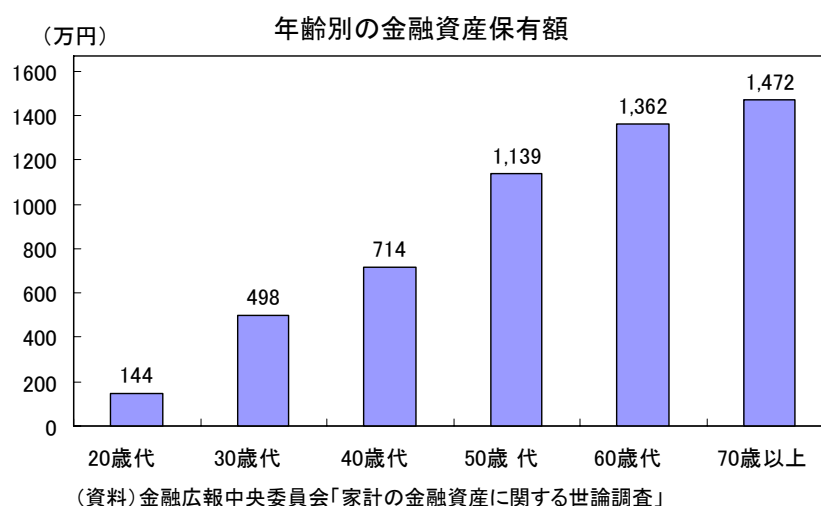


第7章 団塊世代の退職が資産選択に与える影響

1. 団塊世代の退職金の影響と金融資産選択行動の変化

60歳の定年直前の労働力人口をみると、団塊世代以前の1944～46年生まれの人に比べ、団塊世代の人口は154万人多い。このため、団塊世代の退職が続く2007年から2009年にかけては大量の退職金が流れ込むことになる。厚生労働省の「平成15年賃金事情等総合調査」によると定年退職の場合、平均して2,040万円（退職一時金＋年金原価額）が支払われている。団塊世代の前世代に比べた退職増加数154万人に、この2,040万円を掛け合わせると約31.4兆円となり、この金額が団塊世代の退職後に発生する金融資産の増分となる。ただし、この金額の一部は、住宅ローンなどの借金の返済や実物資産の購入に充てられるため、それら金額を控除した額が金融資産の運用に回される金額になる。



高齢者世帯の資産保有や所得状況については、留意しなければならない点がある。第一に、無職世帯と有職世帯では、後者の方が所得も保有資産も多いだけでなく、前者は貯蓄率がマイナス、資産を取り崩すのに対して、後者は貯蓄率がプラス、資産を蓄積することである。第二に、60～64歳期には無職世帯と有職世帯がほぼ半数ずつであるが、65歳以上になると、無職世帯が7割を占めることである。しかし、高齢者の世帯間の資産格差は大きく、数のうえでは少数派である有職世帯が全体の数字に強く影響を及ぼす。図において、70歳以上の世帯の方が60歳代よりも保有資産額が大きいのは、このような事情と70歳代で独立した世帯を形成している世帯は健康で裕福な世帯が多いという標本選択上不可避の問題が生じているためである。

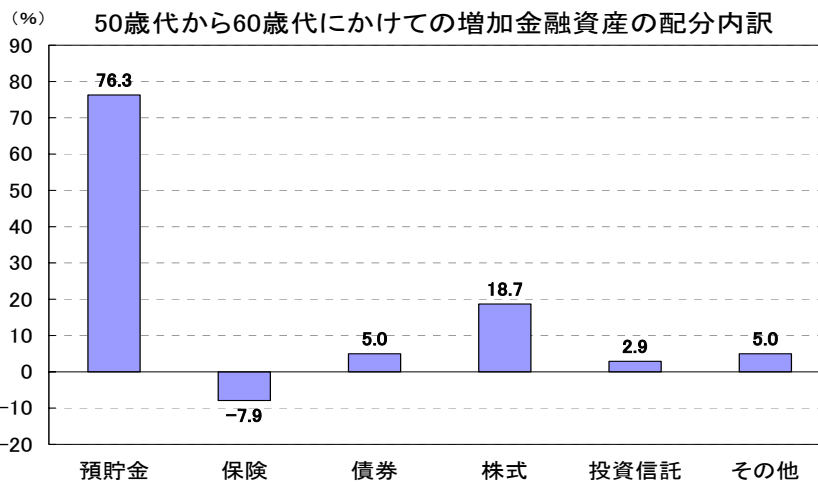
では、退職金を中心とする資金はどのような金融資産によって運用されるのだろうか。2004年時点の年代別金融資産保有状況（構成比）をみると、60歳代の運用金融資産は、その86.7%は預貯金と保険によって運用されており、いわゆる安定的資産によって運用されていることがわかる。

金融資産の保有状況(2004年)

	合計	預貯金	保険	債券	株式	投資信託	その他
(実額：万円)							
20歳代	235	184	41	5	4	1	0
30歳代	698	453	193	4	35	11	2
40歳代	981	600	323	6	39	8	5
50歳代	1,556	954	456	14	106	21	5
60歳代	1,797	1,138	437	26	151	28	17
70歳以上	1,978	1,372	390	50	127	38	1
(構成比：%)							
20歳代	100.0	78.3	17.4	2.1	1.7	0.4	0.0
30歳代	100.0	64.9	27.7	0.6	5.0	1.6	0.3
40歳代	100.0	61.2	32.9	0.6	4.0	0.8	0.5
50歳代	100.0	61.3	29.3	0.9	6.8	1.3	0.3
60歳代	100.0	63.3	24.3	1.4	8.4	1.6	0.9
70歳以上	100.0	69.4	19.7	2.5	6.4	1.9	0.1

(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」

しかし、50歳代から60歳代にかけての運用資産の増加分に着目するならば、保険の金額とシェアが低下し、預貯金、株式、債券、投資信託の金額とシェアが高まっている。これには、現役引退とともに保険の一部が満期を迎えることが影響しているとも考えられる。いずれにしても、現時点における個人の金融資産選択からみると、金融資産の増分は、預貯金だけでなく、株式、債券、投資信託というリスク性資産に回る比率が高まるのである。



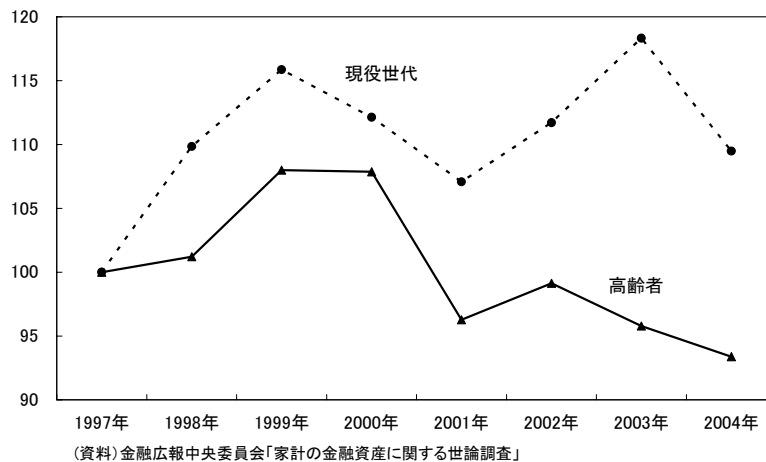
(資料) 金融広報中央委員会「家計の金融資産に関する世論調査」

この傾向は、今後より強まる可能性がある。というのは、高齢者(60歳以上)の金融資産選択行動がよりリスク志向的になっている可能性を示す兆候もみられるためである。

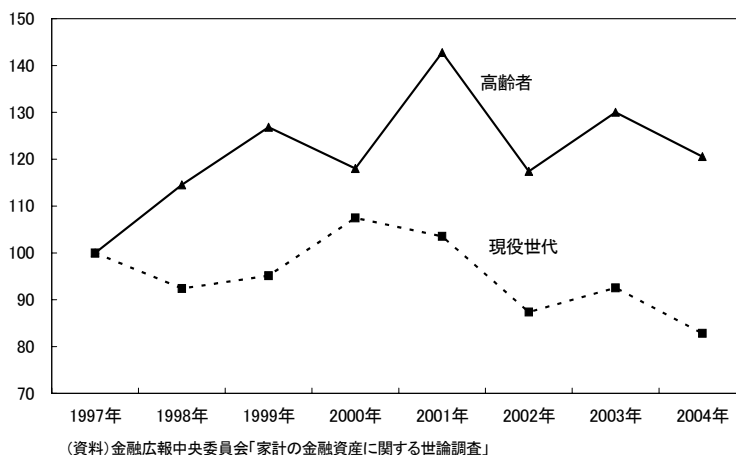
金融商品の選考基準の中での「安全性」をみると、現役世代(60歳未満)については安全性を重視する傾向にはあまり変化はみられないが、高齢者については安全性を重視する人の比率は低下が続いている。

一方、収益性については、高齢者では収益性を重視する傾向がやや強まっているが、現役世代では逆に低下が続いている。

金融商品の選考基準(安全性:1997年=100)



金融商品の選考基準(収益性:1997年=100)



また、元本保証が約束されていなければ運用しようと思わない人の割合をみると、40歳代および50歳代に比べ、60歳代や70歳代の人のほうが比率は低くなっている。特に、70歳代以上の人に関して、2000年以降は年々比率が低下しており、リスクのある資産への投資を回避する傾向は次第に薄れている。この点に関しては、70歳を過ぎて独立した世帯を形成している健康で裕福な高齢者が、標本調査の結果に選ばれている可能性について留意しなければならない。

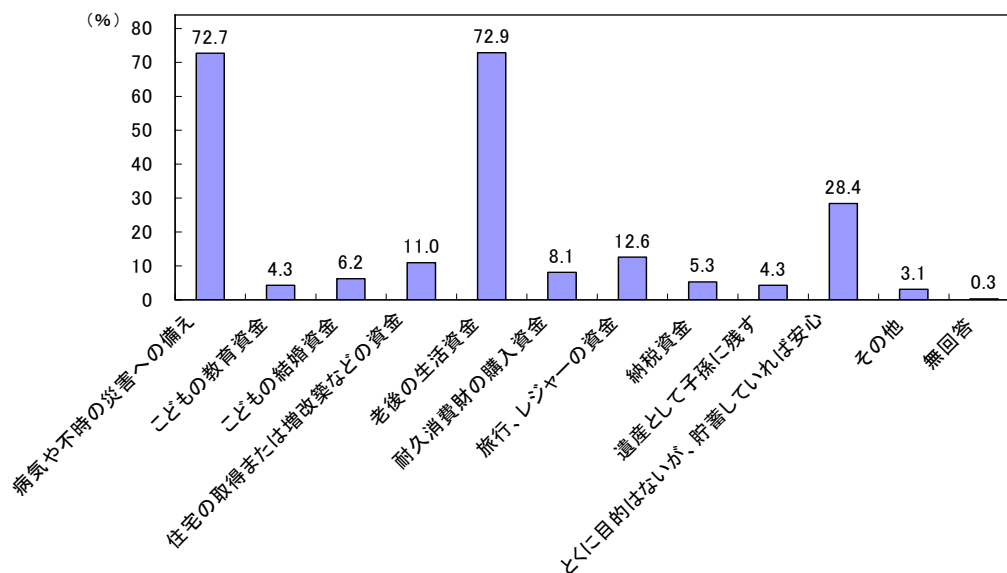
このような留保条件付きながら、最近の傾向を踏まえると、高齢者の資産運用は徐々にではあるが、リスク性資産への選好が高まっていくと考えられる。

ただし、真に留意しておきたいのは、高齢者のリスク資産志向の高まりはハイリスク・ハイリターンを求めるものではなく、それまでの一切のリスクを許容しないという姿勢から、一定の限定的なリスクを有する金融商品も運用の対象に加えようという程度のリスク志向と考えるべきことである。

この点は、貯蓄目的から明らかである。高齢者の72.9%が「老後の生活資金」、72.7%が「病気や不時の災害への備え」を貯蓄の目的とするなど、安定的に運用されることが不可欠な目的が貯蓄目的の中心を占めている。一方、リスクをある程度許容できると考えられ

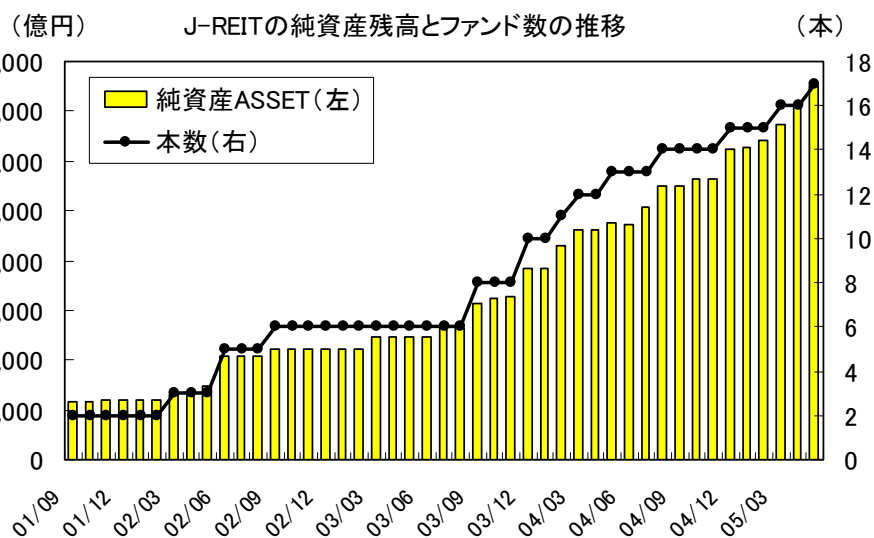
る「とくに目的はないが貯蓄していれば安心」という回答は 28.4%にとどまっていることをみると、高齢者のリスク志向は極めて限定的なものともみられるべきであると思われる。

高齢者世帯の貯蓄の目的(2004年)



(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」

最後に、現在の超低金利の中で、比較的高い利回りから人気を集めている J-REIT について、言及したい。



(資料)投資信託協会

不動産を直接売買すると、不動産取得税や登録免許税が課されるが、証券化されたものの売買であれば、不動産取得税や登録免許税は課せられないし、有価証券取引税も既に廃止されているので、取引に伴う税的費用の点だけでも有利なことは間違いない。

しかし、今後の J-REIT に関して、これまでのように優良な物件を組み込めないのではないかという慎重な見方もある。

証券化された不動産の用途別資産額の割合

	平成9年度	平成10年度	平成11年度	平成12年度	平成13年度	平成14年度	平成15年度	平成16年度	累計
その他	7.2	6.1	12.4	16.1	19.9	33.2	24.8	37.1	27.1
ホテル	-	-	6.8	3.8	0.5	2.5	2.1	1.7	2.2
倉庫	-	-	2.2	0.0	0.2	1.0	0.9	1.4	1.0
工場	-	-	5.5	0.8	0.5	0.0	0.4	0.3	0.7
商業施設	-	18.8	13.7	30.3	6.2	11.1	11.1	14.8	13.9
住宅	13.3	8.1	8.3	8.9	10.4	22.7	18.9	13.6	14.5
オフィス	79.4	67.0	51.2	39.9	62.4	29.3	41.7	31.1	40.6

(資料) 国土交通省「不動産の証券化実態調査」

例えば、住宅の組み入れ比率は現状では非常に低い。税制面で持家と賃貸住宅を比較すると、90年代以降の住宅ローン減税拡大によって、賃貸住宅に対する投資は相対的に不利になっている。税的費用も加味した際の必要収益率が高くなるうえ、借地借家法によって広い住宅の供給が制限されるメカニズムが働いている。そのため、自ずと優良な賃貸住宅物件は少なくなってしまう。

このことは、不動産証券化市場の可能性を否定するものではなく、むしろ、定期借家制度の更なる普及や、持家と賃貸住宅に対する課税の中立化などの環境整備が必要なことを示唆していると言える。

3. 団塊世代の退職と不動産市場

(1) 住宅市場における高齢者世帯のプレゼンスとリバース・モーゲージの可能性

日本の持家世帯に占める65歳以上の世帯は、最新調査時点の2003年において、3割を上回っている。

持家世帯における高齢者世帯の推移

年	持家世帯 (万)	65歳以上の持家世帯		
			65～74歳	75歳以上
1978	1,943	192 (9.9%)	-	-
1983	2,165	246 (11.4%)	-	-
1988	2,295	330 (14.4%)	231	99
1993	2,438	472 (19.4%)	329	143
1998	2,647	695 (26.3%)	477	219
2003	2,866	909 (31.7%)	580	329

(資料) 総務省「住宅・土地統計調査」に基づいて作成

こうしたなか、住宅を有効活用し、高齢者が豊かな生活を送るための手段として再び注目を集め出したのが、高齢者によるリバース・モーゲージ制度利用の可能性である。しかし、現物の中古住宅取引の活発な米国・英国でも、リバース・モーゲージ利用の高齢者持家世帯は1%に満たないという現実を正しく認識しなければならない。

米国の住宅ストック市場におけるリバース・モーゲージ利用の実態

	97年	2001年
総住宅数	99,487	106,261
総持家数	65,487	72,265
世帯主が65歳以上の持家数	16,493	17,513
リバース・モーゲージ適用	29	28

(注) 単位：1000戸

一方、住宅資産の有効活用という理念については、別の形で実現する方策が存在する。リバース・モーゲージは、機能的には、高齢者の保有住宅を対象にした先物売買と一時払い終身年金保険を限定されたマーケットで組み合わせるようなものである。「限定されたマーケット」での「将来の住宅価格下落リスクを伴う先物取引」という組み合わせにこだわらなければ、本来の目的を達成する方法がある。通常マーケットで持家を現物売買し、すなわち、小規模な持家へ住み替えし、売買差額を一時払いの終身年金保険料に充当すればよい。

米国においても、日本と同様に、65歳以降の持家率はあまり変化しない。しかし、小規模な持家へと住み替え、売買差額を生活資金に充当している。

日米高齢者世帯の負の貯蓄率の内訳

	日本 (2004年)	米国 (99-2003年)
貯蓄率(%)	-23.2	-4.1
金融資産変化率(%)	-22.1	-1.3
実物資産変化率(%)	-1.1	-2.9

(資料) 総務省「家計調査」米国労働省「Consumers Expenditure Survey」に基づいて作成

貯蓄率がマイナス、すなわち、資産の一部を取り崩して、可処分所得を上回る消費を行っている日本の無職高齢者世帯と米国の高齢者世帯に関して、日本では実物資産(持家)はほとんど取り崩されていないが、米国では金融資産よりも実物資産の方が取り崩されている。持家を切り売りすることはできないから、米国では小規模な持家へと住み替える高齢者世帯が頻りに現れることを示している。

こうした方法を実践できる米国や英国の高齢者は、リバース・モーゲージを利用しなくても困らないのである。それが可能なのも、流通性の高い中古住宅市場が存在するからである。現在の日本において必要なのは、まず、中古住宅の流通性を高めることであろう。中古取引に不可欠な履歴情報の蓄積と開示、取引に伴う課税の縮減・廃止、持家に比して重い賃貸住宅課税の中立化、定期借地や定期借家の制度要件緩和を進めれば、住宅ストック市場の活性化が進む可能性はあるはずである。

(2) 定期借地権制度・定期借家制度の可能性

定期借地権付きの敷地の上に建てられた持家や定期借家制度に基づく借家は、いわば、通常の持家と通常の借家の中間に位置する存在である。したがって、定期借地権制度・定期借家制度の利用が進めば、持家と借家の間に本来働くはずの競合・代替関係を復活させ、住宅市場全体の活性化・効率化が期待できる。その活用の現状と今後の可能性については、以下のとおりである。

① 定期借地権制度

1992年度に創設された定期借地権制度は、この契約の下では借地契約の更新義務がなく、契約期間満了後に土地の貸手(所有者)に対する土地の返還を保証した制度である。借地契約の更新を伴う旧来型の借地契約を忌避する土地所有者も、定期借地権制度の下では借地

として供給してもよいと考える可能性が高まるであろう。借手にとっては取得するよりも少ない費用で土地を利用できるうえ、契約期間が明確であることから、土地は利用することで価値が決まることを自ら実践するであろう。土地の貸手と借手の双方に制度利用の誘因があり、定期借地権制度の利用が普及することで、土地の有効利用の促進も期待できる。

不動産関係事業者ベースの調査を通じて、累計 4 万戸の定期借地権付住宅の供給実績を把握している定期借地権普及促進協議会によると、定期借地権付一戸建て住宅購入に必要な初期資金は所有権付一戸建て住宅の平均 56% で済む一方、敷地面積は平均 1.77 倍もあるという（2002 年実績値）。したがって、定期借地権制度によって土地の有効利用は促進されていると言える。

この定期借地権は、一般定期借地権、建物譲渡特約付借地権、事業用借地権の 3 類型に大別されるが、住宅に適用可能なのは契約期間 50 年の「一般定期借地権」と契約期間 30 年の「建物譲渡特約付借地権」であり、「定期」とは言っても、期間が長いのが特徴である。

制度施行から 10 年以上が経過し、総務省の「住宅・土地統計調査」においても、住宅に対する定期借地権の利用状況が調査データとして蓄積されつつある。そこで、毎年の持家取得世帯について、その敷地が自己所有の土地として取得されたものか、旧来型の普通借地権に基づくものか、定期借地権の利用によるものかを比較した結果が、次表である。

住宅における定期借地権制度の利用状況 (単位: 万世帯)

	持家の敷地を購入した世帯(自己所有の敷地と借地)			全借地に占める定期借地
		普通借地権	定期借地権	
全期間	2,853.1	136.2 (4.8%)	12.8 (0.4%)	8.6%
1998年以前	2,401.9	124.5 (5.2%)	7.5 (0.3%)	5.7%
1999年以降	363.0	10.2 (2.8%)	3.9 (1.1%)	27.8%
1999年	81.1	2.6 (3.3%)	0.9 (1.1%)	26.1%
2000年	83.8	2.4 (2.8%)	0.9 (1.1%)	28.3%
2001年	79.8	2.2 (2.8%)	0.9 (1.1%)	28.5%
2002年	71.9	1.9 (2.6%)	0.7 (0.9%)	26.6%
2003年	46.4	1.0 (2.2%)	0.5 (1.0%)	31.5%

(注) ①2003年は1～10月

②()内は当該期間の持家の敷地を購入した世帯に占める割合
(資料) 総務省「住宅・土地統計調査」

普通借地権契約との対比においては、1998 年までの期間と比べて、1999 年以降の期間における定期借地権の利用が進み、3 割程度の水準にまで達する一方、持家取得世帯全体の対比で見ると、5 年連続で 1 % 程度にとどまっているのが現状である。

しかし、制度利用の普及に関しては、足踏み状況にあることも否めない。理由として考えられるのは、制度創設以降、地価の下落が続き、しかも、従来は持家の家屋部分に対象が限定されていた住宅ローン減税（住宅ローン残高に応じて所得税の税額控除がなされる優遇税制）が 1999 年からは土地部分も適用対象となり、土地が取得しやすくなったことである。また、30 年間、ないしは 50 年間という契約期間の長さが、貸手の側の供給意欲を抑制していることが考えられる。事業用借地のようにもう少し短い契約期間であれば、住宅用の借地供給が増大する可能性は残っている。

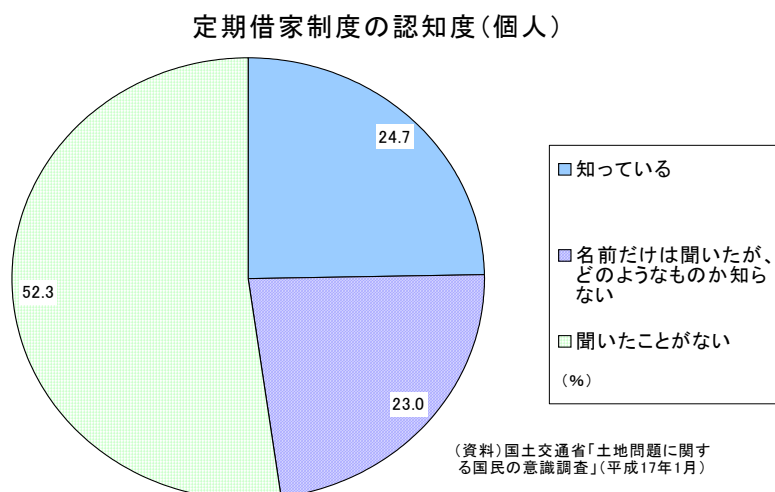
②定期借家制度

2000年3月に創設された定期借家制度は、契約期間満了時に借家契約の更新義務がなく、いわゆる「正当事由」に該当しなくても、貸主に対する建物の返還を保証する制度である。いわば、定期借地権制度の建物版であり、住宅やオフィスが賃貸借市場に供給される可能性が高まる効果が期待される。

定期借地と比べると短い契約期間も可能であることが大きな特徴であり、実際に、住宅の契約期間は2～3年に集中している。この事実から、自己所有の住宅を持家として利用していた世帯が、転勤などによって一時的にその住宅に居住できなくなった際に、空家にとどめておらずに、持家の所在地に戻ってくると予想されるまでの期間は他人に貸すという形態でこの制度を利用しているケースが多いと推測される。空家を回避するという意味で、確実に土地と家屋の有効利用を促進していると言える。

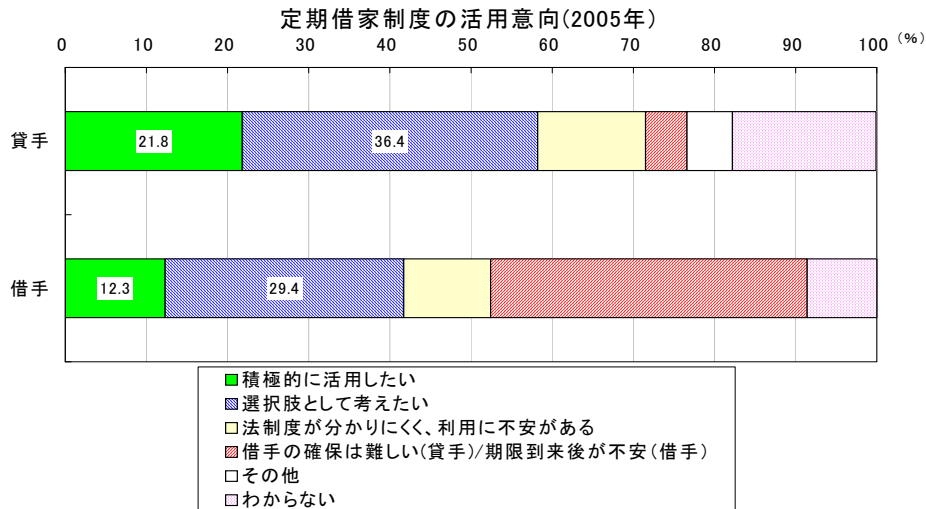
また、オフィスビル事業などにおいて定期借家制度を利用すれば、契約期間内の賃料収入の見通しに基づいた投資利回りを明確にする効果があるため、不動産証券化と組み合わせれば、多くの投資家から資金を募集することが可能となる。このような方式が普及すれば、適切な場所で効率的に事業を展開し、高い収益を生み出す優良事業によって、非効率な事業展開や非効率な土地利用をしている事業が淘汰され、土地利用の効率化を促進する効果が期待される。

ところが、国土交通省の「土地問題に関する国民の意識調査」によると、定期借家制度に対する国民の認知度は必ずしも十分でないことがわかる。2005年1月の調査時点で、「知っている」と答えた個人は1/4にとどまっている。



同調査では、定期借家制度について「知っている」と回答した個人に、潜在的な貸手と潜在的な借手の双方の立場から、定期借家契約制度の活用意向について質問している。

「積極的に制度を活用したい」という回答と「選択肢として考えたい」という回答を合わせた割合は、貸手サイドが6割弱、借手サイドが4割強である。



さらに重要なのは、定期借家制度が持つ現実の効果である。この点に関しては、2万件もの借家の物件データを利用した大竹・山鹿（2001）による実証研究が、すでに行われている。定期借家データだけでも2000件あり、この数は前述の「土地問題に関する国民の意識調査」の標本数とほぼ同じである。一般借家と定期借家が同一条件で比較できるように、賃料に影響を与える物件毎の特性、すなわち、東京駅からの時間距離、最寄駅からの所要時間、床面積、築年数などの属性をコントロールしたうえで、定期借家であることの効果を計量経済学的に計測している。その結果、例えば、床面積が70㎡の場合には、定期借家の方が一般借家賃よりも12.1%（2.3万円）低く、100㎡の場合には24.9%（7.6万円）低いことが立証されている。同水準の家賃ならば、相対的に床面積が広いのが定期借家だと言い換えられるであろう。

定期借家制度の下では、借手は契約期間が満了したら退出して、新しい物件を探すことの不確実性を受け入れなければならないが、そのかわり、広くて安い借家に一定期間居住することが出来る。どちらに重きを置くかで、借手は一般借家と定期借家の選択を行うことになるであろう。借手にとっても、貸手にとっても、有効な選択肢が増えたことは間違いない。まず、求められることは、定期借家制度についての国民の認知度を高めることであろう。定期借家制度の有効性は、人口減少や高齢化の進行にかかわらず言えることであるが、経済の供給力に下押し圧力がかかる状況では、住宅ストックや土地の有効活用という観点からより重要な方策であると言える。