持ち株比率などに応じ、申告不要制度(20%源泉徴収)、源泉分離(35%源泉徴収)、総合課税の選択	
株式譲渡益課税	申告分離課税(26%)と源泉分離課税(売買代金の1.05%)の選択	申告分離課税(20%)に一本化
損益通算	キャピタルゲイン及びロス間でのみ通算可能	
キャピタル・ロス	繰越不可能	3年間の繰越可能

(資料)金融税制に関する研究会「今後の金融税制のあり方について」

図表 19株式を買わない理由



(注) 株式投資経験者は、株式を最近買わない理由に対する回答。いずれも複数回答。

(資料) 証券広報センター「証券貯蓄に関する全国調査」平成12年度

図表 20 預金、株式、実物資産のリスクとリターン

	預金		株式		実物資産	
	リターン	リスク	リターン	リスク	リターン	リスク
70 - 79年	9.6	1.1	22.5	31.5	18.3	12.7
80 - 89年	8.1	1.6	28.6	17.2	13.0	7.7
90 - 2000年	3.7	2.3	1.4	32.2	0.1	4.0

(%)

(注)1.リターンは、年平均収益率の平均値。収益率の算出は以下の方法で行っている。

預金 = 利子所得 / 期首預金残高

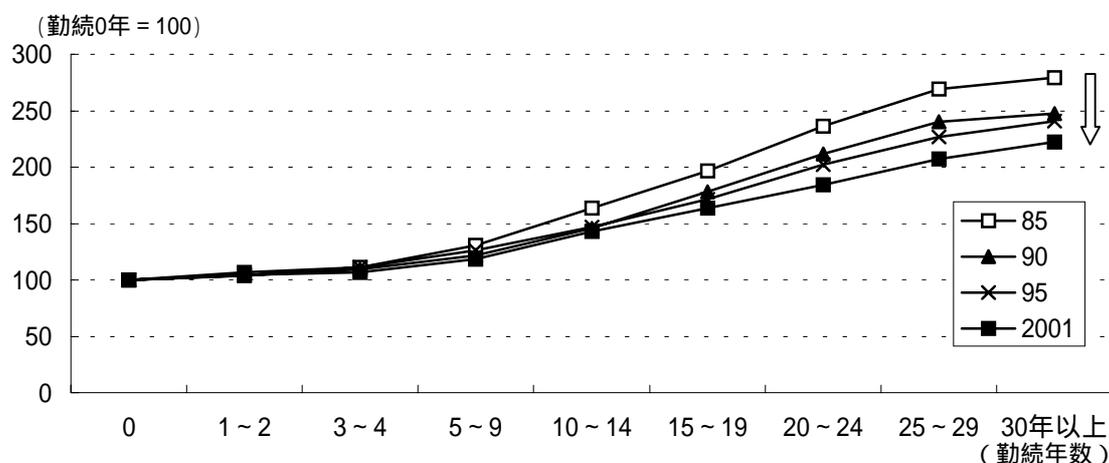
株式 = (配当所得 + キャピタルゲイン) / 期首株式残高 × 100

実物資産 = (持家営業余剰 + 受取賃貸料 + キャピタルゲイン) / 期首土地・固定資産残高 × 100

2.リスクは、収益率の標準偏差 (平均収益率との差を 2 乗したものの平均値の平方根で、平均リターンからの振れ幅の度合を示す)。

3.91 年からは 93SNA ベース、それ以前は 68SNA ベース。

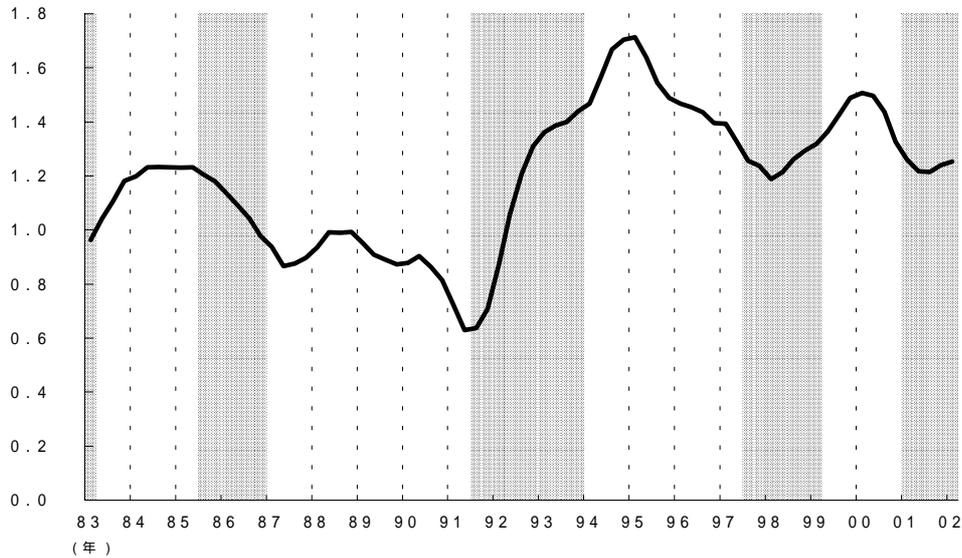
図表 21 年功序列型賃金カーブのフラット化



(注) 大卒男子の所定内給与 (産業計・規模計)。

(資料) 厚生労働省「賃金センサス」

図表 22 所得に対する不確実性(期待賃金上昇率の分散)



(注)期待賃金上昇率(消費動向調査の「収入の上がり方」に関する意識調査を用いて算出)の分散(散らばり度合いで、リスクを示す)。

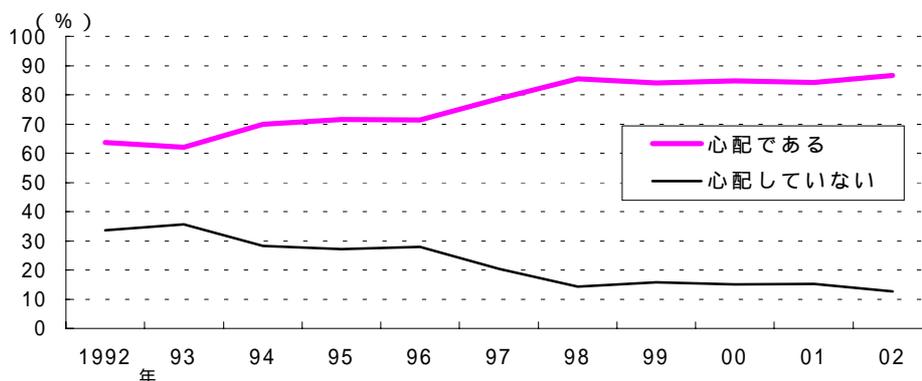
(資料)内閣府

図表 23 年金制度改正の概要

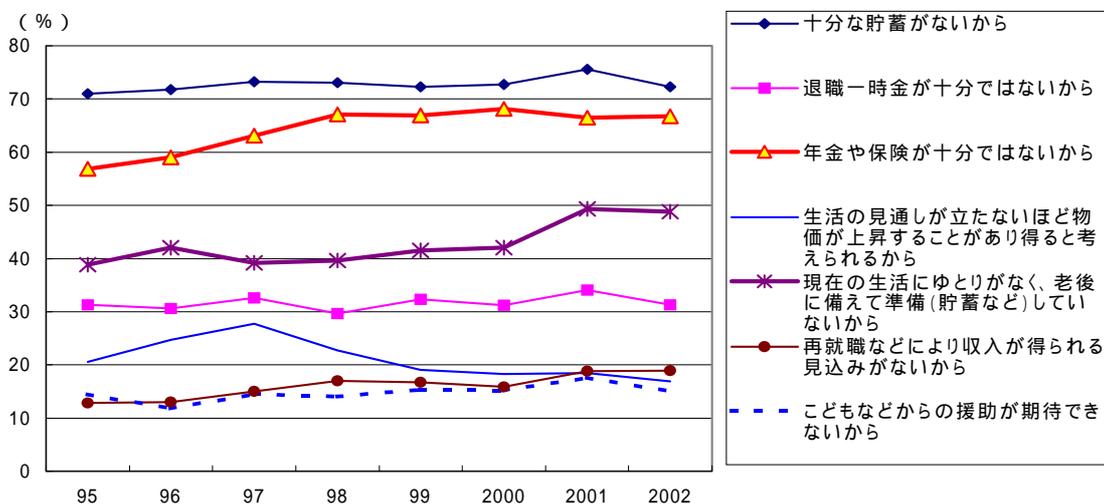
改正時	1989年	1994年	2000年	2004年
主な改正内容	<ul style="list-style-type: none"> ・保険料率の引上げ ・完全自動物価スライド制の導入 ・在職老齢年金の見直し ・学生の国民年金強制適用による年金保障の充実 ・国民年金基金の創設 	<ul style="list-style-type: none"> ・保険料率の引上げ ・60歳代前半の老齢厚生年金(定額部分)の支給開始年齢の引上げ ・在職老齢年金の見直し ・ネット所得スライドの導入 ・雇用保険(失業給付)との併給調整 ・ボーナス保険料の導入(1%) 	<ul style="list-style-type: none"> ・60歳代前半の老齢厚生年金(報酬比例部分)の支給開始年齢の引上げ ・既裁定の年金スライド制の見直し(賃金スライドの廃止) ・厚生年金の報酬比例部分の水準の5%引下げ ・60歳代後半の在職老齢年金制度の導入 ・国民年金半額免除制度の導入 	<ul style="list-style-type: none"> (予定) ・国庫負担の引上げ ・保険料率引上げの再開など

(資料)厚生労働省審議会資料により、みずほ総研作成。

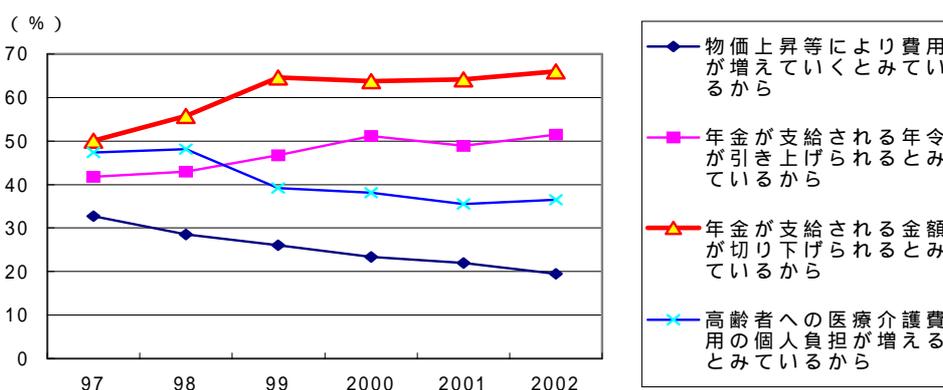
図表 24 老後の生活への心配



老後の生活を心配する理由



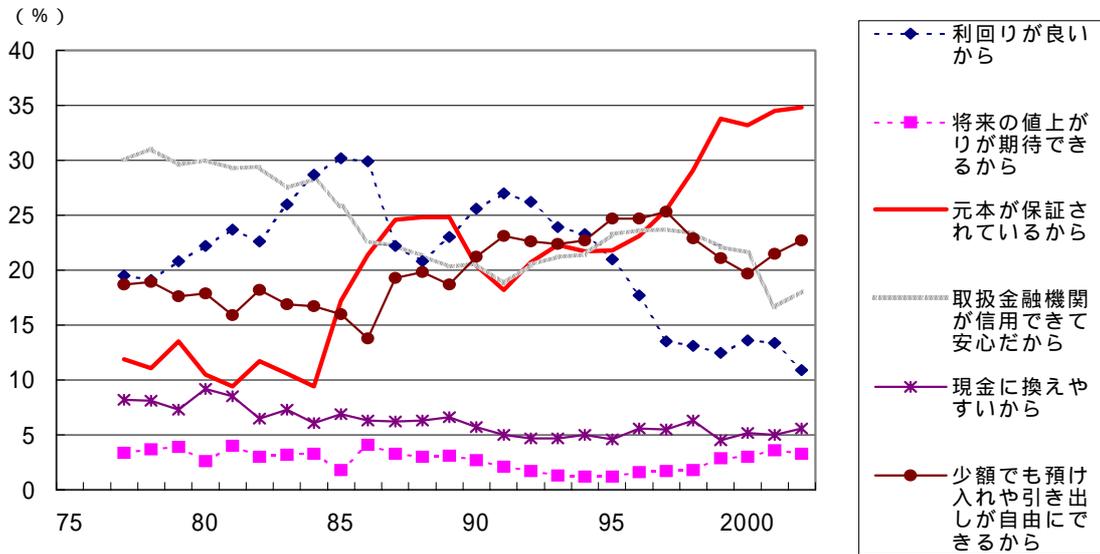
年金だけではゆとりがないと考える理由



(注) 世帯主が60歳未満の世帯の回答割合。

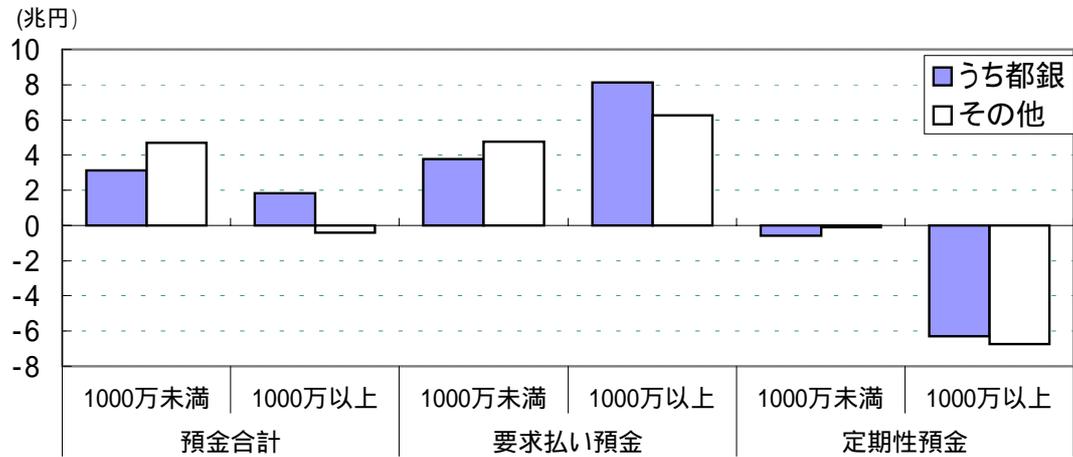
(資料) 金融広報中央委員会「家計の金融資産に関する世論調査」

図表 25 金融商品の選択基準



(資料) 金融広報中央委員会「家計の金融資産に関する世論調査」

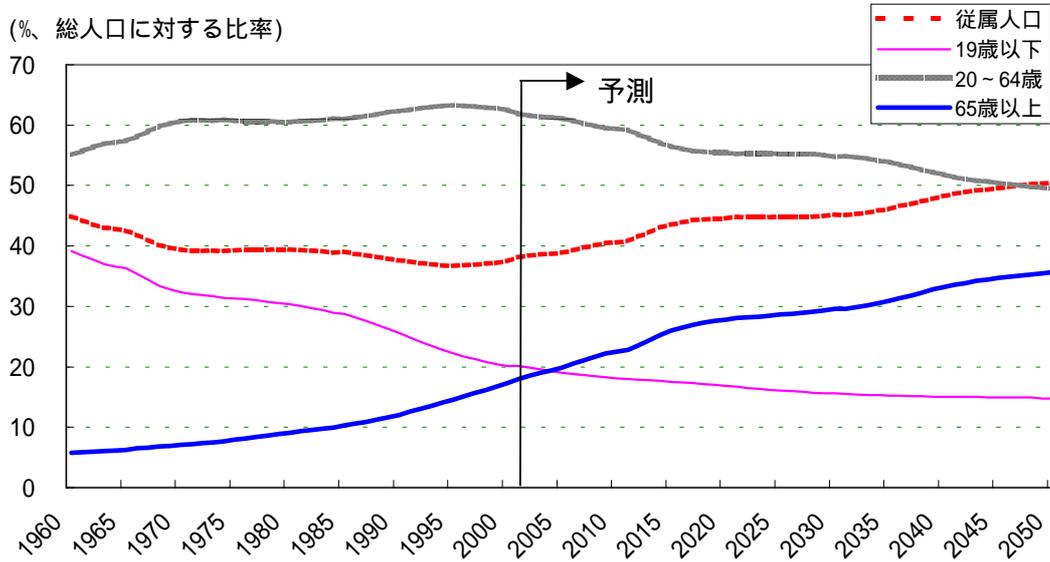
図表 26 ペイオフ部分解禁(2002年4月)前の半年間の個人預金の増減



(注) 2002年3月末残高 - 2001年9月末残高。

(資料) 日本銀行「預貸金調査結果」

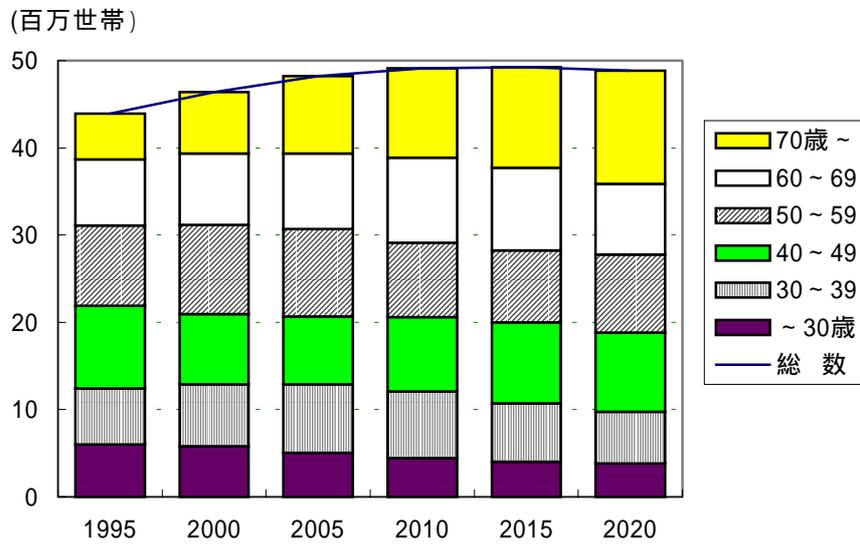
図表 27人口構成の推移



(注)日本の将来推計人口の中心推計を採用。

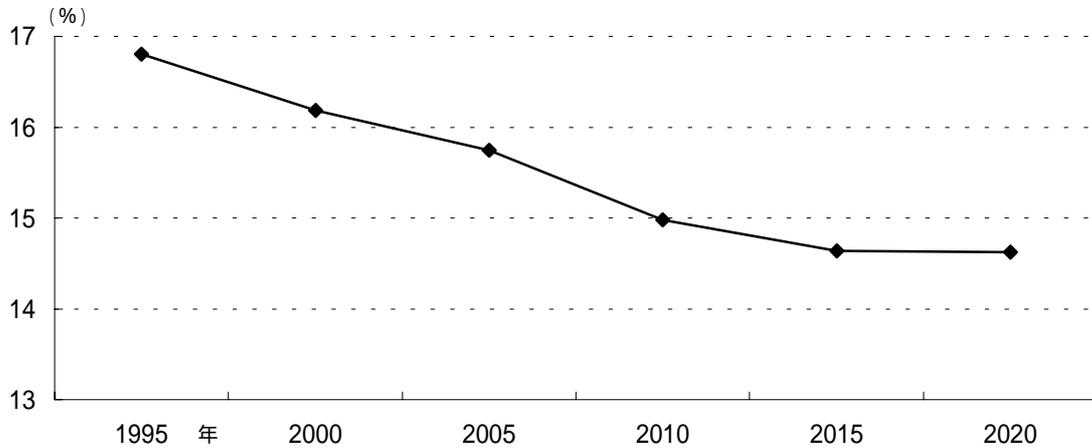
(資料)国立社会保障・人口問題研究所「日本の将来推計人口(平成14年1月推計)」

図表 28世帯数と年齢構成比の推移と見通し



(資料) 国立社会保障・人口問題研究所「日本の世帯数の将来推計」

図表 29 世帯主の年齢構成変化による貯蓄率シミュレーション

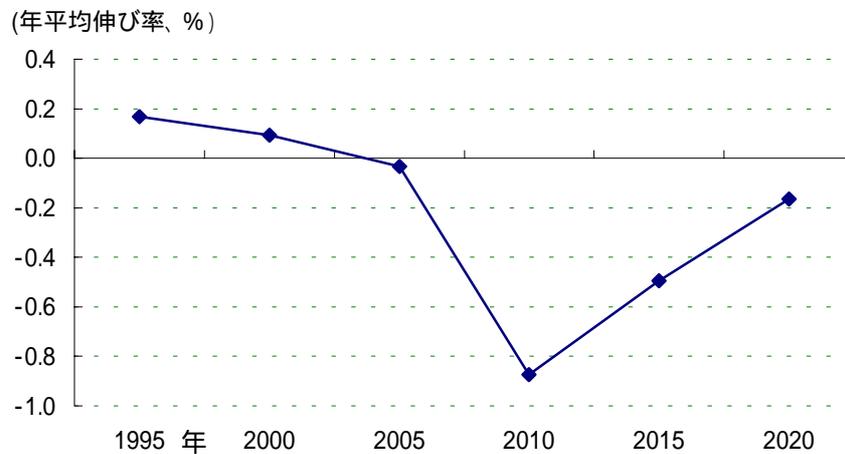


(注) 1. 各家計の平均可処分所得、消費額を1999年時点で固定し、年齢別の世帯構成比の変化のみで、将来の貯蓄率をシミュレートしたもの。

2. ここでは、無職世帯を除く一般世帯の可処分所得、消費額は勤労者世帯と同じと仮定した。

(資料) 総務省「全国消費実態調査」、国立社会保障・人口問題研究所「日本の世帯数の将来推計」

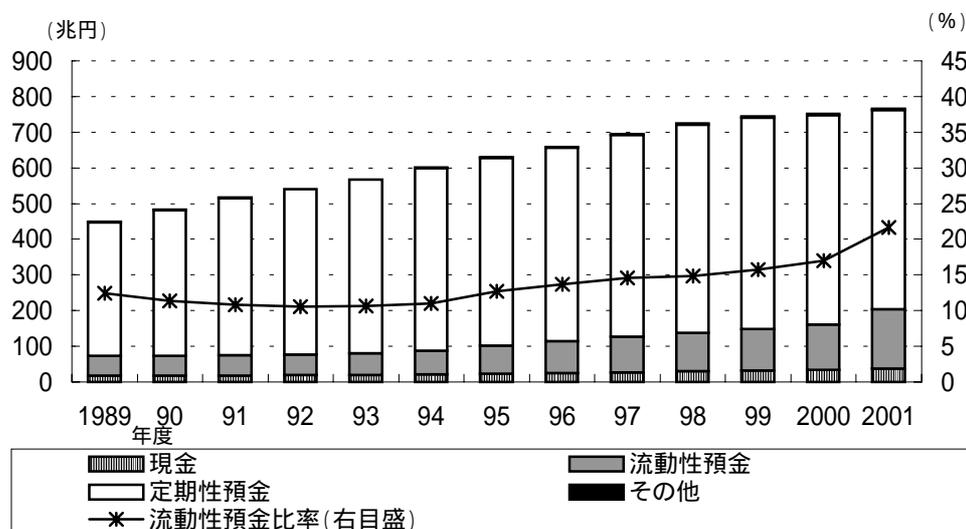
図表 30 世帯主の年齢構成変化によるフローベースの貯蓄額シミュレーション



(注) 図表 29 と同様の仮定により、世帯年齢別の貯蓄額（フローベース）に世帯数をかけて算出した家計部門のフローベースの貯蓄額全体の伸び率（年平均）。

(資料) 総務省「全国消費実態調査」、国立社会保障・人口問題研究所「日本の世帯数の将来推計」

図表 31家計部門の現金預金残高と流動性預金比率



(注) 1. 年度末値。

2. 流動性預金比率 = 流動性預金 / 現金・預金残高

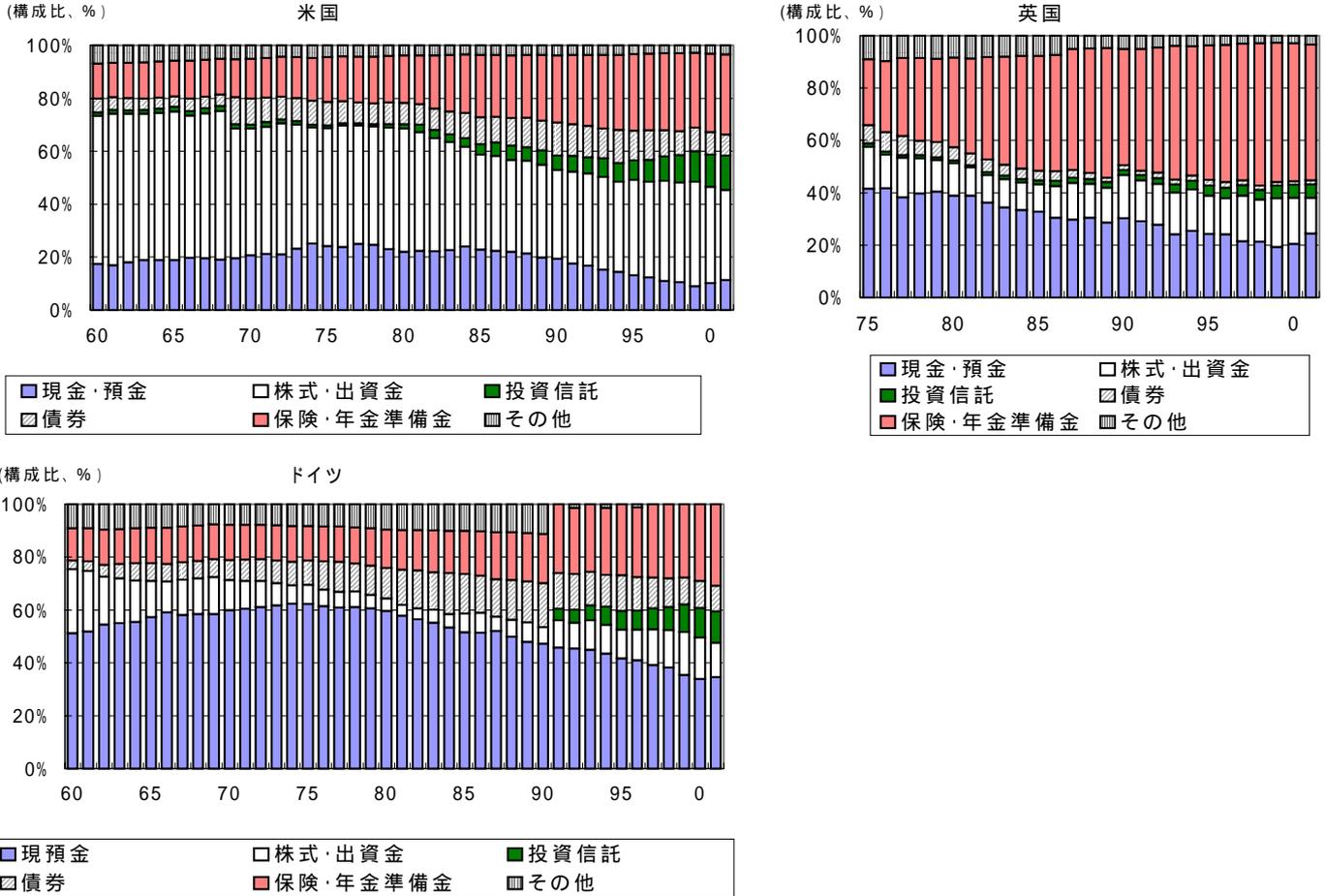
(資料) 日本銀行「資金循環勘定」

図表 32新たな金融商品の事例

証券総合口座	証券会社の短期公社債投資信託の口座を通じて給与振込、年金入金、支払い代金決済ができるもの。銀行総合口座の証券版。
ラップ口座	顧客のまとまった資金を一括して預かり、顧客が希望する運用方針で資産運用を行う口座。資産残高に応じて一定割合の口座管理手数料を定期的に支払う。
ETF(株価指数型上場投資信託)	日経平均株価指数や東証株価指数に連動することを目指す投資信託。指値注文や成り行き注文により売買され、信用取引もできる。
REIT(不動産投資信託)	不動産に投資して家賃収入や売却益を投資家に配当する仕組みの投資信託。
新型外貨預金	外為法改正により、様々な新商品が開発されている。

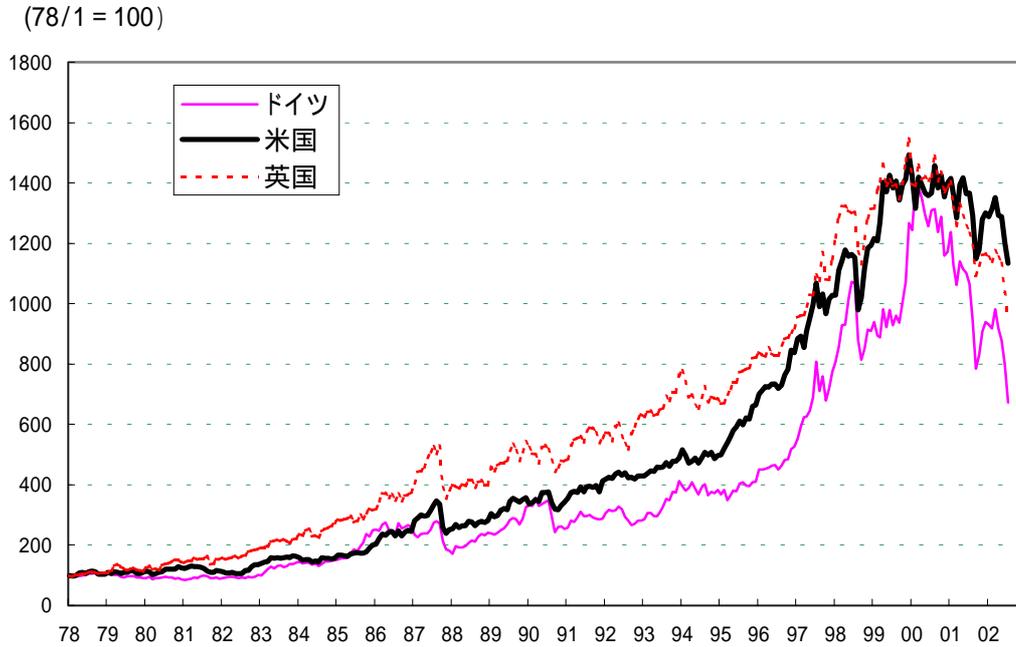
(資料) 金融広報中央委員会「金融商品なんでも百科」ほか

図表 33 主要国の金融資産選択の推移



(注) 1 . 英国の 86 年以前と 87 年以降の統計は接続していない。
 2 . ドイツの 90 年以前は旧西ドイツベースで、分類も若干異なっている。
 (資料) 図表 1 に同じ。

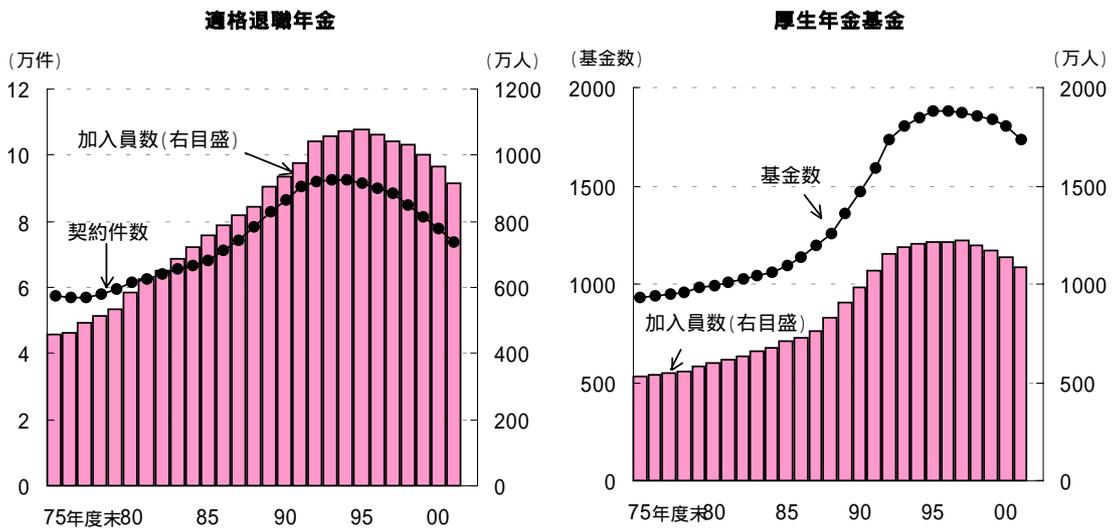
図表 34主要国の株価の推移



(注) 米国はダウ工業株 30 種平均、英国は F T 100 指数、ドイツは D A X 株価指数。月末値。

(資料) Datastream

図表 35企業年金の推移



(資料) 厚生年金基金連合会「企業年金に関する基礎資料」