

家計の貯蓄率と金融資産選択行動の変化及び それらの我が国の資金の流れへの影響について

21世紀の資金の流れの構造変革に関する研究会

平成13年4月

「家計の貯蓄率と金融資産選択行動の変化及び

それらの我が国の資金の流れへの影響について」

はじめに　～基本的な問題意識～	1
第1章　我が国の家計貯蓄率と金融資産選択行動の現状	3
1．　我が国の家計貯蓄率	3
(1) 家計貯蓄率を決定する定性的な要因	3
(2) 我が国の家計貯蓄率の推移とその背景	4
1970年代半ばまで	4
1970年代半ばから1980年代まで	4
1990年代以降	5
(3) 我が国の今後の家計貯蓄率に影響を与える要因	5
2．　家計による金融資産選択行動の現状	6
(1) 家計による金融資産選択行動の現状とその特徴	6
概観	6
諸外国との比較における特徴	6
年齢階層別の特徴	7
貯蓄階級別の特徴	7
地域別の特徴	8
家計の意識の特徴	8
(2) 安全資産の占める割合が高い金融資産構成となっている背景	9
需要側の要因	9
(ア) 住宅等の実物資産との関係	9
(イ) 年齢階層と投資余力との関係	10
【BOX1】高齢者の経済実態	
(ウ) 雇用・賃金システムとの関係	11
(エ) 金融商品や投資方法に対する知識不足	11
(オ) 預貯金は「完全な安全資産」であるという国民の認識	13
供給側の要因	14
(ア) 金融サービス提供者に係る規制の存在	14
(イ) 収益性の問題	14

第2章	家計貯蓄率及び家計の金融資産選択行動の動向に影響を与える要因	16
1.	高齢化が与える影響	16
(1)	家計貯蓄率に与える影響	16
(2)	家計の金融資産選択行動に与える影響	17
2.	社会保障制度のあり方が与える影響	17
(1)	家計貯蓄率に与える影響	17
	社会保障制度が家計貯蓄率に影響を与えている可能性	17
	公的年金制度が与える影響	18
	医療・介護のリスクが与える影響	19
(ア)	介護リスクによる影響	19
(イ)	疾病リスクによる影響	20
(2)	家計の金融資産選択行動に与える影響	20
3.	雇用・賃金システムの変化が与える影響	21
(1)	家計貯蓄率に与える影響	21
(2)	家計の金融資産選択行動に与える影響	21
4.	少子化に伴う影響（持家の相続・贈与の機会の増加等による影響）	22
(1)	家計貯蓄率に与える影響	22
(2)	家計の金融資産選択行動に与える影響	23
5.	金融システム改革が家計の金融資産選択行動に与える影響	24
	【BOX2】ドイツの家計の金融資産選択行動の変化	
6.	内外資本取引の自由化が家計の金融資産選択行動に与える影響	27
7.	情報通信技術の革新が家計の金融資産選択行動に与える影響	28
8.	投資家教育への取り組みが家計の金融資産選択行動に与える影響	30
9.	ペイオフの解禁が家計の金融資産選択行動に与える影響	31
第3章	今後の家計貯蓄率及び家計の金融資産選択行動の変化とそれが我が	
	国の資金の流れに及ぼす影響に対する展望	33
1.	家計貯蓄率の今後の動向	33
2.	家計の金融資産選択行動の今後の動向及び留意点	33
(1)	家計の金融資産選択行動の今後の動向	33
(2)	家計の金融資産選択行動の変化にあたっての留意点	34
3.	資金の流れに及ぼす影響	35
(1)	主に公的部門との関連	35
(2)	主に法人企業部門との関連	37
(3)	海外部門との関連	37
4.	今後の政策立案にあたって	38

はじめに ~基本的な問題意識~

一国の「資金の流れ」は、法人企業部門、家計部門、公的部門、海外部門の各部門における資金の需給から構成されるものであるが、我が国においては、このうちの家計部門が、戦後一貫して高い貯蓄率を維持し、最大の資金の出し手となってきた。

こうした家計部門の豊富な資金余剰が、高度経済成長期には法人企業部門における高い設備投資のための資金をファイナンスする源泉としての機能を果たし、安定成長期には、公的部門の赤字を内国債により賄うことを可能にしてきた。特に近年の動きとしては、法人企業部門の資金不足額が著しく減少していく中で、家計部門の資金余剰は主に公的部門の資金不足により吸収されているという状況にある（資料0 - 1）。

また、家計部門からの資金の向かう先としては、これまでは主に預貯金等が中心となっており、銀行等の間接金融や財政投融資等を通じて、資金需要先に配分されてきた。このように、間接金融や公的金融が大きな役割を果たしている我が国の資金調達の構造は、家計の保有する金融資産に占める株式等のリスク資産の割合を小さいものとし、その結果として、金融・資本市場の効率性が十分に発揮されなくなっていたとの見方もある。

しかしながら、20世紀末のバブル崩壊を経て、21世紀を迎えた現在、少子高齢化の進展、金融システム改革の進展、社会保障制度のあり方、情報技術の革新等、経済・社会の構造が大きく変容する中で、我が国の資金の流れを巡る環境も大きく変化しており、これまでの家計部門からの資金の流れの構造にも大きな変化が生ずることが予想される。

本研究会（「21世紀の資金の流れの構造変革に関する研究会」）においては、昨年6月、法人企業部門と公的部門について、「21世紀の我が国経済の持続的成長を可能とするための金融面の諸課題について」及び「主要な公的債務の現状とその管理を巡る課題について」という2つの報告書を取りまとめたところである。

このうち、前者は、法人企業部門に係る金融をとりあげ、企業の成長段階に応じて異なるリスクや資金ニーズ等について分析し、これらに対応するための資金ファイナンスのあり方等について検討を行ったものであるが、その中では、これらの企業に対し資本市場を通じて円滑に資金供給を行うという観点からは、我が国国家計の貯蓄、金融資産選択行動についても分析し、今後の課題を把握することの必要性が指摘されたところである。

また、後者は、公的債務の現状を分析することにより、国債管理政策や、国の債務管理、リスク管理のあり方について検討を行ったものであるが、国

が将来にわたって、これらの債務管理を円滑に行っていくためには、現在または今後においても公的債務のファイナンス主体となると考えられる我が国家計について、今後の金融資産選択行動の動向等を分析しておくことの必要性は高いと考えられる。

本研究会では、このような基本的な問題意識のもと、21世紀における、
家計貯蓄率の今後の動向（家計部門から他部門への資金供給の動向）、
家計による金融資産選択行動の今後の変化（家計部門による資金供給のチャンネルとなる金融資産の保有形態の変化）
等について、有識者からのヒアリングも行いながら、検討を行ってきた。

本報告書は、本研究会での議論を盛り込みつつ、これまでの家計を巡る様々な調査・研究成果の整理を図り、さらには、昨年とりまとめた法人企業部門、公的部門に関する2つの報告書における課題を念頭においたうえで、今後の家計部門の動向と、それが我が国の資金の流れに及ぼす影響について考察を試みたところである。

第1章 我が国の家計貯蓄率と金融資産選択行動の現状

我が国の家計部門における資金の流れの現状を分析するにあたっては、全体として家計貯蓄率がどのような状況にあるかというマクロ的視点からの分析と、家計が貯蓄をどのような金融資産で保有しているかという資産選択(ポートフォリオ)からの分析を行うことが必要である。

1. 我が国の家計貯蓄率

はじめに、これまでの我が国の家計貯蓄率について分析することとする。家計貯蓄率を決定する要因としては様々なものが考えられ、最終的なマクロの家計貯蓄率は、それらの複数の要因が様々な度合いで寄与して決まることとなる。

そこで、まず、家計貯蓄率の決定にあたっては、どのような要因が定性的に考えられるのかについて整理したうえで、我が国のこれまでの家計貯蓄率がどのように推移し、その背景にどのような要因が考えられるかについて検討する。

(1) 家計貯蓄率を決定する定性的な要因

家計の消費・貯蓄の行動を決定する要因としては、

家計が消費・貯蓄計画を決定するにあたっての時間的視野(計画の期間)が、個人の一生に限られる(ライフサイクルモデル)のか、子孫代々まで無限にわたる(ダイナスティモデル)のか、

家計が、将来の所得や消費に対してどの程度の不確実性を認識しているか(例えば将来得られる所得額が非常に不確実であれば、人々の消費行動は慎重になり家計貯蓄率は高くなる)

所得の変化に対して望ましい消費水準を達成するための貯蓄・借入の手段や保険制度がどの程度整備されているか(例えば、将来所得が増加することを前提にして、現在の消費を借入により賄うことができなければ、現在の貯蓄率は上昇することになる)

などのミクロ的な要因があり、これに経済成長率や人口構成などのマクロ的な要因が組み合わさって、全体としての家計貯蓄率が決まるとされている。

(2) 我が国の家計貯蓄率の推移とその背景

次に、国民所得統計（SNA）に基づいて我が国の戦後の家計貯蓄率の推移をみると、まず、1970年代半ばまで一貫して上昇した後、1970年代半ばから1980年代まで一貫して低下、さらに1990年代以降は概ね横ばいの傾向と、大きく3つの局面に分けることができる(資料1-1)。

このような我が国の家計貯蓄率の推移の背景として、どのような要因が寄与してきたのか、以下、局面毎に分析することとする。

1970年代半ばまで

まず、第1の局面、すなわち1970年代半ばまでにおいて、家計貯蓄率が一貫して上昇した主な要因として考えられるものを列挙すると、

- ・ 当時の可処分所得の伸びが高く、消費の伸びがそれに追いつかなかったこと、
- ・ それまでの家計の資産の水準が十分ではなく、家計は資産形成に努めたこと、
- ・ ボーナス制度の存在が貯蓄を行いやすくしていること、
- ・ 年齢構成が若かったこと、
- ・ 公的年金制度が未成熟だったこと、
- ・ 消費者金融が未成熟であり、物の購入の前にまず貯蓄が必要であったこと、
- ・ マル優制度などの税制面での優遇措置があったこと、

等が背景にあったと考えられる。

1970年代半ばから1980年代まで

次に、1970年代半ばを過ぎ、第2局面に入ると、我が国の家計貯蓄率は、一貫して低下し始める。これは、上記の家計貯蓄率上昇の背景に変化が生じたことに加え、高齢化が急速に進展してきたことによるものと考えられ(資料1-2) 現役時代は収入の一部を老後のために貯蓄し、老後はその貯蓄を取り崩すことによりその生活資金を賄うとするライフサイクルモデルによる説明が考えられる。すなわち、1970年代半ばから1980年代までの家計貯蓄率の一貫した低下傾向は、高齢化の急速な進展といった人口構成の変化がマクロの家計貯蓄率の低下の大きな要因となっているものとする考え方である。

1990年代以降

しかしながら、我が国の家計貯蓄率は、高齢化は引き続き進展しているにもかかわらず、1990年代に入ってから、その低下傾向に歯止めがかかり、概ね横ばいに推移している。

その理由としては、1990年代以降も、高齢化の進展による家計貯蓄率の低下傾向は基調としては存在する一方で、家計の将来への不安の高まりといった人口構成の変化以外の要因が貯蓄率を押し上げ、結果として横ばい傾向を示しているのではないかと考えられる。

(注)ただし、90年代以降の家計部門の貯蓄超過額の対GDP比は従前よりも低くなっており(資料0-1)、家計貯蓄率が横ばいであることが、家計部門の資金余剰幅の維持を意味していないことについては留意が必要との指摘がある。

1990年代以降に家計がこのような不安を高めた要因としては、景気変動と関連する所得不安、資産減価、雇用不安等が大きな影響を及ぼした可能性が考えられる。

例えば、家計の可処分所得の伸びと消費の伸びの関係(資料1-3)また、キャピタルゲインの可処分所得に占める割合と消費の伸びの関係(資料1-4)を見ると、ともに関連した動きが見られることから、90年代以降の可処分所得の低迷や地価の下落等によるキャピタルロスの存在が、消費を抑制し、家計貯蓄率を下げ止めている要因の1つであるとの指摘がある。

また、失業率の動向を見ると、我が国の失業率は、90年代に入り急速に上昇しており、既存の研究(日本銀行調査月報掲載論文「90年代入り後も日本の家計貯蓄率はなぜ高いのか」1999年4月)では、こうした雇用不安が特に中高年層の不安感を高め、家計貯蓄率を押し上げている要因となっているとの分析がなされている。

(3) 我が国の今後の家計貯蓄率に影響を与える要因

仮に90年代以降の家計貯蓄率の横ばい傾向が、こうした景気変動に関連する要因のみによるものであるとすれば、経済が本格的な回復軌道に乗れば、家計貯蓄率は、高齢化の進展を受け、再び低下傾向を示すことが考えられる。

しかしながら、家計による将来の所得や支出に対する予測等に影響を及ぼすものは、こうした景気変動要因に限らず、それ以外のいわば構造的な要因が無視できない影響を及ぼしている可能性もある。仮にそのような構

造的要因が影響を及ぼしているとするれば、経済が本格的な回復基調に乗ったとしても、今後の家計貯蓄率は、1980年代のような高齢化等の要因による低下傾向を示すということにはならない可能性がある。例えば、上記の研究においても、公的年金制度に対する不安や介護リスクに対する不安が90年代以降の家計貯蓄率を高める要因となっているのではないかとの分析がされている。

このような家計貯蓄率に影響を与えると考えられる構造的な要因としては、どのようなものがあるのか、そして、それらが今後の家計貯蓄率にどのような影響を及ぼすのかについては、第2章において詳しく検討することとしたい。

2. 家計による金融資産選択行動の現状

次に、家計が保有する金融資産の形態について分析する。

(1) 家計による金融資産選択行動の現状とその特徴

概観

まず、我が国の家計部門による金融資産選択行動の特徴について概観してみる。我が国家計の金融資産の総額は、日本銀行の資金循環統計によると、平成12年末現在で約1,390兆円となっており、着実に増加している(資料1-5)。

(注)負債額については、平成12年末で約384兆円存在する(資料1-6)。

また、我が国の家計の金融資産構成は、安全資産である現金・預貯金の占める割合が約55%と高いことが最大の特徴として挙げられる(資料1-7)。

時系列的に見ると、昭和40年の証券不況前後で株式・株式投資信託のシェアが急落した後は、株式は8%程度、株式投資信託は1%程度で推移し、バブル期に一時的に、株式・株式投資信託の割合は高まったものの(平成元年で株式17.8%、株式投資信託3.4%)バブル崩壊後は、バブル期前とほぼ変わらない姿となっている(資料1-8)。

諸外国との比較における特徴

諸外国との比較で見ても、我が国の金融資産構成に占める現金・預金等の安全資産の割合が高いことがわかる(資料1-9)。

各国の特徴としては、アメリカ、フランスにおいては、株式や投資信託の保有シェアが高く、両者の合計で 50%弱程度となっている。また、ドイツについては、以前は我が国と同様、現金・預金等の安全資産の占める割合が高かったが、現在は、株式の保有シェアは我が国を若干上回る程度であるものの、投資信託の保有シェアは 10%程度と大幅に上回る水準となっている（このようなドイツにおける変化及びその要因については、26頁・BOX2参照）。

また、リスク資産の保有形態として、株式等を直接保有する場合と投資信託により間接的に保有する場合があるが、各国別の特徴をみると、間接的な保有はアメリカ、イギリス、フランスにおいては 20%程度、ドイツでは約 28%であるのに対し、我が国では約 15%と低くなっている（資料1-10）。

年齢階層別の特徴

年齢階層別の特徴を見てみると、年齢階層が上がるにつれ、1世帯あたりの金融資産額は大きくなっていることが分かる（資料1-11）。また、個人金融資産の年齢階級別のシェアをみると、全世帯の 35.9%を占める 60 歳以上の高齢者世帯が、金融資産の 53.1%を保有しており（負債を差し引いたネット（純貯蓄）でみた場合には、69.3%を占める）高齢者世帯が高いシェアを占めている（資料1-12）。

年齢階層別の金融資産構成比の特徴としては、高齢者世帯では、金融資産を老後の生活資金と考えるため、金融資産選択行動は本来、元本保証・短期運用に傾きがちであるものの（資料1-13）有価証券等のリスク資産の保有シェアは若年世帯に比べて高くなっている（資料1-14）。また、当該資産を保有している世帯の全世帯に対する割合（以下「保有率」という。）で見ても、年齢階層があがるにつれ、株式、株式投資信託、債券等の保有率が高まってくるのが分かる（資料1-15）。

これらの要因については、高齢者の方が若年者よりも資産額が大きいことのほか、高齢者がライフサイクルモデルではなく、将来世代まで視野に入れた消費・貯蓄計画をたてるというダイナスティモデルに基づき資産運用を行っているという説明が考えられる。ただし、ダイナスティモデルが日本において成立するか否かについては、ライフサイクルモデルの妥当性と同様、今のところ学界での見解は一致していない。

貯蓄階級別の特徴

貯蓄階級別の特徴を見てみると、まず、保有する金融資産の額が多く

なるにつれ、リスク資産の保有シェアは高くなる傾向がわかる（資料1 - 16）。

また、貯蓄階級別にみた貯蓄総額に占める累積シェアをみると、例えば、金融資産額が2000万円以上の世帯（全世帯の約3割程度）だけで、全個人金融資産額の約7割を保有していることがわかる（資料1 - 17）。

このため、今後の家計の金融資産選択行動の大きな流れを探るにあたっては、ある程度の金融資産を保有している世帯がどのような選択をするのかが重要な要因であるといえる。

さらに、の年齢階層との関係もあわせて見てみると、若年者層では資産形成がまだ十分に進んでおらず、低位の貯蓄階層に多くの世帯が分布している一方、高齢者層では、低貯蓄者層も相当数存在するものの、若年者層と比較して、高貯蓄者層の割合も非常に高く、高齢者間の資産格差は大きくなっている（資料1 - 18）。（高齢者の経済実態については10頁・BOX1参照）

（注）年齢階層別の貯蓄現在高の世帯間格差を四分位分散係数でみると、年齢階層が上がるにつれ貯蓄現在高の世帯間格差が広がっていくことがわかる（資料1 - 19）。

地域別の特徴

地域別の特徴を見てみると、全国平均に比して、大都市圏の家計は、概して、リスク資産の保有シェアは高い傾向にある（資料1 - 20）。

これは、大都市圏では、全国平均に比して、貯蓄額が高いこと、証券会社の店舗網が整備されていること等が影響しているのではないかと考えられる。

（注）ただし、貯蓄額をネットで見た場合、大都市圏の方が全国平均に比して高くなっているとは言えず、貯蓄額が高いことによる理由は限定的とも考えられる。

家計の意識の特徴

アンケート調査等をもとに、金融資産選択行動における家計部門の意識の特徴を分析すると、今後保有したい金融商品としては預貯金を挙げる世帯の割合が非常に高く、株式や株式投資信託等、リスク資産を保有したいという世帯の割合は、増加傾向にあるものの、その水準は低い。平均的に見れば、安全資産志向が依然根強いと言える（資料1 - 21）。

次に、金融商品の選択基準については、これまで、「元本が保証されているから」、「取扱金融機関が信用できて安心だから」といった安全性を

重視するウェイトが一貫して高まってきたが、近年頭打ち傾向が見られ、「利回りがよいから」、「将来の値上がり期待できるから」といった収益性を重視するウェイトが徐々に高まりつつある。現時点では、安全性を重視する世帯が非常に多いものの、収益性も重視する姿勢への変化の兆しが見られる（資料1 - 22）。

一方、金融資産の保有額別に金融資産選択行動の特徴を見てみると、まず、今後保有したい金融商品については、全体的に安全資産志向は高いものの、高資産層ほどリスク資産を保有したいという世帯の割合は高く（資料1 - 23）また、金融商品選択時に手間をかけて検討をしたいとする世帯の割合、金融商品を選択するためにいろいろと調べることは楽しいとする世帯の割合等が増加する傾向にある（資料1 - 24）。このように、高資産層ほど多様な金融資産選択を行おうとする意識が高いと考えられる。

（2）安全資産の占める割合が高い金融資産構成となっている背景

次に、我が国の家計部門の金融資産選択において、預貯金等の安全資産の占める割合が高くなっている原因としてはどのようなものが考えられるのか、金融サービスの需要側及び供給側双方から、その要因について考えてみたい。

需要側の要因

（ア）住宅等の実物資産との関係

我が国家計の資産形成を実物資産と金融資産をあわせて見た場合の特徴として、実物資産の占める割合が高いことが挙げられる（資料1 - 25）。

一般的に、住宅等の実物資産は金融資産に比べ、換金性が低く、分割処分が困難であること等から、長期投資に適していると考えられる。家計資産の適正なポートフォリオという面から見ると、長期投資を行う一方で、一定の流動性を確保する必要があるが、我が国の家計は、主に実物資産によって多額の長期投資を行っているため、金融資産については、長期投資に適した株式や株式投資信託等に振り向ける余裕はなく、より流動性の高い預貯金等で保有しようとするインセンティブが働いていたのではないかと指摘がある。

すなわち、バブル崩壊までの間は、我が国の地価は長期的に見れば上昇を続けており、長期投資の対象としては、不動産への投資は良好なパ

パフォーマンスを示していたと考えられることから、不動産により長期投資を行い、預貯金で流動性を確保するという我が国家計の投資スタンスは、合理的な投資方法であったのではないかとの考え方である。

また、住宅を保有するために家計が負債を負う可能性が高いが、この場合、確実に負債を返済していくためには、元本割れの危険があるリスク資産の保有に対して回避的となり、預貯金等を積極的に保有するインセンティブが働くという面も考えられる。

(イ) 年齢階層と投資余力との関係

年齢階層別の金融資産の保有額については、(1) で見たとおり、我が国においては、若年者層の保有割合はストックで見ると小さいことから、リスク資産への投資余力も小さいと考えられる。

また、フローで見ても、教育関係費や住宅関係費などの経費も考慮すると、若年者層の1人あたりの資金余剰額は必ずしも高くなく、金融資産残高が低い状況では預貯金等の安全資産の積み増しも必要であることを考えると、リスク資産への投資余力は小さいと考えられる。

これに対して高齢者層は、全体としては高い水準の金融資産の額を保有しているが、高齢者は本来的には将来へ向けて積極的に資産運用をする必要性は乏しいことから、安全資産で運用することが合理的であると考えられる。

すなわち、一般的には、将来を見据えた資産運用を行うためにリスク資産への投資に適している若年者にリスク資産に振り向けるだけの投資余力がなく、逆にリスク資産への投資インセンティブが低い高齢者の資産保有額が大きいということが、全体として、我が国家計の金融資産構成におけるリスク資産の比率が低い要因の1つとなっている可能性がある。

【BOX - 1】高齢者の経済実態

- ・ まず、平均的な姿から分析すると、高齢者世帯の資産保有額は、平均すれば若年世帯に比して大きくなっており、また、アンケート調査でも若年世代に比して家計にゆとりを感じている割合が多い(資料1-26)。
- ・ ただし、高齢者世帯は一方において、若年者に比して経済的格差が大きいという特徴もあることから、「平均的な姿」から全ての高齢者の状況を推測することにも問題があると考えられる。
- ・ そこで、様々な世帯類型別に高齢者の経済実態の特徴を分析してみると、世帯類型によって、大きな経済格差があることが分かる(資料1-27)。高齢者の中

で、経済的に恵まれていないのは、同居の有無にかかわらず、主に単身女性の高齢者となっている。

- また、現在は、高齢者の経済状況を把握する手段として、主に所得が使用されることが多い。確かに、平均的に見れば、所得と資産の間にはある程度の相関関係が見られる（資料1 - 28）。しかし、個別のデータをもとに、所得と資産の関係を見てみると、その間の相関関係はあまり見られない（資料1 - 29）。すなわち、所得が少ないにもかかわらず資産が多い者や、所得が多いにもかかわらず資産が少ない者などかなりいることから、高齢者の経済状況を把握するには、所得と資産を総合的に勘案する必要がある。
- 以上より、今後の高齢者向けの施策を検討するにあたっては、高齢者を一律の集団として捉えるのではなく、個々の世帯の経済状況を所得と資産を総合的に勘案することにより把握し、その状況に応じたよりきめ細かい対応を行うという視点が必要となってくると考えられる。このことは、本研究会におけるヒアリングにおいて、一部金融機関が高齢者層にターゲットを絞った商品開発を積極的に進めているという紹介があったことから裏付けられる。

(ウ) 雇用・賃金システムとの関係

年功序列型の賃金体系は、教育費などのライフサイクルに伴う出費の増加に対して、ある程度適合する形となっており（資料1 - 30）。また、退職一時金や確定給付型の年金等は、老後の生活のための資金の自己責任による準備の必要性を相対的に低くすると考えられる。

すなわち、このような慣行や制度は、収入と支出のタイミングのズレを解消する方向に働いてきたと考えられる。こうした慣行や制度の下では、将来のインフレによる資産の目減りや、ライフサイクルに伴う資金過不足への備えを個人が自己責任で行う必要性が高くなく、そのため積極的な資金運用を行うインセンティブが乏しかったのではないかと考えられる。

(エ) 金融商品や投資方法に対する知識不足

アンケート調査によれば、株式や投信を購入しない理由として「知識が不十分」を挙げる世帯の割合が多い。また、株式投資に関する理解度についても「殆ど知らない」、「あまり詳しく知らない」とする世帯の割合が8割弱に及ぶ（資料1 - 31）。

また、別のアンケート調査でも、「金融商品について知識がほとんどないと思う」と考えている世帯が半数以上にのぼり、さらに、「いろいろな金融商品の探し方を知らない」世帯も約6割となっている（資料1

- 32)

ただし、家計の金融に関する情報ニーズは高く、改善して欲しいと考えている金融サービスとして、「新しい貯蓄商品やサービスの内容を、もっとわかり易く説明してほしい」、「金融や税金など暮らしに密着した情報を幅広く提供してほしい」等を挙げる世帯の割合も比較的高くなっている（資料1-33）。

すなわち、我が国家計は、新しい金融商品に関するわかりやすい情報を求めているものの、十分に入手することができておらず（あるいは入手のための努力が十分ではないことから）、リスク商品に関する知識不足を認識していることが分かる。こうした金融資産投資に必要な情報の不足が、家計の金融資産選択の幅を狭め、リスクに関する情報をあまり必要としない預貯金等の選択を促している可能性も考えられる。

また、リスク性の高い金融資産で運用を行う場合、短期的には価格が変動する商品であっても、分散投資を行いつつ長期に運用することにより、リスクを抑制しつつ一定のリターンを得ることが可能となることや、海外資産も含めたリスク資産への投資は、むしろインフレリスクや為替リスクをヘッジできる効果もあるが、こうしたいわゆる長期分散投資によるリスク軽減の投資方法について、我が国国民はあまり認識がなかったのではないかと指摘がある。

（注）例えば、ある日本株を1年ごとに運用して20年間の単年度ベースの投資評価を見ると、最も良い年から最も悪い年で、プラス47%からマイナス38%まで開きがあるものが、これを日本株と日本債券に半々で投資する場合、さらに、外国株式と外国債券を含めた4種類に分散して投資する場合では、この開きが順に縮小する。また、4種類に資産配分したうえで、運用を、1年、3年、7年という期間継続して投資した場合で考えると、同様に開きが縮小し、4種類の資産に7年間継続して投資した場合は、プラス12%からプラス4%と、最も悪い場合でもプラスという結果になるというような長期分散投資の有効性を示すデータが本研究会のヒアリングにおいて紹介された。

家計がリスク資産を適切にバランスシートに取り込むためには、こうした長期分散投資の効果を十分に活用してリスクをマネジメントしていく必要があるが、我が国の投資信託市場では、短期の売買が依然として多いとの指摘もあり、このような効果に対する認識が家計部門には十分浸透していないのではないかと考えられる。

リスク資産の運用にあたって、短期売買によりキャピタルゲインを狙

うという投資スタンスでは、リスク許容度が極めて高い一部の高資産層を除き、平均的な家計にとってはリスク商品の運用は本来想定している以上にリスクが高いものとなってしまう、広く家計がリスク資産を保有することにはならないと考えられる。

なお、これらに関連し、このような株式投資の方法等に対する家計の知識不足の一因としては、我が国では、学校教育も含めた投資家教育が十分ではないことが考えられるとの指摘もあった。

(オ) 預貯金は「完全な安全資産」であるという国民の認識

家計は、本来であれば、リスクとは無縁であり得ないはずの金融商品に関して、預貯金については、全くのゼロリスクで一定のリターンを得られる商品と認識し、このため、家計の合理的な選択の結果として、「安全資産」たる預貯金の比重を高めたのではないかという指摘がある。

銀行の預金については、ペイオフを前提と考えれば一定額以上の預金については元本保証の安全資産ではないことは言うまでもないが、そもそも、銀行破綻に備える預金保険制度の考え方は、銀行ひいては銀行への預金者が、預金に関するリスクに対して預金保険料というかたちで事前に備えておく制度であると考えれば、銀行預金が「完全な安全資産」との認識は、本来的には正確ではない。

しかしながら、現実には、ペイオフはこれまで実施されてこなかったことに加え、これまでの預金保険料の不足分についても、公的資金の投入によって対応されてきたことから、家計は、リスクに見合うコストを負担しているとの認識を欠いてきたと考えられる。

また、郵便貯金についても、公的な保証が背景にあるとして、家計は「安全資産」と認識していると考えられる。

(注) 公的な保証の意味は、仮に郵便貯金として集められた資金の運用に失敗した場合でも、税金の投入によって間接的に保証されているということにほかならず、結果として国民の負担にはねかえるものであるが、こうしたリスクは、家計が直接に認識できないため、やはりリスクに見合うコストを負担するという認識が生じていないとの指摘があった。

こうした結果として、リスクとリターンのトレードオフの関係の中から預貯金等の安全資産とリスク資産との最適な資産構成を選択するという投資行動にはつながらなかったのではないかとの指摘があり、このような事情は我が国固有の事情を反映していると考えられる。

(注) アンケート調査でも、金融商品の選択行動における自己責任の受け止め

方として、株式や外貨預金などについては「自分で選んだ金融商品については、自分で責任を持つのは当然」と考える世帯の割合が過半数を超えているが、預金や保険については「自分で選んだ金融商品だから自分で責任を持つと言われても困る」と考える世帯の割合が約半数であり、「自分で責任を持つのは当然」と考えている世帯は約2割から3割に過ぎない(資料1-34)。

供給側の要因

(ア) 金融サービス提供者に係る規制の存在

これまでの我が国の金融サービス提供体制については、従来は、種々の規制の存在等もあり、金融サービス提供者間の競争が十分に働いていない、顧客のニーズに最適な商品の提供が妨げられている、金融取引にかかるコストが高い等により、顧客にとって魅力的な商品が不足していたのではないかと、といった問題が指摘されてきた。

また、金融サービスの提供チャネルが、必ずしも顧客の利便性にならなかったものとなっておらず、多様な商品の顧客への円滑な供給という面でも問題があったのではないかと指摘もなされてきた。

このような金融サービス提供体制における問題点も、我が国家計の金融資産構成の多様化への制約要因となっていたと考えられる。

(イ) 収益性の問題

日本、アメリカ、ドイツにおける株式投資収益率の動きを見てみると、我が国の株式投資収益率については、配当利回りはアメリカ、ドイツと比較して一貫して低いものの、キャピタルゲインも含めた総投資利回りについては、80年代まではアメリカ等と比較しても、それほど低くはなかった(資料1-35)。しかしながら、90年代に入ると、我が国の総投資利回りについても、アメリカと比較して劣位であることが分かる(資料1-36)。こうしたことが、少なくとも90年代以降の家計の金融資産選択行動に大きな制約要因となったことが否めないとの見方がある。

これは(ア)で示した金融サービス提供側の要因に加え、いわゆる株式持ち合いの慣行により、株主が必ずしも高いリターンを求めておらず、企業として株式の収益性を高めて投資家をひきつける必要性に乏しかったことから、株式や株式投信等が魅力的な投資対象となっていなかったということや、資産運用を行うファンドマネージャーが日本においてはそれほど高いリターンを実現できていなかったという

ことが理由として考えられるとの指摘があった。

(注) アンケート調査によっても、我が国企業の経営スタンスが必ずしも株主を重視してこなかったことが伺える(資料1-37)。

このほか、近年の動きとして、我が国の株式相場の変動が大きく、個人にとって投資しづらくなっているという面も考えられるのではないかと指摘もあった(資料1-38)。

第2章 家計貯蓄率及び家計の金融資産選択行動の動向に影響を与える要因

第1章においては、現在までの我が国の家計貯蓄率と金融資産選択行動の状況等について分析してきたが、本章においては、第1章での分析を踏まえて、高齢化や社会保障制度の見直し等のように、現在あるいは将来生じる様々な事象や要因が、今後の家計貯蓄率や金融資産選択行動に対してどのような影響を与えるかについて、順次検討することとする。

1. 高齢化が与える影響

(1) 家計貯蓄率に与える影響

第1章でも言及したように、家計貯蓄率の動向は、高齢化という人口構成の変化により影響を受けるものであり、我が国の現状においても、基調としては、そのような傾向は見られると考えられる。したがって、今後さらに進む高齢化が、今後の家計貯蓄率に対してどのような影響を及ぼすことになるのかという点について検討することが必要である。

高齢化の進展が家計貯蓄率に与える影響を展望するための一つの手法として、年齢階層別の貯蓄率を分析することにより、その影響を検討することが考えられる。

そこで、全国消費実態調査から得られる結果を基に年齢階層別の家計貯蓄率を分析すると、我が国においては、60歳を超えても若年者並みの貯蓄率となっており、このデータに基づくと、高齢化の進展は必ずしも家計貯蓄率の低下をもたらすという姿にはならない(資料2-1)。

ただし、全国消費実態調査の結果を基に分析する場合、勤労者世帯のデータしかとれないことや世帯毎の調査であるため子供と同居している高齢者の動きが把握できないことなどの問題があり、例えば、高齢者が世帯主である場合を高齢者の全体像であるとして分析した場合、高齢者の家計貯蓄率が過大な方向にバイアスがかかるおそれがある。

上記のような問題点を解消した上での年齢階層別の家計貯蓄率を算出する取組みは、既にいくつかの研究が行われているが、例えば、「日本の高齢者の貯蓄行動(ライフサイクル仮説の再検証)」(日本銀行調査統計局ワーキングペーパー(平成12年8月))での試算によると、これらの要因を考慮して検討した場合の60歳以上の家計貯蓄率は、大きく低下するものの依然10%を上回る水準となっている(現役世代の貯蓄率は25%程度)(資料2-2)。

このような研究結果も踏まえて考えると、今後の更なる高齢化の進展はやはり家計貯蓄率の低下要因となるものの、その影響は、高齢者の貯蓄率がマイナスとなるといった純粋なライフサイクル仮説から想定されるような低下に比べれば、緩やかなものとなるのではないかと考えられる。

(2) 家計の金融資産選択行動に与える影響

我が国の家計は、金融資産の多くの割合を高齢者が保有しているが、高齢化の更なる進展によっては、ますますこうした傾向が高まることが考えられる。このような経済のいわゆるストック化の進展は、平均的には家計のリスク許容度を高めるものと考えられることから、リスク負担能力という面からは、リスク資産の保有シェアもある程度増加させる可能性がある。

また、高齢期の生活スタイルとして、高齢期を自己啓発し、積極的かつ活動的に行動しようと考えている層（いわゆるアクティブシニア層）が現れ始めているとの指摘がある。アクティブシニア層の金融資産選択に対する考え方としては、利回りやキャピタルゲインを重視、証券会社の利用の経験が高い、有価証券保有比率が高い等の特徴が指摘されている（資料2 - 3）。

このようなアクティブシニア層の拡大は、時間に余裕がある富裕でかつ金融に関する知識も比較的豊富と考えられる層が増加することとも考えられ、将来の高齢者層のリスク資産への選択志向が高まるのではないかと考えられる。

2. 社会保障制度のあり方が与える影響

(1) 家計貯蓄率に与える影響

社会保障制度が家計貯蓄率に影響を与えている可能性

アンケート調査によると、老後の生活について、「心配である」と考える世帯の割合は、90年代に入り急速に増加している。また、老後の生活を心配する理由としては「年金や保険が十分でないから」を挙げる世帯が多い（資料2 - 4）。

貯蓄目的の主要な要因の1つが「老後の生活資金」であり、近年その割合は増加傾向にあること（資料2 - 5）、年金で不足する分については「貯蓄でまかなう」とする世帯の割合が多いこと（資料2 - 6）等か

ら、社会保障制度のあり方が家計貯蓄率に大きく影響を与えていると考えられる。

社会保障制度のあり方が家計貯蓄率に与える影響としては、
(ア) 年金の給付条件(水準、開始年齢)や保険料がどうなるか
(イ) 医療や介護等のリスクに対する費用がどうなるか
という2つのルートからの影響が考えられる。

アンケート調査によると、老後の生活について年金だけではゆとりがないと考える理由として、世帯主が60歳未満の世帯では、「年金の支給額の切り下げ」、「年金の支給開始年齢の引き上げ」が主な理由となっており、一方、世帯主が60歳以上の世帯では、「高齢者の医療・介護費用が増える」ことが主な理由となっている(資料2-7)。

すなわち、現役世代は主に(ア)のルートからの影響を受け、高齢者は主に(イ)のルートからの影響を受けている姿がうかがえる。

ただし、社会保障制度のあり方については、家計貯蓄率との関係から議論するものではなく、自助努力と公的保障とをどのように組み合わせることが社会的に見て適切であるのか、少子高齢化が進む中で将来にわたり負担(特に現役世代の負担)が過重なものとならず、経済・財政と均衡のとれた持続可能な制度をどのように再構築するのかという視点から議論されるべき課題であることは言うまでもなく、家計貯蓄率は、社会保障制度のあり方によって結果的に決まるものであることは留意が必要である。

公的年金制度が与える影響

公的年金制度が家計貯蓄率に与える影響については、一般的には、年金の支給年齢の見直しや年金の給付額の切り下げ等が見直しが、家計貯蓄率を引き上げ、老後の生活資金の確保にかかる自助努力を強める要因として働くのではないかと考えられる。

一方、近年、公的年金制度の見直しの必要性等に関する議論が、世間に幅広く認識され始めており(資料2-8)、このため、家計が将来の年金給付及び保険料負担の水準に対する不確実性の高まりから貯蓄性向を高め、これが90年代以降の貯蓄率横ばいの一因となっているのではないかという指摘がある。すなわち、現在の年金制度については、平成12年年金改正による見直し後もなお、将来の厚生年金給付額のうち、現在の保険料率、国庫負担で賄える部分は全体の約4分の3にとどまり、不足分約530兆円を将来世代の負担増で賄うこととなっていること(資料2-9)等から、若い世代を中心に、世代間の不公平感、制度の持続

可能性に対する不安感が強く、この結果、必要以上に家計貯蓄率を高めているという面もあるのではないかと考えられる。

こうした面に着目した場合、5年毎の年金再計算において現在よりも厳しい経済社会の前提を置くとともに、これに基づいて必要な制度の見直しを行うことにより、年金制度の持続可能性を確保することが、家計の安心感につながり、家計貯蓄率の低下につながるとも考えられる。

医療・介護のリスクが与える影響

(ア) 介護リスクによる影響

次に、介護リスクが家計貯蓄率に与える影響についてであるが、90年代に入る頃からは、高齢化の進展とともに介護に対するリスクが身近な問題として、社会的にも強く認識され始めたのではないかと考えられる。

介護リスクの特徴としては、長期間介護を必要とする状態になる確率は決して高くはなく、このため介護のための費用も社会全体の平均としては大きくはないが、一たび長期間介護が必要となった場合の費用は、家計にとって非常に大きなものとなるという不確実性の問題があり、家計貯蓄率を引き上げる要因となると考えられる。

したがって、このような介護リスクへの認識の高まりによる家計貯蓄率の上昇が、90年代以降の家計貯蓄率の横ばい傾向の要因の1つと考えられる。

この点については、2000年4月から公的介護保険制度が導入され、要介護認定等を受けた場合には原則として要する費用の1割負担により介護サービスを受けることができるようになったため、家計にとって介護による費用負担は予測可能となり、不確実性は相当程度減少することとなったと考えられる。

この公的介護保険制度の導入により、同制度によって家計には新たに保険料等の負担が生じるものの、各家計にとっては、要介護となった場合に備えるために必要な資金をリスク分配により低下させることができ、全体として、家計貯蓄率に対しては、引き下げの効果が生ずるものと考えられる。

(注) 介護リスクのために必要な貯蓄額は、要介護者の発生リスクを13%程度と考えた場合、介護保険制度の導入により、制度が存在しない場合と比べて2割強にとどまるとの試算もある(平成10年度国民生活白書)。

(イ) 疾病リスクによる影響

次に、疾病に対するリスクが家計貯蓄率に与える影響を考える。これまで疾病に対するリスクは公的医療保険制度によってかなりの程度カバーされてきた。しかしながら、高齢化の進展等に伴い、高齢者の医療費が急増していること等により、現在、各医療保険者の財政状況は非常に厳しいものとなっている（資料2 - 10）。こうした状況を踏まえ、近年、自己負担の見直し等制度の見直しが適宜行われてきたが、さらに抜本的な制度改革の必要性が指摘されており、公的年金制度の議論と同様、家計は制度の持続可能性に対する不安から、貯蓄性向を高めている可能性が指摘されている。

制度改革の基本的考え方等については、例えば政府・与党社会保障改革協議会が本年3月にとりまとめた社会保障改革大綱において示されているが、今後、大綱の考え方に沿って、「特に高齢化の進展に伴って増加する老人医療費が経済の動向と大きく乖離しないよう、その伸びを抑制するための枠組みを構築する」といった点について、さらに具体的な議論が進められ、制度に対する不確実性が除去されるような見直しが行われることが明らかになった場合には、家計貯蓄率が低下することも考えられる。

(2) 家計の金融資産選択行動に与える影響

こうした社会保障制度のあり方は、家計の金融資産選択行動に対しても影響を与える可能性があると考えられる。例えば、公的年金制度の見直しにより、私的な年金制度又は個人による長期の資産運用の重要性が高まってくることも考えられる。特に、老後のための資産形成を目的として個人で長期の資金運用を行っていく場合、短期的には価格変動リスクがあっても、長期運用により比較的高い収益率が期待できるような資産に投資するインセンティブが高まることが考えられる。

また、現在、検討されている確定拠出型年金の導入は、家計の投資信託に対する学習効果や投資家教育の充実が期待できることから、これが投資信託等のリスク資産へのシフトのきっかけとなることが考えられる。

さらに、公的介護保険制度の導入は、個々の家計の介護リスクを限定することにより、個々の家計にとって介護のための貯蓄の必要性を低下させるとともに、それに伴って発生する余資の一部については、リスク資産へ配分される可能性も考えられる。

3. 雇用・賃金システムの変化が与える影響

(1) 家計貯蓄率に与える影響

第1章では、90年代以降、我が国の家計貯蓄率が横ばい傾向である要因の1つとして、所得不安や雇用不安をあげたところである。こうした要因が景気循環的な要因であるとするれば、我が国経済が回復基調に乗れば、基本的には解消するものと考えられる。

一方、現在の所得不安や雇用不安は景気変動的な要因のみならず、構造的な要因ともなっているのではないかと指摘もある。

すなわち、我が国経済の構造改革の中で、従来の年功序列型の賃金システムや終身雇用といった雇用システムに変化の兆しが見られるが、こうした変化は従来のシステムに比して、家計にとっては不確実性が高まることになるのではないかという考え方がある。

さらに、退職金支給を巡っては、近年、退職金を前もって月々の賃金に上乗せして支払う制度を採用する企業も出てきており、こうした動きは家計貯蓄率に対しては引上げ効果を有するものと考えられる。

このような構造的な要因の影響が大きいと考えた場合、我が国経済が本格的に回復基調に乗ったとしても、所得不安や雇用不安による家計貯蓄率の引き上げ効果は容易には解消しない可能性がある。

これに対し、政府としては、上記のような雇用を巡る変化に対応した確固たる雇用システムを構築するため、円滑な労働移動のための労働市場の構築や雇用形態の多様化に適応した就労環境の整備、個人主体の能力開発による効率的な人材育成等の雇用システムを巡る構造改革に取り組んでおり、こうした取組みにより、雇用を巡る家計の不確実性はある程度は解消されることが期待される。その場合には、所得不安や雇用不安による家計貯蓄率の引上げ効果も相当程度減殺されるものと考えられる。

(2) 家計の金融資産選択行動に与える影響

第1章で年功序列型などの賃金体系、退職一時金や確定給付型の企業年金などの雇用・賃金システムが、家計による積極的な投資へのインセンティブの制約要因となっていた可能性を指摘した。

しかしながら、このようなシステムには変化の兆しが見られるところであり、今後、このような変化が更に進んだ場合、将来の支出を見据えた自立的で戦略的な資産形成の必要性の高まりや、若年者でも積極的な金融資

産投資を行う余力を持つ層の出現等の可能性が考えられる。

若年者は本来リスク資産への投資に適していると考えられることから、このような状況の変化は、現在のような安全資産の占める割合の高い金融資産選択行動のあり方を変えていくことになると考えられる。

4. 少子化に伴う影響（持家の相続・贈与の機会の増加等による影響）

（1）家計貯蓄率に与える影響

我が国の家計の貯蓄目的として、特に若年者層においては、「住宅取得のため」が大きな割合を占めている（資料2 - 11）。金融機関等からの住宅ローン市場が完全であれば、住宅を取得するために予め貯蓄を行う必然性は必ずしもない。しかしながら、実際には、家計が住宅ローンを組むには、担保となる資産が必要となる場合があること、または、所得等に応じて借り入れ可能額に限度があること等の制約のため、住宅取得にあたって一定の頭金のための貯蓄を行うことが必要となる。

（注）借家住居者が借家に住む理由についてのアンケート調査によれば、最も多い理由は「持家を取得するための資金の準備ができていないから」となっており（資料2 - 12）、また、3年以内に持家取得予定のある世帯の貯蓄額がその他の家計に比して非常に高くなっている（資料2 - 13）等、我が国家計が住宅を購入するために、貯蓄を積み増していることがわかる。

住宅は一般の家計にとって生涯の中で購入する最も高額な耐久消費財であり、家計が住宅を取得するための費用が今後どのように変化するかは、今後の家計貯蓄率を展望する上で大きな要因となるものと考えられる。

この点については、少子化の進展に伴い、相続・贈与の機会が増大していくことによる影響が考えられる。すなわち、持家率が高まる一方で、世帯あたりの子供の数は減少するため、今後、親からの相続・贈与により住宅等を取得することが期待できる世帯が増えていくものと考えられる。

また、我が国の人口移動は次第に減少していく傾向にあり（資料2 - 14）特に、これまでのような大都市圏への人口流入が大きく減少していくことが予想される。

（注）3大都市圏の転入超過数の推移をみると、高度経済成長期には大幅な転入超過となっていたが、近年はその水準は著しく低下している（資料2 - 15）。

こうした人口移動の減少は、上記のような親からの住宅の相続・贈与の

機会を更に高めることとなると考えられる。

(注)相続可能な住宅・土地のある世帯の割合を見てみると、若年者世帯ほど高く、30歳代以下では概ね6割弱となっており(資料2-16)今後、相続・贈与により住宅を取得するケースが増加していく可能性が高いと考えられる。

また、少子化の進展は、相続・贈与により住宅を取得する場合のみならず、新たに住宅を取得する場合にも影響を与えるものと考えられる。すなわち、我が国の世帯数の増加率は今後減少していくことが予想される(資料2-17)ことから、マクロで見て住宅の新規需要は減少していくと考えられる。さらに、このようにこれまでのような大都市への人口集中といった人口移動も今後減少していくことが予想されることから、大都市圏でも住宅の新規需要は減少していくものと考えられる。

こうした変化を受け、住宅取得のための費用負担は、今後、平均でみて減少していく可能性があることから、少子化の進展は、家計貯蓄率を引き下げる要因となることが考えられる。

(2) 家計の金融資産選択行動に与える影響

少子化の進展等に伴う住宅保有に対する投資構造の変化の可能性は、家計の金融資産選択行動にも影響があると考えられる。

例えば、持家の相続・贈与等の機会が高まれば、相続・贈与等を受ける家計は、住宅保有のための負債を負うことがなくなると考えられることから、現在指摘されているような「負債返済のために十分な流動性を確保する必要があり、そのために家計は預貯金を積極的に保有するインセンティブがある」という状況に変化が生じ、また、このような家計は比較的、余裕のある層である可能性が高いことを考えると、金融資産についてはリスク資産でもつ可能性が高いのではないかと考えられる。

(注)既存の調査結果を基に、相続経験の有無別に金融資産保有額の構成比をみると、相続経験がある層の有価証券の保有割合が、相続経験がない層に比して高くなっており、相続によって金融資産保有はリスクテイキングに向かう可能性がみられる(資料2-18)。

また、既に住宅取得のための費用負担が減少していく可能性を指摘したが、これにより直接的な相続・贈与を受けない世帯においても、市場を経由した間接的な世代間移転を受けることになり、これに伴い第1章で指摘したような、住宅投資等のために負う負債のためにリスク資産に対して回

避的になるという要因が緩和されることが考えられる。

(注) なお、住宅取得のための費用の関連では、第1章で、住宅費や教育費などの支出が、本来リスクを許容できる若年者の投資余力を小さくし、リスク資産への投資の制約になっている可能性について指摘したが、近年の調査研究において、居住用不動産の購入や高校卒業以降の教育費負担を回避しようとする層が現れ始めていることが指摘されている。こうした層の金融資産選択を巡る特徴としては、その他の層に比して、所得や金融資産残高においてかなり劣位にあるにもかかわらず、リスク資産を保有する率が意外に高いことが指摘されている(資料2-19)。すなわち、こうしたライフスタイルの変化が従来の金融資産選択行動に変化をもたらす可能性も考えられる。

5. 金融システム改革が家計の金融資産選択行動に与える影響

昨今の金融システム改革の進展等により、多様な金融サービスの提供が可能となるとともに、新規参入の促進等金融サービス提供者間の競争促進を通じた手数料等のコストの低下やサービスの質の向上、さらには金融サービスの提供チャネルの多様化が期待される。

(注)・証券会社の登録制への移行(平成10年12月)により、証券業務への参入の促進が促され、登録制への移行後、46社(平成12年10月現在)の証券会社が新規に参入してきている。

- ・株式売買手数料の完全自由化(平成11年10月)により、投資家は様々な対価に基づくサービスを選択できるようになるとともに、株式売買手数料は、自由化前の水準と比較して、全体的には、対面取引で約9割、通信取引では約7割、オンライン取引では約4割弱となっている(日本証券業協会による調査)。
- ・銀行等への投信窓販解禁(平成10年12月)により、家計は多様なチャネルから投信を購入することが可能となった。この銀行等による投信の窓販は着実に進展しつつあり、平成13年1月末における銀行等の取り扱う投信の純資産額は、5.8兆円であり、全投信に占める割合は11.3%となっている(投信全体の純資産額は50.9兆円)(資料2-20)。

アンケート調査等によると、家計が主な取引金融機関を決めるにあたっては、「近所に店舗やATMがあり便利」、「店舗網が全国展開されている」といった利便性が主な理由となっているほか、今後改善して欲しいサービスについても、「平日の窓口の営業時間の延長」や「土・日・祭日のATMのフル稼働」など提供チャネルの改善を求める意見が多い(資料2-21)等、

家計の金融資産選択にあたっては、店舗網等の提供チャネルの利便性が大きな影響を与えている可能性を示しているが、銀行等による投信の窓販の着実な進展はそれに応えるものと考えられる。

更に、顧客のニーズに最も合致したサービスを提供していくとの観点から、顧客の特性に応じたニーズの把握に努めるとともに、これまでの画一的なサービス提供体制を見直し、顧客の特性に応じたサービス提供を行っていくための体制を構築していく動きなどが見られる。

(注) 例えば、高資産層をターゲットとしたサービスにおいては、顧客のバランスシートのマネジメントを主要なサービスとし、最適な資産配分のアドバイスや、そのための預金、有価証券、保険といった金融商品やローンの最適な組み合わせの実現等のサービスを提供している例が見られる。

こうした参入・競争の促進、手数料等の低下、サービス提供チャネルの多様化、顧客のニーズに合致した多様なサービスの提供等、金融サービス提供者側の改革・変化は、家計部門の金融資産構成において安全資産の占める割合が高くなっている要因の一つが緩和されたことを意味し、金融資産選択行動が多様化していくきっかけとなると考えられる。

また、このような抜本的な規制緩和により、金融機関のビジネススタイルにも大きな変容が迫られることとなる。例えば、銀行業において、以前の規制金利体系の下では、預金を集めそれを貸し出しに回すことにより、必ず一定の利鞘が確保できたため、金融機関間の競争は主に預金量の確保競争となる面があった。しかし、金利の自由化をはじめとする各種の自由化措置により、金融機関は単に預金を獲得することにより十分な収益を確保することが難しくなっており、多様なサービスの提供によるフィービジネスへのシフトが大きな流れとなってきている。こうした金融機関側の変化も、家計の金融資産選択行動に少なからず影響を与える可能性がある。

一方、家計の側においても、金融システム改革に対する認識は高まっており、アンケート調査によれば、約半数の家計において認識されている。特に、「金融商品の開発が進み、金融商品の種類が増える」、「これまで取り扱いが制限されていた金融商品について、多くの金融機関が取り扱う」、「それぞれの金融機関が自由に金利を設定し、金融機関によって金利に差が生じる」といったことについては、このうち約半数の世帯が、金融システム改革により実現すると考えている(資料2-22)。

このアンケート結果により直ちに家計の金融資産構成が多様化に向かうとの結論は得られないが、少なくとも、家計は今後様々な窓口で多様な金融商品・サービスが提供されるようになることを認識していることは明らかで

あり、上記に述べた金融サービス提供者側の取り組みを通じ、顧客のニーズにあった商品・サービスを十分な説明とともに提供できれば、家計の金融資産構成も多様化に向かう可能性があると考えられる。

以上のような、規制緩和等に伴う供給側の制約要因の解消と、家計の側の認識の変化が、リスク資産の保有比率を高める可能性があることについては、ドイツにおける動きが参考となる。

【BOX - 2】ドイツの家計の金融資産選択行動の変化

- ・ドイツの家計の金融資産選択行動については、従来は、日本と同様、現金・預金の占める割合が高い傾向があったが、1990年代を通じて、株式や投資信託などのリスク資産の保有率が高まっており、現金・預金の占める割合が、1991年の45.8%から1999年には35.2%と約10ポイント低下する一方、株式・出資金及び投資信託の残高が、14.6%から27.3%と約13%増加しており、特に投資信託の残高は10.5%とアメリカ(10.9%)の水準まで近づいている(資料2-23)。
- ・ドイツの家計のこれまでの金融資産選択行動の変化を概観すると、1960年代から1970年代にはベビーブーマー世代が住宅・耐久消費財を購入するための金融資産形成として貯蓄預金を増加させ、1980年代にはベビーブーマー世代の住宅投資一巡を受けて老後をにらんだ貯蓄型保険や債券投資の人气が高まり、1990年代には株式市場や投資信託が注目されるようになった、と要約できる。
- ・最近のドイツの金融・資本市場において家計部門が大きな役割を果たすことになったことについては、税制を大きな要因とする主張が一部に見られるが、実際には、90年代において第1次から第3次にわたって行われた金融市場振興法において、規制緩和や市場整備を進めることにより、ドイツ政府が段階的、計画的に金融・資本市場の振興を行ってきたことや、EUの通貨統合に伴う金融再編を受けて、大手金融機関が競争激化によりインベストメントバンク化したこと等が主な要因として考えられる。

(注)ドイツの税制においては、他の主要国とは異なり、伝統的に、長期保有の土地、株式等の譲渡益が原則非課税となっているが、これはドイツの所得税が、経常的に発生する利得のみを「所得」として捉えることによるものである。これは、1920年代から同じ取扱いとなっており、90年代に変更されたものではない。

- ・まず、債券市場について見ると90年代前半は、東西ドイツの統一を背景として財政赤字が拡大し、公債の発行が増加したが、これをファイナンスするために海外市場からの資金流入が急務となり、これに対応したインフラ整備が始められた。このため、債券市場の国際化が進展し、この間増加した債券発行について、その多くを非居住者が購入した(資料2-24)。債券市場は、90年代後半には、民間債部門につ

いても、「ジャンボ債」の導入で、ファンド・ブリーフ債の起債が活発化するなど、順調に発達している。

- ・同時に、90年代には、ドイツ国民の間に「株式文化」が急速に浸透してきたと考えられる。ドイツにおける家計の株式の保有方法としては、家計が直接株式を保有するよりは、むしろ保険・投資信託など機関投資家を通じて株式を保有することが一般的である（資料2 - 25）。ドイツにおいて株式投信が進展した要因としては、これまでの政府の市場振興に対する取組みに加え、

高齢化の進展とともに従来の公的年金制度に対する不安が生まれ、家計が株式や投資信託などのリスク資産を含めた資産運用に対して積極的になったこと

90年代後半から長期金利がそれまでの「6%の壁（ドイツの生保の保証利回りと言われる）」を継続的に下回るようになり、債券投資の利回りが低下したことから、リスク資産としての債券への投資の魅力が相対的に低下したこと
銀行が株式投信の窓販を強化したこと

ドイツテレコム株式公開などにより、国民の株式に対する意識が高まったこと

株式市況が好調であったこと

など、様々な要因があると考えられる。

- ・このように、ドイツの金融・資本市場は90年代に大きく変容し、それとともに家計の金融資産選択行動も変化したことが分かるが、ドイツにおける変化を日本と比較してみた場合、上記 ~ のように日本とも類似する点も多い。他方、日本ではバブルの後遺症を背景に、（特に個人投資家の）株式市場に対する不信感が根強くあり、その点が現在のドイツとは大きく異なっていると考えられる。日本において、個人投資家を本格的に株式市場に呼び込むためには、このような不信感を取り除くための取組みが重要となる。

6. 内外資本取引の自由化が家計の金融資産選択行動に与える影響

金融システム改革のフロントランナーとして行われた外為法改正（98年4月施行）により、内外資本取引の原則自由化や外国為替業務の完全自由化等が行われた。これに伴い、家計が自由に海外預金やクロスボ - ダーの証券取引等を行うことができるようになるとともに、金融システム改革の他の諸施策とも相まって、各金融機関は自らの創意工夫を活かして顧客のニーズに合致した多様な金融サービスを提供することが可能となった。他方、家計レベルにおいても、外国への投資のニーズは高まりつつあり、例えば、家計の保有する外貨預金や外貨建てMMFの残高は最近数年間で大きく伸びている

(資料2 - 26)

このようなことを考え合わせると、これまではいわば自動的に我が国国内の資金調達主体に流れていた家計部門の貯蓄が、今後引き続き、直接又は間接的に、我が国の他部門の資金不足を補う役割を果たすかについては、楽観を許さない状況にあるといえる。

外為法改正後の状況を振り返ると、外為法改正の直接的な影響として家計による海外預金や海外での証券取引が促されたという面以外に、間接的な効果としてそういった取引と同等の個人向け金融商品・金融サービス(外貨預金・外貨建てMMF、外国証券の取引等)が国内金融機関によって競争的な価格・利便性で提供されるようになったという効果が大きかったものと考えられる。例えば、上述したような家計における外貨預金や外貨建てMMFの保有の高まりについても、その背景として、外貨建て資産への選好の高まりという家計側の要因に加えて、外為法改正を含めた金融システム改革全体の効果によってこうした商品が家計から容易にアクセスできる形になったという側面は無視できないものと思われる。こうした動きは、これまで家計から国内資金調達主体に流れていた資金の流れが、間接的な形ではあっても、海外へと向かうことを意味している。

今後についても、少子高齢化の進展していく中で、ますます我が国経済がストック化していくことが見込まれるが、このようなストック経済においては、保有資産の効率的な運用が一層強く求められる。その場合、海外金融資産への自由なアクセスが確保されている状況の下、全体としては家計による海外資産への投資が更に促される方向に動くのではないかと考えられる。

7. 情報通信技術の革新が家計の金融資産選択行動に与える影響

近年の情報通信技術の革新は、サービスの提供手段の多様化、情報収集・提供コストの著しい低下等をもたらし、金融分野においてもこれまでとは異なるビジネスモデルの出現等が予想される。

こうした情報通信技術がもたらす産業・社会構造の変革(いわゆるIT革命)を受け、金融機関においても、新たなサービスの提供等様々な取り組みを行っている。例えば、現在、インターネット等を活用したオンライン証券取引は着実に普及しつつある(資料2 - 27)。また、我が国においても、いわゆるネットバンクが設立され始めているほか、銀行本体でもITを活用した販売チャネルの多様化への取り組みも行われている。

また、こうした分野でのITの活用により顧客の利便性が向上することとなる一方、金融機関においては業務の効率化が図られることから、人的資源

の再配分等が可能となり、その結果、今後二・ズの高まりが予想される個別相談業務等の高付加価値サービスをより充実することが可能となるとの指摘がある。

こうしたITの活用による新たな金融サービスは、家計の金融資産選択行動にも影響を及ぼすと考えられる。例えば、前述したように現在オンライン証券取引が普及しつつあるが、株式委託手数料が完全自由化された中においては、このような低コストでのサービス提供手段の普及は、手数料の引き下げに寄与することが期待され、特に、少額の投資家のアクセスを改善することになると考えられる。

(注) オンライン証券取引に関するアンケート調査()では(資料2-28)「オンライン取引をしている」人が11.8%、「したことはないが興味が大いにある」人が26.1%となっており、オンライン取引に対する関心が高いことがわかる。また、現在、オンライン証券取引を行っている人のうち約3割が、オンライン証券取引で初めて証券取引を経験したとの調査結果もあり、さらに、オンライン取引を行っている人のうち75%を上回る人が1年間の累積投資額が300万円以下の小口投資家となっていることから、オンライン証券取引が投資家層の拡大、特に小口投資家層の拡大に一定程度寄与していることがうかがえる。

また、オンライン取引を利用する理由としては、「店頭に行かずに取引ができ便利」、「手数料などが安くて有利」など、広い意味での取引コストが低くて済むことを挙げる人が多い。

なお、オンライン取引に対する不安としては、オンライン取引を行っている人、行っていない人ともに、個人情報・取引情報のセキュリティ問題を挙げている人が多く、今後、オンライン取引が引き続き浸透していくためには、情報セキュリティの確保及びその信頼感の向上が求められると考えられる。

()このアンケートはインターネットを活用した一般参加型調査であるため、母集団自体に一定のバイアスがかかっている可能性があることには留意が必要である。ただし、インターネットを利用する者は今後ますます増加していくことが予想されることから、上記に挙げた調査結果が今後の一般的な傾向をみるうえで有用と考えられる。

また、家計の金融資産選択行動にあたっては、店舗網等の提供チャネルの利便性が大きな影響を与えている可能性について指摘したが、インターネット等を活用した取引が拡大すれば、既存の店舗網をより効率的に活用することも可能となり、家計の金融資産選択の多様化にも資する可能性があるのではないかと考えられる。

さらに、第1章で述べたように、金融資産投資行動に関する情報・知識不足が、現在のような預貯金等の割合が高い資産構成となっている要因の1つと考えられるが、情報通信技術の革新は、こうした制約要因を解消するための手段となる可能性もある。すなわち、インターネットなどを活用すれば、家計が金融商品に関する情報等を収集する際のコストは低下すると考えられる上、逆に家計がどのような情報を欲しているのかについて金融サービス提供者等が把握することも比較的容易になると考えられる。

もちろん従来からの金融機関の窓口や営業担当者等の対面での販売・説明やパンフレット等を通じた情報提供が引き続き重要であることは言うまでもないが、情報通信技術の革新等はこうした従来型のルートを通じたサービスや情報の提供の質的改善や、新たなサービス・情報提供ルートの構築に貢献することが期待される。

8．投資家教育への取り組みが家計の金融資産選択行動に与える影響

第1章において、我が国の家計の金融資産選択においてリスク資産への投資の割合が少なくなっている原因の1つとして、長期分散投資の効果等のいわば投資家教育が十分になされていないことを指摘したが、リスクの所在やリスクをマネジメントするための手法などをはじめとした投資家教育の充実は、今後広く家計がリスク資産に投資を行うようになるための基礎的な条件となるのではないかと考えられる。

すなわち、リスク資産が、単に短期的な運用によりキャピタルゲインを得るといったいわば投機的な運用対象として、我が国の家計に広く保有されるようになることは、家計が安定した生活を維持していく上で好ましいことでもない。

家計が自ら保有する豊富な資産から効率的に収益を得るために、リスク商品についても長期分散投資などによりリスクをマネージしつつポートフォリオに組み込んでいくという姿が定着することが、我が国の投資信託をはじめとしたリスク商品の市場の健全かつ安定的な育成につながると考えられる。

近年、金融機関においても、こうした投資家教育への取り組みを始めており、顧客にもそうした意識の高まりが見え始めている。

(注)金融機関によっては、投資信託に関するセミナーを開催しているが、その参加者は増加しているとの指摘がある。

また、今後、確定拠出型年金の導入等に伴い、こうした投資家教育の重要

性はますます高まるものと考えられる。

(注) アメリカにおいては、401 k プランを導入している企業の委託を受け、401 k プランのサービス提供会社が様々な投資家教育サービスを提供しているが、401 k プランのスポンサーに対するアンケート調査では 401 k プランに関する今後の重要課題として約 7 割が「加入者教育」を挙げており、加入者教育の重要性に対する意識が非常に高いことがわかる。

したがって、我が国においても、確定拠出型年金の導入等を契機に投資家教育に向けた様々な取り組みが求められるが、こうした取り組みにより投資家教育が広く浸透していくを通じ、我が国家計の金融資産選択行動も投資信託等のリスク資産にシフトしていくことが考えられる。

9 . ペイオフの解禁が家計の金融資産選択行動に与える影響

第 1 章でも述べたように、我が国の家計の金融資産構成において安全資産の占める割合が高くなっている原因の一つとして、これまで預金が全額保護されてきたことや郵便貯金の存在等を通じて、本来であればリスクと無縁ではありえない金融商品が、預貯金等については、事実上、ゼロリスクとなってきたことが考えられるとの指摘があった。

ただし、今後、ペイオフが解禁されれば、預金といえども一定のリスクを有することになり、安定性確保のためには、これらの預金を何らかの形で分散させることが必要となる。

(注) アンケート調査等によれば、約 3 割強の世帯が貯蓄を安全にするための行動をとっており、このうち預金残高が 1000 万円を超える世帯の約 6 割弱の世帯が預金の分散を行っている(資料 2 - 2 9)。また、金融機関からのヒアリングによれば、預け入れ金額が 1000 万円を超える部分の資金量のシェアは減少傾向にある一方、1000 万円未満の顧客は増加傾向にあるとの指摘があり、1000 万円を上回る部分について、他の金融機関もしくは他の金融商品への預け替えが起きている可能性があるとの指摘がある。

このような動きをきっかけとして、家計のリスクとリターンのトレードオフの関係への理解が進み、金融商品そのものの安全性・収益性のみならず資産分散行動から、複数の金融機関・金融商品への資産分散といったように、ポートフォリオ全体の安全性・収益性を高める行動がより本格化することも考えられる。

したがって、このようなポートフォリオの多様化の一環として、リスク性

商品への投資も進む可能性があるのではないかと指摘も見られる。

(注)ただし、家計の金融資産の預貯金の約3分の1を占める郵便貯金は、ペイオフの対象とはならない。このため、銀行預金に対するリスクを認識した家計の行動が、必ずしもリスク商品への投資を含めたポートフォリオの多様化へ向かうのではなく、ゼロリスクであった銀行預金に代わる他の安全資産を模索とした場合、広い意味では国民のリスク負担のもとに成り立っている郵便貯金への選好を一層高めることとなるという可能性も否定できないとの指摘も多く見られる。

第3章 今後の家計貯蓄率及び家計の金融資産選択行動の変化とそれが我が国の資金の流れに及ぼす影響に対する展望

1. 家計貯蓄率の今後の動向

第2章で分析したように、家計貯蓄率の今後の動向は様々な要因に左右されることになるため、全体として家計貯蓄率がどのようになるのか、どの程度変化するのかについて、一つの道筋を示すことは困難であり、相当幅をもって捉える必要がある。特に、家計の貯蓄行動を規定する大きな要因の一つである社会保障制度のあり方について、今後、我が国国民がどのような選択をしていくかによっても大きく結論は変わってくる。

ただし、そうした困難さを前提としたうえで、これまで分析したことを総合的に勘案すると、

高齢化による影響は、子供と同居している高齢者を考慮した場合の高齢者の家計貯蓄率が若年者に比してかなり低いことから考えると、貯蓄率を引き下げると考えられること、

社会保障制度の一つとして、公的介護保険制度が導入されたが、同制度の普及は家計貯蓄率を引き下げると考えられること、

90年代の家計貯蓄率横ばいの原因の一つである景気変動要因は、中期的にはその影響はなくなるものと考えられること、

少子化等により相続・贈与の可能性が高まり、住宅取得等のための若年者の貯蓄の必要性が低下すると見込まれること、

等から、純粋なライフサイクル仮説が想定するような急激な低下が生じるか否かは別として、中長期的にみれば低下していく傾向は否定できないのではないかと考えられる。

2. 家計の金融資産選択行動の今後の動向及び留意点

(1) 家計の金融資産選択行動の今後の動向

これまでの我が国の金融資産構成は安全資産の占める割合が高くなっていったが、第2章で分析したように、家計の行動を規定してきた様々な要因が変わるにつれて、今後変化するものと考えられる。

本報告書では、高齢化、社会保障制度のあり方、金融システム改革、情報通信技術の革新等、様々な要因が家計の金融資産選択行動に与える影響

について、最新の顧客ニーズの変化も捉えるべく、日々顧客と接している人々からの意見も踏まえ分析したが、全体としては今後の家計の金融資産行動は、多様な種類の資産の選択へと変化していく可能性が見てとれる。

特に、家計の金融資産選択行動のリスク資産へのシフトについては、最近の雇用・賃金システムの変化や住宅等の実物資産を巡る環境の変化により、若年者の投資余力不足など、これまでリスク資産への投資を抑制してきた要因が緩和される方向で変化しつつあり、その兆しは見えてきているのではないかと思われる。

ただし、こうした動きが本格的なものとなるには、株式や投資信託といったリスク商品の収益性の向上等により、投資対象としての魅力が高まることが前提となる。そのため、前回の法人企業部門に関する報告（「21世紀の我が国経済の持続的成長を可能とするための金融面の諸課題について」以下同じ。）でも検討されたような企業金融・企業経営等の見直しを通じ、企業の価値の向上への取り組みが行われることや、効率的な資本市場の一層の整備が重要と考えられる。

（2）家計の金融資産選択行動の変化にあたっての留意点

こうした家計の金融資産選択行動の変化は、基本的に望ましいものであるが、家計にとってみれば、自己の責任においてリスクをとるという動きであり、従来、リスクを回避してきた家計が、初めてリスクに触れることでもある。このため、リスクの存在等について家計が十分に認識せずに、このような動きが本格化する場合には、個々の家計にとってみれば、予期せぬ損失の発生による家計のバランスシートの著しい毀損などの問題が生じる可能性もある。このような問題が生じた場合には、家計の金融資産選択行動は、多様化に向けた動きから再び安全資産への回帰が起きる可能性も考えられる。

（注）アンケート調査等によれば、「元本割れの経験の受け止め方」として8割以上が自己責任だから仕方ないとしている一方、金融機関等からの説明不足等をその原因とする意見も依然 16%程度も存在することなどから（資料3-1）、このような問題が発生する可能性も存在している。

したがって、家計の金融資産選択行動の多様化に向けた動きを円滑かつ確実に進めるためには、収益に関する情報ばかりでなく、リスクの所在等についての情報が家計に十分提供されるとともに、その情報が正確に理解されるような環境の整備が求められる。こうした観点から、金融機関によ

るディスクロージャーの一層の充実、個人でも比較検討が可能なような金融商品に関するわかりやすい情報提供の促進、投資家教育の推進等が重要となってくると考えられる。

(注)個人でも比較検討が可能な金融商品に関する情報の提供については、例えば、金融広報中央委員会(旧貯蓄広報中央委員会、2001年4月に名称変更)のような公平・中立な立場の第三者が行うことが望ましいのではないかとの指摘があった。

また、金融機関側については、本年4月より、金融商品の購入者保護のため、「金融商品の販売等に関する法律」が施行されたところであるが、今後、金融機関が金融商品を販売するにあたって、この法律をはじめとした投資家保護規制の趣旨を踏まえた、適正な説明努力等が望まれる。

3. 資金の流れに及ぼす影響

これまで、家計貯蓄率・金融資産選択行動の今後の変化について分析してきたが、こうした家計部門を巡る変化が、公的部門や法人企業部門、さらには海外部門を含めた我が国の資金の流れにどのような影響を及ぼすことになるのかについて、若干考察したい。

(1) 主に公的部門との関連

フローの資金循環という面からは、現在、資金調達の主体から資金余剰の主体へと変わりつつある法人企業部門が今後どのような動きをするかにもよるが、最大の資金の出し手である家計部門の貯蓄率が、今後中長期的には低下傾向を示す場合には、公的部門による資金調達、すなわち国債等の新規発行に一定の制約要件となると考えられる。

この点については、我が国の国債に対する外国人投資家による今後のニーズの動向にもよるが、一般的には、現在のような大量の国債発行を続けていった場合、長期金利の上昇とそれに伴うクラウディングアウトの発生を招く可能性がある。

これに対し、財政が非常に大きな不均衡を抱える状況では、家計が将来の増税を合理的に予見し、いわゆる中立命題に近い状態となり易いとの主張も見られ、この場合には、巨額な財政赤字の継続に伴い、家計貯蓄率は高まることになり、結果としてこのような事態が生じる可能性は低くなるとも考えられる。しかしながら、このような均衡が果たして望ましいものであるのかについては慎重な判断が必要である。すなわち、こうした状態

は、潜在的な国民負担率が非常に高くなっていることから、少なくとも、公的部門と民間部門との間の資源配分が著しく偏ってしまうこととなり、経済の競争力や効率性の確保等の観点からは問題が生じる可能性があることに留意する必要がある。

また、家計の金融資産選択行動の多様化への動きも、国債の管理という面に影響を与える可能性がある。現在の我が国の国債保有の特徴としては、

公的部門の保有が多い、

非居住者の保有が少ない、

民間部門の中では銀行の保有が多い、

等の特徴があり、豊富な個人金融資産を背景に、預金や郵便貯金などを通じて、多額の国債が保有されているという姿が伺える（資料3 - 2）。

とりわけ、最近では銀行の資金運用において国債の占める割合が増加しているが、このような状態については、本来、銀行等を通じて企業部門へ回るべき資金が大量の国債保有を通じて公的部門に集められているということの意味しており、長期金利の上昇を伴うわけではないものの、一種のクラウドファンディングアウトのような状況を生み出しているという指摘もあった。

しかし、第1章で分析したような家計の金融資産選択行動の多様化に向けた動きが本格化すれば、こうした構造に変化が生じる可能性がある。

例えば、既に指摘したとおり、自由な内外資本取引が確保されている状況の下、豊富な個人金融資産が国内の金融商品に必ずしも向かう訳ではなくなる。また、家計が預貯金等からリスク資産の選択を強めることによっては、預貯金等を通じた間接的な国債の保有というルートが今後先細る可能性があることを示唆する。さらに、郵貯、年金等による全額自主運用が行われることに伴い、公的部門の国債保有のあり方にも変化が生じる可能性がある。

したがって、こうした家計の金融資産選択行動の大きな変化の方向を見据えつつ、国債の管理政策、新規発行政策も適宜見直しを行っていくことが必要となる。

前回の公的部門についての報告（「主要な公的債務の現状とその管理を巡る課題について」）においても、「国債の大量発行時代を迎え、財投債を含む国債の確実かつ円滑な発行を行っていくためには、我が国の国債市場を、フリー、フェア、グローバルな市場として確立していくという観点を踏まえつつ、内外の市場参加者にとって一層魅力あるものとするための各般の努力が必要」との指摘がなされたところであるが、例えば、家計の金融資産選択行動の多様化の中で、家計が国債を直接もしくは投資信託等の市場型間接金融を通じて保有するルートの拡大を図るためにも、インフレ連動

型国債の発行など国債を家計の資産運用にとって魅力的なものとする努力や、非居住者による国債の保有を促進するような施策の一層の推進が求められる。

(2) 主に法人企業部門との関連

家計の金融資産選択行動のあり方が変化し、多様化へ向けた動きが見られることは、前回の法人企業部門についての報告書において指摘された、企業の成長段階に応じた資金ニーズ等に対応した資金ファイナンスの必要性への対応という課題に対して、今後、家計が、その資金提供主体として、応えていくことができる可能性を示唆している。

これまでの我が国の金融システムは、いわゆる間接金融が中心となっており、銀行等の金融仲介機関が預金等により家計が保有する金融資産の大半を吸収する一方、貸出や有価証券等により資産運用を行いその運用益の一部を家計に配分してきた。こうしたシステムにおいては、資産運用に伴う元本割れのリスクは、直接的には金融仲介機関が負っており、家計はこうしたリスクを認識しない状態にあった。すなわち、これまでの我が国の金融システムは資産運用等に伴うリスクの大半が金融仲介機関に集中する仕組みであったといえる。しかしながら、近年の経済・社会システムの急速な変化等により、リスクが多様化・複雑化してきており、全てのリスクを金融仲介機関に集中させるシステムでは、効率的かつ適正な資源配分を実現することが困難になってきたのではないかと考えられる。

こうした意味で、家計の金融資産選択行動がリスク資産へのシフトを含め多様化の方向に向かうことは、法人企業部門の資金調達における資金やリスクの効率的かつ適正な配分につながることにより、経済全体に対して良い影響を与えることが期待される。

(3) 海外部門との関連

これまで見てきたように、家計の金融資産選択行動の多様化が進むことは、公的部門や、法人企業部門との関連において、家計がこれら各部門に対するファイナンスの源泉としての機能をより高めていく可能性があるという面から、基本的には望ましい方向であると考えられる。

しかしながら、このような多様化した金融資産選択行動による資金の行き先は必ずしも国内に留まるものであるとは限らないということによる影響については、慎重に考える必要がある。

第2章で述べたとおり、98年の外為法改正の結果、自由な内外資本取引が確保されている状況の下、グロスでみた我が国からの資本の流出は、資本の流入と共に活発化していくものと考えられる。

また、家計のポートフォリオ形成の基本的な考え方として、リスク資産への投資について、海外の金融商品も含めた長期分散投資の重要性が指摘されたところであるが、この点についての投資家教育が浸透し、我が国の家計の行動が変わってくれば、少なくともある程度の資金は対外資産へ向かうこととなる可能性が高い。

このように、我が国国家計からの資金が外国へ流出することを前提としたうえで、今後、公的部門や法人企業部門に対する必要な資金のファイナンスを十分に確保していくためには、これら資金流出分を補完するような海外からの資金の流入が必要となってくる。

そのためには、海外の投資家に対して、我が国の金融資本市場をより魅力あるものとするとともに、金融商品の価値を高めることが必要であり、そのための一層の企業努力、また市場環境の整備が求められる。

4. 今後の政策立案にあたって

我が国は、今後、本格的な高齢社会を迎えることとなるが、このような社会に対しては、労働力人口の減少による経済成長へのマイナスの影響や、勤労世代の社会保障負担の増加に対する懸念などが指摘されることにより、将来に対しての不安が高まるなど、一般的に暗いものとしてとらえる傾向が強くなっている。

しかしながら、我が国の高齢者は平均的には金融資産を豊富に持っており、今後も、高齢化の進展によって、人口一人当たりの保有する金融資産は大きくなると考えられ、このような大規模な金融資産が有効に活用され、高い収益が生まれるような環境が整備されることによって、今後の高齢社会においても経済の活力を維持することが可能となると考えられる。本報告書における家計部門の分析からは、そのような可能性が見てとれるのではないかと考えられるが、今後は、そのような動きをより確実なものとするのが重要である。

本報告書により、我が国の資金循環に占める公的部門、法人企業部門、家計部門のそれぞれの位置付け、今後の動向等について、本研究会として、限られた角度からではあるものの一定の検討を行ったこととなる。今後の我が国の政策決定にあたっては、本研究会において分析した各部門における課題

等を踏まえたうえで、これらの各部門内にとどまらず、我が国の資金が全体として効率的に活用されるよう、資金の循環全体を俯瞰した形で、対応を考えていくことが必要であると考え。

(以上)