

「貯蓄から投資へ」再考

2009年1月19日

アセットマネジメント部

チーフ・エコノミスト 黒瀬浩一

昨年来の金融危機は百年に一度などと表現されているが、証券投資のリスクが株式や外債（円換算）の価格の下落という形で顕在化した。こうした現実を前に政府の方針である「貯蓄から投資へ」はどう評価されるべきか。今回はこのテーマを考察する。

1. 「貯蓄から投資へ」とは

「貯蓄から投資へ」は、家計金融資産の構成を銀行預金から内外の株式や債券などへの投資へとシフトさせるべく、税制変更を伴いながら段階的に進められている国の方針である。たとえば平成19年6月に内閣府政府広報室が発表した「「貯蓄から投資へ」に関する特別世論調査（注1）」には、このような質問がある。「あなたは「貯蓄から投資へ」という国の方針をご存知ですか」。結果は49.3%が「言葉も内容も知らない」、だった。また今年度の経済財政白書には、「（略）家計は積極的なリスクテイクをしていくことが必要である」（231ページ）と更に踏み込んだ記述がある。国は「貯蓄から投資へ」を推進するため、98年に投資信託の銀行窓口での販売解禁、04年に株式投資に関し3年間の損失の繰り越しを含む損益通算税制の導入、など金融制度や税制も整備した。尚、「金融リテラシー」という言葉は、こうした文脈から出たとみられる。

なぜ「貯蓄から投資へ」が国の方針なのかについては、解説が必要だろう。まず、金融取引の機能を整理すると、金融取引の第一の機能は資金の余剰部門から不足部門への移転である。そして第二の機能が、株式会社など有限責任制度を前提とするリスクの移転である。これは、経済発展に必要な事業展開やイノベーションなど資金需要サイドが負うリスクを、出資の範囲内という有限責任性を前提に資金供給サイドに移転する、という意味である。第二の機能であるリスクの移転は、金融仲介のパターンによって移転先が異なる。直接金融の場合は最終投資家に、間接金融の場合は銀行に移転する。日本でこのリスクが顕在化したのが、90年代の金融システム問題である。間接金融主体の日本で銀行部門に集中したリスクが顕在化、金融危機へと至ったのである。

「貯蓄から投資へ」という国の方針は、こうしたリスクを広く社会に分散させることを目的としている。つまり、金融取引のリスクを銀行部門に集中させるのではなく、家計部門を含め広く社会に分散することを意図しているのである。そうすることで、結果的には景気循環や金融システムに起因する景気の振幅が小さくなり、社会全体の厚生の上に資するという考え方だ。

しかし昨年来の米国発の金融危機に伴い、株式や外債（円換算）など多くの投資性を持つ金融商品の価格は大きく下落した。「貯蓄から投資へ」の意義を再考する良い機会と言えるだろう。

2. もし「貯蓄から投資へ」が推進されていなかったなら

昨年の金融危機により世界中で株価が急落、円高により外債価格（円換算）も急落した。しかし、もし「貯蓄から投資へ」が推進されていなかったら、金融危機の影響の出方がどう違っていただかを、ここでは対外資産に着目して整理してみよう。

もし「貯蓄から投資へ」が推進されていなければ、銀行預金からグローバル・ソブリン・ファ

ンドやエマージング株式ファンドなどの投信への大規模な資金シフトは起きていなかっただろう。当然、家計部門の投資損失は軽微だっただろう。しかし、国全体の総トータルの対外資産はISバランス（貯蓄マイナス投資）の蓄積で決まるので、国内のどこかの他の部門で対外債権が増加していたはずである。もしそれが政府部門であったなら、外貨準備（米国債）の増加となっていたので、対ドルでの円高で含み損が出たであろう。他方、もしそれが銀行部門であったなら、よほど上手く為替リスクをコントロールしない限り、巨額の為替差損を出したことだろう。

今の仮定では、家計部門と政府・銀行部門で対照的な結果となる。しかし、言うまでも無く金融危機の前の円安やエマージング株式ブームの時期に家計部門は、かなりの投資利益を出したはずだ。その意味では「貯蓄から投資へ」という国の方針により、投資に必然的に伴う損益、言い換えればリスクを広く社会に分散させる目的は、成果を発揮したと評価できるだろう。

家計部門で生じた損失については、長期的な観点から、プラスの時期とマイナスの時期を、税制ではないが文字通り損益通算する長期の視点が必要であろう。ブームも危機も永久に続くわけではない。国の発展段階（注2）を前提に自分のライフ・サイクル（注3）を見通した上で、リスクに応じたりターンを長期的に実現する最適ポートフォリオを構築、維持することこそが大切である。この観点こそが「金融リテラシー」或いは「投資教育」の眼目である。

3. 家計部門は最適ポートフォリオを構築、維持できているのか

もし全国民が自分に最適ポートフォリオを持っていれば、それらを集計して出来上がるポートフォリオは、国民のリスク許容度などの条件に適合する家計部門の最適ポートフォリオとなるはずである。過剰なリスクテイクと過剰なリスク抑制が集計により中和される可能性はあるが、ここではひとまず置く。

リスク許容度の最大の決定要因である人口動態について、日本は2007年に世界で最初に超高齢社会（65歳以上の人口比率が21%以上）に入った。また、年少人口割合（15歳未満の人口比率）は世界で最も低い。今後についても、世界で最も早いスピードで少子高齢化が進む見通しだ。近い将来に貯蓄率はマイナスになるとみられており、リスク許容度は世界で最も低い可能性が強い。余談ながら日本では子供よりペット数の方が多い（注4）。

日本の家計部門の最適ポートフォリオは、その他の条件が一定だと仮定すると、世界で最も保守的なものになると考えられる。その他の条件については後に触れる。昨年9月には金商法が施行され、金融商品の販売業者には顧客の知識、経験、財産の状況に照らして不適当な勧誘を行ってはならない、とするいわゆる適合性の原則が徹底されることとなった。言い換えれば、人口動態と整合性のある保守的な金融資産ポートフォリオが出来上がる環境へと近づいたのである。

「貯蓄から投資へ」という国の方針は、金融取引のリスクを広く分散させるという意味では、今回の金融危機で成果を発揮した。しかし、家計部門が負うべき妥当なリスク水準が示されたわけでは決していない。上述した今年度の経済財政白書にある「（略）家計は積極的なリスクテイクをしていくことが必要である」（231ページ）については、年金生活者などの高齢者や株式等の売買損益の損益通算税制のメリットをフルに享受できない申告制度を選択した投資家に対し、よりリスクの高い投資の必要性を説くものではないだろう。昨年来の金融危機で株式や外債（円換算）など多くの投資性を持つ金融商品の価格は大きく下落している今こそ、「貯蓄から投資へ」の意義と少子高齢化が進む現実とに齟齬がないかどうかのチェックが必要である。

4. 結論

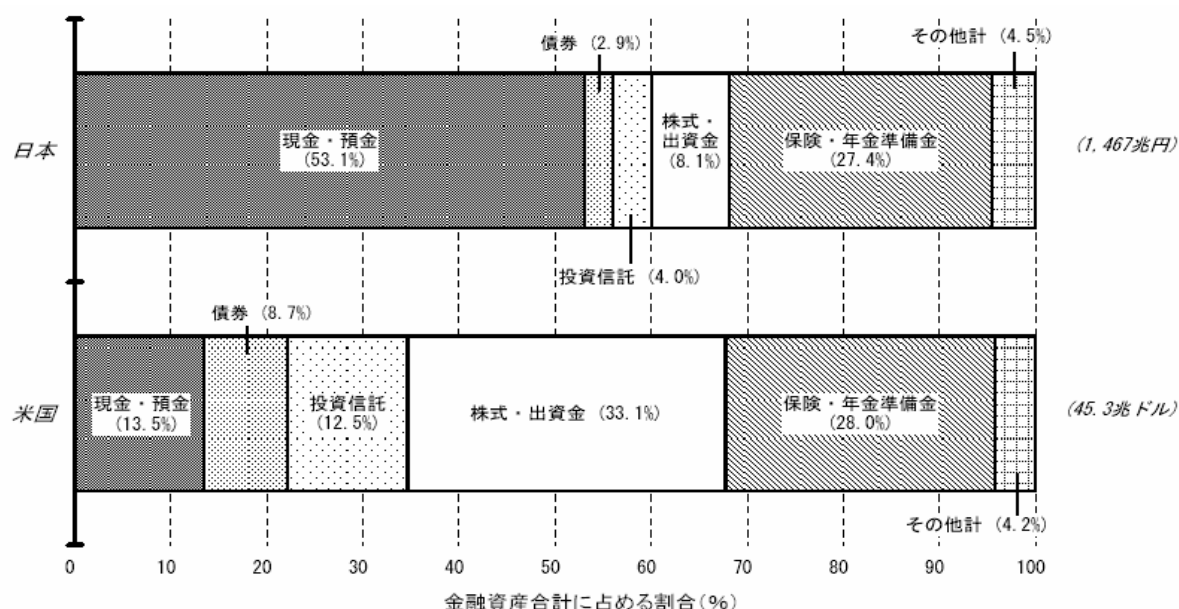
「3. 家計部門は最適ポートフォリオを構築、維持できているのか」で提起した問題は、経済の見通しや前提、税制、社会保障の体系、人生のプラン、貯蓄残高の絶対水準、更には個人の価値観に左右されるため、簡単に1つの解が導き出せるものではない。ましてや集計されたデータでは、過度なリスクテイクと過剰なリスク抑制が平均化される可能性が排除できない。

しかし前述の「貯蓄から投資へ」に関する特別世論調査（注1）で国民の約半数が「貯蓄から投資へ」の「言葉も内容も知らない」、と現実に回答している以上、全体として最適ポートフォリオを構築、維持できているとは考えにくいのではないかと。近年の日本の経済システムは、多くの分野で供給サイド優先から需要サイド優先（消費者庁創設等）へシフトしつつあるが、金融の分野では適合性の原則の徹底が大きな一歩になるとみて間違いのないであろう。これは、金融商品を販売する金融機関にとっては社会的責任であると同時に、顧客にとってもCSRの源泉である。

ここで税制の投資行動への影響についても触れておこう。政府は人口動態から生じるリスク許容度の低下でリスクマネーの供給が先細りとならない方向で整備を進めている。04年の株式投資に関し3年間の損失の繰り越しを含む損益通算税制の導入は、その典型例である。また近い将来の導入に向けて整備が進められている金融所得一体課税（注5）もこの延長上にある。

下の図表は、金融資産構成の日米比較である。この比較に基づいて、「日本人は株式投資を増やすべきだ」と結論付ける論調がまま見受けられるが、リスク許容度や上述の条件等を勘案すれば、事は単純ではない。ましてや日本では、高地価の影響もあり総資産（＝金融資産＋実物資産）に占める不動産の比率が高い一方、人口減少が今後も着実に進展すると見込まれているのである。更に付け加えるなら、相続税の実効税率までもが資産選択に影響を及ぼすのである（注6）。

<図表>金融資産構成の日米比較



*「その他計」は、金融資産合計から、「現金・預金」、「債券」、「投資信託」、「株式・出資金」、「保険・年金準備金」を控除した残差。

[出所] 日本銀行ホームページ（資金循環統計 2008年9月末）
(http://www.boj.or.jp/type/stat/boj_stat/sj/sjhi083q.pdf) より転載

5. 最後に

今回は家計資産の観点から国の方針である「貯蓄から投資へ」を考察した。しかし、本来的には家計部門だけでなく、キャッシュリッチな企業や宗教法人など全ての法人も含む国全体の貯蓄や投資のあり方が検討されなければならない。

日本の資金循環構造は、資金余剰部門が家計と企業、資金不足が政府と海外である（注7）。日本の企業部門は、貯蓄不足ではなく超過という世界でも稀な構造なのである。国の発展段階という観点では、人口減少もあり、かなり高い成熟度であるという見方の有力な論拠となっている。

「貯蓄から投資へ」という国の方針を推進するための金融の制度設計や税制改正においては、家計部門だけでなく資金循環の全体像を視野に入れておく必要がある。

以上

（注1）<http://www8.cao.go.jp/survey/tokubetu/h19/h19-tousi.pdf>、この質問は9ページのQ1。

（注2）経済史に観測される国の経済発展の1つの類型として、成長のための準備→高度成長（経済成長率は約10%）→中成長（同約5%）→先進国入り以降は低成長（約2%）、と移行するパターンがある。経常収支もそれぞれに対応して、最初は未成熟な債務国から最終的には成熟した債権国へと至るパターンが多い。しかし例外も多く、その典型例が米国である。

（注3）人生の各段階に応じた貯蓄行動の1つの類型で、20代は結婚や出産と住宅資金のための貯蓄、40代半ば以降は老後に備えた貯蓄、老後は貯蓄の取り崩し、というパターン。貯蓄期間の長短に応じて年代別にリスク許容度を設定したパッケージ商品であるライフ・サイクル・ファンドなどを販売する金融機関もある。

（注4）日本ペットフード工業会の推計では、2007年の犬の飼育数は1,252万匹、猫は1,019万匹で合計は2,271万匹。一方、総務省発表の2007年4月1日の子供の数（15歳未満）は1,738万人（前年比マイナス14万人）で、昭和57年から26年連続の減少だった。

（注5）預貯金、株式、債券、投信、等の金融取引関連の所得を、売買損益（キャピタルゲイン）だけでなく期間損益（インカムゲイン）も含め、ひとくくりにして課税すること。導入されれば、たとえば預金利息と株式投資の損失が通算して課税されることとなるため、預金から投資性のある金融商品へのシフトが進むとみられている。

（注6）一般論として日本の相続税制では、不動産の実効税率が金融資産よりかなり低い。

（注7）直近の詳細は日銀資金循環統計（http://www.boj.or.jp/type/stat/boj_stat/sj/sjexp.pdf）。

- ・本資料は、お客様への情報提供を目的としたものであり、特定のお取引の勧誘を目的としたものではありません。
- ・本資料は、作成時点において信頼できるとされる各種データ等に基づいて作成されていますが、弊社はその正確性または完全性を保証するものではありません。
- ・また、本資料に記載された情報、意見および予想等は、弊社が本資料を作成した時点の判断を反映しており、今後の金融情勢、社会情勢等の変化により、予告なしに内容が変更されることがありますのであらかじめご了承ください。
- ・本資料に関わる一切の権利はりそな信託銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを固くお断りします。