

## 時論

### 人口オーナス下の家計の金融資産選択の合理性

日本銀行「資金循環勘定」によると、2017年3月末時点の家計金融資産は前年同期比+48兆円の1809兆円となった。過半を占める現預金が同21兆円増加し、リスク回避的な運用スタンスであることに変わりはないが、家計金融資産全体では緩やかな増勢を維持している。

その一方、家計貯蓄率は超低水準で推移している。90年代後半では10～12%で推移した家計貯蓄率は2000年代に入ると急速に低下、直近データの2015年度では0%台となっている。

この両者を総合・統合すると、家計金融資産の規模・性質・構成の現状並びに今後について、どのように認識しておくべきであろうか。

このテーマを考える際、「人口の減少・高齢化・少子化が同時進行するとともに、経済社会に追加的にマイナスの影響が現れる」という「人口オーナス」の進行を明確に視野に入れておきたい。家計金融資産の構成や家計貯蓄率と人口動態の間には、密接な関係があると考えられるためである。

こうした観点に立ち、2015年の家計の金融資産積み上げの源泉とプロセスを「国民経済計算年報(内閣府)」によって分析すると、次の点が指摘できる(→次ページ図)。

第1に、貯蓄率が0.3%と極めて低く、貯蓄額(フロー)が1兆円に過ぎないことである。前年(2014年)は消費税率の引き上げ(4月)前の駆け込み消費の拡大によって貯蓄率はマイナスとなった。2015年はその反動として消費支出減退＝貯蓄率上昇が見られてもおかしくないにもかかわらず、である。

この主因を探ると、過去10数年間、貯蓄の原資たる可処分所得が、横ばい～緩やかな減少傾向を辿ってきたことに求められる。貯蓄しようにも、そもそも“先立つもの”が減ってきたということである。

可処分所得伸び悩みの理由は、2000年代前半は雇用者報酬の減少によるものであったが、同後半以降は、①社会保障負担が社会保障給付を上回った、②相対的に所得水準が低い年金受給者が正社員数を上回った、③貯蓄率がマイナス(かつマイナス幅が拡大した)の高齢無職世帯が増えた一など、人口オーナスの進行に起因するものとなった。

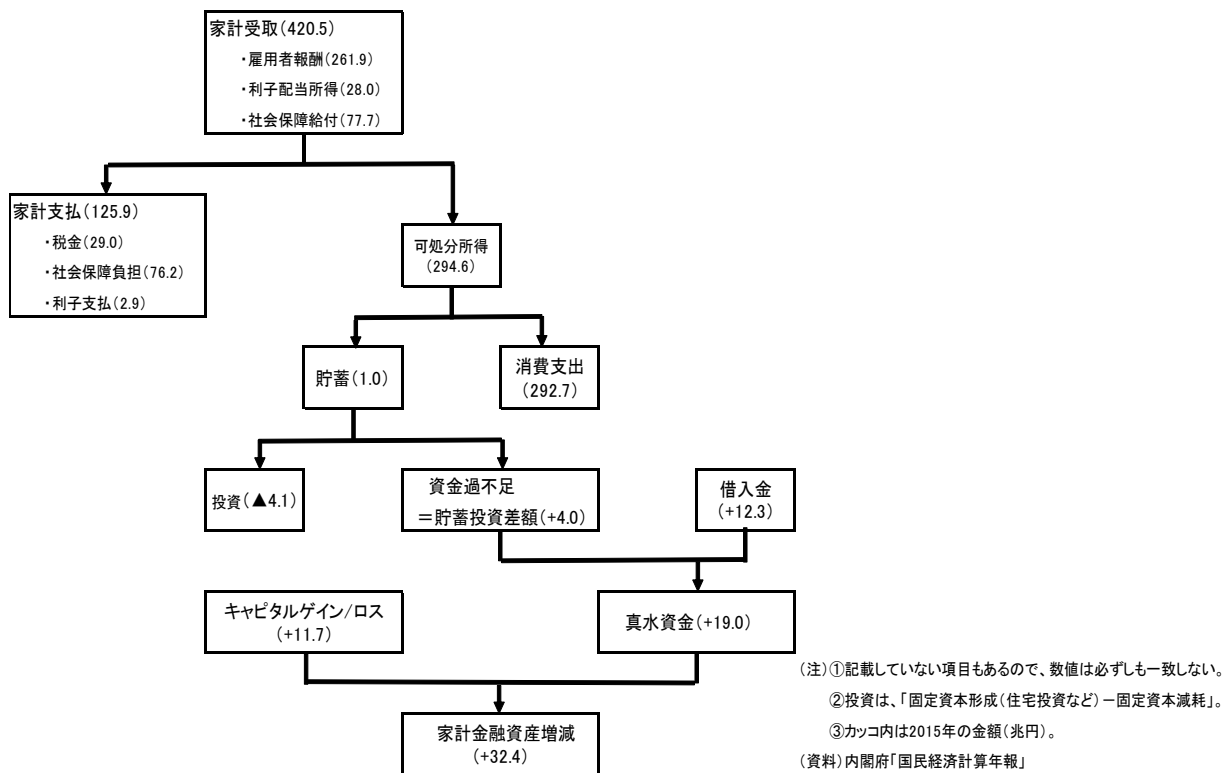
足元では景気回復＝雇用者報酬の増加によって貯蓄率はやや持ち直すと見られるものの、今後の人口オーナスの進行、とりわけ2025年には団塊世代が後期高齢者に入ることを考えると、家計貯蓄率はマイナス領域に入るまでには至らなくとも、超低水準に止まると見るべきであろう。

第2に、2015年の家計金融資産は32.4兆円増加したが、貯蓄額は上記のように1兆円に過ぎず、資産積み上げの原資はキャピタルゲイン、借入金の滞留、投資の手控えに頼っていることである。

すなわち、①貯蓄額は1.0兆円だったが、投資(固定資本減耗控除後)が▲4.1兆円となったため、資金余剰(＝貯蓄投資差額)は+4.0兆円となった、②これに、借入金(現預金と両建てで積み上がったもの)12.3兆円が加わり、金融資産を増やす真水(キャッシュ)資金は19.0兆円となった、③株価・地価の上昇により、キャピタルゲインが11.7兆円発生した、④この結果、真水資金とキャピタルゲインを合わせ、金融資産は32.4兆円増加した(記述しない項目もあるので、数値は必ずしも一致しない)。

金融資産は増えたものの、株価・地価の変動や借入金の流出に左右されやすいという意味において、心許ないものであったと言える。

図 家計金融資産の源泉(2015年)



このように、①人口オナーズの進行を映じて家計貯蓄率ひいては家計貯蓄額が減少する中で、②家計金融資産の増加は、「真水資金」あるいは「真水資金の中で粘着性・根雪性が強い資金余剰」を源泉とする部分が細り、③「真水資金の中でも粘着性・根雪性が低い借入金」「貯蓄増加よりも投資抑制によって捻出された資金余剰」に頼る部分が高まり、④キャピタルゲイン／ロスによって左右される度合いが高まり、⑤家計金融資産は100兆円規模で増減するようになる—という構造は、近年共通したものである。

人口オナーズの進行の下、家計金融資産はそのボラティリティを高め、リスク許容度が低下しやすくなったという性質の変化が現れてきたと言える。

こうした家計金融資産の性質の変化、リスク許容度の低下に伴って、その運用の中身はどのように変化してきたのだろうか(あるいは変化していないのだろうか)。

家計金融資産のフローベースの運用先(キャピタルゲイン／ロスを除いたピュアな資金の移動部分)を見ると、①現預金はリーマン・ショック前の一時期を除けば、安定的に積み増されていること、②株式や国債・事業債等はほとんどマイナスとなっており、投資信託はプラスもあればマイナスもあり、「貯蓄から投資(資産形成)へ」の流れが強まったとは言い難いこと、③保険・年金等<sup>注)</sup>が、現預金ほどではないが安定的に増加していること—が指摘できる。

また、「家計の金融行動に関するアンケート調査(金融広報中央委員会)」における「金融商品の選択基準」を見ると、「安全性」が「収益性」「流動性」を大きく上回る姿は全く変わっていない。

注) 生命保険・年金保険・年金基金・退職一時金等に対する受給権。年金受給権は企業年金、確定拠出年金、国民年金基金等に対するもので、公的年金は含まれない。

こうした家計の金融行動は、保険・年金等の選好については少しでも利の乗る運用商品として選択されている面もあるが、より根本的な背景には、人口オーナスの進行に起因する諸事象が強く作用していると考えられる。

すなわち、①上記のように家計金融資産のボラティリティが高まり、家計のリスク許容度が低下した、②財政事情の悪化、年金支給開始年齢の引き上げに直面し、自助努力圧力が高まったことにより、老後生活の“虎の子”となる手元資金のリスク許容度が低下した、③「老老介護」「認知症」が増加するという人類未経験の長寿社会が現実味をもって意識されるようになり、このことを人々は「将来発生する事象やシナリオ及びその発生確率が過去の事例から想定できる“リスク”」ばかりではなく、「過去に事例も経験も無いため、将来発生する事象やシナリオが描けない“不確実性”」とも捉えるようになった、④こうしたことは程度の差はあれ、すべての年代層に共通するものとなった—ということである。

このことは、上記アンケートにおける「金融資産の保有目的」を見ると、「老後の生活資金」がこの10年間に約10%ポイント上昇し、「病気や不時の災害への備え」を抜いてトップとなったことから窺われる。

以上のように、近年、人口オーナスが進行する下でも、と言うよりも人口オーナスが進行したからこそ、預貯金を中心に据え、それ以外では保険・年金等が選好され、「貯蓄から投資(資産形成)へ」はなかなか進まないという家計の運用スタンスは変わらなかったと言えようし、今後も「岩盤スタンス」として存在し続けると考えるべきであろう。

こうした家計のリスク回避的な運用スタンスについては何かと問題視されたり、国民性や投資経験・教育の問題(そのことは否定しないが)に帰せられることがある。しかしながら、人口オーナス進行とそれがもたらした上記の諸条件を勘案すると、家計の金融行動には相当程度、経済合理性に適った部分もあるとの認識も必要ではなからうか。

他の経済主体の行動との兼ね合いで考えても、家計の金融資産運用は単独で存在しているわけではなく、人口オーナスによる様々なマイナス要因(①潜在成長率と期待成長率の低下、②財政事情の悪化、③税・社会保障負担の増加、④将来のリスク・不確実性の高まり、⑤企業の投資・雇用意欲の慎重化など)の相互補完関係の中に組み込まれて成立しているものである。

このような関係性が容易に変わらない中、家計にリスクテイクと自助努力による資産形成(それ自体は重要だが)を強く促し、リスクマネーの供給役ひいてはマイナスの相互補完関係を打ち破る役割を与えるべく、「貯蓄から投資(資産形成)へ」「長期分散投資の重要性」を訴えても効果は限定的なのは当然であろうし、「供給者の論理」であり、家計の多様な悩みとニーズに沿った対応とも言えないのではないか。

筆者は、金融資産の半分が現預金という現在の家計のポートフォリオを全面肯定しているわけではなく、長期分散投資の重要性を否定しているわけでもない。しかしながら、金融関係者は家計の金融行動の背景・要因並びに対応を考えるに当たっては、人口オーナスの進行がもたらす諸影響を十分考慮しつつ、より多面的かつ鳥瞰的に洞察する努力が必要であろう。

(フェロー役員 調査部主管 主席研究員 金木 利公 : Kaneki\_Toshikimi@smtb.jp)

※ 調査月報に掲載している内容は作成時点で入手可能なデータに基づき経済・金融情報を提供するものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。また、執筆者個人の見解であり、当社の公式見解を示すものではありません。