

第5章 高齢化と家計資金余剰

古賀 麻衣子¹

【要旨】

家計の金融資産は高齢者に偏在しており、高齢化の進展にともなって、ストックベースでみた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、経済構造の変化が、家計資産の年齢プロファイルにどのような影響を与えるのか次第である。

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や、就業率が高まっている高齢者や女性の賃金水準について検討が必要である。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うる。

また、経済の活性化のためには、家計資金余剰が将来経済の成長力のために活かされる経済にしていくことが重要である。

1. はじめに

本稿では、高齢化をはじめとする日本経済の構造変化が家計資金余剰²に与える影響について取り上げる。マクロ経済全体でみた資金の流れは、川本・鶴岡（第1章、図表1）にも示されているように、家計と企業の資金余剰が、中央銀行を含む金融機関を通じて、政府や海外の資金不足に流れ込むという構図となっている。とりわけ家計の資金余剰額は大きく、高齢化をはじめとする経済構造の変化がこれにどのような影響を与えるのかは、経済活動の全体像を理解する上でも重要な論点となる。本稿の位置づけは、この論点に対しての詳細な検証結果を示すものではないが、今後注目していくことが重要と思われる点が何かについて考察するものである。

まず、家計の資金状況を把握する上で、家計貯蓄率をみると、家計貯蓄率は低下傾向にあり、コロナ禍においては、いわゆる強制貯蓄といわれる一時的な貯蓄の積み増しが貯蓄率を上昇させたものの、足もとではもとの低水準に復している。一方、ストックベースでみた家計の資金余剰は、1990年代以降一貫して増加を続けている（図表1）。このことは、家計部門全体として、その時々所得（可処分所得）対比でみたフローの貯蓄を減らしてきたものの、ストックでみた家計資産の積み上がりが大きいことを意味している。

後述するように、家計資産の多くは高齢世帯に保有されており、また高齢世帯の貯蓄率は

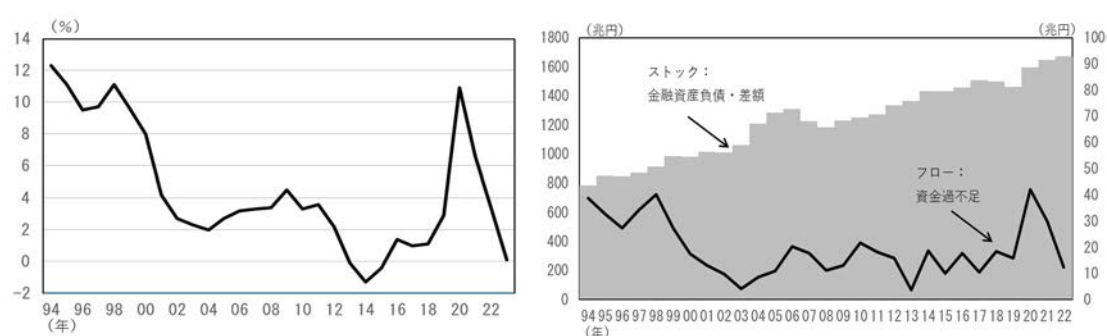
¹ 専修大学経済学部教授

² 本稿では、ストックベースでみた家計部門の資金余剰（家計の資産負債・差額）を単に家計資金余剰とよぶ。

一般に低い。そのため、高齢世帯比率の増加は、家計資産を押し上げ、家計貯蓄率を押し下げることになる。他方で、家計資産のストックは、貯蓄フローの積み上げによる部分も大きいことを踏まえると、貯蓄率がゼロ近傍となるにつれて、家計資産は積みあがらなくなる。例えば、高齢世帯が金融資産を切り崩すほどの消費を行っていくとすれば、高齢化にともなって家計資金余剰は減少していくと思われる。

以下では、家計の資金余剰の蓄積に影響を与える要因について、高齢化の進展をはじめとする経済構造の変化に注目しつつ、考察する。

図表1 家計貯蓄率（左）と家計資金余剰（右）



(出所) 内閣府「国民経済計算」、日本銀行「資金循環統計」

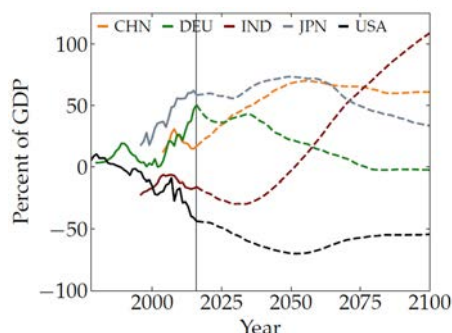
2. 資産・所得の年齢プロフィールと資金余剰

近年、高齢化が資金循環に与える影響は世界的にも注目されており、例えばAuclert (2021) では、世界の主要25か国における高齢化の進展が資産・所得比率や対外資産残高に与える影響を試算している。その試算結果をみると、日本の対外資産残高（GDP比）は2050年頃まで黒字を続け、その後は横ばいで推移すると予測されている。他国をみると、中国やインドの黒字が拡大、米国は赤字を継続するという構図が描かれている。

この試算の詳細については割愛するが、ここで示したいことは、そもそも資金循環は、国内外を含めた需給のバランスで決まっているため、日本の家計部門だけを切り出して論じること自体は十分ではないという点である。しかしそれと同時に、グローバルなバランスの変化を生じさせている重要な要因として、各国の人口動態が挙げられる。Auclert (2021) では、人口動態が資産市場に与える効果として、「年齢分布」（人口構成）と「資産の年齢プロフィール」の掛け合わせた効果を算出しており、これが全体の試算上、重要な役割を果たしていることを示している。実際、類似した試算を行っている既存研究との結果比較を行い、この「年齢分布」と「資産の年齢プロフィール」に関する前提の置き方の違いによって、他

の研究との予測値の違いの半分程度が説明できることも示している³。

図表2 純対外資産に関する予測－Auclert (2021)の試算－

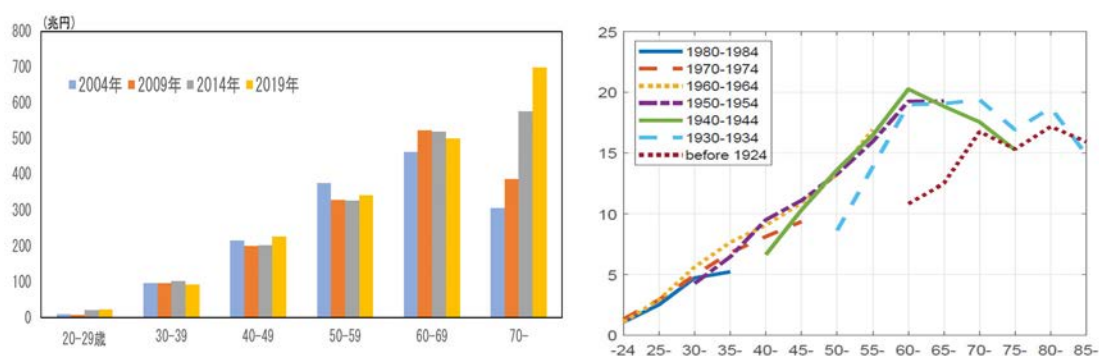


(注) 凡例は、CHN:中国、DEU:ドイツ、IND:インド、JPN:日本、USA:米国

(出所) Auclert (2021)

以上を踏まえて、日本の金融資産を年齢別にみると、高齢者に大きく偏在しており、家計の金融資産約2,000兆円のうち、約6割を60歳以上の世帯が保有していることになる（図表3左）。これは、家計金融資産の年齢プロファイルを反映したものである。年齢を通じた資産形成パターンをみると、生まれ世代によって、その時々で直面した経済状況に影響を受けながらも、若年期から高齢期にかけて大きく金融資産が増加するという姿は概ね安定している（図表3右）。この資産形成パターンを前提とすると、高齢者比率の増加はそのまま家計資金余剰の増加につながる。言い換えれば、今後の家計資金余剰について知るには、日本経済の様々な構造変化がこの資産形成パターンにどう影響を与えるかを考察する必要がある。

図表3 年齢別の金融資産残高（左）と1世帯あたりの金融資産プロファイル（右）



(注) 左図は、「資金循環統計」（日本銀行）の家計金融資産残高を「全国家計構造調査・全国消費実態調査」（総務省）の世帯主年齢別・家計資産残高の計数を用いて按分して推計。右図の凡例は生まれ年を指す。右図は、「全国家計構造調査・全国消費実態調査」（総務省）をもとに推計されたもの。

(出所) 左図は筆者推計。右図は、Kitao and Yamada (2019)。

³ Auclert (2021)では、人口動態が均衡金利に与える効果について、Eggertsson et al. (2019)や Gagnon et al. (2021)との比較検証を行っている。

3. 労働市場の構造変化と家計資金余剰

日本経済の構造変化のうち、高齢化の進展とも密接にかかわり、家計の資金余剰に影響を与える要因として、労働市場の構造変化がある。ここでは、近年の労働市場の構造変化として①賃金カーブのフラット化、②年金の所得代替率の低下、③高齢者や女性の就業率の上昇を取り上げる。

(1) 賃金カーブのフラット化

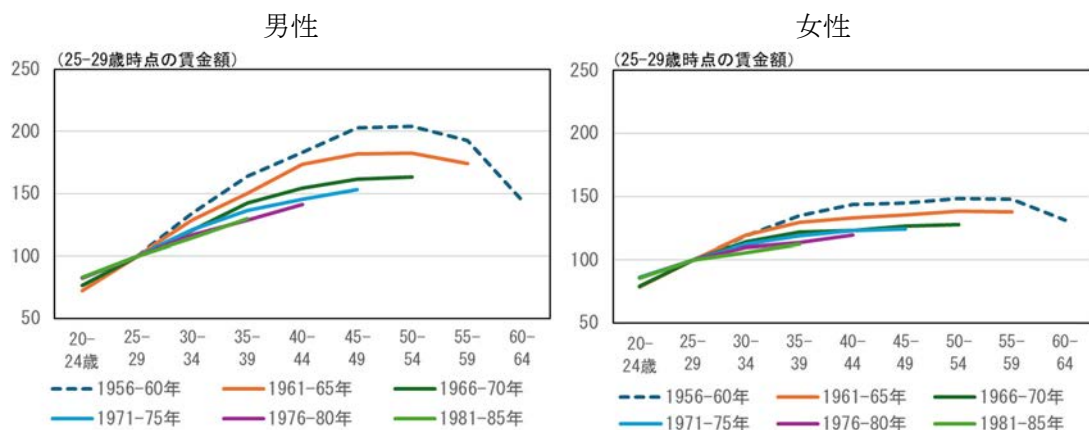
賃金カーブは、賃金が年齢や勤続年数に応じて上昇する傾向として主に男性正規労働者において観察されてきたが、中高年の賃金水準が切り下げられる形で、その形状が年々フラット化してきていることが知られている（図表4）。このフラット化は、そもそも労働生産性と賃金水準の乖離を調整する形で進んできており、当面その傾向は維持されると予想される。また、フラット化は、とりわけ高齢化の進んだ企業において顕著に進展してきたという指摘もあり（永沼・西岡（2014））、高齢化とも切り離せない論点である。

賃金カーブのフラット化が家計の資金余剰にどのような影響を与えるかは、所得形成の変化に消費・貯蓄がどのように反応するかに依存する。この点、家計が中長期的な所得上昇を期待できなくなることは、家計消費の押し下げに寄与すると予想される。実際、国内外の実証研究をみると、予期された所得変動への消費の反応（経済学的には過剰反応）を示す事実には枚挙にいとまがない（Jappelli and Pagano (1989), Havranek and Sokolova (2020)）。日本のデータを用いた研究例をみても、例えば、退職金の存在により退職時の消費減少が防がれているという結果が確認されている（Stephens and Unayama (2012)）。退職金の圧縮は賃金カーブのフラット化の表れでもあり、この結果は、退職金減少という形で賃金カーブがフラット化することが消費減少につながることを示唆している。

一方で、家計消費の変動は、所得変動ほど大きくはならないとも考えられる。所得変動と消費変動に関する最近の研究をみると、恒常所得ショックが消費に与える影響は概ね半分と報告されている（Kubota (2021)）。また、家計消費の年齢に応じた動きをみると、日本に限らず多くの国で、こぶ型（hump shape）の消費プロファイルが観察されており（Attanasio et al. (1999)）、これには世帯人員や子供の年齢に応じて必要となる教育支出の推移など、所得変動を受けてすぐに動かせない要素が強く影響していることが知られている。以上を踏まえると、賃金カーブのフラット化は、そのまま消費減少につながるわけではなく、貯蓄減少につながることを予想される。

なお、賃金上昇が期待できない中、中期的には、少子化が進んだり、教育費を切り下げたりするといった消費の調整が図られることも考えられる。賃金カーブのフラット化が家計資金余剰に与える影響をみる上では、長い目でみた消費のプロファイルの変化を注視することも必要となる。

図表4 賃金プロフィール



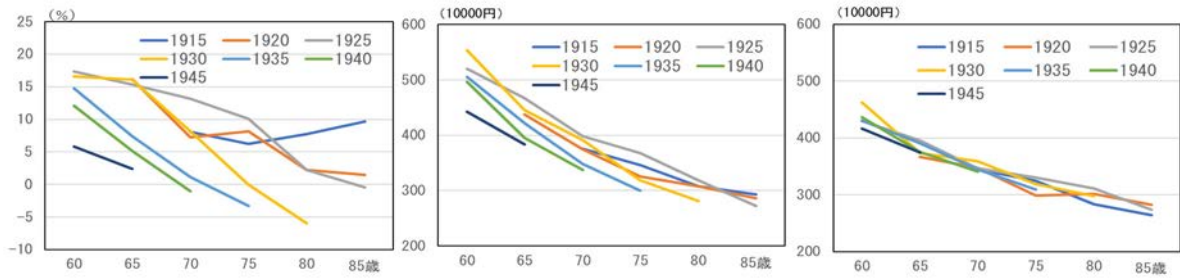
(注) 一般労働者の実質賃金。凡例は生まれ年を指す。「賃金構造基本調査」(厚生労働省)、「消費者物価指数」(総務省)より試算されたもの。
(出所) 内閣府「年次経済報告」(2022年)

(2) 年金の所得代替率の低下

高齢化にともなう年金財政の圧迫も、日本経済をとりまく重要な構造変化である。厚生労働省は、公的年金給付の所得代替率(現役時代の所得対比でみた給付水準)について、経済成長率や労働参加率など次第で幅があるとしながらも、先行き低下すると予想している。高齢期に手にする所得が押し下げられることが、家計資金余剰にどう影響するかを考える上では、高齢者の消費・貯蓄行動の検証が必要である。

これに関連して、宇南山・大野(2018)は、興味深い事実を報告している。彼らは、日本の家計貯蓄率の低下要因を高齢化(高齢者比率の高まり)によるものよりも、高齢世帯自体の貯蓄率の低下の影響が大きいことを発見した上で、高齢期の貯蓄率低下の要因を可処分所得と消費の動きに分けて検証している。彼らの推計値によれば、高齢世帯は、年金や財産所得の減少による可処分所得の減少にもかかわらず、消費をさほど大きく変化させていない(図表5)。そして、この傾向は生まれ世代別にみても通時的に安定している。こうした「所得が切り下げられても消費はさほど減少しない」という高齢世帯の行動が続く限り、年金の所得代替率の低下は、貯蓄の低下、ひいては資金余剰の縮小方向に影響すると予想される。

図表5 高齢世帯の家計貯蓄率（左）・可処分所得（中央）・消費（右）



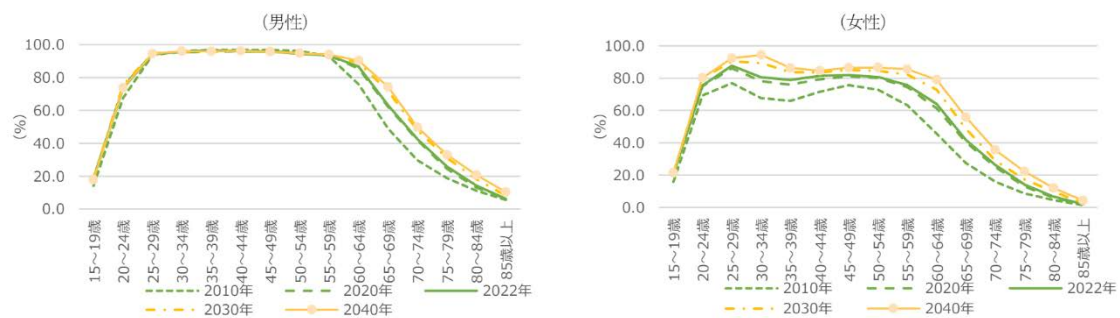
(注) 凡例は、5年刻みの出生コホートにおいて、生まれ年の最初の年を指す。例えば、1915は1915年から1919年生まれ世代。全国家計構造調査（全国消費実態調査）にもとづく推計値を論文著者より提供を受け、これを図表に復元したもの。

(出所) 宇南山・大野（2018）

(3) 高齢者や女性の就業率の上昇

近年の高齢者と女性の労働参加率上昇は、日本経済が人口減少下で労働力確保が難しくなる中、期待される動きであり、先行きについてもさらなる上昇が予想されている（図表6）。もっとも、現状ではいずれも非正規雇用の増加が寄与しており、当面その状況が変わらない限り、労働参加の増加にみられるほど、所得形成は力強いものとはならないとみられる（図表7）。高齢者や女性の就業率の高まりが家計資金余剰にどのような影響を与えるのかは、高齢者や女性が就業にともなって得られる賃金水準の影響による面が大きいと思われる。

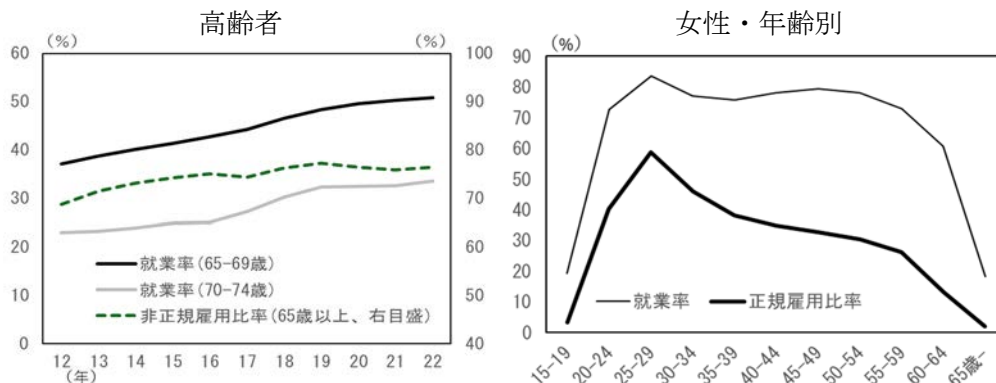
図表6 労働力率の予測（年齢別）



(注) 労働政策研究・研修機構の推計、成長率ベースライン・労働参加漸進シナリオ（2023年）による。

(出所) 労働政策研究・研修機構「労働力需給の推計」

図表7 就業率と正規・非正規雇用比率



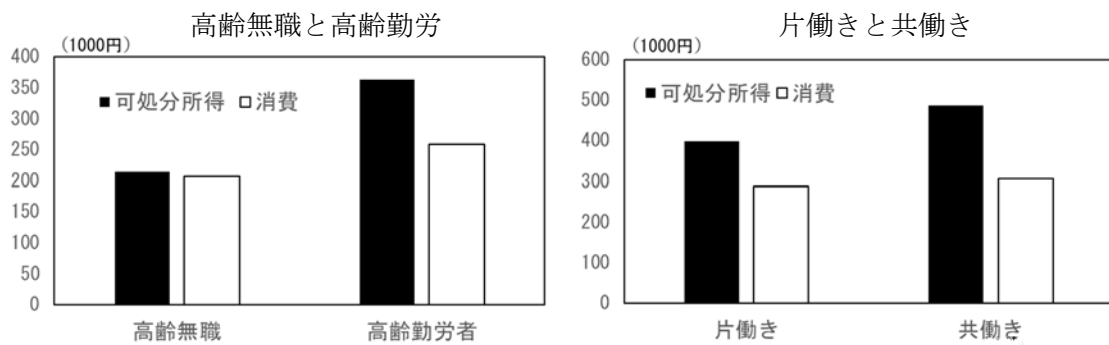
(注) 65歳以上非正規雇用比率=65歳以上の非正規の従業員・労働者/65歳以上人口×100。
 就業率=就業者数/15歳以上人口×100、正規雇用比率=正規の従業員・労働者/15歳以上人口×100。
 右図は2021年時点。
 (出所) 厚生労働省「労働力調査」

また、就業によって得られた所得をどの程度消費や貯蓄に振り分けるかについても検証が必要である。ここで単純に、高齢者の勤労世帯と無職世帯の可処分所得と消費の平均水準を比較すると、高齢者の勤労世帯は無職世帯よりも所得水準は高いが、消費水準には所得ほどの開きがない。このことは、高齢者の就業増加が、貯蓄増加、資金余剰増加につながる可能性が高いことを示唆する。同様に、共働き世帯と片働き世帯をみると、共働き世帯の方が所得水準は高いが、ここでも消費水準にさほど大きな差はなく、共働きの増加が、貯蓄増加、資金余剰増加につながることを予想させる。

ちなみに、女性の就業についてみると、女性の労働参加率はすでに諸外国と比べても高水準にあり、いわゆるM字カーブ（結婚や出産にともなう労働力率の低下）も解消されてきているものの、女性の就業率と正規労働比率を年齢別にみると、その間に著しい乖離がある（図表7右）。就業率はM字型の落ち込みが解消されてきている一方、正規労働比率はM字を描くこともなく30歳代以降低下を続けている。女性就業の増加が、家計の所得形成にしっかりとつながっていくかについては、女性の就労形態が鍵となると考えられる⁴。

⁴ 先述した賃金カーブのフラット化について、女性の正規労働化が進むにつれて、男性の賃金カーブのフラット化を女性の賃金カーブのステイプ化が相殺する可能性がある。そのため、賃金カーブが消費に与える影響をみる上では、世帯所得のベースで賃金を観察する必要性が今後高まってくると思われる。

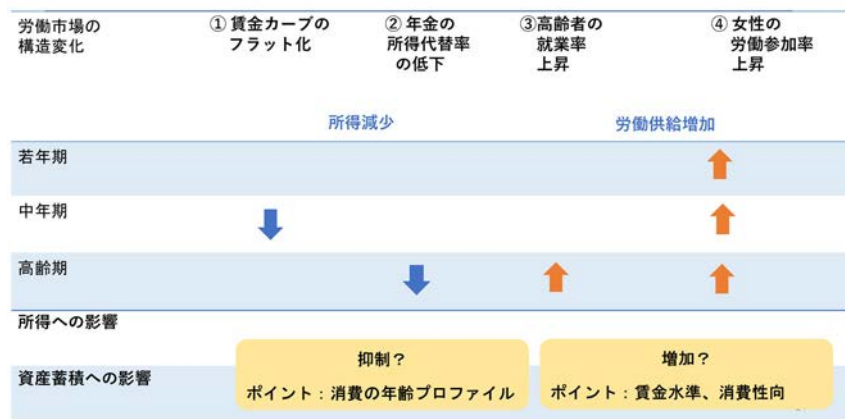
図表8 共働きと高齢者就業における所得・消費



(注) 本図表の高齢者は60歳以上。2019年時点。
(出所) 総務省「全国家計構造調査」

以上まとめると、労働市場の構造変化が家計資金余剰に与える影響を確認していく上では、賃金カーブのフラット化や年金の所得代替率の低下といった家計所得の減少が家計の消費プロファイルにどう影響するかをみていくことや、高齢者や女性の就業率の上昇がそれらの賃金水準や消費性向にどう影響するかをみていくことが必要である（図表9）。

図表9 所得・資産蓄積に影響を与える労働市場の要因



4. 世代間移転と家計資金余剰

家計資金余剰を生み出す源泉としては、過去の貯蓄の蓄積や、資産運用にもとづく財産所得のほかに、遺産や生前贈与などの世代間移転がある。この世代間移転にも近年、高齢化の影響が生じており、それが被相続人の高齢化である。被相続人の年齢が80歳以上の割合をみると、1989年には約39%であったのに対して、2019年には約72%となっている⁵。このことは、

⁵ 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）」による。なお、この数値は課税対象者におけるものだが、北村（2018）の試算によれば、経済全体でみても同様に相続人の高齢化傾向は確認できる。

遺産を受け取る相続人が、高齢となった段階で遺産を受けとっていることを意味する。同じ世代間移転であれば、若年層のうちに受け取るほうが、消費や長期間での資産運用に回すことができる可能性も高いと思われるが、現状、既に家計資産を蓄積している年齢層に資産が上乘せされていることになり、家計資金余剰の増加にも影響していると思われる。

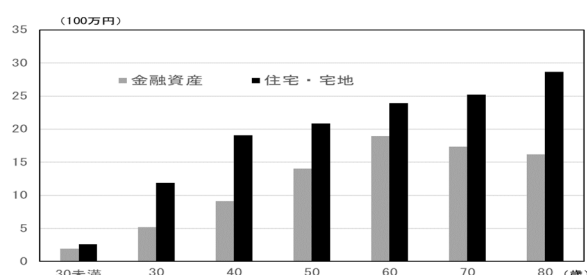
昨今、税制に関して議論されてきた「資産移転の時期の選択に中立的な税制」という考え方（例えば令和5年税制改正大綱）は、こうした状況に対応しようとするものである。家計が、相続と贈与などを通じてどの時点で世代間移転を行ったかによって税負担が異なることがないようにしつつ、若年層への資産移転を促し、消費拡大を通じた経済活性化や経済格差の固定化防止を企図している。

こうした世代間移転にかかる税制の変更や家計行動の変化は、家計の資産プロファイルをフラットにしうる。これによって若年者の消費が拡大するなど、消費・貯蓄行動に影響が及べば、家計の資金余剰の積み上がりは抑制される可能性がある。

5. 実物資産と金融資産

最後に、家計の金融資産と実物資産の関係について触れる。家計の資金余剰は、一般に金融資産を指すが、家計の保有する資産を見ると、金融資産以上の実物資産（住宅・土地）を有しており、高齢世帯ほどその額も大きい。また先述の遺産も、その内訳をみると、土地35%、有価証券15%、現預金34%と、土地が大きなウェイトを占めている⁶。

図表10 家計の金融資産と実物資産



(注) 2019年時点

(出所) 総務省「全国家計構造調査」

こうした家計の実物資産と家計資金余剰の関係を考える上で、一つ考えられるのは、実物資産が金融資産に振り替わる可能性である。実物資産は潜在的な家計資金余剰ということもでき、もし非金融資産と金融資産の代替性が高まれば、家計の資金余剰は増加する。しかしながら、日本においては、住宅資産からのキャッシュアウトする手段（リバースモーゲージやホームエクイティローン）の流通が米国などと比べてかなり限定的であるほか、中古不

⁶ 国税庁統計年報（2020）。

動産市場の流動性も低い⁷。そうした住宅・土地市場やローン市場の変化が生じれば、家計の資金余剰が影響を受けることになると思われるが、今のところその見込みはあまり大きくないのかもしれない。

実物資産と家計資金余剰をつなぐもう一つの経路は、住宅保有と消費性向の関係である。Koga and Matsumura (2020) によれば、住宅の保有や住宅ローン残高が、消費性向の高さと相関をもち、この関係は家計の所得、金融資産、年齢の影響を統制しても確認できる。このことは、例えば、昨今20代の若者の持ち家比率が上昇していることを踏まえると、一時的に所得が増えた時の消費の反応が上昇し、従来よりも貯蓄が減少している可能性が示唆される。このように、実物資産と金融資産の代替性が低くとも、実物資産保有が消費・貯蓄行動に影響を与えることを通じて、家計資金余剰に影響を与える可能性はある。

6. 結びにかえて ―資金余剰と経済活動の活性化―

日本経済が直面している経済構造の変化が今後の家計資金余剰にどのような影響を与えるかを検証する上で、着目すべき点について考察してきた。ここでは家計資金余剰にのみに着目したが、政府部門・企業部門と一体化した理解を進めるためには、例えば、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と思われる。

最後にここでは、結びにかえて、どのような資金循環となっていくことが、経済活動の活性化に寄与するのかについて考えてみたい。

現在の経済活動を拡大するためには、消費拡大が望ましく、その結果として、貯蓄や家計資金余剰が減ることは、現時点の経済活性化とは整合的な姿となる。しかし、家計の資金余剰は、将来経済の成長を支える資本形成の源泉でもあるため、家計の資金余剰を大きく減らしてまで現在の消費を拡大すべきなのかは、家計の資金余剰がそうした将来の資本形成につながっているか否かに依存する。その点、現在の日本経済では、家計の資金余剰が将来の経済のために必ずしも十分に活かされておらず、資源配分が非効率な経済になっているように見える。そうした中、高齢化で貯蓄率が低下することが問題なのかといえ、ただちに問題になることはないのかもしれない。

こうした理解をもとに、経済活性化と整合的な資金循環を描くとすれば、資産形成の将来リターンが高い状況、投資の収益率が高い状況となる経済を実現することによって、家計の資金余剰が将来経済の成長のために活用されることが重要と思われる。

加えて、家計の資金余剰の縮小と政府部門の資金不足の縮小が同時に進む経済を仮に描くとすれば、そうした姿の一つとして社会保障や租税などの家計負担が大きい経済像があ

⁷ リバースモーゲージやホームエクイティローンを「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は、それぞれ 16.8%と 1.3%である（国土交通省「民間住宅ローンの実態に関する調査」（2022年））。また、中古不動産の流通シェアをみると、米国では 81%であるのに対して、日本では 14.5%（国土交通省「既存住宅市場の活性化について」（2020年））。

げられる。その中でも消費が抑制されない経済を実現するためには、しっかりとした所得形成が必要であり、労働供給増加だけではなく、所得増加が必要となると思われる。労働市場の構造変化が進む中で、もし家計や政府がそうした変化を行う条件が整うという流れが実現すれば、経済活動の活発化と整合的な新たな資金循環が実現されると思われる。

参考文献

- 宇南山卓（2023）「現代日本の消費分析」慶應義塾大学出版会
- 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.
- 北村行伸（2018）「世代間資産移転と相続税」 Institute of Economic Research, Hitotsubashi University.
- 厚生労働省（2019）「将来の公的年金の財政見通し（財政検証）」
- 国土交通省（2020）「既存住宅市場の活性化について」
- 国土交通省（2022）「民間住宅ローンの実態に関する調査」
- 財務省（2020）「令和5年度税制改正の大綱」
- 財務省（2022）「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）」
- 永沼早央梨・西岡慎一（2014）「わが国における賃金変動の背景：年功賃金と労働者の高齢化の影響」日本銀行ワーキングペーパーシリーズ No.14-J-9.
- 日本銀行（2019）「物価と経済情勢の展望（2019年7月）」
- 労働政策研究・研修機構（2023）「労働力需給の推計」
- Auclert, A., Malmberg, H., Martenet, F., and Rognlie, M. (2021), “Demographics, Wealth, and Global Imbalances in the Twenty-First Century,” National Bureau of Economic Research, No. w29161.
- Attanasio, O. P. (1999), “Consumption,” in John B. Taylor and Michael Woodford (eds.), *Handbook of Macroeconomics*, 1, 741-812, Elsevier.
- Eggertsson, Gauthi B., Mehrotra, Neil R., and Robbins, Jacob A. (2019), “A Model of Secular Stagnation: Theory and Quantitative Evaluation,” *American Economic Journal: Macroeconomics*, January 2019, 11 (1), 1-48.
- Gagnon, Etienne, Johannsen, Benjamin K., and López-Salido, David (2021), “Understanding the New Normal: The Role of Demographics,” IMF Economic Review, March 2021, 357-390.
- 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.
- 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.