

少子高齢化社会に対応する政策転換と家計の金融行動の変容



一橋大学経済研究所教授・所長 祝 迫 得 夫

～要旨～

本稿では、少子高齢化の進行がマクロ経済に与える影響に関する経済学的な議論を概観し、それが2010年代以降の日本の政策転換・制度整備にどのようにつながったかについて議論する。さらに政府の政策が、個人・家計の金融経済行動にどのように影響したかについても検討する。論文の後半では、個人の金融経済行動のインプットとなる情報ソースや情報の収集方法について、最近の学術研究について議論した上で、個人投資家がより効率的な資産形成を行うための基礎となる金融経済教育の充実に向けて、どのような課題を克服していく必要があるかについて議論する。

1 はじめに

日本の少子高齢化は着々と進んでおり、直近の厚生労働省の発表では、2024年一年間に生まれた子どもの数は、外国人なども含めた速報値で72万988人となっている。これは前年より3万7,643人、率にして5%減少しており、1899年に統計を取り始めて以降で最も少ない数字となった。日本の出生数の減少は9年連続で、しかも全都道府県で減少が起きている。

21世紀の日本にとって少子高齢化が最大の問題になるであろうことは、人口学者だけでなく経済や社会学の専門家の間でも、1990年代初めには広く認識されるようになっていた。その後、人口全体に占める労働人口比率は1990年代半ばにピークを迎え、21世紀に入ると高齢化の進行に伴って継続的に低下している。総人口も2009年から減少に転じ、今後2070年代までに、9,000

万人を下回る可能性が非常に高いと考えられている。これは、今後30～40年の間に日本の人口が約1/4減少するということであり、その社会経済的インパクトが極めて大きなものになることは明白である。

一方、本稿でより詳しく議論するように、経済理論的には、少子高齢化が進行すると国全体としての貯蓄が減少して、家計部門の保有資産の取り崩しが起こるはずである。開放経済では、これは経常収支が持続的に赤字化することを意味し、対外資産を取り崩す／海外から借り入れを行う状況が継続することになる。また資産の取り崩し段階に入った家計は、株式などのリスク資産を減らし、代わりに流動性の高い現金・預金、債券などに比重を移すのが自然である。しかし、日本銀行が発表した2024年第4四半期の資金循環統計（速報）によると、12月末時点

の我が国の家計の金融資産残高は2,230兆円で、過去最高となっている。また金融庁によると、2024年12月末時点のNISAの累計買い付け額は前年比50%増の約52兆円となっており、24年単年の買い付け額は約17兆円と過去最大となっている。

このように、理論モデルの予測と現実が乖離している要因は主に二つある。第一に、日本の賃金プロファイル(労働者の年齢と賃金の関係)は、まだ年功賃金制度の名残を残しており、若年層の所得が相対的に低く、年齢が高くなってからの所得が高くなっている。そのため日本では、フローの貯蓄額や保有資産額のピークは、単純化された仮定に基づく理論的予測よりは、かなり高い年齢になる傾向にある。第二に、少子高齢化に対する社会的対応として、近年、様々な政府の政策転換が行われている。そのような政策転換には、女性と高齢労働者の労働参加の促進と、個人の自助努力による資産形成・運用を促すための制度整備が含まれている。これらの政策の推進、特に前者は労働人口の減少トレンドを反転させて増加につなげることで、女性と高齢者の所得を増加させ、家計部門の貯蓄率の下げ止まりと、保有資産の引き続きの増加に寄与した。

本稿では、このような少子高齢化の進行を見据えた、近年の政府の政策転換の背後にある考え方について議論し、またそれが家計部門と経済全体にどのような影響を与えたかを検討する。後半では、政府の政策転換のもう一つの主要な目標である、自助努力による資産形成・運用を促すための制度整備のうち、個人のリスク資産投資の増加による資産形成の効率化という目標に焦点を絞って、より詳細な議論を展開する。個人投資家の情報取得行動に関する近年の研究について議論した後、それが今後の日本の家計

のリスク資産投資の増加という目標の達成に対して、どのようなインプリケーションを持つかについて検討する。

2 少子高齢化の進行が日本のマクロ経済に与える影響

個人・家計が年をとって定年を迎えるということは、フローの貯蓄が減少し、やがて資産を取り崩す(=貯蓄がマイナスになる)ライフサイクルの段階に入ることを意味する。人口動態が一国の経済に与える影響を分析するための、経済学の標準的ツールである重複世代モデル(overlapping-generations model)は、社会の高齢化が進行すると、個人の場合と同様に国全体としての貯蓄が減少して、家計部門の保有資産の取り崩しが起こることを示唆している¹⁾。マクロ経済的には、一国の貯蓄が恒常的にマイナスになるということは、事実上、貿易収支・経常収支が継続的に赤字化することであり、対外資産を取り崩す／海外から借り入れを行う状況が発生することを意味する。つまり、国債発行を自国内で消化しきれず、海外投資家に依存せざるを得なくなるような事態に直面することを意味する。

将来、そのような状況のもとで、日本で起こり得る財政破綻のシナリオとして主に想定されるのは、海外投資家が日本国債のデフォルトの可能性が高いと考えるようになることで、急激な国債金利の上昇が起こり、実際にデフォルトに至ってしまうというものである²⁾。経済史的に見ると、経常収支が黒字の国で財政破綻が発生する可能性は極めて低いので³⁾、確かに近い将来、我が国の財政が破綻するとは考えにくい。そのことを持って、「日本の財政は絶対に破綻しない」と言い切る論者もいるが、例えば2040年以降といった、ある程度遠い未来について考えた場合には、その頃までに高齢化の進行によっ

て経常収支の赤字基調が定着し、日本における財政破綻リスクが顕在化している可能性は十分にある。したがって家計の金融行動や適切な個人の資産形成に関する検討も、高齢化の進行がもたらすマクロ経済リスクと、それに対する政府の政策対応を踏まえた上で行うべきである。

3 高齢化社会に対応するための近年の政策転換

高齢化が我が国の社会経済に与える影響に関する認識は、今世紀に入ると政治家や一般国民の間にも広く行き渡るようになった。2010年代に入ると、それを受けて幾つかの重要な政策・制度改革が行われている。まず、人口増加率の低下に直接に歯止めをかけることを目標として、出産や子育てのコストを低く抑えようとする様々な政策が、政府や地方自治体によって採用された。一方、本稿での焦点となるのは、個人・家計の経済環境に働きかけることで金融行動の変容をうながし、それによって深刻な経済危機（経常収支の恒常的な赤字化と財政破綻）が発生するリスクを低下させつつ、高齢化社会のもとの個人のウェルビーイングを高めようとする政策である。

(1) 2010年代以降の日本の政策転換

そのような政策の一番目として、2010年代初めの定年退職年齢の引き上げと、第二次安倍政権以降の女性の労働参加の促進をあげることができる。これらの政策は企業の側から見ると、労働力不足が日本経済の成長のボトルネックとなる時期をある程度先送りすること成功した。具体的な数字をあげると、2000年頃の日本の労働力人口は約6,800万人程度であったが、その時点では今世紀の最初の25年間で500万人程度減少することが予測されていた。実際その後

2012年までに、日本の労働人口は6,560万人まで減少した。しかし、アベノミクスが始まった2013年を境に上昇に転じ、途中コロナ禍の深刻化に伴う一時的な落ち込みはあったものの、2024年には6,957万人まで増加した。これは、比較可能な1953年以降で最多の水準であり、現時点では、2030年代に入るまでは、我が国の労働人口は増加を続けるのではないかと予測もある。

このような、近年の労働人口の増加トレンドを生み出したのが、高齢者・女性の労働力参加と外国人労働の増加であることは言うまでもない。年金社会保障制度の維持可能性の観点から見ると、女性と前期高齢者の労働参加の増加は、年金の受給者を少なくとも一時的には減らし、その一方で年金保険料の支払い手を増加させることで、我が国の公的年金の財政状況の改善に大きく貢献している⁴⁾。家計の金融行動に注目して見ると、労働所得を得る個人が増えたことは家計貯蓄の動向にも影響を与えている。日本の家計貯蓄は2013・14年度にマイナスを記録したあと回復傾向を見せ、2019年度には対GDP比2.0%まで回復している。その後、コロナ禍のもとで消費が大幅に抑制されると一時的に10%を超える水準まで上昇したが、2022・23年は再び低下して対GDP比1.0%程度の水準で推移している。

これらの事実は、2010年代に入ってからの高齢者と女性の労働力参加の増加が、高齢化の進行による貯蓄減少と年金財政の破綻リスクが顕在化する時期を、かなりの程度まで先送りしたことを意味している。今後も、欧米並みのフルタイム勤務が可能になるように、小さい子供のいる女性の労働環境と待遇の改善は図るべきだろう。しかし、それでも女性の労働参加の増加に早晩、限界が来ることは避けられない。同様に、シルバー人材の活用はいつそう推進すべきであ

るが、高齢者の労働参加が増加する余地には限りがある。高齢者と女性の労働力活用政策は、時間稼ぎにはなるが、長期的には明確な限界があり、将来の財政破綻リスクを解消してくれるものではないことも事実である。

2010年代以降の二番目の政策転換は、岸田政権による『資産所得倍増プラン』の名のもとに本格化した、家計の資産形成とリスク資産投資の促進策である。その柱は、共に2024年にスタートした、新NISAという形での少額投資非課税制度の拡充・恒久化と、金融リテラシーの向上を目指したJ-FLEC（金融経済教育推進機構）の設置である。いずれについても似たような政策は以前から存在していたが、税制優遇制度の恒久化と、公的な独立機関としてJ-FLECを設立したという事実は、政府が家計に対し、リスク資産投資の増加を促す明確なシグナルを送ったと言う意味で、画期的な政策転換であった。

(2) 政策転換の背景にある認識

このような政策転換の背景にあるのは、次のような二つの認識である。第一の認識は、我が国の公的年金・社会保障制度の維持可能性を確保し、その先にある財政破綻を回避するためには、現在の年金社会保障制度がカバーする範囲・規模を縮小し、効率化せざるを得ないというものである。そのためには、個人の自助努力による資産形成と運用を促す必要があり、その端緒は2019年に大きな話題となった「老後二千万円問題」に見てとることができる。これは、金融庁の金融審議会「市場ワーキング・グループ」が発表した報告書の中の試算で、老後の30年間で約2,000万円の不足が予想されるという指摘がなされことをきっかけに起こった論争である⁵⁾。また「老後二千万円問題」は、年金や退職金の受取り額が不明確であることを含め、我が国の

家計の老後への備えの必要性の把握や、政府による情報の提供が不十分であることを示唆している。

第二の認識は、日本の個人・家計の資産の保有額は十分であるものの、その大半が現金・預金という安全資産であるため、十分に効率的な資産形成・運用ができていないというものである。欧米と比較して、我が国の家計による株式等のリスク資産保有割合は非常に低い。金融庁は審議会の報告書などでこの点を繰り返し指摘しているが、比較的最近の2003年から2023年までのデータを比較した資料では、20年間で米国の家計資産が3.1倍、英国が2.0倍になったのに対し、日本では1.5倍にしか上がっていない事実を示して、我が国では老後に向けた個人の資産形成が効果的に行われていないと主張している⁶⁾。その上で、米国や英国において家計の資産形成が順調に推移した要因として、少額投資に対する様々な優遇措置や、個人による投資信託の保有拡大が強調されている。

我が国における政策対応として、1999年に登場した英国のISA (Individual Savings Account) にならう形で、2014年にNISAがスタートした。ISAもNISAも当初は時限措置として導入された制度であったが、後に恒久化されている。一方、投資信託に関しては、古くから日本の投資信託の手数料の高さや情報開示の不足が繰り返し指摘されており、審議会などでも引き続き検討が行われている⁷⁾。

4 家計のリスク資産投資は増えるのか

(1) 年功賃金と退職金制度

標準的な経済モデル、より具体的には期待効用最大化に基づくポートフォリオ選択モデルを前提とすると、ここまで見てきた近年の日本における政策転換は我が国の家計のリスク資産投

資の増加につながるはずである。しかし現実問題としては、そのように順調に物事が推移するとは考えにくい。これまでも家計の積極的な資産形成を妨げている要因としては、日本の住宅価格・居住費の高さや、既に言及した投資信託の取引手数料の高さに代表される、古くからの日本市場の制度的問題点などが指摘されてきた。それら全てについてここで検討するのは現実的ではないので、本節では重要だがこれまであまり検討されておらず、近年その重要性に関する認識がより高まっている、幾つかの要因に絞って議論することにする。

そのような第一の要因は、日本の若年層の所得・収入の相対的な低さである。二十一世紀に入って日本企業の労働慣行は大きく変化した、それでも欧米の先進国に比べると年功賃金の傾向が強く、また現役期間の所得と比較して定年時の退職金一時金の比率が極めて高い。そのような状況下では、生涯に受け取る賃金の総額が同じであっても、若年期には労働生産性に比べて賃金が低く抑えられ、逆に定年直前には賃金が生産性を大きく上回ることになる。若い時期の所得が低く抑えられていることは、若年世代にとって出産・教育コストが高くつくことを意味すると同時に、資産形成のための貯蓄が十分できず、したがって余裕資金をリスク資産への投資を増やすことが難しいことを意味する。

また退職金比率が高いことは、リスク資産投資を行う機会が、定年前後の非常に短い期間に限定されてしまうことを意味している。一度に大きい額を投資しなければならない制約がある場合、少額ずつ長期間に渡って投資できる場合と比較して、個人の資産の投資パフォーマンスは、集中的に投資を行なった直後の比較的短い期間内の資産収益率に大きく影響を受けることになる。定年退職時に資産価格が相対的に低水

準で、その後株価が大きく上昇した場合は、個人は大きなキャピタルゲインを得ることになる。しかし、定年退職がバブルのピーク時に重なってしまった場合には、その後の株価の下落によって、本格的に老後の資産の取り崩しを始める前に資産額が大きく目減りすることになる。したがって、ライフステージの早い段階から少しずつ投資できるということは、リスク分散の意味で大きなメリットがある。

では今後、年齢に伴う日本の賃金カーブは、さらにフラット化して欧米先進国の賃金カーブにより近づいて行くのだろうか？ もし専門性の高い職種（企業の側から言えばジョブ型雇用）の重要性が今後いっそう増して、従業員の企業間移動が容易になり、ミッドキャリアの転職市場の流動性が高まれば、賃金カーブのフラット化はより加速するだろう。しかし、この問題は我が国の労働市場の慣行や日本企業のガバナンス、特に労使関係や内部昇進の問題と深く関係してくる複雑な問題なので、踏み込んだ議論を展開するのは、別の機会に譲ることにしておく。

（2）個人投資家の情報ソースの重要性

①情報取得と個人投資家のリスク資産投資に関する最近の研究

教科書的な個人のポートフォリオ選択のモデルでは、同じ金融経済情報を得ている家計は、非常によく似た資産選択行動をとるはずである。しかし現実には、その他の条件がかなり似通っていても、株式を保有している個人と保有していない個人が共存している⁸⁾。このような個人の金融経済行動の非同質性について議論するにあたっては、個人の意思決定における合理性の限界の概念——いわゆる「限定合理性 bounded rationality」——について考えるのではなく、複

数の個人が異なる情報集合に直面していたり、あるいは自分で情報源や情報を得る相手を選んでいるような状況を考える方が、より妥当であると考えられる。

このような問題意識に基づく初期の分析の例としては、個人の社会的交流が株式投資への参加に与える影響に注目した、Hong et.al. (2004)の研究を挙げることができる。Hong 達は米国の Health and Retirement Study のデータを用いて、周辺の人々との交流の有無に関する質問（「隣人を知っている」、「隣人を訪問する」、「教会に通っている」）に対するポジティブな答えが、年齢・所得水準、さらにはリスク許容度や教育、人種、性別といった要因をコントロールした上でも、個人の株式保有にプラスの影響を与えることを報告している。また Kaustia and Knupfer (2012)は、フィンランドのデータを用いて、同じ地域に住む隣人のポートフォリオのリターンが、個人の株式市場参加にプラスの影響を与えており、社会的な学習機会の多い地域でよりその傾向が強いことを報告している。

関連する研究として Guiso et.al. (2004) は、イタリアのソーシャル・キャピタル——義務として強く内面化された社会的行動規範（慈善団体への寄付、交通規則の遵守、借金を期日通りに支払うなど）の存在——が、金融発展に与える影響を分析している⁹⁾。彼らはイタリアの地域ごとのソーシャル・キャピタルの指標を用いて、ソーシャル・キャピタルの水準の高い地域ほど、家計の現金保有は少なく、小切手の使用や株式投資が多いなど、より洗練された金融取引が行われる可能性が高いことを報告している¹⁰⁾。

さらに近年、インターネットの掲示板や SNS を通じた個人投資家の投資情報取得の重要性が著しく高まっていることを受けて、情報源の違いや情報伝達の構造に注目した実証研究が数多く

行われている。そのような分析の理論的な背景にあるのは、個人の情報取得プロセスのネットワーク構造に関する研究である（DeGroot 1974; DeMarzo et.al. 2003; Jackson 2008, 2019）。このような研究における分析フレームワークや概念は、コロナ・ウィルス対策としてのマスクやワクチンの有効性に関する極端な否定的意見や、陰謀説の流布のような、個人の意思決定における情報取得のネットワーク性に注目した広範な事象に関する分析と共通している。日本を含む先進各国における、政治的意見の対立の先鋭化・両極化や、それに SNS が果たしている役割に関する議論も同様である。例えば、SNS やインターネット掲示板などで、似た意見を持つユーザー同士で意見をやりとりする頻度が高くなりがちである「エコーチェンバー」現象や、個人の興味や検索履歴に基づいて同じような情報や意見ばかりが提供される「フィルターバブル」によって、特定の意見や思想に対する確信がグループ内で増幅される結果、誤った情報を正しいと信じ込んでしまったり、集団分極化による断絶や不和を生むリスクが高まるという分析が示されている。

これらの議論は、どちらかというインターネットや SNS の普及・発展がもたらす負の側面を強調している。日本でも、高齢家計の間における度を越えた毎月分配型投信の広がりや、SNS を利用した暗号資産絡みの詐欺まがい商法の説明として、このような議論が展開されるケースが多い。また米国市場で個別銘柄（例えば 2021 年の GameStop 株）の価格急騰が起こった際の、SNS を媒介としてつながった個人投資家の行動に関する議論においても、ネットワーク理論に基づく分析が展開されている（Pedersen 2022）。

しかし欧米、特に米国に関する分析では、個

人の情報取得ツールとしてのインターネットやSNSについて、そのプラスの側面に光をあてた分析も多い。例えば Engelberg and Parsons (2011) は、メディアによる報道が個人の投資行動に与える影響の有無を厳密に検証するために、米国における報道の地方ごとの非同質性の強さを利用した実証分析を行っている。具体的には、米国の19の大都市圏を異なる地域として特定した上で、S&P500企業の決算発表という同じ投資情報について、それぞれの地元メディアの報道の差異が、その地域での個人投資家の取引の有り方に強い影響を与えていることを報告している。

Chen et.al. (2014) や Farrell et.al. (2022) は、ソーシャルメディアが個人投資家の取引行動に与える影響を見るために、Seeking Alpha という米国の金融市場に関するニュースを掲載している、インターネット上の有料コンテンツ・サービスのデータを利用した分析を行っている。Seeking Alpha に掲載される記事のほとんどは、バイサイドを中心とした独立系の寄稿者（有名投資家や報道関係者）によって執筆されたものであり、彼らには購読者のアクセス数に応じて報酬が支払われる。同社の記事は、MSN, CNBC, NASDAQ などのパートナーシップを結んだ情報ベンダーを通じても配信されている。例えば、Chen et.al. (2014) は Seeking Alpha の記事や、記事に対するコメントの多さによって、将来の株式リターンや将来の業績サプライズが予測できることを報告している。彼らや Farrell et.al. (2022) の研究は、個人間の情報共有手段に関する最近の技術革新が、個人投資家がより良い情報を得るのに役立っていることを示唆している。

②金融経済教育はリスク資産投資の増加につながるか？

既に述べたように、岸田政権の『資産所得倍増プラン』による新NISAのスタートと金融経済教育推進機構の設立は、上からの明確な情報発信であり、政府に対する民間の信頼度が、相対的に高い日本においては、個人のリスク資産投資の増加にそれなりの効力を持つものと考えられる。その一方で、2024年の新NISAのスタート時に、「オルカン」と呼ばれる国際分散型の投資信託¹¹⁾が大きな話題を呼んで集中的に購入されたことは、日本においても個人間でのインフォーマルな情報共有・伝達がかなり重要であることを示唆しており、その中でSNSやインターネット上の掲示板、インフルエンサーの動画などがかなりの影響を持っている可能性がある。

また政府主導の『資産所得倍増プラン』以前から、金融機関などが主催する「資産運用セミナー」の類は多くの参加者を集めていたし、資産運用の指南本の類も数多く出版されている。日本における特徴は、民間のセミナーや指南本の多くが、比較的裕福な高齢者をターゲットにしていると思われることである。米国の指南本の内容については Choi (2022) が詳しいが、その多くは内容的に若い世代もターゲットに含んでいる。また少し脱線した議論になるが、Choi (2022) は一般向け指南本の内容を、標準的なファイナンス理論から得られる洞察・インプリケーションと比較しており、米国では、それぞれの本の著者独自の過激な主張がしばしば盛り込まれている。これに対し、代表的な日本の資産形成の指南本のほとんどは、比較的アカデミックな分析に忠実な内容になっている¹²⁾。

つまり、現在J-FLEC主導で広められようとしている、真っ当な金融リテラシーとしてされ

ている内容は、裕福な高齢者層などに限れば、かなり以前から常識的な内容として広く受け入れられていたものである。それがなぜ若い世代や、所得・資産水準の低い層にまで波及しなかったのかを考えるにあたっては、やはり個人投資家の行動のもととなる、金融経済関係の知識・情報源の差異を考慮することが重要であると考えられる。

では、今後 J-FLEC 主導の金融リテラシー教育は順調に普及し、日本の家計のリスク資産保有は増えていくのであろうか？

現状では、その進展が速やかなものになるとは考えにくいというのが実情であろう。最大の問題は、若年層に対する金融リテラシー普及の最も重要な担い手である中学・高校の教育現場において、教員の間における金融経済教育の実践方法の理解・普及が十分とは言えず、また科目の構成・協力関係も一筋縄ではいかないことにある。これまでの我が国の社会科教育は、日本国民として身に当然つけるべき一般的教養としての、歴史・地理・公民の教育を重視してきた。これに対して、金融リテラシー教育の内容のかなりの部分は「生きる術」に関する知識であり、極端な言い方をすれば水泳や料理のスキルと同じタイプの知識としての側面を持っている。このため、実際の中学・高校の授業における金融経済教育の重要な部分は、社会科の公民分野と、家庭科におけるライフ・プランニング教育とに分割する形で扱われている。

また中学・高校では、金融リテラシー教育がある程度まで数学的な要素を含むのは避けられないので、数学の授業の中でも「平均」「分散／標準偏差」といった確率・統計の初歩の概念や、具体的な複利計算の計算例を教えるのが望ましいが、現状ではそのような科目間の関係が全ての学校で保証されている訳ではない。また、中

学・高校の社会科や家庭科の教員は、必ずしも大学で経済学の授業を履修している訳ではないし、同じ問題は数学についても存在する。高校の段階で、いわゆる私立文系に進んでしまうと、高校2年生以降は大学を卒業するまで、事実上、数学を勉強しないまま教員になってしまう可能性がある。これは、大学で経済学を教える立場の人間から見ると、日本の教育カリキュラムに内在する深刻な問題点である。今後、金融経済教育を組み込んだ中学・高校の授業システムをどのように構築していくか、それを担う教員の養成や再教育をどのように行うかは、重要な課題である。合わせて補助教材の作成や、模範となる授業やカリキュラムの提示といった地道な作業も必要とされている。

5 結語

本稿で、高齢化の進行が日本のマクロ経済に与える影響に関する分析を概観し、それがどのような政策転換・制度整備につながったかについて議論するとともに、個人・家計の金融経済行動にどのように影響したかについて議論した。後半では、個人の投資・資産形成のもととなる情報源や情報の収集の仕方について、最近の学術研究について取りあげた。日本でも、個人投資家の情報取得における様々なネットワーク構造の重要性が高まっている一方、個人の金融リテラシー向上の基礎となる、学校における金融経済教育の充実に関しても取り上げた。

欧米、特に米国市場については、インターネットを利用したサービスを提供する企業の保有データを利用した研究が、近年盛んに行われており、そこから得られる知見の中には、日本にとっても重要なインプリケーションを持つものが数多くある。その一方、日本では個人情報保護に関するハードルが高く、企業保有データを

利用した本格的な分析は行われていない。しかし、明確な目的意識を持って、注意深く質問の仕方をデザインすることで、個人に対するサーベイ（アンケート）調査でもかなり踏み込んだ分析を行えるはずであり、今後我が国でもそのような研究が増えていくことが望まれる。

また実務面においても、SNS やインターネットを通じた個人投資家の情報取得・共有を過度に警戒することは避け、むしろどのように効率的で透明性の高い情報が流通する制度の拡大を目指すかが、今後の重要な政策課題と言えよう。新 NISA スタートから一年が過ぎ、今後、継続して、その効果の検証が行われることになるであろう。その際は、口座数や金額の増加を取り上げるだけでなく、どのような投資家がどのような金融商品を購入しており、彼らがどのような情報源から金融経済情報を得ているのかについて、注意深く検証していくことが求められる。

【注】

- 1) 重複世代モデルによる高齢化の影響の分析に関する平易な説明としては、Ito and Hoshi (2020) 第 8 章を参照
- 2) 祝迫 (2011, 2013)
- 3) Reinhart and Rogoff (2009)
- 4) 例えば、高山 (2020)
- 5) 金融審議会 (2019)
- 6) 栗田照久 [金融庁長官] (2024)
- 7) 金融審議会 (2020)
- 8) Ameriks and Zeldes (2004); Guiso et.al. (2002).
- 9) ソーシャル・キャピタルの概念に関するより一般的な議論、およびイタリアの地域差に関する分析としては、Putnam (1993) を参照。
- 10) これらの分析は潜在的に、説明変数としての個人の社会的交流の尺度や、ソーシャル・キャピタルの尺度の内生性の問題を孕んでいる。しかし、

人々の地域間移動のデータなどを利用したその後の再検証においても、実証結果が頑強であることは確認されている (Brown et.al. 2008)。

- 11) 世界の株式市場に広く投資することを標榜し、MSCI オール・カンントリー・ワールド・インデックスに連動する投資成果をめざして運用を行うとしている投資信託。
- 12) 例えばアニメにもなった、三田紀房『インベスター Z』講談社〈モーニング KC〉の内容は、かなりデフォルメが入ってはいるものの、アカデミックなファイナンス研究から得られるインプリケーションに驚くほど忠実である。

【参考文献】

- 祝迫得夫 (2011) 「マクロの貯蓄投資バランスと日本の財政の維持可能性：マーケットからの視点を踏まえた分析」、財務総合政策研究所ディスカッション・ペーパー 11A-11。
URL: https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/tosin/20190603/01.pdf
- 祝迫得夫 (2013) 「第 2 章 国際暴落 日本が抱えた“茹でガエルリスク”」、財団法人日本再建イニシアティブ『日本最悪のシナリオ 9 つの死角』、新潮社
- 金融審議会 (2019) 市場ワーキング・グループ報告書「高齢社会における資産形成・管理」、2019 年 6 月 3 日
URL: https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/tosin/20190603/01.pdf
- 金融審議会 (2020) 市場ワーキング・グループ報告書「顧客本位の業務運営の進展に向けて」、2020 年 8 月 5 日
URL: https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/tosin/20200805/gaiyou.pdf
- 栗田照久 [金融庁長官] (2024) 『資産運用立国の実現に向けて』、第 15 回 SAAJ 国際セミナー、令和

- 6年4月17日
 URL: <https://www.fsa.go.jp/common/conference/danwa/commissioner/240417-2.pdf>
- 高山憲之 (2020) 『公的年金の財政検証』、季刊個人金融 2020 年春号、pp.2-10.
- Ameriks, J. and Zeldes, S.P. [2004] “How Do Household Portfolio Shares Vary with Age?” mimeo., Columbia Business School.
https://www0.gsb.columbia.edu/mygsb/faculty/research/pubfiles/16/Ameriks_Zeldes_age_Sept_2004d.pdf
- Brown, J.R., Z. Ivkovich, P.A. Smith, and S. Weisbenner (2008) “Neighbors Matter: Causal Community Effects and Stock Market Participation,” *Journal of Finance* 63 (3) 1509-1531.
- Chen, H., P. De, Y. Hu, and B.H. Hwang (2014) “Wisdom of Crowds: The Value of Stock Opinions Transmitted Through Social Media”, *Review of Financial Studies* 27 (5) , 1367-1403.
- Choi, J. J. (2022) “Popular Personal Financial Advice versus the Professors.” *Journal of Economic Perspectives* 36 (4) : 167-92.
- DeGroot, M.H. (1974) “Reaching a Consensus,” *Journal of the American Statistical Association*, 69 (345) , 118-121.
- DeMarzo, P. M., D. Vayanos, and J. Zwiebel (2002) “Persuasion Bias, Social Influence, and Unidimensional Opinions,” *Quarterly Journal of Economics* 118 (3) , 909-968.
- Engelberg, J. and C.A. Parsons (2011) “The Causal Impact of Media in Financial Markets,” *Journal of Finance* 66 (1) 67-97.
- Farrell, M., T.C. Green, R. Jame, and S. Markov (2022) “The Democratization of Investment Research and the Informativeness of Retail Investor Trading,” *Journal of Financial Economics* 145 (2B) , 616-641.
- Guiso, L., Haliassos, M., Jappelli, T. eds. (2002) *Household Portfolios*, MIT Press.
- Guiso, L., P. Sapienza, and L. Zingales (2004) “The Role of Social Capital in Financial Development,” *American Economic Review* 94 (3) 526-556.
- Hong, H.G., J.D. Kubik, and J.C. Stein (2004) “Social Interaction and Stock-Market Participation,” *Journal of Finance*, 59 (1) 137-163.
- Ito, T. and T. Hoshi (2020) *The Japanese Economy*, second edition, MIT Press. (祝迫得夫・原田喜美枝訳『日本経済論』、東洋経済新報社)
- Jackson, M.O. (2008) *Social and Economic Networks*, Princeton University Press.
- Jackson, M.O. (2019) *Human Network: How Your Social Position Determines Your Power, Beliefs, and Behaviors*, Vintage.
- Kaustia, M. and S. Knüpfer (2012) “Peer Performance and Stock Market Entry,” *Journal of Financial Economics* 104 (2) , 321-338.
- Pedersen, L.H. (2022) “Game on: Social Networks and Markets,” *Journal of Financial Economics* 146 (3) , 1097-1119.
- Putnam, R.D. (1993) *Making Democracy Work: Civic Traditions in Modern Italy*, Princeton University Press. (河田潤一訳『哲学する民主主義——伝統と改革の市民的構造』NTT 出版)
- Reinhart, C.M. and K.S. Rogoff (2009) *This Time Is Different: Eight Centuries of Financial Folly*, Princeton University Press. (村井章子訳『国家は破綻する——金融危機の800年』、日経 BP 社、2011 年)

いwaitaco とくお

一橋大学経済研究所教授・所長

1990 年一橋大学経済学部卒業, 1997 年ハーバード大学大学院経済学研究科博士課程修了 (Ph.D. 取得). 筑波大学社会工学系講師, 一橋大学経済研究所准教授, 財務省財務総合政策研究所総括主任研究官等を経て現職. 2018 年度・19 年度日本ファイナンス学会会長.

【主な業績】

著書

『家計・企業の金融行動と日本経済—ミクロの構造変化とマクロへの波及』日本経済新聞出版社, 2012 年 4 月.

編著

『日本の金融システム—ポスト世界金融危機の新しい挑戦とリスク』東京大学出版会, 2023 年 9 月.

論文

“Disentangling the Effect of Home Ownership on Household Stockholdings: Evidence from Japanese Micro Data,” (with A. Ono, A. Saito, H. Tokuda), Real Estate Economics 2022; 50: 268–295.

“Impact of Exchange Rate Shocks on Japanese Exports: Quantitative Assessment Using a Structural VAR Model” (with H. Nakata), Journal of the Japanese and International Economies 2017; 46, 1–16.

“Understanding the Decline in Japan’s Saving Rate in the New Millennium,” (with K. Okada), Japan and the World Economy, 2012; 24: 163–73.

“Household Portfolios in Japan”, Japan and the World Economy 2009; 21: 373–38.
