

# 金融財政

## ビジネス

# Business

時事通信社

昭和23年7月8日 第3種郵便物認可  
毎週2回 月・木曜日発行(但し祝日を除く)  
購読料金 月額5,830円(税抜5,300円)

104-8178 東京都中央区銀座5-15-8  
©時事通信社2022

2022年(令和4年)  
7月21日[木]  
第11081号

時事トップ・コンフィデンシャル+

Contents 7.21

.corner	.page	.title	.writer
巻頭言	3	<b>気温上昇と経済成長</b> オックスフォード・エコノミクス在日代表 長井滋人	
解説	4	<b>「貯蓄から投資へ」を考える</b> 日本の家計金融資産は変わるか 龍谷大学経済学部教授 竹中正治	
column 照一隅	9	<b>ステークホルダー資本主義</b> 壮心不已	
column 采女橋	10	<b>「少し」意識高い系</b>	
探針(Probe)	11	<b>政務三役が47都道府県を行脚</b> 地域脱炭素推進で意見交換	
デジタル教室講義	12	<b>カンボジアの「パソコン」</b> 国立情報学研究所准教授 岡田仁志	
1カ月の出来事	13	<b>6月(円が1ドル=135円台に下落)</b>	
キーパーソン	13	<b>ユニリーバ</b>	
解説	14	<b>コロナ禍を超え、力強い回復へ向かう</b> 旅行取り巻く現状、課題と見通し 三菱UFJリサーチ&コンサルティング 観光戦略室 室長兼主任研究員 妹尾康志	
IPLリーダー	19	<b>知財リテラシーから見た日米金融機関の比較</b> IP経済研究所 所長 石井康之	
column スポーツサロン	20	<b>新ツアー「リブゴルフ」はSDGs ?</b> ゴルフジャーナリスト 船越園子	

# 「貯蓄から投資へ」を考える

## 日本の家計金融資産は変われるか

岸田内閣は「貯蓄から投資へ」を掲げ、日本の家計金融資産が預貯金に偏していることを修正し、「資産所得倍増プラン」を年内に打ち出すと表明している。預貯金に偏した日本の家計資産構成の原因と問題は何か。果たしてそれは変わり得るのか。マクロとミクロの双方の視点から考えてみよう。

### 現金・預金に偏した日本家計の金融資産構成

日本の家計金融資産の約半分を現金・預金が占めており、株式や株式を対象にした投資信託などリスク性の資産の比率は欧米諸国に比較して低い。このことが政策当局やアカデミズムの研究者の問題意識に強く上るようになったのは、筆者が知る限り1990年代ごろからだ。

まず日本の家計金融資産の現状を欧米と比較して見てみよう。図表1をご覧いただきたい。一目で分かる通り、日本の家計金融資産に占める

現金・預金比率は54%に及び、リスク性資産としてカテゴリーされる株式と投資信託は合計で14%だ。これと対照的なのが米国家計であり、現金・預金比率は13%、株式と投資信託の合計は51%にも及ぶ。ユーロ圏は日米の中間的な比率だ。

ちなみに、約2023兆円(2021年12月末)の日本の家計金融資産は、人口で割ると1人当たり平均約1600万円になり、実感と比べて大き過ぎると感じる人が多いだろう。この家計の金融資産データは、公私の年金や生命保険など最

最終的に家計に帰属する金融資産の全てが計上されている。

一方、個人は保有している金融資産残高についてアンケート調査などで問われると、現金・預金と証券口座の残高のみを金融資産として報告し、年金や生命保険などの形で保有している金融資産残高を認識していないケースがほとんどだ。従って両者の間に大きなギャップが生じる点にご注意いただきたい。

次に家計の金融資産の総額と内訳の推移を示したものが図表2である。90年に約1000兆円だった総額は、

龍谷大学経済学部教授  
竹中正治

たけなか・まさはる 79年東京銀行(現三菱UFJ銀行)入行、為替資金部次長、調査部次長、ワシントンDC駐在員事務所長、国際通貨研究所チーフエコノミストを経て、09年4月より現職、経済学博士(京都大学)。最新著作「資産形成のための金融・投資論」黄金の波に乗る知の技法(Kindle、20年10月)。

21年12月末時点で2023兆円と倍になったが、現金・預金が約50%を占め、株式と投資信託が合計で15%、20%という構成比率は30年間にわたってほぼ一貫している。

米国と比較した場合の日本の家計金融資産の安全資産としての現金・預金比率の高さ、株式や投資信託などリスク性資産比率の低さの要因については、過去さまざまに調査・研究されてきた。通俗的な「日本人のリスク回避的国民性」という説明は根拠がない。少し古いが08年度の内閣府の「年次経済財政報告」が「家計のリスク資産投資割合が低い要因」として、諸要因、諸説をまとめ

〈図表1〉家計の金融資産構成(%)

	日本	米国	ユーロ圏
現金・預金	54.3	13.3	34.3
債務証券	1.4	4.2	1.8
投資信託	4.3	13.2	9.6
株式等	10.0	37.8	18.2
保険・年金・定型保証	27.4	29.0	33.8
その他	2.7	2.5	2.3
総額	1946兆円	109.6兆ドル	27.6兆ユーロ

(出所)日本銀行調査統計局「資金循環の日米欧比較」2021年8月より

ているので、それに基づいて列挙すると以下の通りである。

**日本の家計のリスク性資産比率が低い要因は**

要因その1「日本の株式市場では同じリスクで得られるリターンが米国より(相対的に)低い」

日本のバブル崩壊期の90年代から00年代前半まではその通りであり、

長期・分散の株式投資のリターンは、長期国債との比較で低く、この時期の日本ではリスクに見合った投資リターンが成り立っていなかった。

しかし、銀行の不良債権処理が終了した04年以降、日経平均や東証株価指数(TOPIX)など株価指数に見る投資リターンは回復し、後述するように無リスク資産としての国債投資のリターンを十分に上回るリスクプレミアムを上げており、説明力は十分ではない。

要因その2「住宅ローンの負担がリスク性資産投資を抑制」

91年をピークとする不動産バブルでは、例えば東京都の住宅価格は家計の年収比で10倍を超えた。一般的な家計は30代から40代前後に持ち家を取得するまで、住宅購入の頭金準備で貯蓄するが、住宅購入後は住宅ローンの返済が重く、リスク性資産で資産形成をする余裕が乏しいという説明である。

これは確かにバブルとその前後の時代には適合する説明である。しかし、不動産バブル崩壊後の90年代末ごろからは、都市部でもファミリータイプマンションなどの住宅価格は家計年収比5倍前後と、米国を含む

当時の他の主要先進国と変わらない水準まで下落した。従って、説明力は部分的なものにとどまる。

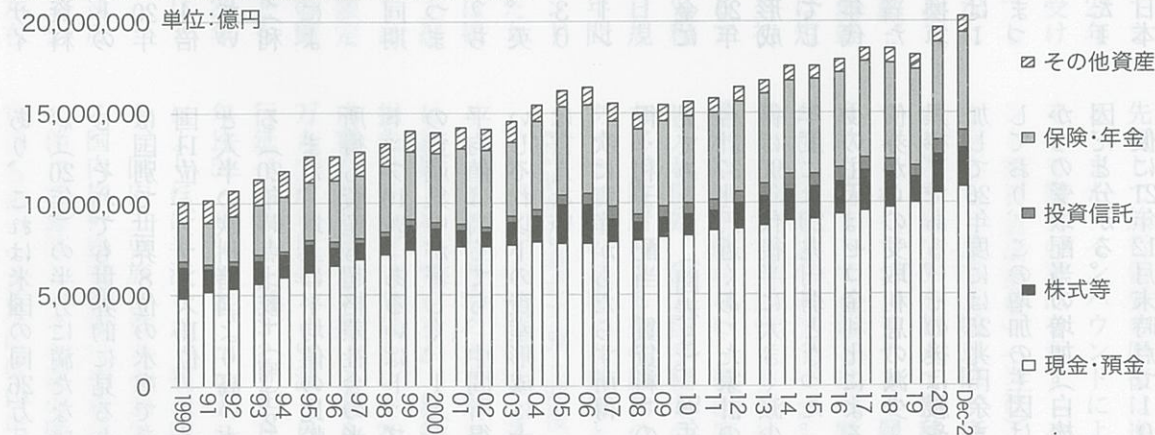
要因その3「富裕層ほどリスク資産投資割合が高い」

日米の資産分布格差の相違に注目した説明である。これは筆者が08年に日本金融学会春季大会で発表した説である(補注1)。米国でも日本でも高所得家計ほどその金融資産全体に占めるリスク性資産の保有比率

は高い。これは高所得家計ほど資産価格の変動リスクに対する許容度が高いと考えれば当然のことだ。

日米の大きな相違は、家計資産の分布格差である。全世帯を5等分した家計の所得5分位で、当時米国では所得トップ20%の家計が全米家計金融資産の70%を占めた。一方、所得・資産格差の相対的に小さい日本では、所得20%の家計の同比率は30%にすぎなかった。

〈図表2〉日本の家計の金融資産 各年度末時点



(出所)日銀資金循環表

補注1 竹中正治「資産分布格差で読み解く、日米家計のリスク性金融資産比率の相違」国際経済金融論考、(財)国際通貨研究所、2008年4月

その結果、所得と資産格差の大きい米国では高所得・高資産の家計のリスク性資産保有比率が高く、平均すると家計全体の高リスク資産保有比率が日本よりずっと高いものになる。

要因その4「金融・情報リテラシー、金融資産残高、負債残高がリスク資産投資の決定要因」

株式投資はリスク分散したポートフォリオでも、投資家は資産価値の高い変動リスクにさらされる。そうしたリスクの対価として長期では高いリターンが得られるわけだが、これは教育・学習を経て分かることだ。実際、各種調査から金融リテラシーの相違がリスク性資産の保有の違いに繋がっていることが明らかにされている。

ただし知識はテキストを読んだからといって直ぐ実践に繋がるものではない。株式投資に伴う資産価格の変動は、とりわけ株価が急落するような局面では心理的な恐怖を伴うものだ。そうした恐怖心を乗り越えて報われるという体験的な学習を通じて初めてリスク性資産への長期・分散投資の実践に繋がる。

米国では、今日では長期・分散投

資の定番となった株価指数（インデックス）連動投資が70年代後半に開発され、80年代には代表的には「401K」と呼ばれる確定拠出型の個人年金とともにそれが普及した。そして幾度もの株価の暴落を経ながらもインデックスによる投資が長期では高いリターンを上げることが、中間所得層から高所得層まで広範囲に体験的に学習されたと言えるだろう。

一方、日本ではそうしたインデックス投資は間の悪いことに90年前後のバブル崩壊の開始期に導入された。企業年金も伝統的な確定給付年金から確定拠出年金への移行が遅れた。その結果、家計金融資産の蓄積にもかかわらず、00年代になってもリスク性資産へのシフトが進まなかったのだと思われる。

#### 預貯金偏重で失われた資産と所得の期待利得の規模

さて、こうした日本の家計におけるリスク性資産比率の低さ、現金・預金比率の高さの故に何が起こったか。それを資産総額（ストック）と資産所得（フロー）の両面で見てもよい。

まず資産総額の変化だ。それを示

したのが金融庁の資料である（サイト名：つみたてNISA Meetup資料 20年9月24日付）。このサイトの最新図表によると、99年からの20年間で日本の家計金融資産は1.4倍になっている。つまり40%増えている。そのうち20%が運用リターン（利息、配当、キャピタルゲイン）によるものだ。

一方、米国の家計金融資産は同期間に2.7倍にもなっている。つまり170%の増加だ。そのうち100%が運用リターンである。英国の家計も同様に2.3倍（130%増加）、うち60%が運用リターンである。

要するにほぼゼロ金利の預貯金に偏した日本の家計の金融資産は20年余りの間に、世界的な家計資産形成のトレンドから圧倒的に劣後してしまっただと言え。この結果、00年代半ばごろまでは日米家計の1人当たり金融資産は当時の為替相場場で換算してほぼ同程度だったが、現在は1対2の比率まで引き離されてしまった。

家計金融資産から負債を引いた1人当たり純金融資産で見ても、日本は約1326万円（21年末時点）で

あり、これは米国の同26万5000（20年）の半分に満たない。ただし、それでも世界的に見ると、日本は国別で世界8位の水準であり、英国11位、フランス15位、ドイツ16位と大半の欧州諸国より高い水準にある（20年時点比較）（補注2）。

また、以上は平均値の比較であり、所得も資産も超格差社会の米国ではトップ10%、あるいはトップ1%への資産集中が著しく、1人当たりの平均値は高くても、中間所得層、ないしそれ以下の資産形成は十分だとは言えない。

次に資産がもたらす所得（資産所得・利子、配当、賃貸料）の変化を見てみよう（図表3）。94年度には合計37兆円近くあった家計の資産所得は90年代後半に大きく減少し、04年度には20兆円弱となった。この減少の主因はゼロ金利化による預金・債券からの受取利息の減少（図表の黒棒）である。その後は緩やかに増加して20年度には25兆円余まで回復しており、この増加の主因は株式等からの受取配当の増加（白棒）が主因だと分かる。

仮に21年12月末時点で1092兆円ある家計現金・預金の半分が、株

式や国内外の株式投資信託に投資されていれば、平均的な株式の配当利回りを2・5%と想定すると(直近の日経平均ベースの平均配当利回りは前期決算基準で2・5%)、年間約13・6兆円(=1092×50%×2・5%)の受け取り配当が加わり、21年度の家計資産所得は約39兆円になるだろう。無リスク・ゼロリターン預貯金への家計資産の傾斜が、それだけの期待利益を失わせているのだ。

### 素人だからできる効率的な投資とは

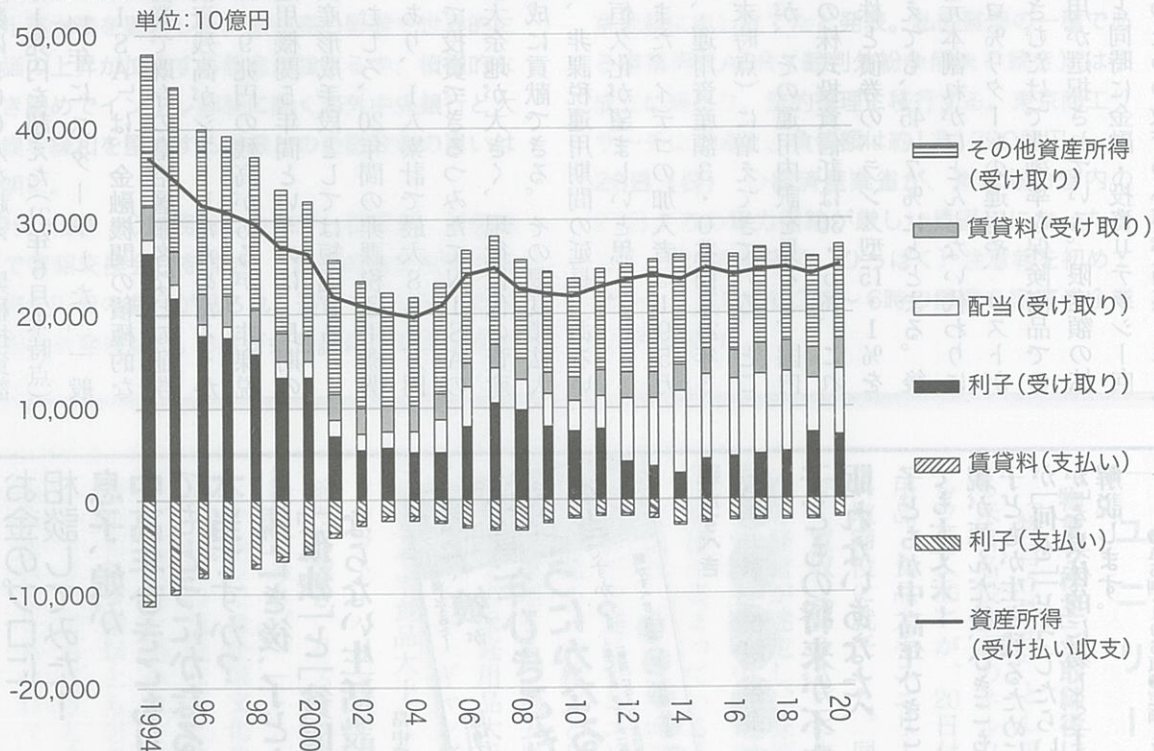
では次に投資のプロでもない一般の個人が株式や株式投資信託などリスク資産の保有を増やして果たして成功するのと考えてみよう。日本では依然多くの人が株式投資で高いリターンを上げて成功するためには、投資対象の銘柄を選び、投資のタイミングも適切に選ぶ必要があり、それはなかなか自分には難しいと考えている。

この点こそが現代において金融リテラシーの有無を分ける点だ。実は銘柄選びは不要であり、投資のタイミングは考えなくてもよい。このことを分かっているかどうかは金融リ

テラシー有無の境目なのだ。既述の通り、米国ではS&P500など代表的な株価指数(インデックス)連動投資を使って、確定拠出年金で積み立て投資することが80年代以降広がってきた。銘柄を選ばず、投資のタイミングも選ばないインデックス(パッシブ)ファンドが、実は手数料の高いアクティブファンドなどよりも、多くの場合運用手数料差し引き後でより良い運用成績を上げる確率が高い。このことはさまざまな実証的調査で確認されてきた。

では日本人が過去20年間ほど米国株価指数に円資金で投資した場合、あるいはTOPIXや日経平均株価指数に定額で積み立てた場合、どのような結果を得たであろうか。これは筆者が作成し、NPO法人「みんなのお金のアドバイザー協会(FIWA)」のサイトで昨年12月からトライアル版として無料公開している投資シミュレーションソフトで簡単に分かるので、ご関心のある方はサイトを見ていただきたい。「FIWA」で検索のこと。シミュレーションの結果のみを紹介すると、02年6月から22年5月ま

【図表3】家計の資産所得推移



(出所)内閣府国民経済計算年次推計

補注2 「グローバルノート」国際統計・国別統計専門サイトより

補注3 竹中正治「米国株、長期・分散積立投資なら大丈夫は本当か」ダイヤモンド・オンライン、2022年5月

での20年間、毎月末に1万円、米国株価指数に連動する投資信託に投資を続けると、累積投資額240万円（12万円×20）は1056万円になる。累積投資額の4・4倍、年率換算リターンは13・1%である。同じく日経平均では579万円、2・41倍、年率8・1%、TOPIXでは468万円、1・95倍、年率6・2%である（いずれも配当再投資ベイス、運用手数料を差し引く前の税引き前リターン）。

ただし過去20年間は米国の株価指数のリターンが特に高い時期であり、いつの時代も米国株優位だと思わないうでいただきたい。筆者が1950年までさかのぼって計算したところ、日本人が円資金で米国株価指数S&P500連動のファンドに定額積み立て投資を20年間行った場合の年率リターンの中央値は8・6%である。これは上記の過去20年間の日経平均株価指数投資の場合の年率リターンとあまり変わらない（補注3）。もちろん、こうした高いリターンはリスクの代償として長期で実現できるものだ。例えば、リーマン・ショックの株価暴落時には、ドル建ての株価の下落とドル安・円高が重な

り、上記の米国株価指数への投資の資産価格は、直近の高値から50%も急減した。しかし、そういう危機的な局面の後には必ずリバウンドが起こり、5年間も辛抱すれば上記の中央値8・6%かそれに近いリターンまで復しているのが、米国株価指数だ。

### 望まれるつみたてNISAと「イデコ」の拡充

以上のような日本の家計資産の現状に対して、「貯蓄から投資へ」のために何が有効だろうか。日本の家計金融資産の68・5%は60歳以上の世代で占められている。とりわけ、後期高齢者層の金融資産をリスク性の資産に大きくシフトさせるのは望ましくないだろう。むしろ、時間がかかるものの、大衆的な現役家計の長期的な資産形成の底上げのために、「つみたてNISA」と「個人型確定拠出年金（iDeCo、イデコ）」の拡充が望ましいと思う。

実際に18年にスタートしたつみたてNISAは、運用手数料の低いインデックス型投資信託を中心に対象が認可されており、20年間にわたって年間40万円までの投資収益が非課税になる。現役世代を中心に投資口

座数は500万を超え、累積投資額は1兆円を超えた（21年6月末時点）。14年にスタートした「一般NISA」は、金融機関の積極的な営業で既存の富裕層顧客などの証券投資残高がシフトしたためだろうか。22・9兆円の残高があるが、非課税運用機関5年間というのは、長期の資産形成手段としては短過ぎる。

むしろ、20年間の非課税運用機関があり、1人累計で最大800万円まで投資できるつみたてNISAの拡大余地が大きく、現役世代の資産形成に貢献できる。その限度額拡大と、非課税運用期間の延長、あるいは恒久化が望ましいと思う。

また、イデコの加入者は195万人、運用資産額3・0兆円（21年3月末時点）に増えてきている。ところが、その運用内訳を見ると、国内外の株式投資信託は30・6%、これに株と債券のバランス型15・1%を加えても、45・7%にとどまる。後は元本割れがほとんどない代わりにゼロリターンの運用や、コストがかさむだけで非効率な保険商品での運用が選択されている。限度額の拡充と同時に金融・投資リテラシー向上のための教育の必要が痛感される。

**お金のプロに相談してみたい！**

**息子、娘が中高年ひきこもりでもどうにかなるって本当ですか？**

「親亡き後、子どもが「孤独」と「貧困」にならない生活設計

富中雅子「著」

親が死んだ後、ひきこもりの子どもが生き残るために、親が「何を」「どうしたらいいのか」を具体的に易しく丁寧に解説します。

● A5判・196頁●定価1760円

TEL 03-5565-2155  
https://bookpub.jiji.com/