(調査研究報告書)

近年の家計金融資産・負債行動の変化と 保険需要に与える影響

---保有資産の世代間格差と保険需要---

吉川卓也(中村学園大学・准教授)

はじめに

本研究では、近年の家計における金融資産・負債行動の変化を検証し、その間に 顕著だった保有資産の世代間格差に注目して、将来収入への保障という特性をもつ 保険資産への需要の影響を分析した。以下では、1 で日本の家計の金融資産保有行 動の推移とその特徴、2 でランカスターの特性アプローチを援用して金融資産の特性 に注目した家計の金融資産保有行動の分析方法、3 で金融資産間での需要の変化 に関する特性アプローチによる分析結果、4 で家計の金融資産・負債行動の変化が 保障性という特性をもつ金融資産に与える影響とその要因として考えられる保有金融 資産の世代間格差、5 で保障性をもつ私的年金の役割について述べることにする。

1. 近年の日本の家計の金融資産保有の推移

1.1. 近年の傾向

家計の金融資産運用を取り巻く環境は、かつてとはかなり状況が異なってきている。 1980年代まで比較的高い金利を付けていた銀行預金金利が、日本経済の長期にわたる停滞や金融危機などを経てほとんどゼロ金利になる一方で、バブル崩壊による株価は低迷し、金融自由化による新たな金融資産が登場した。そうしたことを反映して日本の家計の金融資産保有行動はどのように変化してきたか、家計の金融資産保有の推移とその特徴およびその要因を検討する。

家計の保有する金融資産のデータは全国消費実態調査や家計調査など複数の統計から入手できる。表 1.1 は日本銀行が作成する資金循環統計における家計部門の金融資産保有残高のデータ(年度)である。

表 1.1 日本の家計の主要金融資産残高シェア(08SNA ベース、年度、%)

年	現金	流動性 預金	定期性 預金	債券類	投資信 託	株式・ 出資金	保険	年金
2004	3.88	17.04	30.04	1.96	2.54	9.14	15.85	15.54
2005	3.70	17.26	27.36	2.14	3.33	12.58	14.87	15.03
2006	3.71	17.43	26.72	2.36	4.16	12.43	14.53	15.12
2007	3.97	18.61	28.44	2.61	4.23	7.85	15.08	15.65
2008	4.16	19.00	30.11	2.64	3.19	6.08	15.12	15.99
2009	4.18	18.66	29.77	2.53	3.85	7.02	14.47	16.05
2010	4.29	19.35	29.38	2.29	3.91	6.96	14.63	15.83
2011	4.33	20.08	29.15	2.07	3.60	7.06	14.60	15.71
2012	4.28	20.06	28.04	1.80	3.97	8.25	14.46	15.55
2013	4.34	20.57	27.50	1.59	4.14	8.97	14.47	15.10
2014	4.32	20.66	26.34	1.37	4.63	9.83	14.27	15.14
2015	4.64	21.38	26.14	1.22	4.19	9.61	14.70	14.83
2016	4.80	22.40	25.11	1.22	4.04	10.04	14.81	14.19
2017	4.79	23.12	23.77	1.10	3.92	11.70	14.55	13.72
2018	5.02	24.62	23.13	1.14	3.83	10.14	14.77	13.79
2019	5.13	26.53	22.63	1.21	3.40	8.62	14.91	13.82
平均	4.35	20.42	27.10	1.83	3.81	9.14	14.76	15.07
標準偏 差	0.42	2.59	2.37	0.55	0.49	1.89	0.36	0.77

出所)日本銀行「資金循環統計」

表 1.1 をグラフにしたものが図 1.1 で、日本の家計の金融資産残高シェアには次のような傾向がみられる。

35% 30% 25% 20% 15% 10% 5% 0% 04 05 06 07 08 09 10 11 12 13 14 15 16 17 18
 →現金 - 流動性預金 - 定期性預金 - 債券類 - 投資信託 - 株式・出資金 - 保険 - 年金

図1.1 日本の家計の主要金融資産残高シェアの推移(08SNAベース、%)

出所)日本銀行「資金循環統計」

- ①安全資産である定期性預金や流動性預金のシェアが高く、近年のゼロ金利で定期 性預金のシェアは低下しているが、現金、流動性預金のシェアは上昇している。
- ②リスク資産である株式や投資信託のシェアは、株価変動などにより周期性がみられるが、ゼロ金利の状況下で予想されるほどシェアは拡大していない。
- ③そうした中で、年金や保険のシェアは安定的に推移している。

近年、日本の家計の金融資産選択行動に関して「貯蓄から投資へ」「資産の世代間移転」を促す政策等が実施され、その影響により家計の金融行動が安全資産志向(貯蓄)からリスク資産志向(投資)へと変化するかが注目されている。1

表 1.1 から、2004 年から 2019 年の資金循環統計(年度)で家計保有の金融資産 残高シェアをみると、代表的なリスク資産である株式と投資信託の合計「株式・投信等」 は、株価の上昇に伴い 2004 年の 11.7%から 2017 年の 15.6%とシェアが上昇した が、2019 年には 12.0%に低下している。ゼロ金利の下で株価の変動などの市場要因 で説明される範囲での変化にとどまっているようである。

この間、「定期性預金」は超低金利により 30%から 22.6%にシェアが低下した一方、「現金・流動性預金」のシェアは 2004 年の 21%から 31.7%まで上昇した。そうした中で「保険・年金・定型保証」のシェアは 2004 年の 28.2%から 2019 年の 26%に若干減少した程度で安定的に推移している。

1.2. 近年の日本の家計の金融資産保有行動の特徴

1.2.1. 家計の金融資産保有の国際比較

日本の家計の金融資産保有については、いくつかの特徴が指摘されてきた。家計の金融資産保有残高の比較からは、現金・預金のシェアと株式・投資信託のシェアに着目して、米国・英国はリスク資産シェアが高いリスクテイク型、日本・フランス・ドイツはリスク回避型に分類される。このような金融資産保有行動の差は、各国の金融システムの相違に依存するという見方がある。つまり、日本・フランス・ドイツは銀行システムが優位であり、一方の米国・英国は市場システムが優位であることから、その国の金融機関のリスク管理に差が生じ、家計のリスク資産保有にも影響していると説明される。2

図 1.2 は 2020 年 3 月時点の日米ユーロ圏の金融資産残高の比較したものである。 図 1.2 のデータを安全資産(現金+流動性預金+定期性預金)、リスク資産(投資信託+株式等)、保障性資産(保険+年金)にまとめて比較したのが表 1.2 である。日本の家計は現金・預金という安全資産シェアが 54.2%とユーロ圏の 34.9%、米国の13.7%と比較してかなり高くなっていることがわかる。一方で投資信託と株式を合計し

¹ マクロ経済学では、貯蓄は所得から消費として支出した金額を引いたものであり、預金だけではなくほかの金融資産や実物資産も含まれるが、ここでは貯蓄は銀行預金などの預金を指すと考えている。また資本(資産)を増やす行動を投資と定義するなら、銀行預金(貯蓄)も投資とみなすことができるが、ここでは投資を証券投資などリスク資産の購入と考えている。

² 村本[2002]、pp.4-21 を参照。

たリスク資産シェアは、米国の 44.8%、ユーロ圏の 25.9%と比べると、日本の家計は 13.0%と低い。表 1.2 によれば、日本は安全資産のシェアがもっとも高く、リスク資産の シェアはもっとも低いことから、日米欧の比較では、日本の家計はリスク回避型の資産 選択行動をとっていることが認められる。

このようにデータからは、依然として日本の家計の金融資産保有行動はリスク回避的とみることができる。近年の研究から新たな知見も得られているので、その要因を検討する。

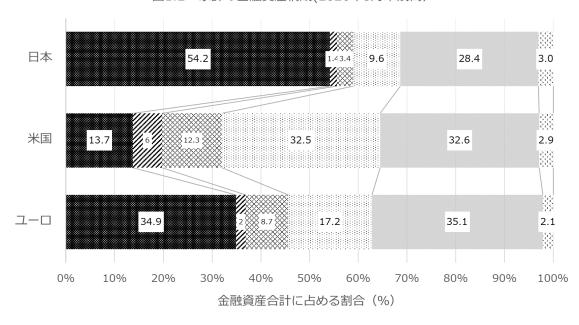


図1.2 家計の金融資産構成(2020年3月末残高)

■ 現金・預金 / 債務証券 ※ 投資信託 ※株式等 | 保険・年金・定型保証 ※ その他計

出所)日本銀行調査統計局『資金循環の日米欧比較』2020年8月。

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

17.1.2	内はかり並成兵生が向う上がの日本が出致(2020年5)						
	安全資産	リスク資産	保障性資産				
	(現金・預金)	(投資信託・株式等)	(保険・年金等)				
日本	54.2	13.0	28.4				
米国	13.7	44.8	32.6				
ユーロ	34.9	25.9	35.1				

表 1.2 特性別の金融資産残高シェアの日米欧比較(2020年3月末、%)

出所)日本銀行調査統計局『資金循環の日米欧比較』2020年8月。

1.2.2. 日米の統計作成上の相違によるリスク資産シェアの差の縮小

福原[2016]によると、各国の資金循環統計には、統計の整理方法に関する余地や金融制度の違いを反映している部分があり、それが原因となり米国の家計が保有する「株式・出資金」のシェアが相対的に高くなっている。

資金循環統計は国際基準である国民経済計算体系 SNA に準拠して作成されるが、 日米の資金循環統計については、(1)「家計」の範囲の違い、(2)資産の一部に計上方 法の違いが認められる。

(1)家計の範囲

家計の範囲について、日本の統計では「消費者世帯+個人企業」、米国の統計では「消費者世帯+対家計民間非営利団体」となっており異なっている。つまり、日本の「家計」には個人企業が含まれ、対家計民間非営利団体は含まれないのに対し、米国の「家計」には個人企業は含まれず、対家計民間非営利団体は含まれるという違いがある。

(2)実物資産の扱い

米国の資金循環統計では、資産・負債勘定のストックデータとして、金融資産・負債 に加え日本の統計では対象としていない不動産、耐久消費財などの実物資産を計上 している。

これらの統計作成上の相違により、日米の資金循環統計を日本の統計を基準として比較すると、次の 2 つの理由により米国の家計が保有する「株式・出資金」のシェアが日本のそれより相対的に高く計算される。

- ①日本の統計では家計部門内で相殺される狭義の家計(消費者世帯)の「個人企業への出資金」が、日本の統計では家計の保有額に含まれないのに対して、米国の統計では家計の法人部門への持ち分として、米国の家計の保有する「株式・出資金」に計上される。3
- ②米国の家計の「株式・出資金」には、「個人企業への出資金」に個人企業の保有する金融資産だけではなく実物資産を含んだ「純資産」も計上される。4

福原[2016]によると、米国のデータについて、家計と個人企業の金融資産を合算し、家計の個人企業向け出資金を控除することで、2001 年末で米国の家計の「株式・出資金」のシェアは34%から21%へと13%低下する。また2015年6月末では34%から18%へと16%低下する。5

2015 年 6 月末の「投資信託」のシェアは 13%なので、リスク資産(「株式・出資金」 + 「投資信託」)のシェアは調整前の約 48%(=34%+13%)から 31%(=18%+ 13%)に低下すると推計している。

以上、述べてきたように、日本の統計の作成方法を基準にすると米国のリスク資産 シェアは 10 数%低下して、日米のリスク資産シェアの差はかなり縮小することになる。

³ 個人企業の「純資産=保有資産(金融資産+実物資産)-負債」は家計に全額配当され、 そこから消費額を控除した額が、家計の個人企業に対する出資金として再投資されると考え、 家計の「株式・出資金」に計上される。福原[2016]、p.7 の注 6 を参照。

⁴ ここでの記述は福原[2016]、p.7 によっている。

⁵ 福原[2016]、pp.7-8 を参照。

1.3. その他の要因

1.3.1. 日米家計の金融資産・負債構造の違い

福原[2016]では、家計が保有する金融資産において、米国はリスク資産シェアが高く日本の家計はリスク資産シェアが低いという日米家計間のリスク資産保有の格差が生じる要因として、資金循環統計の作成上の違いのほかに、「家計の金融資産・負債構造の違いに関する問題」、「確定拠出年金制度の問題」、「金融リテラシーの問題」の3つを取りあげている。以下では福原[2016]にしたがって、日米家計間のリスク資産保有格差が生じる要因ついて説明する。

まず家計の金融資産・負債構造の違いに関する問題は、米国では世帯間の所得格差、資産保有格差が大きいことがその要因としてあげられる。両国とも所得水準が高い家計ほど金融資産保有額は増加している。とくに米国では、所得上位 20%の階層の家計により家計部門の所有する金融資産の 70%が所有されている。

日米とも所得水準の高い家計は、余裕資産が多くなることでリスクに対する許容度も高くなることから、資産に占めるリスク資産シェアが上昇する。その結果、とくに所得格差、資産保有格差が大きい米国では、所得水準の高い家計においてリスク資産シェアの伸びが高くなり、米国家計全体のリスク資産シェアを高めているといる。また米国では業績連動型報酬としてストックオプションなどの株式報酬が活用されていることも貢献しているとしている。6

さらに、とくに日本において土地や住宅といった不動産の流動性が低いことが日米 家計のリスク資産シェアの格差要因としてあげられる。

家計にとって、実物資産である土地、住宅などの不動産は金融資産に比べて流動性が低い資産である。つまり、不動産を保有することは、保有する資産全体において流動性の制約要因となる。その結果、不動産を保有する家計はリスク回避的な金融資産選択行動をとり、リスク資産シェアの低下につながるということである。日本の家計は総資産に占める不動産比率が高く、住宅ローン負担、中古住宅市場の未整備による流動性制約が、日本の家計のリスク資産シェアの低下に影響していると考えられる。7

日本の家計のリスク資産シェアが低い理由として、日本の不動産価格が家計の所得水準に比べて高く、不動産を購入すると余裕資金がなくなる、あるいは住宅ローンを抱えることでリスク資産シェアの低下要因になっているという指摘は以前からあり、実証研究もおこなわれている。8

たとえば村本[2002]では、21 世紀の資金の流れの構造改革に関する研究会報告

⁶ ここでの記述は福原[2016]、pp.9-11 による。日本の家計については、後述の第 4 章で家計調査を使った分析をおこなっている。

⁷ 福原[2016]、pp.12-14 を参照。流動性制約は金融負債/金融資産比率が住宅ローンなどにより 1 を上回る金融負債超過になっていることで示される。伊藤・瀧塚・藤原[2017]p.10 を参照。

⁸ たとえば伊藤・瀧塚・藤原[2017]は、近年の先行研究のサーベイもおこなっている。

[2001]における以下の指摘を引用している。

「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」、「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」と指摘し、不動産により長期投資(リスク性資産保有)を行い、預貯金で流動性を確保する」投資スタンスが合理的であったとしている。9

また、

戦後日本の多くの家計、とりわけ 1970~80 年代に住宅取得した世代は、持家による結果としての収益性(キャピタルゲイン)を確保できた。その結果、住宅ローンを返済すること(住宅ローンの元本返済は SNA 統計上は貯蓄として扱われる)に家計は注力し、貯蓄すなわち金融資産保有は流動性確保・安全性重視という形態を取ることになるのは当然でもあった。10

と述べている。このように日本の家計において、実物資産としての不動産所有が金融 資産所有におけるリスク資産シェアの低下要因の 1 つとして考えられる。福原[2016] は、日本の家計の住宅ローン負担とリスク資産比率の比較(図表 8)、戸建て中古住宅 の流通度合い(図表 9)、家計資産に占める不動産シェアの日米比較(図表 10)をお こない、日本の家計は不動産所有による流動性制約のためリスク資産比率を低下させ ている可能性を示唆している。11

1.3.2. 確定拠出年金の影響

日米両国ともリスク資産のうち株式のシェアは、主として株価変動の影響を受けて周期的な上下動が認められる。一方、もう 1 つのリスク資産である投資信託のシェアは、米国では 1980 年代からほぼ一貫して上昇が認められる。これには米国における 401 (k)プランなどの確定拠出年金の普及拡大が影響していると考えられる。

米国では、1981年に個人の老後資金形成を促進する目的で401(k)プランが導入された。その後税制優遇措置もあって急速に普及した。そうした中で、1990年代の株価の持続的な上昇による投資信託の良好な運用成績が年金資産の運用先として注目され、2014年末時点で投資信託市場残高の46%が確定拠出型年金をはじめとした個人年金の保有分となっている。米国では確定拠出年金加入がきっかけとなり、投資信託保有が進み、さらに年金資金運用目的以外でも投資信託が家計の資産運用対象となることで家計の投資信託保有が促進され、リスク資産シェアの上昇につなが

⁹ 村本[2002]、pp.21-22 から引用。

¹⁰ 村本[2002]、p.22 から引用。

¹¹ 福原[2016]、pp.12-14 を参照。

っている。12

日本の企業型確定拠出年金制度は 2001 年に始まった。米国に比べ導入が 20 年後ということもあるが、米国での普及ペースに比べると普及の拡大がかなり遅くなっている。近年日本でも米国同様、老後資金形成のために確定拠出年金の普及拡大に向けて制度の見直しがおこなわれている。今後、確定拠出年金の普及・拡大が進めば、米国同様、投資信託シェアの拡大に資する可能性がある。ただし、米国での急速な確定拠出年金制度の普及の背景には 1980 年代以降持続的に株価が上昇してきた米国の良好な投資環境の影響も大きいと考えられる。13

1.3.3. 金融リテラシーによる影響

金融審議会市場ワーキング・グループ報告書[2019]は、人生 100 年時代になり老後の生活資金が 2000 万円不足するという試算をおこなっている。その内容がマスコミを通じてクローズアップされ、人々の関心を老後の資産形成方法に向けさせた。超低金利でほぼゼロ金利の銀行預金から収益性のあるリスク資産へ資金をシフトすることで、老後資金を確保する可能性が高まるということで、改めて金融リテラシーの必要性が認識された。

金融リテラシーが向上することにより、リスクに関する正確な知識を習得できる。したがって、金融資産に纏わるリスクに対する正しい認識が可能となり、リスク資産保有も期待できるということである。

以上、近年の日本の家計の金融資産保有行動について検討してきた。金融資産選択行動の変化を示しているこうした家計の金融資産残高シェアの推移のなかで、ここではとくに保障性という特性を保つ金融資産である保険、年金に注目して変化要因を検討する。

なお、資金循環統計の年金は私的年金であり、公的年金は含まれていない。資金 循環統計の計上対象は、企業年金およびその他年金、個人年金保険ということで、家 計の金融資産としては私的年金が対象となっている。公的年金が含まれない理由は、 国民年金や厚生年金、共済年金など、日本の公的年金は税を給付財源の一部とする など、拠出と給付がリンクした年金制度ではないという理由からである。14

13 日本では個人型確定拠出年金の普及も急がれている。運用の選択対象の金融商品に銀行預金が含まれており、家計にとっては節税商品としての利点がある。したがって、投資信託保有の促進につながらないケースもあると考えられる。

¹² ここでの記述は福原[2016]、pp.15-19 による。

¹⁴ また、年金受給権の算定に必要な基礎データも必ずしも利用可能ではない。そのため、 08SNA ベースの資金循環統計においても、公的年金は年金受給権の計上対象外としてい る。また、企業年金とその他年金を給付するために積み立てられた基金の運用主体を、独立 の部門「年金基金」に分類している。公的年金を含まない理由については、日本銀行調査統 計局経済統計課金融統計グループ[2016]、p.8 の注 7 を参照。

2. 金融資産の特性と家計の金融資産選択行動

2.1 ランカスターの特性アプローチ

ここで保障性という特性を保つ金融資産(保険、年金)に注目して分析する際に用いるモデルは、特性アプローチに基づいている。その基本的なアイデアは、Lancaster[1966]で最初に提示された消費理論に関するランカスターの特性アプローチによるものである。このアプローチでは、伝統的なアプローチのようにさまざまな製品を 1 つの製品ととらえる代わりに、いくつかの異なる特性の組合せであると考える。実証分析では、製品を金融資産に置き換えたモデルを考え、家計の資産選択行動を分析する。

特性を明示的に取り入れた消費理論としては、以下の2つのアプローチがある。 (1)ランカスター・アプローチ

ランカスターの「特性アプローチ」については、Lancaster[1966]をはじめ、太田誠 [1980]などの研究がある。財の消費量により効用関数を定義する伝統的な消費理論に対して、財の有する特性により効用関数を定義することで、財の品質を明示的に取り入れた消費理論として発展した。近年では品質変化のある財の価格指数(ヘドニック指数)の計測方法の理論的基礎となっている。

(2)家計の生産理論

もう一つのアプローチとして、Michael and Becker[1973]や Muth[1966]が財の品質を明示的に取り入れた消費理論を「家計の生産理論」として定式化している。またハウタッカーなどが展開した品質を考慮した伝統的な消費者理論(たとえばMuellbauer[1974]を参照)などが知られている。

以下で説明する吉川[2016]は、ランカスター・アプローチを用いて金融資産のもつ特性に注目した分析をおこなった。

さまざまな金融資産は、安全性、流動性、収益性といった特性をもっている。安全性は、元本保証など収益の確実性という観点から、定期性預金に代表される安全資産 (無リスク資産)への選好を表すものと考えられる。一方、株式や投資信託などの収益性は高いが収益が不確実な資産はリスク資産と呼ばれる。また、流動性預金に代表される換金(現金化)が容易な資産は流動性資産と呼ばれる。

吉川[2016]をはじめとした先行研究では、以上の特性に加えて、保険や年金といった金融資産に代表される保障性という特性を想定する。そして、家計はそうした金融資産のさまざまな特性を求めて各種金融資産を選択していると考える。このように、消費者(家計)は特性を求めて財(金融資産)を需要(選択)していると仮定して消費理論を考えるアプローチを特性アプローチと呼んでいる。

2.2 先行研究

特性アプローチは、前述したように Lancaster[1966]で「消費理論への新しいアプローチ」として最初に提示された。この特性アプローチの場合、特性とは伝統的理論に

おける金融資産のリスクやリターンといった特定の特性ではなく、消費者が選好する、 金融資産のもつさまざまな特性を想定している。

特性アプローチを金融資産選択行動の分析に応用した先行研究としては、明石・吉川[1994]、吉川・小平[1995]、吉川[2011]、吉川[2016]などがある。直近の吉川[2016]では、1995-2012 年の日本の家計について、金融資産のもつ特性は、安全性(収益の確実性)、危険性(収益性)、流動性以外に、保障性(流動性をもつ資産と代替的かつ老後保障などを重視する資産と補完的)などに分類されることを示し、特性との関連から金融資産需要間の代替性、補完性を分析している。

そして、①安全性に関連した金融資産である定期預金は、危険性に関連した金融資産への代替が起きやすい、②保障性は、安全性、流動性とは補完的、危険性とは代替的である、③安全性、流動性、保障性は補完的であり、これらの特性に関連した金融資産の帰属価格が上昇すると、その特性だけでなくその他 2 つの特性への需要が減少する、④安全性、流動性、保障性に対して、危険性は代替的に変化する、といった結果を得ている。さらに特性アプローチを適用したモデルにより、金融資産需要関数を計測している。

2.3 モデル

先行研究では、特性アプローチにより、個人は資産価格から特性に対応した帰属価格を計算し、それに対して予算制約の下で自己の効用を最大化するように特性の組み合わせを選択して、それが実現するように派生的に各資産を選択すると考える。すなわち、資産に含まれるさまざまな特性から得られる効用を予算制約の下で最大化することを考える。

実質資産残高シェアを $x=(x_1,\cdots,x_n)'$ 、特性ベクトルを $z=(z_1,\cdots,z_m)'$ とすると、個人の効用関数は、

$$u = u(z) \tag{1}$$

と表される。各資産それぞれの特性は、(2)式のように、変換行列Bにより特性ベクトルzに変換される。

$$z = Bx \tag{2}$$

資産価格を $p = (p_1, \dots, p_n)$ とすれば、予算制約式は、px = 1となる。個人は、予算制約の中で、特性ベクトルの変換式である(2)式の条件の下で、効用関数(1)式を最大化するように資産構成を決定する。効用関数は、次のような 2 次形式で近似する。

$$u = u_1 z + z' U_2 z \tag{3}$$

変換行列Bが正則行列なら、 $x = B^{-1}z$ となる。ここで $q = pB^{-1}$ とすれば、 $px = pB^{-1}z = qz$ となり、予算制約式は、

$$qz = 1 (4)$$

と書き換えられる。したがって(4)式の制約の下で(3)式を最大化する問題を解けば、一階の条件から、

$$q = \frac{1}{\lambda}(u_1 + z'U_2) \tag{5}$$

を得る。ただしλはラグランジュ係数であり、貨幣の限界効用に対応する。(5)式から

$$x' = -u_1 U_2^{-1} B^{-1}' + \lambda p B^{-1} U_2^{-1} B^{-1}'$$
 (6)

となり、資産需要関数が導かれる。ここで、各特性に対して帰属価格 $q=pB^{-1}$ が考えられ、 U_2^{-1} はその特性の帰属価格の反応係数あるいは代替行列を表している。

2.4 実証分析の方法と結果

2.4.1 分析方法

日本銀行の資金循環統計から得られる各種金融資産に関する家計の金融資産残高を当該資産の収益率で実質化した実質資産シェアを主成分分析し、得られた因子負荷行列を変換行列Bとして用いる。(5)式から U_2 を回帰分析により推計し、 U_2^{-1} を求める。さらに、(6)式から資産需要関数を求めることができる。 15

2.4.2 使用データ

表 2.1 金融資産の収益率データ

	公2.1 並間英注・バー・フ
金融資産	収益率
現金	一定値
流動性預金	普通預金金利
定期預金	銀行定期(1 年)
譲渡性預金	譲渡性預金平均金利(新規発行分、90 日以上 180 日未満)
外貨預金	米 TB レ-ト (3 か月)
国債	利付国債 10 年物東証上場利回り。1999 年以降公社債店頭売買参考統計値(平均値)。
地方債	地方債 10 年物応募者利回り。1999 年以降公社債店頭売買参考統計値(平均値)。
政府保証債	政府保証債東証上場利回り。1999 年以降公社債店頭売買参考統計値(平均値)。
金融債	利付債 5 年物東証上場利回り。1999 年以降公社債店頭売買参考統計値(平均値)。
事業債	事業債東証上場利回り。1999 年以降公社債店頭売買参考統計値(平均値)。
	収益率を以下の式で計算し、その3か月移動平均値に、一定値のプレミアムを加えたもの。
投資信託	収益率 = = (当期期末純資産残高 – 前期期末純資産残高) – 資産差引増減
	· 前期期末純資産残高 前期期末純資産残高
信託	指定金銭信託予想配当率(5年以上)。ただし、2006年第3四半期以降は預入金額300万円以上1千万円未満の6か月定期預金金利で代用。
株式	第一部市場収益率(日本証券経済研究所『株式投資収益率』)の 3 か月移動平均値に、一定値のプレミアムを加えたもの。
保険	生命保険の一般勘定資産運用利回り(2001 年度以降は生命保険協会年次統計公表値による)
年金	厚生年金基金の修正総合利回り(企業年金連合会)の3か年移動平均に、一定値のプレミアムを加
<>>	えたもの。

出所)吉川[2017a]、p.389の表 6.1。

⁻

¹⁵ 今回、収益率データのうち債券類の収益率として用いる予定である公社債店頭売買参考統計値(平均値)のデータが現時点までに入手できず、新たな実証分析をおこなえていない。 今後、当該データを作成でき次第(できない場合は代替データを利用して)直近まで新たに分析をおこない、その結果を報告する予定である。

(1)金融資産残高シェア

日本銀行『資金循環統計』残高表を用い、15の金融資産に分類した。

(2)金融資産の収益率

資金循環統計の残高表データの作成方法を考慮して、できるだけ対応する収益率を採用した。具体的には表 2.1 に示されている方法で収益率データを作成している。

(3)計測方法

収益率の逆数を価格として金融資産残高シェアを実質化する。ただし、現金は収益率を一定値とする。また、マイナスの収益率となる期が存在する投資信託、株式、年金は、収益率に一定値のプレミアムを加えてマイナスの収益率を回避している。

(2)式の実質金融資産残高シェアを特性ベクトルに変換する変換行列Bとしては、実質金融資産残高シェアを主成分分析した結果から得られる因子負荷行列を利用する。

主成分分析をおこなった結果、第 1 因子から第 5 因子までで全体の変化の 90% 程度を説明できるので、第 1 因子から第 5 因子まで採用することにする。第 1 因子から第 5 因子までの因子負荷量を示したのが表 2.2 の因子負荷行列である。各因子と各金融資産との相関係数を示す因子負荷行列および因子得点の時系列の推移から、第 1 因子から第 5 因子までの各因子が示す性格を特性として検討した。

表 2.2 因子負荷行列 B

	第1因子	第2因子	第3因子	第4因子	第5因子
現金	-0.30623	0.70174	0.52493	-0.2076	0.09764
流動性預金	-0.02391	0.73273	-0.56231	0.19136	0.03953
定期性預金	0.83908	0.30995	-0.02746	0.12796	-0.22093
譲渡性預金	0.38307	-0.00575	-0.55881	0.19314	0.69051
外貨預金	-0.28102	-0.34671	-0.33895	0.70014	-0.24194
国債	-0.57786	0.67419	-0.05639	0.25507	0.0139
地方債	0.93799	0.22071	0.02298	0.1163	-0.01464
政府関係機関 債	0.84768	0.15254	0.10112	0.02129	0.19115
金融債	0.96994	-0.05323	-0.06264	0.13295	-0.0626
事業債	0.92253	0.12239	0.27192	-0.01704	-0.09168
投資信託	-0.39304	0.60653	0.39313	0.36184	0.06749
信託受益権	0.93296	0.1988	0.14696	0.05625	-0.14525
株式・出資金	-0.32566	-0.10475	0.30099	0.81805	-0.03573
保険	0.73398	-0.28549	0.3777	0.33813	0.18153
年金	-0.30234	-0.32227	0.67012	0.09462	0.31125

出所)吉川[2017a]、p.391の表 6.3。

注)金融資産ごとにプラスもしくはマイナスの相関係数が最大の値を太枠で囲み表示している。

また、因子得点の時系列の推移をグラフにしたものが図 2.1、図 2.2 である。

図2.1 因子スコア (第1因子-第3因子)

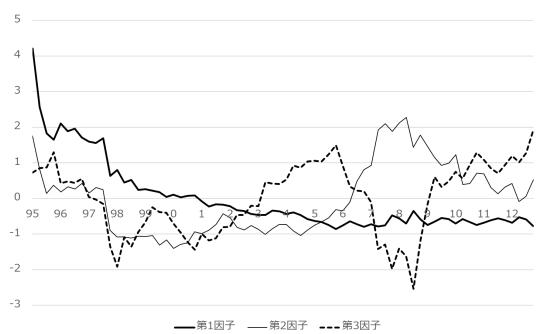
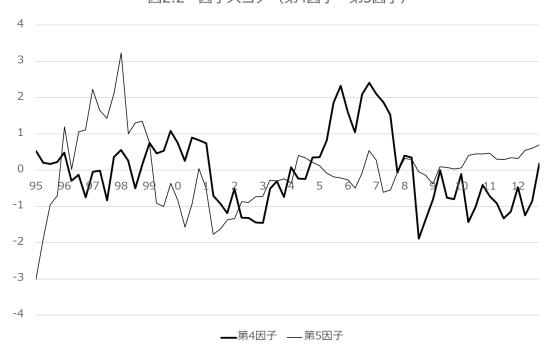


図2.2 因子スコア(第4因子-第5因子)



出所) 図 2.1、図 2.2 とも吉川[2017a]、pp.391-392 の図 6.1、図 6.2。

5 つの因子の性格を解釈するにあたっては、金融資産選択行動の特性モデルによる分析の先行研究である明石[1998]や吉川[2011]を参考に、以下のような性格付けを試みた。

- ① 安全性因子(収益の確実性を重視)
- ② 危険性因子(収益性を重視)
- ③ 流動性因子
- ④ 保障性因子(流動性をもつ資産と代替的かつ老後保障などを重視する資産と補完的)

そうした検討をおこなって得られた各因子の性格を表 2.3 に示している。なお、第 5 因子は、譲渡性預金と正の相関があり、それ以外の資産との相関は小さい因子ということで、とりあえず譲渡性預金(NCD)関連因子とした。

表 2.3 因子の性格

	-		-	
	第1因子	第2因子	第3因子	第4因子
因子の性格	安全性因子	流動性因子	保障性因子	危険性因子
正の相関をもつ資産	定期性預金 債券類(国債を除く) 信託 保険	流動性預金 現金	年金 保険	株式・出資金 外貨預金 投資信託
負の相関を もつ資産	現金 流動性預金	保険 年金 外貨預金	流動性預金 譲渡性預金	
特徴	ある程度収益が期待され、期待される収益の確実性を重視しているとも考えられる。また、因子得点の推移をみても、周期性がない。	現金など流動性の高い資産と正の相関がある。	現金と正の相関があるが、流動性預金と代替的で、年金、保険のように保障性のある 資産と補完的。	因子得点が周期的な 変動をともなう因子 である。

出所)吉川[2017a]、p.392の表 6.4。

特性モデルにおいて、行列 U_2^{-1} は各特性に対する効用関数の 2 次係数行列 U_2 の逆行列である。各特性に対して帰属価格 $q=pB^{-1}$ を考えれば、 U_2^{-1} はその特性の帰属価格の反応係数(あるいは代替行列)を表している。そこで、(5)式

$$q = \frac{1}{\lambda}(u_1 + z'U_2)$$

により、qをzで回帰することで U_2 を推計し、 U_2^{-1} を計測する。 16

こうして推計された U_2 の逆行列が代替行列 U_2^{-1} である。その計算結果は表 2.4 に示されている。 U_2^{-1} は、貨幣価値で測った特性の代替行列であり、この行列の対角要素は自己代替効果を、非対角要素は交差代替効果を表している。 17

 U_2 は、理論的には対称行列かつ対角要素が負となる必要がある。推計方法については吉川[2017a]などを参照。

¹⁷ 理論的には、 U_2^{-1} の対角要素である自己代替係数は負になることが期待される。

表 2.4 代替行列 U2-1

		21	1 1 1 1 2 2		
	第 1 因子 (安全性)	第 2 因子 (流動性)	第3因子 (保障性)	第 4 因子 (危険性)	第 5 因子 (NDC 関連)
第1因子	-0.10707	-0.00812	-0.00070	0.00623	0.01854
第2因子	-0.00812	-0.00235	-0.00115	0.00151	0.00160
第3因子	-0.00070	-0.00115	-0.00028	0.00070	0.00182
第4因子	0.00623	0.00151	0.00070	-0.00320	0.00000
第5因子	0.01854	0.00160	0.00182	0.00000	-0.00241

出所) 吉川[2017a]、p.394 の表 6.6。

家計は、資産価格から金融資産のもつ各特性に対応した帰属価格qを計算し、予算制約の下で、効用を最大化するように特性の組み合わせを選択し、それを実現するように各種金融資産を選択する。表 2.4 に示した代替行列 U_2^{-1} は、各特性に対する帰属価格qの反応係数を示す行列といえる。

代替行列の特徴として、とくに安全性因子の自己代替係数はかなり大きく、この因子に関連している定期性預金、保険は、その資産価格が変化すると他の特性への代替需要が発生しやすいことを示している。その他の因子はそれほど自己代替係数が大きくなく、他の特性への代替需要があまり大きくなく、比較的安定的だったことを示している。

3. 特性アプローチによる金融資産間の需要の変化

特性アプローチを適用したモデルによる各金融資産への需要を具体的に調べるために(6)式

$$x' = -u_1 U_2^{-1} B^{-1}' + \lambda p B^{-1} U_2^{-1} B^{-1}'$$

により、シェアxに関する金融資産価格の係数(価格反応係数)を算出することができる。金融資産のもつ特性に注目した資産需要関数を計測し、金融資産選択行動の分析をおこなうことで、安全性や収益性といった金融資産の特性だけではなく、保険や年金のもつ金融資産の特性である保障性に関して分析をおこなうことができる。そこで保険と年金について、他の金融資産との関係を検討してみる。

表 3.1 は、定期性預金、保険および年金の各金融資産との価格反応係数を示したものである。表 3.1 では価格反応係数の値の降順(大きい順)に並び替えて表示してある。価格反応係数が正の資産は代替的な資産、負の資産は補完的な資産である。

		/ 	
王 つ 1	宁阳州拓仝		と各金融資産の価格反応係数
- / ∨ 1. I	1F #H1T 1'U 77 .	一大地のみしたサポ	7 谷壶兜目座()加州台()加州金()

12 3.1		WIKO PO TIME	_ 口业队员生			
	定期性預金		保険		年金	
年金	0.002195	年金	0.001144	信託受益権	0.002304	
譲渡性預金	0.001928	譲渡性預金	0.000970	事業債	0.002229	1
国債	0.001451	現金	0.000575	定期性預金	0.002195	챁
株式・出資金	0.001166	投資信託	0.000557	地方債	0.002027	白
投資信託	0.001054	国債	0.000473	金融債	0.002019	^
現金	0.000548	株式・出資金	0.000305	政府関係機関債	0.001514	1
外貨預金	0.000536	流動性預金	-0.000111	保険	0.001144	
流動性預金	0.000004	保険	-0.000135	流動性預金	-0.000099	
保険	-0.001243	政府関係機関債	-0.000326	現金	-0.000223	
政府関係機関債	-0.001895	外貨預金	-0.000337	投資信託	-0.000598	Á
地方債	-0.002973	地方債	-0.000871	外貨預金	-0.000636	•
金融債	-0.003036	事業債	-0.000943	譲渡性預金	-0.000705	袸
事業債	-0.003317	金融債	-0.001005	株式・出資金	-0.000742	붓
信託受益権	-0.003541	信託受益権	-0.001108	国債	-0.001020	白
定期性預金	-0.003550	定期性預金	-0.001243	年金	-0.001038	
=C	1 200 0 =	= c o +\ > /-+				

出所)吉川[2017a]、p.396の表 6.8 から作成。

表 3.1 に示されている結果をまとめると以下の通りである。

- ① 定期性預金は年金、国債、株式・出資金、投資信託、現金の順に代替的、保険、 国債以外の債券類と補完的である。
- ② 保険は年金と代替的であり、定期性預金と補完的である。
- ③ 年金は定期性預金と国債以外の債券類と代替的であり、国債、株式・出資金とは補完的である。

定期性預金への需要は年金や収益性のあるリスク資産と代替的であり、それらの金融資産の需要に移行する。保険への需要は収益性のあるリスク資産と代替的であり、それらの金融資産の需要に移行する。また定期性預金とは補完的であり、定期性預金の需要の減少により保険需要も減少する。年金はリスク資産とは補完的であり、同じ方向へ需要は変化する。

分析期間における金融資産残高シェアの推移をみると、保険のシェアは下降トレンドがあるのに対し、年金のシェアには上昇トレンドがみられる。つまり、保険のシェアは超低金利という状況のなかで定期預金とともにシェアが減少しているといえる。

それに対し、年金は定期預金や保険の代替資産としてシェアを伸ばしてきたと考えられる。分析における年金の内容は個人年金商品など私的年金である。そのシェアが伸びた理由は、次のように考えられる。超低金利、少子高齢化という状況の下では、公的年金の所得代替率が低下すると予想される。そうした状況のなかで、老後の資産を確保するため家計は金融資産(商品)に対して収益性と保障性を求めている。これまで述べてきた特性アプローチによる分析結果は、そうした状況を合理的に説明できるものといえる。

このように特性アプローチによる分析からは、各特性、あるいは金融資産間の代替性、補完性を計測できる。近年の日本の家計が保有する金融資産残高シェアの変化について、図 1.1 のデータの推移のグラフからは 2004 年以降の定期性預金のシェア

の低下と株式・投信のシェアの上昇は対称的な動きをしていて、それは定期性預金から株式・投信へと代替が起きたようにもみえる。しかし、特性アプローチによる分析では、定期性預金は私的年金や投資信託に、保険は私的年金などに、それぞれ代替したという結果が得られている。18

4. 保険需要と資産保有の世代間格差

4.1 全国消費実態調査の年齢階層別のデータ

保有資産の世代間格差の存在は以前から指摘されているが、全国消費実態調査や家計調査など世帯主年齢階層別のデータからは、高齢世帯への家計資産の集中が進んでいること、30 代未満の世帯では流動性資産のシェアが顕著に高く、高齢世帯に比べ、金融資産全体の収益率が低いことが読み取れる。これらは近年、家計保有金融資産の世代間格差が広がっていることを示している。

図 4.1 は 2014 年の全国消費実態調査により、世帯主の年齢階層別に保有する金融資産額を示したものである(表 4.1 にそのバックデータを示した)。ライフサイクルを考えると当然であるが、若い世代ほど保有する金融資産残高の総額は少ない。

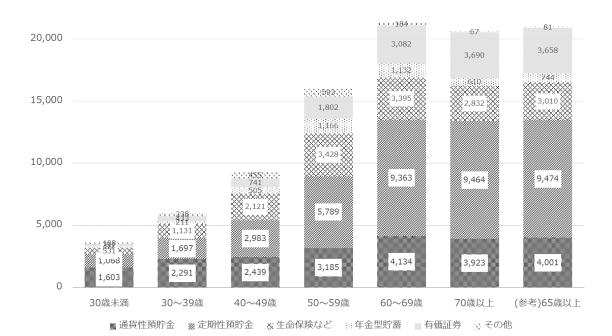


図4.1 年齢別金融資産残高(全国消費実態調査、2014年、千円)

_

¹⁸ この章の分析に関する記述は吉川[2016]の分析結果による。

夷 ⊿ 1	年齢階層別金融資産残高	(全国消費宝能調査	1世帯当たり、	2014 年	十田)
77 T. I	4-800月月70五日月773日	一十四四目大怒则曰、	1 19 15 -1 1/1 1/1	Z() T ++ \	1 1 1/

	30 歳	30~39	40~49	50~59	60~69	70 歳	(参考)
	未満	歳	歳	歳	歳	以上	65 歳以上
通貨性預貯金	1,603	2,291	2,439	3,185	4,134	3,923	4,001
定期性預貯金	1,068	1,697	2,983	5,789	9,363	9,464	9,474
生命保険など	531	1,131	2,121	3,428	3,395	2,832	3,010
年金型貯蓄	89	211	505	1,166	1,132	610	744
有価証券	211	433	741	1,802	3,082	3,690	3,658
その他	108	238	455	593	184	67	81
貯蓄残高	3,611	6,001	9,244	15,962	21,290	20,587	20,967

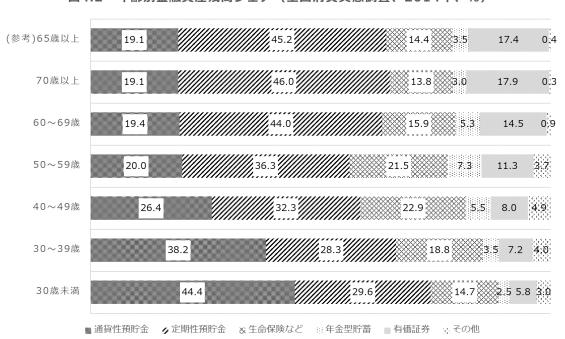
出所) 図 4.1、表 4.1 とも全国消費実態調査(1世帯当たり、2014年)

図 4.2 に示されているように、若い世代は通貨性預貯金と定期性預貯金が大きなシェアを占めている。つまり若い世代は流動性あるいは安全性を選好していることを示している。

通貨性預貯金のシェアは年齢階層が高齢になるにつれて低下している。逆に有価証券として示されているリスク資産のシェアは年齢階層が高齢になるにつれて上昇している。若い世代は貯蓄残高が少ないので、それを前提とすると、余裕資金の多寡が影響していると考えられる。

ところで定期性預貯金のシェアは、年齢階層が高齢になるにつれて上昇している。 通貨性預貯金のシェアは年齢階層が高齢になるにつれて低下しているので、流動性 と安全性に関連する資産は異なった傾向をもっていることがわかる。このことは、家計 の金融資産保有行動を考える際には両者を区別する必要があることを示唆している。

図4.2 年齢別金融資産残高シェア(全国消費実態調査、2014年、%)



出所)全国消費実態調査(1世帯当たり、2014年)

4.2 家計調査による年齢階層別金融資産残高シェアの推移

次に家計調査の貯蓄・負債編(二人以上の世帯)のデータを使って、年齢階層別金 融資産残高シェアの推移をみてみる。

図 4.3 は安全資産、リスク資産、保障性資産、流動性資産別の各年齢層のシェアの 変化を示している。安全資産のシェアはすべての年齢層で低下傾向にあり、これは超 低金利の影響と考えられる。リスク資産のシェアはその特性上、周期的に変化している が、平均すると年齢階層が高くなるほどシェアが上昇する。保障性資産のシェアは 30 代、40代の年齢層以外では緩やかな低下傾向がみられる。30代、40代の年齢層の 低下はやや急になっている。各年齢層とも流動性資産のシェアの上昇が認められる。

目立った変化としては、29 歳以下の若い世代において、2017 年以降安全資産の シェアが低下し、代わって保障性資産のシェアが上昇して順位が入れ替わっているこ とである。また、30代、40代の年齢層で流動性資産のシェアが目立って上昇して、最 大のシェアになっている。70代の年齢層でも流動性資産のシェアの上昇がみられる。

全体的に各年齢層とも流動性資産のシェアの上昇が認められる。また安全資産の シェアは減少幅に違いはあるが各年齢層で低下している。

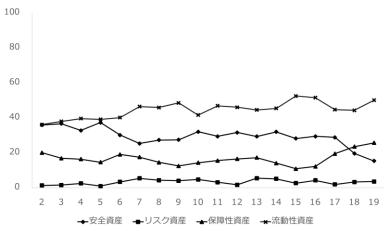


図4.3(1) 特性別の金融資産残高シェア(29歳以下、%)

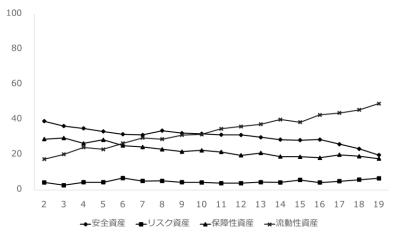


図4.3(2) 特性別の金融資産残高シェア(30~39歳、%)

図4.3(3) 特性別の金融資産残高シェア(40~49歳、%)

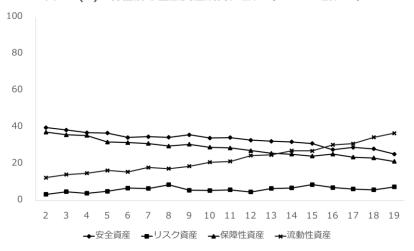


図4.3(4) 特性別の金融資産残高シェア (50~59歳、%)

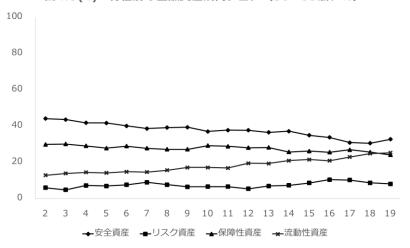
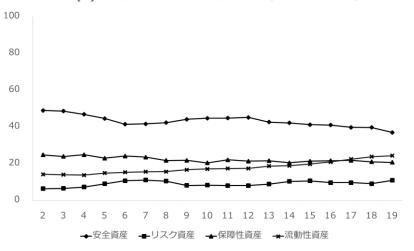


図4.3(5) 特性別の金融資産残高シェア (60~69歳、%)



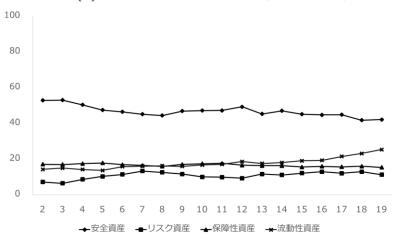


図4.3(6) 特性別の金融資産残高シェア(70歳以上、%)

出所)「家計調査」(貯蓄・負債編 二人以上の世帯)、貯蓄・負債(世帯主の年齢階級別)(各年)注)一世帯当たりデータより作成。その年の各資産の残高合計は貯蓄総額と一致している。

- 3. の表 3.1 に特性アプローチによる分析結果をまとめておいた。表 3.1 に示されている結果から、年齢階層別のデータについて以下のように推論できる。
- ① 定期性預金は年金、国債、株式・出資金、投資信託、現金の順に代替的、保険、 国債以外の債券類と補完的である。

各年齢層で起きている定期性預金のシェアの低下は年金、国債、リスク資産、現金へとその需要がシフトしたと考えられる。

- ② 保険は年金と代替的であり、定期性預金と補完的である。
- 30代、40代の年齢層でみられる保障性資産のシェアの低下は、保険への需要は代替的な金融資産である年金に需要が移る一方、補完的な金融資産である定期性預金とともにシェアを低下させていると考えられる。
- ③ 年金は定期性預金と国債以外の債券類と代替的であり、国債、株式・出資金とは 補完的である。

保険への需要は年金へもシフトしたと考えられるので、30 代、40 代の年齢層以外の年齢層では保障性資産全体としてのシェアの低下は緩和されていると考えられる。

このように特性アプローチによる分析結果を考慮すると、必ずしも安全性(定期性預金)から収益性(株式、投資信託)へと特性(あるいはその特性をもつ金融資産)への需要が変化するのではなく、安全資産への需要は将来収入への保障という特性をもつ保険資産への需要の変化として反映されているのではないかと考えられる。流動性資産のシェアの上昇も考えると、手元流動性の確保ということから類推して、将来の不確実性への不安と将来の必要資金の不足への不安という両方の不安が金融資産選択行動に反映されているのではないかと考えられる。

最後に、図 4.4 は年齢階層別に保有する金融資産残高総額の推移を示している。 60代と70代以上の年齢階層では順位の入れ替わりが生じている。しかし他の年齢階 層間の順位は入れ替わっておらず、年齢の高い階層ほど多くの金融資産を保有して いる。各年齢層とも金融資産残高総額はほぼ横ばいとなっている。

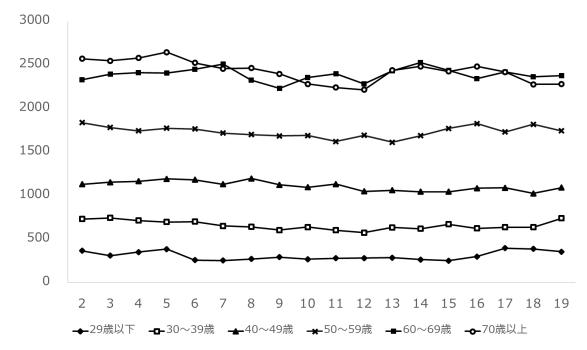


図4.4 年齢階層別金融資産残高の推移(家計調査、万円)

出所)「家計調査」(貯蓄・負債編 二人以上の世帯)、貯蓄・負債(世帯主の年齢階級別)(各年)注)一世帯当たりデータより作成。

5. 年金保険と老後の生活保障

5.1 持続可能を目的とした公的年金制度改革

2019 年 6 月の金融審議会市場ワーキング・グループ報告書[2019]は、「人生 100 年時代、2000 万円が不足」として「公的年金制度に頼った生活設計だけでは資金不足に陥る可能性に触れ、長期・分散型の資産運用の重要性を強調した」(日本経済新聞 6 月 3 日付)。今後、家計が「高齢社会における資産形成・管理」を考える上で、保険や私的年金への関心が高まってくると予想される。資金循環統計の家計保有の金融資産残高データは、すでにそのような家計の資産選択行動の変化を示しているといえるだろう。

ところで、多くの高齢者にとって、老後の生活資金の核となる収入は公的年金の受給である。ところが、日本の公的年金制度は超高齢社会を想定したものではないため、長期的視野に基づいた持続可能な年金システムを構築しなければ、年金財政は破綻することは確実である。原因は受給者である増加する高齢者への給付額に対して現役世代の人口減少による歳入額の減少である。

持続可能な年金制度改革とはどういうものなのか、マクロ経済にはどのような影響があるのかについて、米国の公的年金制度の改革の影響を動学的一般均衡モデルにより分析した論文を紹介する。

5.2 米国の年金制度改革のマクロ経済への影響

Kitao[2014]は、米国における年金財政を均衡させる 4 つの具体的な政策オプションを提示し、それぞれの政策によって引き起こされる経済への影響、および厚生効果を分析した。その内容の概略は以下の通りである。19

次に示す 4 つのオプションの目的は、高齢化による人口構造の変化を踏まえた上で、長期的視野に基づいた持続可能な年金システムを構築することであり、年金支出と収入を一致させることを必要条件としている。4 つのオプションは、以下の通りである。

- (1) 所得にかかる保険料率を引き上げて収入を増やす。年金支給額や支給開始年齢に手はつけず支出面に関わる制度は現状を維持し、高齢化による支出の増加は保険料の引き上げで対処する。
- (2) 毎月の1人当たりの支給額を減らす、あるいは各人の支給開始年齢を引き上げることにより総支出を引き下げ、収支を均衡させる。
- (3) 年金保険料、代替率は変更せず、年金支給開始年齢の引き上げにより年金支出を収入に見合う水準まで引き下げる。
- (4) 年金支給に収入制限を導入することにより収支均衡を達成させる。具体的には、 賃金、資産からの収入があれば、その同額分支払い年金を減額する。

このような政策の実施による年金支給額の減額や、増税による手取り賃金の大きな変化は、個人の消費、貯蓄、労働に関するインセンティブといったマクロ経済に影響を与える。例として以下のようなことがあげられる。

- ・ 年金の大幅削減が決定されれば、日々の支出を減らして老後に向けた貯蓄に回す人が増えるかもしれない。
- ・ 貯蓄が大幅に増えて銀行の預金残高が増えれば、企業が投資に使うことのできる 資産が潤沢になり、金利が低下するかもしれない。
- ・ 企業が借り入れを増やし生産高が伸びれば人手が足りなくなり、求人倍率が上がって賃金が上昇するかもしれない。
- ・ 収入が増えて仕事のオプションが増えれば、引退を遅らせてもう1年長く働いたり、 残業を増やしたりする人が増えるかもしれない。
- ・ より多くの資本や労働力が生産活動に向けられれば、さらに多くのモノやサービスが生まれ、経済成長が促進される。

表 5.1 は、上記 4 つの政策オプションについて、マクロ経済への影響をまとめたものである。

¹⁹ この節の記述は、北尾[2014]から引用および要約したものである。

表 5.1 4	4 つの政策オプションの具体策とマクロ経済への影響
	オプション 1

	オプション 1
所得にかかる保険料率	を引き上げて収入を増やす。
具体的な政策	所得にかかる税率を現在の水準から約10%引き上げる。
フカロダ文本の単郷	支出を減らすほかの政策オプションに比べてマクロ経済的なコスト
マクロ経済への影響	が非常に大きくなる。
	オプション 2
毎月の1人当たりの	支給額を減らす、あるいは各人の支給開始年齢を引き上げることにより
総支出を引き下げ、収	支を均衡させる。
	保険料率を変えずに1人当たり支給額を減らすことで対応した場合、
具体的な政策	所得代替率(年金支給額の平均賃金に対する割合)を約3分の1
	(32.6%) 引き下げる必要がある。
	第 1 のオプションに比べて総資本は 15%高く、金利は 1%低い結果
	となる。
	年金支払額が減らされれば、支給額に変更のない第1のオプションに
マクロ経済への影響	比べて老後の支出のより多くの部分を自己資金で賄う必要があるた
	め、貯蓄が大きく増加する。
	豊富な資本と経済活動の活発化は労働需要を喚起し、時間あたりの平
	均賃金は約6%上昇する。
	オプション 3
年金保険料、代替率は	変更せず、年金支給開始年齢の引き上げにより年金支出を収入に見合う
水準まで引き下げる。	
日件的共和签	支給開始年齢を現在の 66 歳から 7 年遅らせ、73 歳にまで引き上げ
具体的な政策	る必要がある。
	第2のオプションと同様の影響が生じると予想される。年金支給率が
	下がり賃金が上昇することによりこの傾向はさらに強まる。
	第2、第3のオプションでは生涯の平均労働年数は第1のオプション
マクロ経済への影響	に比べてそれぞれ2年2カ月、1年8カ月も上昇する。
	労働年数だけでなく、各年齢における平均労働時間も上昇すると考え
	られる。
	結果、平均賃金の上昇と相まって生涯賃金額は大幅にアップする。
	オプション 4
年金支給に収入制限を	導入することにより収支均衡を達成させる。
具体的な政策	賃金、資産からの収入があれば、その同額分支払い年金を減額する。
	一見したところ、公平度が増してより効率的な支給ができると思われ
	るこのオプションは、実はマクロ経済にとっては大きなマイナスの影
	響をもたらす。
	第1に、年金受給開始年齢以後の労働意欲が大幅に減退する。66歳
	に達した時点で労働参加率は約 40%から 10%以下へと急降下する。
マクロ経済への影響	年金に収入調整が行われることにより、賃金に対する所得税が 66 歳
	を境に大幅に引き上げられるのと同じ効果が生まれる。
	第2に、仕事をやめて賃金がゼロになっても、資産収入があればある
	ほど年金額が少なくなることを見越して資産形成への意欲もそがれ
	てしまう。
	総資本は4つの選択肢の中でも最も低い水準となる。
出所) 北尾早霧[2014]	から作成。

政策の変更に関する長期的な評価と短期的な評価とは分けて考える必要がある。

公的年金システムを完全に廃止するという極端な政策を例にして考えてみる。

米国のような賦課方式の年金制度が廃止されれば、貯蓄は上昇し、賃金増と所得税率の低下により労働意欲が高められる。公的年金がなくなれば、国民総生産や個人消費も上昇する。したがって、公的年金がなくなれば、「長期的には」マクロ経済にも、個人の厚生にも、大きなプラスの影響が及ぶことは数多くの理論および計量研究が明らかにしている。

しかし、同じ結果が短期的にあてはまるわけではない。短期的な影響を考えるために来年から公的年金制度を完全撤廃すると発表したらどうなるかを考えてみる。

すでにリタイアし、年金を頼りに老後を送っていた高齢者の多くはマイナスの影響を うける。働き盛りの世代にしても消費を大幅に減らして貯蓄を増やしたり、早期退職計 画を撤回したりといった人生設計の変更を余儀なくされるだろう。そうして短期的に個 人消費が冷え込めば、企業は投資を控えて生産を抑制し、雇用は削減され失業率が 上昇し、不景気が誘発されるかもしれない。そのような一時的ではあるが経済的苦難 を、将来世代のために必要な犠牲だからといって許容する有権者はあまりいないだろ う。

政策がより緩やかに導入され、現役世代にはこれまでの保険料支払いに応じた代償が支払われるなど、過渡的な処置がとられれば政策移行に伴うコストも軽減できるかもしれない。しかし、年金制度改革ほかの多くの制度改革と異なり、政策の変化によってマイナスの影響を受ける人とそれを相殺するプラスの恩恵を受ける人がいる「ゼロサム・ゲーム」ではない。それは、何もしなければ収支がやがてマイナスになりシステムが破綻するという状況の中、選択肢は支給額を減らすか、税を増やすかしかないからである。どちらの選択肢を採っても好意的に受け止められることはない。新しい年金制度への移行方法を決定するということは、制度変更に関わる「移行コスト」を誰にどの程度配分するかを決めることである。

一般均衡モデルによる分析では、支出を削減する第 2、第 3 のオプションは、保険料を引き上げる第 1 のオプションと比較して長期的にはプラスの影響が大きいものの、移行に伴う短期的なコストは大幅に上昇する。とりわけ、期待していた年金額が徐々に減らされる高齢者や 50 歳以上の世代にとっては負担の大きい改革となっている。

長期的には賃金も上がり所得にかかる保険料率も下がるため、将来世代は支出削減を伴う政策からより大きな恩恵を受ける。しかしこれらの変化は段階的に発生するため、現在の若者世代が受ける効用は第 1 のオプションの方が高くなる。また、年金の減額により貯蓄が大幅に増加し、金利が低下することにより、現役世代の同年齢の人の間でも資産保有額の多い人への負担がより大きくなる。20

このように、年金制度改革は発生する負担を全員で分担するしか選択肢がないため、なかなか実行が困難な改革であり、日本においても大きな課題となっている。

_

²⁰ 金利の低下は貸し手である資産保有者への利益の分配の減少をもたらし、資産保有額の 大きい貸し手により不利に働く。

5.3 民間金融の役割と私的年金

日本は各国に先駆けて急速に少子高齢社会となった。米国同様、公的年金制度はこのままでは財政破綻してしまう状況である。したがって、いずれ年金支出と収入を一致させ公的年金制度が持続可能となるためには、結局、改革によるマイナスの影響を誰がどのように負担すること帰着する。保険料率の引き上げにしろ、支給額の引き下げにしろ、大きな痛みを伴う人、世代が必ずでてきてしまうということである。

どのような政策オプションがとられても、あるいは移行期に緩和処置がとられても、家計にとっては、まずは金銭的な支援が得られる選択肢が存在すれば不安は和らげられるだろう。したがって民間金融の役割として、公的年金改革による保険料引き上げや支給額の引き下げを補償する商品を開発することが考えられる。既存の金融商品としては私的年金がそうした特性をもつ商品として思い浮かぶ。

今回の調査では具体的な案を提示するまでには至らなかった。しかしすべての年齢階層で流動性資産のシェアが上昇していることから、公的年金制度がとうなるかも含めて、将来の不確実性への不安や老後の生活資金が十分得られるだろうかという不安などが、近年の家計の金融資産選択行動に影響していることが考えられる。したがって、貯蓄の新たな受け皿として上で述べたような金融商品が必要ではないかと思われる。

金融商品の選択肢の多様化はさまざまな金融資産需要に対応可能になることで不安を解消するメリットの一方で、選択に迷うということで不安の軽減どころか逆に不安を助長してしまうディメリットも考えられる。その対策としては、家計は金融リテラシーを向上させること、金融機関は商品理解を促進するような方策をとることが必要となるだろう。

5.4 まとめ

5.4.1 結果のまとめ

- (1)特性アプローチによる分析結果
- ① 定期性預金への需要は年金や収益性のあるリスク資産と代替的であり、それらの 金融資産の需要にシフトする。
- ② 保険への需要は収益性のあるリスク資産と代替的であり、それらの金融資産の需要にシフトする。また保険への需要は定期性預金とは補完的であり、定期性預金の需要の減少により保険需要も減少する。
- ③ 年金はリスク資産とは補完的であり、同じ方向へ需要は変化する。
- ④ 分析期間における金融資産残高シェアの推移をみると、保険のシェアは下降トレンドがある。つまり保険のシェアは超低金利という状況のなかで定期預金とともにシェアが減少しているといえる。これは保険への需要は定期性預金とは補完的であるという特性アプローチの結果と整合的である。
- ⑤ それに対し、年金のシェアには上昇トレンドがみられる。年金は定期預金や保険 の代替資産としてシェアを伸ばしてきたと考えられる。

⑥ 分析における年金の内容は個人年金商品など私的年金である。そのシェアが伸びた理由は、次のように考えられる。超低金利、少子高齢化という状況の下では、公的年金の所得代替率が低下すると予想される。そうした状況のなかで、老後の資産を確保するため家計は金融資産(商品)に対して収益性と保障性を求めている。これまで述べてきた特性アプローチによる分析結果は、そうした状況を合理的に説明できるものといえる。

(2)年齢階層別の分析結果

- ① 特性アプローチの分析結果から、定期性預金は年金、国債、株式・出資金、投資信託、現金の順に代替的、保険、国債以外の債券類と補完的である。各年齢層で起きている定期性預金のシェアの低下は年金、国債、リスク資産、現金へとその需要がシフトしたと考えられる。
- ② 特性アプローチの分析結果から、保険は年金と代替的であり、定期性預金と補完的である。30代、40代の年齢層でみられる保障性資産のシェアの低下は、保険への需要は代替的な金融資産である年金に需要が移る一方、補完的な金融資産である定期性預金とともにシェアを低下させていると考えられる。
- ③ 特性アプローチの分析結果から、年金は定期性預金と国債以外の債券類と代替的であり、国債、株式・出資金とは補完的である。保険への需要は年金へもシフトしたと考えられるので、30代、40代の年齢層以外の年齢層では保障性資産全体としてのシェアの低下は緩和されていると考えられる。
- ④ このように特性アプローチによる分析結果を考慮すると、必ずしも安全性(定期性預金)から収益性(株式、投資信託)へと特性(あるいはその特性をもつ金融資産)への需要が変化するのではなく、安全資産派の需要は将来収入への保障という特性をもつ保険資産への需要の変化として反映されているのではないかと考えられる。
- ⑤ 流動性資産のシェアの上昇も考えると、手元流動性の確保ということから類推して、 将来の不確実性への不安と将来の必要資金の不足への不安という両方の不安が 金融資産選択行動に反映されているのではないかと考えられる。

5.4.2 今後の課題

(1) 進行中のもの

- ① 特性アプローチによる分析を直近までのデータを使って、金融資産需要を計測する。²¹
- ② 日米間の資金循環統計データの統計上の相違を取り除き、より正確な比較をおこ

²¹ 注 15 で述べたように、公表データに変更があり債券類の収益率としていた公社債店頭売 買参考統計値の平均値が利用できず、予定していたモデルを用いた実証分析をおこなえな かった。

なう。

- ③ 家計調査から得られるデータを使った特性アプローチによる分析を試みる。
- (2)今後の課題とするもの

公的年金制度改革の進展による私的年金の役割に関して、より具体的な結果を得る。

参考文献

- 明石茂生・吉川卓也[1994]「家計資産需要の属性分析」、成城大学『経済研究』、第 126号、177-198。
- 明石茂生[1998]「金融資産選択と特性分析」村本孜編著『日本人の金融資産選択: バブルの経験とビッグバンの影響』東洋経済新報社、pp.51-85。
- 伊藤雄一郎・瀧塚寧孝・藤原茂章[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―」、日本銀行ワーキングペーパーシリーズ、No.17-J-2、2017 年 4 月。
- 太田誠[1980]『品質と価格』創文社。
- 北尾早霧[2014]「年金財政の破綻を回避する 4 つの選択肢:米国で分析した制度改革の経済への影響と厚生効果」、日経ビジネス・オンライン、2014 年 8 月 18 日。
- 吉川卓也[2011]「特性モデルによる日本の家計の金融資産需要の分析:1970 年-2009年」、中村学園大学・中村学園大学短期大学部『研究紀要』、第43号、187-201。
- 吉川卓也[2016]「ランカスターの特性アプローチによる家計の金融資産選択行動の分析」、中村学園大学・中村学園大学短期大学部『研究紀要』第48号、2016年3月、pp.129-140。
- 吉川卓也[2017a]「特性アプローチからみた日本の家計金融資産保有行動」、成城大学『社会イノベーション研究』第12巻第1号、2017年2月、pp.379-402。
- 吉川卓也[2017b]「資金循環統計の改訂(08SNA ベース)の概要と家計金融資産残 高データへの影響」、中村学園大学・中村学園大学短期大学部『研究紀要』 第49号、2017年3月、pp.135-148。
- 吉川卓也・小平裕[1995]「生命保険需要の特性分析-簡易保険と民間生命保険-」、 成城大学経済研究所『研究報告』、No.5、1-30。
- 金融審議会市場ワーキング・グループ報告書[2019]、『高齢社会における資産形成・ 管理』、2019 年 6 月。
- 日本銀行調査統計局経済統計課金融統計グループ[2016]、「2008SNA を踏まえた 資金循環統計見直しの勘所」『日銀レビュー』2016 年 5 月 pp.1-8。
- 前田佐恵子[2015]「家計の金融資産・負債について」、財務省財務総合政策研究所 『ファイナンシャル・レビュー』、2015年第2号。
- 福原敏恭[2016]「日米家計のリスク資産保有に関する論点整理」、日本銀行調査論文、 2016年2月。
- 村本孜[2002]「金融システムと個人資産保有の特色」、生命保険文化センター『生命 保険論集』、140号、pp.1-47。
- 21 世紀の資金の流れの構造改革に関する研究会報告[2001]『家計の貯蓄率と金融 資産選択行動の変化及びそれらが我が国の資金の流れへの影響』、2001 年

4月。

- Kitao, Sagiri[2014], "Sustainable Social Security: Four Options," *Review of Economic Dynamics*, Elsevier for the Society for Economic Dynamics, vol. 17(4), pp. 756-779, October.
- Lancaster, K.[1966], "A New Approach to Consumer Theory", *Journal of Political Economy*, 74, pp.132-57.
- Michael and Becker[1973],"On the New Theory of Consumer Behavior", Swedish Journal of Economics, December.
- Muellbauer[1974], "Household Production Theory, Quality and the 'Hedonic Technique", *American Economic Review*, December.
- Muth[1966],"Household Production and Consumer Demand Functions", *Econometrica*, July.

目次

はじめに	1
1. 近年の日本の家計の金融資産保有の推移	
2. 金融資産の特性と家計の金融資産選択行動	
3. 特性アプローチによる金融資産間の需要の変化	15
4. 保険需要と資産保有の世代間格差	17
5. 年金保険と老後の生活保障	
参考文献	