

高度成長期以降の環境変容を踏まえた家計資産の活用戦略¹⁾

—「貯蓄から投資へ」の修正案の提示—



滋賀大学経済学部教授 楠田 浩二

～要旨～

高度成長期の日本経済は、革新的技術の普及・改良期、資源エネルギー大量利用型、冷戦期、人口増大・報酬型、金融資本中心、追随型等で特徴付けられる環境の下、終身雇用年功序列、擦合せ型生産・開発、相対型間接金融等で特徴付けられる関係志向的経済システムが機能した。然るに、以降の環境は、ICT主導の技術革新期、環境配慮型、グローバル化、人口減少・負荷型、中産階級資本中心、先導型等へ変容を遂げる中、関係志向的経済システムは環境不適合から機能不全に陥り、持続的イノベーションを産み出せなくなっている。こうした環境変容を踏まえて、「貯蓄から投資へ」戦略を再検討し、同戦略が不適切であったことを示す。而して、現在の環境に適応し持続的イノベーションを産み出せる市場志向的経済システムへの転換戦略の一環として「[社会保障債務]からの解放と貯蓄・住宅・生命保険購入から目標年型長期分散投資へ」を提案する。

1 序

日本経済はアベノミクスにより平成バブル崩壊以降の長期停滞・財政危機から脱却することが期待されていたが、矢継ぎ早に放たれてきた第1・第2の矢の景気刺激効果が次第に薄れる中、成長戦略である第3の矢が岩盤規制緩和の挫折、TPP 破綻等で放たれるに至っておらず、失速が懸念され始めている。こうした状況下、日本経済の成長力を回復させ、財政収支を均衡化させる為の経済戦略の策定・実行が改めて喫緊の課題となっている。

長期停滞・財政危機の根本的原因は「高度成長期に確立された日本経済システムが当該期以降の環境の変容に適応出来ていないことにある」

と筆者は認識している。すなわち、経済成長の原動力である新結合（イノベーション）を企画・実行する企業家機能を担う企業、新結合に資本と人的資本をそれぞれ供給する金融市場と労働市場、市場の失敗や不平等を是正する財政・社会保障制度等の各サブシステムが相互補完性の鎖で結びつけられていることもあって上記環境変容への適応を困難にしている結果、何れのサブシステムも機能不全に陥っており、日本経済システム全体の機能不全を惹起している。これらのサブシステムのうち金融システムは企業・投融資案件評価・監視・制御、経営者規律付け、企業価値向上、リスク評価・分担等の持続的新結合に必須の機能を兼備している。1970年代以

降のアングロサクソン諸国を中心とする「金融革命」は、世界経済の環境変容下、金融システムの上記機能を維持・強化する動きと解されるが²⁾、我が国では、高度成長期に確立された金融システムが環境変容に適応出来ず機能不全に陥っており、これが日本経済の成長力喪失の主因となっている。

こうした環境変容と平成バブル崩壊後の「失われた十年」と呼ばれる長期停滞に直面する中、1990年代後半から2000年代半にかけて、「官から民へ」、「貯蓄から投資へ」、「市場型間接金融の活用」(池尾・財務省財務総合政策研究所(2006))、「対内直接投資の拡大と「投資立国」の実現」(経済産業省(2006))等の標語で示される金融再生戦略が提唱された。これらは必ずしも一体的戦略として提唱されたものではないが、以下に示すように一体的戦略として解釈可能である。

すなわち、官に流入している過大な資本の流れを「官から」新結合の主体である「民へ」転換し³⁾、民では、現代の最大の資産家階級である中産階級家計が資本供給機能とリスク分担機能を担うべく、彼等の金融資産を「貯蓄から投資へ」転換する。また、資産流動化・証券化市場の整備を通じ銀行等の金融機関の保有する資産の外部移転を促進することによって、金融機関の企業・投融資案件評価機能を利用しつつリスク分担機能を高めるほか、ICT革新等の技術革新期の好機を活用すべく、投資ファンド市場の整備を通じ起業、企業再編・再生等を促進し、新結合支援機能を高める、すなわち、「市場型間接金融の活用」を図り、金融システムの重心を相対型間接金融から市場型間接金融へ移行する。さらに、人口負荷型経済への移行に伴い国内資本減少・潜在成長率低下圧力が高まることへの適応策として、国内資本減少に対しては国内の

優良投資機会を見出せる国外資本を誘致することにより、潜在成長率低下に対しては国外への優良投資機会を利用し所得収支の黒字増大により適応する「対内直接投資の拡大と「投資立国」の実現」を目指す。こうした金融戦略を受けて、関連法制の整備、新型金融商品の認可、商品販売形態の高度化・多様化等が図られたにも拘らず、近年の国外投資の増大⁴⁾を除くと停滞感を拭えない状況にある。楠田(2011)では、「官から民へ」の停滞原因を明確にし、実効化戦略を提案した。

本稿では、「貯蓄から投資へ」戦略を俎上に乗せる。そして、「貯蓄から投資へ」が家計資産を効率的に資本転化する戦略としては不適切であったことを示し、より適切な家計資産活用戦略として「「社会保障債務」からの解放と貯蓄・住宅・生命保険購入から目標年型長期分散投資へ」を提案し、その実効化戦略を提案する。

本稿の構成は次の通りである。2節で、高度成長期以降の日本経済の環境変容を説明し、同環境変容を踏まえた金融再生戦略の概要と現状を概観した後、「官から民へ」の実効化戦略を紹介する。3節で、「貯蓄から投資へ」戦略を再検討する。4節で、我が国の家計資産利用の非効率性を説明し、その原因を示す。5節で、「「社会保障債務」からの解放と貯蓄・住宅・生命保険購入から目標年型長期分散投資へ」の実効化戦略を提示する。

2 日本金融システムの再生戦略

(1) 高度成長期以降の日本経済の環境変容の概要

高度成長期の資本主義経済は、第2次産業革命期の革新的技術の普及・改良期であり、当時の最重要資源・エネルギーである原油が安価豊富に利用出来た。特に、人口動態が人口増大・

報酬型で、米国等の先導型経済の技術を模倣出来る追随型であった日本経済は技術改良期の主導的新結合である生産工程技術革新を効率的に実現する「関係志向的経済システム」を構築することにより当該環境に適合したと解釈出来る。すなわち、終身雇用年功序列、擦合せ型開発・生産等に特徴付けられる企業システム、相対型間接金融中心、メインバンク制等に特徴付けられる金融システム等に窺われる関係志向的経済システムが環境に適合し未曾有の高成長を実現した。

併し、高度成長期以降、革新的技術の普及・改良期からICT主導の技術革新期へ、資源エネルギー大量利用型から環境配慮型へ、冷戦期からグローバル化へ、金融資本中心から中産階級資本中心へ転換する中、欧米諸国では、高度成長期に機能してきた再分配型財政、相対型間接金融等が機能不全を惹起し低成長・財政危機に陥る中、民営化、規制緩和、所得税・法人税減税、財政支出削減等の市場機能強化型改革が実施された。特に、米英等のアングロサクソン諸国を中心に、中産階級の金融資産を貯蓄から投信・確定拠出年金等により投資へ誘導し新結合に向けて持続的資本供給を産み出す「金融革命」が進展し、グローバル化に伴う新興国経済の成長力も相俟ってICT革新主導で成長力を回復させた。

この間、日本経済は、追随型から先導型へ、人口増大・報酬型から人口減少・負荷型へ転換する中、従来の関係志向的経済システムが、技術革新期の先導型経済に期待される新結合を産み出せなくなり、平成バブル崩壊後「失われた十年」に直面した。こうした状況下、1990年代後半から2000年代半にかけて、「官から民へ」、「貯蓄から投資へ」、「市場型間接金融の活用」、「対内直接投資の拡大と「投資立国」の実現」等

の標語で示される金融再生戦略が提唱されてきた。これらは以下に示すように一体的戦略として解釈可能である。

(2) 日本金融システム再生戦略の概要

財政肥大化・国債大量発行等が逆に「民から官へ」の資本流出を招き民間投資を押し退け新結合を抑制する傾向にある。こうした状況から脱却する為、財政投融资の入口である郵政の民営化と出口である政府系金融機関の統廃合・民営化により官に流入している過大な資本の流れを①「官から」新結合の主体である「民へ」転換する。民では、相対型間接金融が信用リスク等を引き受ける資本供給機能とリスク分担機能を十分に担えなくなっている状況下、最大の資産家階級となった中産階級家計が資本供給機能とリスク分担機能を担うべく、彼等の金融資産を②「貯蓄から投資へ」転換する。他方、資産流動化・証券化市場の整備を通じ銀行等の金融機関の保有する資産の外部移転を促進することによって、金融機関の企業・投融资案件評価機能を利用しつつリスク分担機能を高めるほか、ICT革新を中心とする技術革新期・グローバル化の好機を活用すべく、ベンチャー・キャピタル・ファンド、バイアウト・ファンド、企業再生ファンド等の投資ファンド市場の整備を通じ起業、企業再編、企業再生等を促進し、新結合支援機能を高める。すなわち、③「市場型間接金融の活用」を図り、金融システムの重心を相対型間接金融から市場型間接金融へ移行する。さらに、人口負荷型経済への移行等に伴い国内資本減少・内需成長率低下圧力が高まり、従来の内需・国内資本主導型成長の限界が露呈していることから、グローバル化・新興諸国の台頭を利用し、国内の優良投資機会を見出せる外国資本を誘致することにより国内資本の減少を補完するほか、

国外への優良投資機会を利用し所得収支の黒字増大により内需成長率の低下を補完する④「対内直接投資の拡大と「投資立国」の実現」を目指す。

(3) 日本金融システム再生戦略の現状

上記4戦略の現状を窺うと、以下の通りである。

① 「官から民へ」

構造改革路線を標榜した自民党政権下、2005年の郵政民営化法の成立、2008年の政府系金融機関の統廃合等がなされたものの、その後、郵政民営化・政府系金融機関の統廃合は構造改革路線の見直し等により停滞しているほか、日銀の超金融緩和政策の下、日銀・民間銀行・生保等が国債購入量を大幅に増大させてきたことから、寧ろ「民から官へ」の逆流が生じている。

② 「貯蓄から投資へ」

投資知識が乏しい中産階級家計でも効率的な分散投資が可能な投資信託（以下、「投信」）の普及を促進する為、銀行の窓口販売解禁、証券手数料の自由化、関連法制の整備、REIT（Real Estate Investment Trust：不動産投資信託）、ETF（Exchange Traded Fund：上場投資信託）等の新商品導入⁵⁾、キャピタル・ゲイン課税の税率引下げ、NISA（少額投資非課税制度）の導入等の投資優遇税制の導入等が実施された。こうした中、家計のリスク資産への投資比率はある程度上昇したものの、未だに米国や西欧に比べて低水準に止まっている一方、一部はFXや株式個別銘柄等への「投機」に向かうという由々しき状況にある。

③ 「市場型間接金融の活用」

資産流動型の集団投資スキームによる「市場型間接金融の活用」については、銀行等の保有する債権が流動化・証券化により銀行外部の投

資家、特に中産階級家計に広く薄く分有されることによってリスク分担機能が高まることが期待されていたが、現状は大半が事実上金融業界内部の保有に止まっている。また、同スキームが銀行の自己資本比率規制回避策に悪用されたほか、債権流動化・証券化対象が信用度の高い住宅融資から低い住宅融資へ変化した為、サブプライム問題を惹起してしまったことから、当面は同スキームに多大な期待を抱くことは困難な状況となっている。さらに、資産運用型の集団投資スキームによる「市場型間接金融の活用」は「貯蓄から投資へ」が進捗をみないことから停滞している。

④ 「対内直接投資の拡大と「投資立国」の実現」

対外M&Aは増大しているものの、自由貿易・規制緩和推進体制の遅れ、高水準の法人税・エネルギー価格等を背景に対内投資は停滞が続いている。

(4) 「官から民へ」の実効化戦略

楠田（2011）では、「官から民へ」の実効化戦略として、郵政民営化と政府系金融機関の統廃合・民営化の推進、日銀の長期国債保有の抑制とリスク資産投資に占める日本株ETF投資比率の向上、年金・医療制度改革による世代間所得移転是正を通じた「貯蓄から投資へ」、歳出削減・増税・成長の「三位一体の財政再建」を提案した。畢竟、「官から民へ」の実効化を図る為にも「貯蓄から投資へ」の実現が必須である。上記の通り、「貯蓄から投資へ」は進捗していないが、これは何らかの障害が在る為なのか、そもそも「貯蓄から投資へ」が戦略として必ずしも適切でなかった為なのかについては、改めて問い質しておくなければならない。

3 「貯蓄から投資へ」戦略の再検討

本節では、「貯蓄から投資へ」がそもそも戦略として適切であったのか否かを「投資へ」、「貯蓄から」の順に再検討する。

(1) 「投資へ」の再検討

そもそも中産階級家計が最大の資産家階級となる以前から家計の零細余裕資金を資本転化する必要はあった。その際、投融資案件評価・リスク分担の両能力が乏しい家計から余裕資金を貯蓄の形で引き出すシステムとして自生し、慣行・法制両面で整備されてきたのが銀行・保険会社等を仲介機関とする相対型間接金融システムであるが、当該システムにおいては、銀行・保険が投融資案件評価・リスク分担両機能を担っている。さて、豊富な余裕資金を有しリスク分担能力を有するに至り「貯蓄から投資へ」が期待されるようになった中産階級家計であるが、投融資案件評価能力は乏しいままである以上、効率的投資を行うことなど出来るのであろうか。幾分誇張して言えば、本問題は、中産階級家計が最大の資産家階級となるに至った「大衆資本主義経済」がこれまでのような持続的新結合による経済成長を継続出来るのか、という大問題に直結している。最大の資産家階級がリスク分担機能を十分担えなければ、新結合を産み出す投資が十分且つ安定的に行われなからである。すなわち、「家計が効率的投資を行えるのか」という問題に肯定的な解答を与えられなければ、「貯蓄から投資へ」が不適切な戦略であるというばかりでなく、中産階級家計が最大の資産家階級となるに至った「大衆資本主義経済」は19世紀初頭以降の資本主義経済が実現してきた持続的新結合による経済成長を継続するのは困難、ということになり、超低成長経済への適応戦略こそが求められる戦略となろう。

幸いにして、本問題に対する肯定的な解答が現代証券投資理論により与えられている。それがSharpe(1964)等により導かれたCAPM(Capital Asset Pricing Model)の示唆する最適ポートフォリオである。同モデルは、投資家固有のリスク(労働所得変動、その他の保有資産・債務価値変動、疾病・事故等)と取引費用が無視出来る場合、最適ポートフォリオは安全証券と「市場ポートフォリオ」のみから組成される「資本市場線」上のポートフォリオであることを示したのである。ここで、「市場ポートフォリオ」とは、地球上のあらゆる資本資産(国内外の全ての上場・非上場株式、債券、不動産等)を全資本資産総額に占める当該資本資産額の比率で含むものであり、謂わば、地球上の全資本資産を統合した、究極の分散投資ポートフォリオである。以前は、市場ポートフォリオの近似ポートフォリオを個人投資家が低費用で取引・保有することは困難であったが、最近では、グローバル・インデックス型投信の形で個人投資家が相当程度低費用で取引・保有出来るようになってきている。

然らば、CAPMの妥当性は如何であろうか。勿論、CAPMの条件は厳密には成立していないので、グローバル・インデックス型投信よりも効率的なポートフォリオは理論的には存在していよう。併し、かかるポートフォリオを実際に発見することは専門投資家であっても困難であることが実証分析により示されている。況や、投資知識の乏しい一般個人投資家においては、グローバル・インデックス型投信以上の効率的ポートフォリオを発見しようとするのは不合理と考えられる。このような意味で、投資知識の乏しい一般の個人投資家にとって低費用で取引・保有出来るグローバル・インデックス型投信は最適である。一方、グローバル・インデックス型投信への投資であっても、短期間の投資

では高確率で高収益を上げることは期待し難い。グローバル・インデックス型投信が高確率で高収益を上げられるのは、持続的成長を遂げている経済において長期間の投資を行う場合である。先進国は低成長期に入っているが、幸いにして世界経済は新興国を中心に持続的成長を遂げているので、かかる観点からも一般個人投資家にとってはグローバル・インデックス型投信への長期投資、すなわち、長期分散投資が最も効率的な投資と結論付けられる。

残る重要な課題は、個々人が資本市場上の何処にリスク資産投資比率（貯蓄にグローバル・インデックス型投信への投資を加えた全金融資産運用額に占める後者の比率）を設定すべきか、である。これは日本経済としては個々人の投資比率を高めることが目標である一方、いくら効率的な長期分散投資であっても投資である以上、家計がリスク資産投資比率（以下、「投資比率」と略記）を過大に設定するのはリスク管理上不適切だからである。

最適投資比率は、組成しようとする投資ポートフォリオに当該個人が保有する資産・債務を総合した純資産のポートフォリオの収益率と、同収益率に対する当該個人の評価基準である「効用関数」で決定される。効用関数においては、純資産ポートフォリオの収益率に対する主観的確率分布の標準偏差等で表されるリスクに対する許容度である「リスク許容度」はよく知られている。併し、当然のこと乍ら、純資産ポートフォリオの収益率の確率分布の形状・位置も特定不能である（こうした確率分布の形状・位置を特定出来ないことに起因する不確実性は「ナイトの不確実性」と呼ばれる）。従って、最適投資比率決定の評価基準である効用関数を特定化するに際しては、リスク許容度以外に、ナイトの不確実性に対する許容度である「不確実性許容度」

に留意する必要がある。

一方、純資産ポートフォリオの収益率においては、当該個人の人的資本が生涯に産み出す労働所得の影響が大きい。FP（Financial Planner）は若年期に投資比率を最大に設定し、年齢を重ねるにつれて同比率を徐々に引下げ、退職期以降は安全資産中心の安定運用を採る、退職期を目標年とする「目標年投信」への投資を推奨することが多いとされている。目標年投信推奨者は人的資本を安全資産と捉え、就職開始期に人的資本（安全資産）が最大で、年齢を重ねるにつれて当該安全資産は減少してゆくの、人的資本と金融資産の和である総資産における投資比率を安定化する為、金融資産の投資比率を徐々に低下させてゆくべきと結論付ける。ただ、実際には個人の出世・転職可能性・所属企業の経営状況等、労働所得には相当程度の不確実性があり、従って、人的資本は必ずしも安全資産ではないことを考慮すると、市場で観察される中年期を頂点とする山形の投資比率を支持する結論が得られる。従って、以下では、投資比率が右下り型となる通常目標年投信以外にも人的資本の年齢に伴う変化を考慮して投資比率を年齢とともに変化させる投信を「目標年投信」と総称する。

年齢以外にも、職業・職種の違いでも労働所得の不確実性が異なるほか、人的資本以外にも住宅資産等の他の保有資産・債務の存在も考慮する必要がある。然るに、個々人のリスク許容度・不確実性許容度、年齢（残存人的資本）、職業・職種等の違いに起因する労働所得の不確実性、その他の保有資産・債務特性を全て踏まえた、最適投資比率は容易に示せるものではない。こうした最適投資比率を規定する複雑な諸要因を踏まえると、投資比率については、上記「目標年投信」程度の緩やかな指針が個人投資家一

般に推奨出来ると結論付けられる。

最後に、マクロ経済的観点からも、個々の資本資産評価は専門家が行い、投資は各中産階級家計が「目標年グローバル・インデックス型投信」により行う、という評価・投資の分業体制は、中産階級が最大の資産家階級となった経済段階において効率的な投資をリスク分担された形で行い得る体制として評価出来る。

以上の議論を踏まえると、戦略としての「投資へ」は方向性こそ誤っていないものの、明らかに誤解を招いた標語であり、同標語に替えて「目標年型長期分散投資へ」を提案する。

(2)「貯蓄から」の再検討

家計の純資産を構成する主要な資産としては、預貯金、銀行借入、株式・債券等のリスク証券、民間保険、持ち家のほか、公的年金、公的医療・介護保険が挙げられる。「貯蓄から投資へ」という標語では、我が国の平均的家計において保有資産に占める預貯金比率が高くリスク証券への投資比率が低いことに着目し、預貯金からリスク証券への投資に重心を移すことが提唱されている。然るに、我が国の平均的家計は、預貯金比率が高いだけでなく、次節で説明する通り、住宅購入比率と生命保険購入比率が高く、何れも浪費的色彩が濃厚である。さらに、新結合を産み出すリスク資産への投資を担うべき現役世代には公的年金・医療・介護保険制度の産み落とした多額の「暗黙の債務」（以下、「社会保障債務」と呼ぶ）が押し掛かっている。現役世代が社会保障債務を完全に認識しており、且つポートフォリオを合理的に組成する場合、同債務を相殺する為、債務相当額の貯蓄を行うことになる。本議論における家計の完全認識と合理的決定の仮定は何れも十分に満たされているとは思えないが、1990年代後半以降、社会保障債務の

問題が注目を集める中、かかる不確実性の増大が家計の消費者心理を冷やし、消費低迷を惹起しているとの指摘は数多くなされている。こうした指摘が正しいのであれば、これは家計が社会保障債務の存在を相当程度認識した上で相当程度合理的決定を下していると解される。すなわち、現役世代の投資比率の低さのうち相当部分は社会保障債務に起因する合理的行動の結果と解され、「貯蓄から投資へ」誘導する政策は限界がある上、そもそも（個々人の合理的行動を歪めるという意味で）不適切ということになる。

以上の議論を纏めると、我が国において、新結合を産み出すリスク資産への投資が少ないのは、これを担うべき現役世代が必ずしも貯蓄に偏向しているだけではなく、彼等の資産を住宅と民間保険の購入に相当程度浪費しているほか、社会保障債務を押し付けられていることが主因と解釈される。そこで、標榜すべき標語として「貯蓄から」に替えて、些か長いが「社会保障債務」からの解放と貯蓄・住宅・生命保険購入から」を提案する。

4 家計資産利用の非効率性とその原因

現在、最大の資産家階級となり、持続的新結合の為、効率的な投資が期待される中産階級家計であるが、我が国では、同資産が活用されているとは言い難い状況にある。これは、過大な貯蓄以外に、非効率な住宅投資、生命保険購入、リスク資産投資、そして社会保障債務に窺われる。以下では、各々の態様と原因を概観する。

(1) 住宅投資

我が国の住宅投資においては、人口密度が同等の欧州諸国と比較して、住宅地価が非常に高く、住宅自体も高価な持ち家比率が極めて高い上、住宅の平均築後年数が約30年と著しく短い

ことから、費用対効果が非常に低いと指摘されてきた。また、我が国の新築住宅の多くは購入直後から資産価値が急落するほか、中古市場・貸借市場がともに未発達で流動性が低いこと等から、購入後の活用が限定されている為、住宅融資による持ち家購入は資産価値下落リスクと流動性リスクを否応無く引き受させられている高リスク投資にほかならないのが現状である。こうした状況は、家計資産総額に対する住宅資産の占率を高め金融資産保有を減少させているほか、金融資産投資に占めるリスク資産投資比率を低下させている為、資本供給機能を低下させ新結合を抑制していると判断される。

我が国の持ち家比率が高い主因としては、戦時中（1941年）特殊事情の下で制定された借家法が借主の権利を保護し過ぎていた為、家族向け優良賃貸物件の供給が抑制されていたこと⁶⁾、政府により持ち家の取得・保有を促進する政策（住宅取得費の所得控除、相続税の優遇措置）が採られてきたこと、中古住宅市場における情報提供等の基盤整備の遅れと高い譲渡益税が中古市場の流動化を阻害している為、優良中古物件の供給が抑制されてきたこと、新築住宅設計時に施主が独自の嗜好・都合に基づく特別発注を少なからず出す結果、潜在的転居者にとって自分の嗜好・都合に合わず転売価格が低くなる為、中古物件の供給が抑制されてきたこと等が指摘されてきた。

かかる状況は持ち家資産の活用も阻害している。持ち家保有者が転居する際、貸出は借家法における借主の過剰な権利保護が悪用されるリスクが有り、転売は高い譲渡益税が掛かるほか、持ち家として保有しておけば相続税を軽減出来る為、空き家として保有する動機が働くことから、相当程度の不稼動資産を産み出してきた。また、住宅融資返済済みの持ち家に居住する高

齢者が高い生活水準を享受出来ていない場合、持ち家資産を活用すべきであるが、その為の仕組みとして期待されたりバース・モーゲージ（住宅資産を担保にした年金形式での借入）についても、我が国の場合、担保対象が土地のみで市場価値の乏しい住宅は対象外であることや同取引に伴う三つのリスク（不動産価値下落リスク、長寿リスク、金利リスク）の管理が出来ていないこと等から普及をみていない。

こうした状況にも徐々に変化が窺われる。住宅地価はバブル崩壊以降、低下基調にあり、借家法は2000年3月より定期借家契約制度が導入され、中古市場も最近になって情報提供基盤整備の推進が決定されるなど改善されつつある。また、住宅の平均耐用年数についても、こうした住宅市場の流動性を高める基盤整備が進められる中、2009年6月から長期優良住宅制度が施行されたこともあって、20～30年毎の住み替えを前提とした長期優良住宅への投資が期待され始めている。

(2) 生命保険購入

我が国の金融資産総額に占める預貯金比率が先進諸国と比較して過大であることは良く指摘されてきたことであるが、実は同生命保険購入比率も過大である。かかる家計行動の帰結としての相対型間接金融中心の金融システムは、銀行・保険会社が金融規制下で産業金融機能を担っていた高度成長期には相当程度機能していたものの、銀行・保険会社が同機能を十分に担えなくなった今日では完全に投資抑制要因と化している。

我が国の生命保険購入を先進諸国と比較する為、生命保険料上位6国における生命保険料対GDP比をみると（表1参照）、英国が突出しているものの、英国では、約64%が投資信託と概ね

表1 生命保険料対 GDP 比 (09 年) の国際比較

国名	生命保険料対 GDP 比
英国	10.0%
日本	7.8%
フランス	7.2%
イタリア	5.3%
米国	3.5%
ドイツ	3.3%

(出所) 生命保険協会「国際生命保険統計 (2009 年版)」

同等の変額商品 (ユニットリンク保険) であることを考慮すると、実質的には、我が国が首位であり、持続的経済成長を遂げている米国・ドイツの2倍超の水準に達している。

我が国の保険購入が先進諸国と比較して過大である主因としては、死亡保険の購入が先進諸国と比較して著しく過大なこと⁷⁾が挙げられる。我が国の死亡保険購入が過大である主因として、欧米に比べ比率の高い専業主婦家計や非正規雇用主婦家計が家計の主たる稼ぎ手である夫の死亡・疾病・障害リスクに保険を掛けざるを得ない状況を余儀なくされていることに加え、死亡保険料が先進諸国対比で2~3倍と著しく高いことが挙げられる。さらに、原因を突き詰めていくと、前者の原因としては、男女雇用機会の実質均等化が遅れているほか、専業主婦優遇税制・年金制度が専業主婦の就業意欲を抑制していること、後者の原因としては、欧米では販売経路が多様化しているのに対し、我が国では販売経路が専属営業職員に限られており、販売費用が割高となっていたことが挙げられる。併し、後者については、保険会社間商品比較を行う販売会社が市場占率を高めるなど、こうした状況に漸く変化が窺われつつある。

我が国の家計の生命保険購入における非効率性は死亡保険だけではない。国民皆保険制度が存在するにも拘わらず、医療保険購入も相当程度大きいことが指摘されている⁸⁾。主因として、公的保険制度に関する知識 (高額療養費制度、

付加給付制度等) や保険契約内容に関する知識⁹⁾が不十分なことから必要性の薄い保険を購入していることが挙げられている。ただ、ここで留意しなければいけないのは必要性の薄い保険を見極める一方で必要性の高い保険も見極めておくことである。すなわち、癌等の病気に掛かった場合に、選択すべき治療水準、入院時病室等を想定しておくことである。保険対象外の高額な先進的治療や個室を選択するのであれば、病気に掛かる確率等を踏まえて、これらの費用を対象とする保険に加入する必要も出てくるからである。

(3) リスク資産投資

前節で説明した通り、現代の最大の資産家階級であり乍ら、投融資案件評価機能の低い中産階級家計が資本供給機能とリスク分担機能を担う為には、リスク分散による軽減効果を効率的に享受出来るインデックス型投信が推奨される¹⁰⁾。こうした認識から、日本版金融ビッグバン以降、我が国の投資信託制度は法制面の整備、販売機関の拡充、商品設計の弾力化、新規参入の促進等が図られてきた。その結果、家計のリスク資産保有比率は一定の増大をみたものの、未だに、米英対比のみならず、証券市場の未整備が指摘されてきたドイツとの対比でも低位水準に止まっている。この間、投資内容をみると、FXや株式個別銘柄等への「投機」が散見されるほか、投信においても、非効率な毎月分配型投信¹¹⁾や小規模投信、販売手数料・信託報酬の高いハイリスクなアクティブ型投信への短期投資が多くみられる。かかる状況は、日米の純資産上位5投信を比較すると (表2参照)、明瞭に窺われる。

米国では、知識の乏しい個人投資家向けに推奨すべき「目標年型長期分散投資へ」の誘導が低い販売手数料と信託報酬を背景に着実に進展

表2 日米純資産上位5投信比較

	運用形態	純資産額	運用期間	販売手数料	信託報酬
米国	5本中4本がインデックス型投信	22.6兆円	31年	0.59%	0.28%
日本	全て毎月分配型アクティブ投信	1.1兆円	13年	3.20%	1.53%

(出所) 日本経済新聞 2016年10月26日朝刊(金融庁2016年3月末時点調査、数値は全て平均値、販売手数料・信託報酬(年率)は税抜き)

していることが窺われるのに対し、我が国は対極的な状況にある。要因として、手数料を収益源とする銀行・証券会社等の販売会社は知識の乏しい個人投資家向けに手数料の高い小規模アクティブ・ファンドに頻繁に乗り換えさせるように誘導していること、かかる販売会社の方針に対し、投資信託会社の多くは販売会社の小会社や販売力の低い小規模独立系会社である為、異議を唱えることが経営戦略上困難なこと、「投資へ」を十分に理解出来ていない個人投資家が販売会社の推奨を鵜呑みにしていること、過剰な公募投信開示制度等が投信の販売費用を高め、手数料を高止まりさせていることが指摘されている。

併し最近、費用に敏感な若年層を中心に低費用投信に対する需要が拡大していること、金融庁が金融行政方針において金融機関は顧客の投資家の利益を最重視すべきとする内容を受託者責任に盛り込んだこと等を背景に低費用のインデックス型投信が増大しつつある。

(4) 社会保障債務

社会保障債務が巨額に達し、深刻な世代間格差を作り出した原因としては、少子高齢化・成熟経済への移行にも拘らず、かかる経済システムへの適応策として提案されていた、年金制度における給付開始年齢の引上げ、積立方式への移行、給付水準の削減、確定拠出年金の拡大、医療・介護保険制度における利用者負担の引上げ、医療・介護サービス供給体制の効率化等が

遅れていることが挙げられる。

5 「社会保障債務」からの解放と貯蓄・住宅・生命保険購入から目標年型長期分散投資へ」の実効化戦略

本節では、「社会保障債務」からの解放と貯蓄・住宅・生命保険購入から目標年型長期分散投資へ」の実効化戦略を「居住専用住宅購入から長期優良住宅投資へ」、「生命保険市場の自由化・規制再構築と男女雇用機会の実質的平等化」、「社会保障債務」の削減、世代間格差の税制、確定拠出年金の拡大、「貯蓄から目標年型長期分散投資へ」の順に説明する。

(1) 「居住専用住宅購入から長期優良住宅投資へ」

従来の居住専用住宅の購入から長期優良住宅投資へ誘導する為、住宅投資教育の普及、住宅市場流動化等の住宅資産活用の為の法制度の整備と金融技術の活用、低費用改築可能な割安長期優良住宅の開発促進を提唱する。

① 住宅投資教育の普及

購入者のみを対象とする居住専用住宅として購入されてきた住宅は、購入額が高い反面、市場価値の乏しい資産への不良投資と化している状況、住宅購入は資産活用の一環であり、市場価値の高い長期優良住宅投資への転換を図る意義が大きいこと等を認識させるほか、政府が諮問会議等において、家計向けに推奨出来る住宅

投資の指針を取り纏め、小冊子「居住専用住宅購入から長期優良住宅投資へ」を作成し、これを公的機関、公共放送等を通じて国民に周知する。

② 住宅資産活用の為の法制度の整備と金融技術の活用

借家法の改正、中古住宅市場の情報提供基盤整備等、中古・貸借市場の流動化が進展しつつある。今後は、高水準の譲渡益税を引き下げるほか、相続税における不動産優遇税制を見直すなど、住宅資産活用の為の法制度整備を一層推進する。また、リバース・モーゲージについては、米国で導入されている、上記3リスクを保険契約によりカバーした新型商品の導入等を促進し、リバース・モーゲージの普及を図る。さらに、健全な「市場型間接金融の活用」に貢献すべく、担保価値が安定している長期優良住宅向けの融資を原資とするRMBSの普及を図る。

③ 低費用改築可能な割安長期優良住宅の開発

中古・賃貸住宅市場の流動化が進展すれば、20～30年毎の住み替えを想定した長期優良住宅普及の基盤が法制度の面では整備されたことになる。残されている課題は、耐久性に富み、転居者の要望に沿う改築を低費用で実現する住宅を低価格で提供する技術の開発である。かかる技術の開発についても、「第3世代プレハブ住宅」が開発途上にある。同住宅では、耐久性と低価格は外枠である構造躯体の徹底的な標準化により実現し、個別の要求には内装・設備における広範な選択肢の提供で対応する¹²⁾。地球規模での需要増大が見込まれる同技術の開発を当該住宅への補助金給付等により促進する政策も検討に値する。

(2) 「生命保険市場の自由化・規制再構築と男女雇用機会の実質的平等化」

生命保険市場における自由化と規制再構築により、比較情報の提供と販売経路の多様化を通じて市場競争を促進し、保険料低下を図るほか、販売員の最適忠告義務により浪費的保険購入を削減する。また、長期的目標として、男女雇用機会の実質的平等化による既婚女性の就業率向上と労働所得増大を通じて死亡保険購入額の削減を図る。

① 生命保険市場の自由化・規制再構築¹³⁾

保険商品、比較情報の提供、販売経路について、次のような自由化・規制再構築を行う。

・保険商品

付加保険料を大きく組み込んだ定期死亡保険は割高である為、生保の主力商品である定期死亡保険特約付き保険は必然的に割高となるほか、他社との類似商品との比較も困難になる。そこで、特約付きの包装型商品の販売を禁止し、全て単体商品で販売することを義務付ける。

・比較情報の提供

保険業法第300条によって事実上禁止されている生命保険会社による販売時点での比較情報の提供を自由化するほか、約款と主契約・特約別の保険料表の開示を生命保険会社に義務付ける。

・販売経路

全ての販売経路（生保店頭、営業職員、銀行窓口、乗合代理店、FP等）が原則として複数会社の商品を取り扱い、且つ販売員は消費者を代表して最適忠告義務を負う。同義務の履行を担保する為、販売員が販売実額を開示するよう義務付ける。

② 男女雇用機会の実質的均等化

まず、正規雇用女性については、出産・育児期間に退職せずに済むよう、出産・育児休暇取得率の向上（特に、強制取得制度の導入等による男性取得率の向上）、保育サービスの拡大（参入規制の緩和）、在宅勤務業務の拡大、短時間正規社員制度の導入促進等の「働き方改革」を推進する。また、非正規雇用女性については、正規雇用との対比で不当に低く抑えられている賃金を同一労働同一賃金の原則の徹底により引上げ、労働所得の増大を図る。

(3) 「社会保障債務」の削減、世代間格差の是正、確定拠出年金の導入

「社会保障債務」の削減と世代間格差の是正を企図した年金・医療・保険制度改革を実現する。而して、社会保障債務の軛から逃れた現役世代家計の年金資産を新結合向けの投資に活用する為、「報酬比例年金」の一定比率を新結合向けの投資に適した確定拠出年金へ移行する。

① 年金・医療・介護保険制度改革

「社会保障債務」の削減と世代間格差の是正を企図した、次の制度改革を実現する。

・年金制度

給付水準の即時削減、支給開始年齢の引上げ、基礎年金の国庫負担率の引上げを図るほか、各世代別に積立勘定を創設する「世代勘定」による積立方式¹⁴⁾（八田・小口（1999））への移行を図る。

・医療・介護保険制度

利用者負担の引上げ（保険免責制の導入等）、新薬利用者の自己負担率の引上げによる後発薬への誘導、医療・介護サービス供給体制の効率化（「家庭医」機能の拡張、在宅医療・介護体制の強化、情報基盤の整備、出来高払方

式から定額払方式への移行（感染症、急性症等除く）、参入規制の緩和）、「世代勘定」による積立方式への移行等を図る¹⁵⁾。

② 年金資産運用制度改革

確定給付年金における運用失敗リスクを軽減するほか、確定給付年金では産み出し難い新結合向けの資本供給量を拡大する為、「報酬比例年金」の一定比率を新結合向けの投資に適した確定拠出年金へ移行する。確定拠出年金においては、スウェーデンと同様に、各自が公的年金基金に委託するか、政府に認可された複数の目標年グローバル・インデックス型投信の中から選ぶか、何れかを選択出来るようにする¹⁶⁾。

(4) 「貯蓄から目標年型長期分散投資へ」

「貯蓄から目標年型長期分散投資へ」の実効化戦略として、金融投資教育の普及と法制面での誘導、法規制による投資家重視の促進、個人向け金融取引税制における損益通算期間の延長を提案する。

① 金融投資教育の普及と法制面での誘導

政府が諮問会議等において家計向けに推奨出来る投資の指針を取纏め、小冊子「貯蓄から目標年型長期分散投資へ」を作成し、これを公的機関、公共放送等を通じて国民に周知する。特に、企業年金の確定拠出年金（日本版 401k）において従業員が掛け金を上乗せ出来る「マッチング拠出」の導入が可能になったほか、主婦・公務員を含む全ての現役世代を対象とする個人型確定拠出年金 iDeCo が導入されたことに呼応して、税制面における利点¹⁷⁾を国民に周知し、確定拠出年金に誘導するほか、確定拠出年金向けの投資信託として「目標年型長期分散投資」を推奨する。特に、確定拠出年金法を改正し、確定拠出年金におけるデフォルト商品に目標年グローバル・インデックス投信を設定する。最

後に、持続的経済成長の為、中産階級家計に資本家機能が期待される大衆資本主義経済に突入していることを考慮すると、義務教育段階で金融投資教育を導入することを提案したい。

② 法規制による投資家重視の促進

米国では、金融危機後に投信販売側の投資家軽視の販売姿勢に批判が高まったことを背景に投資家重視の報酬方式を採用する販売者が自生的に拡大した。こうした市場の自生的秩序形跡機能による転換が望ましいことは議論の余地はないが、市場の自生的秩序形成機能が乏しい我が国では時間を要することが予想される。そこで、次善の策として、投信の販売姿勢を販売者重視から投資家重視に転換する為、英国、オーストラリア、オランダ等の前例を踏まえて、法規制により報酬方式への転換を図る。

③ 個人向け金融取引税制における損益通算期間の延長

現行の金融取引に係る個人向け税制では、損益通算期間は3年間に止まっている。現役世代に長期投資を促す為には、損益通算期間を無期限（米英制度）乃至はこれに準ずる程度の長期間へ延長することを検討すべきである。

【注】

- 1) 本稿は、ゆうちょ財団の依頼により『彦根論叢』第394号（2012年12月）掲載論文「高度成長期以降の環境変容を踏まえた家計資産の活用戦略」を大幅に修正して本誌に寄稿したものである。
- 2) 「金融革命」の概要、同革命が世界経済の環境変容下、金融システムの諸機能を維持・強化する適応的動きとの解釈については、楠田（2011）を参照。
- 3) 「官から民へ」は、資本の流れのみならず物的資本、人的資本を含む全資本の流れを官から民へ誘導する政策であるが、ここでは、資本の流れに

着目して議論を進めている。

- 4) こうした国外投資の増大についても、国内の劣悪な投資環境を背景とした産業空洞化的現象とも解されることから、現時点では「投資立国」の実現」への前向きな動きといった積極的な評価は与え難い。
- 5) REITは、株式、債券との相関が低く、リスク軽減効果の大きい不動産投資を、特段の不動産知識を要することなく、小口で流動性の高い上場証券取引の形で行える。ETFは通常の株式投資信託よりも取引手数料・信託報酬負担が低い。
- 6) 2000年時点で、持ち家の平均的広さで我が国は英独仏を追い抜いたが、借家の平均的広さでは、我が国は英独仏の約3分の2に止まっている。
- 7) 我が国の2010年度新契約における死亡保険金額対GDPは72.7%（先進諸国では10%前後）に上っている。
- 8) 我が国の家計の医療保険購入の大きさは、次の出口（2009）の説明から窺われる。「代表的な疾病入院保障商品を見てみよう（災害入院を除く）。2010年度末で生保は約3,821億円、簡保は852億円、JA共済は640億円、全国生協連（県民共済）は768億円の残高がある。これは、幼児等も含めた全国民1人当たり、入院日額約5,000円に相当する水準である。加えて、がん等その他の条件がつく入院保障にしても生保だけで10,900億円の保有残高があり、全国民1人当たりでは入院日額で8,000円を超える金額となる。」
- 9) 詳しくは、内藤（2010）を参照。
- 10) インデックス型投信が普及すると、個別銘柄に対する調査・分析に基づく運用が相対的に縮小することにより、市場の企業・投融資案件評価機能が低下するとか、個別企業に対する投資家の統治機能が低下するといった問題が指摘されている。併し乍ら、前者の機能が低下すれば、価格体系の歪みが拡大し、個別銘柄に対する調査・分析

に基づく運用の価値が拡大するであろうし、後者の機能は年金基金等の機関投資家が代替することが期待される。

- 11) 毎月分配型は、複利効果とファンド規模拡大効果を放棄しているという意味で非効率である。
- 12) 同住宅における構造躯体と内装・設備はそれぞれモジュール化されており、構造躯体を改築することなく、内装・設備を自由に変更出来るように設計されているので、低費用改築が可能なのである。
- 13) 本提案は基本的に出口（2009）に依拠している。
- 14) 当該方式は、個人勘定の積立方式とは異なり、世代内では長寿リスクのリスク分担が図られる。これに対し、スウェーデンの所得比例年金は賦課方式に「概念上の拠出立て」（保険料を納める個人毎に概念上の年金口座が設けられ、保険料の支払いに応じて貯められた年金権に比例する形で給付額が決まる仕組み）を導入しているほか、「自動財政均衡メカニズム」（長期停滞や想定外の高齢化進捗は、保険料と給付の均衡が崩れる。こうした場合、給付水準を自動的に削減し、年金財政を均衡化する仕組み）により年金権を担保しており、実質的には個人勘定の積立方式となっている。
- 15) 詳しくは、鈴木（2010）、八代（2011）を参照。
- 16) スウェーデンでは、公的年金基金に運用委託する場合は、55歳未満の世代には株式100%の運用、55歳以降は株式の割合を毎年3%ずつ減少させ、75歳の時点で株式と債券の割合を半々とする安定運用へ移行する目標年型ポートフォリオで運用され、政府認可の投信の中から選ぶ場合は、本国の国債等の低リスクの資産に投資するものから国内外の株式に投資する高リスクのものまで777種類（2009年末時点）の多様な投信の中から選べる仕組みとなっている（湯元・佐藤（2010））。
- 17) 従業員が払った掛け金が所得控除の対象となるほか、運用益も非課税であり、給付も年金所得

控除の対象となる。

【参考文献】

- 池尾和人・財務省財務総合政策研究所編著（2006）『市場型間接金融の経済分析』日本評論社
- 川口有一郎（2011）『入門不動産金融工学』ダイヤモンド社
- 楠田浩二（2012）「高度成長期以降の環境変容を踏まえた家計資産の活用戦略—「貯蓄から投資へ」の修正案の提示」『彦根論叢』第394号118～131頁
- 楠田浩二（2011）「高度成長期以降の環境変容を踏まえた「官から民へ」の実効化戦略序説」『彦根論叢』第390号176～91頁
- 経済産業省（2006）『通商白書2006』ぎょうせい
- 鈴木亘（2010）『社会保障の「不都合な真実」』日本経済新聞出版社
- 竹川美奈子（2010）『投資信託にだまされるな2010年最新投資対応版』ダイヤモンド社
- 田中将介監修・三菱総合研究所編著（2010）『21世紀型新産業』東洋経済新報社
- 出口治明（2009）『生命保険入門新版』岩波書店
- 内藤真弓（2011）『医療保険に入ってはいけない！[新版]』ダイヤモンド社
- 八田達夫・阿部泰隆（2007）「借家法」矢野誠編著『法と経済学』所収、東京大学出版会
- 八田達夫・小口登良（1999）『年金改革論：積立方式へ移行せよ』日本経済新聞出版社
- 八代尚宏（2011）「医療・介護サービス改革の主要な論点」鈴木亘・八代尚宏編著『成長産業としての医療と介護』所収、日本経済新聞出版社
- 山崎元（2009）『資産運用実践講座Ⅰ』東洋経済新報社
- 山崎元（2009）『資産運用実践講座Ⅱ』東洋経済新報社
- 湯元健治・佐藤吉宗（2010）『スウェーデン・パラドッ

クス』日本経済新聞出版社

Sharpe, W. F. (1964) “Capital Asset Prices : A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk,” Journal of Finance, Vol.19, pp.425-42



くすだ こうじ

1990年京都大学大学院工学研究科数理工学専攻修了後(工学修士取得)、同年日本銀行入行、調査統計局、金融研究所、米国ミネソタ大学大学院経済学研究科博士課程派遣留学等を経て、1998年退職。2003年同大学院博士課程修了(経済学 Ph.D.・数学 M.S.取得)、同年滋賀大学経済学部助教授就任、2007年教授就任、現在に至る。

【主要論文・著書】

「現代ポートフォリオ理論を用いた生保の最適資産ポートフォリオの提案」(共著)『保険学雑誌』第631号33～63頁、2015

「金融革命」佐伯啓志・柴山桂太編『現代社会論のキーワード－冷戦後世界を読み解く』所収、ナカニシヤ出版、2009

Term Structure Models of Interest Rates with Jump-Diffusion Information : Equilibrium, CAPM, and Derivative Asset Pricing, Faculty of Economics, Graduate School of University of Minnesota, Ph.D. Dissertation,2003
