

家計金融資産の活用を考える上での視点 — 移転が進むバブルのメリット —

宮本 佐知子

■ 要 約 ■

1. わが国の家計金融資産は 2006 年度末で 1536 兆円と、昨年度から 16 兆円増加して過去最高額を更新した。今後少子高齢化が進む中では、「フロー」の GDP 規模では他国に遅れをとっても、「ストック」の資産規模の優位性は直ちには揺るがない。その中で世界第二位の規模である家計金融資産の行方・活用は重要なテーマである。家計金融資産の活用を考える上では、①団塊世代の退職、②相続による資産の世代間移転、③相続資産内容の変化、に注目する必要がある。本稿では①～③の点についてバブル期も振り返り分析する。
2. 第一に、家計部門が手にする退職金は退職人数増加から、今後 2009 年頃まで拡大が見込まれる。また、一般的に家計の資産・負債の構成は退職期を挟んで大きく変化する。
3. 第二に、相続に伴う移転資産は、退職金よりも更に大きな影響を家計資産に及ぼすと見られる。相続資産の規模は退職金の約 3 倍と推定され、退職金が 2010 年以降縮小に転じる一方、相続資産は持続的に拡大するからである。また現役世代の勤労所得が伸び悩む中で、家計の資産形成に占める相続資産の割合は一層高まると見られる。
4. 第三に、相続資産に占める現預金比率・現預金額は過去最高水準となっている。実は、この相続資産の原資はバブル期にまで遡ると見られ、当時の資産売却益が預貯金として温存された結果、相続資産に占める現預金資産の増加という形で顕在化していると考えられる。
5. 相続を受ける側から見ると、現預金での相続は用途の自由度が高いことを意味する。近年、相続時期が退職後まで後ずれしていることから、相続した現預金は老後に備える運用資金として資本市場へ流入する可能性が高そうだ。一方、資産を遺す側から見ると、現預金比率の高さは、年金・医療などの公的制度への不安を抱えながら、老後の様々なリスクへの対処が難しく、リスクに対処できる金融商品が乏しいことを示唆しているとも考えられる。

I 年度末で過去最高額となった家計金融資産

1. 最近の家計金融資産の動向

日本の家計部門が保有する金融資産は、2006年度末で1536兆円となった。2006年12月の過去最高額からはわずかに減少したが、2005年度末にくらべて16兆円（1%）増加し年度末の過去最高額を更新した。家計が持つ金融資産の中で最大の資産項目が「現金・預金」と「保険・年金」である点は過去10年間変わっていないが、その資産構成には変化が見られている（図表1）。

四半期ごとの資金の動きを見ると、投資信託への資金流入が続いている（図表2）。この結果、投資信託が家計金融資産に占める割合は、過去10年で2.0%から4.5%へと倍増した。一方、ほぼ継続的に資金が流出しているのは定期性預金である。超低金利のために預金が収益面での魅力を欠く中で、投資信託は円安や株価上昇を背景に、金融商品の中で収益性を追求したい資金ニーズの受け皿としての地位を固めてきた。また、投資信託販売に伴う手数料収入は、銀行にとっても魅力的に見えるという事情もあり、銀行窓口における投信販売が増加、足下では販売額全体の約半数を占めている。

更に、家計が保有する金融資産を「貯蓄」と「投資」に分けてみると、家計金融資産に占める「投資」比率は、過去10年間で14.1%から20.3%へと大きく上昇した（図表3）。家計の金融資産選択においては、「貯蓄から投資へ」の流れが既に見られている。

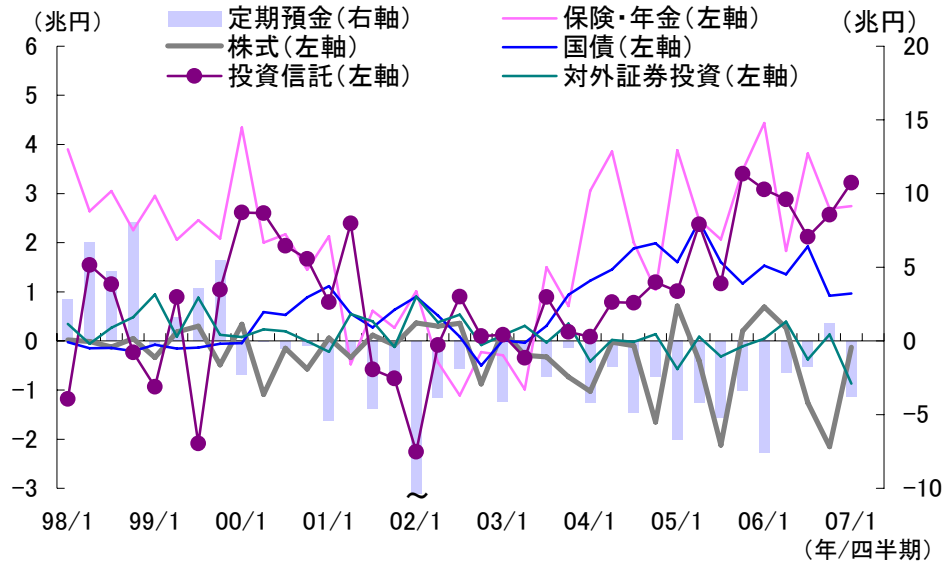
図表1 家計金融資産の内訳

(兆円)

	1997年度		2006年度		1997年度→2006年度	
	金額	構成比	金額	構成比	金額変化	構成比変化
現金・預金	696	54.1%	770	50.1%	74	-4.0%pt
流動性預金	103	8.0%	226	14.7%	123	6.7%pt
定期性預金	562	43.7%	497	32.4%	-65	-11.4%pt
外貨預金	1	0.1%	4	0.3%	3	0.2%pt
保険・年金準備金	344	26.8%	402	26.2%	58	-0.6%pt
保険	232	18.0%	229	14.9%	-3	-3.1%pt
年金	112	8.7%	173	11.3%	61	2.5%pt
有価証券	175	13.6%	299	19.5%	124	5.8%pt
株式	60	4.6%	111	7.2%	52	2.6%pt
国債	8	0.6%	33	2.2%	25	1.5%pt
投資信託	25	2.0%	68	4.5%	43	2.5%pt
対外証券投資	5	0.4%	9	0.6%	4	0.2%pt
その他	65	5.1%	56	3.7%	-9	-1.4%pt
金融資産合計	1285	100.0%	1536	100.0%	251	0.0%pt

(出所) 日本銀行「資金循環統計」より野村資本市場研究所作成

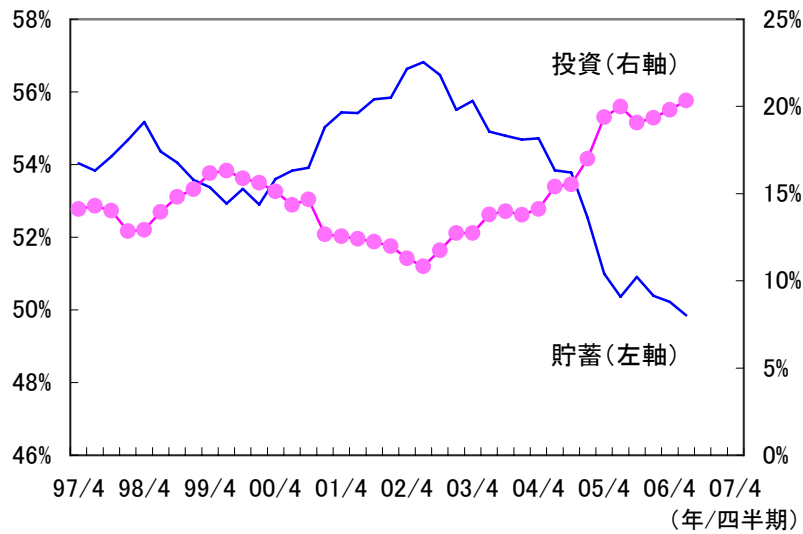
図表2 家計部門の主な資金の動き



(注) 2002年第1四半期は21兆円の資金流出である。

(出所) 日本銀行「資金循環統計」

図表3 「貯蓄から投資へ」



(注) 貯蓄は現預金から外貨預金を除いたもの、投資は外貨預金、有価証券、金融派生商品、対外証券投資。

(出所) 日本銀行「資金循環統計」から野村資本市場研究所作成

2. 今後の家計金融資産を考えるポイント

今後の家計金融資産を考えると、大きな変化をもたらす要因として次の三点が注目される。第一に、団塊の世代の退職に伴う家計部門の資産の増加と、その資産構成の転換、第

二に、相続に伴う世代間の移転資産の増加、第三に、相続資産内容の変化とその影響である。次章からは、これらの影響を順に検討してみたい。

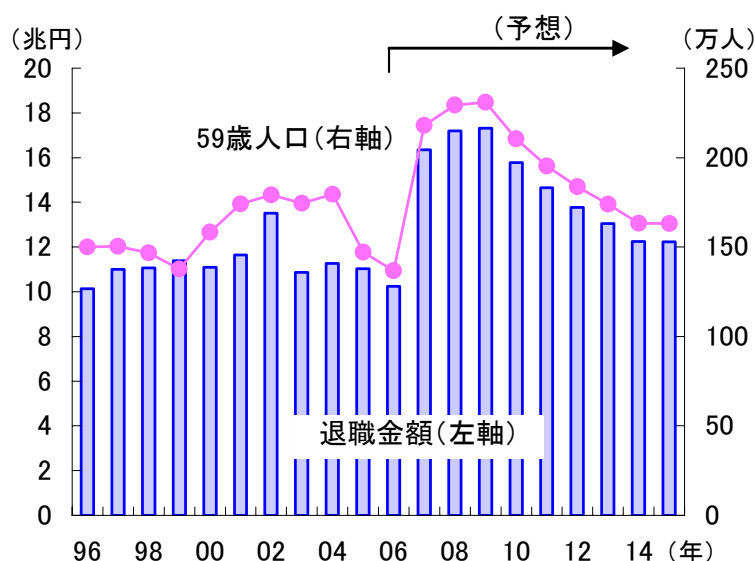
II 団塊の世代の退職に伴う資産増加と資産構成の転換

団塊の世代（1947年～1949年生まれの世代）の退職は、今年2007年から2009年に集中する。団塊の世代の退職が家計金融資産へ及ぼす影響としては、①退職人数が多いため、家計部門が手にする退職金が増加することと、②一般に家計の資産・負債構成は退職期を挟んで大きく変化すること、が挙げられる。

1. 家計部門が受け取る退職金総額の増加

まず退職金規模だが、家計部門は2007年から2009年までに総額約50兆円を手にすると推定される（図表4）。2005年に勤労者が受け取った退職金は11兆円であり、今後の退職金を年齢別勤労者数から推定すると、2007年には16兆円、2008年は17兆円に増加する見通しである。大まかに言うと、これまでと比べて追加的に約5兆円が家計部門へ流入することになる。ただし、60歳以降の雇用延長の動きを考慮すると、目先の退職金規模の変化はこの試算結果よりも緩やかになると考えられる。

図表4 退職金の推移



(注) 数字は税引き前。

(出所) 内閣府 SNA 統計、総務省「平成 17 年国勢調査」より野村資本市場研究所推計

2. 退職期を挟んで大きく変わる家計資産構成

一般に、家計の資産・負債構成は、退職期を挟んで大きく変化する（図表 5、6）。資産・負債の金額構成比が変わる境界となる時期は、世帯主年齢が「55～59 歳」と「60～

図表 5 退職期を挟んで変化する家計の資産構成

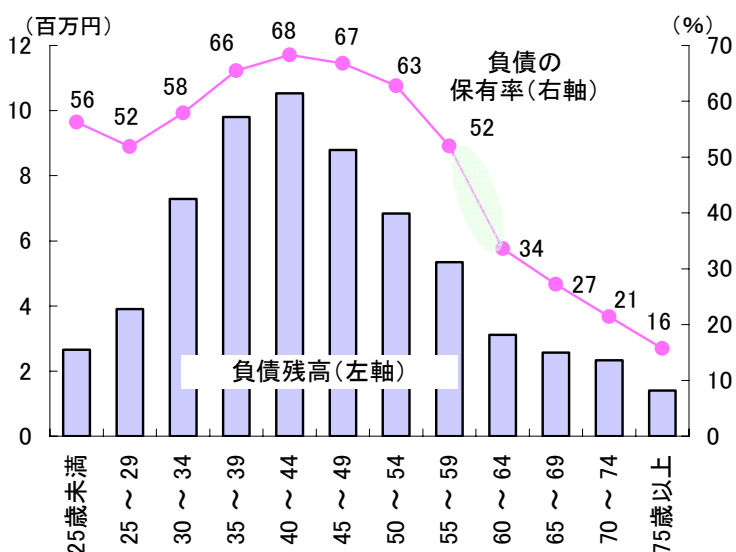
年齢別の主な金融資産・負債の構成比と保有率 (%)

	平均	50～54歳	55～59歳	60～64歳	65～69歳
【 構成比 】					
貯蓄	100	100	100	100	100
通貨性預貯金	15	14	14	16	14
定期性預貯金	46	44	45	47	48
生命保険など	26	32	29	24	22
有価証券	11	7	10	12	15
株式・株式投資信託	7	5	6	8	9
債券・公社債投資信託	3	2	2	3	4
負債	38	48	29	14	12
【 保有率 】					
貯蓄	99	98	99	99	99
通貨性預貯金	87	86	87	90	88
定期性預貯金	83	84	86	87	87
生命保険など	77	81	81	80	78
有価証券	24	22	27	33	32
株式・株式投資信託	19	17	21	27	25
債券・公社債投資信託	9	7	9	12	13
負債	49	63	52	34	27

(注) 二人以上の全世帯対象。シャドウは平均値を上回っていることを示す。

(出所) 総務省「平成 16 年消費実態調査」より野村資本市場研究所作成

図表 6 年齢別の負債保有状況



(注) 二人以上の全世帯対象。

(出所) 総務省「平成 16 年消費実態調査」より野村資本市場研究所作成

64 歳」の間であり、保有率の境界となる時期は、「50～54 歳」と「55～59 歳」の間である。また、負債の保有率に注目すると、負債を持つ世帯は 60 歳を挟んで 52%から 34%に低下し、多数派から少数派へと転換している。退職金で住宅ローンを中心とする負債を完済する家計が多いためと見られる。

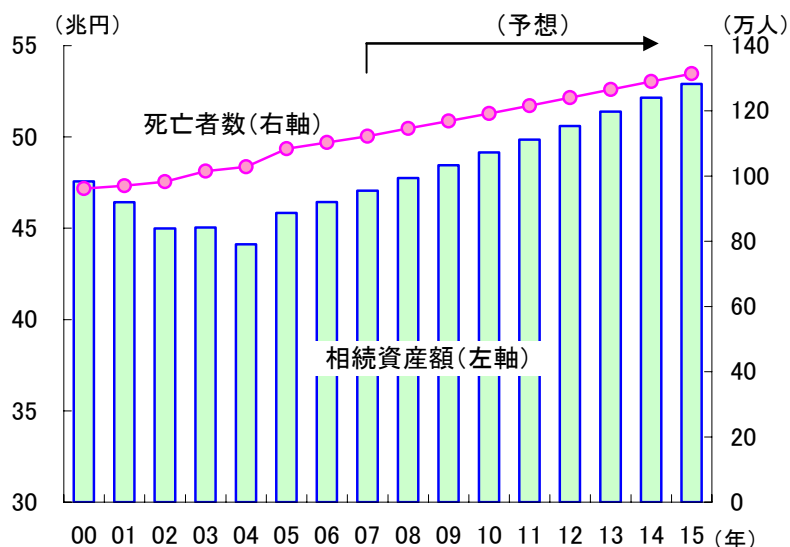
このように、①家計が手にする退職金規模はこれまでよりも年間約 5 兆円増加すると見込まれ、②退職期を挟んで家計の金融資産構成は大きな変化を遂げる。その結果、家計部門全体の資産構成にも影響を及ぼし、金融市場へ流入する金額も相応に膨らむと見込まれる。なお、団塊マネーが注目されるもう一つの理由として、団塊世代はリスクをとってでも収益性を重視する傾向がアンケート調査結果から見て取れることも指摘できよう。

Ⅲ 相続に伴う世代間の移転資産の増加

1. 拡大続く相続資産規模

相続に伴い世代間で移転される資産は、退職金よりも更に大きな影響を家計資産へ及ぼすと見られる。金額規模で見ると、相続資産は退職金の約 3 倍に相当するだけでなく、家計が手にする退職金総額は 2010 年以降には縮小に転じようが、相続資産額は継続的に拡大すると見込まれるからである（図表 7）。

図表 7 相続資産の推移



(注) 一人当たり資産額×死亡者数と、相続税対象資産の推定実勢評価額を合計して推計。相続税対象資産は 2006 年以降横ばいと仮定した。また、一人当たり資産額は 2004 年の数値を用いた。
 (出所) 国税庁統計、総務省「平成 16 年消費実態調査」、厚生労働省「人口動態統計」(平成 18 年)より野村資本市場研究所推計

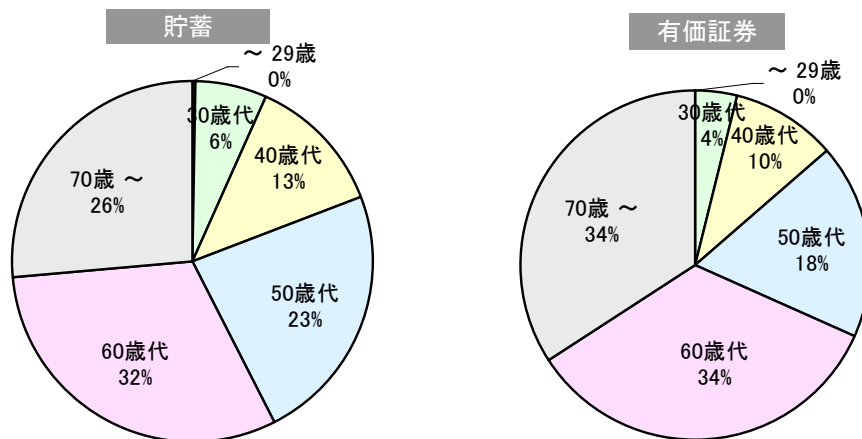
2. 高まる相続資産の重要性

家計が保有する資産額のうち、相続が寄与する割合は少なくとも3~4割¹を占めているが、今後、相続資産の重要性は一層高まってゆくと言われる。その理由は第一に、給与所得が伸び悩む中では、家計資産形成における相続資産の相対的重要性が増すからである。家計部門の資産形成を想起すると、毎年の所得から貯蓄した資金の蓄積と、「相続」によって親世代から移転される資産、の二種類から成っている。労働分配率が低下し、年功序列型の賃金体系が崩れ平均的な労働者の給与は伸び悩む中では、「フロー」の概念である給与所得に比べて、相続を通じた「ストック」の世代間移転の重要性が一層増そう。

第二に、家計部門の資産は高齢世帯に大きく偏っており、これが順次、次世代へと移転されていくからである（図表8）。現在60歳以上の世帯は、家計部門の金融資産全体の58%を保有し、有価証券の69%を保有している。この割合は近年の高齢化進展に伴い、一段と高まっている。

第三に、相続人数が減少し、一人当たり相続額が増えてゆくためである（図表9）。合計特殊出生率から考えると、これまで相続を経験してきた世代の兄弟は平均して4人前後と見られる。しかし、これから相続を受ける年齢に差し掛かるのは、合計特殊出生率が4から2へと急激に低下した世代である。これまで相続を受けてきた世代に比べて兄弟姉妹の数が少ないことを意味するため、一人当たりの相続割合は増えることになる。親の資産額は同じでも一人当たり相続額は増えるため、資産形成への相続の寄与は大きくなる。

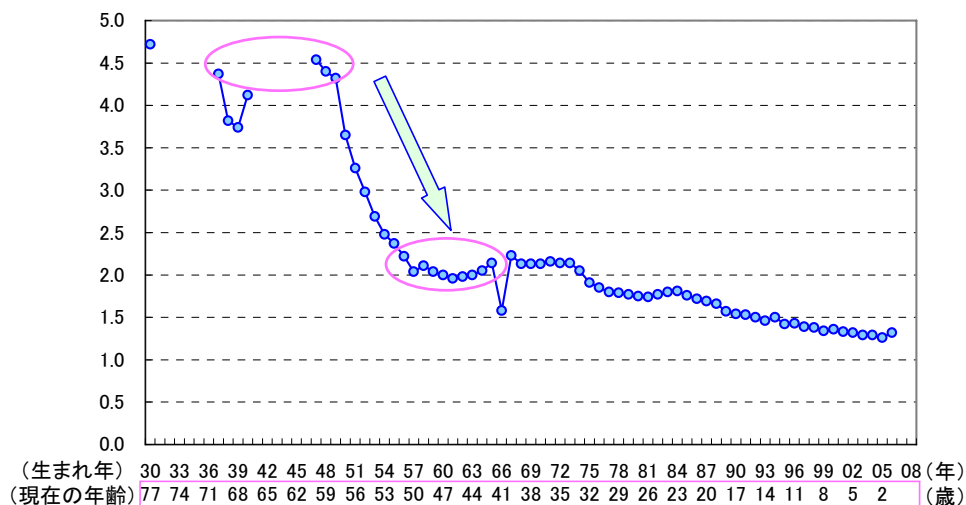
図表8 世代別の金融資産分布



（出所）総務省「家計調査」（平成18年）より野村資本市場研究所作成

¹ Barthold, T. and Ito, T., "Bequest Taxes and Accumulation of Household Wealth: U.S.-Japan Comparison," *NBER Working Paper No. 3692*, 1991によると、日本は27.8-42.3%、米国は25%以上である。

図表 9 合計特殊出生率が示唆する相続人数の減少



(出所) 厚生労働省「人口動態統計」(平成 18 年)

IV 変貌する相続資産とその影響

1. 過去最高に達した相続資産に占める現預金

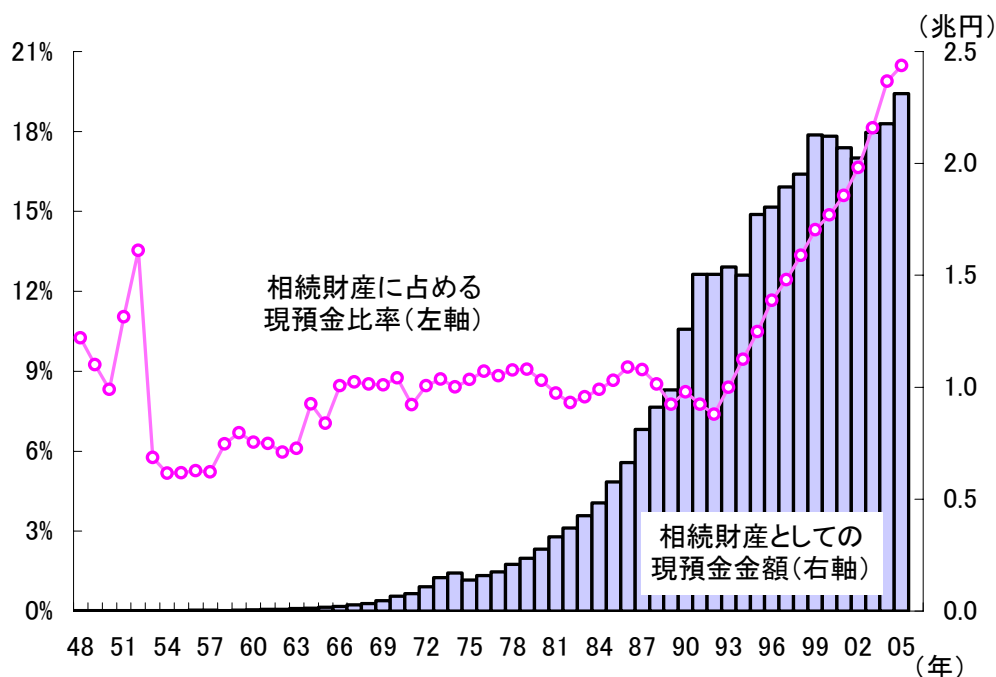
わが国の相続資産は、これまで圧倒的に土地に偏ってきた。というのも相続制度上、土地は他の資産に比べて有利なことが多かったからである。例えば、土地評価の基準となる路線価は、公示価格の 8 割程度、実勢価格と比べると 5~7 割程度である。また、小規模宅地等の特例により、親の事業を継承したり親と同居している家を相続したりする際には宅地評価額は通常の 2 割に減額されている。

しかし近年、相続資産の内訳に大きな変化が見られている。相続資産に占める現預金の比率が、1992 年を底にして急速に高まっているのである(図表 10)。勿論、土地など資産価格の下落による分母の縮小も現預金比率上昇の一因だが、現預金額の水準にも注目すると、バブル期を境に急増し現在に至るまで積みあがっている。その結果、直近の現預金比率は 21%に達し、現預金比率・現預金額共に、戦後過去最高となっている。

2. 相続資産に占める現預金増加の背景：原資はバブル期にまで遡る

相続資産に占める現預金が増加している背景として、デフレ下では価値が目減りするリスクがある資産よりも、現預金での保有が好まれたことが挙げられよう。この現預金の原資を辿ってゆくと、家計が保有していた資産をバブル期に売却して得た資金が、その後預

図表 10 過去最高に達した相続資産の現預金比率



(出所) 国税庁統計より野村資本市場研究所作成

貯金として温存されてきた可能性が考えられる。

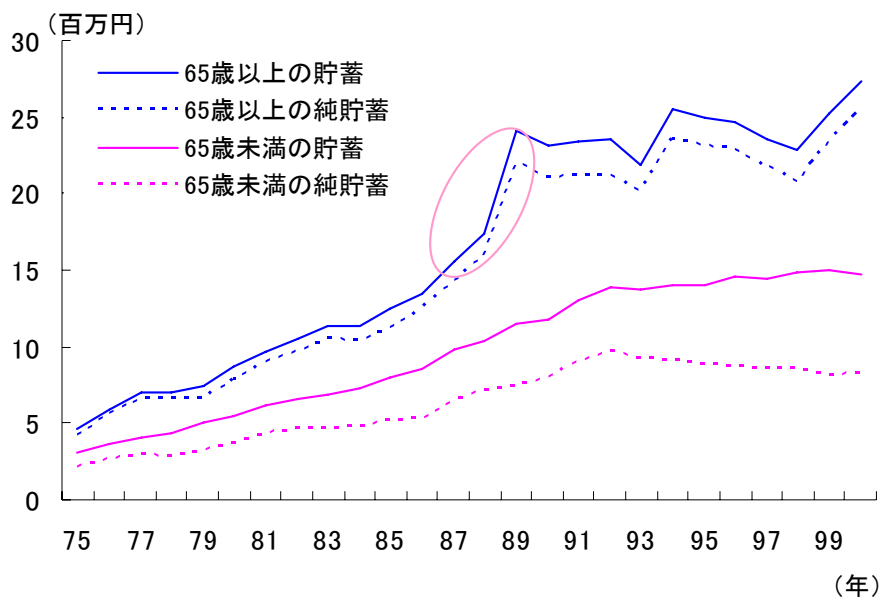
一般に、家計はバブル期に損をした印象をもたれることが少なくない。しかし、家計部門全体で見ると、実はバブル期に高騰した保有資産を巧く売り抜けている。例えば 1985 年から 1990 年までの 5 年間について、家計部門の土地資産からのキャピタルゲインは 948 兆円と、企業部門 (404 兆円) に比べて 2.3 倍も生じており、実際に不動産を売却することによって 58 兆円を手にしており²。

家計部門のうち、誰がこのバブルのメリットを享受できたのかを検討するため、世代別の世帯当たりの貯蓄額の動きを比較した (図表 11)。図によると、特に 65 歳以上の世帯が持っている貯蓄額と (負債を除いた) 純貯蓄額が、1987 年から 1989 年に急増していたことが目を引く。また、65 歳以上の貯蓄額や純貯蓄額は、バブル崩壊後も大きく目減りすることなく、緩やかに増加し続けている。貯蓄の内訳を見ると、バブル期には、有価証券の増加が著しく、バブル崩壊後は定期預金の増加が著しい。

次に、65 歳以上の世帯の貯蓄額について、貯蓄額階層別の動きを示したものが図表 12 である。図によると、高額貯蓄階層である第 9 十分位数 (貯蓄額が多い順に並べたとき上位 10%に入る世帯) の貯蓄額が顕著に増えている。増加が著しい 1987 年から 1989 年までの 2 年間では、1900 万円も貯蓄額が増えており、バブル崩壊後も貯蓄額は増加を続けている。

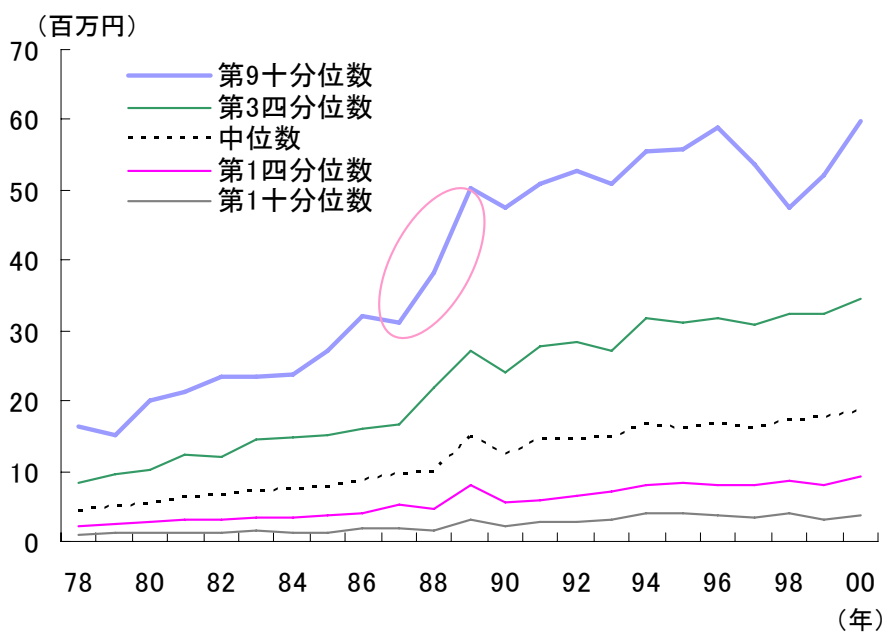
² 詳しくは、宮本佐知子「資産から見るバブルと失われた 10 年」野村資本市場研究所『資本市場クォーターリー』2006 年夏号参照。なお 1985-89 年の家計部門の株式資産からのキャピタルゲインは 76 兆円であった。

図表 11 世帯当たりの貯蓄額と純貯蓄額



(出所) 総務省「貯蓄動向調査」より野村資本市場研究所作成

図表 12 65歳以上の世帯の貯蓄額の推移



(出所) 総務省「貯蓄動向調査」

そのため、家計部門のうち、バブル期に保有資産を売却してメリットを享受できたのは、「世帯主が 65 歳以上で貯蓄額が多い世帯」であると考えられる。そして、この売却益が預貯金として温存された結果、相続財産における現預金資産額の増加という形で、近年顕在化していると考えられる。

3. 相続資産に占める現預金増加が示唆すること

相続資産に占める現預金が過去最高水準にまで増加していることは、次の点を示唆している。

第一に、相続を受ける側から見ると、相続財産の使途に関して自由度が増していることである。不動産など売却が難しい資産を相続する場合に比べ、現預金という流動性が高い資産を相続する場合は、相続財産の活用が容易である。そのため、相続人のライフステージにおける優先事項に利用される可能性が高いと考えられる。

近年の長命化に伴い、一般に相続年齢は上昇している³。かつては、住宅ローンや教育費といった、半ば固定的な支出が多い時期に相続することが多かったが、近年では父親の他界時には一番上の子供が46～50歳、母親の時は66歳以上になってからと推定される(図表13)。そのため、子供が両親の財産を最終的に(母親から)相続する時期は退職後まで後ずれしており、個人のライフサイクルの中で固定的支出が多い時期とは、最早、一致していない。

そのため足下では、相続資産の多くは高齢期に備えた蓄積・運用資金として資本市場へ流入しやすく、結果として、資本市場における相続資産の存在感は高まっていると考えられる。

第二に、資産を遺す側から見ると、老後の資産の多くを現預金の形で保有していることは、(デフレ下の運用先として有利であっただけでなく)老後の様々なリスクに備えた結果であると考えられる。バブル崩壊後、年金や医療など公的制度への不安が高まり、老後

図表13 遅れる相続のタイミング

(歳)

	親の他界年齢(最頻値)		長子の年齢	
	父親	母親	父親他界時	母親他界時
1970年	70-74	75-79	41-45	51-55
1980年	75-79	80-84	46-50	56-60
1990年	75-79	80-84	46-50	56-60
2000年	70-74	85-89	41-45	61-65
2004年	75-79	90以上	46-50	66以上

(注) 親の他界時の長子の年齢は、夫婦間の年齢差と母親の第一子出産年齢から算出。

(出所) 厚生労働省「人口動態統計」より野村資本市場研究所作成

³ 詳しくは、宮本佐知子「遺産相続と家計資産」野村資本市場研究所『資本市場クォーターリー』2006年秋号参照。

の生活のために自主防衛策をとろうとする家計が増えていると見られる。このような状況下での現預金比率の上昇は、老後の様々なリスクに対処できる金融商品が乏しいという問題点を改めて示唆しているとも考えられる。

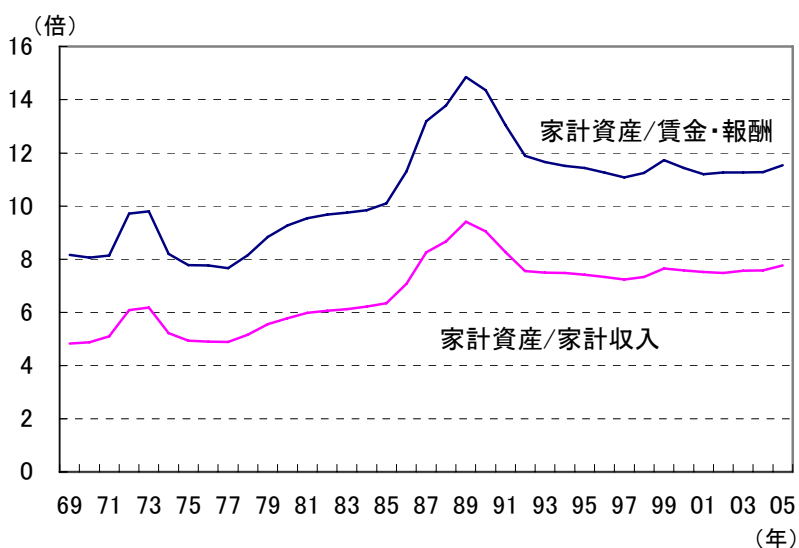
近年では、伝統的にリスクに対する緩衝材となってきた、家族間の支え合いが期待しにくくなっており、個人が老後に直面するリスクは、以前よりも大きくなっている。他の先進国に先駆けて本格的な高齢化社会に突入するわが国にとっては、喫緊の課題である。

V 結びにかえて

今後の国際社会におけるわが国の地位を長期的な視点で考えると、少子高齢化が進み「働き手」の数が減少してゆく中では、GDPの規模は中国やインドなどが優位になることが予想される。しかし「フロー」の概念であるGDPの規模では他国に遅れをとっても、「ストック」の概念である資産規模は、過去からの蓄積であるために、その優位性は直ちには揺るがない。

世界第二位の規模である家計金融資産の行方とその活用は、わが国にとって重要なテーマである。家計部門における「フロー」に対する「ストック」の割合は、バブル期に急騰した後、10年以上に亘り横ばいであった（図表14）。しかし、今後デフレ期を脱し不動産など資産価格が上昇に転ずる中では、「ストック」の相対的重要性が増し、長期的な上昇トレンドが強まってゆこう。足下で見られる世代間での移転資産は、実はバブル期に高

図表14 家計部門の「フロー」と「ストック」



(注) 家計部門には個人企業も含む。1969年から1995年までは比例接続。
 (出所) 内閣府統計より野村資本市場研究所作成

騰した資産を家計が売り抜けて得た売却益が、時を経て顕在化しているものである。今後の家計資産を考える上では、一時点での金額や構成に注目するだけでなく、資産の蓄積過程も含めた長期的な流れの中で捉えることが、資産を有効に活用できるような仕組みや政策を考える上で欠かせない視点である。わが国の資本市場においても、家計資産の重要性は今後一層高まってゆくと考えられる。