

平成 26 年 証券ゼミナール大会

第 5 テーマ

家計における資産構成の在り方
について

5

神奈川大学

戸田ゼミナール

10

15

目次

	序章	P.3
5	1章 日本家計の資産構成	P.4
	1-1 貯蓄率の動向	
	1-2 日本の資産構成	
	1-3 日本家計における金融資産のポートフォリオ推移	
	1-4 ライフサイクルと金融資産の関係	
10	1-5 NISA 制度	
	2章 海外家計の資産構成	P.19
	2-1 イギリス家計の資産構成	
	2-2 ドイツ家計の資産構成	
	3章 アメリカ家計の資産構成	P.23
15	3-1 貯蓄率の動向	
	3-2 家計の資産構成	
	3-3 所得別・年齢別金融資産構成	
	3-4 投資信託	
	3-5 不動産	
20	3-6 ライフプラン	
	3-7 証券政策 (証券税制と投資家保護)	
	4章 日米家計の比較	P.36
	4-1 日本家計の資産構成のメリット・デメリット	
	4-2 アメリカ家計の資産構成のメリット・デメリット	
25	5章 家計における望ましい資産構成の在り方	P.38
	終章	P.46
	参考文献	P.47

序章

2014年、日本の家計金融資産構成は、「現金・預金」の比率は53.1%（内閣府 国民経済計算確報）と半数を占め、「株式・出資金」は9.1%と、家計が投資に充てる比重はかなり小さい。この日本の資産構成は海外の資産構成と大きく異なり、それぞれ特徴が表れている。投資推進型のアメリカや、「保険・年金準備金」の比重が大きいイギリスなど、日本の資産構成との違いがはっきりとわかる。では、どのような資産構成が好ましいのだろうか。今の日本の現預金中心の構成でいいのか、あるいは、アメリカのように貯蓄ではなく投資中心の構成が望ましいのか。はたまた、流動的な経済環境の中で、固定的な資産構成は、本当に望ましいのか。我々は、過去のデータから、資産構成を分析・見直し、国際比較を踏まえて、改めて日本の望ましい資産構成について述べていく。

まず、第1章では、日本の年代別の資産構成のデータから、時代背景や様々な要因による変化する資産構成の推移を抑え、1章の末尾にはNISAの成果について評価していく。

第2章ではイギリス、ドイツを、第3章ではアメリカの資産構成の比較し、第4章では日本とアメリカのメリット・デメリットを述べる。これらを踏まえたうえで、第5章では我々が考える資産構成のあり方を述べ、それを実現させるための方策を展開していく。

20

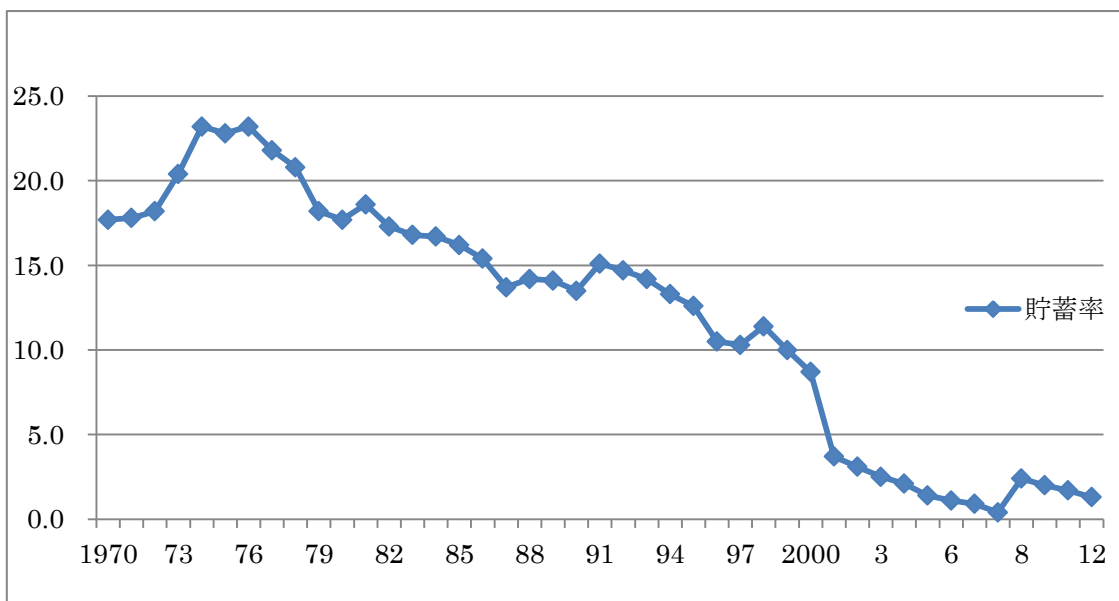
1章 日本家計の資産構成

5 経済学において、貯蓄は投資と恒等式の関係にあるとされている。それは、貯蓄が投資の源泉となっているためである。資産構成において、どれだけ投資をするかは、どれだけ貯蓄しているかと同じことである。そのため、まず、貯蓄率の動向に関して見ていく。

1-1 貯蓄率の動向

10 日本の家計貯蓄率は、長期的に見ると低下傾向である。日本の貯蓄率が、年々、低下している原因として、①日本社会の高齢化②景気低迷に伴う可処分所得の減少③貯蓄優遇制度や貯蓄推進運動の廃止・衰退などが考えられる。

図表 1-1：日本の家計貯蓄率



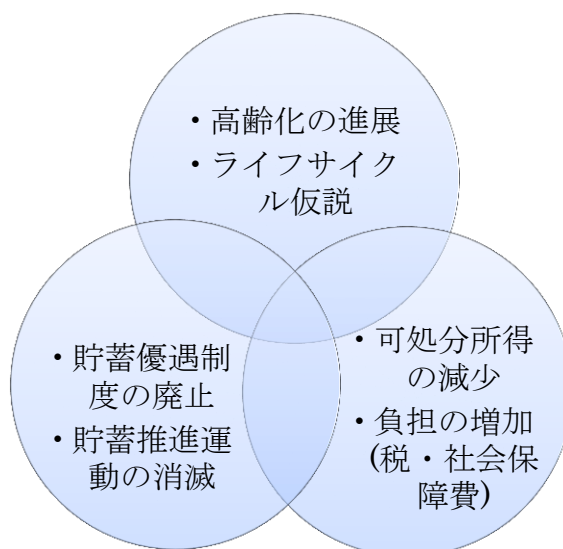
出典：「内閣府統計」

15

まず、①の日本社会の高齢化に触れる。現代の日本の人口のうち、65歳以上の高齢者の割合はおよそ25%で、今や日本の総人口の約4人に1人は高齢者となった。高齢者には所得の少ない者や、収入が国民年金のみの者がいる。消費・貯蓄行動仮説のライフサイクル仮説に基づくと、そのような高齢者は、自分の

貯蓄を切り崩して生活費を確保する。つまり、高齢化の進展は、貯蓄率を低下させる一要因になると考えられる。

図表 1-2：日本家計における貯蓄率の低下で考えられる要素



5

出典：<http://www.iti.or.jp/kikan55/55nagata.pdf> を基に作成

②において可処分所得とは、個人や世帯の家計収入から、支払い義務のある税金や社会保険料などの非消費支出を差し引いた後の金額のことであり、可処分所得＝消費支出＋貯蓄と示されている。内閣府の“国民可処分所得と使用勘定”や“日本統計年鑑”を参考にすると、国民可処分所得も1994年から横ばいで推移しているのに対し、2007年から減少傾向にある。可処分所得の減少は、財務省の“日本の家計貯蓄率”において、景気低迷などの要因に伴い所得が急激に変動したが、消費分は相対的にあまり変わらないため、貯蓄率は可処分所得の影響を受けることになったと分析されている。

また、貯蓄に関しても、リーマンショックの影響からか2008年から2009年にかけて貯蓄が大きく落ち込み、その時ほどではないが2010年から2011年にかけて、東日本大震災の影響が大きく響き、減少した。1994年から長期的にみると、貯蓄が約21.6分の1にまで極度に減少していることが上記の資料から見て取れる。

③の貯蓄優遇制度や貯蓄推進運動の廃止・衰退に関しては、1970年代半ばま

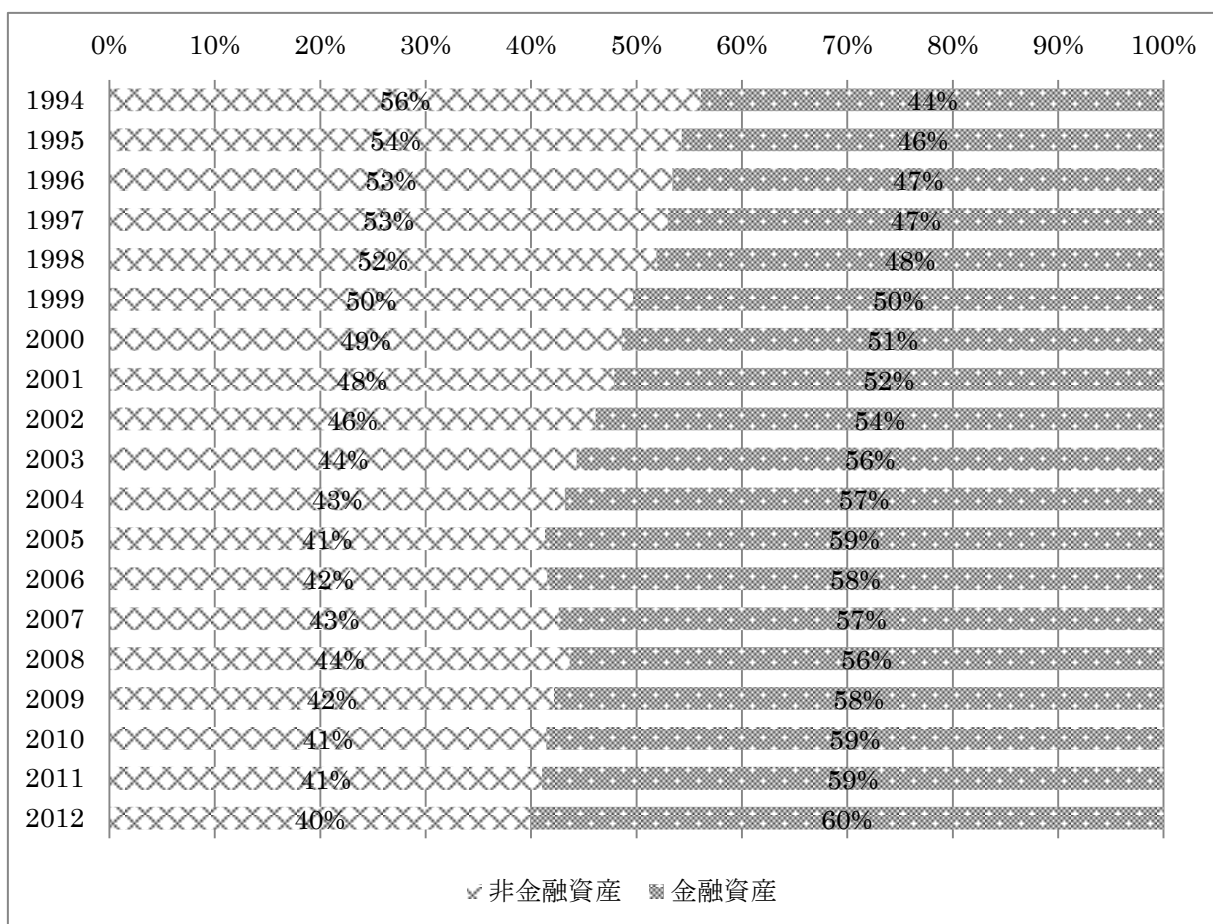
では、マル優制度という貯蓄を促進するために、貯蓄を上昇させるための優遇税制があった。しかし、70年代半ば以降、この制度は縮小・廃止されたということがあった。もう1つの貯蓄推進運動に関しては、80年代まで、貯蓄増強中央委員会という政府の組織によって、貯蓄促進を促す推進運動が大々的に行われたが、その運動が次第に縮小・消滅したことも要因の1つとなっている。

1-2 日本家計の資産構成

次に、日本の家計における資産構成の特徴についてみていく。

家計の資産構成は大きく、①実物資産②金融資産の2つに分けることができる。①は住宅や土地、耐久消費財などがあげられ、住宅、土地などの不動産は資産構成の中でも大きくシェアしている。②は株式、債券などのリスク資産と現金・預貯金である。

図表 1-3：日本家計の年代別資産構成推移



出典：内閣府「国民経済計算確報」ストック編 家計（個人企業を含む）を基
に作成

① 実物資産

5 不動産は、総資産に対して大きな割合であることは先ほど述べたとおりである。アメリカと比べると以下のとおりである。

ここでは、アメリカとの不動産保有率の差がはっきりとわかる。日本は50%程度、アメリカは30%程度である不動産を持っているということが、金融ポートフォリオにどのような影響を与えるかを、後に見る。

10

② 金融資産

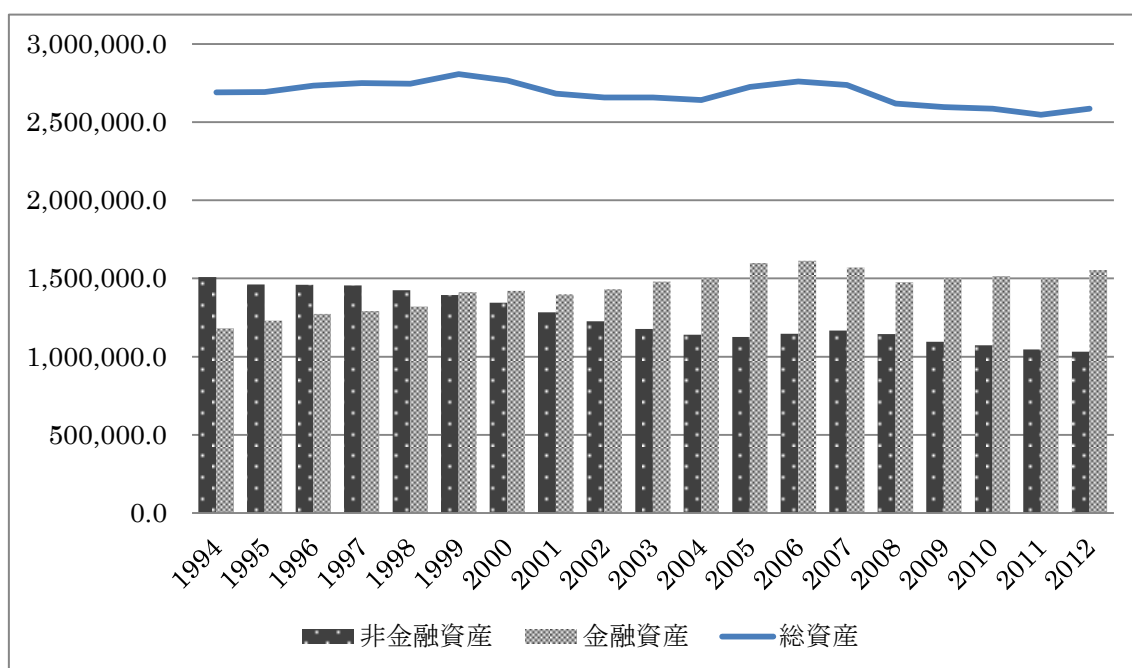
日本の金融資産構成の特徴は、現・預金比率が非常に高いところである。日本の現預金比率は、53.1%（2014）。これに対して、ユーロ圏は34.5%（同年）と20%近く差があることがわかる。下のグラフから、労働所得を貯蓄に回し、
15 リスクを取らず安全性を重視する日本と積極的に債券や株式に資金運用をすることで成果を得ようとするアメリカのとの国民性が顕著にみられる。以下では、現・預金比率がここまでに上昇してきた推移あるいは傾向を見ていき、どうして、この様な体系が生まれたのかを3節で突き詰めていく。

20

25

30

図表 1-4：日本家計の総資産・金融資産・固定資産の推移



出典：内閣府「国民経済計算確報」ストック編 家計（個人企業を含む）

（縦軸単位：億円）

- 5 http://www.esri.cao.go.jp/jp/sna/data/data_list/kakuhou/files/h24/sankou/pdf/point20140117.pdf を基に作成

10 総資産に関して、一貫して同じくらいの水準であり、とくに傾向は見られない。金融資産については、徐々に増加しているが、非金融資産は徐々に減少している。これは、非金融資産に属する不動産保有率が低下していることが理由として考えられる。かつて、不動産にかけられていた投資を金融資産に充てることができ、金融資産の増加が理由づけられる。また、労働所得の低下や地価の高騰を背景に、マイホームに手が届かなくなる家計が増えてきていることも示唆している。

15

不動産保有の金融資産への影響～2つの視点から～

1) 持ち家率の増加傾向

2人以上の世帯の持ち家率が81.4%と以前の高水準からさらに上昇した。理由として挙げられるのは、①賃貸市場の非効率性、②税制度による加担、

である。

5 まず①の賃貸市場の非効率性とは、質の高い貸家の供給が少ないことによるものである。なぜなら、借地法や借家法により借り手は保護されており、貸し手の家賃引き上げや、借り手に対する注意勧告、命令など執行することができず、長期間利用する家族世帯より、入れ替えの激しい学生や単身者向けの物件を供給するほうが効率的であるからである。

2 つ目は相続税が欧米諸国と比べて重く、住宅不動産に対する課税が一般的に低いことによるものである。つまり、遺産を相続させるとき不動産として相続するほうが効率的であるということである。

10 2) 20～30代の持ち家率の低下

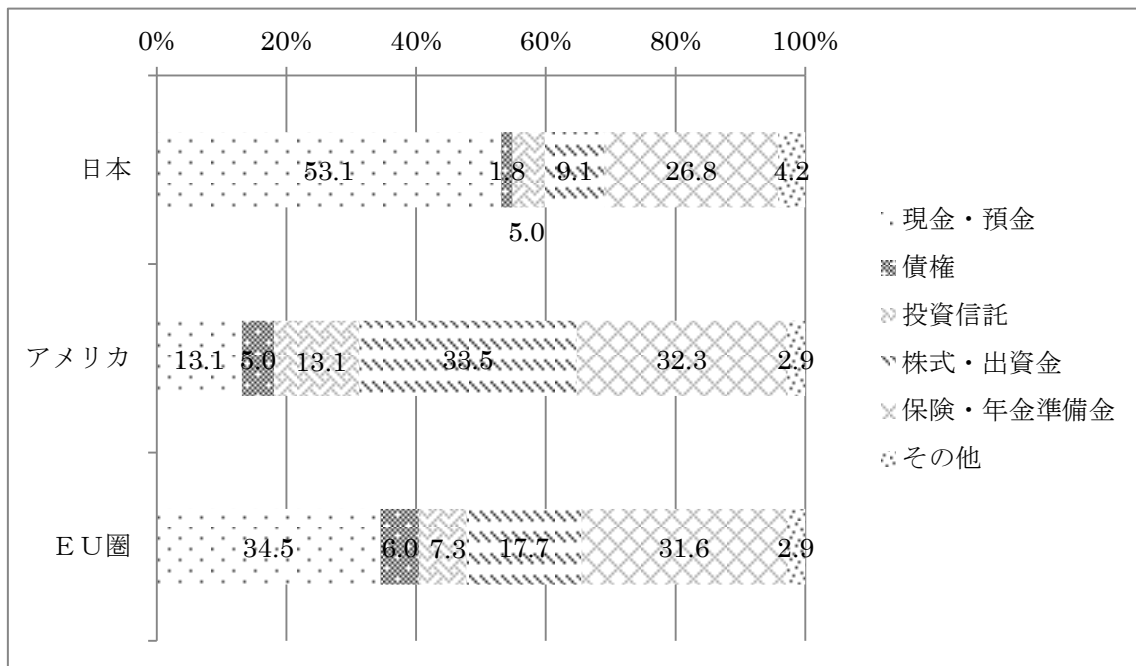
15 上記と矛盾するようだが、これは20～30代と統計のプールが違うことによる違和感である。これは、金融危機などの経済ショックに伴い、20～30代の賃金の減少を背景に、持ち家志向自体76%と高い水準を示し、「夢のマイホーム」という考えは根強いものの、実際に持ち家に住む割合は28%に下落した。

さて、このように不動産を保有するか否かは資産構成にどのような影響を与えるかという点と、まず、持ち家志向の高まりは、将来のための貯蓄をするインセンティブになる。また、地価は常に変動し、景気によって住宅ローンの額が変化するリスクがあり、金融資産への投資に消極的になってしまう。つまり、不動産保有は金融資産の成長を直接的に小さくする作用が働いていると言える。

25 1-3 日本家計における金融資産のポートフォリオ推移

3節では、日本の家計における金融資産のポートフォリオに着目して、年代を経るにつれ、どのように推移してきたかを見ていく。

図表：1-5 日米家計金融資産構成比較（2014）



出典：日本銀行「資金循環日米欧比較」を基に作成

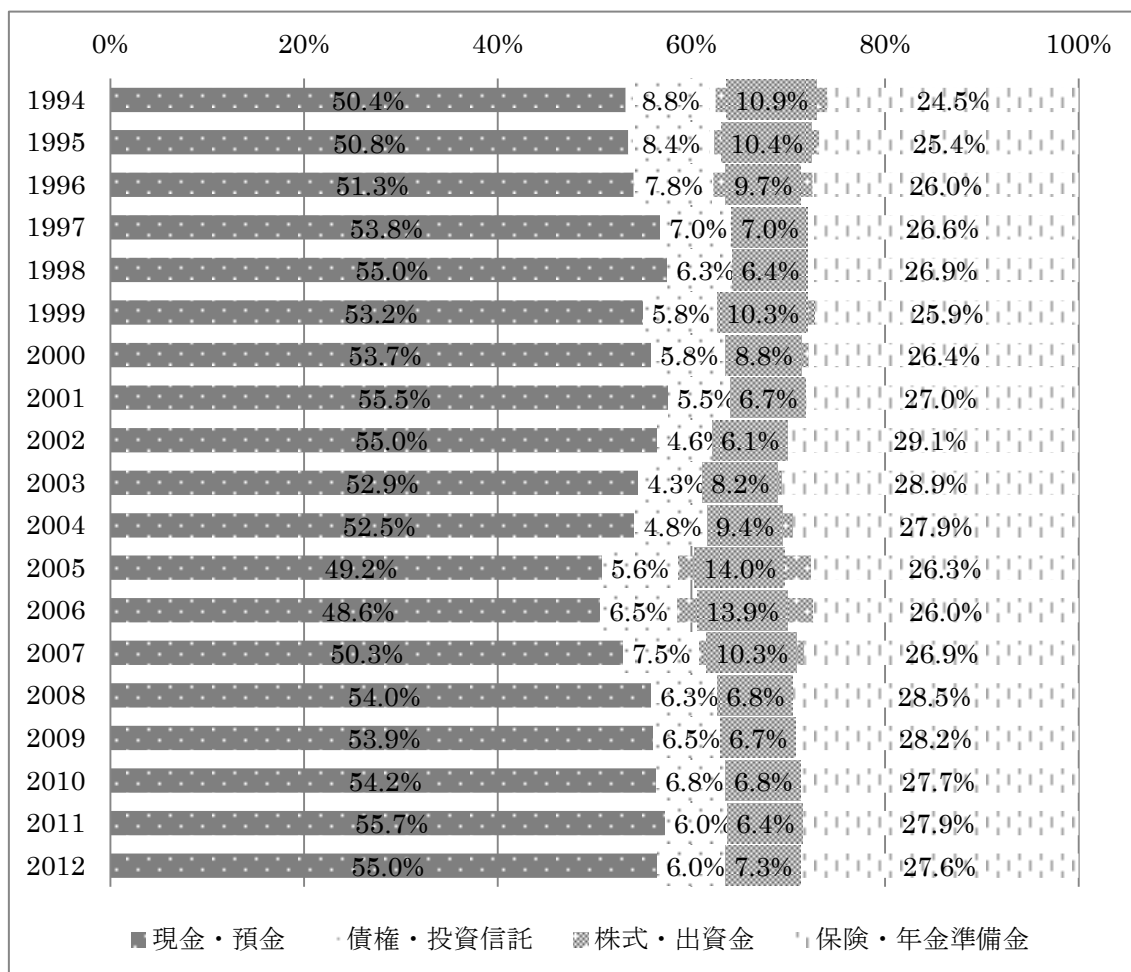
<http://www.boj.or.jp/statistics/sj/sjhiq.pdf>

5

10

15

図表 1-6：日本家計の年代別金融資産推移



出典：内閣府「国民経済計算確報」ストック編 家計（個人企業を含む）を基に作成

5

上の表で注目したいポイントは、2008年の金融危機の年、「現金・預金」比率が上昇していることである。下のグラフで分かるように、2008年には「総資産」が減少しているため、その危機感から消費を控え、貯蓄を増やそうとする家計が増加したのであろう。また、株価の暴落から、投資家として損切があるので、その分、預金へ行動するので、「債券・投資信託」「株式・出資金」の比重が減少し、「現金・預金」が上昇したのは、「投資から貯蓄へ」推移したことが要因である。

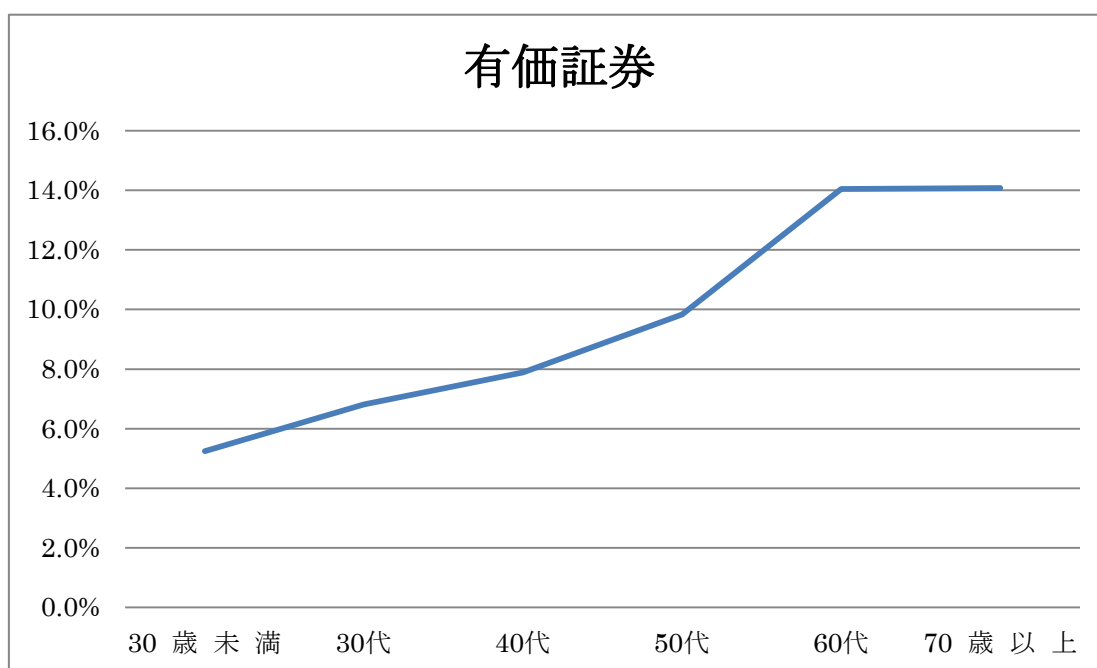
10

1-4 ライフサイクルと金融資産の関係

この節では、日本の家計が金融資産をどの年齢で、どれだけ保有していくのかを見て、各年齢ではどのような行動がとられていくのか見ていく。

5

図表 1-7：日本家計の年齢別保有有価証券（平成 21 年）



出典：平成 21 年全国消費実態調査 家計資産編 世帯主の年齢階級別 1 世帯当たり資産額（うち労働者世帯）を基に作成

10 <http://www.e-stat.go.jp/SG1/estat/List.do?bid=000001029568&cycode=0>

日本の生涯を通じた株式の分配比率は、ほかの先進国と同じように「山形」であるが、そのピークは 60 代と日本は遅い。さらに、定年を迎えた 65 歳以降も退職金により投資が拡大するというようなことがないのは、退職後は貯蓄を切り崩して生活するからである。

15

このことより、日本の家計は退職金を手にしてから初めて株式市場に参入する。背景として「年功序列型賃金制度」があげられ、年をとればとるほど、労働賃金が上がっていくので、「山形」のピークが他の先進国より遅いのはそのためである。

また、20～30代に購入した住宅ローンが年を取るほど、低下していくので、その分、ローンを組んだ当時は家計に余裕はないため、金融投資はできないが、高齢に近づくにつれ、金融資産への余裕ができる。

5 しかし、「高齢化」に伴いリスク資産の需要が高まり、貯蓄率の上昇が予想されたが、実際には、逆のことが起きた。それは、経済的ショックに伴い、リスク資産への不安感がさらに高まり、安定的な不動産運用で将来世代に相続しようとする家計が増えたのだ。

10 1-5 NISA 制度

今まで見てきた日本家計における資産構成を受け、政府が今年から NISA 制度を導入した。そのため、1章の最後の節では、NISA 制度の導入目的・内容、モデルとした ISA 制度との比較、NISA の現状に関して見ていく。

1、 NISA の導入目的・内容

15 NISA（少額投資非課税制度）はアベノミクスと同時に盛り上がったので、その政権でつくられた制度かと思う人も少なくないと思うが、そうではない。民主党政権時代に検討され、2012年1月に導入を決定した制度である。そして、2014年1月に開始された。

20 今までは、デフレでお金の価値は持っているだけで上がっていたが、アベノミクスでインフレが高まり、こつこつ貯めていた貯蓄もそのままにしておけば価値が下がってってしまう。景気がよくなっている今株への投資が有効である。これまで日本では株式や株式投資信託をメインのターゲットとした非課税制度はなかった。

25 日本では原則、株式や投資信託の値上がりによる売却益は20%の課税がかかっていたが、2003年度の税制改正により、5年間の時限措置としての軽減税率で10%の課税となっていたが、なかなかやめることができず今まで引きずっていた。今回その撤廃と同時に NISA は開始する。これは個人投資家に2013年から37年末まで、本来支払うべき所得税額の2.1%相当額が「復興特別所得税」として含まれる。

30 NISA は初め、税率引き上げの緩和措置としての色が強かったのだが、2013

年度の税制改正の際に、成長戦略の観点からも見直された。2012年7月の閣議決定された「日本再生戦略」で、「分散投資の促進等による普及・拡充や国内外の資産への長期・分散投資による資産形成の機会を幅広い家計に提供する観点から、日本版ISAについて所要の検討を行い、自助努力の基づく資産形成を支援・促進し、家計からの成長マネーの供給拡大を図る」と記載された。2020年までに、NISA投資総額を25兆円、1500万口座にすることを目標としている政府が力をこめている政策である。

導入目的としては、政府が国をあげて家計の「貯蓄から投資へ」を後押しすることである。高齢化が進む日本で、年金などの将来の生活に対する不安が高まる中、自分たちで資産を運用し、自助努力をしてもらおうという支援策である。

この背景には、金融資産ゼロ世帯の割合が増加していることに対する危機感がある。

金融広報中央委員会の「家計の金融行動に関する世論調査」によると、2013年には「金融資産を保有していない」との回答31%にのぼっている。1963年の調査開始時点では22%であったが、高度経済成長で所得は増加し、1970～80年代は5%前後で推移していた。

しかし、バブル崩壊から今まで増加し続け、31%まで上り詰めた。やはり、年間収入別にみると、低所得者ほど金融資産保有率は低いが、DODAの「平均年収・生涯賃金データ2013」の正社員の平均年収は446万円を参考に、これをこえる500万～1200万円の年収をもらっている人の「金融資産を持っていない」との回答は、どれも20%前後と決して少なくない。

つまり、お金がないという理由のみで金融資産を保有していないというわけではないことがわかる。ファイナンシャルプランナーのなかでは、高額所得者が貯蓄できていないというのは常識になりつつある。所得が多いため、将来もなんとかなるだろうという楽観的な考えが貯蓄を遠ざけている原因である。

金融資産を持っていないと、病気や失業などの予期せぬ事態が起こったときに、お金が足りなくなり、そこを国が生活保護などで助けるとなると、社会保障費支出が増大してしまう。そのため、このような人たちにも将来の資産形成に意識を向けてもらおうという狙いもある。

この制度は、20歳以上の居住者等が利用可能で、非課税対象は上場株式等・公募株式投信の配当・譲渡益などである。非課税投資額は毎年、新規投資額で100万円を上限とし、ロールオーバーも可能である。投資可能期間は平成26年から35年の10年間で、非課税期間は投資した年から最長5年間である。途中売却は自由だが、売却部分の枠は再利用不可能である。特定口座等で生じた配当・譲渡益との損益通算は不可能で、口座は一人一口座である。既存の特定口座の株式や投資信託をNISA口座に移し変えることはできない。金融機関は勘定設定期間内（2014～2017年、2018～2021年、2022～2023年）には変更することができない。そのため、自分の買いたい金融商品の取扱いの確認は重要である。証券会社では、株式・投資信託・ETF・REITの4つの金融商品を扱っているが、銀行・ゆうちょ銀行などは、投資信託のみの取り扱いになる。また、同じ投資信託のジャンルでもラインアップには違いがある。販売手数料など各種の手数料面でも金融機関によって差があるため、金融機関選びは重要なポイントとなってくる。

15 2、 英国のISAとの比較

英国のISAは、1999年4月に株式の非課税投資制度であるPEPと非課税預金等のTESSAを整理・統合されて創設された。これは、イギリス国民の年金制度に対する不安に対応するため、老後の資金確保にむけて、個人の自助努力を促すという目的がある。

20 イギリスのデータを見てみると、2009年までにISA口座を開設した人は、総人口の38.4%に上っている。イギリス国民の三人に一人は、ISA口座を持っている計算になる。運用された総資産は、イギリス個人金融資産の約10%を占めている。そして、利用している人の約半数以上が、年収日本円で約300万円以下の低所得者が利用している。

25 英国でも、はじめは、10年間という時限措置であったが、幅広く国民に普及したため、2008年から恒久的な制度となった。

ISAは、日本のNISAと違い、口座が「株式ISA」と「預金ISA」の二種類ある。「株式ISA」で取り扱っているのは、株式や投資信託・公社債・保険で、元本保証のないリスクの高い商品が多く、日本のNISAと似た内容となっている。

30 「預金ISA」は預貯金やMMFなど、元本保証及び元本保証に近い金融商品が

含まれている。そのため、預金 ISA は 16 歳からと早めに利用でき、株式 ISA でも 18 歳から利用することができる。この二つの口座は、1 種類につき、一人一口座保有することができ、両方保有することもできる。日本は「購入額」で投資限度額を管理するが、英国は「拋出型」で管理する。そのため、ISA 口座

5 から現預金や株式などを引き出しても拋出額に影響はなく、他の商品の再購入も自由にすることができる。さらに、金融機関の口座の変更が自由にできる。

また、配当や分配金の再投資の扱いの違いもある。日本では配当や分配金が支払われると、NISA 口座内ではなく、NISA 口座外の証券口座などに支払われる。そのため、これらの分配金や配当で、新たな株式や投資信託を購入する場合は、

10 「購入額」に含まれてしまうのである。

ISA では、配当や分配金は、ISA 口座内に留めておくことが可能であり、新たに資金を拋出したわけではないので、拋出額には含まれないのである。

イギリスで使われている金融商品は、「マルチアセット型」や「絶対収益追求型」の投資信託が選ばれている。ローリスク・ローリターンの金融商品が主に

15 選ばれている。

ISA は、2014 年 7 月から大幅拡充された。年間の拋出限度額が、株式型 ISA・預金型 ISA とともに 15000 ポンド（約 250 万円）、ジュニア ISA は 4000 ポンドとなり、約 30% 増大した。そして、預金型 ISA への拋出限度額は、株式 ISA の拋出限度額までといったルールも撤廃され、全額預金型 ISA に拋出することも

20 できるようになった。

また、従来は元本が 5% 以上減る可能性の低い投資信託や保険、購入時に満期まで 5 年未満は対象外であったがこれも購入可能となる。従来、保有はできるが、非課税にはなっていなかった預貯蓄も利子は非課税となる。

この拡充から、更に、NISA の使いづらさが浮き彫りとなるため、さらなる改正が期待される。

25

3、 NISA の現状

金融庁による平成 26 年 6 月末現在の NISA の調査によると、NISA 口座の開設数の総数は 727 万 3667 口座である。開始の 1 月から比べると 47,7% 増えている。このうちの 58% が、60 歳以上の高齢者が占めている。

30 NISA 口座における買付け総額は 1 兆 5631 億 2226 万円で 3 月と比べると、

55,8%増えている。商品別にみても投資信託は66,5%、上場株式は31,7%で、ETFとREITは0,9%である。投資信託と上場株式がほぼ占めていることがわかる。

5 年齢別にみると、60歳以上の割合は64,9%である。買付け総額の2/3が高齢者だということになる。これからの資産運用のために若者たちをターゲットにしていたが、実際は、若者がNISAには、ほとんど手を出していない。

10 以下はFP・証券営業員等に対するNISA利用者の意識等に関するアンケート調査である。NISAの利用意向は配当を重視し、可能な限り長期保有し、非課税メリットを享受しようとする顧客が多いという回答が過半数であった。少額からの定期的な投資に意欲を示している顧客が多いとの回答は約2割であった。

そして、顧客別で見えていくと、高齢者及び投資経験者のほうがより積極的にNISAを活用しているという回答が多数で男女差は特にはない。

15 販売現場の実態としては、NISAにおいて推奨している商品・顧客からのニーズが高い商品は、値上がり益が期待できる高配当株式等に回答が二分化している。また、NISAで投資を行う際には留意すべき点(元本払戻金は元から非課税)があり、毎月分配型投資信託にも強いニーズが認められる。

20 若年層の投資への関心については、これまでの投資一般と比較して、NISAへの関心が高いと回答があったのは約3割。若年層がNISA口座開設に踏み切れない理由は、資金的余裕がないことが6割越えと最も高く、次いでNISAや投資への理解・認知度不足、投資へのネガティブなイメージが約3割あった。

25 利用拡大のための方策として望ましいと回答が多かったのは、投資教育・政府広報の充実、投資について相談・手続きのしやすい環境整備等による投資を始めるハードルを下げる、高齢者等から若年層への資産移転の促進との回答が3割以上あった。

4、 NISAの問題点

30 NISAは使いづらい点はいくつかある。しかし、それらの多くは政府の狙いがある場合が多い。年間100万円という退職金のでた高齢者や富裕層からみたら少額である。しかし、NISAの対象はこれから資産を構成する現役世代を対象としているため、このような額にしている。限度額を高くすると、高所得の人へ

の優遇措置になってしまうということもある。

また、すでにある口座から NISA 口座に移行することができない。これは新しい資金を株式市場に取り込むことが狙いである。

- 5 NISA の対象が株式・公募株式信託等に限定されている。これは、もともとこれらの減税措置撤廃のため緩和措置とされたためである。それとリスク資産への投資の促進や企業への資金供給を目的としているからである。

非課税口座内で途中売却してしまった場合でも、その枠は使えなくなってしまう。これは短期的ではなく、中長期的な資産運用を目指してほしいことからこのような形にしている。

- 10 しかし、これらが足かせとなって投資運用を効率よくできないということもあるため、ISA を手本に今後、様々な改正がなされるであろう。

2014 年度税制改正では、2015 年から、毎年取扱い金融機関の変更が可能になることや口座作成機関の短縮が決定している。

- 15 平成 26 年度税制改正要望で述べられたなかで、まだ実現していないのは 5 年間の非課税口座、10 年間の口座開設期間の恒久化を図ることや個人番号を用いて重複口座の開設を行い、住民票の写しなどの提出を不要とし、非課税適用確認書の申請事項の提供を簡素化することがある。

当面の主要課題では「ジュニア ISA の創設」や「ワークプレイス」NISA の導入や促進も挙げられている。

- 20 現状からみると、すでに投資をしている人や高齢者が 6 割を占めていることから、NISA が求めているこれから資産運用をしていく若者たちに普及していないことがわかる。これからこの層をどうやって取り込んでいくのが課題となる。

2章 海外家計の資産構成

1 章では、日本の資産構成に関して見てきたが、この章では、海外の家計における資産構成がどのようなものなのかを認識することは、日本の資産構成における現状を把握するうえで、不可欠である。そのため、NISA 制度のモデルとなったイギリスと日本の資産構成に似ていたとされるドイツの資産構成についてみていく。

2-1 イギリスの家計の資産構成

NISA 制度の導入にあたって、イギリスの ISA をモデルとしたと本論文で取り上げたイギリスの家計の資産構成を分析していく。

イギリスでは、1979年にサッチャー政権が行った金融ビッグバンによって、証券市場の活性化が進んだものの、外国の証券業者や銀行がメインプレイヤーになったため、イギリスの家計には影響を及ぼさなかった。(ウィンブルドン現象)

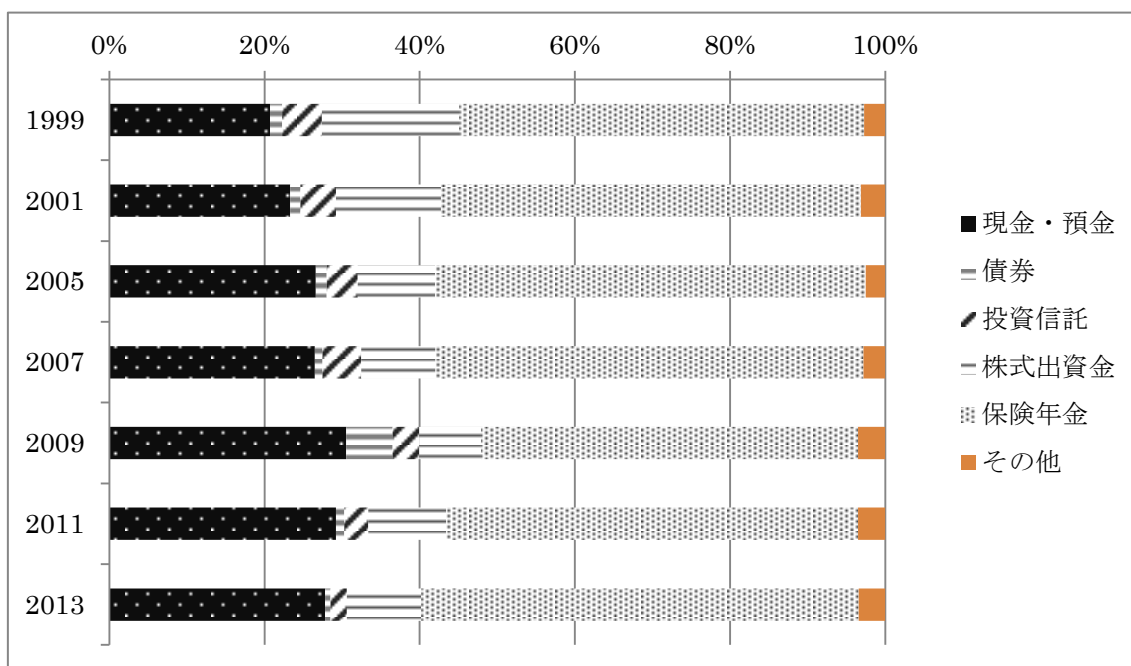
また、貯蓄率に関しては、80年代後半以降の住宅ローン急拡大によって、資金不足となっていたので、家計の貯蓄率は低下していった。そのため、貯蓄奨励を目的とした特別非課税貯蓄口座 (TESSA) や個人持株計画 (PEP) が 1991年に導入され、99年にはこれらが統合され、ISA 制度が確立した。

そして、1999年からの資産構成の推移 (図表 2-1) を見ると、家計が保有する金融資産の半分以上が、年金や保険金の形で保有されている。これは、年金を通じた貯蓄に対して、拠出金および投資収益は非課税という税制上の優遇措置があったことが主な要因となっている。その結果、民間の年金基金への貯蓄が拡大した結果、民間年金基金の規模が拡大した。そして、個人年金は、主に保険会社で販売されたので、保険会社の業務拡大にもつながった。

25

30

図表 2-1：イギリスの金融資産構成の推移



出典：http://www.nakamura-u.ac.jp/~kikkawa/02jsme_paper.pdf

「ヨーロッパの証券市場 2009年版」 財団法人日本証券経済研究所 平成 20 年 P, 45

「イギリスの証券市場 2014年版」 公益財団法人日本証券研究所 平成 26 年 P, 33

http://www.ndl.go.jp/jp/diet/publication/refer/200909_704/070404.pdf

<http://www.fsa.go.jp/frtc/kenkyu/gijiroku/20121108/03.pdf>

10 http://www5.cao.go.jp/keizai-shimon/kaigi/special/future/wg1/0418/shiryou_02.pdf を基に作成

2-2 ドイツの家計の資産構成

15 ドイツの家計における資産構成は、91年には、現預金比率が45.8%と高く、日本の資産構成に似ていた。しかし、90年代を通して、株式や投資信託の比率が高まった。その結果、投資信託の発展に反して、現金・預金の比率が低下してきていることがわかる。(図表 2-2)

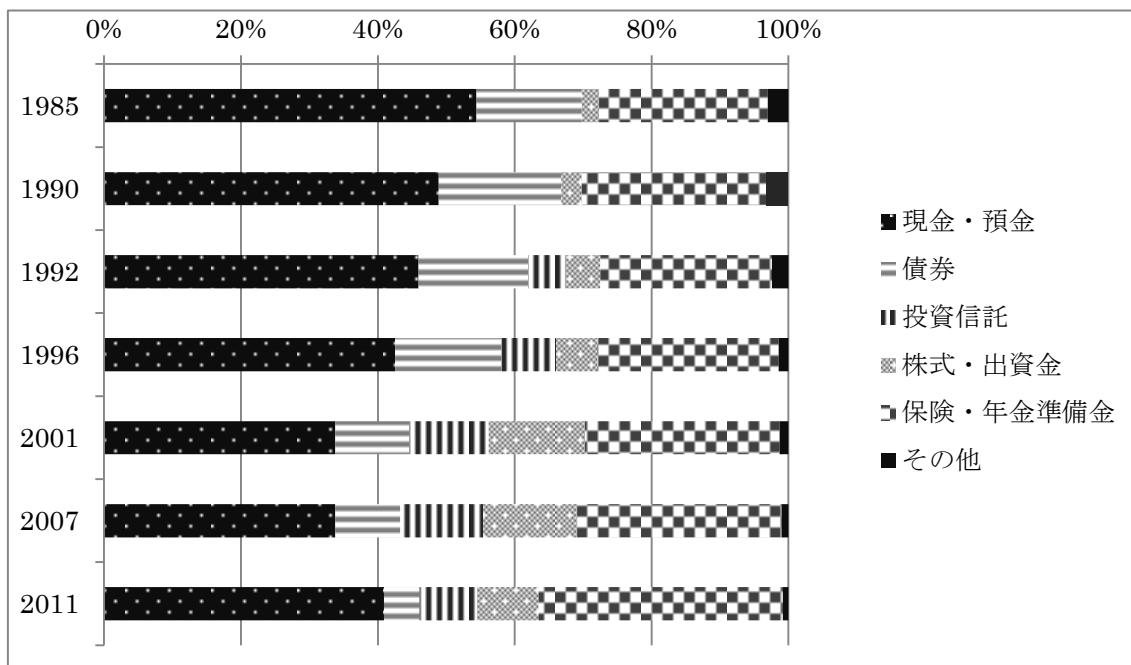
上で見たような投資信託の拡大要因は、株式への非課税制度や個人株式投資

家優遇策などの税制が大きな要因となっている。他にも要因があり、長期金利の低下や公的年金の賦課方式を切り替えたことで、老後資金を得るために活用する需要上昇などが挙げられる。他にも銀行業の主役を担ってきた貯蓄銀行などの公的金融機関の変遷も影響している。公的金融機関は、自由な競争を

5 阻害するとされ、民営化されたことやドイツ連邦郵便の3事業への分割が大きな要因の1つとなっている。ドイツ連邦郵便は、95年の郵便・通信再生法によって、ドイツ・ポスト、ドイツ・ポストバンク、ドイツ・テレコムが株式会社に改組された。この中のポストバンクが2002年の組織再編によって、証券本部の設立に伴い、投資信託の販売を開始したためである。

10 しかし、「税制改革2000」という法人基本税率の引き下げを実現する政策の一環として、2009年に利子、配当、株式キャピタルゲインが一律25%にまで引き上げられた結果、その後の投資比率が停滞している。

15 図表 2-2：ドイツ家計の金融資産構成の推移



出典：<http://www.nicmr.com/nicmr/report/repo/1998/1998spr09.pdf>

「ヨーロッパの証券市場 2009年版」(P, 45) 平成20年 日本証券経

済研究所

<http://www.fsa.go.jp/frtc/kenkyu/gijiroku/20121108/03.pdf> を基に

作成

5 北欧型の資産構成

- ここまで、イギリスとドイツについてみてきたが、EU圏全体を見てみると、やはり、保険・年金に対する比重が高いことがわかった。その背景として、確定拠出型年金などの機関投資家を通じて、間接的に運用する傾向があることやEUの高齢化問題が存在するからである。EU全体の株式比率の上昇は、高齢化により、年金機構の資本形成が乱れ、公的年金制度の揺らぎが生じたことで、リスク資産を運用することに積極的になったからである。高齢化によって、老後のための資金を集めようとする家計が増えたことが根源にあり、機関投資市場の充実と海外資金流入、インフラ整備による株式文化の浸透が成果を上げている。
- 10
- 15 一方、日本での高齢化が資産構成を貯蓄から投資にシフトさせないのは、年金資産の安全性を信じているからである。「消えた年金問題」で明らかになったデータ管理のずさんさを目の当たりにして、株式と同じくらいリスクがあることわかった。同じリスクなら高いリターンの株式に資産の在り方を変えるべきだが、そうされないのは機関投資市場の充実がなされていないからである。
- 20
- この点でEUとの違いが顕著に表れている。

3章 アメリカ家計の資産構成

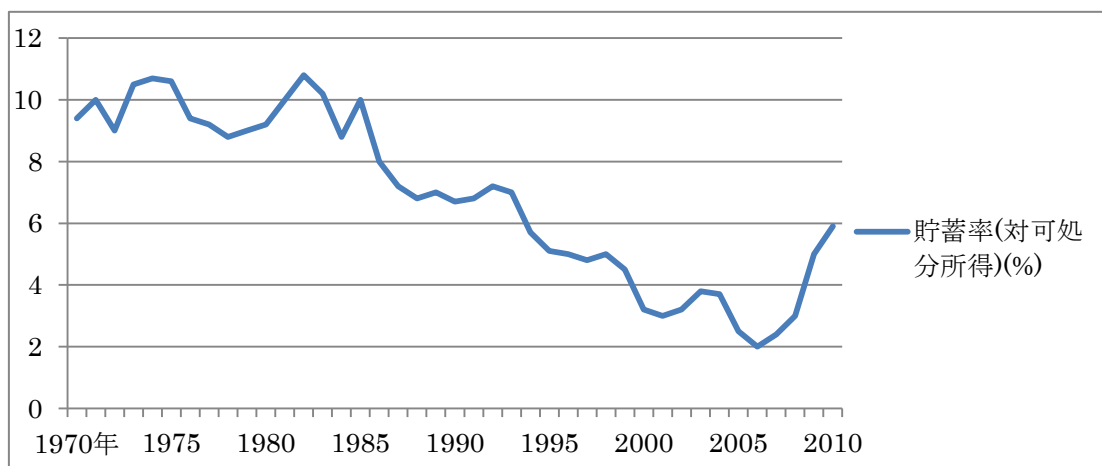
2章では、海外の家計における資産構成を見てきた。図表 1-5 でみたように、日本と海外の家計における資産構成を比較したところ、アメリカが日本の構成と正反対の特性を持つことがうかがえる。そのため、この章では、1章の流れと似た流れで、アメリカの家計における資産構成をみていく。

3-1 貯蓄率の動向

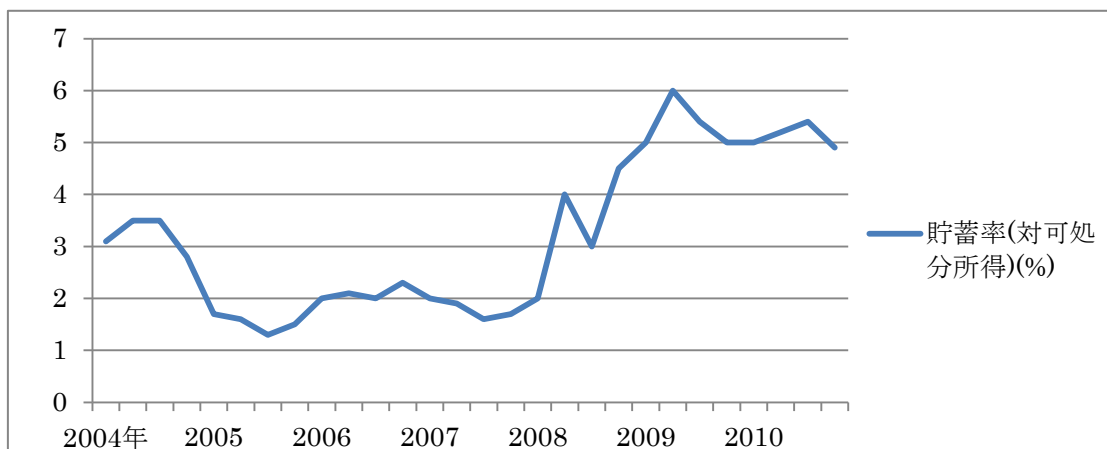
図 3-1a からは、アメリカにおいても、家計貯蓄の長期的に低下していることが見受けられる。そのため、アメリカでも、ライフサイクルモデルに基づく高齡化が進行していると思われる。また、2008年以降では、貯蓄率が急上昇しているが、これは同年のリーマンショックを受け、家計が保有する金融資産の価値減少などから、負の資産効果が発生し、消費を抑制した結果、貯蓄率が急上昇したと思われる。特に、アメリカでは、ホームエクイティローンが発展しているため、住宅バブル崩壊の影響は大きかった。

しかし、図表 3-1b で見た近年の貯蓄率の動向を見ると、家計貯蓄の急上昇は、2009年にピークを迎え、安定的に推移するようになっていることから、リーマンショックの一時的要因による変動であると思われる。そのため、今後はリーマンショック前の低い水準に向かって、低下していくと予想される。

図表 3-1a : アメリカ家計の貯蓄率の推移(%表示) (1970~2010)



図表 3-1b : アメリカ家計の貯蓄率の推移 (%表示) (2004~2010)



出典：「米国の対外不均衡の真実」 竹中正治 (2010) を基に作成 (図表 3-1a, b とともに)

5

3-2 アメリカの家計資産構成

初めに、図表 3-2 で示している家計の金融資産残高の推移を見ていくと以下のことが分かる。①長期的な視点で見ると、最も割合が上がっているのは、MF および MMF の項目である。②株式・出資金の割合は、MF および MMF の拡大によって代替されたことで、低下した。③保険・年金準備金の水準が上昇してきている。

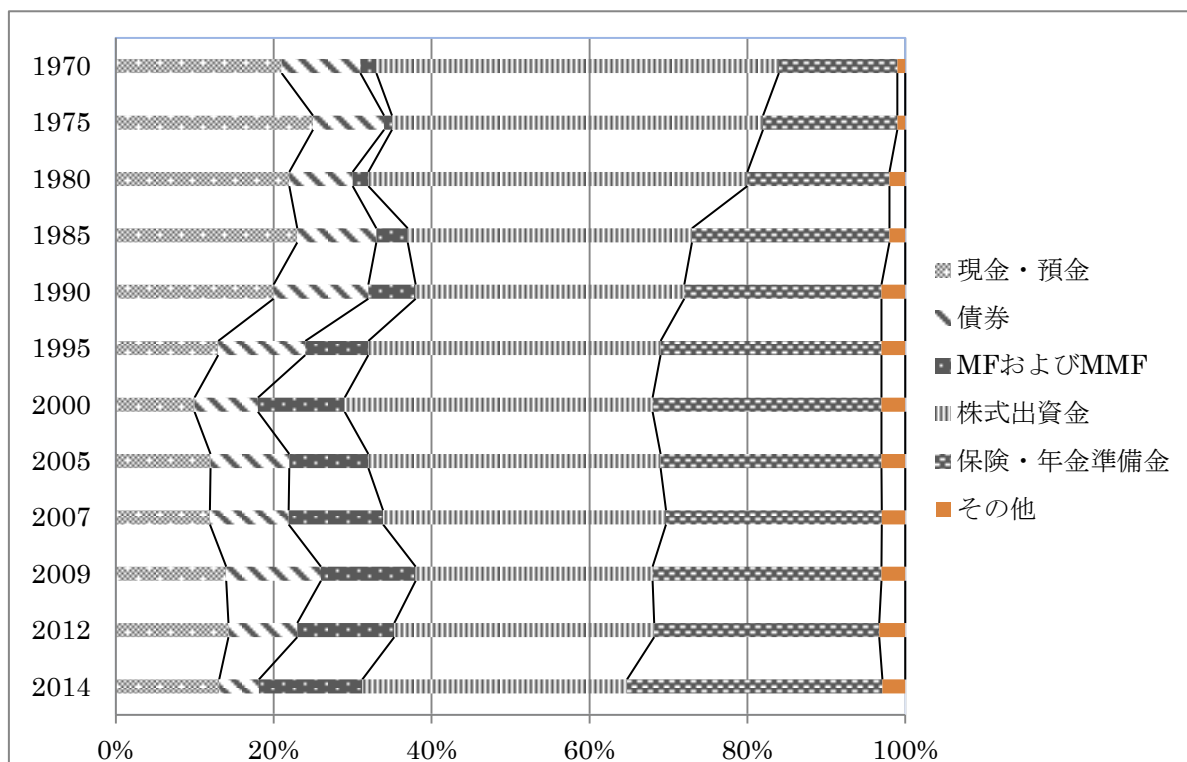
① MF および MMF に関しては、米国において、投資信託が普及・発展してきていることを表している。そして、投資信託の発展要因として挙げられるのが、規制緩和・証券税制・MMF などの販売チャネルの多様化・株式市場の動向である。詳しくは、4 節のアメリカの投資信託で見る。

② MF および MMF のという運用方法の発展や、2000 年代所得に生じた IT バブルによって、一時的には増加したものの崩壊とともに縮小している。また、これは、08 年に生じたリーマンショックにおいても同様のことが起こっている。

③ アメリカにおいても、高齢化が進行しており、老後の生活を獲得するために、資金を蓄積することが重視されるようになったため、安定

的な老後生活を送るために準備金として、年金・保険準備金の蓄積がされていると思われる。

図表 3-2 アメリカの個人金融資産の構成比



5

出典：「証券税制改革の論点」 公益財団法人日本証券経済研究所 2012年 P.193・野村資本市場クォーターリー（2012、2014）を基に作成

10 3-3 所得別・年代別金融資産構成

アメリカの資産格差は、よく大きなものであるといわれる。そのため、この節では、アメリカの家計金融資産の格差がどれだけあるのかを分析する。(図3-3)

所得別の金融資産構成(図表3-3a)からも、家計における所得格差が大きいことがわかる。そして、2013年の上位10%が全体に占める割合は、約74%である。また、上位20%まで、含めると全体への割合が約91%も占めている。さらに、1989年と比べ、上位20%の所得階層の人々が保有する金融資産は、2013

年には2倍以上増加している。しかし、下位40%の所得階層の人々が保有する金融資産は、2013年には、1989年よりも減少している。そのため、年々、資産格差は拡大してきたことを表している。

さらに、この図からは、2001年～2004年、2007年～2010年の2つの時期には、ほぼ全ての所得階層が保有する資産が減少した。2001年～2004年には、ITバブルの崩壊があり、2007年～2010年にかけては、リーマンショックが起きた。このことから大規模な金融バブルの崩壊が家計の資産構成に大きな影響を与えることが見て取れる。また、2007年～2010年には、これらの動きに反して、上位10%の所得階層の保有する資産は、この時期に格段に上昇している。これは、リーマンショックをもたらした住宅バブルは、上位10%の人々に、最も恩恵があり、バブル崩壊後でさえも、彼らに莫大な利益をもたらすものであった。そして、バブル崩壊後の影響が大きいものであるものに関連して、バブル崩壊前（バブル時）には、どの所得階層の人々も、資産を拡大することができてい

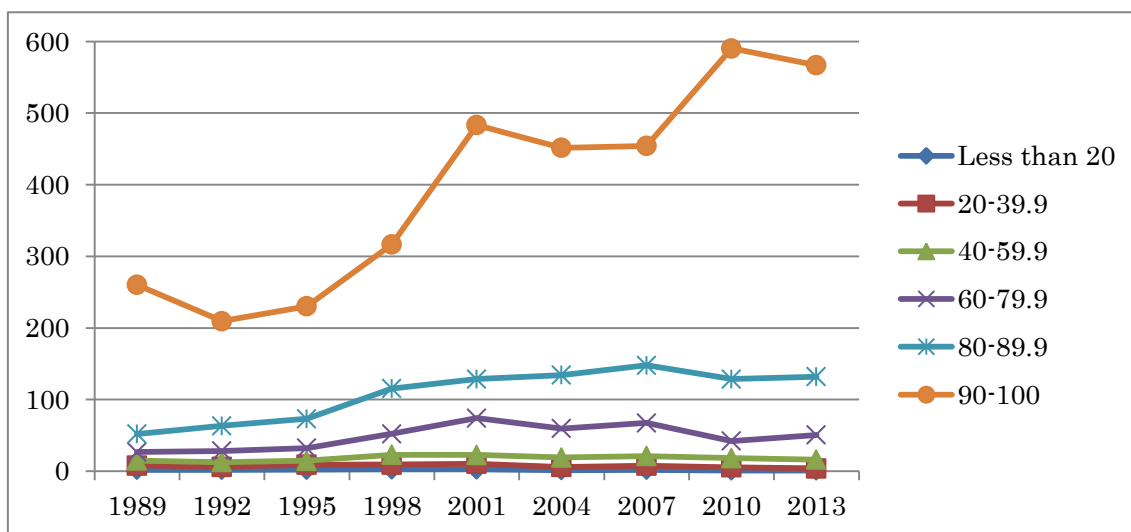
次に、年代別の金融資産構成（図表3-3b）をみると、基本的に、高齢になるにつれ、保有している金融資産は増加していき、ある一点（55-64）を過ぎると、次第に減少していくことが見受けられる。このことから、定年制度のないアメリカにおいても、大体の人が、55-64年を境に退職していると見受けられ、その結果、所得が減少し、金融資産を保有する額が減少したのだと見える。

20

25

30

図表 3-3a: 家計が保有する金融資産の中央値(収入階層別 単位 1000 ドル)



図表 3-3b: 家計が保有する金融資産の中央値(年齢別 単位 1000 ドル)

年 \ 年齢	35 歳以下	35-44	45-54	55-64	65-74	75 歳以上
1989	4.9	25.4	33.2	46.7	34.3	53.2
1992	6.1	16.3	32.1	46.5	41.4	34.2
1995	8.2	20.6	41.3	49.3	32.0	34.8
1998	6.4	32.7	53.4	65.5	65.5	52.4
2001	8.2	35.5	59.2	76.9	67.5	55.8
2004	6.4	23.4	48.3	97.0	44.5	47.8
2007	7.6	29.2	61.0	82.8	76.4	46.6
2010	5.9	15.5	36.1	59.8	48.4	46.9
2013	5.8	20.4	31.5	52.1	72.0	28.0

出典: FRB Survey of Consumer Finances 2013

5 <http://www.federalreserve.gov/econresdata/scf/files/BulletinCharts.pdf>

を基に作成 (図表 3-3a, b とともに)

3-4 アメリカの投資信託

第2節において、MFやMMFというものが家計における金融資産構成にとって、重要なものとなってきたと述べた。そして、MFやMMFは投資信託の一種として分類される。そのため、この節では、アメリカの投資信託の発展の歴史や営業形態などを見ていく。

5
10
15
20
25
30

初めに、アメリカの投資信託は、1921年にイギリスの投資信託の仕組みを取り入れたクローズドエンド投資会社が設立されたことに始まった。クローズドエンド型の投資信託とは、一度ファンドが発行する債券を買くと、期限期間中には買戻し（換金）できない運用方法をする形態のものである。このようなクローズドエンド投資会社は、主に、レバレッジを用いた投資を主としていたため、1929年に起きた大恐慌による、株価急落で深刻な被害を被った。その後、証券市場の回復とともに、1940年に投資会社法が成立し、投資信託に関する法的基盤が固まると、オープンエンド型の投資信託が主流になっていった。

オープンエンド型の投資信託は、一般にMF（ミューチュアルファンド）と称され、1924年に、アメリカで、マサチューセッツ・インベストメンターズ・トラストの発足が世界で最初であった。このオープンエンド型の投資信託とは、クローズドエンド型の投資信託と異なり、ファンドの債権を保有する投資家は、買戻しをいつでも自由に行えるようになった。

そして、第2次世界大戦を経て、アメリカの経済成長が進むに伴って、株式ファンドは、成長していった。しかし70年代に入ると、株価が停滞し、投資ファンドも伸び悩むようになった。この状況を打開するために、MMF（マーケットマネーファンド）という公社債を中心に行う投資信託の手法が開発された。

（1971年発足）これによって、80年代、90年代を通して、アメリカの株式ファンドは成長していった。2000年代に入ると、投資不祥事などの問題が発覚したが、投資信託全体を揺るがすものではなく、2012年末では、オープンエンド型のファンドの残高は、日本の17倍の13兆ドルである。

次に、投資信託の営業形態をMFに着目して見ると（図表3-4）3つのことが分かる。

1つ目は、MMFの導入初期は、最も大きな割合を占めていたが、年々低下していき、2005年以降はほとんど同じ割合で推移している。これは、上で述べたよ

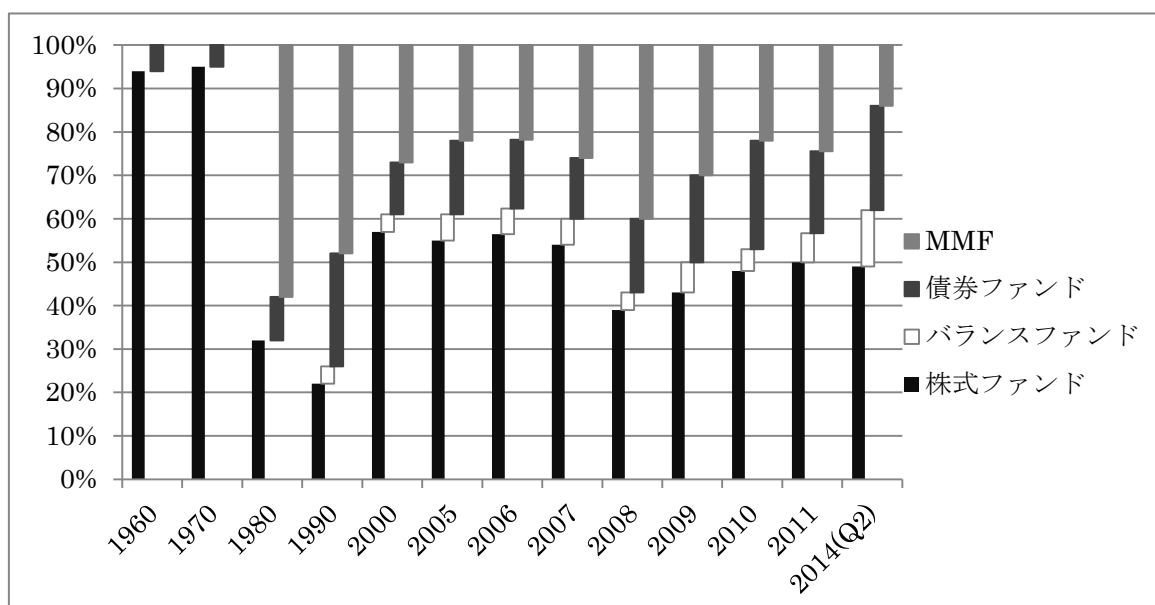
うに、MMFは株式市場の停滞時には、有効であるが、平時には、株式ファンドの方が、利益率が高いためである。(地方債利回りは08年時には、約4% 社債利回りは08年時には約5,4%であり、ほかの時期に関しても一貫して、1~2%の利回り差がある)

5 2つ目は、今まで同様、バブル崩壊後は、株式ファンドのシェアが減少していることである。これは、バブル崩壊によって、株価が急落したことで、投資信託においても、リスク回避的な行動がとられることを表している。

3つ目は、バブル崩壊などの投資信託においても、リスクが低く安定的な運用が求められるため、MMFのシェアが上昇する。

10

図表 3-4：ミューチュアルファンドの商品別残高資産構成比率の推移



15 出典：「アメリカの証券市場 2013年版」 日本証券経済研究所 (2013年)

2014年Q2(第二四半期のみ) ICI資料を基に作成

http://www.ici.org/research/stats/worldwide/ww_06_14

20 最後に、投資信託保有者に関する分析を行う。2012年のICIの調査によると、

投資信託を保有する者の割合は、年齢別では 35 歳未満で 32%、35～44 歳で 52%、45～54 歳で 52%、55～64 歳で 50%、そして 65 歳以上で 37%となっている。

また、世帯収入でみると、年収 2.5 万ドル未満で 12%、2.5～3.5 万ドル未満で 29%、3.5～5.0 万ドル未満で 32%、5.9～7.5 万ドル未満で 67%、7.5～10 万

5 ドル未満で 67%、そして 10 万ドル以上で 81%となっている。このことから、年齢別では、あまり関連性がないが、収入別では、高収入になるにつれ利用率が高くなっていることが分かる。

また、購入目的としては、退職への備えが 94%と最も多く、次いで、課税所得削減、不時に備えて、教育資金 収入補填、住宅など資金、その他の順であ

10 る。

3-5 アメリカの不動産

次に、アメリカの家計が保有する不動産についてみていく。

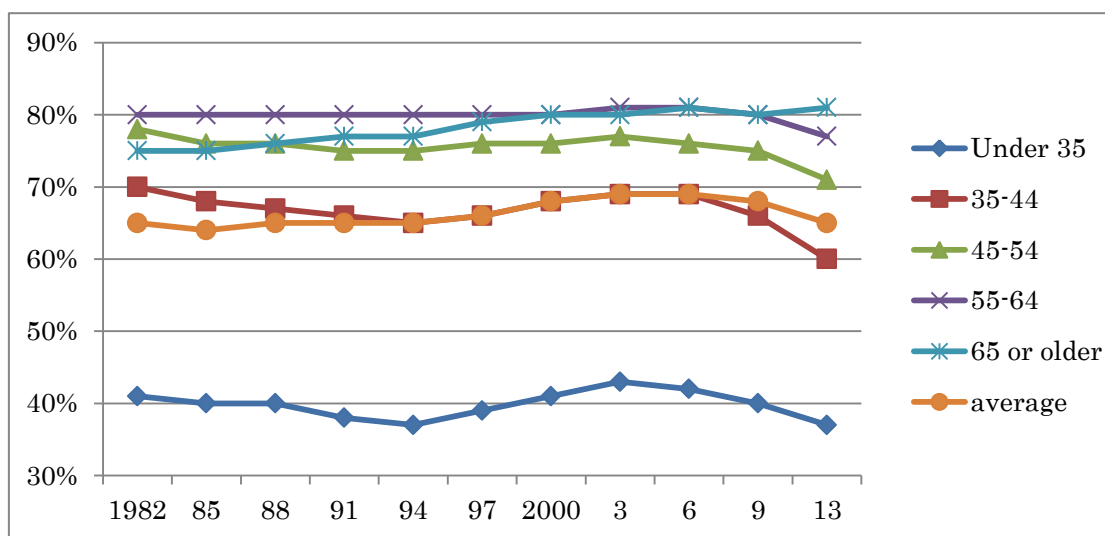
15 初めに、年齢別の持ち家率（図表 3-5）を見ると、年齢が上がるにつれ、持ち家率が高くなっていき、45 歳を過ぎるころには、約 75%が住宅を所有している。また、若年層ほど、持ち家率の変動が激しい。

次に、アメリカで住宅価格の指数とされているケースシラー住宅関数で住宅価格の推移（図表 3-6 2000 年を 100 とする）を見ていくと、年々、住宅価格は上がっていき、住宅バブルになると飛躍的に上昇していったが、バブル崩壊後は、急落した。

25 アメリカの住宅に関して見ると、若年層においても、アメリカの持ち家率は高い。持ち家率の高さを支えているのが、S&L などの住宅ローン貸付業者や、ジニーメイやファニーメイなどの政府支援機関の存在である。彼らが、住宅ローンを証券市場に大量に供給し、補償したことで、持ち家率の高さを支えている反面、住宅バブルをもたらし、住宅市場に甚大な被害をもたらしたという悪い側面を併せ持っている。

30

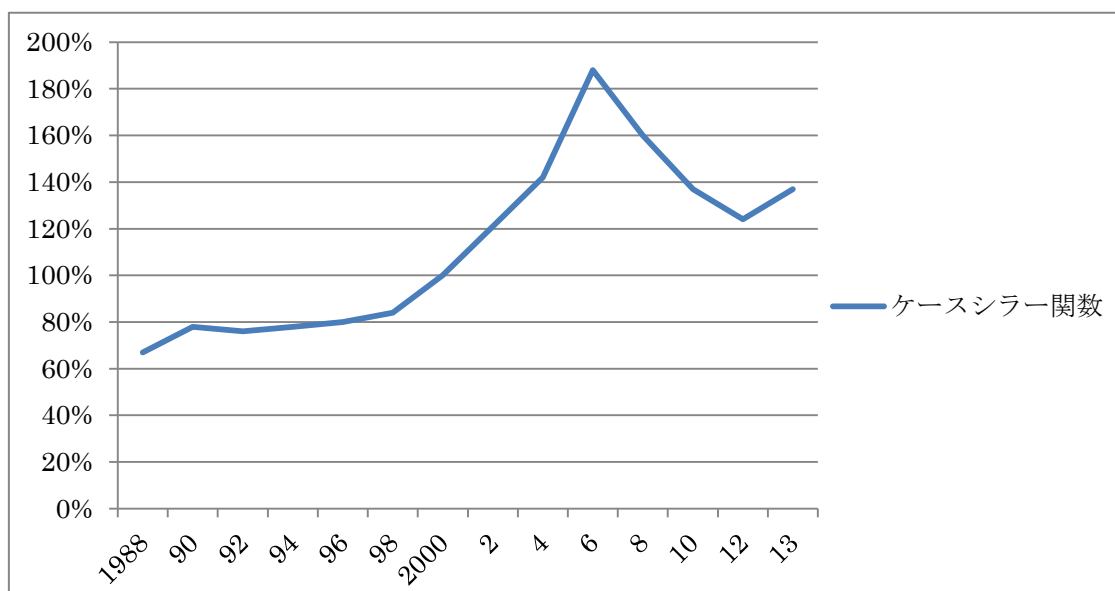
図表 3-5：アメリカの年代別持ち家率と平均持ち家率



出典：<http://www.census.gov/housing/hvs/data/charts/fig07.pdf> を基に作成

5

図表 3-6：S&P ケースシラー関数（住宅価格）



出典：S&P Dow Jones Indices & Fiserv を基に作成

10

3-6 アメリカのライフプラン

5 ライフプランとは、人生の中で起こる様々なイベントに備えて、理想的な資産形成を行う計画のことで、ファイナンシャルプランニング（FP）という手法を用いて、実現するというものである。現在、ファイナンシャルプランニングは、アメリカが最も発展している。

10 アメリカで、ファイナンシャルプランニングが発展した理由としては、金融革命によって金融サービスが発展したこと、また、これに伴う金融資産の増加によって、資産運用がより重視されるようになってきたことである。これに加えて、複雑な税制であるため、有効的に資産を活用していくことが、個人にとって難しくなってきたためである。

15 アメリカにおけるファイナンシャルプランニングの基本は、主に資産の最大化（経済的な Well-being）を目的としていて、リーマンショック後からは、資産運用に関する意識が高まり、ライフプランニングを行うファイナンシャルプランニングが増えていった。

20 典型的な理論構成としては、従来型のアルトフェストと行動ファイナンスの知識を取り入れた行動ファイナンシャルプランニングがある。前者は、家計が論理的ファイナンスをベースとして、合理的な行動に基づいて効率的に運用するものである。

25 一方、後者は、マネープランニングとライフプランニングを合わせたものである。行動ファイナンシャルプランニングは、合理的なファイナンシャルプランニングから外れた非合理的な行動を修正して、理想に近づけていくマネープランニングである。これに加えて、利他的な目標設定などの非ファイナンシャル的な目標を重視するライフプランニングを盛り込んでいる。

30 アメリカにおけるファイナンシャルプランニングの分析ツールは、年間キャッシュフロー報告書（収入：税・社会保障料込のグロス 支出：貯蓄投資、固定支出、変動支出）と個人バランスシートである。これに応じて、個々の顧客に応じたプランを設計している。アメリカでは、個人が毎年、所得の確定申告をしているので、バランスシートの作成は日常的なものである。プランニングの基本は、キャッシュフロー分析をもとに、リスクを考慮して、株式投資や投

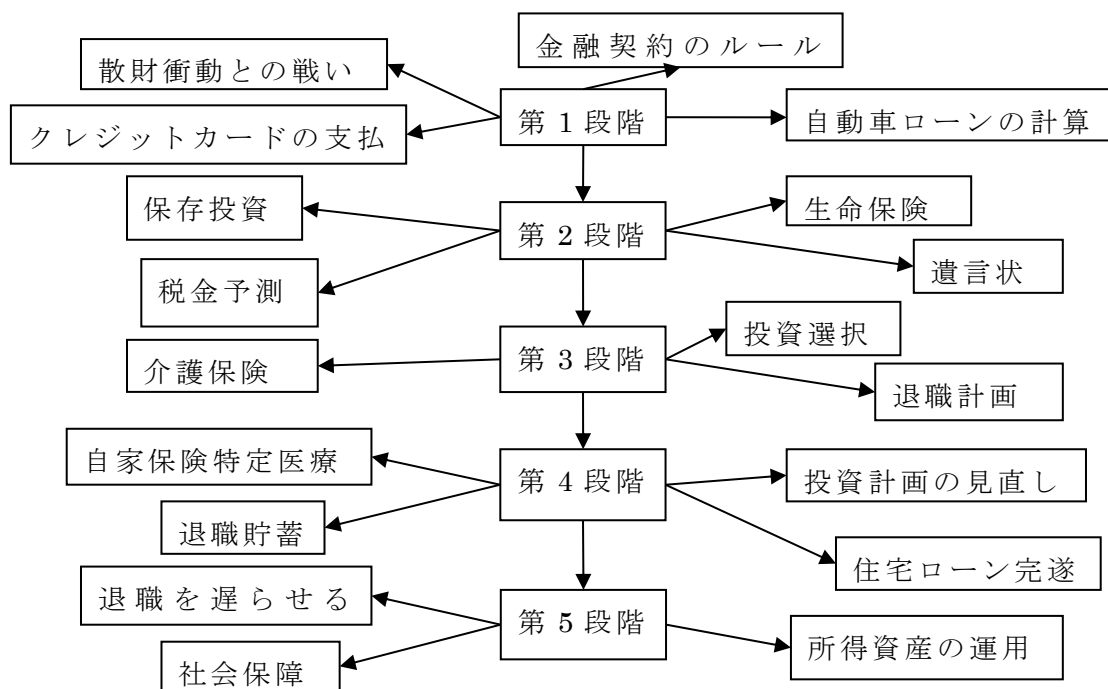
資信託を進めている。これと同時に、教育資金設定や離婚に関する特殊なプランニング設定を行う。

アメリカで行われるファイナンシャルプランニングでは、想定されるイベントはいくつもあり、代表的なものは、保険、老後の生活、結婚・離婚・出生、遺産相続や教育などである。

具体的なファイナンシャルプランニングは、CFP board では、生涯の財務段階に応じて、18～25歳を第1段階 歩き始めの年、25～40歳を第2段階 ネスト年、40～55歳を第3段階 プライムタイム年、55～65歳を第4段階 富蓄積年、65歳以降を第5段階 再発明年 と5段階に分類して、段階ごとに様々なプランを自分で作る。図表 3-7 に載っているのは、各段階に応じたプランニングを設計する際に、将来起こる可能性のある出来事（一部抜粋）を想定したもので、概要を記した記事が、無料で提供され、この情報をもとに、計画・予算・期限などの仮説を立てて、個別に、FP と相談し、実現していくものである。

15

図表 3-7：アメリカにおける段階別ライフプラン



出典：CFP board の情報をもとに作成

3-7 アメリカの証券政策（証券税制と投資家保護法）

5 3節では、上位20%の所得階層が保有する金融資産の成長がアメリカの全家計の金融資産残高を拡大してきたことを見た。そして、年々、家計の保有する金融総資産残高が上がってきた大きな要因の1つは、証券税制にあるので、この節で見ていく。

10 初めに、個人所得税に関してみていくと、1981年までは、最高税率が70%と極めて高かったため、この年に、経済再建税法という大規模な減税政策が行われた。これにより、最高税率は、一気に50%にまで引き下げられた。さらに、1986年には、税制改革法が成立し、翌年1987年には最高税率が38.5%になり、88年には28%まで引き下げられた。その後の同法改正で、90年には31%、93年には39.6%まで引き上げられた。しかし、2001年には、大規模減税法が成立
15 し、01年には39.1%、02年には38.6%、最終的に03年に35%まで引き下げられた。

また、1986年に行われたレーガン改革で設定されたキャピタルゲイン課税が最高28%で導入されるようになった。しかし、97年と98年に改正され、1年を越えて保有する有価証券のキャピタルゲインが、10%と20%の2段階に引き
20 下げられた。さらに、2003年法によって、10%が5%に、20%が15%に引き下げられた。

このような、大規模な減税政策は、所得水準の高い（所得階層の上位の）人々にとって、有利であったため、積極的に投機が行われるようになったことも、家計における金融総資産残高が、飛躍的に増大した要因の1つである。

25 次に、投資家保護制度についてみていく。1970年に証券投資家保護法（SIPC法）が成立すると、証券投資家保護会社（SIPC）が設立された。SIPCの役割は、投資会社などの証券業者が、経営破綻になった時に、投資家が証券業者に預けている証券や金を返してもらえない場合、一定の程度までは、損失を補償してくれるというものである。SIPCの運営体制としては、SIPC基金を設立し、自主
30 規制機関の調査によって、定められた負担金を、加入している会員から徴収し、

経営破綻時に、損失を補償している。

このような投資家を保護する制度の存在も、投資家に投資の安全性を与え、投資拡大における役割の一端を担っている。

4章 日米家計の比較

1 章と 3 章では、日本とアメリカの資産構成に関して、見てきた。この章では、見てきたことを前提にして、日本とアメリカの資産構成におけるメリット・デメリットを比較していく。

4-1 日本の資産構成のメリット・デメリット

日本人は、しばしば「安定志向」が国民性といわれている。これが資産構成の中で顕著に現れている現預金比率が高く、株式などのリスク資産の比重が低い。これは、リスク資産の比重が高いアメリカやEUと比べて、経済ショックによる株価下落に対して、その家計の損失が小さくすむというメリットがある。また、遺産相続するとき金融資産より不動産という形で相続したほうが課税は小さいので、不動産保有のインセンティブを与え、不動産という安定資産の比重が高まっていることもメリットである。

それに比べてデメリットとしてあげられるのは、投資が少ないことに尽きる。投資の占める比重が低いということは、家計について、資産がいったい増えることはなく、減る一方である。したがって、定年になると貯蓄と退職金から構成された資産を切り崩して生活するため高齢になるにつれて貯蓄率が下がることが日本の資産構成の傾向であり、デメリットのひとつである。

投資が少ない要因は、投資に関する情報が少ないという点や税制、投資に対する取引コストが高いことである。また、不動産保有率の高さは家計の投資にかかる割合の低下を意味している。背景として、賃貸市場の非効率があるが、日本の持ち家志向は投資現象に大きく関与しデメリットである。このように、投資を促す金融機関や市場の整備が他の先進国に比べてなされていないのがポイントである。

4-2 アメリカ家計の資産構成のメリット・デメリット

アメリカの家計は、しばしば、積極的にリスクをとるといわれている。では、なぜ彼らは、このような資産構成を行うのかは、アメリカ型（投資集中型）の資産構成におけるメリットを重視するためである。

3章では、アメリカ型の資産構成を見てきた。そして、アメリカ型の資産構成に内在するメリットとデメリットに関して考察していく。

5 初めに、メリットを見ると、家計の視点では、当然、預金金利よりも投資を行った方が、高い運用利回りを期待できるという点にある。また、株式や債券などを発行する主体としては、証券投資という手法で資金を調達することができる。最後に、投資銀行、ヘッジファンド、格付け会社などの金融関連業界にとっては、手数料をもらえるという点がメリットとなっている。

10 一方、デメリットは、今まで何度も見てきたように、リーマンショックなどの大規模な金融危機が生じると、家計においては資産が減少する。また、株式や債券などの発行主体にとっても新たな資金調達が困難になり、金融関連業界にとっては、信用を大きく損なうことになる。さらに、現在、アメリカの家計における投資の90%以上を上位20%が占めており、彼らに有利な証券税制が、投資を促進させてきた半面、大きな資産格差をもたらしたことも事実である。

5章 家計における望ましい資産構成の在り方

私たちが考える家計の望ましい資産構成の在り方は、家計の株式や投資信託の比率を上げることによって、経済全体の資金循環の流動性を高めることである。しかし、アメリカにおける資産構成を見てきて、単純に投資の比率をあげるのが望ましいとは思わない。リーマンショックなどの大規模な金融危機によって、大きな経済的な損害が生じ、社会に大きな影響を与えると考えるからである。そのため、長期保有を目的とした投資比率の上昇が望ましいと考える。

5
10
では、具体的に上記で挙げた目標をどのように達成するか、私たちが考えた方策を提言していく。

日本では、住宅価格が諸外国と比べて、とても高いにもかかわらず、持ち家率は高いというのが現状である。(住宅価格の年収倍率 2013年:東京 9.79倍(新築マンション、東京カンテイ)、アメリカ 3.7倍(REITI))しかし、これによって、日本の多くの家計では、高額な住宅ローンを保有することが、家計の資産構成に大きな制約となっており、若年層での投資比率が低い要因ともなっている。そのため、この点に着目し、住宅ローンの制約を縮小することができれば、金融資産への投資が増大すると思われる。これを達成するには、賃貸市場の発展が不可欠であるが、賃貸市場で供給されている、貸家はサイズが小さく、家族向けへの供給が困難となっているのが実情である。この様な賃貸市場における問題を、改善するために、減価償却にかかわる減税期間の延長・長期保有株
15
20
に対する非課税政策・J-REIT制度を活用していくものである。

I、賃貸物件における法定耐用年数引き上げによる賃貸市場の活性化

日本の賃貸市場が発展していないのには理由がある。それは、日本がアメリカにならい、持家率を優先していたためである。戦後の日本の不動産市場は、人口増加と経済成長を背景とした土地神話に支えられていたため、資産として保有する利点もあった。しかし、バブルが弾け不動産はリスク資産であることが認識された。

そして、持ち家推進の住宅市場には失敗があった。第一に、賃貸住宅は持ち家までの途中経過の立ち位置でしかなく、賃貸住宅が劣悪な方が住宅を買うモ
30

チベーションが高まるため、賃貸住宅強化には力を入れてこなかったことがある。短期間で焼却できるような地主の節税対策として、賃貸住宅経営を促進させる税制を設定した。そのため短命な住宅が大量発生した。

5 第二に、賃貸市場が未完備であることから、結婚や子育てなど家族が増えた時に選べる賃貸住宅がなく、持ち家という選択肢を選ばざるをえない状況になってしまい、結果的に家計を住宅変動のリスクにさらすことになってしまう。

家計の中で最も高額な買い物であると同時に、最大の資産である住宅の価格が低下してしまうことにより、家計の消費活動の低迷や、また金融機関の保有リスクの上昇により貸出行動を抑制され、日本経済にも大きな影響がでる。

10 なぜ賃貸市場が未完備であるのか。「賃貸住宅の経営に携わった動機」についてみていく。国土交通省の調査によると、1位に資産運用、2位に相続対策の3位の将来の生活安定と老後の保障、4位節税対策、5位住宅を相続した・譲り受けた、となっている。この結果から、貸主は事業経営という意識はあまり見られず、「土地を有効活用したい」という思いが見える。

15 このような結果になってしまったのには、賃貸住宅投資に関する税制に問題があった。建設時点における登録免許税等の優遇や、保有中における固定資産税の優遇、割増減価償却費による所得税の軽減などが適用されることなどといった賃貸住宅建築という初期費用に対する優遇により、短期間で建て替えれば一番効率がよいという構造になってしまい、賃貸住宅は短期的で劣悪の単独世
20 代にしか需要がないような住宅が増えてしまっている。

なので、長期間保有したほうが効率的になるという税制にすることが賃貸の質をあげ、このことにより賃貸市場が活性化することに繋がる、と考えた。

そのなかで、耐用年数をみなおし、減価償却の延長をすることを方策としてあげる。

25

30

図表 5-4：建物の法定耐用年数

資産	法定耐用年数	償却率(定額法)
木造モルタル住宅	20年	0.050
金属造 3mm以下住宅	19年	0.053
金属造 3～4mm以下住宅	27年	0.038
金属造 4mm超住宅	34年	0.030
鉄骨鉄筋コンクリート造住宅	47年	0.022
給排水・ガス・照明設備	15年	0.067
個別冷・暖房機器	6年	0.167

出典：ヘーベルメゾンの税金講座 Q&A から引用

<http://www.asahi-kasei.co.jp/maison/chiebukuro/drhebel/shinkoku-11.shtml/>

- 5 「物の劣化代」として経費にできる減価償却費は、耐用年数が低いほどが大きくなり、そのぶん利益が少なく計上されるため、かかる税金が低くなり、最終的にはキャッシュフローが大きくなる
- そのため、耐用年数が低い住宅を造り、減価償却が終わったら建て替えればいいという考えから、短期的な質の悪い賃貸住宅が供給されてしまうというよ
- 10 うな構図ができあがってしまっている。
- 賃家の着工数をみてみると他国と比べても日本は30～50万戸なのに対してアメリカでは19～28万戸というおよそ倍の差がある。それは、一度賃貸となった住宅が、再び賃貸として建て替えられるまでの期間が短い。その分築浅の物件でも滅失率が高い。
- 15 このような悪循環の元を改善するために、賃貸における法定耐用年数の引き上げを方策とする。これによって、質の高い長期的な運用目的とした賃貸住宅が増え、賃貸住宅をもとにした投資も安定的に収益をあげられるものとする。

II、長期保有株を対象とした非課税制度

日本の現預金比率を株式などのリスク資産へ転換させる方策の一つとして、ドイツの税制にならって考えていく。なぜ、ドイツかという点で上記で述べたとおりである。貯蓄から投資への転換のポイントは、まず、貯蓄しないほうが得をする方策であること。あるいは貯蓄すると損をすること。投資したほうが得をする事、あるいは投資しないことが損になることである。かなり単純なことであるが、どれをかけても、投資にシフトさせるインセンティブは働かないのである。

1990年代ドイツは、現預金比率が40%以上あったにもかかわらず、今では10ポイント減少させ、株式、投資信託の比率を伸ばした。これには2000年の税制改革が関与していたのである。

まず、貯蓄を増やすための、法人税、所得税減税により二重課税問題を軽減した。税制改革の中でも特に画期的であったのは、投資を促進させるためのキャピタルゲイン課税の撤廃である。ただし、長期保有の株式に関しては課税対象である。これによって株式の売却益はより大きくなり、さらに長期による株式の保有は課税対象となるため、売り買いの操作が頻繁に起き、株式の回転、つまり資金の流れがよくなるのである。これに対する評価は「塩漬けになれていた非効率な保有株式の売却は、株主であった金融機関などの資本効率の向上に繋がるだけでなく、株式売却を宣告された企業側も従来の持ち合い構造に甘えた経営を続けられなくなりコーポレートガバナンスを必然的に改善せざるを得なかった」とした。

このように法人の投資の増加は、投資市場を活性化させ、より充実した債権を家計に提供できるようになる。家計に投資をさせるためには、減税で貯蓄に幅を持たせ、株式投資を促進していくべきである。そのため、家計における貯蓄を投資へ代替すべきと考える私たちは、長期の保有株式にかかる所得税を非課税にすべきであると提言する。

III、(地域) 開発型 J-REIT

初めに、J-REITとは、不動産投資信託のことで、アメリカのREITをモデル

としている。不動産投資信託の形態は、J-REIT 加えて、私募ファンドと私募 REIT が存在する。

そして、J-REIT の特性としては、以下の 5 点である。①不動産賃貸事業に特化している。②投資信託法や金融商品取引法などの規制による情報開示が求められているが、それ以上の情報開示が求められているため、透明性が高い。③負債比率を 55%以下の範囲に抑制することを公約としているため、厳格な財務規律が行われている。④J-REIT が獲得した利益の内、配当可能所得の 90%以上を投資家に配当とすることで、法人税が非課税となる。そのため、投資家への配当利回りが高い。⑤1 口当たりの最低投資額が、20～70 万円であるため、小口でリスク分散ができる。また、NISA 制度も活用できる。

次に、私募ファンドの特性を見ていくと、私募であるために、年金基金や生命保険会社などの少数の機関投資家などを顧客としている。(私募 REIT も同様) ちなみに、J-REIT は公募であるため、広く一般の投資家を対象としている。そして、①運用期間をあらかじめ設定し、期間内に物件をすべて売却する。②J-REIT では、保有しているエクイティ（出資持分）を、証券市場で換金するため流動性が高いが、私募ファンドでの換金方法は、相対取引であるため、流動性は低い。③運用期間に限度があるため、短期利益を追求し、ハイレバレッジをかける傾向がある。④情報開示は、基本的に関係者にのみ公表される。⑤ J-REIT と異なり、不動産保有の目的が売却にあり、不動産を新たに開発することができる。⑥私募であるため、最低投資額が高い。

最後に私募 REIT の特性を見ていく。①運用期限に限度がないため、保有している不動産の売却時機を柔軟に決定できる。②1 口当たりの価格が、決算期に行われる鑑定評価額によって決定するため、価格の変動が小さい。③投資口を換金する手段が、投資家同士での売買か投資法人との相対取引でしか行えないので、担保の流動性が低い。

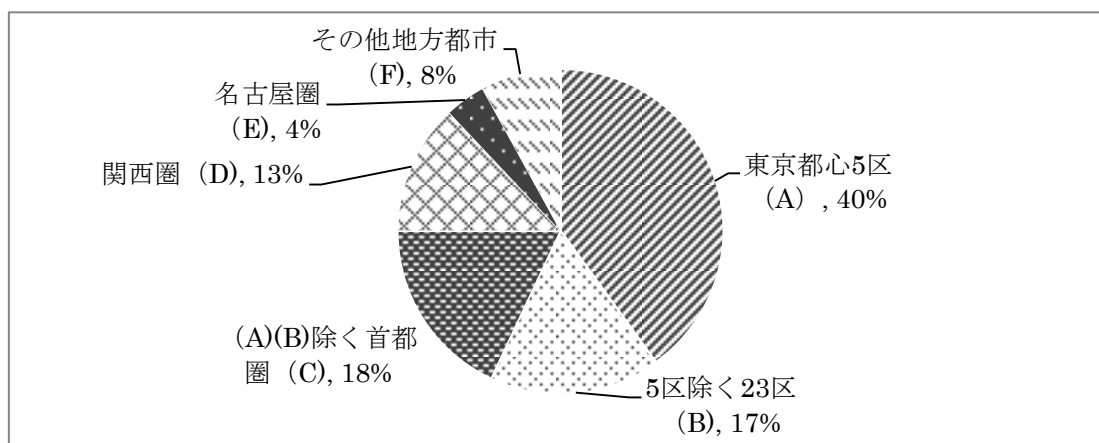
以上のことを踏まえて、J-REIT を活用することを選んだ理由は、第一に、最低投資額が私募と比べて、圧倒的に安いためである。第二に、長期保有を目的としているとは言え、一時的な理由から、手放さなければならない状態が発生した場合、流動性がないと換金しづらく、投資に対して、ネガティブな印象を持っている人が多い現状では、大きな不安要素となりえるからである。故に、

私たちの方策において、J-REIT に不動産開発機能を付与しすることが、最適であると判断した。

現在、J-REIT 取り扱う縦隔エリアの大半は、都市部に集中しており、J-REIT 業界においても、獲得競争が激しくなっている。(図表 5-2)

5

図表 5-2 : 2013 年 6 月末時点の J-REIT の投資エリア (取得価格ベース)



出典：「不動産証券化と J-REIT がわかる本」 三菱 UFJ 信託銀行不動産コンサルティング部 2013 年 P, 146 を基に作成

10

日本では、今後過疎化がより深刻な状態へと進行すると予想されるため、地価が下落している。(国土交通省 2014 年) また、現政権の安倍政権でも、地方創生を目標とした政策が思案されている。これらの点を踏まえて、私たちは、

15 地域開発型の J-REIT の拡大を行うことが望ましいと考える。そのために、開発型の J-REIT に投資を行う投資家への優遇措置として、長期保有の株式に関する非課税制度によって、実現できると考えている。

以上で挙げた 3 つの方策を用いた方策実現へのプロセスは、以下の通りである。(図表 5-3)

20

まず、投資家が信託会社で、J-REIT を購入し、投資家から資金を獲得した信託会社が、地価の下落した地域の不動産を購入し、住宅を建設し、新たに長期保有の賃貸物件を供給する。また、その地域に家計が移行しやすいように、ビルやスーパーなどの物件を供給し(方策Ⅲ)、新たな顧客層を開拓する。このこ

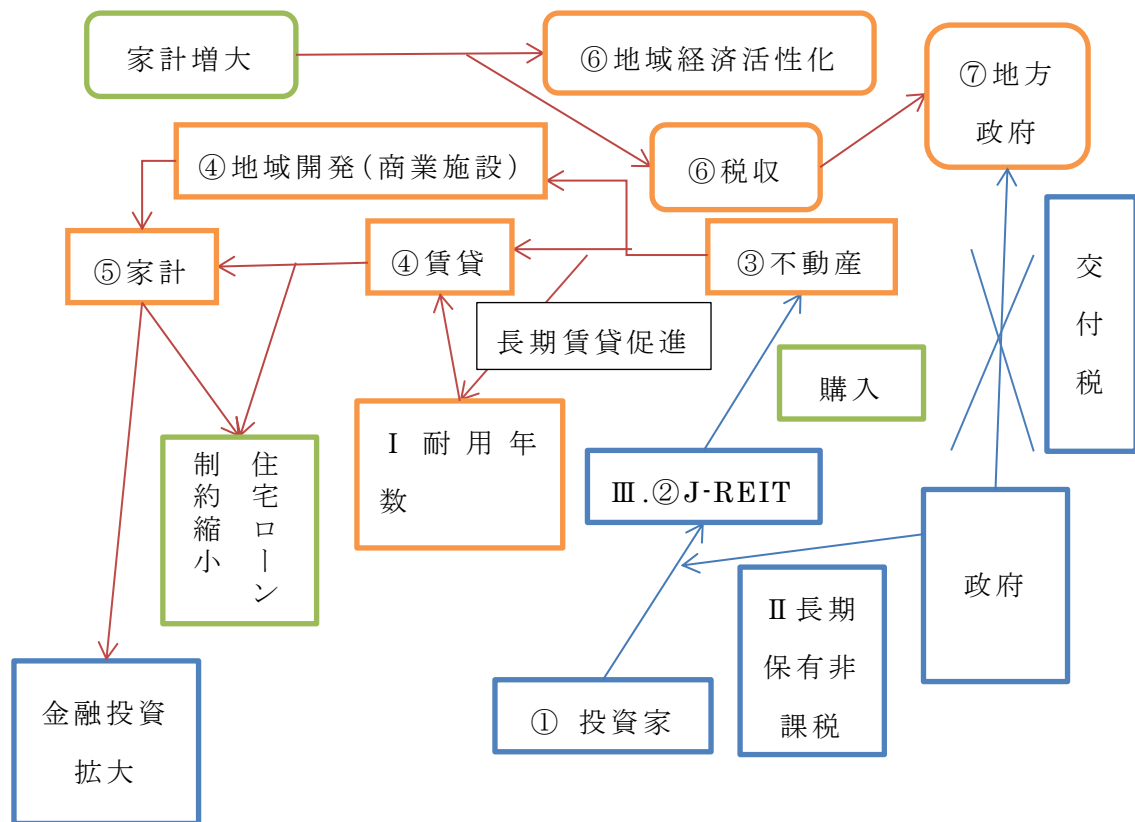
とによって、地域の賃貸市場の活性化の推進要因となり、賃貸物件を購入した家計の住宅ローンなどの制約が縮小し、これらの家計からの金融投資拡大が見込まれる。この家計の増大は、地域経済の活性化につながり、地方政府の税収増大が見込まれる。故に、最近課題とされる「地方創生」につながるため、政府は、投資家から信託会社への投資促進を行うために、長期保有を行う J-REIT へ減税という優遇措置を設ける（方策Ⅱ）ことで、投資が推進する要因を作る必要がある。また、賃貸市場活性化のために、長期保有を目的とした賃貸開発のために、賃貸の減価償却の耐用年数の引き上げを行う。（方策Ⅰ）この政策の財源は、交付税などの地方政府へ送る税を用いることで、一時的には、地方財源が縮小するが、地域経済の活性化によって、さらなる地方税収増大が見込まれるためである。最後に、各経済主体におけるメリットをまとめると、投資家にとっては新たな金融商品と減税政策、信託会社にとっては顧客の獲得、家計にとっては住宅ローン制約緩和によって、生活に金銭的余裕が生じること、地方政府によっては地元経済の活性化と税収増大、政府によっては「地方創生」の目標を達成することができる。

20

25

30

図表 5-3：方策実現プロセス



終章

本論文では、日本の家計の資産構成が、どのように推移し、他国と比べて、どのような特性があるのかを見てきた。そのような中で、日本の資産構成は、

5 現金・預金比率が高いという特徴があり、金融資産では、リスク回避的な傾向があることが見受けられる。これは、高い住宅価格により、固定資産で大きなリスクを背負っているためであることが分かった。しかし、日本型の預金中心の金融資産構成では、資金循環を担う銀行の貸出残高の減少を受け、預金が経済全体に波及していないことが分かる。この現状を受け、賃貸市場の活性化を

10 行い、固定資産でのリスクを軽減すれば、金融資産では、投資が促進すると私たちは考えた。

では、これをどのようにして、実現するのかを検討した結果、賃貸市場における耐用年数の問題解決、ドイツの証券税制に見た長期保有株への減税、J-REITへの開発機能付与ということで達成できるとみてきた。

15 また、以上で挙げた方策によって、安倍政権でも「地方創生」として課題とされる地域経済の発展が実現できることを期待して、本論文を作成した。

参考文献

- 「貯蓄率ゼロ経済」 樋浩一 日経ビジネス人文庫 2011年
- 「不動産証券化と J-REIT がわかる本」 三菱 UFJ 信託銀行不動産コンサルティング部 東洋経済出版社 2013年
- 5 「アメリカの証券市場 2013年版」 日本証券経済研究所 2013年
- 「米国の対外不均衡の真実」 竹中正治 晃洋書房 2012年
- 「証券税制改革の論点」 証券税制研究会 平成24年
- 「実学としてのパーソナルファイナンス」 貝塚・吉野・伊藤 中央経済社 2013年
- 10 「ヨーロッパの証券市場 2009年版」 財団法人日本証券経済研究所 平成20年
- 「イギリスの証券市場 2014年版」 公益財団法人日本証券研究所 平成26年
- 「シンプル解説 オルタナティブローン」 池田正嗣 一般財団法人金融財政事情研究会 平成26年
- 15 「家計・企業の金融行動と日本経済」 祝迫得夫 日本経済新聞出版社 2012年

参考 URL

- 20 内閣府統計 (http://www5.cao.go.jp/j-j/wp/wp-je14/h10_data02.html)
- 貯蓄率はなぜ下がったか (<http://www.iti.or.jp/kikan55/55nagata.pdf>)
- 総務省統計局 (<http://www.stat.go.jp/>)
- 日本の家計貯蓄率 (2010)
- (https://www.mof.go.jp/pri/research/special_report/f01_2010_04.pdf)
- 25 内閣府「国民経済計算確報」ストック編 家計 (個人企業を含む) (2012)
- (http://www.esri.cao.go.jp/jp/sna/data/data_list/kakuhou/files/h24/h24_kaku_top.html#c3)
- 日本銀行「資金循環の日米欧比較」(2014)
- (<http://www.boj.or.jp/statistics/sj/sjhiq.pdf>)
- 30 なるほど NISA 大和総研グループ (2014)

- (<http://www.dir.co.jp/research/report/finance/nisa/>)
「家計の金融行動に関する世論調査 二人以上世帯調査」2013年
知るぼると 金融広報中央委員会
(<http://www.shiruporuto.jp/finance/chosa/yoron2013fut/pdf/yoronf13.pdf>)
- 5 f)
NISA口座の利用状況等について 平成26年6月 金融庁
(<http://www.fsa.go.jp/policy/nisa/20140623-1/01.pdf#search='NISA%E5%8F%A3%E5%BA%A7%E3%81%AE%E5%88%A9%E7%94%A8'>)
「英国ISAの大幅拡充と日本のNISAの展望」大和総研 是枝俊吾 (2014)
- 10 (http://www.dir.co.jp/research/report/law-research/tax/20140424_008470.html)
(<http://www.census.gov/housing/hvs/data/charts/fig07.pdf>)
ICI (2014) (http://www.ici.org/research/stats/worldwide/ww_06_14)
FRB Survey of Consumer Finances 2013
- 15 (<http://www.federalreserve.gov/econresdata/scf/files/BulletinCharts.pdf>)
金融庁 (<http://www.fsa.go.jp/frtc/kenkyu/gijiroku/20121108/03.pdf>)
CFP board
(<http://www.letsmakeaplan.org/your-financial-roadmap/LifelongFinancialStrategies>)
- 20 S&P Dow Jones Indices & Fiserv
(<http://www.spindices.com/documents/index-news-and-announcements/20130326-case-shiller.pdf>)
ドイツの第3次資本市場振興法設立 (1998)
- 25 (<http://www.nicmr.com/nicmr/report/repo/1998/1998spr09.pdf>)
危険資産に対する日本の家計の金融資産選択行動 吉川卓也 (2002)
(http://www.nakamura-u.ac.jp/~kikkawa/02jsme_paper.pdf)
家計の保有する金融資産 小池拓自 (2009)
(http://www.ndl.go.jp/jp/diet/publication/refer/200909_704/070404.pdf)
- 30 内閣府 「国際金融センター、金融に関する現状について」 (2014)

- (http://www5.cao.go.jp/keizai-shimon/kaigi/special/future/wg1/0418/shiryuu_02.pdf)
- 日本銀行「金融経済統計」 (2014)
- (<http://www.stat-search.boj.or.jp/ssi/mtshtml/faapoball.html>)
- 5 東京三菱レビュー (2000) (http://www.bk.mufg.jp/mkdata_j/rev00_03.htm)
- 住宅ローンプランニング (2013)
- (http://www.jl.jpn.org/news/detaile_20130625.html)
- 東京カンテイ (2013)
- (<http://www.kantei.ne.jp/release/PDFs/80bairitsu-new.pdf>)
- 10 REITI2013
- (<http://www.rieti.go.jp/jp/papers/contribution/nakajima/30.html>)
- 地価下落 (2014) 国土交通省
- (<http://tochi.mlit.go.jp/chika/kouji/2014/09.html>)
- 野村資本市場クォーターリー
- 15 (<http://www.nicmr.com/nicmr/data/market/retail.pdf>)
- 内閣府 国民可処分所得と使用勘定
- (http://www.esri.cao.go.jp/jp/sna/data/data_list/kakuhou/files/h24/h24_kaku_top.html)
- 財務省 日本の家計貯蓄率
- 20 (https://www.mof.go.jp/pri/research/special_report/f01_2010_04.pdf)
- 愛ある賃貸住宅を求めて NYC, London, Paris & TOKYO 賃貸住宅生活実態調査 (2010)
- <http://www.jresearch.net/house/jresearch/chintai/#sl-block-3>
- 「賃貸住宅市場の現況と中長期見通し」に関する調査研究
- 25 一般財団法人 住宅改良開発公社 (平成 26 年)
- <http://www.kairyokousya.or.jp/download/pdf/choukisuik2603.pdf>
- ヘーベルメゾンの税金講座 Q&A から引用 (2011)
- <http://www.asahi-kasei.co.jp/maison/chiebukuro/drhebel/shinkoku-11.shtml/>