

高齢化と 家計資金余剰

財務総合政策研究所

「日本経済と資金循環の構造変化に関する研究会」

報告

2024年 4月

専修大学 経済学部 古賀麻衣子

“Do not save what is left after
spending, but spend what is
left after saving.”
Warren Buffett

問題意識

家計の資金余剰は続くのかという問いに関して、論点整理をしたい。

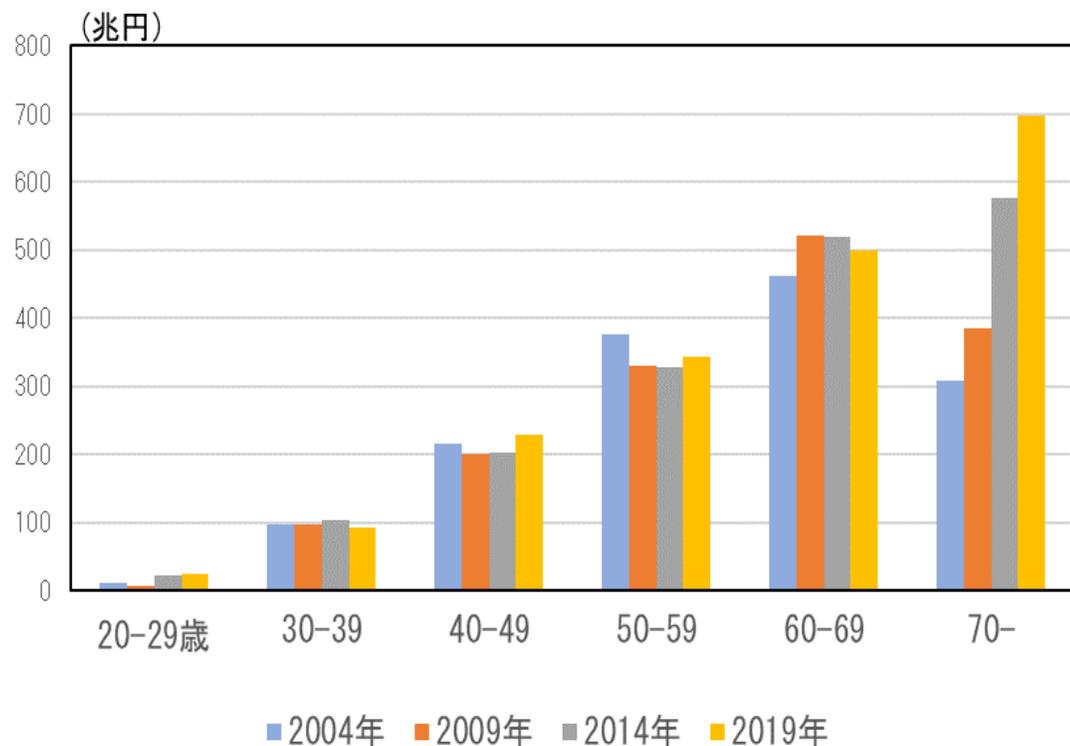
——高齢化の貯蓄率への影響については、消費性向の高い高齢者が増加することを通じて貯蓄率が低下する効果（人口構成効果）のみならず、高齢者の貯蓄率の低下自体が大きく影響との指摘（宇南山・大野(2017)）。

家計の資金余剰（ストック）は、過去の貯蓄（フロー）の積み重ねとして蓄積。高齢化の進展にともなって、この蓄積が加速するのか、減速するのかに関心。

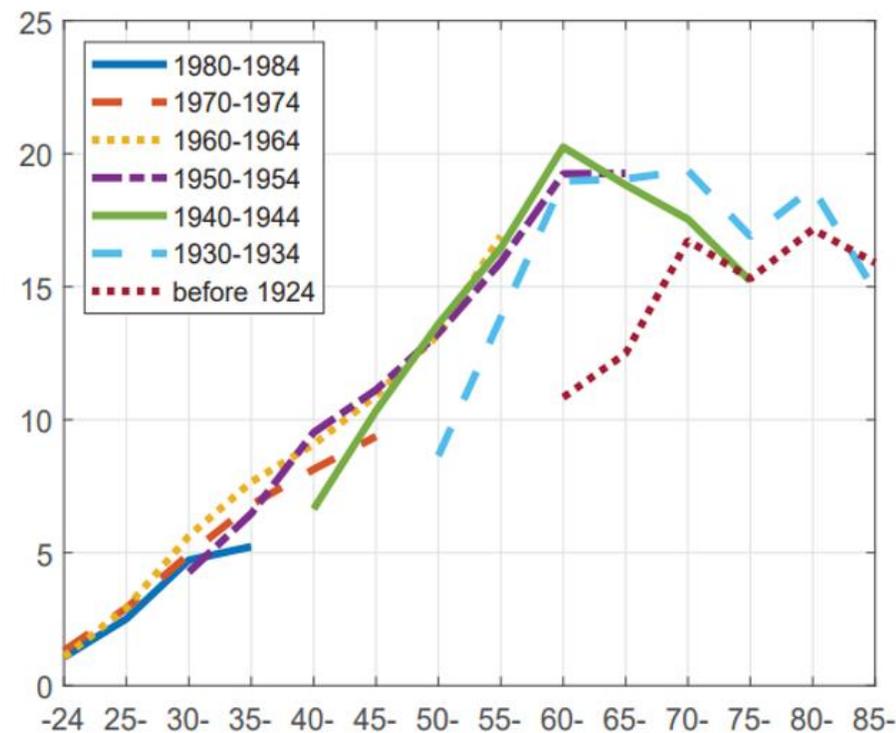
家計資金余剰の偏在

家計の資産保有は、高齢者に大きく偏っている

年齢別・家計資産の分布(各層の保有額)



コーホート別・年齢別・
家計資産の分布(1世帯あたり)



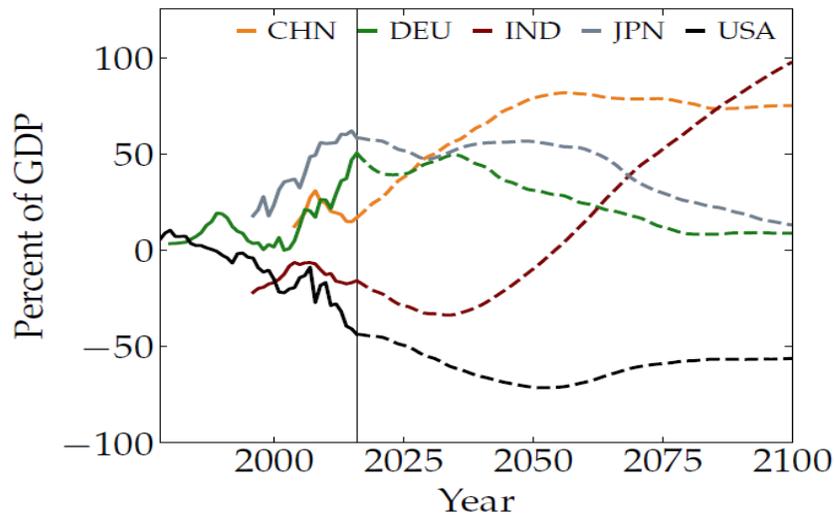
注: 資金循環統計(日本銀行)の家計金融資産残高を全国消費構造調査・
全国消費実態調査(総務省)の世帯主の年齢別・家計資産残高の計数を
用いて按分して推計

出所: Kitao and Yamada (2021)

高齢化と資金余剰

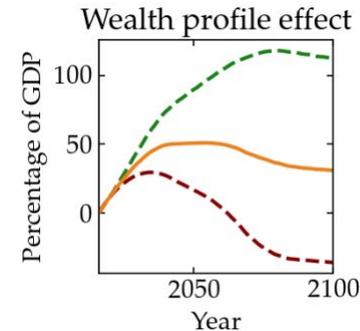
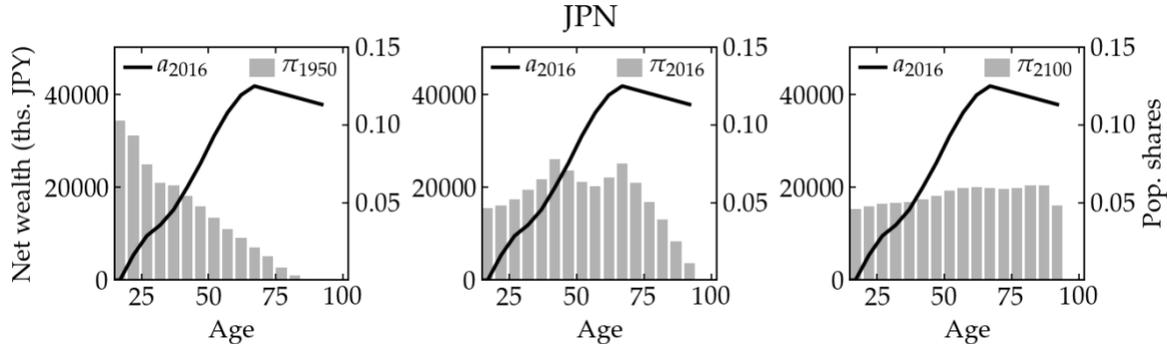
Auclert(2021)の試算

対外資産ポジションの予測(2100年まで)



- 25か国において、高齢化が資産/所得比率に与える効果を計算
- この効果は、資金需要の上方シフト要因
- グローバルに、資金需要と資金供給がバランスするように、金利が動く
- 各国の**資産や所得の年齢プロファイルは一定**と仮定

資産の年齢プロファイル×年齢分布



高齢化と資金余剰

Auclert(2021)の試算において、
各国における**高齢化が資金余剰を増加させる程度の違い**は、
家計の資産・所得の年齢プロファイルの形状の違いが重要

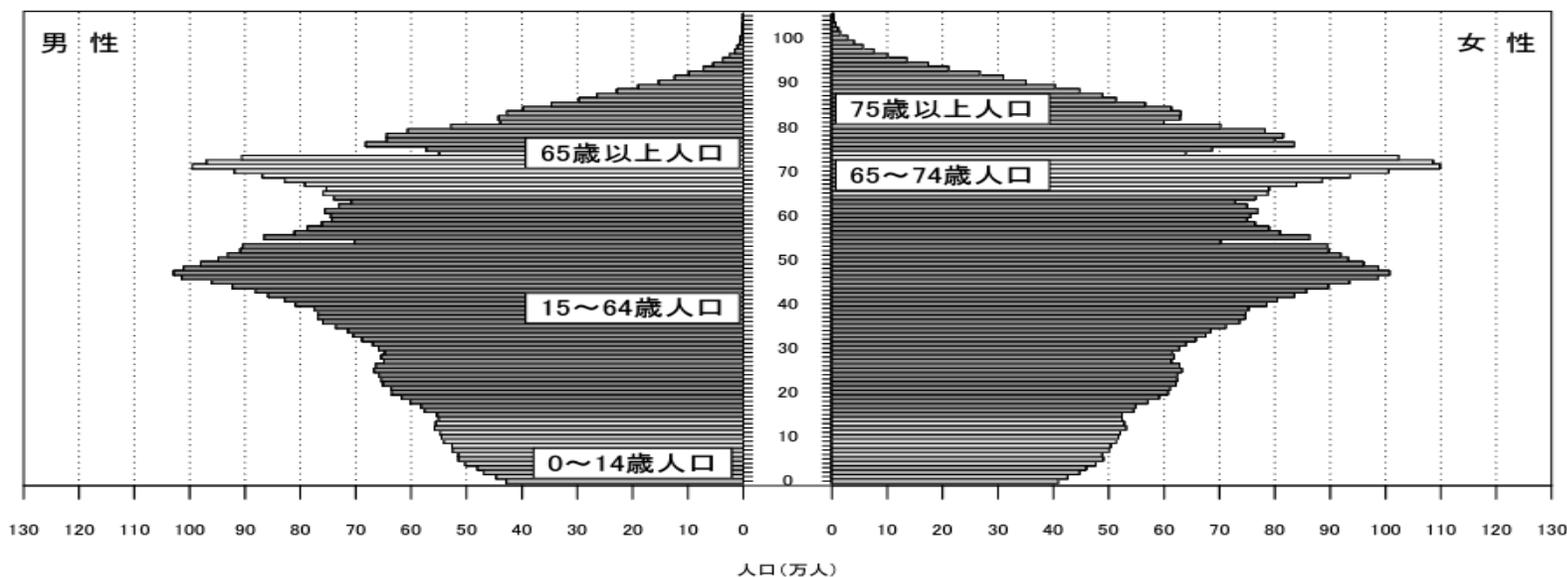
- Eggertson et al.(2019)とGagnon et al.(2021)の均衡利子率に関する予想値の違いは、前提とする「資産の年齢プロファイル」や「年齢分布」の形状の違いでその半分が説明可能 (Auclert(2021))

高齢化

わが国の高齢化において以下の2つのスパイクの影響が大きいいため、50代以降のプロファイルがどうなるかに注目

	2025年	2030年	2040年	2050年
第1次ベビーブーム (1947~1949年生)	70歳代後半	80歳代前半	90歳代前半	100歳代前半
第2次ベビーブーム (1971~1974年生)	50歳代前半	50歳代後半	60歳代後半	70歳代後半

人口ピラミッド



注: 2020年実績
 出所: 日本の将来推計人口(令和5年推計)(国立社会保障・人口問題研究所)

この後の話の構成

所得・貯蓄に関する論点

労働市場の近年の構造変化（①賃金カーブのフラット化、②年金減少、③高齢者の就業率上昇、④女性の労働参加率上昇）が家計資金余剰に与える影響

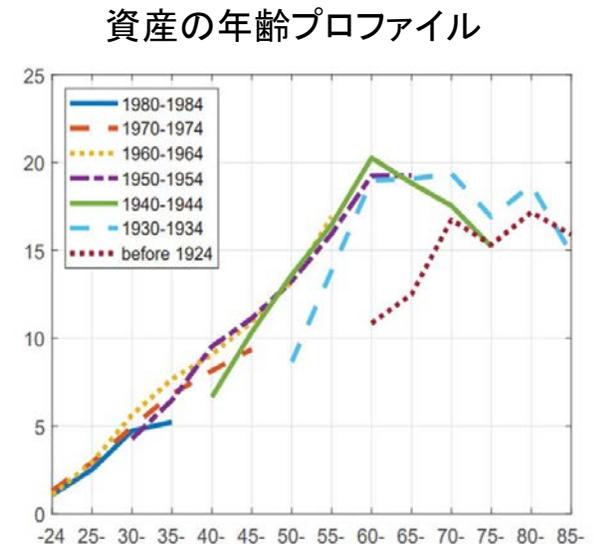
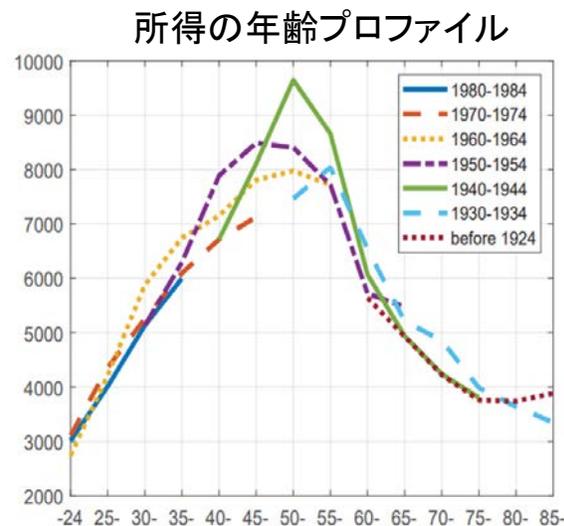
資産形成に関する論点

遺産（世代間移転）

金融資産と非金融資産の代替性

住宅所有との関係

家計の資産選択



注: コーホート別 出所: Kitao and Yamada (2019)

賃金カーブのフラット化と資産形成

所得の年齢プロファイルの変化によって、消費・貯蓄、資産蓄積に影響はあるか？
= 所得の年齢プロファイルと消費の年齢プロファイルは独立に決まっているのか？

消費の年齢プロファイル (Attanasio et al. (1999) 等) : 世帯人員 財やサービスの特性 (教育費)

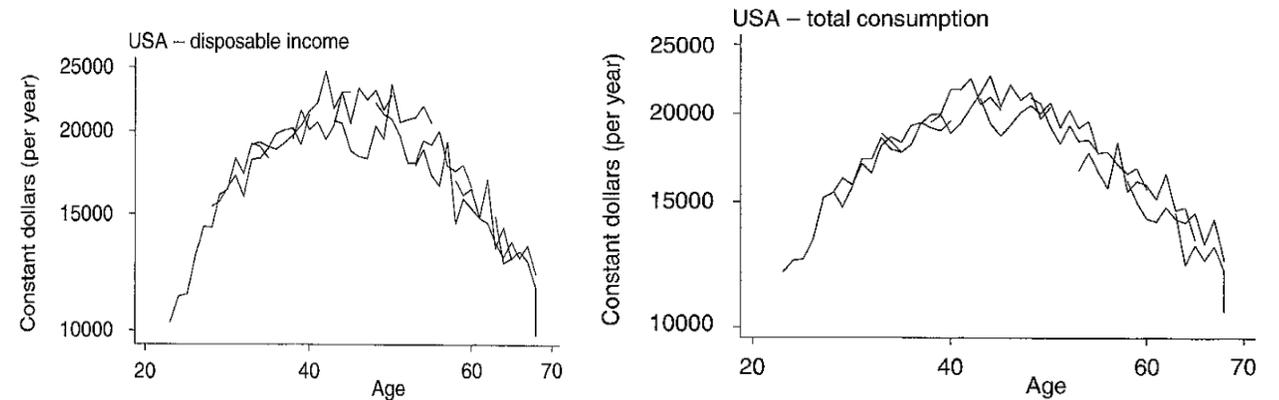
➡ 消費の年齢プロファイルの山型が、消費独自の決定要因によって決まる面が大きいとしたら、賃金カーブのフラット化はそのまま貯蓄減少を意味する

時間あたり賃金の年齢プロファイル(左:男性、右:女性)



出所 : Lise, et al. (2014)

所得と消費の年齢プロファイル(米国)



出所 : Attanasio et al. (1999)

賃金カーブのフラット化と資産形成

しかし、予期された所得変動への消費の反応（過剰反応）を示す事実は枚挙に暇がない（Jappelli and Pagano(1989), Havranek and Sokolova(2020)）

退職金によって、退職時の消費減少は防がれている（Stephens and Unayama (2012)）

恒常所得ショックの消費への影響：約0.5（0.488）（Kubota(2021)）

- ➡ 所得カーブのフラット化にともなって、消費カーブも変化する可能性（教育支出の減少や退職後の消費減少等）
その場合、貯蓄の減少幅は抑制される

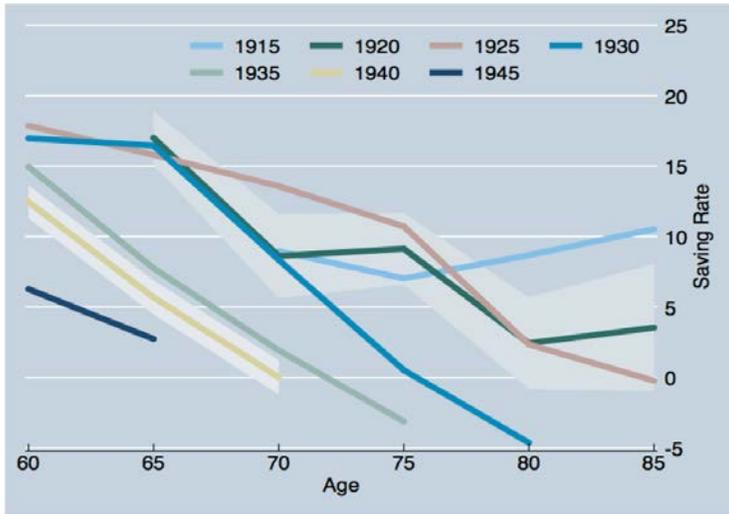
公的年金をはじめとする高齢期の所得減少

高齢期の所得減少が、そのまま高齢者の貯蓄率低下につながったという指摘

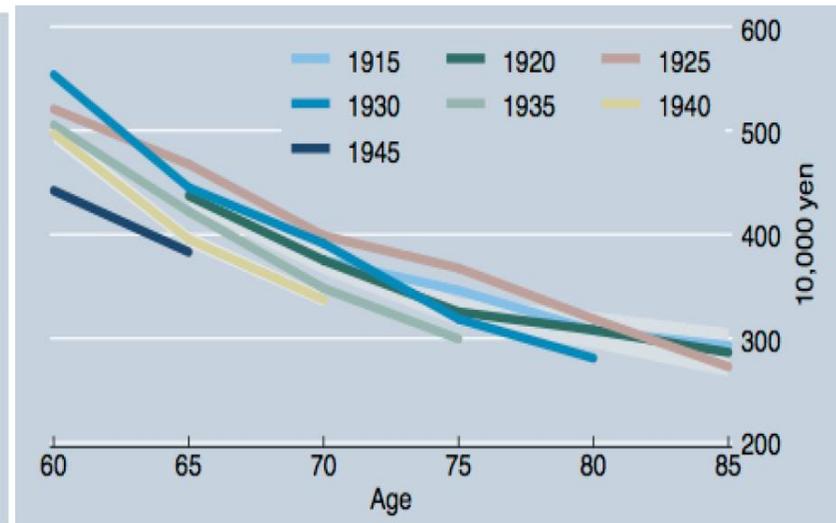
公的年金の減少や金利低下による財産所得の減少が近年の貯蓄率低下の主因（宇南山・大野（2018））

➡ 高齢期の消費が安定したままならば、所得減少はそのまま貯蓄減少につながる可能性

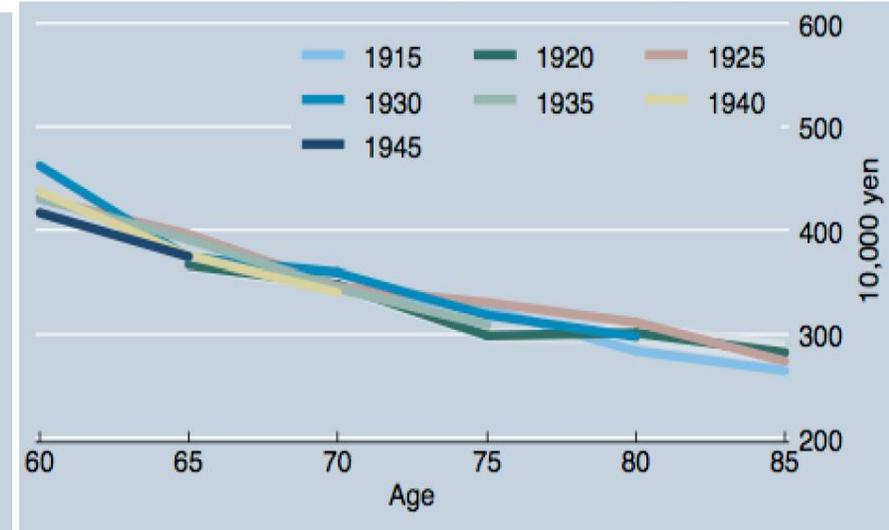
コーホート別・年齢別の貯蓄率



コーホート別・年齢別の可処分所得



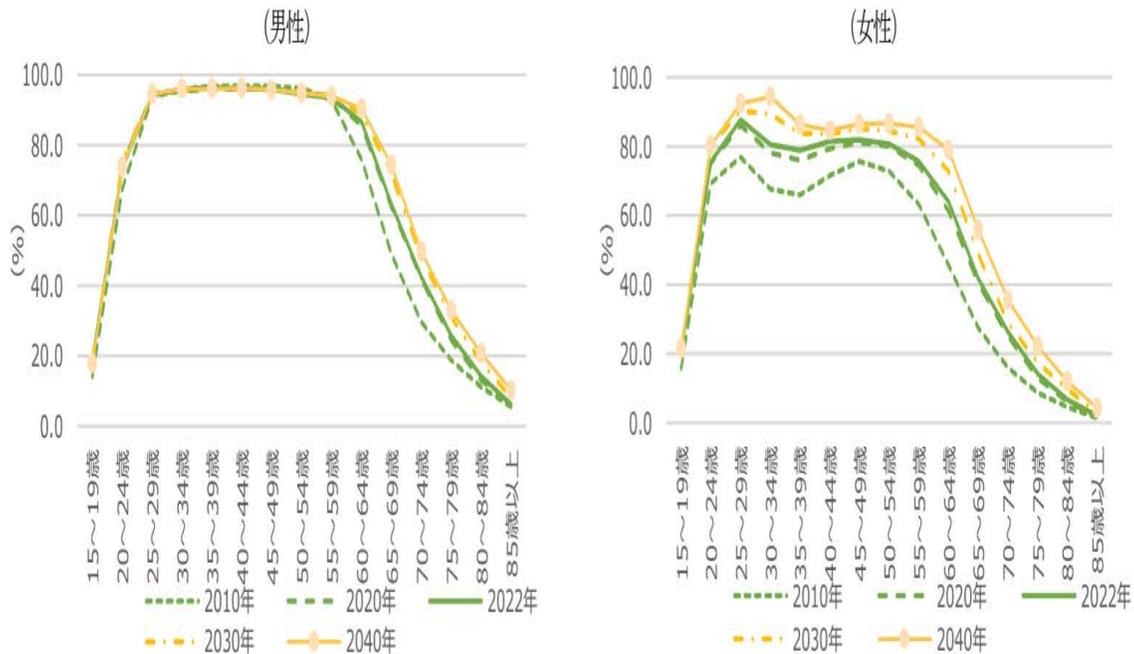
コーホート別・年齢別の消費



労働参加と資産形成

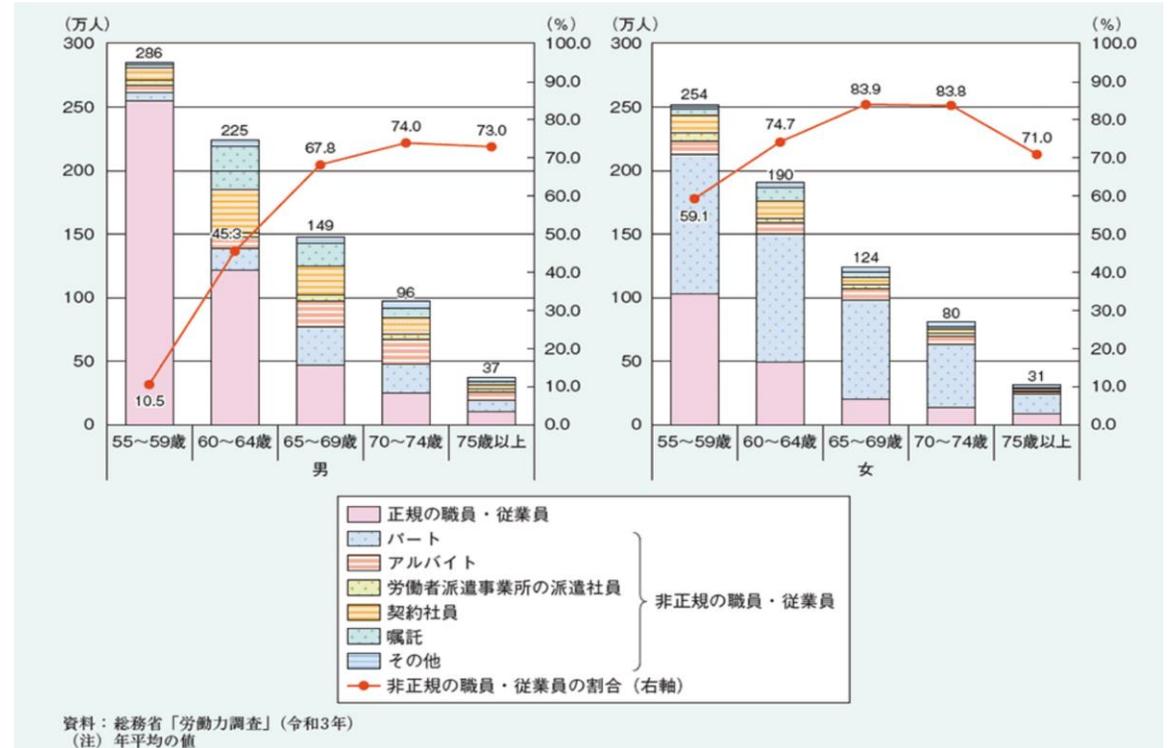
今後も労働参加率の高まりが予想されるのは高齢者と女性であるが、現状は非正規比率の高い層このため、労働参加率の上昇にみられるほど、所得形成が力強いものとはならない

年齢階級別・労働力率の見通し



出所:「労働力需給の推計(2023年)」(労働政策研究・研修機構)

雇用形態別雇用者数・非正規雇用比率

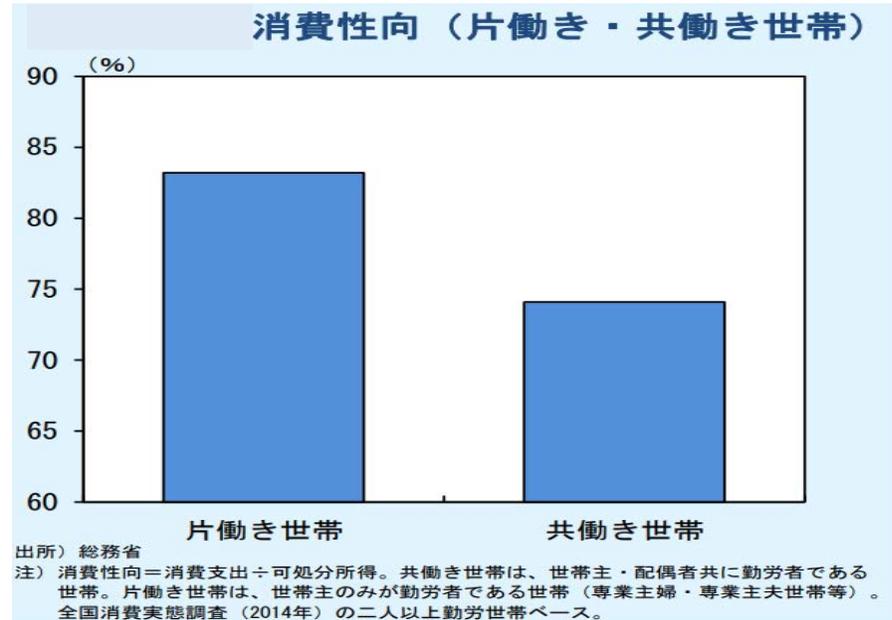
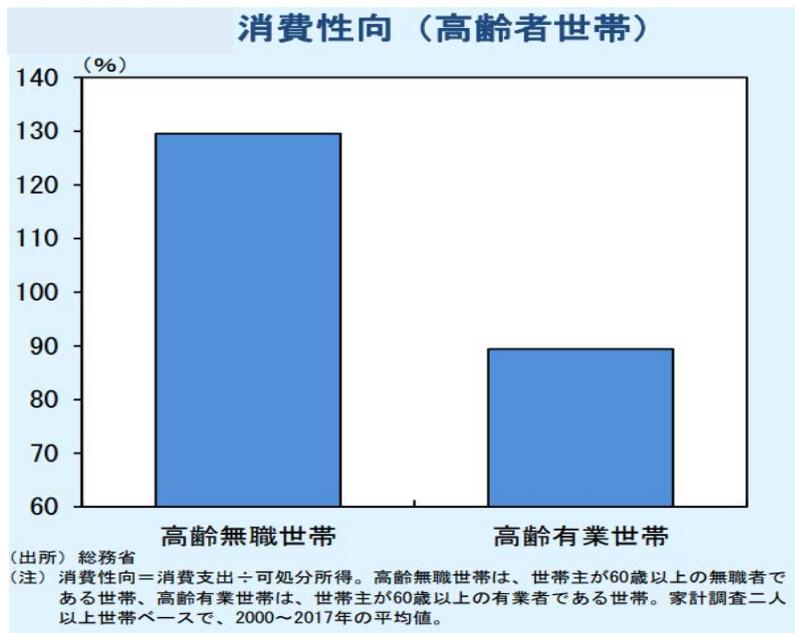


出所:「高齢社会白書(令和4年)」(内閣府)

労働参加と資産形成

高齢者や女性が有業の世帯は、消費性向が低い傾向

➡ 消費性向の低下が所得水準上昇の影響を映じているにせよ、就業による所得増加が（そのまま消費に流れるのではなく）貯蓄増加につながることを示唆



所得・貯蓄に関する論点

労働市場の
構造変化

① 賃金カーブの
フラット化

② 年金減少

③ 高齢者の
就業率
上昇

④ 女性の
労働参加率
上昇

所得減少

労働供給増加

若年期

中年期

高齢期



所得への影響

資産蓄積への影響

抑制？

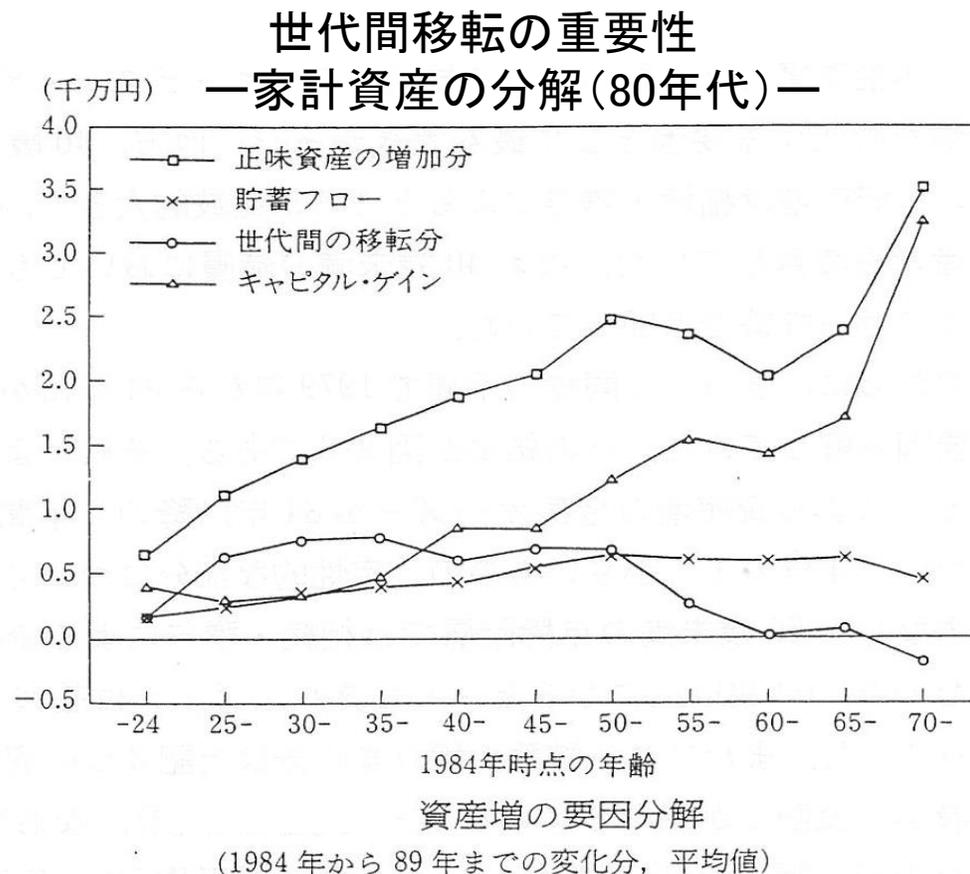
ポイント：消費の年齢プロファイル

増加？

ポイント：賃金水準、消費性向

世代間資産移転の影響

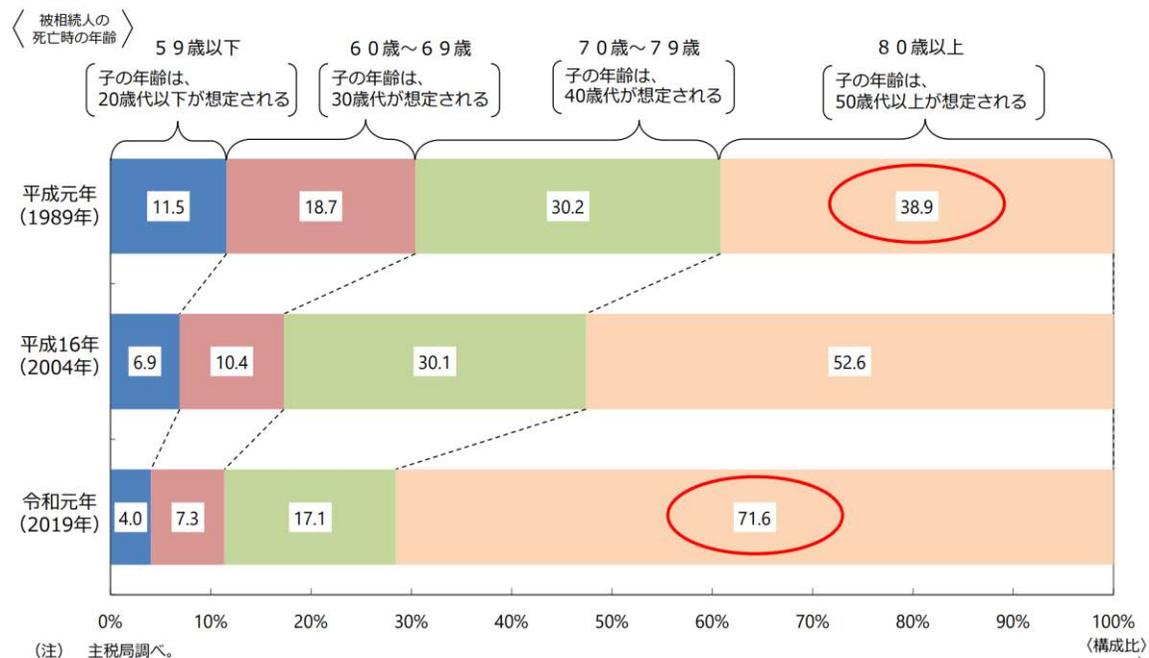
貯蓄フローの蓄積とは別に、遺産（世代間移転）は家計資金余剰の源泉



世代間資産移転の影響

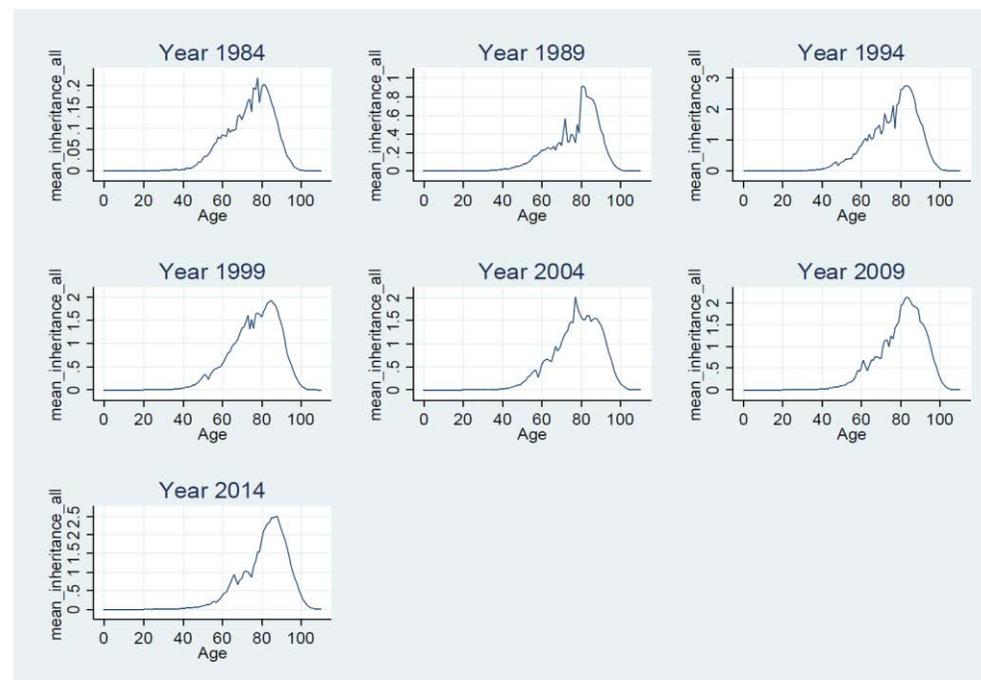
近年では、相続の高齢化にともなって、遺産が高齢世帯の家計資産に上乗せされる傾向

相続の高齢化 —相続税申告ベース—



出所:「相続税・贈与税に関する専門家会合第2回資料(2022年10月21日)」
(財務省)

相続の高齢化: —マクロベース—



出所: 北村 (2018)

世代間資産移転の影響

「**資産移転の時期の選択に中立的な税制**」（令和5年税制改正大綱）
相続税と贈与税の一体化を通じた、若年層への資産移転促進

企図としては、消費拡大を通じた経済活性化、格差の固定化の防止

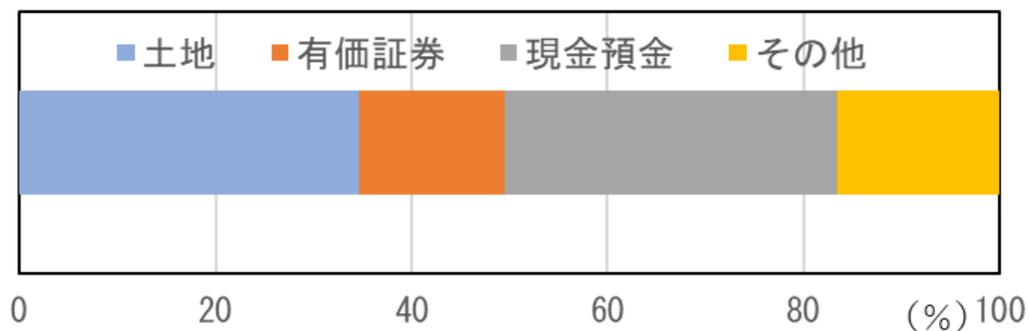
- ➡ 資産カーブをフラット化 = 高齢化による家計資産余剰の積み上がりを抑制
ひいては、家計資金余剰が財政をファイナンスする余地が縮小する筋合い
- ――ただし、相続税や贈与税の改正に対する家計の反応は小さい（弾性値低い）
との指摘も（新見（2023））

金融資産と実物資産の代替性

遺産の内訳は、土地の割合が大きいほか、
そもそも家計資産における実物資産（住宅・宅地）は金融資産を上回る

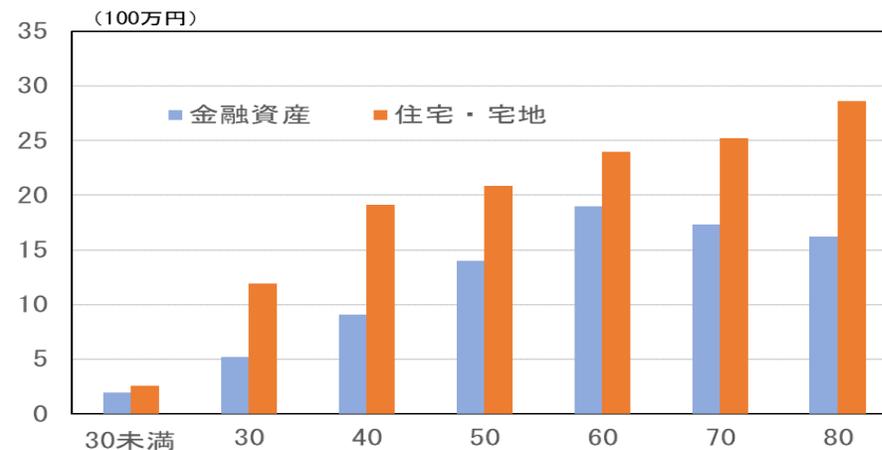
➡ 非金融資産は、潜在的な家計資金余剰ではある
非金融資産と金融資産の代替性が高まると、家計の資金余剰は増加

遺産の内訳(2020年)



出所：国税庁統計年報（国税庁、2020年）

家計資産(1世帯あたり)内訳(2019年)



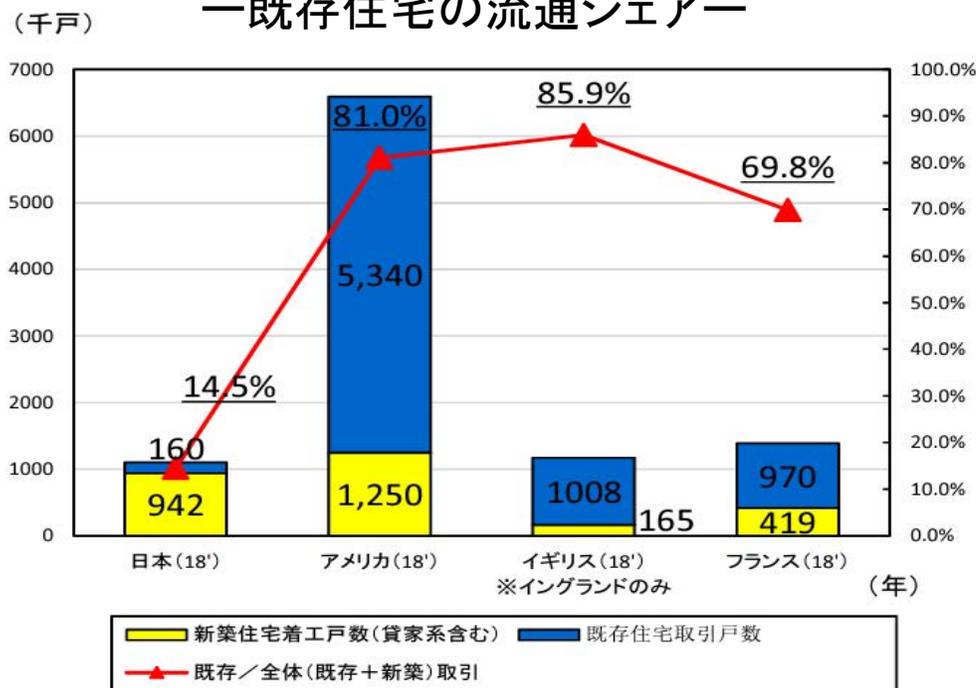
出所：全国家計構造調査（総務省、2019年）

金融資産と実物資産の代替性

日本では、中古不動産市場の流動性の低さや、住宅資産からキャッシュアウトする手段（Reverse MortgageやHome Equity Loan）がかなり限定的

住宅・土地市場、ローン市場の変化も、家計の資金余剰に影響を与える

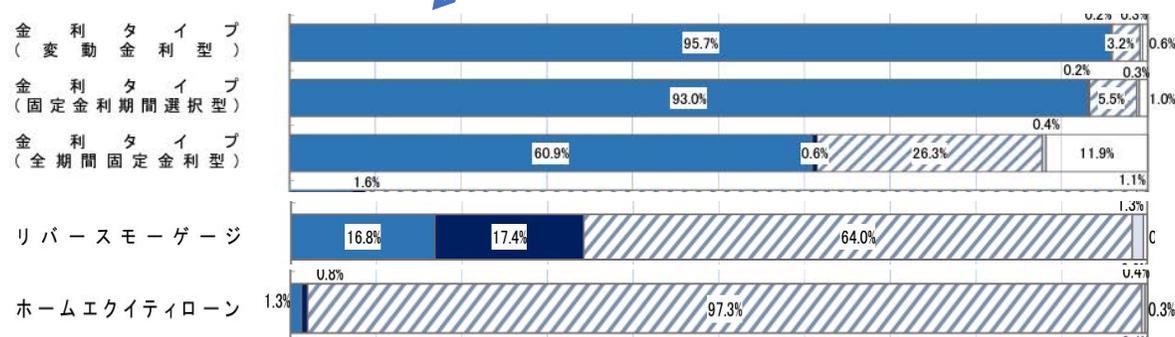
中古住宅市場の流動性
—既存住宅の流通シェア—



出所：「既存住宅市場の活性化について」（国土交通省、2020年）

住宅関連貸出の種類別の普及度合い

「現在、商品として取り扱っている」と回答した
金融機関の割合



リバースモーゲージとは、所有する住宅を担保に融資を受け、利用者（高齢者等）の死亡等で契約が終了したときに、担保不動産の処分等によって元金又は元利一括返済する融資。ホームエクイティローンとは、住宅の評価額から既存のローン債務を引いた残りの正味資産の部分を担保に行う融資。

出所：「民間住宅ローンの実態に関する調査」（国土交通省、2022年）

住宅所有と消費性向

所得・金融資産が多いほど、消費性向が低い
住宅ローン保有によって消費性向は高まる
との結果 (Koga and Matsumura(2020))

➡ 持ち家比率の低下は、
中年世代以降の消費性向低下につながる可能性

家をもたない選択をすることによって
資金バッファを維持している行動は
資金余剰増加につながる

住宅・住宅ローン保有と消費性向に関する推計結果

	(1)	(6)	(7)	(8)
Homeowner	5.512*** (0.580)	0.995 (1.017)	0.724 (1.018)	0.749 (1.090)
With residential loan		4.904*** (1.047)	4.973*** (1.050)	5.081*** (1.115)
Residential loan (amount)				
Residential loan II		1.789 (1.133)	1.859 (1.131)	1.779 (1.162)
Residential loan III		2.626** (1.131)	2.651** (1.128)	2.748** (1.158)
Residential loan IV		3.203*** (1.125)	3.338*** (1.122)	3.464*** (1.153)
Plan to purchase home in 5 years		-3.716*** (1.146)	-3.644*** (1.143)	-3.481*** (1.161)
No plan to purchase home		3.658*** (1.017)	3.474*** (1.015)	3.618*** (1.050)
Cash-on-hand	-0.00352*** (0.000372)	-0.00339*** (0.000372)	-0.00291*** (0.000381)	-0.00310*** (0.000421)
Age 35-49	7.581*** (0.811)	6.443*** (0.820)	6.306*** (0.818)	6.268*** (0.822)
Age 50-64	11.14*** (0.874)	11.37*** (0.918)	10.57*** (0.928)	10.75*** (0.939)
Age 65 and over	10.13*** (1.240)	11.70*** (1.303)	10.11*** (1.606)	
Number in family	1.937*** (0.233)	1.867*** (0.235)	1.751*** (0.236)	1.851*** (0.255)
Constant	58.27*** (1.356)	57.85*** (1.508)	57.48*** (3.027)	59.53*** (3.791)
Observations	7,754	7,669	7,669	7,141
Income status dummies	NO	NO	YES	YES
Regional dummies	NO	NO	NO	YES
Year dummies	YES	YES	YES	YES

注: サーベイ調査におけるボーナスや一時所得に対する消費の割合に関する回答が被説明変数となっている

出所: Koga and Matsumura (2020)

家計の資産選択

高齢世代ほど、有価証券などリスク資産を多く保有

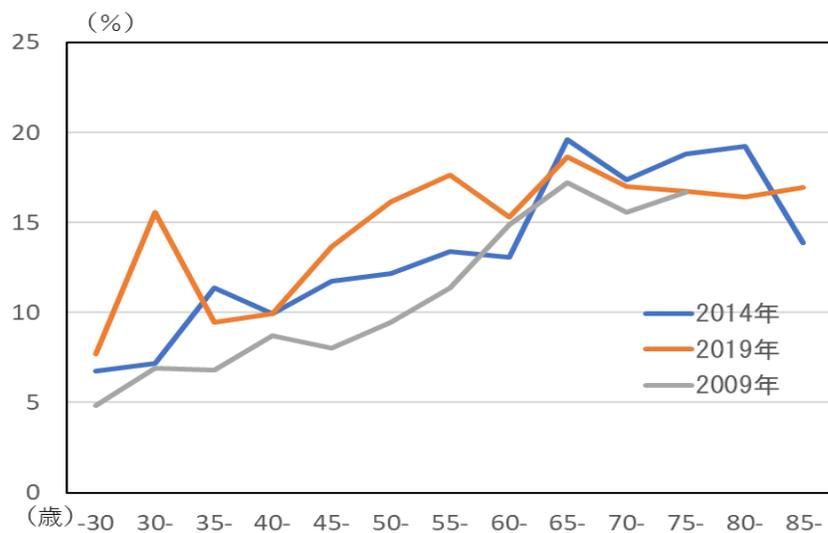
しかし、高齢層の株式保有比率が高い理由は、年齢の影響よりも、

高齢層の金融資産残高の多さ、高齢世帯のリスク許容度の高さが影響との指摘

(塩路ほか (2013)、山口(2016))

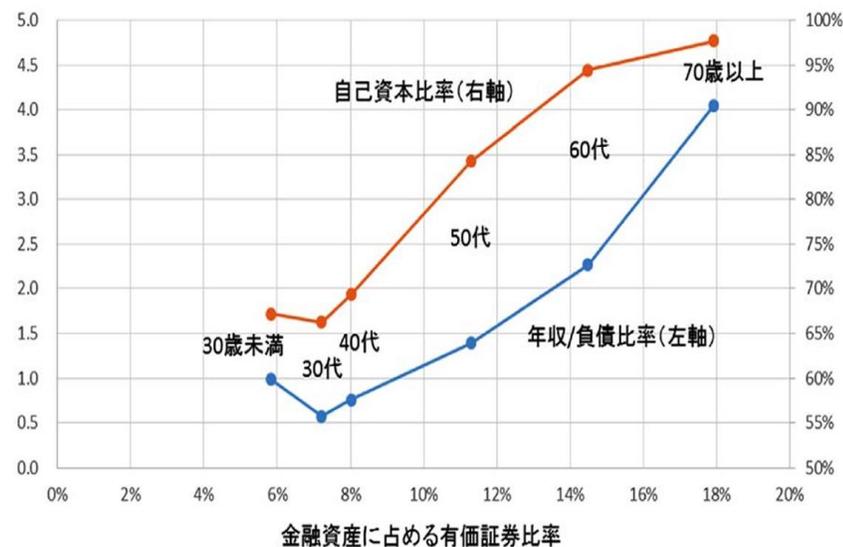
➡ 高齢化によって、リスク資産や海外向け資金の流れが強まるとは必ずしもいえない

年齢別・有価証券/金融資産残高 比率



注：全国家計構造調査・全国消費実態調査（総務省）

年齢層別 家計の財務状態と有価証券比率



出所：山口(2016)

まとめ：家計資金余剰の理解に向けて

さらなる

- 家計の資金余剰が高齢者に偏在していることを踏まえると、高齢化の進展にともなって、家計資金余剰は当面高水準を維持すると思われる。その程度は、家計資産等の年齢プロファイルの形状をどう想定するかに依存する。
- 経済構造の変化や経済政策の影響が、年齢プロファイルのどこにどのようなインパクトを与えるのかを整理することが、家計資金余剰の見通しにとって有益。
- 労働市場の構造変化が家計資金余剰に与える影響を判断するには、賃金カーブがフラット化するもとでの消費の反応についてや、労働供給が高まっている高齢者や女性の賃金水準について、詳しい検討が必要。
- 世代間移転に関する税制や、金融資産と実物資産の代替性、持ち家比率にかかる変化も、家計資金余剰の水準に影響を与える。
- 家計資金余剰を政府部門・企業部門との一体化した理解をするためには、労働市場の構造変化が企業部門の貯蓄に与える影響や、高齢化のもとで財政乗数が低下していることとの関係についても、検討する必要がある。

参照資料

宇南山卓・大野太郎(2017)「貯蓄率の低下は高齢化が原因か？」『経済研究』第68巻第3号 222-236.

宇南山卓・大野太郎（2018）「日本の世帯属性別貯蓄率の動向について：アップデートと考察」RIETI Discussion Paper 18-J-024.

宇南山卓「現代日本の消費分析」（2023）慶應義塾大学出版会

北村行伸.(2018).「世代間資産移転と相続税」. Institute of Economic Research, Hitotsubashi University.

国税庁「国税庁統計年報」（2020年）

国土交通省「既存住宅市場の活性化について」（2020年）

国土交通省「民間住宅ローンの実態に関する調査」（2022年）

国立社会保障・人口問題研究所「日本の将来推計人口（令和5年推計）」（2023年）

財務省「相続税・贈与税に関する専門家会合第2回資料（2022年10月21日）」（2022年）

財務省「令和5年度税制改正の大綱」（2020年）

塩路悦朗, 平形尚久, 藤木裕.(2013).「家計の危険資産保有の決定要因について: 逐次クロスセクション・データを用いた分析」. 金融研究, 32(2), 63-103.

総務省「全国家計構造調査」

総務省「全国消費実態調査」

高山憲之・有田富美子(1994)「家計資産の分配とその変遷」,石川経夫『日本の所得と資産の分配』東京大学出版会

内閣府「高齢社会白書」（2022年）

新見陽子.(2023).「世代間資産移転税制と家計行動」. フィナンシャル・レビュー, 151, 132-153.

日本銀行「資金循環統計」

日本銀行「物価と経済情勢の展望（2019年7月）」（2019年）

山口勝業.(2017).「我が国家計の金融資産におけるリスク許容度」、行動経済学, 9, 68-75.

労働政策研究・研修機構「労働力需給の推計」（2023年）

参照資料

- Auclert, A., Malmberg, H., Martenet, F., and Rognlie, M. (2021). Demographics, wealth, and global imbalances in the twenty-first century (No. w29161). National Bureau of Economic Research.
- Attanasio, O. P. (1999). Consumption. *Handbook of macroeconomics*, 1, 741-812.
- Eggertsson, Gauti B., Neil R. Mehrotra, and Jacob A. Robbins, (2019) “A Model of Secular Stagnation: Theory and Quantitative Evaluation,” *American Economic Journal: Macroeconomics*, January 2019, 11 (1), 1–48.
- Gagnon, Etienne, Benjamin K. Johannsen, and David López-Salido, (2021) “Understanding the New Normal: The Role of Demographics,” *IMF Economic Review*, March 2021.
- Havranek, T., and Sokolova, A. (2020). Do consumers really follow a rule of thumb? Three thousand estimates from 144 studies say “probably not”. *Review of Economic Dynamics*, 35, 97-122.
- Jappelli, T., and Pagano, M. (1989). Consumption and capital market imperfections: An international comparison. *The American Economic Review*, 1088-1105.
- Kitao, S., and Yamada, T. (2019). Dimensions of inequality in Japan: Distributions of earnings, income and wealth between 1984 and 2014, Australian National University CAMA Working Paper 36/2019.
- Koga, M., and Matsumura, K. (2020). Marginal propensity to consume and the housing choice, Bank of Japan Working Paper Series No. 20-E-3, Bank of Japan.
- Kubota, K. (2021). Partial insurance in Japan. *The Japanese Economic Review*, 72(2), 299-328.
- Lise, J., Sudo, N., Suzuki, M., Yamada, K., and Yamada, T. (2014). Wage, income and consumption inequality in Japan, 1981–2008: From boom to lost decades. *Review of Economic Dynamics*, 17(4), 582-612.
- Stephens Jr, M., and Unayama, T. (2011). The consumption response to seasonal income: Evidence from Japanese public pension benefits. *American Economic Journal: Applied Economics*, 3(4), 86-118.