

## 家計のリスク資産形成策を批判的に検証する

本稿では、家計の金融資産形成の問題、特に、「貯蓄から投資へ」というリスク資産形成策をデータに基づき批判的に検証する。論点は3点あり、第一が、米国家計の資産配分をベンチマークとすることの是非、第二が、わが国経済の長期低迷がもたらした影響、第三に、IS バランス上の問題である。第一の点については、米国家計部門の金融資産配分は、極端にリスク資産比率の高い富裕層に大きく影響されている。また、欧州各国も米国ほどリスク資産志向ではない。このため、米国家計をベンチマークにしてわが国の方向性を示すことには、慎重であるべきことを指摘する。第二の点については、日米欧家計の金融資産を比較すると、日本の伸びが低い。これにはわが国の長期に亘る所得低迷・株価低迷が大きく影響している。また、若年層のリスク資産比率が低いことについても、リスクテイクに消極的というよりも、住宅など他の形態のリスク資産を多額保有していることから生ずる流動性制約の影響が大きい。第三の点については、わが国企業は、長期に亘って資金余剰主体となっている。このため、資金制約によって成長が阻害されている訳ではないこと、また、家計の現預金をリスク資産にシフトさせることができたとしても、経済成長を直接加速させる効果は期待薄であることを示す。むしろ経済成長が加速すれば、家計の可処分所得も伸び、流動性制約も緩和されることから、自ずとリスク資産に資金が向かうはずである。

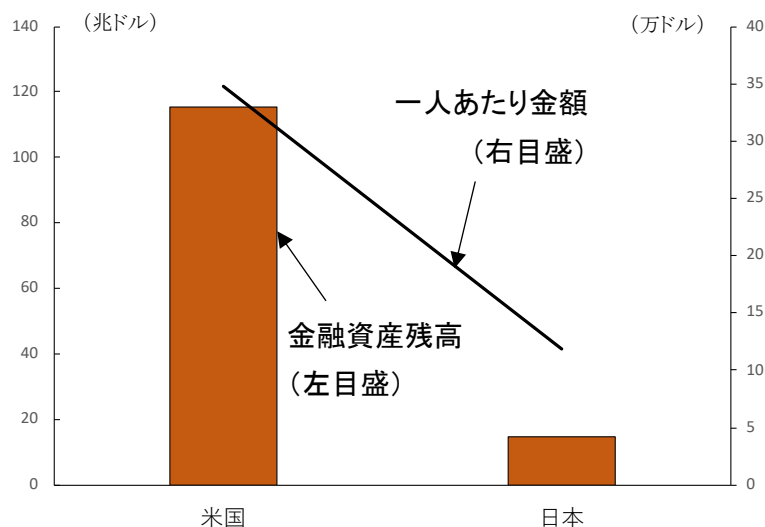
---

<sup>1</sup> infotain.research@gmail.com。引用の際には、出所を明記して下さい。

## 1. はじめに

わが国家計部門の金融資産は、2022 年で 2,005 兆円、人口一人当たり 1,595 万円に達している(資金循環統計)。これを米国と比較すると、金融資産残高合計および一人当たり金額でも、米国が圧倒的に多い(図表 1)。

(図表 1) 日米家計部門の金融資産残高(棒グラフ)および一人当たり金額(折れ線グラフ)



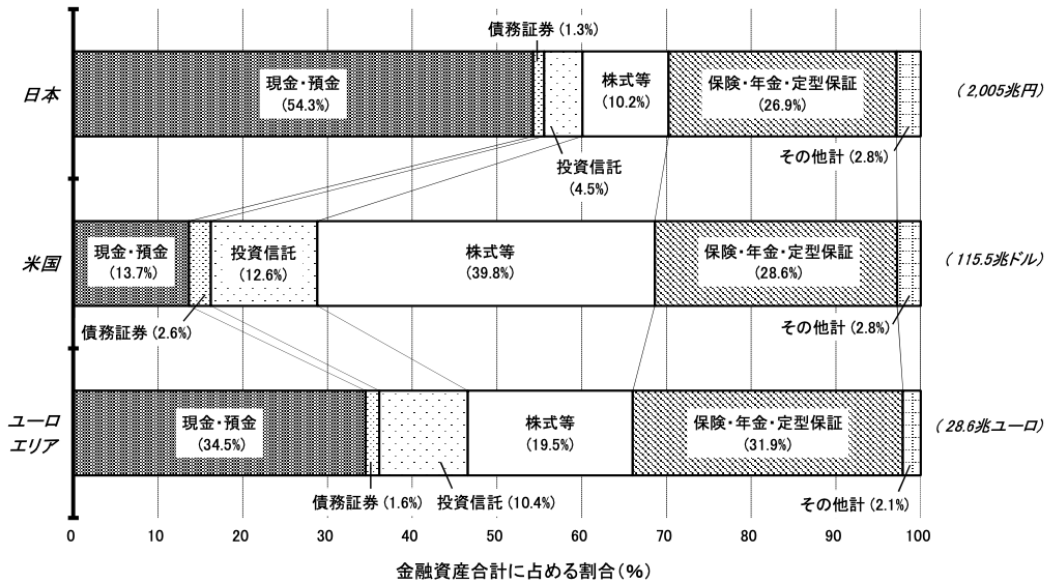
(出所) 日本銀行(2022)、各国人口統計。なお円ドル換算は、1ドル=135年で行った。

わが国家計部門の金融資産について頻繁に聞かれる主張が、「米国に比して現預金への偏重」である。そして、「偏重」と判断される根拠として必ず引用されるのが、日本銀行が公表している「日米欧の資金循環統計」(家計・企業・政府部門等の保有する金融資産を日米欧で国際比較した統計資料)に掲載されている図である(図表 2)。

わが国家計の金融資産選択は、「米国をベンチマーク」とすると図表 2 より、①リスク資産が過小(資産全体に占める株式+投信のシェア……わが国:15.7%、米国 52.4%)、②預金偏重(現預金のシェア……わが国 54.3%、米国 13.7%)と評価されることになる。故に、わが国家計の資産選択も、米国を範として、「リスク資産増大、現預金削減」が望ましいとの主張に結びつく。こうした主張は、しばしば「貯蓄から投資へ」と呼ばれ、1990 年代後半から 20 年以上に亘って言われ続けている<sup>2</sup>。

<sup>2</sup> 最近金融庁では「貯蓄から投資へ」の代わりに「貯蓄から資産形成へ」と標語を改めており、より適切な表現となっている。

(図表 2) 資金循環の日米欧比較

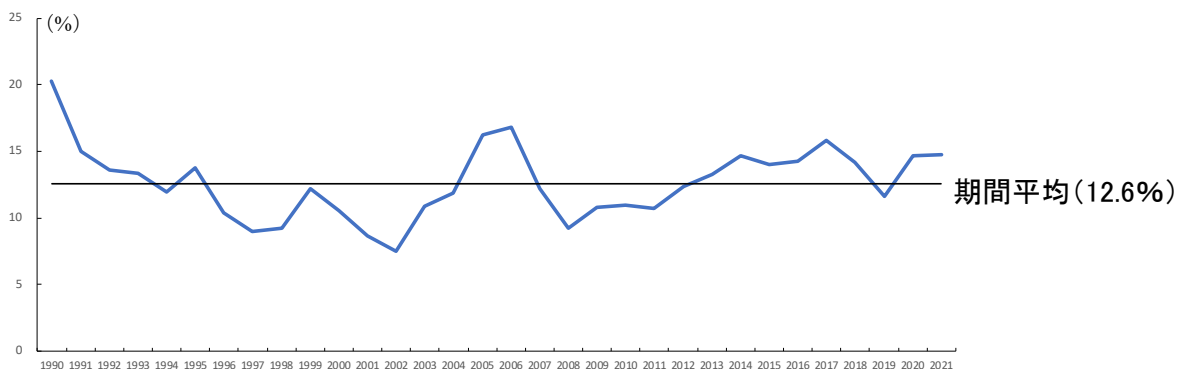


\*「その他計」は、金融資産合計から、「現金・預金」、「債券証券」、「投資信託」、「株式等」、「保険・年金・定型保証」を控除した残差。

(出所) 日本銀行 (2022)

ただし、現実には、掛け声とは裏腹にリスク資産へのシフトは 2023 年初の段階では、殆ど進んでいない。ちなみに、バブル崩壊初期の 1990 年から直近までリスク資産比率の長期時系列をとってみると、株式の時価評価の変動(株価が上昇すると、リスク比率も上昇)などで振れが生じているが、総じて上昇トレンドのようなものは、観察されない(図表 3)。

(図表 3) 資金循環ベースのリスク資産比率(株式+投信)



(出所) 日本銀行 (2022)

このため、わが国の家計部門の金融資産を分析した近年の研究論文をみても、「貯蓄から投資は進んでいない」と判断しているものが多い<sup>3</sup>。

そこで本稿では、家計の金融資産形成の問題、特に、「貯蓄から投資へ」という資産形成策をデータによって批判的に検証する。その際の論点は 3 点あり、第一が、米国家計の資産配分をベンチマークとすることの是非、第二が、わが国経済の長期低迷がもたらした影響、第三に、IS バランス上の問題である。

## 2. (論点 1) 米国との資金循環統計の比較に関する問題

前章でみた、日米欧の資金循環統計(図表 2)のみに依拠し、米国を無批判にベンチマークとしてわが国家計の資産選択の現状を批判することには、いくつかの問題点がある。以下そうした問題点を説明する<sup>4</sup>。

### 2.1.米国家計をベンチマークとすることの問題点

第一に、図表 2 で誤解し易いのは、この図が、「典型的な」ないし「平均的な」家計の金融資産の選択状況を表していると解釈してしまうことである。そもそも資金循環統計は、その名の通り、一国の主要経済部門である、家計・企業・政府・海外部門間の資金のやり取りやその結果としての資産状況などを示した、マクロ統計の一種である。図表 2 はその家計部門の資産内訳を示したものだが、あくまで家計部門全体(わが国でいえば、2,000 兆円規模)の資産分布状況を示したもので、実際の家庭の状況とは相当隔たりがある。これは、わが国のみならず、米国についても言えることである。

そもそも資産配分は、各家庭が収入や年齢、資産・負債状況などを総合的に勘案して個別に決められるべきものであり、全ての家計に統一された最適な資産配分といったものが存在する訳ではない。つまり、図表 2 の米国の状態が「最適な」資産配分を示しているとは一概には言えないことに注意が必要である。

第二に、米国家計がわが国のベンチマークとしてふさわしいか、この点をまず、欧州各国の家計のバランスシートと比較してみる(図表 4)。すると、米国家計部門のみが、極端にリスク資産比率が高い反面、現預金比率が低くなっている。むしろ米国の方がアウトライヤーのように

---

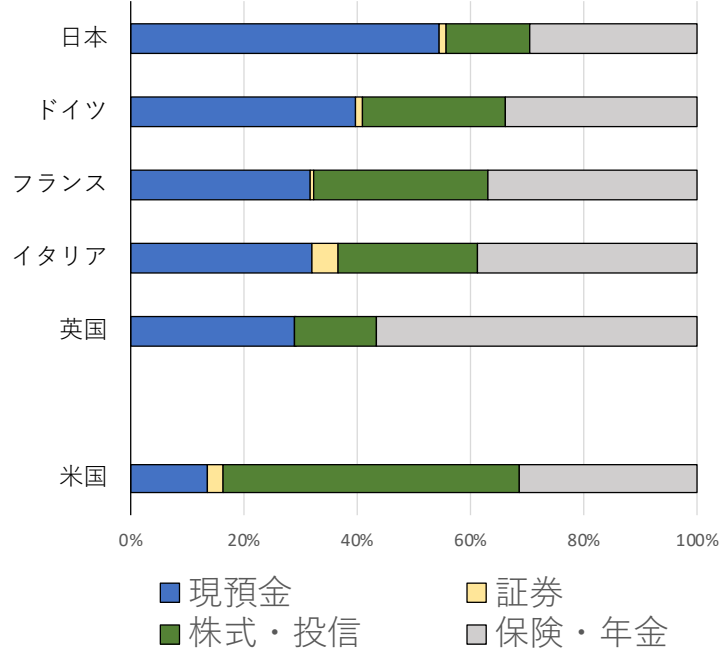
<sup>3</sup> 前田(2017)、祝迫(2018)、金木(2018)、広田(2018)、「家計金融資産とマクロ経済に関する研究会」(2018)、大和総研(2019)、小峰(2020)、日本総研(2022)を参照。

<sup>4</sup> 以下の分析の趣旨はあくまで望ましい金融資産選択のベンチマークとして日米の資金循環統計を用いることの問題点を指摘するであり、本文でも述べたように、一国の経済主体間の資金の流れや資産蓄積状況を把握するためには、資金循環統計が重要であることは言うまでもない。

みえる。

さらに問題なのは、米国は先進国中でも突出して金融資産が富裕層に極端に偏在していることである。この点を確認するために、日米の家計調査(資金循環統計とは違い、個別の家計をサンプリングして集計したマイクロ統計)を用いる。資産保有額に応じて家計を区分(日本は、5 区分、米国は 4 区分)し、最低区分と最高区分の平均資産残高を対比すると、日本の富裕層(最高区分)は、最低区分の 57 倍の資産を保有しているのに対し、米国の富裕層は、最低区分の 240 倍と 1 桁が違ふほどの大きな金融資産を保有している(図表 5)。また、同図から分かるように、富裕層同士を比べると、米国は邦貨換算で 2 億円程度と、わが国の 3 倍超(米国の 90-100%区分に限れば 90 倍)という桁違いな資産を保有していることがわかる。

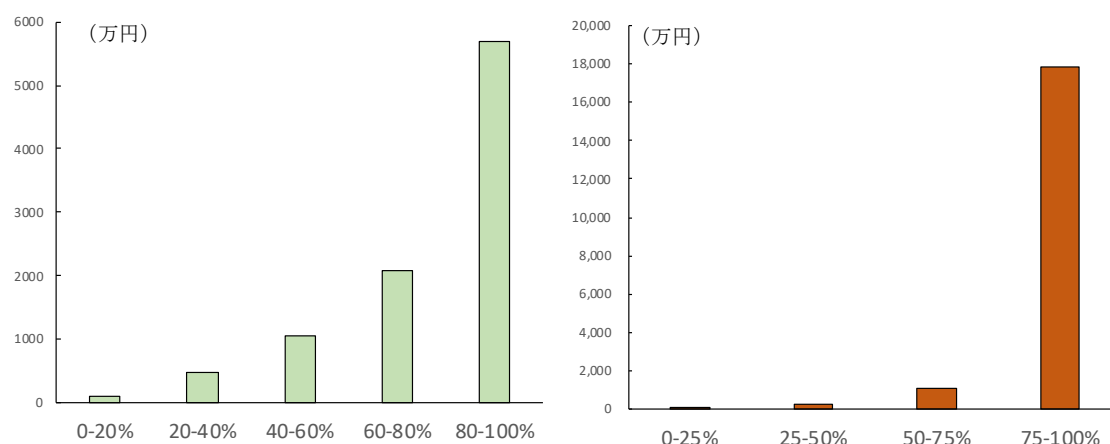
(図表 4) 欧米家計部門の資産配分状況



(出所) 各国中銀資料(英国を除く)。2021 年時点。日米は、2022 年時点。

第三に、米国家計は、各家庭が押し並べて金融資産の 4 割程度をリスク資産に配分している訳ではないことに注意が必要である。第二の点で明らかになったように、米国では日本に比べて、金融資産が極端に富裕層に偏在しており、これはリスク資産についても同様である。株式保有がどの程度偏在しているかを日米で比較したのが図表 6 である。金融資産保有額の階級別に、有価証券(米国は株式の直接保有)の保有額を全体に対する割合で示している(図表 6)。金融資産保有額の階級区分は、わが国が 5 区分、米国が 4 区分と異なっている点を割り引いてみる必要があるが、わが国では資産保有額の上位 20%で全体の約 6 割を、米国では、上位 25%で全体の 96%を保有しており、米国では、リスク資産の保有が極端に富裕層に偏っていることを示している。

(図表 5) 資産階級別にみた日米家計の金融資産残高の比較(日本 2021 年、米国 2019 年)

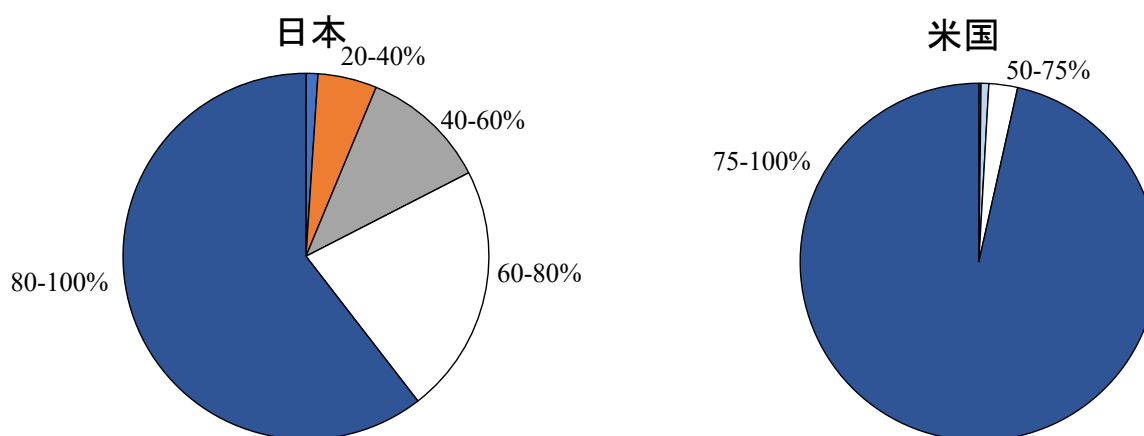


(出所) 日本は、家計調査(貯蓄・負債編)、米国は、FRB(2019)。

(注) 横軸の区分は、日本は、貯蓄現在高別 20% 刻み、米国は、純貯蓄で 25% 刻み  
(原資料は、最上位区分を 75-90% と 90-100% に再区分。また、米国の資産残高は 1 ドル = 135 円で換算)。

次に、株や投信等リスク資産をどの程度の家計が保有しているか、世帯保有比率を日米で示したものが図 7 である。まず米国家計をみると、図表 2 で金融資産の 4 割を株式に配分した格好になっているが、実際に株式を保有している家計は、15% にすぎない。これは、図表 6 で示したように、一部の富裕層が株式の大半を保有している事実と整合的である。同様に、投資信託についても、保有世帯の割合は、10% を割る程度にとどまっている。

(図表 6) 資産階級別にみた日米家計の株式保有金額の偏在状況(日本 2021 年、米国 2019 年)

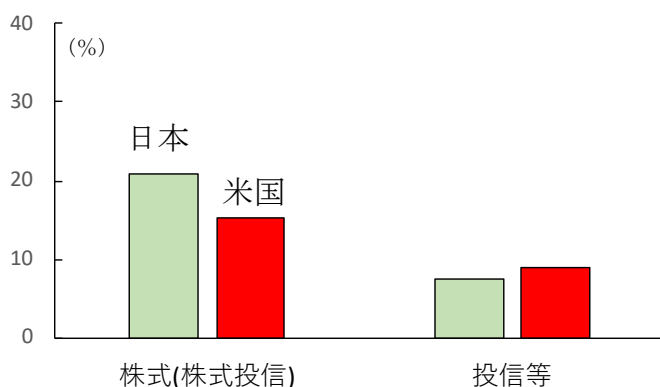


(出所) 日本は、家計調査(貯蓄・負債編)、米国は、FRB(2019)。

なお、米国家計の格差が大きいのは、低所得層も同様である。米国の家計調査では、「金融経済的に脆弱な家計」を、①2千ドルを1ヶ月以内に捻出できない、②ローン過多、③支出3ヶ月分の貯蓄がない、の3条件で定義している(図表8)。その結果を見ると、米国全家庭の3~4割程度が経済的に脆弱な状態にあると判定されている。これは、金融資産が極端に富裕層に偏っていることの反作用として理解できる。

一方、わが国家計のリスク資産を保有している世帯率をみると、株式と株式投信を合わせた世帯保有率が20.9%と株式投信が含まれていることもあり、むしろ米国よりも僅かだが保有率は高くなっている。また、投信の保有率は、7.6%となっており、米国よりもやや低い。このように、多少の差異はあるにせよ、全家計に占めるリスク資産保有世帯の割合は、平均的に見ればせいぜい2割程度となっており、その普及度合いは日米ともに案外低い。図表2のイメージと図表7の普及率に大きなギャップがあるのは、図表2で示されるリスク資産割合は、あくまで全家計を集計した数値であり、極端な富の偏在がその裏に隠されていることを物語っている<sup>5</sup>。

(図表7)日米家計で株式・投信を保有している世帯の比率

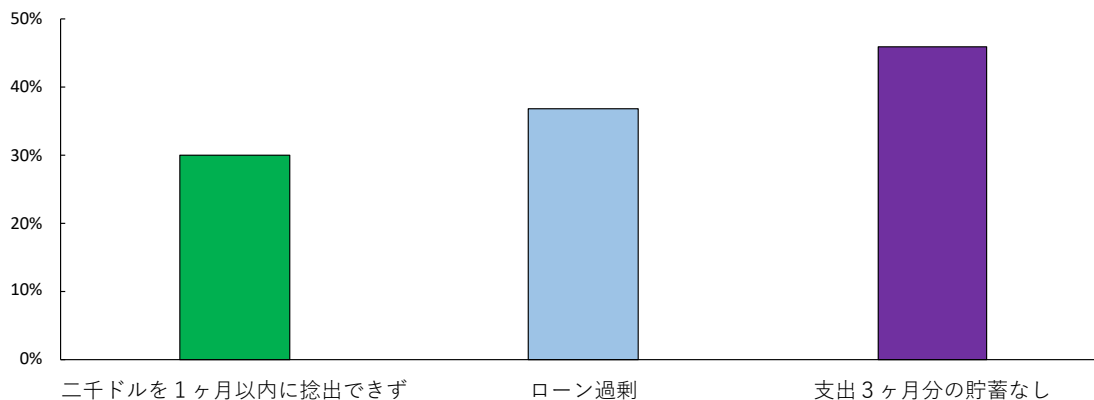


(出所) 日本は、全国消費実態調査(2014)、米国は、FRB(2019)。

(注) 本図は、株式・投信をどの程度の割合の家計が保有しているかを示したもの。

<sup>5</sup> 経済理論では、家計の金融資産選択は、安全資産(現預金)とリスク資産(ポートフォリオ)の組み合わせで決まり、例え、危険回避的であっても幾らかのリスク資産を保有することが最適行動となる。しかし、実際には、日米共にリスク資産を保有する世帯比率はかなり低い。こうした現象は、日米両国のみならず他の先進国でも幅広く観察されており、経済学界では、「ストック(株)・ホールディング・パズル」として広く知られている。

(図表 8)米国家計の経済的脆弱性の調査結果



(出所)GFLEC (2021)。本調査では、上記3条件を「経済的に脆弱性」(financial fragility)に陥っている家計と定義されている。

## 2.2.わが国家計は、本当にリスク・テイクに消極的なのか

図表 2 のリスク資産割合の日米の違いから、しばしば、「わが国家計はリスク・テイクに消極的である」と主張されることがあるが、果たしてそうであろうか。本節ではこの点を検証していく。

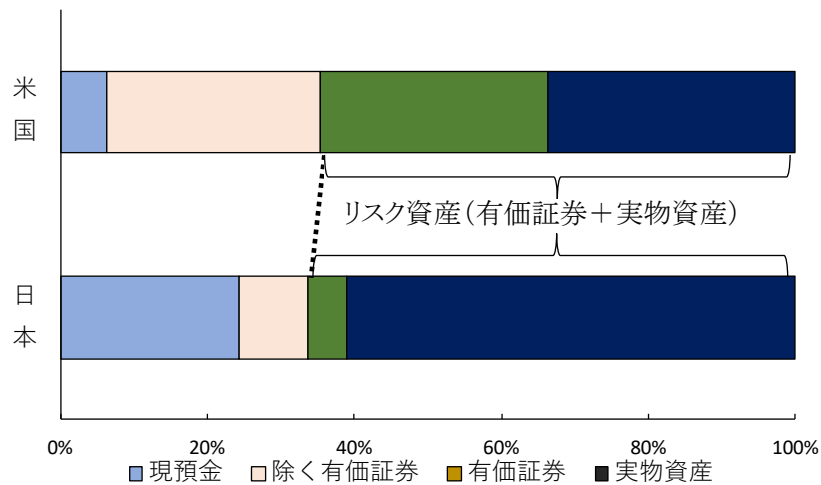
第一の視点として、これまで金融資産のみに焦点を当ててきたが、家計の資産には、土地・住宅といった実物資産も重要な位置を占めている。こうした資産の特徴は、①取得した土地の価値は、地価の動向によって大きく変動すること、②わが国では建物は法定耐用年数が20年と決まっており、急速に減価していくこと、である。このように、価格変動が大きいことを勘案すると、家計にとっては土地・建物も、リスク資産の一部と言える。

そこで、家計の金融資産と実物資産を加えた総資産ベースでみた資産構成割合を比較すると、わが国では実物資産が総資産の6割程度を占めていることがわかる(図表9)。一方米国では、実物資産は3割強と我が国に比べその割合はかなり低い。その分、グラフから分かるように、多くの有価証券を保有している。

ここで、広義のリスク資産を有価証券と実物資産(住宅・土地が大半を占める)として定義し、日米を比較すると、両国とも6割強であり大きな差がない。このことは、わが国では、土地・住宅の価格が高く、家計の資産の中でこれらがかなりのシェアを占めてしまうため、総資産に占めるリスク資産割合が高くなってしまう。このため、流動性制約が生じて、金融資産面では、現預金を優先して、有価証券等リスク資産の保有を抑制せざるを得ない状況が生じているように窺われる。



(図表 9) 日米家計の総資産(金融資産+実物資産)の内訳

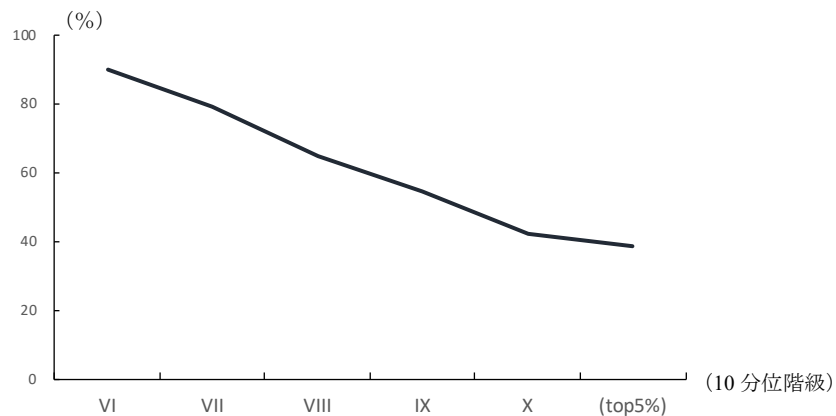


(出所) 日本は、全国消費実態調査(2014)、米国は、FRB(2022)。

(注)「除く有価証券」には、保険・年金等が含まれる。

こうした流動性制約は、資産保有額が少なくなるほど厳しくなる傾向がある。すなわち、わが国の家計について、貯蓄高の低い方から 10 区分し、各々の総資産に占める実物資産比率をみると、貯蓄高が増えるにつれて、実物資産比率が低下していつていることがわかる(図表 10)。富裕層の方が、流動性制約が緩和され、リスク資産が持ちやすくなる。

(図表 10) わが国家計の総資産に占める実物資産(貯蓄階層別)



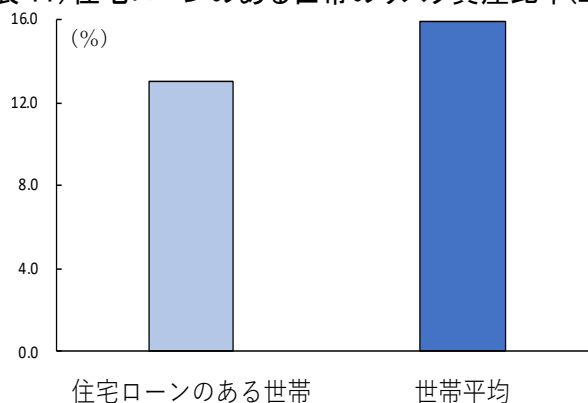
(出所) 全国家計実態調査(2019)。

(注) 全国家計を貯蓄高別に 10 分位に区分して、各々の総資産(金融純資産+実物資産)に占める実物資産(土地・住宅が大半)の割合を図示。なお、貯蓄高の低い I~V 分位は、総資産がマイナスであるため、省略した。

流動性制約の状況は、わが国家計で住宅ローンを抱えている世帯のリスク資産比率が、全世帯平均に比べると低くなっていることから明らかである(図表 11)。以上のことから、家計は、

金融リスク資産の配分を決める際には、金融資産のみならず、実物資産など他のリスク資産の状況をも鑑みながら、総合的に決定しているものと考えられる<sup>6</sup>。

(図表 11)住宅ローンのある世帯のリスク資産比率(2021 年)



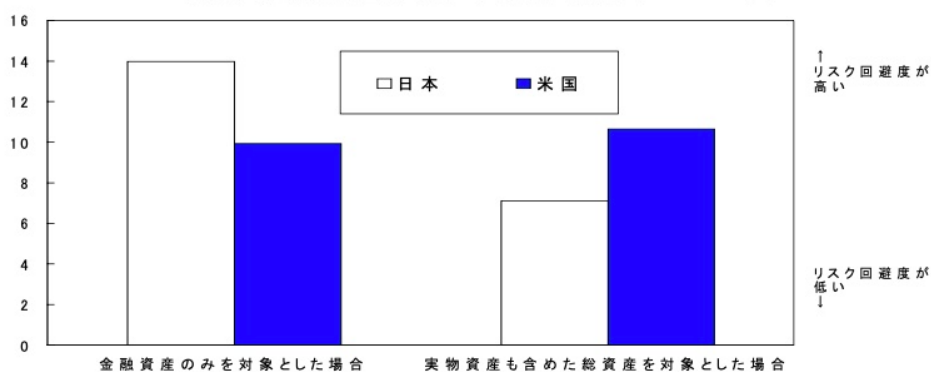
(出所)家計調査(2021)

(注)リスク資産比率は、有価証券/金融資産。

第二の視点として、日米家計のリスク・テイク姿勢を直接測定した結果を先行研究から紹介する。まず、石川・矢嶋(2002)では、相対的危険回避度を金融資産のみを対象とした場合と実物資産を含めた二つのケースで測定している(図表 12)。その結果、日米家計で比較すると、金融資産を対象とした場合では、わが国家計の方がリスク回避的だが、実物資産を含めた場合には、これが逆転すると言う興味深い結果を得ている。

(図表 12)リスク回避度に関する先行研究①

相対的危険回避度の計測結果(70-98年)



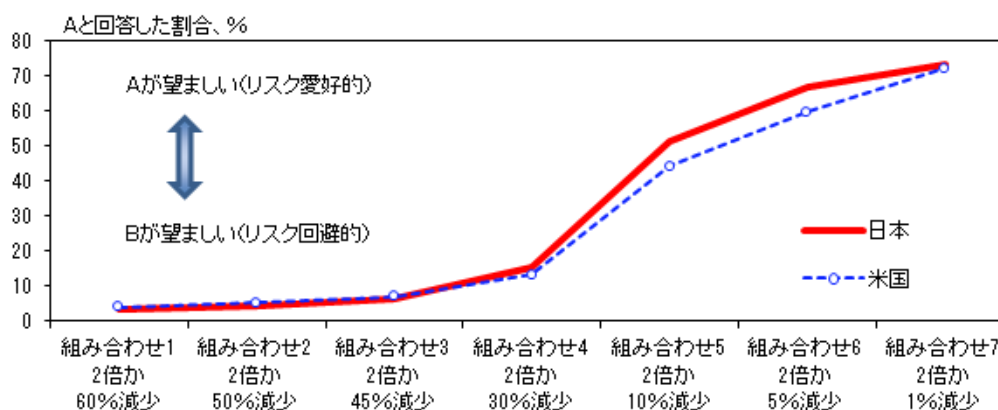
(出所)石川・矢嶋 (2002)。

(注)左図は、金融資産のみを対象とした場合、右図は、金融資産と実物資産(土地・住宅等)を含めた総資産を対象とした場合の日米家計のリスク回避度。グラフの棒が高いほど、リスク回避的となる。

<sup>6</sup> 同様の指摘は、祝迫(2012)でも行われている。

より最近時の分析事例として伊藤・瀧塚・藤原(2017)が挙げられる。この研究では、仕事をしたことに対する報酬の受取り方に関する質問から日米のリスク回避度を測定している(図表13)。

(図表 13)リスク回避度に関する先行研究②



(注) 2013年の値。

(資料) 大阪大学社会経済研究所「くらしの好みと満足度についてのアンケート」

(出所) 伊藤・瀧塚・藤原 (2017)。

(注) 報酬のもらい方として、リスクを伴うもらい方(選択肢 A)と確実なもらい方(選択肢 B)の選択比率を縦軸に取っている。横軸は、選択肢 A の内容が右側に行くほどリスク回避的な内容となっている。このため、右側に行くほど、選択肢 A の回答比率が高まる。

グラフを見ると、わずかにわが国の方がリスク愛好的な部分も見られるが、総じて、日米に大きな差異はないようにみられる。この点に関し、同論文でも、「わが国家計が特にリスク回避的であるといった様子は確認できない」とし、留保条件をつけながらも、わが国家計の金融資産選択行動がリスク回避的行動の影響により規定されているとは言い難いと結論づけている。

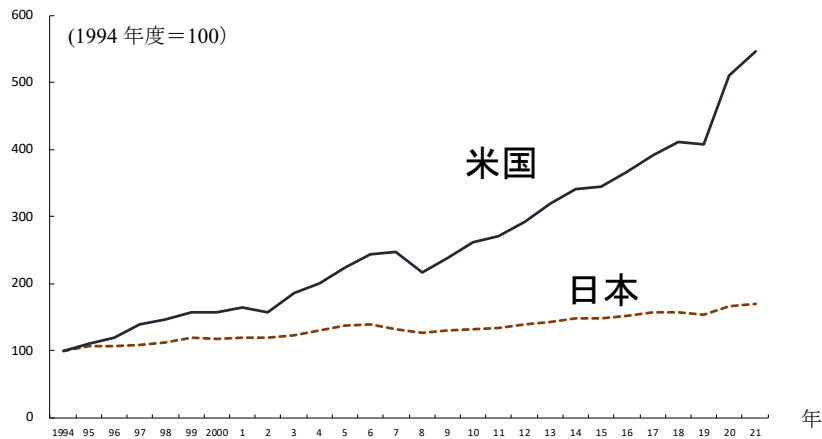
### 3. (論点 2) わが国経済の長期低迷がもたらす問題

#### 3.1. 経済の長期低迷の影響

第二の論点は、わが国経済の長期低迷が資産形成に及ぼす影響を検討することである。そこでまず、日米家計の金融資産残高の長期時系列を示した(図表 14)。

データの制約上、1994 年度を起点にその後の両国の資産の伸びをプロットしたが、米国が、2021 年度末には、残高が 5.5 倍に伸びているのに対し、わが国家計は、1.7 倍にとどまっており、その差は歴然としている。このような大きな差がついた原因はなんだろうか。

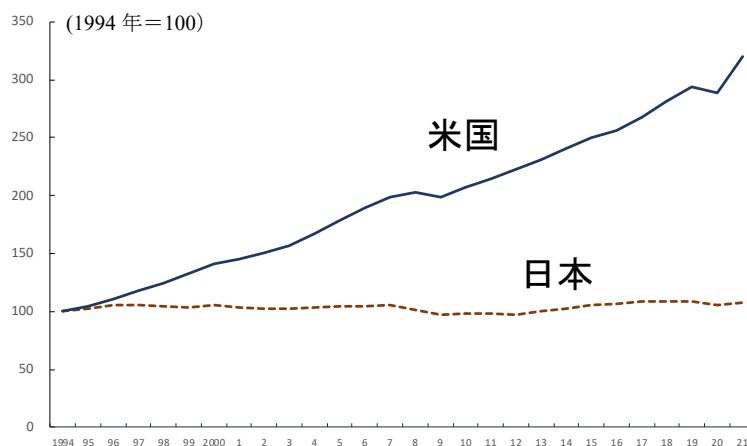
(図表 14) 日米家計の金融資産残高(1994 年=100)



(出所) 日本銀行(2022)、FRB (2022)。

そもそも、ストックである金融資産は、フローである純貯蓄の積算である。また、貯蓄は、所得から消費を引いたものである。ゆえに、貯蓄率(貯蓄/所得)が一定とすれば、金融資産と所得の伸び率が関係しているはずである。そこでまず、可処分所得の代替変数として両国の名目 GDP を図表 14 と同じく、1994 年度=100 としてプロットした(図表 15)。この図で印象的なのは、わが国の名目 GDP の低迷ぶりであり、2021 年度末の指数は、107.1、つまり、約 30 年間で 1.07 倍しか成長していない。年率に直すと、0.25%である。これに対して、米国は、3.3 倍、年率で平均 4.4%もの成長を達成していることになる。もちろん、名目成長率であるから、この間の物価上昇率の大きな差も影響しているが、貯蓄の源泉たる可処分所得の伸びの差は、金融資産残高にも大きな影響を及ぼしていることは間違いない。

(図表 15) 日米の名目 GDP 金額(1994 年=100)

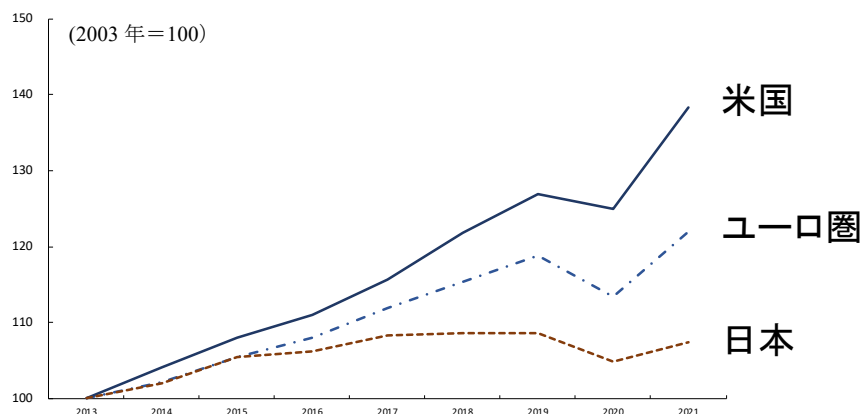


(出所) 内閣府(2022)、BEA(2022)。

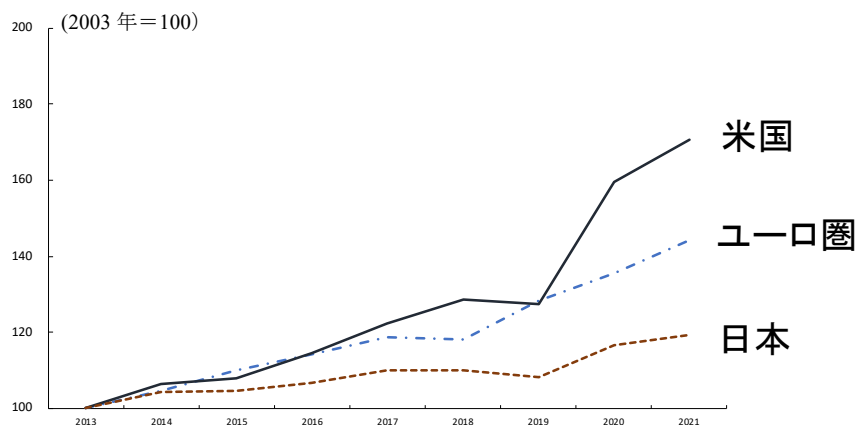
次に、日米にユーロ圏経済を加えて同様の比較をしてみる(図表 16、17)。ユーロ圏のデータ制約から過去 10 年分ほどの時系列の比較となってしまったが、2013 年を 100 としてみると、

ユーロ圏の金融資産の伸びは、1.44 倍と、米国(1.7 倍)と日本(1.2 倍)の中間に位置している。同様に、名目 GDP をとると、やはり米国(1.4 倍)と日本(1.07 倍)の中間(1.22 倍)に入る。大雑把な比較であるが、名目経済成長率が高い国・エリアほど、家計の金融資産の伸びも高まる傾向が確認された。

(図表 16) 日米ユーロ圏家計の金融資産(2003 年=100)



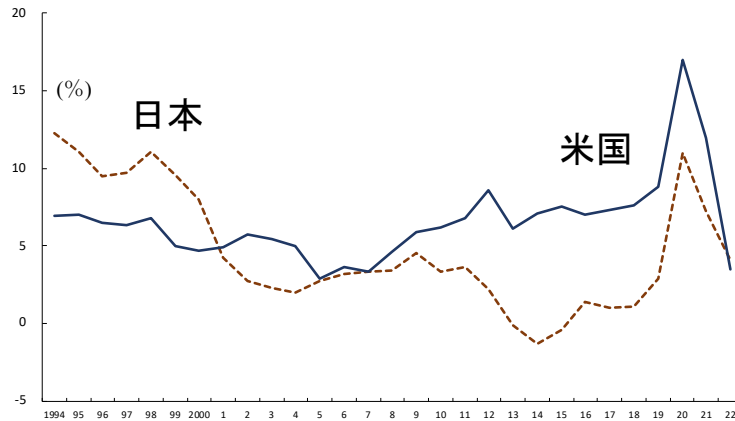
(図表 17) 日米ユーロ圏の名目 GDP 金額(2003 年=100)



(出所) 両図とも、内閣府(2022)、FRB(2022)、BEA(2022)、Eurostat。

なお、上述のように、金融資産形成には、貯蓄率も影響を与える。そこで、日米の貯蓄率(GDP ベース)を比較すると、2000 年までは日本の方が高いが、その後はわが国が 2014 年まで低下し続け、一時はマイナス・レンジにまで落ち込んだ(図表 18)。こうした貯蓄率の低下は、可処分所得を一定とすれば、貯蓄額の減少や伸び率低下を意味し、金融資産残高の抑制要因として作用する。ただし、観察期間においては、両国の貯蓄率は、コロナ禍による政府給付金の影響があった時期を除くと概ね 0~10%の間にある。

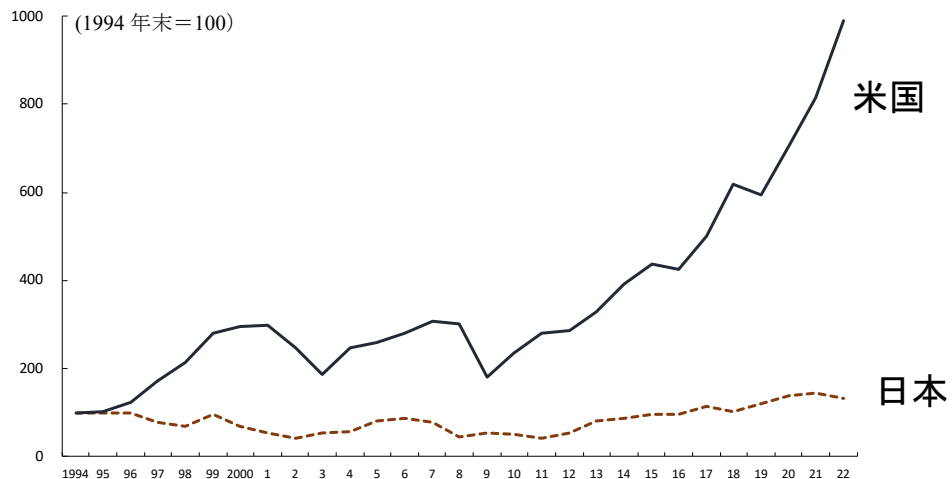
(図表 18) 日米家計部門の貯蓄率(GDP ベース)



(出所) 内閣府(2022)、BEA(2022)。

日米の金融資産の伸びが大きく差が開いている状況下、リスク資産への配分はどう決まってくるのであろうか。ここでは、リスク資産の収益率を見るため、その代理変数として、日米の株価の長期推移を比較してみた(図表 19)。

(図表 19) 日米株価指数(1994 年末=100)



(注) 日本は、日経平均、米国は、S&P500。いずれも年末値。

同図を見ると、日米の株価収益率の差は明確で、米国で株式を直接保有したり、投信経由で間接保有したりした場合でも、景気循環による短期的な山谷はあるにせよ、長期保有を原則とすれば、株価の上昇基調の恩恵を容易に受けることができた。具体的には、米国では、1994 年を 100 とした場合、2022 年には、9.9 倍にまで膨らんだのに対し、わが国の場合は、1.3 倍に過ぎない。また、資料制約上、基準とした 1994 年がバブル崩壊期に当たったこともあって、日本の株価は、1996 年に 1994 年水準を割り込んだ後、約 20 年間に亘りそうした状態が続き、2017 年になってようやく 1994 年水準を更新した。その後 2022 年末現在では、1994 年の 1.3 倍になっているに過ぎない。

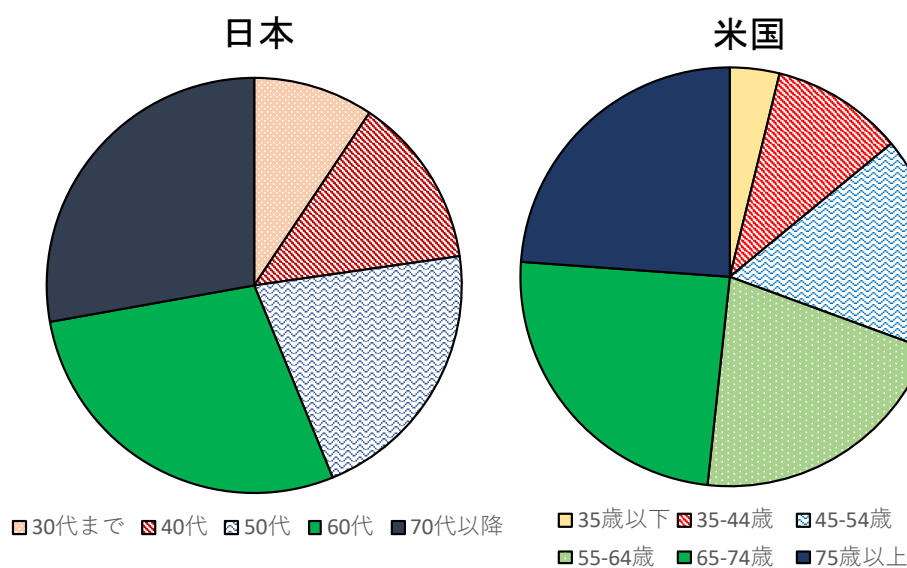
このような極端な株価パフォーマンスの差異は、米国では株価上昇による株式投資の成功体験が積重なり、これが引き金となってリスク資産への配分を上げるような好スパイラルが一部不況期を除いて働いたと考えられる。これに対し、わが国では、長期に亘る株価低迷によって、米国のような成功体験を得ることはできず、むしろロスの発生が頻繁に生じた結果、株式投資へ消極的にならざるを得ない状況が続いたと思われる。

このように日米を比較した場合、わが国では、可処分所得の低迷、株価に見られるリスク資産の収益率低迷など、バブル崩壊以降の経済不振が長期に亘り継続した結果、リスク資産保有に極めて不利な状況が長い間続いてきた。このような資産形成をめぐる両国の大きな条件の差異を軽視して、米国をベンチマークとして投資促進を一方的に奨励することは、経済合理性に乏しく、リスク資産へのシフトが進まなかったとしても、それは家計の合理的行動の結果とも言える。金融資産の形成を促すためには、経済のファンダメンタルズの改善が一番の特効薬であることは言うまでもない。

### 3.2. 年齢別・資産形成の状況

わが国の金融資産保有は、高齢者に偏っているといわれる(図表 20 左図)。事実、60 代以降の資産保有率は、56.2%と半分を超えている。しかし、米国の状況をみると、資料の制約で年齢区分に違いがあるが、65 歳以上でほぼ 50%に達している。60 歳以上で見れば、ほぼわが国並みに高齢者が金融資産を保有していることになろう(図表 20 右図)。

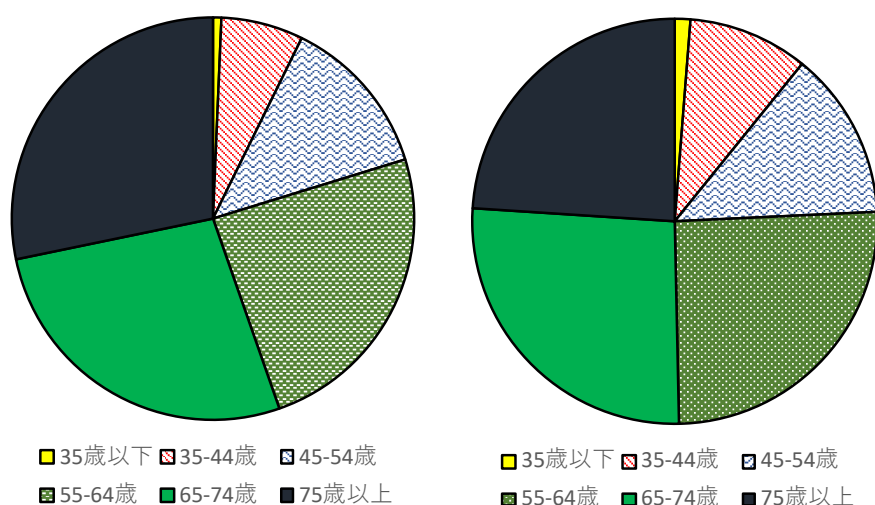
(図表 20) 日米家計の金融資産の年代別保有状況



(出所) 家計調査 (2022)、FRB(2019)。

同様に、リスク資産の代表格である株式保有の年齢別分布を見ると、日米ほぼ同様の分布形状を示しており、65歳以上の保有比率は、むしろわが国の方が高い(図表 21)。わが国の金融資産保有について、「高齢者が現預金に偏重した金融資産を大量に保有しており、こうした不稼働資産がわが国経済の成長の阻害要因となっている」と一部の主張が聞かれることがある。しかし、実際にデータを見ると、高齢者に金融資産が偏在しているのは、わが国のみに見られる現象ではなく、むしろライフサイクル仮説から見ると、当然の結果である。また、資産配分についても、年齢の若い層に比べて現預金に偏っている訳でもないことがわかる。

(図表 21) 日米家計の株式の年代別保有状況

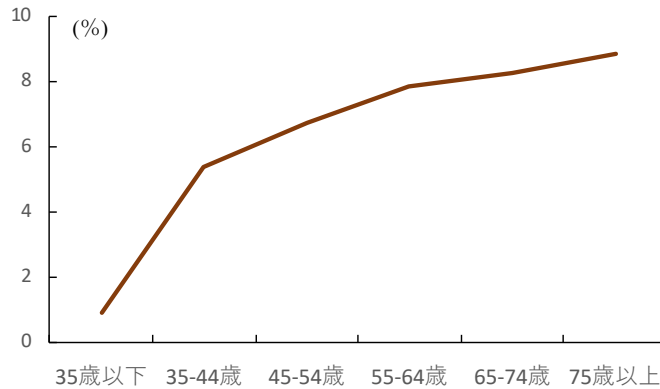


(出所) 消費実態調査 (2019)、FRB(2019)。

事実、わが国の年代別のリスク資産比率を見ると、35歳以下ではゼロに近く、30代から40代にかけて大きく上昇し、その後高齢に至るまで緩やかな上昇が続いている(図表 22)。つまり、高齢層が現預金に固執しているという訳でもない。むしろ、図表 20 からも明らかのように、リスク資産を保有するためには、ある適度の規模の金融資産を保有する必要があることを示唆している。なお、経済学でよく使われるライフサイクル仮説では、若い時期に資産を蓄積し、引退後、資産を取り崩しながら生活することを想定している。このため、リスク資産比率のカーブも引退世代では減少に転じ、右下がりとなるはずであり、図表 20 のように、65歳を過ぎてもリスク資産比率が僅かながらも上昇していることは、相容れない。



(図表 22) わが国の年齢別リスク資産比率

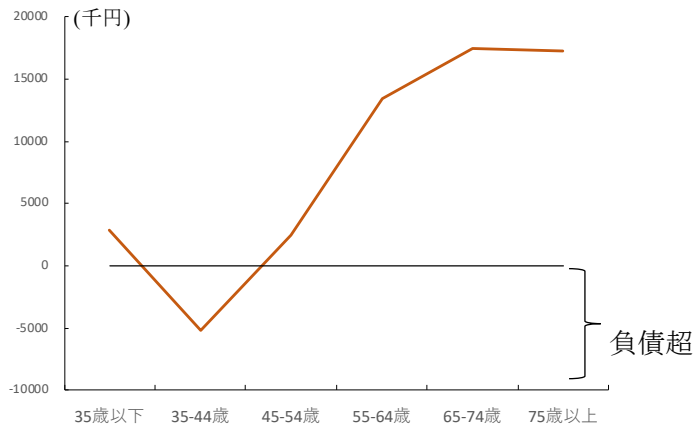


(出所)家計調査 (2022)。

(注)リスク資産は、株式。

次に、年代別に金融資産から負債を除いた純貯蓄を計算すると、35～44 歳期には、資産蓄積がまだ進んでいない割に住宅ローンが嵩むため、負債超過状態になっている(図表 23)。こうした状態では、流動性資産の確保が優先され、リスク資産への投資は後回しにせざるを得ないであろう。

(図表 23) わが国の年代別の純貯蓄(貯蓄－負債)



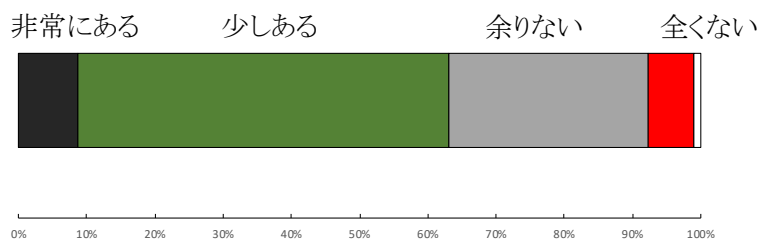
(出所)家計調査 (2022)。

なお、若年層でリスク資産比率が低い理由は、資産規模だけが原因ではない。第 2 章でみたように、30～40 代は住宅取得時期とも重なり、住宅ローン返済が家計の負担となる。住宅市場動向調査 (2023) によると、注文住宅、戸建分譲住宅ともに 30 代の取得がピークとなっている<sup>7</sup>。また、同調査によると、住宅ローンの年間返済額は、住宅種類によって、120～150 万円程

<sup>7</sup> 取得平均年齢は、注文住宅が 38.0 歳、戸建分譲住宅が、40.9 歳となっている。

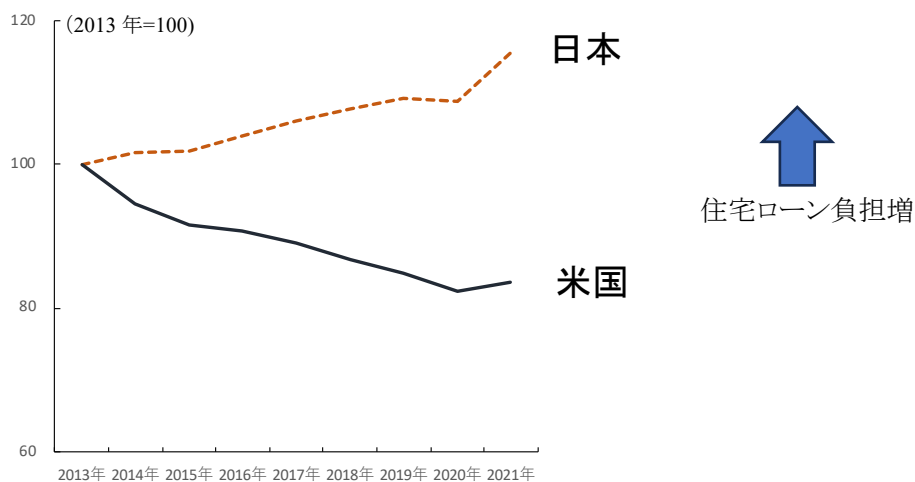
度で年収の約 2 割弱を占めている。さらに、住宅ローンの負担感を尋ねた質問に対して約 6 割が「負担がある」と回答した(図表 24)。また、日米の住宅ローン返済の負担感をデータで比較するために、可処分所得対比の住宅ローン残高を日米比較した(図表 25)。

(図表 24)住宅ローンの負担感



(出所)住宅市場動向調査(2023)。

(図表 25)日米家計の住宅ローン残高/可処分所得比率



(出所)日本は、GDP 統計・日本銀行(2022)、米国は FRB(2022)。

同図から明らかなように、わが国家計では住宅ローンの負担感が年々高まっているのに対し、米国では逆に低下している。わが国の場合、分母の可処分所得がほとんど成長していない一方、分子の住宅ローン残高は上昇しており、こうした動きが比率の増加に繋がっている。一方米国の場合、モーゲージ残高は上昇基調にあるものの、可処分所得の伸びがこれを上回っており、結果的に比率が低下している。

このように、日米で比較すると、住宅ローンの負担についても、若年層を中心に可処分所得が伸び悩んでいるわが国家計の負担感が増している。こうした状況下では、リスク資産投資

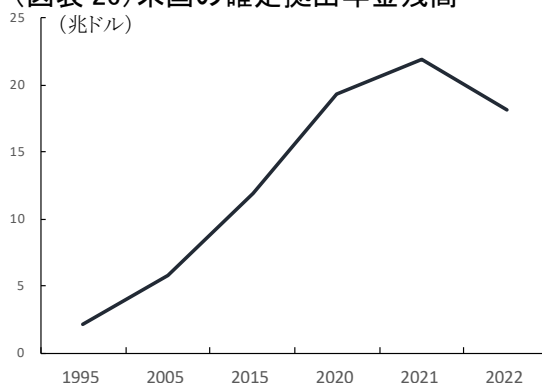
を流動性確保のために抑制せざるを得ない。

### 3.3. 老後資金形成の問題

最後に、若年・中年層における老後資金形成について日米比較を行う。米国では、401(k)やIRAなど確定拠出年金が老後資産形成の主力となっている。特に401(k)プランは1981年に設立されて以来、長い歴史を持ち、2022年時点での残高は、18.1兆ドル、邦貨換算(1ドル=135円)で2,400兆円に達している(図表26)。また、年齢別に見ても、引退時期の65-74歳をピークに綺麗な山形を描いている。

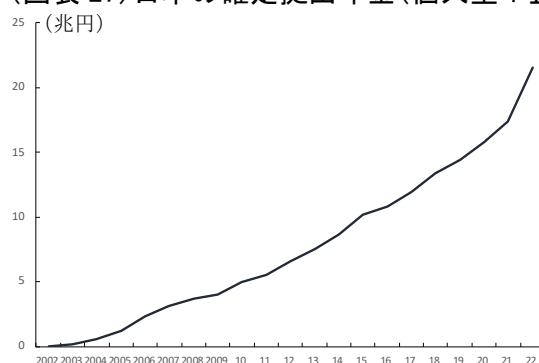
この間、わが国では、企業型確定拠出年金が米国から20年遅れて2001年に設立された。以後、個人型を含め、運用残高は直近まで順調に伸びているが、それでも直近の残高は、22兆円と米国の約100分の1の規模にとどまっている(図表27)。一人当たりの運用額でも、わが国では60代で個人型が324万円、企業型が463万円であるのに対し、米国では1,800万円(55-64歳、ただし、確定拠出型以外の年金商品を含む)に上る<sup>8</sup>。

(図表26)米国の確定拠出年金残高



(出所)ICI(2023)。残高は、401(k)とIRAの合計。

(図表27)日本の確定拠出年金(個人型+企業型)の残高



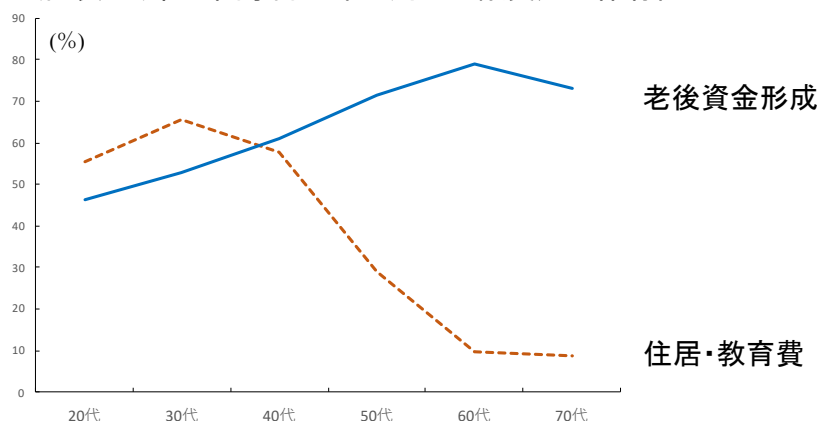
(出所)運用管理機関連絡協議会(2023)。

<sup>8</sup> 出典は、日本は、運用管理機関連絡協議会(2023)、米国はFRB(2019)。

ただし、両国のグラフを詳細に比べてみると、老後資金形成目的の回答率はわが国家計では、20代で既に50%に達しており、これが年齢とともに、80%程度までに上昇する。一方米国家計では20代では10%たらずで、年齢とともに、40%程度に上昇する。もちろん統計の取り方などにより、数値を直接比較することはできないが、20代と60代との差は米国の方が大きい、即ち、米国家計は、若い頃にはわが国よりも住宅・教育費などに専念し、老後生活資金は、こうした問題が一段落した40代以降に注力するようにも窺える。

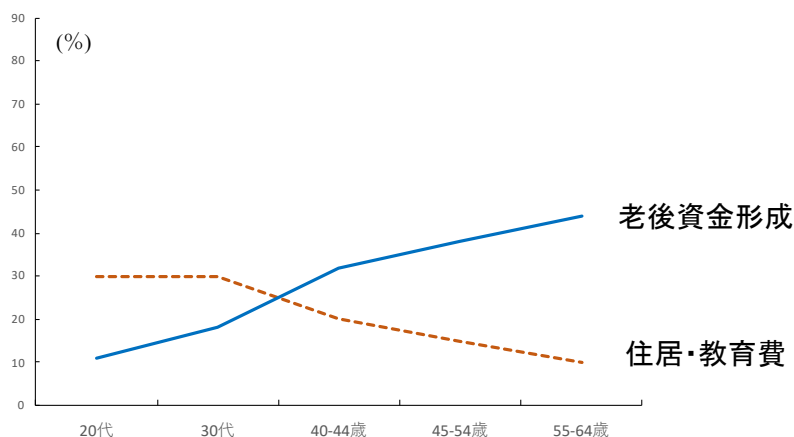
さらに、わが国家計に金融商品の選択基準を尋ねても、若い頃は、収益性重視が過半数を超えており、年齢が上がるとともに、安全性重視にシフトしていくなど、老後資産形成と整合的な形となっている(図表30)。こうしたことから、若年層は老後資金形成に無関心なのではなく、住宅ローン等や資産規模などから生ずる流動性制約に縛られていると考えられる。

(図表28) わが国家計の年代別の金融資産の保有目的



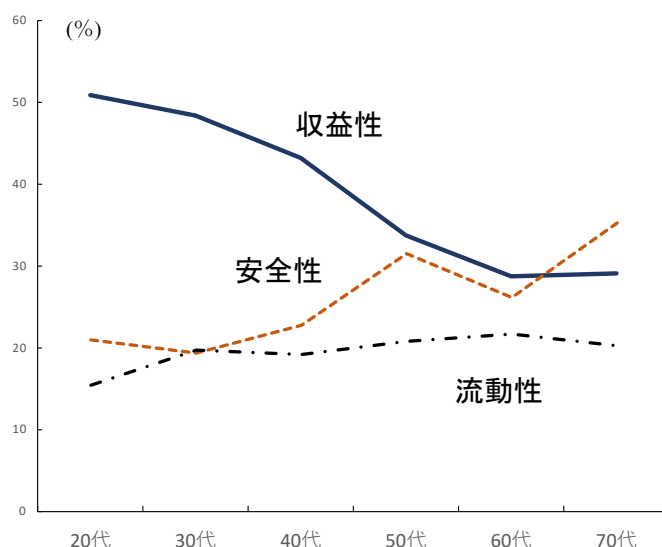
(出所) 金融中央広報委員会(2022)。なお、設問では上記2目的以外の選択肢も与えられている。また、3個まで複数回答可。

(図表29) 米国家計の年代別の金融資産の保有目的



(出所) ICI(2023)。

(図表 30) わが国家計の金融商品の選択基準(年代別)



(出所) 金融中央広報委員会(2022)。

#### 4. (論点 3) IS バランス上の問題

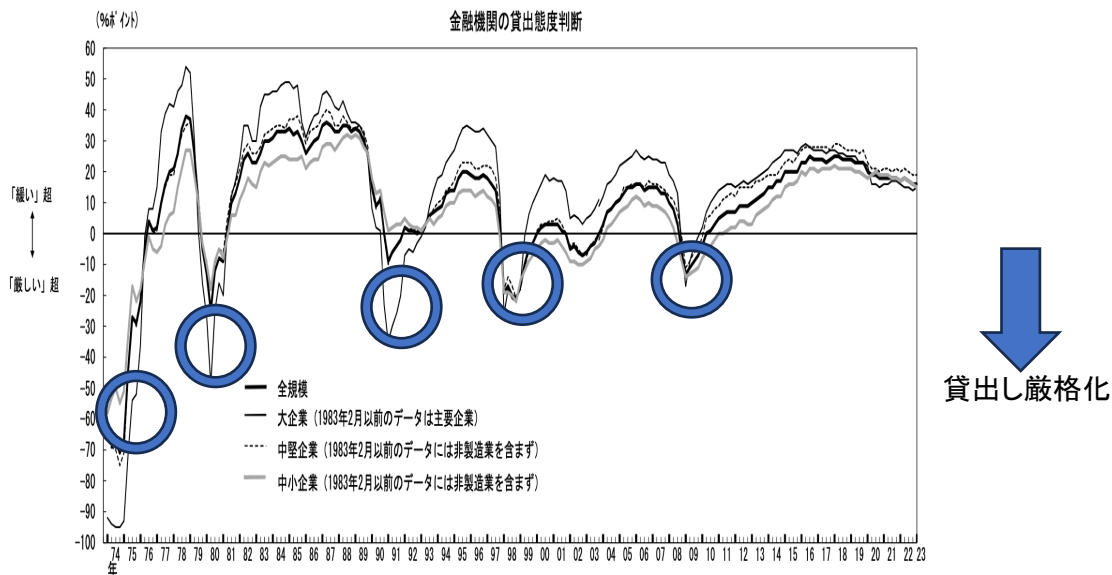
本章では、第三の論点として、家計の金融資産形成と IS バランスを中心としたマクロ経済関係を扱う。どの国の経済でも通常、家計は資金余剰主体であり、企業や政府などの資金不足主体に、銀行を経由した間接金融、ないし、金融市場を通じた直接金融を通じて資金が供給される。これに対し、わが国では「低迷する経済を活気づけるために、わが国家計の資産を積極的に活用すべき」との主張がみられる。より具体的に言うと、「(利子がほとんどつかず)眠っている約 1,000 兆円の家計保有の銀行預金をリスクマネーの供給に向け、ベンチャー企業を含む成長企業に資金供給することで、わが国経済の活性化を図ることができる」という主張である。この主張にはマクロ経済的にいくつか論点がある。それらを見ていこう。

第一に、現状、企業の活動は資金制約によって成長が阻害されているわけではない。この点を企業からみた金融機関の貸出態度でみてみよう(図表 31)。丸印で示した貸出厳格化期(不況や金融恐慌が原因)の時期を除くと、近年では、2009 年のリーマンショック以降、金融機関の貸出スタンスは、総じて緩いままであり、企業が資金調達で困るような事態にはなっていない。

第二に、通常の経済であれば、企業部門は、生産設備や建物等を新設する際に、設備投資資金を必要とする。内部資金で賄えない資金不足分は、銀行や新株発行などにより調達することになる。しかし、近年のわが国経済では、企業部門(民間非金融法人企業)は、恒常的に資金余剰主体であり、これは一種の異常事態といえる(図表 32)。本来資金不足たるべき企業部門が資金余剰であることは、設備投資など事業拡張や生産性の向上に繋がる投資機

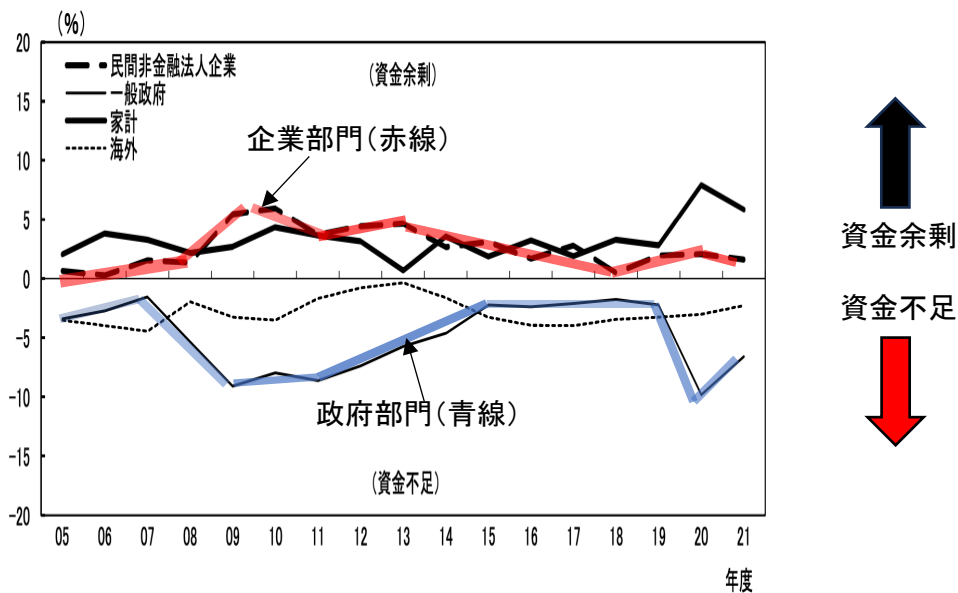
会が不足している、ないし、企業が投資に消極的になっていることを示しており、経済の長期低迷の一因ともなっている。

(図表 31) 金融機関の貸出判断



(出所) 短観(2023)。

(図表 32) 経済部門別の資金余剰・不足状態



(出所) 「日米欧の資金循環」(2022)。

こうした状況下で家計が企業部門に銀行部門を経ずに直接投資(株式購入)することでマクロ的に企業の設備投資が増えるとは考えにくい。事実、最近の上場企業の新規公開株式に

よる資金調達額をみると、2022年は、1,292億円、過去五年間の平均をとっても5,705億円と1兆円にも満たない水準にとどまっている<sup>9</sup>。この程度の規模であれば、仮に家計が新規公開株を全額購入しても企業の資金調達事態にはあまり大きな影響は及ぼさないであろう(2022年度の名目設備投資額は、96.5兆円)。なお、家計が既発株式を購入しても、株式の所有移転にとどまり、企業の資金調達には影響を及ぼさないことにも注意が必要である<sup>10</sup>。

第三に、家計の資金をベンチャー企業など成長型企业に資金供給する、いわゆるリスクマネーの供給が経済成長の促進に必要と言われることがある。確かに、スタートアップ企業への投資額をみると、わが国が43億ドル(2020年)であるのに対し、米国は、1,429億ドルに達している文字通り桁違いに大きい。しかし、ドイツは、日本より少し多い56億ドルにとどまるなど、わが国が少なすぎるというより、米国の資金調達システムが桁違いに発達していると解釈すべきだろう<sup>11</sup>。経産省資料では、ベンチャー・キャピタルへの投資は、わが国では金融機関(シェア21%)が最大だが、米国では年金基金(同39%)が最も多いと問題を指摘しているが、これは、いわばプロの間の金の流れの話で家計の資金が介在するものではない<sup>12</sup>。また、現実問題として、スタートアップ企業への投資は、選別が難しく、ベンチャー・キャピタルなど専門業者ならいざ知らず、家計にその選択眼を求めるのは酷であろう。

第四に、わが国のISバランスの状態との関係である。図表32は、各部門の資金過不足をプロットしたものであり、近似的には、ISバランスを表している。第二の点で見たように、通常資金不足となる企業部門が異例の資金余剰状態を続ける代わりに、政府部門が大きく資金不足に振れている。これは、政府の財政収支の赤字を大量の国債発行でファイナンスしているためである。その大量の国債の保有内訳が図表33である。これをみると、現在の金融政策の関係で中央銀行が最大の持ち手となっているが、中央銀行と民間金融機関を合わせれば、金融機関が全体の9割程度を保有していることになる。

ISバランスは、事後的に成立する恒等式である。だが、思考実験として、ここで仮に家計部門で銀行預金からリスク資産へ大幅な資金シフトが生じたとしよう。すると、民間金融機関は、預金が減少するため、国債保有を減らさざるを得ず、資金繰りのために国債市場で国債売却を余儀なくされる。これは、国債価格の暴落(金利が高騰)をもたらしかねない。その際、中央銀行が買いオペレーションで金利を安定させようとする、中央銀行の保有シェアがますます高まってしまふ。つまり、民間金融機関から中央銀行へと国債が移転されるだけである。逆に、中央銀行がこれを放置すると、意図せざる金利上昇圧力が生じ、国内景気を冷しかねない。

---

<sup>9</sup> 日本取引所グループ(2023)参照。

<sup>10</sup> 既発株式を含めて株式市場に家計のマネーが流入すれば、株価全体の上昇に繋がるかもしれない。そして、株価保有者に資産効果をもたらす可能性がある。

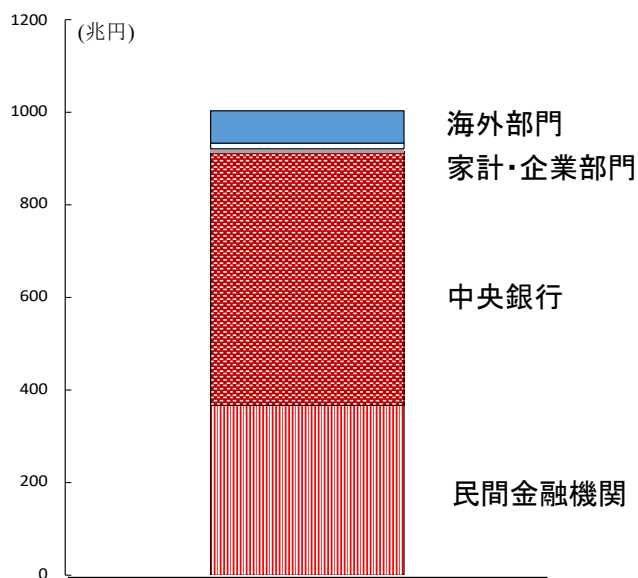
<sup>11</sup> 経済産業省(2020)参照。

<sup>12</sup> 同上。

また、第二の点で見たように、企業は既に資金余剰部門であるほか、家計が新規株式を全額購入したとしても、設備投資に対する比率は僅かで、生産性上昇や成長率向上が目に見える形で進展するような効果は期待できない。このように、家計の資産シフトを起点にして、IS バランスを成長促進型に変化させるのは簡単ではないと思われる。もとより、IS バランスは事後的にバランスする恒等式であり、一部門の行動変化が他部門にどのような変化を及ぼすかを事前に推察することは大変難しい。

そもそも、企業黒字、政府大幅赤字という現在の IS バランスの姿は、長期に亘る低成長に各経済主体が適応した結果である。この点からしても、家計の資産シフトのみでマクロ経済の成長を図ろうとするのは、IS バランス的にも難しいと言わざるを得ない。むしろ経済学的に素直に考えれば、「家計の投資資金へのシフト→経済成長」という順番ではなく、逆の因果関係、即ち、「経済成長→家計の投資資金への資金シフト」なのではないだろうか。この点は、論点 2 の経済低迷の影響のところで考察したように、生産性向上や経済成長率の上昇が実現できれば、家計の可処分所得が増加する。すると、30～40 代の流動性制約が緩和され、購入したくても余裕がなかったリスク性資産に自ずと資金が向かうようになるのではないだろうか。このように、経済を見る際には、因果関係を考えることが非常に大切である。

(図表 33) わが国国債の保有部門別内訳



(出所)「資金循環統計」(2023)。



## 5. おわりに

本稿では、家計の金融資産形成の問題、特に、「貯蓄から投資へ」という資産形成策をデータに基づき批判的に検証してきた。論点は3点あり、第一が、米国家計の資産配分をベンチマークとすることの是非、第二が、わが国経済の長期低迷がもたらす問題、第三に、IS バランス上の問題であった。

第一の点については、米国家計の金融資産は、極端にリスク資産比率の高い富裕層に偏っている。このため、家計部門全体の金融資産を集計して算出したリスク資産比率をベンチマークにしてわが国の状態を論評することには、慎重であるべきであることを指摘した。

第二の点については、日米家計の金融資産を比較すると、わが国の伸びが低い。これは、わが国の長期に亘る所得低迷、そして株価低迷が大きく影響していることを述べた。また、若年層のリスク資産比率が低いことについても、リスク・テイクに消極的というよりも、住宅など他の形態のリスク資産を有していることによる流動性制約の影響が大きいことを示した。

第三の点については、わが国では企業は、長期に亘って資金余剰主体である。このため、資金制約によって成長が阻害されている訳ではないこと、また、家計の現預金をリスク性資産にシフトさせたとしても、経済成長が加速される効果は期待薄であることを示した。むしろ経済成長が加速すれば、家計の可処分所得も伸び、流動性制約も緩和されることから、自ずとリスク資産に資金が向かうはずであると指摘した。

このほかの論点として本稿では触れなかったが、リスク資産への投資には参入コストの壁があることが指摘されている<sup>13</sup>。参入コストとは、一定以上の金融リテラシーの確保や、確定拠出年金等の金融商品の制度設計の問題、そして金融機関への信頼度などである。こうした参入コストが存在すると、一定規模以上の資産を保有していない家計は、リスク資産投資に参入することができない。現在、金融庁を中心に金融リテラシーの引上げ、NISA の制度改革、中立的な金融アドバイザー制度の導入など、参入コストを引下げるための諸策が検討ないし、実施されている。こうした努力により、不必要な参入コストが引き下げられることを期待したい。

最後に、本稿は2023年6月時点で執筆しているが、2022年以降のインフレ率上昇は、名目金利が殆どゼロに近い銀行預金の実質金利をマイナス領域にまで引下げた。こうした近年にはない、金融商品間の収益率の相対変化が家計の資産選択にどのような影響を及ぼすのか、注目してみたい<sup>14</sup>。

以上

---

<sup>13</sup> 日本銀行(2017)。

<sup>14</sup> 櫻川(2023)参照。

(参考文献)

- 石川・矢嶋 (2002)「家計の資産選択におけるリスク・テイク」、石川達哉、矢嶋康次、ニッセイ基礎研究所・調査部門、経済調査レポート 2001-03、2002 年 2 月
- 祝迫 (2012)「家計・企業の金融行動と日本経済」、祝迫得夫、日本経済新聞社
- (2018)「貯蓄から投資へ」への今日的意義、野村総合研究所、Thought Leader に聞く」、2018 年 10 月号
- 運用管理機関連絡協議会(2023)「確定拠出年金統計資料」
- 「家計金融資産とマクロ経済に関する研究会」(2018)、野村総合研究所 金融イノベーション研究部、平成 30 年 8 月
- 金木(2018)「今一度、「貯蓄から投資へ(資産形成)へ」を考える」、三井信託銀行調査月報 2018 年 10 月号
- 「家計調査(貯蓄・負債編)」(2021)(2022) 総務省
- 金融中央委員会(2022)「家計の金融行動に関する世論調査」
- 経済産業省(2022) 経済産業政策局 事務局資料(スタートアップについて)
- 小峰隆夫(2020)「経済学の基礎で考える日本経済「貯蓄から投資へ」の論理を問う」2020 年 11 月
- 櫻川昌哉「家計の現預金保有、リスクに インフレの先にあるもの」、日本経済新聞 2023 年 1 月 7 日
- 「住宅市場動向調査」(2023) 国土交通省
- 「全国家計実態調査」(2019) 総務省
- 大和総研(2019)「若年層の資産形成をいかに促進するか」、森駿介、中村文香、大和総研調査季報 2019 年秋季号
- 日本銀行 (2017)「家計の資産選択行動—動学的パネル分析を用いた資産選択メカニズムの検証—」、伊藤雄一郎、瀧塚寧孝、藤原茂章、日本銀行ワーキングペーパーシリーズ、No.17-J-2
- 「日米欧の資金循環」(2022) 日本銀行調査統計局 2022 年 8 月
- 「資金循環統計」(2023) 日本銀行調査統計局 2023 年 3 月
- 「短観」(2023) 日本銀行調査統計局 2023 年 4 月

日本総研(2022)「資産所得倍増プラン実現に向けたマクロ的な課題」牧田健、日本総研  
Viewpoint No,2022-008

日本取引所グループ(2023)「上場会社資金調達額」

広田(2018)「貯蓄から投資へ」運動への素朴な疑問」、広田真人、証券経済研究第101号

前田(2017)「貯蓄から投資へ」への課題」前田昌孝、月刊資本市場、2017年4月号

BEA (2022) “Gross Domestic Product” Bureau of Economic Analysis

Eurostat (2022) “GDP”

FRB (2019) “2019 Survey of Consumer Finances”

—— (2022) “Flow of Accounts of the United States”

GFLEC (2021) “Financial Resilience in America” M. Devvy, J.Liu Streeter, A. Hastler, A. Lusardi,  
August 2021

ICI (2023) “2022 Investment Company Fact Book” Invest Company Institute