

家計の金融資産の効率的活用に向けて¹

2008年3月

一橋大学 国際・公共政策大学院
公共経済プログラム 修士1年

久米 均

¹ 本レポートは、一橋大学国際・公共政策大学院・公共経済プログラムにおけるコンサルティング・プロジェクトの最終報告書として、受入機関である日本証券経済研究所に提出したものです。本レポートの内容は、すべて筆者の個人的見解であり、受入機関の見解を示すものではありません。日本証券経済研究所におきましては、福田徹様、山田直夫様にレポート作成に関して貴重なアドバイスを数多く頂きました。心より感謝いたします。

要約

低成長下にある日本経済において個人金融資産の効率的な活用が課題となっている。政府は「貯蓄から投資へ」との政策目標のもと、リスク資産への投資を促進という政策目標のもと規制緩和を進めてきたが、依然として個人金融資産の約半分は現預金に偏っている。その要因として、本稿では①金融資産の一部家計への偏在が起きていること、②家計の新築住宅志向による負債保有、であることを明らかにしている。これらを受け、家計の金融資産を効率的に活用するには、金融機関のリテールビジネスのあり方や中古・賃貸住宅市場の活性化が重要な役割を担うと考えられる。一部家計への金融資産の偏在が起きている現在において、金融資産保有の上位層向けのリテールビジネスは日本の家計のリスクテイクを促進するものと考えられる。また、家計のリスクテイクを促進する上で、政府による税制改正等の政策による対応は当然必要であるが、家計と市場を結びつける金融機関の役割は大きいものと思われる。また、中古・賃貸住宅市場の活性化は、家計が住宅取得目的の負債を抱えることによる流動性保有割合を緩和させ、資産運用の自由度を高めるものと考えられる。

目次

はじめに	4
第1章 日本家計の安全志向の資産運用	5
1-1. 日本家計の資産構成及びその推移	5
1-2. 家計の資産構成の国際比較	6
1-3. 日本家計の金融資産の選択基準	7
第2章 家計データにみる資産運用の現状分析	8
2-1. 金融資産及びリスク資産の偏在	9
2-2. 実物資産保有が家計の金融資産選択に与える影響	17
2-3. 「貯蓄から投資へ」を考える上で重要なこと	22
第3章 金融制度改革と金融機関の対応	23
3-1. 近年の金融制度改革によるビジネス環境の変化とその効果	24
3-2. 米国におけるリテールビジネスからの示唆	25
3-3. 今後のリテールビジネスと家計のリスクテイク	26
第4章 家計のリスクテイクと住宅市場	28
4-1. 家計の資産選択と住宅市場	29
4-2. 中古住宅市場と家計の資産選択	31
4-3. 賃貸住宅市場と家計の資産選択	35
第5章 金融資産の効率的活用に向けて—今後の課題と方向性—	38
5-1. 家計からの視点	38
5-2. 政府からの視点	39
5-3. 金融機関からの視点	40
参考文献	42

はじめに

現在、日本は少子高齢化の進展やエネルギー資源の高騰といった経済成長の制約要因を抱えており、成熟化社会における低成長を打開する方策を模索している。そこで、現在 1500 兆円を越えるといわれている、家計の金融資産の効率的な活用が、今後の日本経済の成長に関して大きな役割を果たすと考えられる。より具体的に言えば、金融資産の効率的活用とは、家計のリスクテイクを促進することである。このメリットとして、次の 3 点が挙げられる。

第一に、金融・資本市場へのリスクマネーの供給は、企業の資金調達を円滑化させることである。従来の日本企業は資金調度を銀行からの借入に依存する側面が強かった。しかし、企業が財務の安定性を保ちつつ経営を行うにはリスクの分散が必要であり、株式発行や社債等、様々な手法により資金調達を行うことが望ましいであろう。このことは、間接金融に依存する金融システムの脆弱性を回避することでもある。

第二に、コーポレートガバナンスの向上である。企業の資金調達面での代表的ステークホルダーとして投資家としての株主及び融資を行う債権者が挙げられる。企業が株式による資金調達を行う場合には、株主への配当政策やディスクロージャーへの意識を向上させると考えられる。

第三に、少子高齢化の進展に伴う金融へのニーズの多様化への対応である。少子高齢化の原因のひとつに非婚化が挙げられるが、この場合には資産の運用方法が夫婦と子供の世帯とは異なるであろう。また、一般的に高齢者は住宅ローン返済や教育費支出の終了した世代であり、金融資産の運用に関して自由度が高いものと考えられる。このことは、金融機関の対家計ビジネスの変容を促進すると考えられる。

金融資産の効率的活用には以上のメリットがあると考えられるが、日本の家計は一般的に危険回避的であるといわれ、実際に個人金融資産の約半分が現金・預金に偏っている。これに対して、政府は「貯蓄から投資へ」という政策的目的のもと、証券投資の優遇税制等のリスクテイク促進策や、家計と金融・資本市場を近づける方策として金融商品販売チャネルの拡大が行われてきた。しかし、金融資産の約半分が現預金に偏っている現状ではこれらの政策の効果が十分に発揮されているとはいえないであろう。先進国においてこれほど現預金に偏った資産構成を持つ国は他になく、実効性をもつ政策を講じるためにも、日本の家計のリスクテイクを阻害する要因について分析することは重要である。

以上のような問題意識に基づき、日本の家計の資産運用の特徴について分析することで、今後見直すべき政策や金融機関のあり方について考えてみたい。

本稿の構成は以下の通りである。第1章では、日本家計の安全志向の資産運用についてその推移やマクロデータから国際比較を行い、金融資産の保有傾向について概観する。

第2章では、家計の資産運用に関する調査結果を用いて、第一に金融資産及びリスク資産(株式や投資信託)の保有について偏在が生じていること、第二に実物資産の保有が金融資産選択に強い影響を与えることについて分析を試みる。そして、上に述べた家計のリスクテイクのメリットが達成される政策や制度、金融機関のとるべき対応について指針を示したい。

第3章では、これまでの金融制度改革について、金融商品販売チャネルの拡大など金融機関に直接影響を与えるものに着目し、家計のリスクテイクを促進したか、その効果について考えてみたい。そして、今後の金融ビジネスのあり方について考えてみたい。

第4章では、実物資産の保有が金融資産の選択に強い影響を与える影響を踏まえ、実物資産、特に日本の住宅市場について分析し、その課題を明らかにする。具体的には、家計の住宅取得コストを低減させるという観点から、中古住宅市場の活性化策について考えてみたい。

第5章では、第4章までの分析を踏まえ、家計・政府・金融機関の視点から今後の日本の家計のリスクテイクを進める上での課題と方向性について考えてみたい。

第1章 日本家計の安全志向の資産運用

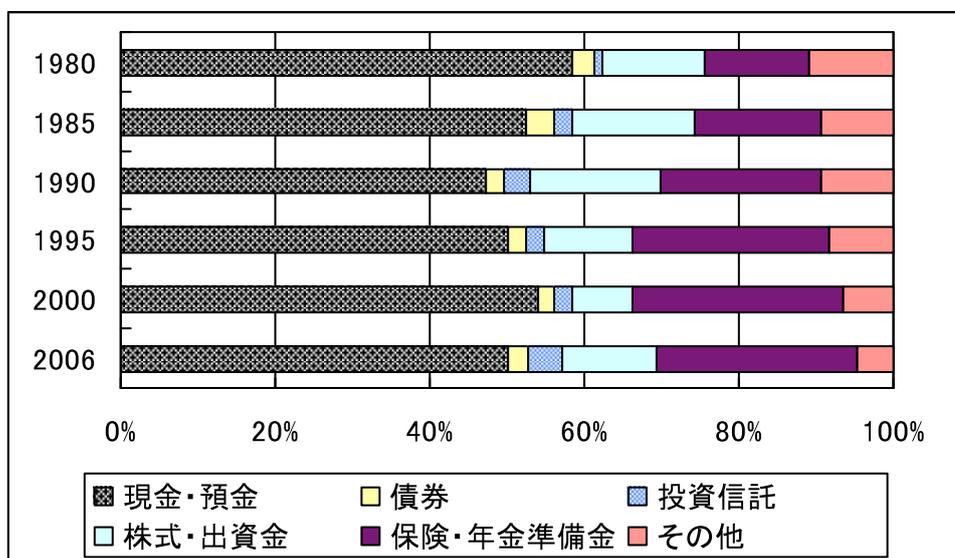
本章では、現在の日本家計の資産構成を日本銀行「資金循環統計」により明らかにする。そして、海外諸国の資金循環統計と比較することで日本家計の資産運用の特徴について示し、第2章における分析の導入としたい。

1-1. 日本家計の資産構成及びその推移

日本の家計は資産の運用に関して、リスク回避的であるために安全性を重視するという指摘がしばしばなされる。図表1-1は、日本の家計の資産構成の最近25年ほどの推移を示したものである。まず、代表的な安全資産である現預金についてみていくと、1980年における割合は58%であったが、その後は50%前後を推移し、2006年には50%となっている。一方、リスク性のある「投資信託」や「株式・出資金」(以下リスク資産という場合は

これらを合わせたものを示す)といった金融資産は、80年から90年にかけて上昇し、90年には合わせて20%を占めていた。ただし、この値はバブルによる時価評価の影響が強く働いていると考えられ、保有する家計が増加していたと結論付けることはできない。その後は、バブルの崩壊に伴い株価が急落し、評価損が発生したこともあり、90年から2000年にかけてリスク資産の割合は10%にまで減少した。しかし、2000年から2006年にかけては、リスク資産の割合は16%に上昇している。

図表 1-1 家計の資産構成の推移



(出所) 日本銀行「資金循環統計」より筆者作成

(注) 「その他」とは、金融資産の合計から「現金・預金」、「債券」、「投資信託」、「株式・出資金」、「保険・年金準備金」を控除した残差である。

1-2. 家計の金融資産構成の国際比較

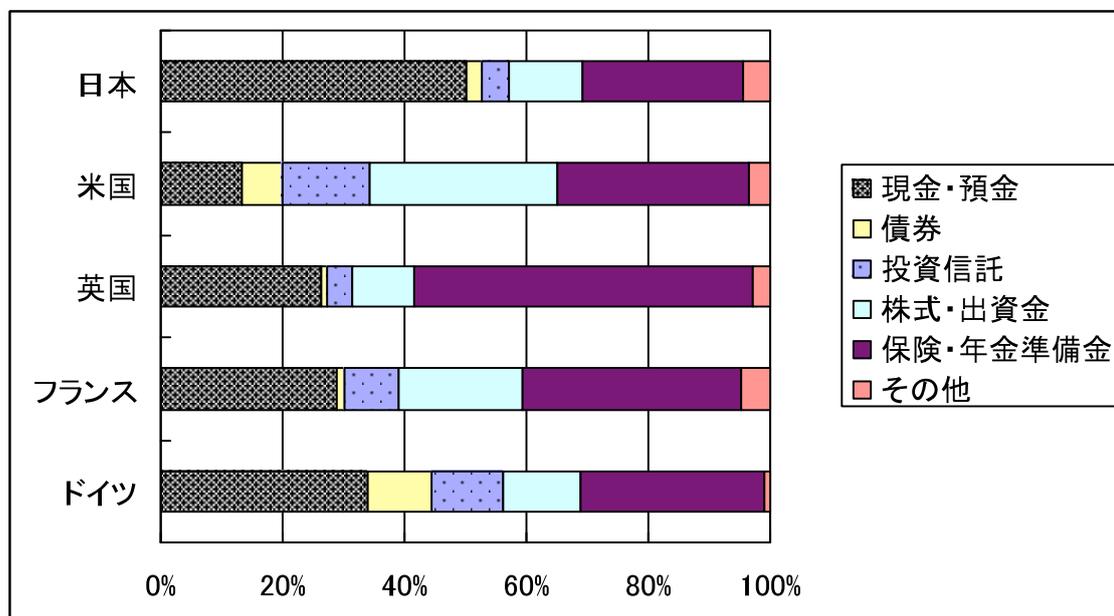
前節でみたように、日本家計の金融資産の50%は現金・預金で占められており、リスク資産の占める割合(以下リスク資産比率)はその半分にも満たない。この状況は、海外諸国と比べていかなる特徴を持つといえるであろうか。

図表 1-2 は、各国の資金循環統計から、日本と海外諸国(米国、英国、ドイツ、フランス)の家計の金融資産構成を示したものである。まず「現金・預金」について、日本では金融資産の50%を占めるのに対し、米国では13%となっている他は30%前後であり、日本の現預金への偏重は国際的にみても顕著である。また、リスク資産の割合についてみても

と、米国をはじめほとんどの国が日本より高くなっているが、英国は 14%と日本とさほど変わらない。しかし、英国では「年金・保険」が 56%と、現預金以外の安全資産への配分が大きくなっている点で日本と異なる。

海外諸国と比べると、日本の家計の金融資産構成は安全資産のなかでも特に現預金への配分が非常に大きいことがわかる。日本では、一般に海外に比べると預金に対する利率は低く、家計にとって収益性が高くないにもかかわらず、現金・預金が選好されていることは特徴的であるといえよう。

図表 1-2. 各国家計の金融資産構成



(出所) 各国資金循環統計より筆者作成

(注) 各国の金融資産の分類については、日本銀行「資金循環統計の国際比較」に従った。

1-3. 日本家計の金融資産の選択基準

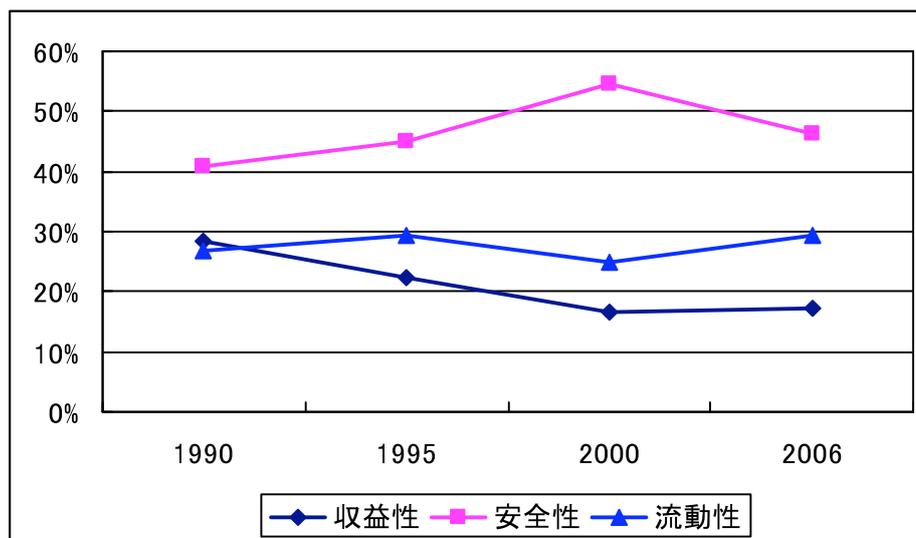
これまでに、金融資産の運用において日本の家計が国際的に見ても安全資産の中でも現預金を特に選好していることが示された。本節では、日本の家計の金融資産の選択基準について、金融広報中央委員会「家計の金融資産に関する世論調査」を用いて考えてみたい。

図表 1-3 は、家計が金融資産の保有に関して何を重視するかについて示したものである。おおむね安全性・流動性・収益性の順に高い割合で推移しており、日本の家計が収益性より流動性、流動性より安全性を目的として金融資産を保有することが示唆される。2000

年以降は収益性を重視する割合が上昇し、安全性を重視する割合が減少傾向にあるものの、依然として安全性あるいは流動性を強く重視する傾向は変わらない。このことは、これまでの分析における日本の家計が安全資産の中でも特に現預金を選好する事実と整合的である。

本章では、日本の家計がリスク回避的であるということについて資金循環統計を用いて分析を行い、家計が金融資産の選択にあたって安全性及び流動性を重視することについて明らかにした。しかし、資金循環統計による分析ではマクロの視点からの家計の金融資産保有動向しか捉えることができない。このため、第2章ではより詳細な家計データの分析を行い、家計の属性による金融資産保有の傾向を明らかにすることで家計のリスクテイク促進策を考える上での指針を検討していきたい。

図表1-3. 家計の金融資産の保有目的



(出所) 金融広報中央委員会「家計の金融資産に関する世論調査」より筆者作成

第2章 家計データにみる資産運用の現状分析

前章では、日本の家計が国際的に見てリスクテイクに積極的でない現状が示された。そして、金融資産の保有に関して安全性・流動性を重視することが明らかになった。しかし、資金循環統計のような金融資産構成のマクロデータのみでは、金融資産配分の傾向をとらえることはできるものの、いかなる属性をもつ家計がリスクテイクに積極的であるか等といったより詳細な分析を行うことができない。現在の日本における金融資産及びリスク資

産の保有傾向を分析することで、家計のリスクテイクが進まない要因を明らかにし、実効的な政策を考える上での指針を示すことができるものと思われる。そこで、本章では①金融資産及びリスク資産が一部家計に偏在していること、②実物資産の保有が金融資産のアロケーションに強い影響を与える、という二点を明らかにし、家計のリスクテイク促進策を考える上で留意すべき点について考えてみたい。

2-1. 金融資産及びリスク資産の偏在

日本の家計が海外諸国と比べてリスクテイクに積極的でないことが、各国資金循環統計より示された。このことは、しばしば指摘される、日本家計はリスク回避的であることと整合的であるといえる。しかし、これをもって日本の家計全てがリスク回避的であると結論付けることはできない。なぜなら、保有する金融資産の規模や世帯主の年齢、収入といった家計属性によってライフスタイルが大きく異なり、リスクに対する許容度には差が生じると考えられるからである。そして、家計の属性により保有する金融資産及びリスク資産の規模が大きく異なるとすれば、金融資産に関わる制度や税制の改正を行った際の効果は一様でないと考えられるからである。家計のリスクテイクを促進することにより、家計の保有する潤沢なリスクマネーが金融・資本市場に供給されない限り、経済成長への寄与は軽微なものに留まるであろう。換言すれば、リスク許容度の高い属性をもつ家計に適切なリスクテイクを求めることである。ゆえに、現在の日本の家計における金融資産及びリスク資産保有の偏在を分析することは有用であるといえる。なお、本節ではリスクテイクに積極的であるとされる米国家計についても日本家計と同様の分析を試みている。これは、リスク資産の割合が高い米国においても、家計の属性によってその保有傾向は異なり、日本においてリスクテイクを促すべき層を明らかにすることへの示唆を与えるものと考えられるからである。

本節では、日本の家計について総務省「平成 18 年家計調査」、米国家計について FRB「Survey of Consumer Finances 2004」を用いて、各国家計を貯蓄(金融資産)・(世帯主の)年齢の観点から 5 階級に分類し、各階級の資産保有傾向及び資産の分布を明らかにする。なお、この分析手法は小池(2005)の日本の家計の貯蓄保有層の偏りを分析した方法を参考にしている。この論文では貯蓄の偏在を貯蓄現在高及び年齢の観点から示しているが、有価証券(リスク資産)の保有の偏在については分析がなされていないため、本稿では家計のリスク資産の分布を明らかにした点で、より詳細な分析がなされたと考えている。また、

両国家計の金融資産の保有分布を明らかにした後、各階級のリスク資産比率を比較することでその相違点について考えてみたい。

まず、日本の家計の資産保有の傾向を明らかにする。以下の結果は総務省「平成18年家計調査」の調査結果（貯蓄負債編）における平均結果を用いて推計を行ったものである。

(i) 貯蓄(金融資産)

貯蓄現在高を5階級に分類した場合の、各階級の金融資産及びリスク資産の分布を示したのが図表2-1である。ここで、金融資産とは家計調査における「貯蓄」であり、リスク資産とは「有価証券」である。

図表2-1 貯蓄現在高階級による金融資産及びリスク資産の分布²

貯蓄現在高(万円)	世帯分布	平均残高(万円)	貯蓄総額(兆円)	保有割合
I (~300)	16%	101	8	1%
II (300~600)	20%	442	44	5%
III (600~1200)	21%	862	90	10%
IV (1200~2500)	22%	1,740	188	22%
V (2500~)	22%	4,972	538	63%
全体	100%	1,722	861	100%

貯蓄現在高(万円)	世帯分布	平均有価証券残高(万円)	有価証券総額(兆円)	保有割合
I (~300)	16%	2	0.1	0.1%
II (300~600)	20%	14	1	1%
III (600~1200)	21%	46	5	4%
IV (1200~2500)	22%	145	16	13%
V (2500~)	22%	944	102	82%
全体	100%	248	124	100%

(出所) 総務省「平成18年度家計調査」より推計

まず金融資産について、V階級が全体の63%の金融資産を保有しており、IV階級も含めるとその保有額は85%に上る。一方リスク資産についてみると、V階級が82%を保有しており、IV階級を含めると95%にも上ることがわかる。金融資産、リスク資産の両方の

² 本章の推計においては、貯蓄保有額が861兆となっており日本銀行「資金循環統計」における約1500兆円とは大きく異なる。これは、「資金循環統計」においては、家計の金融資産は全体資産から政府や法人企業等を差し引いたものとして算出されることによるものである。この家計には、個人企業主(個人企業)の事業性資金も含まれているため、家計調査の結果から算出される家計の金融資産とは乖離が生じているものと考えられる。

分布について、貯蓄保有の上位層に資産が偏在していることが指摘できる。特にリスク資産についての偏在が大きい。これは金融資産の蓄積がリスクに対する許容度を上昇させ、リスクテイクに積極的になる結果としてリスク資産の名目額での差が大きくなることによるものであると考えられる。

(ii) 年齢

世帯主の年齢を5階級に分類した場合の、金融資産及びリスク資産の分布を示したのが図表2-2である。

図表2-2 世帯主年齢階級による金融資産及びリスク資産の分布

年齢	世帯分布	平均残高(万円)	貯蓄総額(兆円)	保有割合
I(～39歳)	18%	630	56	7%
II(40～49歳)	19%	1167	109	13%
III(50～59歳)	23%	1752	200	23%
IV(60～69歳)	22%	2412	268	31%
V(70歳～)	18%	2481	228	26%
全体	100%	1722	861	100%

年齢	世帯分布	平均有価証券残高(万円)	有価証券総額(兆円)	保有割合
I(～39歳)	18%	54	5	4%
II(40～49歳)	19%	130	12	10%
III(50～59歳)	23%	193	22	18%
IV(60～69歳)	22%	383	43	34%
V(70歳～)	18%	460	42	34%
全体	100%	248	124	100%

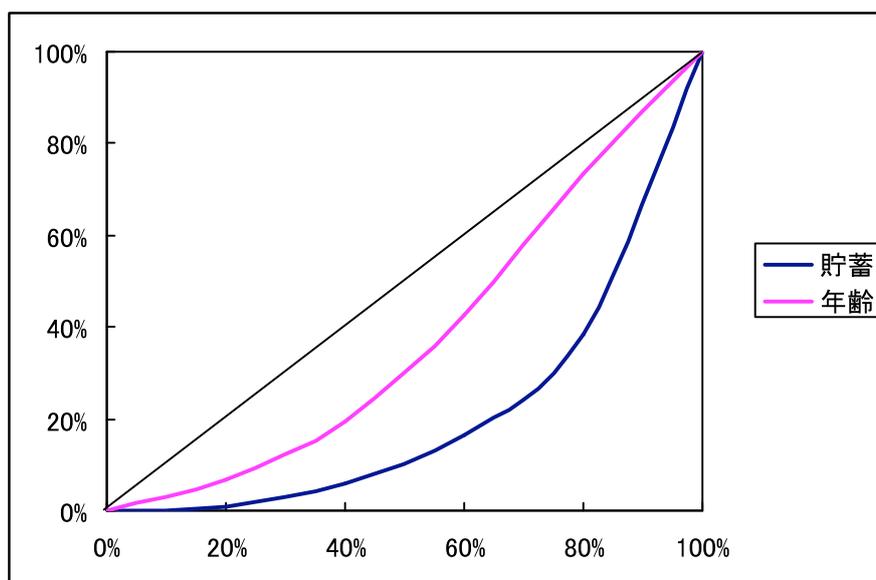
(出所)総務省「平成18年家計調査」より推計

金融資産については、最も高いIV階級が全体の31%を占めており、次に高いV階級を含めると57%である。これは、定年まで労働して蓄えた貯蓄を、老後取り崩していくという一般的な労働者のライフサイクルと整合的な分布といえる。リスク資産については、IV階級とV階級でそれぞれ34%となっており、これらを合わせると68%に上る。これは、高齢者世帯では住宅ローンの返済や教育費といった固定的なキャッシュアウトが無くなるために、資産運用の自由度が高まることによるものだと考えられる。

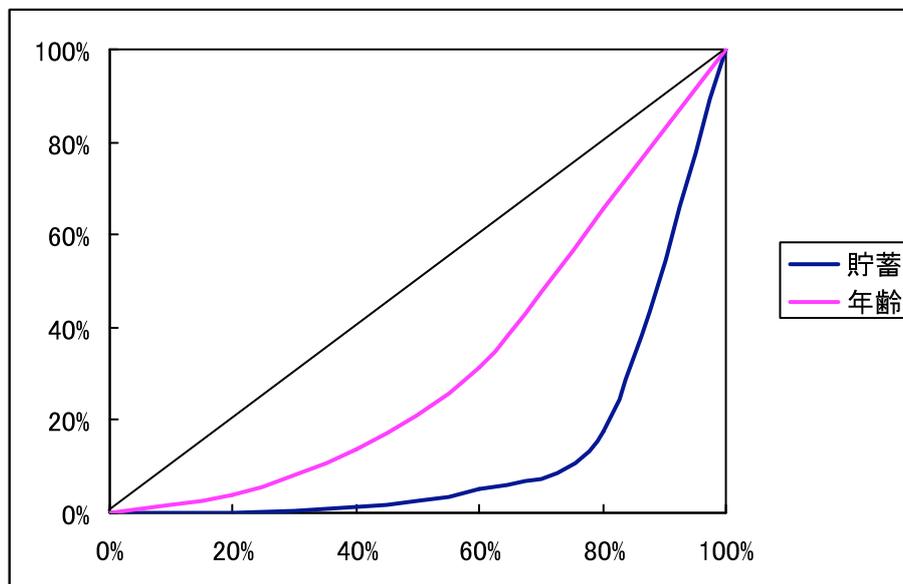
ここまで貯蓄・年齢の観点から日本の家計の金融資産及びリスク資産の分布について分析を進めてきた。図表2-3は各階級の金融資産の分布、図表2-4は各階級のリスク資

産の分布をローレンツ曲線の形で示したものである。なお、グラフの横軸は世帯分布、縦軸は貯蓄保有額あるいは有価証券保有額である。

図表 2-3 階級分類による金融資産偏在の比較



図表 2-4 階級分類によるリスク資産偏在の比較



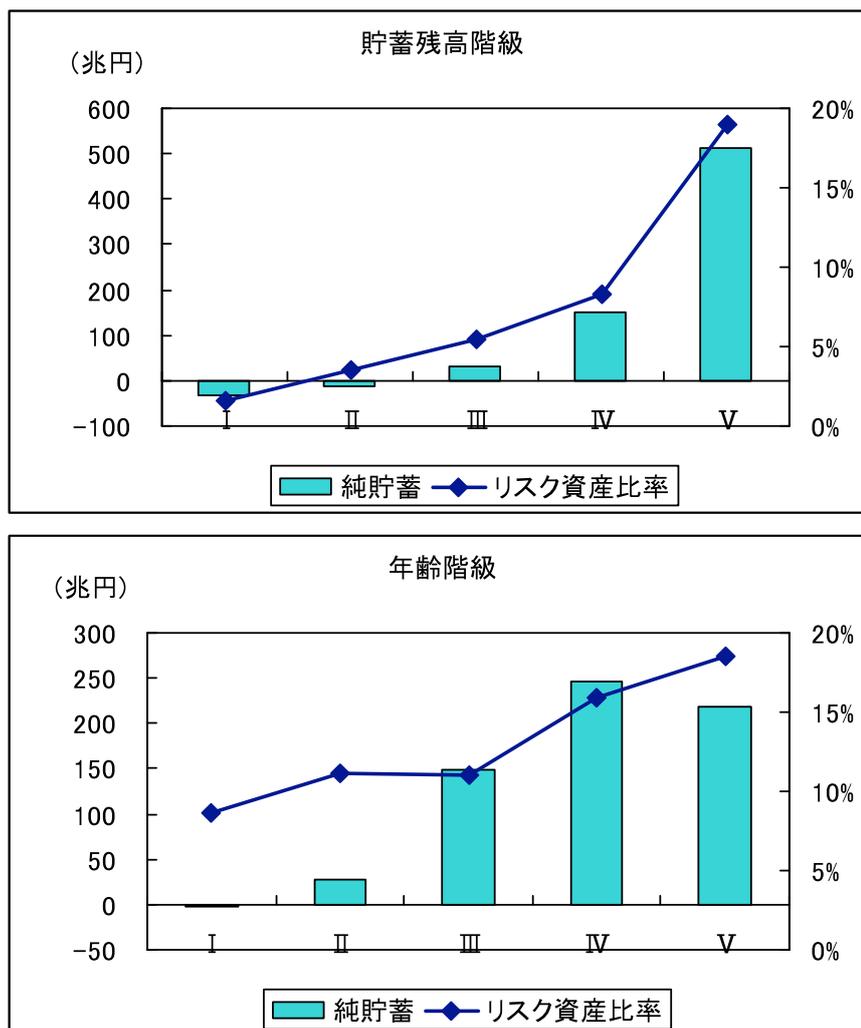
(出所)総務省「平成 18 年家計調査」より作成

金融資産・リスク資産の分布において貯蓄現在高階級による分布のほうが年齢階級によ

る分布よりも偏在が大きいことが確認できる。

ここで、リスク資産保有の上位層とは、資産運用の自由度が高い家計であると考えられる。資産運用の自由度の高い家計は、貯蓄から負債を差し引いた純貯蓄が大きい家計であると想定し、純貯蓄とリスクテイクの関係について示したのが図表2-5である。

図表2-5 純貯蓄の蓄積とリスクテイク



(出所)総務省「平成18年家計調査」より筆者作成

家計のライフサイクルにおいて住宅のような高額の資産を購入する際には、借入を行う場合が多く、流動性や安全性を重視した配分を余儀なくされると考えられる。住宅や土地の購入は多くの家計にとって最大の支出イベントである。そして、購入後には負債の返済のために流動性・安全性の高い現預金に金融資産の大部分を配分するため、リスクテイク

に積極的になるのは困難であろう。そして負債の返済が終わった段階で、自由に配分可能な金融資産（純貯蓄）を蓄積し始め、徐々にリスク許容度を高めるものと考えられる。

以上が日本家計の資産分布の分析である。ここから、FRB「Survey of Consumer Finances 2004」（以下 SCF）を用いて、日本の場合と同様の分析手法により、米国家計の資産保有の分布を明らかにする。

(i) 貯蓄(金融資産)

図表 2-6 は、米国家計の貯蓄現在高で 5 階級に分類した場合の金融資産及びリスク資産の分布を示したものである³。なお、以下の分析における有価証券とは、米国家計が直接保有する株式及び投資信託であり、401k 等の間接保有は含まれていない。

図表 2-6 貯蓄現在高階級による金融資産及びリスク資産の分布(米国家計)

貯蓄階級	世帯分布	平均貯蓄残高	貯蓄総額(億ドル)	保有割合
I (~1,700)	20%	428	96	0.002%
II (1,700~21,600)	20%	8,616	1,930	0.1%
III (21,600~130,500)	20%	63,479	14,219	0.4%
IV (130,500~965,000)	20%	402,385	90,134	2%
V (965,000~)	20%	16,749,702	3,751,933	97%
全体	100%	3,440,441	3,853,294	100%

貯蓄階級	世帯分布	平均有価証券(ドル)	有価証券総額(億ドル)	保有割合
I (~1,700)	20%	3	1	0.00004%
II (1,700~21,600)	20%	619	139	0.007%
III (21,600~130,500)	20%	6,936	1,554	0.08%
IV (130,500~965,000)	20%	97,706	21,886	1%
V (965,000~)	20%	8,260,805	1,850,420	99%
全体	100%	1,674,673	1,873,999	100%

(出所)FRB「Survey of Consumer Finances 2004」より筆者作成

金融資産及びリスク資産ともに、V階級が全体の90%代後半を占めており、日本に比べ

³ FRB「Flow of Funds Accounts of the United States, Third Quarter 2007」によれば米国家計資産総額は2007年9月末時点で45.3兆ドルとなっており、本稿の推計値の385兆ドルと大きく異なる。この要因としては、SCFが電話面接によりデータが収集されることや、米国の2004年の世帯数が1億1200万(U.S. Census Bureau, Current Population Surveyより)であることにより、各層の平均値を算出した後、世帯分布、世帯数を用いて推計している本稿では、値が実際よりも大きく出ている可能性が考えられる。なお、面接者と回答者が用語の意味について共通理解が得られていない等のSCFの統計上の問題点についてはKennickell(2006)において指摘されている。

偏在が進んでいるといえる。これは、階級間の格差が大きいことによるものであろう。たとえば金融資産についてみると、日本ではⅠ階級とⅤ階級の各階級総額比が約 67 倍であるのに対し、米国では約 39,000 倍と保有層の偏りは米国の方が明らかに大きくなっている。また、リスク資産においては、その格差はさらに大きい。

(ii) 年齢

次に、図表 2-7 は、世帯主の年齢階級で分類した場合の資産の保有分布を示したものである。

図表 2-7 年齢階級による金融資産及びリスク資産の分布(米国家計)

年齢階級	世帯分布	平均貯蓄残高	貯蓄総額	保有割合
Ⅰ(～34歳)	17%	59,592	11,133	0.3%
Ⅱ(35～44歳)	20%	1,082,966	237,968	6%
Ⅲ(45～54歳)	24%	2,579,066	689,316	18%
Ⅳ(55～64歳)	20%	4,987,849	1,137,305	30%
Ⅴ(65歳～)	19%	8,148,362	1,777,573	46%
合計	100%	3,440,441	3,853,294	100%

年齢階級	世帯分布	平均有価証券(ドル)	有価証券総額(億ドル)	保有割合
Ⅰ(～34歳)	17%	24,781	4,630	0.2%
Ⅱ(35～44歳)	20%	640,950	140,841	8%
Ⅲ(45～54歳)	24%	1,120,363	299,443	16%
Ⅳ(55～64歳)	20%	2,713,750	618,776	33%
Ⅴ(65歳～)	19%	3,721,936	811,944	43%
合計	100%	1,674,673	1,875,633	100%

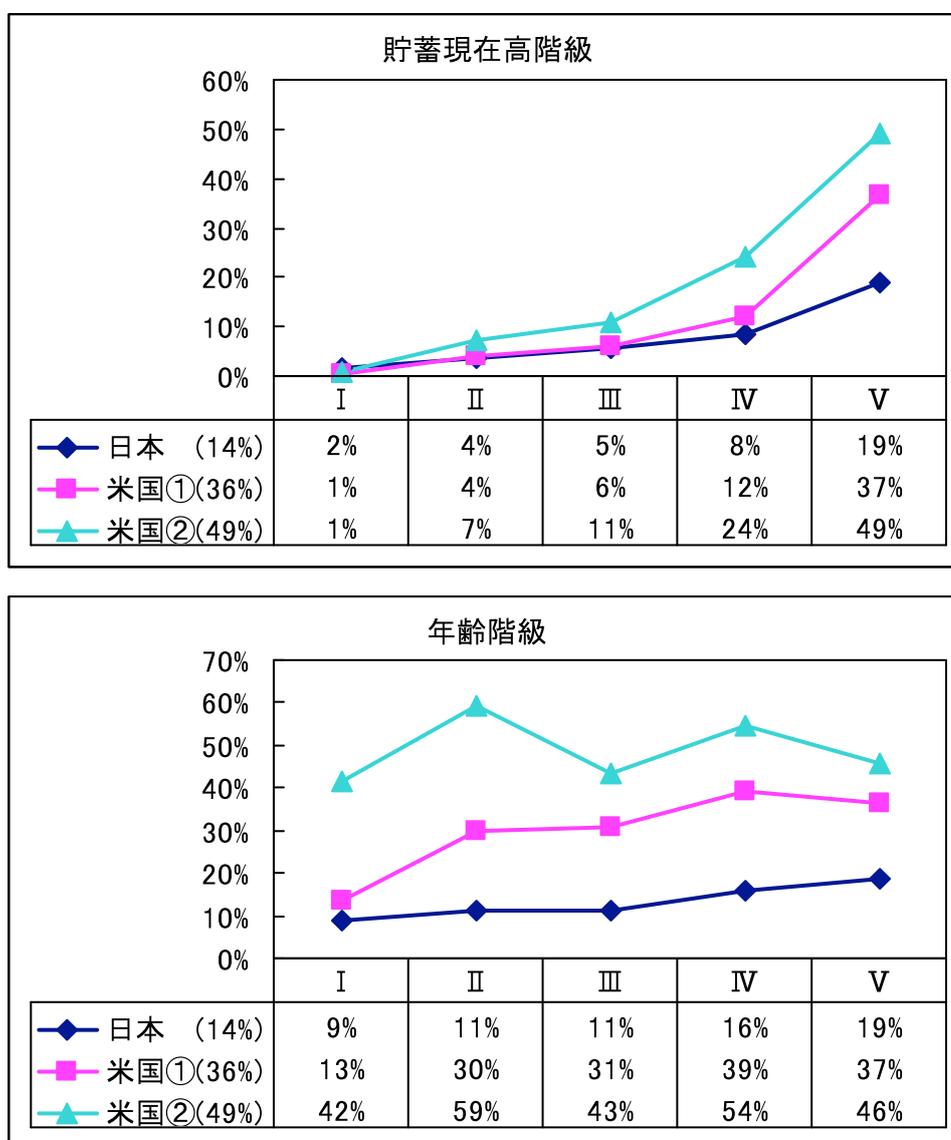
(出所)FRB「Survey of Consumer Finances 2004」より筆者作成

金融資産、リスク資産ともに保有の分布は似通っている。日本では、金融資産についてはⅣ階級が最も高い保有割合を示していたのに対し、米国では年齢階級が上がるに従い、その保有割合も上昇している。詳しくは後述するが、米国では年齢階級間のリスク資産比率の差が少ないため、相対的に自由に配分できる金融資産の蓄積が進んでいるⅤ階級において、リスク資産の名目額が大きくなることによるものと考えられる。

以上、米国家計の資産保有分布を日本家計と同様に貯蓄・年齢の観点から明らかにした。どちらの分類方法においても、日本に比べて上位階級への偏在が進んでいることが指摘できる。これは、米国においては日本より所得面での格差が大きいことが強く影響しているものと考えられる。これに加え、リスクテイクに積極的な分、上位階級と下位階級の差をより大きくしているものと考えられる。

ここで、日米家計のリスクテイクの現状を、本節の分析結果を利用して階級別に比較を行ってみたい。図表2-8は、日米家計の階級別リスク資産比率を示したものである。ここで、リスク資産比率とは、日本の場合は貯蓄に占める有価証券保有額の割合である。米国①は、貯蓄に占める株式直接保有額の割合、米国②は貯蓄に占める有価証券保有額(株式+投資信託)を示している。そして、日本・米国①・米国②の括弧内は全体の平均値である。なお、図表2-8におけるI~Vの階級は本節の分析における階級分類と対応している。

図表2-8 日米家計の階級別リスク資産比率



(出所)総務省「平成18年家計調査」、FRB「Survey of Consumer Finances 2004」より筆者作成

(注)カッコ内は全階級のリスク資産比率の平均値である。

(i) 貯蓄(金融資産)

両国家計ともに、貯蓄の階級が大きくなるほどにリスクテイクに積極的になっている。特に注目すべきは、日本家計と米国①(株式直接保有)のⅠ～Ⅲ階級ではリスク資産比率がほぼ同様の値を示しているにもかかわらず、リスク資産比率の平均は日本が14%、米国が36%と大きく差が開いていることである。これは、Ⅳ階級で4%、Ⅴ階級で18%の差が生じていることによるものであろう。ここで、金融資産の名目保有額がⅠ～Ⅲ階級とⅣ及びⅤ階級では大きく異なることを想起すれば、上位2階級でリスクテイクが進んでいるか否かが、国全体の資産構成のリスク資産保有額及びリスク資産比率に大きなインパクトを与えると考えられる。

また、米国①と米国②ではリスク資産比率が大きく異なることにも注目すべきであろう。米国②におけるリスク資産とは、株式直接保有額に株式投資信託を加えたものであった。ここから、米国における家計のリスクテイクにおいては、投資信託の貢献の大きさが示唆される。

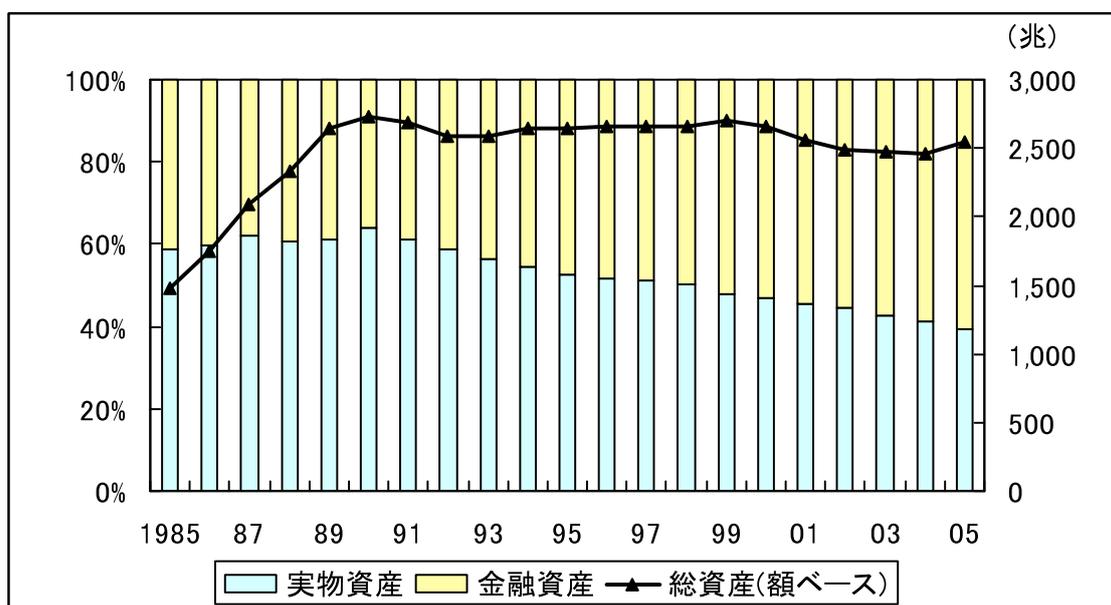
(ii) 年齢

日本家計と米国①を比較してみると、Ⅰ階級ではリスク資産比率の差は4%であるが、Ⅱ～Ⅳ階級では20%前後の差が開いている。本節での分析において、金融資産の保有分布は日本より米国の方が上位階級への偏在が進んでいたから、特に上位層でのリスクテイクへの積極性の差が、全体としての差をさらに大きくしていると考えられる。また、年齢階級における金融資産の保有分布では、米国より日本の方が階級間での差は小さかった。ゆえに、Ⅱ及びⅢ階級におけるリスクテイクへの積極性も、上位2階級ほどではないにしても、日本全体としてのリスク資産保有の増大にインパクトを与えると考えられる。

2-2. 実物資産保有が家計の資産選択に与える影響

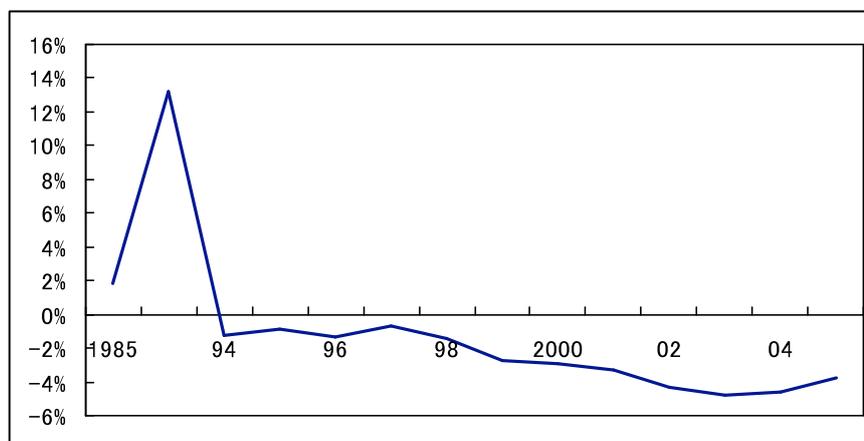
本節では、実物資産の保有が家計の金融資産の配分に影響を与える可能性について検討する。家計が保有する実物資産としては住宅及び土地が挙げられる。住宅や土地といった実物資産の購入は多くの場合借入を要するため、家計のライフサイクルにおける多額の支出を要するイベントのひとつである。ゆえに、家計の実物資産の保有動向は、金融資産の保有に関して強い影響を及ぼすと考えられ、実物資産の保有動向は家計のリスクテイクを促進する方策を考える上で非常に重要な要素であるといえる。

図表 2-9 金融資産と実物資産への資産配分



(出所)内閣府「国民経済計算」より筆者作成

図表 2-10 地価変動率の推移(全国平均)



(出所)国土交通省「都道府県地価調査」より筆者作成

図表 2-9 は、家計の保有する総資産に占める実物資産及び金融資産の比率、総資産額の推移を示したものである。80 年代後半のバブル期には、実物資産の評価額が高く、実物資産の比率が高くなっていったと考えられるが、図表 2-10 に示すように、バブル崩壊後は地価が下落し続けていることに伴い、その割合は低下している。85 年には実物資産と金融資産の割合はおよそ 6 : 4 であったが、2005 年ではおよそ 4 : 6 となっており、保有率

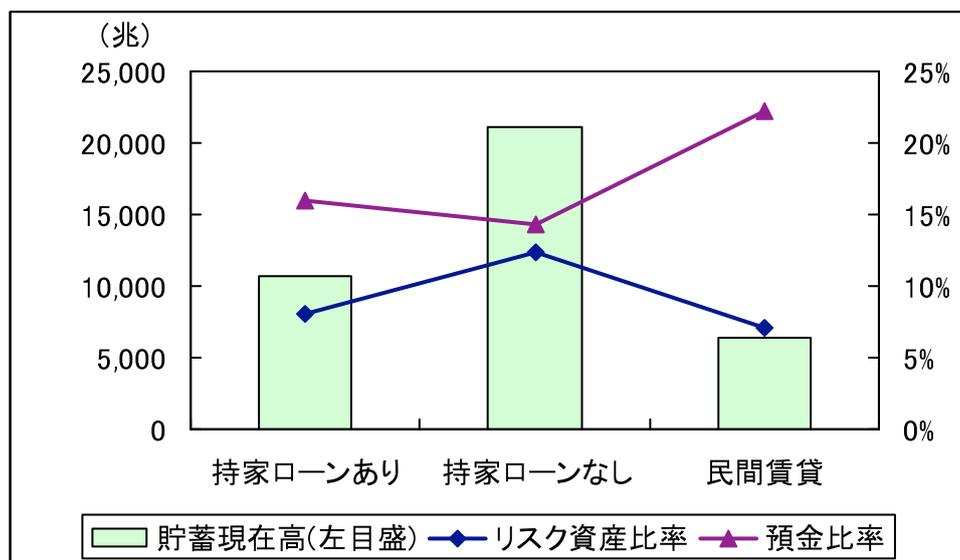
に関してはほぼ逆転しているといえる。最近では保有比率の低くなっている実物資産であるが、この保有動向は金融資産選択にいかなる影響を及ぼすと考えられるであろうか。

地価が下落傾向にあるとはいえ、実物資産の購入は家計にとって借入を要する大規模の支出を要する。また、住宅や土地取得目的の借入を行う際には頭金が必要とされることが多く、実物資産の購入は金融資産選択における配分に影響を及ぼすと考えられる。

図表2-11は、住宅ローン借入のある持家世帯、借入の無いあるいは返済し終えた持家世帯、そして借家世帯について金融資産選択の状況を貯蓄現在高、リスク資産比率、預金比率（貯蓄現在高に占める通貨性預金の割合）の観点から示したものである。なお、図表2-11に示されているのは各世帯の平均値である。

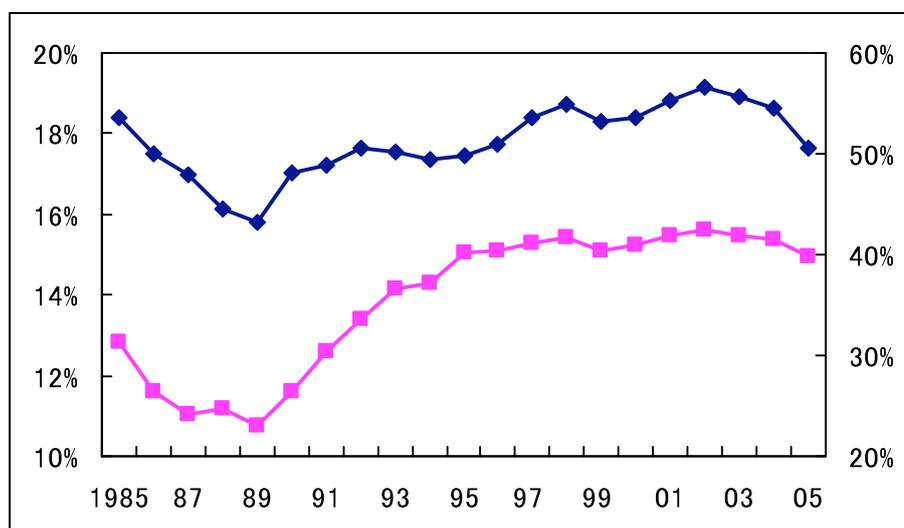
まず、持家世帯に着目すると、ローンあり世帯のローン無し世帯ではリスク資産比率について前者が8%、後者が12%と明確な差が生じている。そして、リスク資産比率と預金比率に着目すると、両者はおよそ逆の動きを示している。特に借家世帯で預金比率が高くなっているのは、住宅を取得する場合には日本では借家から持家という住み替えが一般的であることを想起すると、住宅購入のための安全資産保有動機によるものであると考えられる。

図表2-11 持家及び住宅ローンとリスクテイク



(出所) 総務省「平成15年全国消費実態調査」より筆者作成

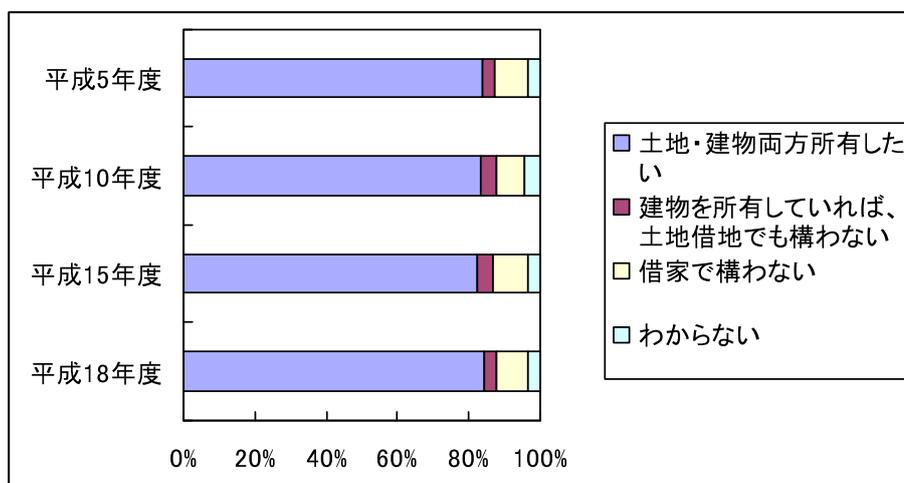
図表 2-12 負債/総資産と現預金/金融資産の関係



(出所)内閣府「国民経済計算」より筆者作成

さらに、負債保有が流動性保有に影響を与えることを示したのが図表 2-12 である。これは総資産に占める負債と金融資産に占める割合の推移を示したものであるが、ほぼ同じような動きをしている。ここから、実物資産保有の計画や実際に借入を行うことが、金融資産のポートフォリオ決定に強い影響を及ぼし、結果として安全性や流動性を重視した資産選択を行っていることが示唆される。

図表 2-13 土地・住宅保有に対する家計の意識



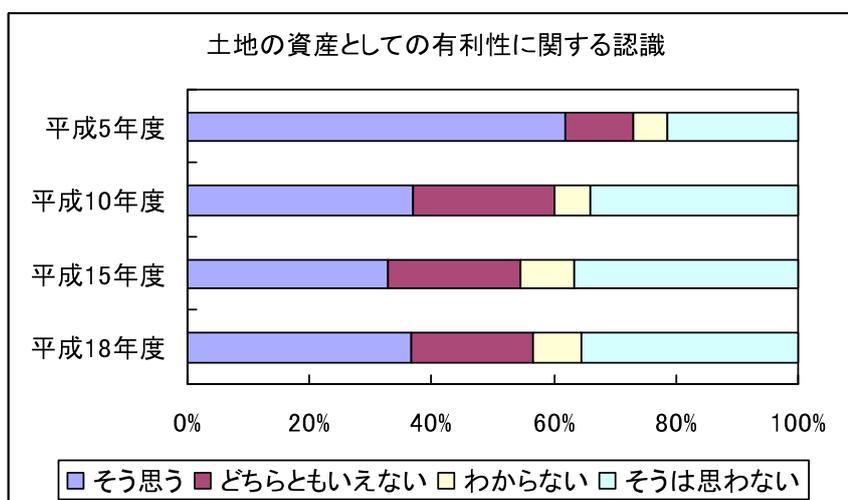
(出所)国土交通省「平成18年度土地問題に関する国民の意識調査」より筆者作成

ところで、負債を抱える必要があるにもかかわらず実物資産を購入する家計は、その保有にどのような意義を見出しているのだろうか。図表 2-13 には、家計の土地・住宅保有に関する意識についてのアンケート結果が示されている。

「土地・建物を両方所有したい」という割合は安定して 8 割を超えている。このため、その他の「建物を所有していれば土地借地でも構わない」、「借地で構わない」とする割合に大きな変化は見られない。現在の日本の持家率は 6 割ほど⁴であるため、このように考える家計がすべて実際に住宅を保有するとは限らないが、土地・住宅保有の志向は強いものと考えられる。

次に、土地の資産としての有利性に関する認識について尋ねたアンケート結果を示したのが図表 2-14 である。これは、「土地は預貯金や株式などに比べて有利な資産である」という質問に対する調査結果を示したものであり、実物資産と金融資産の選好を尋ねてみるとみることでもできよう。

図表 2-14 実物資産と金融資産の選好



(出所)国土交通省「平成 18 年度土地問題に関する国民の意識調査」より筆者作成

ここで着目すべきは、以前と比べると「そう思う」、すなわち土地を金融資産に比べて有利な資産であるとする割合が減少していることである。図表 2-10 で、日本の地価の動向を示したが、最近の地価下落傾向（全国平均）を考慮に入れば、この結果は収益性の観点からすれば当然である。しかし、図表 2-13 でみたとおり、住宅とともに土地も保

⁴ 総務省「土地・住宅統計調査」より

有したいと考えている家計の割合は依然として高い。実際に借入を行って実物資産を購入する家計が多いことから、家計は資産の優位性の観点のみから資産選択をしているわけではないといえよう。これは、遺産など、慣習要因による面が大きいと考えられるが、持家志向が強い日本においてリスクテイクを促進させるには、実物資産及び負債の影響を考慮に入れる必要がある。

2-3. 「貯蓄から投資へ」を考える上で重要なこと

これまで、米国との比較を交えつつ日本家計の資産の偏在及び実物資産・負債が金融資産のポートフォリオ決定に強い影響を与えることについて検討してきた。本節では、本章の結びとして日本の家計のリスクテイク促進を考える上で留意すべき点を整理し、次章以降の提言の指針としたい。

大きく分けると、次の二点が指摘できる。家計のリスクテイクを促し、日本の金融資産を効率的に活用するには、

①個人投資家としての家計の性質は一様ではない

②金融・実物資産間の合理的選択を阻害する要因を緩和する必要がある

という点に留意すべきである。以下、それぞれについて詳しく述べる。

①について、本章では、貯蓄および年齢の観点から家計の資産保有分布を推計し、一部家計への金融資産の偏在を明らかにした。このことは、日本全体でのリスクテイクを促進する方策を考える上で重要である。金融資産の保有分布に偏りが生じていることは、そのリスク許容度にも差が生じているということである。なぜなら、住宅購入のための強制的な流動性保有動機がなく、自由に配分可能な金融資産を多く保有する家計ほど、リスク資産保有に関して寛容であると考えられるからである。ゆえに、多様なライフプランを持つ家計がそのリスク許容度に応じて適切にリスクテイキングすることが望ましいと考えられる。この意味で、家計の金融に対するニーズの多様化が進んでいるということができ、米国家計のリスク資産への投資を促進しているものについて考えてみる必要がある。特に、金融資産の保有分布における上位層が、適切な形でさらなるリスク資産投資を促進することが金融・資本市場へのリスクマネー増大に大きなインパクトを与える点に注意して議論を進めるべきである。

ここで、①の要因を考慮しつつ家計のリスク資産投資を促進するには、金融機関の対家計ビジネスが重要だと考えられる。なぜなら、制度や税制により家計の投資意欲を高めた

としても、金融商品の販売チャネルが家計のニーズを把握していなければ、金融・資本市場へのリスクマネー供給は増大しないからである。特に、近年では銀行での投資信託の販売が可能になる等、証券の流通チャネルが拡大しており、金融機関のリテールビジネスにおける環境も変容してきている。以前は業態により販売できる金融商品が限られていたために、日本の金融機関は欧米の金融機関に比べ、リテールビジネスの面で劣っていることがしばしば指摘される。この事実は、日本の金融資産保有における上位層のリスク資産比率が米国家計の上位層に比べると低くなっていることと無関係ではないであろう。一般に、米国における金融機関は高所得者層へのプライベートバンキングやラップ口座など、企業により顧客を絞ったビジネスを展開していることが知られており、今後の日本の金融機関のリテールビジネスに示唆を与えるものと考えられる。第3章ではこれまでの金融制度改革に伴う金融ビジネスの環境変化とその効果について概観し、米国におけるリテールビジネスとの比較から、今後の日本における金融機関のあり方について考えてみたい。

次に②について、実物資産及び負債の保有は、家計の金融資産選択に強い影響を及ぼすことを明らかにした。具体的には、住宅ローン借入の頭金や返済など、住宅取得に伴うコスト負担のために流動性保有への動機が働き、純貯蓄の蓄積が阻害されるためにリスクテイクに積極的になることができないのだと考えられる。

また、資産の優位性の観点からはもはや住宅や土地は金融資産に比べて有利だと考えられていないにもかかわらず、日本の家計の持家志向は依然として強い状況にあることにも注意が必要である。特に、日本では中古住宅の流通が低いために新築住宅が選好される傾向がある。石川(2005)によれば、米国では中古住宅の流通が高い。ここから、米国では日本ほど住宅取得コスト負担が家計にとってリスクテイクを阻害するほどの負担にはならないと考えられる。また、詳しくは後述するが、日本の住宅市場における借家のプレゼンスの低さも新築住宅が選考される要因のひとつであるといえる。ゆえに、中古住宅市場の活性化及び一戸建てを代替する賃貸住宅の供給が、住宅取得コストを軽減し、家計の自由に配分可能な金融資産の蓄積の促進に貢献しうるとの観点から、第5章では住宅取得と家計のリスクテイクについてより詳細な分析を行った後、中古・賃貸住宅市場改革について考えてみたい。

第3章 金融制度改革と金融機関の対応

本章では、まず近年行われてきた金融制度改革により金融商品販売チャネルが拡大した

ことについて言及し、その効果について検証する。そして、日本の金融機関に比べリテールビジネスにおいて強いと言われている海外、特に本章では米国におけるリテールビジネスから得られる日本への示唆について検討する。家計のリスクテイクを促進する観点から金融機関がとるべきリテールビジネス、特に、金融資産の保有分布における上位層へのビジネスのあり方について考えてみたい。

3-1. 近年の金融制度改革によるビジネス環境の変化とその効果

90年代後半から、日本では証券市場改革として、主に金融機関のビジネスを自由化する観点から規制緩和が進められてきた。金融機関の業態により販売できる商品に限られるなどの規制が強かったために日本におけるリテールビジネスは興隆をみるのがなく、このことが家計のリスクテイクを阻害するひとつの要因であった可能性もある。このため、金融商品販売チャネルの拡大とその効果について検証することは重要であると考えられる。

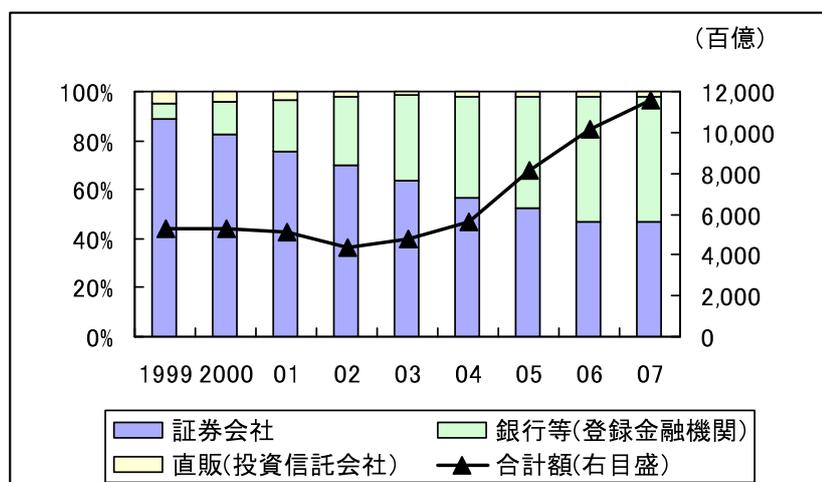
金融機関のリテールビジネスに関連する代表的な制度改革としては、①銀行や保険会社、郵便局における投資信託の窓口販売の解禁、②金融商品の価格・取扱手数料の自由化、③証券仲介業制度の創設、が挙げられる。これらの改革により、証券の販売チャネルが広がりを見せているといえる。特に、家計にとって身近な存在であった銀行および郵便局において投資信託等の金融商品が購入可能になったことや、証券仲介業制度の創設により税理士やFP等の非金融機関の主体が金融商品を販売できるようになったことは、家計と金融・資本市場の距離を縮めたといえよう。

これらの改革により、金融機関の活動にどのような変化がもたらされたのであろうか。図表3-1は、販売業態別の投資信託純資産残高の推移を示したものである。

まず、投資信託の純資産残高そのものが大きくなってきていることが指摘できる。そして、証券会社のシェアは年々小さくなり、銀行等のシェアが大きくなる傾向にある。ここから、規制緩和による証券販売チャネルの拡大は、銀行等の窓口での販売力を背景として、家計のリスクテイクを促進しているとみられる。

以上のように、金融制度改革を通して金融機関のリテールビジネス環境が変容しつつある。ビジネス環境が整備されたことに伴い、今後は各チャネルが顧客獲得に向けて特色ある商品の販売等、多様な戦略をとることが予想され、各チャネルの戦略は家計のリスクテイクに影響を及ぼすと考えられる。

図表3-1 販売業態別投資信託純資産残高



(出所) 投資信託協会資料より筆者作成

ところで、第2章では、日本全体としてみた場合のリスク資産投資を促進するには純貯蓄を多く保有する層のリスクテイクを促す必要があることについて述べた。ゆえに、本章では特に金融資産保有の上位層に焦点を当てて議論を進めることにする。

3-2. 米国におけるリテールビジネスからの示唆

金融資産保有の上位層において日本に比べると米国にはリスク資産保有に積極的な家計が多い。米国における主な証券販売チャネルとしては、①投資銀行の投資アドバイザー、②独立系投資アドバイザー(インデペンデント・コントラクター、以下 IC)が挙げられる⁵。従来の証券リテール営業におけるチャネルは大手証券会社や地方都市に拠点を構えるリージョナルズと呼ばれる証券会社であったが、これらの伝統的な証券会社の提供するサービスは、シニア営業員が主体でありコスト高であったため、顧客がある程度の資産規模を持つ富裕層でないとメリットが薄かった。それゆえ、従来の証券会社がターゲットとしていた富裕層よりもやや資産の少ない層(50~100万ドルを保有する準富裕層)に対して、独立系証券会社(IBD)と呼ばれる中小証券会社はICを営業チャネルとした⁶。ICは、地元密着型のファイナンシャル・プランナー機能を有しており地域顧客との関係を重視する点が特徴

⁵ 以下の説明は、日本証券業協会(2005)及び平塚(2004)を参考にしている。

⁶ ICとは日本の証券仲介業制度のモデルとなったとされる、証券販売における仲介業者である。彼らは証券会社と業務委託契約を結び、金融商品の販売のみを行い、出来高払いの報酬を受け取る形で生計を立てており金融機関からは独立した立場にある。

であるといえ、より顧客の視点からの金融商品販売が求められる。

米国における証券販売チャネルは、ターゲットとする顧客層を絞っているのが一般的であり、顧客ニーズに応じた投資アドバイスを行っている。例えば投資銀行の中にも、富裕層向けのプライベートバンキングに強みを持つ企業もあれば、中流層の家計へのライフプランに応じた資産運用業務を業務の中心とする企業もある。保有する金融資産によって、家計が金融に対して求めるものは大きく異なると考えられるため、より顧客志向の営業スタイルであるといえよう。また、これらのチャネルは企業の都合による営業担当者の異動が少ないために、顧客との長期的な信頼関係に基づいた投資アドバイスを提供することが可能になっている。以上から、米国の証券販売チャネルから得られる示唆としては、長期的な信頼の獲得及びニーズに応じた投資アドバイスの二点が挙げられる。これは、米国の家計がリスク資産保有に対して積極的である要因のひとつであると考えられる。

3-3. 今後のリテールビジネスと家計のリスクテイク

前節では、米国の証券販売チャネルが重視している点として長期的な信頼の獲得及び顧客ニーズの適切な把握であることについて述べた。日本において、金融資産保有における上位層のさらなるリスクテイクを促進するために必要とされる証券販売チャネルのリテールビジネス戦略の視点について考えてみたい。

既に述べたように、日本において近年、規制緩和が進んだ結果、販売面におけるチャネルが拡大し、多種多彩の商品を販売できるようになった。そして、投資信託販売においては証券会社以外の販売チャネルがシェアを伸ばしており、リテールビジネスの環境が変容しつつある。米国ではICが主要なチャネルのひとつであったが、日本においては知名度が低く、販売網の大きさを考慮すれば当面は証券会社や銀行などの金融機関が証券販売の中心を担うと考えられる。日本におけるリテールビジネスは米国ほどには発達しておらず、今後の戦略構築においては特に次の3点が重要であるといえる。

第一に、税務等の専門的知識を有し、総合的に資産運用アドバイスを行うことのできる人材の育成である。たとえば、2003年から行われてきた証券優遇税制等、金融資産の売買や保有に関わる税制は専門的かつ改正の頻度も多い。それゆえ、長期的観点で顧客に投資アドバイスを提供するには専門的かつ包括的知識を有する人材が不可欠である。各チャネルの顧客獲得競争が今後さらに加速することを考慮すれば、金融機関はこのような人材開発へのコストを惜しむべきではないであろう。

第二に、人事体系の問題がある。従来、メガバンクなど大手の金融機関では総合職採用の場合、数年毎の人事ローテーションにより、配属が変更される人事体系をとってきた。顧客との長期的な信頼関係を構築するには、今後このような企業都合の人事体系は極力少なくすべきである。なぜなら、顧客との長期的な信頼関係を構築するためには、顧客にとって信頼できるアドバイザーの存在が重要だからである。最近では地域総合職等、配属される地域を限定した採用の動きも見られるが、全国型の総合職に比べて待遇が劣ることがあるため優秀な人材が配属地域を転々とすることが懸念される。そのため、キャリアプランを明確化した採用により、将来的には地域に密着した営業担当者を配置できるような人事体系を構築すべきである。

第三に、顧客のニーズを適切に分析し商品を販売することである。このことは第一に挙げた点と関連するものであるが、少子高齢化の進展により、家計のライフプランは多様化しており、たとえば同額の金融資産を有し、同様のリスク許容能力があったとしても世帯構成等の違いから求めるリターンは異なると考えられる。日本では、金融資産保有の上位層においても預貯金割合が高く、特に高齢者への資産分布の偏在が高いことを考えると、必ずしも高いリターンを要求するわけではないであろう。それゆえ、世帯構成やライフプランに応じた投資アドバイスを提供すべきだと考えられる。この意味で、最近日本でも提供されている「ラップ口座」は家計のリスクテイク促進において大きな役割を果たすものと考えられる。

ラップ口座とは、個人投資家の資産管理、投資アドバイスや売買の執行、口座管理など、資産運用に関する様々なサービスを提供し、手数料を資産残高に応じて一括して徴収する口座のことであり、米国では日本に比べると一般的なサービスとなっている。これは、2004年の投資顧問業法（現在では金融商品取引法に一本化）の改正で証券会社の投資一任業務が可能になったことを契機として、多くの証券会社が提供を始めたサービスである。ラップ口座は、最低契約金額が数千万円からであることが多く、金融資産保有における上位層向けのサービスであるといえるが、最近では一千万以下からの受入を可能とする証券会社も出てきており、数億円単位での契約の多いプライベートバンキングに比べると、より多くの家計が対象となると考えられる。また、短期売買による収益を目的とするのではなく長期的な資産形成を目指して運用が行われる点や、投資に関する専門知識・経験が乏しい人でも比較的投資しやすい点で、日本における個人金融資産の効率的活用を進める役割が期待される。そして、ラップ口座が金融資産保有上位層向けのリテールビジネスにおける

中心的存在となるのであれば、長期的な資産運用アドバイスを行う必要性から、先に挙げた金融機関における専門的知識を有する人材の確保及び人事体系のあり方にも変容をもたらし、より顧客志向のビジネス提供が求められると考えられる。ラップ口座においても顧客獲得競争が進むことが予測されるが、当然のことながら顧客の信頼を失わないサービス提供体制の構築に努める必要がある。

第4章 家計のリスクテイクと住宅市場

第2章において、負債保有が金融資産のポートフォリオ決定に強い影響を与えることを明らかにした。そして、日本の家計は純貯蓄の蓄積に従ってリスク資産比率が大きくなることも示された。それゆえ、日本の家計の負債の大部分を占める実物資産保有目的負債とリスクテイクには強い関連性があると考えられる。持家志向が依然として強い日本において、住宅取得コストは多くの家計の流動性保有動機を強くすると考えられ、今後の家計のリスクテイク促進のためには、住宅問題は無視できないであろう。

本章では、日本の住宅市場が抱える課題について明らかにし、家計の純貯蓄の蓄積を促進するための住宅市場改革の必要性について提言したい。

4-1. 家計の資産選択と住宅市場

一般に住宅取得は家計にとって最大の資産購入であり、多くの場合借入を行うことになる。その借入に伴い、金融資産のポートフォリオにおいて流動性の高い資産の割合は高まることは先に述べたとおりである。ここで、住宅取得コストが低下すれば、家計のライフサイクルにおいてより早い段階から自由に配分可能な金融資産、すなわち純貯蓄の蓄積が起こると考えられる。よって本節では住宅取得コストを低減させる方策を考える前段階として、日本家計の住宅取得とリスクテイクの関係について検討する。

まず、日本の家計の住宅取得は、ライフサイクルのどの段階でなされることが多いのか考えてみたい。図表4-1は、日本の家計の年齢階層別持家率及び貯蓄総額・負債総額・純貯蓄・リスク資産比率を示したものである。なお、下図の資産プロファイルの各値は第2章における手法により推計しており、本節では年齢階級を6つに分類している。持家率に着目すると、①世帯主年齢が高まるにつれ持家率が上昇すること、②30代において急速に持家率が高まること指摘できる。次に資産プロファイルに着目すると、①30代で最も純貯蓄のマイナスが大きくなること、②20代から30代にかけて大きく負債額が増加するこ

と、③純貯蓄が一定以上蓄積した段階でリスク資産比率が高くなることが指摘できる。

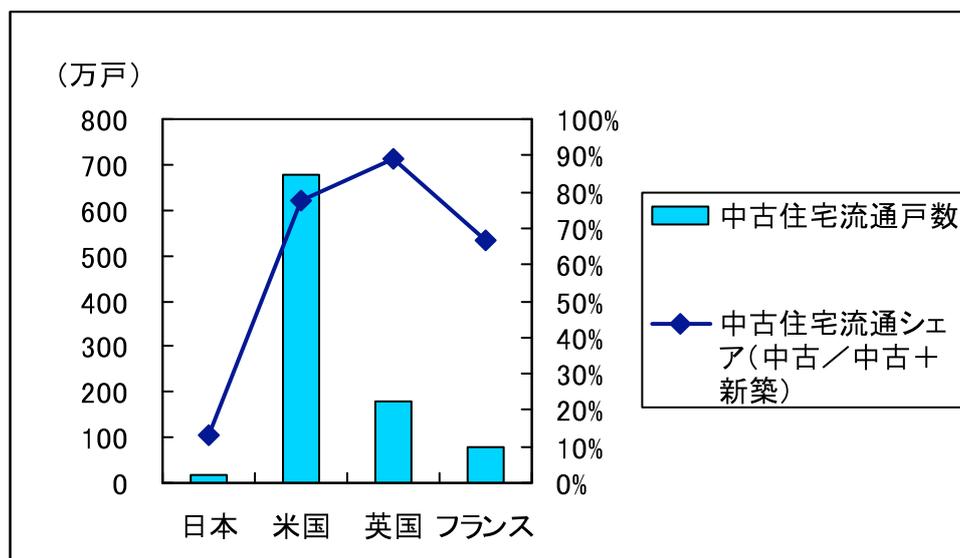
図表 4-1 年齢階級別持家率及び資産プロフィール

	持家率	貯蓄総額(兆円)	有価証券総額(兆円)	負債総額(兆円)	純貯蓄(兆円)	リスク資産比率
～29歳	6%	4	0.2	4	-0.4	5%
30～39歳	33%	53	5	58	-5	9%
40～49歳	59%	109	12	88	21	11%
50～59歳	69%	200	22	63	137	11%
60～69歳	73%	268	43	28	239	16%
70歳～	73%	228	42	11	217	19%

(出所)総務省「平成 18 年家計調査」、総務省「平成 15 年住宅・土地統計調査」より筆者作成

以上の分析から住宅取得コストとしての負債保有が家計のリスクテイクに強い影響を与えることが改めて示された。ここで、中古住宅・賃貸住宅の市場について考えてみたい。中古住宅に居住する場合には新築住宅を購入する場合に比べて割安な住宅取得が可能であり、賃貸住宅に居住する場合には住宅取得目的の負債を保有することはなくなる。それゆえ、これらの市場について分析することは家計のリスクテイクを促進する方策を考える上で有益であると考えられる。

図表 4-2 中古住宅流通の国際比較



(出所)国土交通省「平成 18 年度国土交通白書」

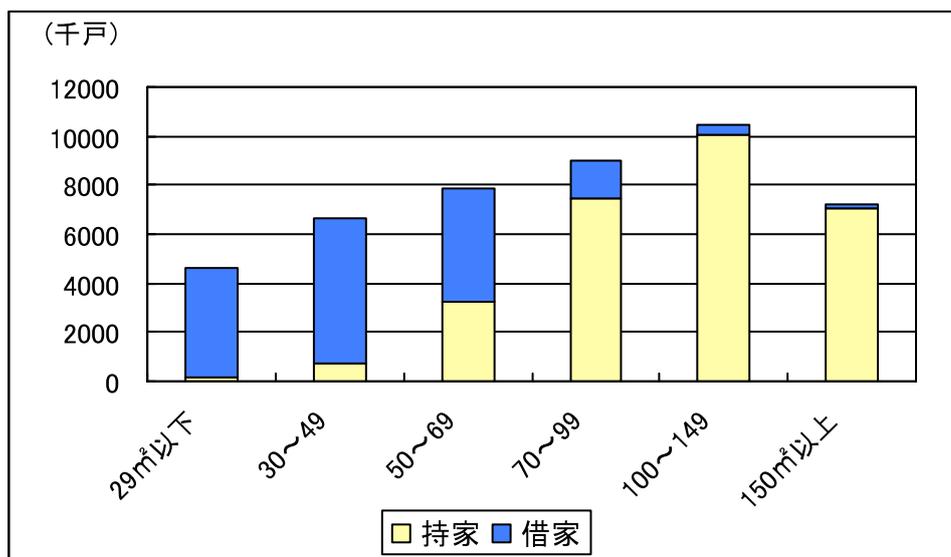
(注)新築住宅着工戸数及び中古住宅流通戸数は、日本が 2003 年、米国及び英国は 2004 年、フランスは新築について 2005 年、中古について 2000 年の値を使用している。

まず、中古住宅市場の現状を概観する。日本では海外諸国に比べると中古住宅市場の流通が少ないことが知られている。図表4-2は日本と海外諸国の中古住宅の流通を比較したものである。

日本の中古住宅は、その流通戸数、シェアともに海外諸国に比べ低い値を示しており、日本の住宅市場は新築住宅中心であるといえる。以上より、新築より割安である中古住宅の流通が少ないことが日本における若年段階での純貯蓄の蓄積を阻害するひとつの要因と考えられる。

次に、賃貸住宅市場の現状を概観する。図表4-3は、持家と借家について面積別に供給量を示したものである。

図表4-3 延べ面積別住宅供給

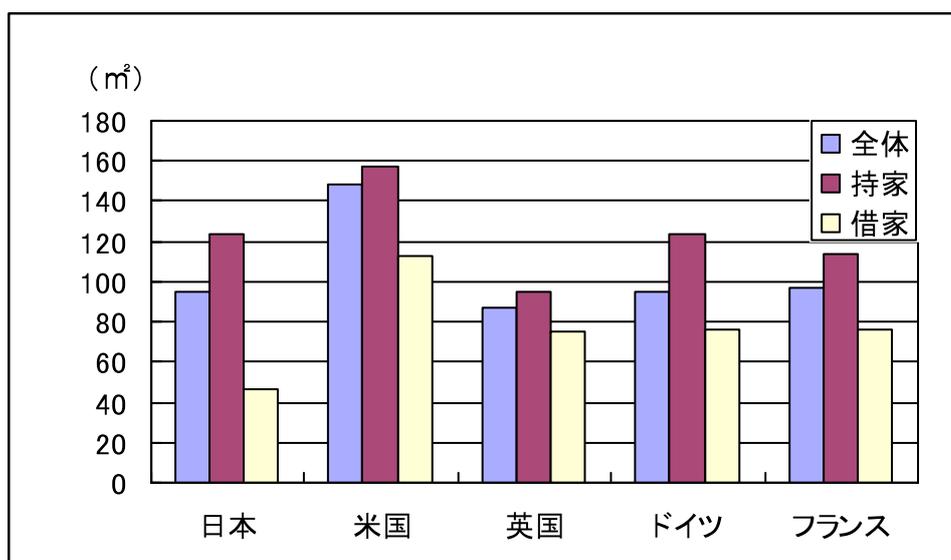


(出所)総務省「平成15年住宅・土地統計調査」より筆者作成

日本において供給されている借家は面積の狭いものが多く、広い面積を有する借家の供給が乏しいことがわかる。このことは、家計の持家志向を強めるひとつの要因となっているものと思われる。なぜなら、借家への居住を希望する世帯であっても世帯人数が増えるにつれ、人数に見合った面積を有する借家の供給が乏しいために住宅を取得せざるを得なくなると考えられるからである。さらに、海外諸国と持家及び借家の面積を比較したのが図表4-4である。日本の持家の面積は海外諸国と遜色ない水準にあるものの、借家については著しく低い水準に留まっていることが指摘できる。

ここで、海外諸国では中古住宅の流通性が高いことを想起すると、海外諸国の家計はそのライフサイクルに応じて中古住宅・賃貸住宅のうちから比較的自由に住居選択を行うことができるものと思われる。よって、日本では中古住宅の流通性の低さ及び床面積の広い借家の供給不足が、家計の新築住宅の取得を促進し、結果として家計の負債保有を増大させ資産運用の自由度を狭めるものと考えられる。

図表 4-4 戸当たり床面積(平均)の国際比較



(出所)国土交通省資料より抜粋

4-2. 中古住宅市場と家計の資産選択

本節では、中古住宅市場の不完全性要因および市場の活性化のための方策について考えたい。国土交通省によれば、65歳以上の単身及び夫婦の持家世帯の54%が100㎡以上の広い住宅に住む一方で、4人以上家族の29%が100㎡未満の住宅に居住している。この事実は、住宅ニーズにおいてミスマッチが生じていることを示唆している。また、高齢者にとって一戸建ての広い住宅が暮らしやすいとは限らない。図表4-5は、高齢者の住宅満足に関する調査の結果を示したものである。

日本の高齢者は、割合としては「満足している」「まあ満足している」が多いものの、海外諸国と比べると不満を持つ割合が高くなっている。図表中にはその大きな理由として挙げられたものを示しているが、特に「住まいが古くなりいたんでいる」という点が海外諸国と比べて高くなっている。また、高齢者に使いにくい住宅構造・設備も挙げられている。

一般に住宅は金融資産に比べ可分性が低いために、取引が容易でないと考えられるが、海外諸国では住宅は流動性を持つ財として取引されていることによるものだと考えられる。

図表 4-5 高齢者の住宅満足度

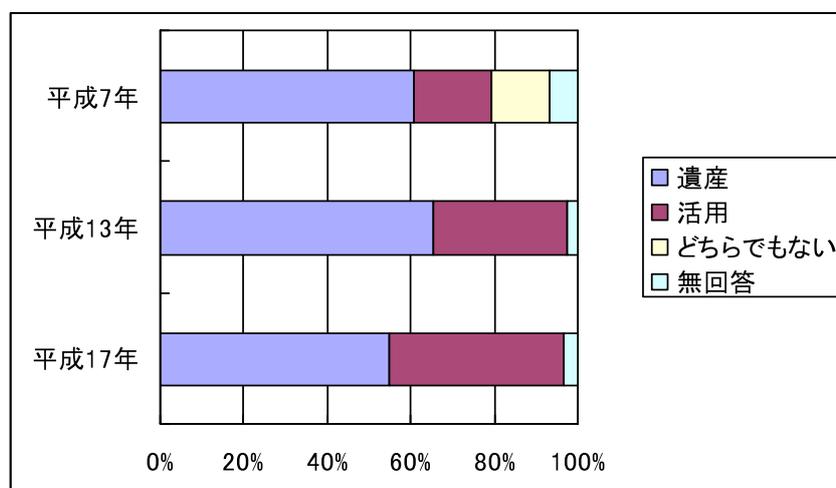
	日本	米国	ドイツ	フランス
満足している	34.9	79.3	74.5	68.4
まあ満足している	46.6	17.1	21.3	26.3
多少不満がある	15.6	2.4	3.6	4.9
非常に不満がある	2.9	0.9	0.6	0.4
住まいが古くなりいたんでいる	16.7	4.5	2.0	4.1
住宅の構造や造りが高齢者には使いにくい	13.1	8.8	12.5	10.4
地震、火事などに対する防災設備が不十分である	11.0	1.7	2.3	1.7
台所、便所、浴室などの設備が高齢者には使いにくい	10.5	4.6	13.5	8.1

(出所) 内閣府「第6回高齢者の生活と意識に関する国際比較調査結果」より

ここで、日本の高齢者の実物資産の活用に対する考え方について確認しておきたい。図表 4-6 は、高齢者への資産活用に関する調査の結果を示している。これは、資産の使い方に関して「資産はできるだけ子孫のために残してやるほうがよい」、「資産は自分の老後を豊かにするために活用(売却、賃貸など)するほうがよい」のどちらの考え方に近いのか、という質問に対する調査結果である。なお、「どちらでもない」の選択肢は平成7年のみ存在する。

「遺産」の割合が約半分あるものの、「活用」を考える割合が高くなる傾向にあり、高齢者が住宅資産の活用に積極的になりつつあることが示唆される。それゆえ、高齢者の有する床面積の広い住宅の取引可能性を高める取り組みが、高齢者にとっても、住宅購入を考えている家計にとっても望ましいと考えられる。

図表 4-6 高齢者の土地・家屋等の資産の使い方に対する考え方



(出所) 内閣府「平成17年高齢者の住宅と生活環境に関する意識調査」

ここで、中古住宅市場の活性化のための方策について考えてみたい。前節で述べたように、住宅を活用してストックをフロー化したいと考える高齢者が増えており、その資産が実際に活用されるための環境整備が必要だと考えられる。これにより、割安なファミリー向け物件が中古住宅市場に供給され、若年家計の住宅取得コストの低減がなされることにより、純貯蓄の蓄積を早めることができるものと考えられる。そして、家計のリスクテイクは純貯蓄の蓄積と深い関係があるため、この方策は金融資産の効率的活用を促進するであろう。

中古住宅市場が機能するには、主に①中古住宅に関する情報の整備・開示、②中古住宅と新築住宅の税制における中立性の二点が満たされる必要があると考えられる。なぜなら、住宅に関わらず中古市場で取引される財は価格がその質に基づいて決定されているか否かは、市場の機能に大きく関わる問題であるからである。また、新築住宅が選好される現在の状況が、税制の強い影響を受けた結果であるとすれば、少子高齢化の進展・既存ストックの活用といった課題を抱える日本にとって望ましいものではなく、見直しの必要があると考えられるからである。以下、①及び②について考えていきたい。

①については、2002年より住宅性能表示制度が新築住宅だけでなく中古住宅にも適用されることになり、制度整備が進みつつある。住宅の性能評価及び現況検査による評価を受けた住宅には建設住宅性能評価書が交付される。また、この書面が交付された住宅で紛争が生じた場合には、新築住宅の場合と同様に指定住宅紛争処理機関による紛争処理を受け

ることができる。さらに、最近では中古住宅の質向上策としてリフォーム履歴等を記載した「住宅履歴書」も検討されており、情報の整備に関しては条件が整いつつあるといえる。しかし、これらの制度がその効果を発揮するためには、多くの世帯が制度を利用して住宅性能の情報を蓄積する必要がある。住宅性能評価は国土交通省の指定機関に依頼して行うことになるが、住宅の面積に応じて数万円の負担をしなければならないため、制度利用に前向きでない家計も少なくないであろう。とはいえ、中古住宅市場において、性能評価を受けた優良な住宅が高値で取引されるのであれば、住宅の売却を考える家計にとってメリットは大きいと考えられる。今後は、インターネットなど住宅需要者が利用しやすい形で売却を希望する住宅の情報を得られるようにする等、情報公開の促進にむけた取り組みが必要だと考えられる。

②については、住宅の取得・保有・譲渡の3段階に分けて検討する。なお、ここでは、特に課税特例について言及することにする。まず、住宅取得の際の税制措置について考える。代表的なものとして、住宅取得や増改築目的の負債の残高に応じて課税控除される住宅ローン減税が挙げられる。住宅ローン減税については、新築住宅だけでなく中古住宅にも適用がなされるようになり、安全基準を満たす優良中古住宅には築後20年以内という築年数要件が廃止される等のイコールフットィングが図られている。しかし、住宅保有に関しては固定資産税の減免措置(床面積50㎡以上280㎡以下の住宅について、120㎡までの税額について2分の1控除)が新築のみにあるために、中古住宅のメリットである割安な住宅購入という点が毀損されてしまうため、これについては中古住宅にも同様の条件の減免措置を行う等の見直しが必要であると考えられる。最後に、住宅譲渡時における税制措置としては、「居住用財産の買換え等の場合の居住用財産の買換え等の場合の譲渡損失の損益通算・繰越控除」⁷、「特定居住用財産の譲渡損失の損益通算・繰越控除制度」⁸があるが、新築と中古で扱いに差は生じていない。住宅が譲渡されるということは、住宅を需要する者が存在しているということであるから、本質的には住宅取得時の取り扱いに差があるか否かに帰着するといえる。先に検討したとおり、住宅取得時には一定の要件は求められるものの、新築住宅と中古住宅への税制措置は中立的になりつつあるから、取引時の税制措置

⁷ 居住用資産の買換え時に、譲渡資産(床面積50㎡以上、所有期間5年以上)の譲渡損失額について3年間の損益通算・繰越控除が可能となる制度である。新たに取得する居住用資産の住宅ローン減税は併用可能である。

⁸ 譲渡資産(所有期間5年以上)に関わる住宅借入金がある場合に、3年間の損益通算・繰越控除が可能となる制度である。

については住宅が新築であるか中古であるかは問題となっていないといえる。

以上、①中古住宅に関する情報の整備・開示、②中古住宅と新築住宅の税制における中立性について述べた。情報整備・税制措置における中古住宅の扱いは制度上では新築住宅と遜色ないものとなってきているといえる。しかし、特に①については公開情報の利用可能性の面で十分とは言えず、中古住宅市場の流通停滞の一因となっている可能性があり、普及の促進を図るとともに一般にわかりやすい指標化といった対応が今後必要だと考えられる。

4-1の分析より、実物資産取得に関わる負債は、家計の純貯蓄の蓄積を阻害するため、リスクテイクを阻害することが示唆された。持家志向、特に新築住宅志向の強い日本の家計の負債額を低減させ、純貯蓄の蓄積を早期化させる観点から、中古住宅市場の活性化について考えてきた。中古住宅市場が活性化することは、実物資産の流動性が高まることである。もちろん、住宅市場の動向のみによってリスクテイクが促進されるわけではないが、実物資産の流動性が高まれば、金融資産におけるポートフォリオの自由度は比較的高くなると考えられる。この意味で、中古住宅市場の活性化は家計のリスクテイクを促進しうる。

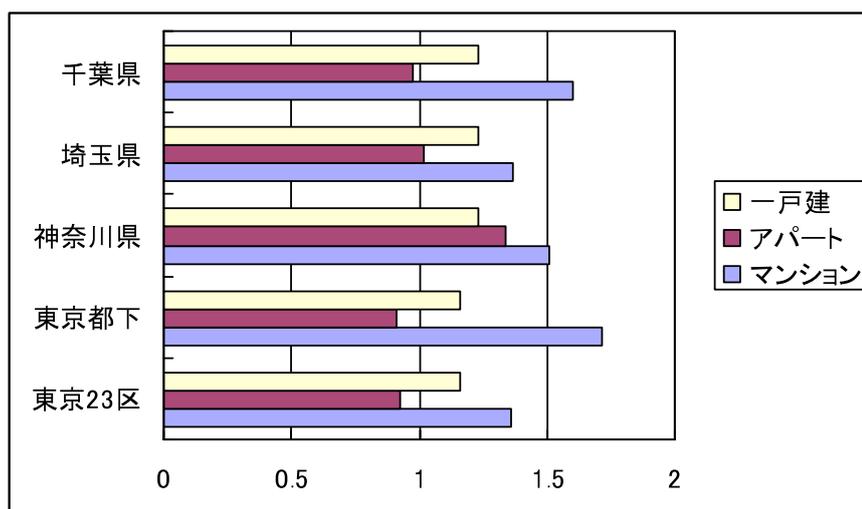
4-3. 賃貸住宅市場と家計の資産選択

本節では、賃貸住宅市場の不完全性要因及び床面積の広い住宅の供給増加策について考えてみたい。先に述べたように、高齢者は資産活用に関して積極的になりつつある。そして、持家において高齢者の単身・夫婦世帯が広い住宅に住み、4人以上家族が比較的狭い住宅に住んでいる。広い住宅が賃貸住宅市場に供給されれば、4人以上家族は持家でなく賃貸住宅を選択することが可能になり、負債を保有する上に手狭な住宅に住む必要がなくなり、資産運用の自由度が高まるものと考えられる。以上より、床面積の広い賃貸住宅に対するニーズ及び潜在的な供給ストックは存在しているにもかかわらず、実際は供給が少なくなっているのはいかなる理由によるものであろうか。

ここで、賃貸住宅に関する制度として近年導入された定期借家制度について考えてみたい。定期借家制度とは、契約で定めた期間の満了により、更新されることなく確定的に賃貸借契約が終了する制度であり、平成11年の借地借家法の一部改正により創設された。従来の賃貸借契約では、正当事由（貸主がその建物を自己使用する理由など）が存在しない限り貸主からの更新拒絶ができず、自動的に契約が更新される。このため、貸主にとってはいったん物件を貸すと返ってこないリスクを抱えることになる。このことが良質なファ

ミリー向け物件の供給の阻害要因になっていたと考えられ、定期借家制度はこの問題に応える形で導入された制度である。床面積の広い賃貸住宅が十分に供給されれば、家計の持家志向も現在に比べると低くなり、世帯人数の増加といったライフサイクルにあわせた住居選択が可能になるため住宅の購入を望まない家計が増えるものと考えられる。これにより、負債保有の必要がなくなるため、純貯蓄の蓄積が早まる結果として、家計のリスク資産投資にも正の影響を与えられとされる。また、居住期間を契約で定められることから長期的な家賃収入が期待できるため、比較的長期かつ割安の物件が供給されることも期待される。以下では、この定期借家制度が良質な賃貸住宅供給に資するという観点から、定期借家制度の現状及び課題について考えてみたい。

図表 4-7 定期借家と普通借家の面積の比較

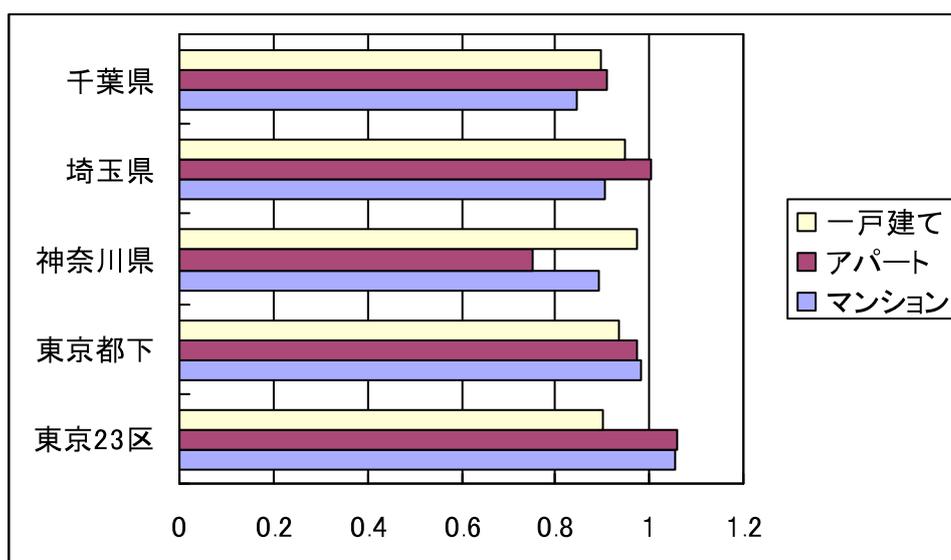


(出所)アットホーム「首都圏の居住用賃貸登録物件における『定期借家』の推移」より
筆者作成

まず、定期借家の導入の現状について分析を行う。なお、本節の定期借家に関する統計資料は、アットホームの資料を用いている。図表 4-7 は、首都圏における定期借家と普通借家の床面積について比較したものである。図表中に示されているのは、定期借家の床面積を普通借家の床面積で除した値であり、1 を超えていれば定期借家の方が普通借家よりも広い床面積を有していることになる。一戸建て・マンションについては普通借家比べて床面積の広い定期借家が供給されており、定期借家制度の効果が発揮されつつあるといえる。

次に、定期借家と普通借家の(床面積あたり)家賃について比較したのが図表4-8である。図表中に示されているのは、定期借家の床面積あたり家賃を普通借家の床面積あたり家賃で除した値であり、1を下回る場合には定期借家のほうが普通借家より割安であることを表す。

図表4-8 定期借家と普通借家の家賃の比較



(出所)アットホーム「首都圏の居住用賃貸登録物件における『定期借家』の推移」より筆者作成

東京23区のアパート、マンション及び埼玉県のアパートについて普通借家の方が割安となっているものの、他県及び東京都下では定期借家のほうが割安となっている。特に、一戸建ての場合は上記5区分すべてにおいて割安となっている点で、良質な借家供給に好影響を与えているといえる。

しかし、定期借家物件の平均契約期間は約3年となっており、比較的短期の契約に留まっている。米山(2007)によれば、定期借家は割安な家賃・広い床面積等、借主にとってはメリットが大きい。貸主にとっては中途解約権の存在による空室リスクが存在するため、長期の定期借家供給が阻害されている。短期契約による転居回数の増加は、子供の教育支出等、かえって長期的な支出計画を立てにくくなる問題を生じさせるため、結果的に資産運用の自由度が広がらない可能性がある。

そこで、比較的長期の契約の定期借家を促進する方策として中途解約権のあり方について

で見直しを提言したい。現行制度においては、転勤や親族の介護などやむをえない事情があれば、借主の中途解約権が認められている。このため、貸主は一方的に契約期間中の空室リスクを負わされることになり、長期の定期借家契約を阻害していると考えられる。将来のリスクは貸主が一方的に負わされるべきでなく、借主にも割安・広い床面積のメリットを享受することに対する一定のリスク負担が必要であろう。それゆえ、中途解約を行う際には契約残存期間に応じて違約金を支払うといった契約を可能にすることで、リスク分担の均衡化を図ることを提言したい。これにより、空室による損失をある程度補填することができ、借主は一定のリスクを負担しつつ長期・割安な物件への居住というメリットを享受できると考えられる。そして、世帯人数の増加が予想される世帯も必ずしも住宅を取得しなくとも住み替えをすることが可能になり、固定的な流動性保有の必要性も少なくなると考えられる。よって、賃貸住宅市場、特に定期借家の供給増大は家計の資産運用の自由度を高め、純貯蓄の蓄積を促進し家計の金融資産の効率的活用に貢献するものと考えられる。

第5章 金融資産の効率的活用に向けて—今後の課題と方向性—

本稿では、金融資産の偏在を明らかにし、実物資産保有が家計の金融資産ポートフォリオ決定に強い影響を与えることを示した。これらは各家計の経済行動の集積として得られたものであり、住宅を取得するにあたって負債を抱えるために、一定割合の流動性(現預金)を保有するのは合理的であるといえる。日本の家計が安全志向と指摘されるのは、金融資産保有額の上位層や高齢者世帯といったリスク許容度が高いと考えられる家計において、米国に比べるとリスクテイクが進んでいないことによるものである。それゆえ、今後日本の家計のリスクテイクが進むか否かは、彼らの行動に左右されるといえるであろう。そして、金融資産を効率的に活用するには、家計のみならず政府や金融機関の行動も同様に重要である。そこで、本章ではこれまでの分析を①家計、②政府、③金融機関、の3つの主体の視点から捉え直す事とし、本稿の結びとしたい。

5-1. 家計からの視点

本稿の分析において、リスクテイクに積極的である家計とは純貯蓄の蓄積が進んでいる家計であった。持家志向が強く、特に新築住宅を志向する家計の多い日本においては住宅取得が金融資産のポートフォリオ決定に与える影響が強いと考えられる。親世代から住宅

を相続する場合は、住宅取得のコストを負担することなく純貯蓄は蓄積していく。一方、住宅取得を考慮に入れた家計のライフサイクルにおいては、住宅ローン借入により固定的な支出が続くことになり、長期間にわたって一定割合の流動性を保有する必要がある。その結果として、ローン返済が終了するまではリスクテイクに積極的になることができなくなる。

このように、初期時点で住宅を保有しているか否かは家計の資産運用の自由度を左右するといえる。従来の日本の家計は、ライフサイクルの観点からは、おおむね上に述べた 2 種類に大別することができたと考えられるが、少子高齢化の進展によりライフプランは多様化していくものと考えられる。ところで、少子高齢化とは、そもそも非婚化や子供を生まない家族の増加により起こる社会現象である。たとえば、住宅を相続した者が結婚しない、あるいは結婚しても子供を生まない場合では、住宅へのニーズも異なる。この場合、保有する住宅を売却あるいは賃貸し、本人は借家あるいは床面積のそれほど広くない持家への転居をするのが合理的な選択であり、金融資産選択の幅も広がるものと考えられる。その一方で、子供の数が多く、広い住宅を希望する家計も存在するであろう。このような家計を結びつける市場が中古住宅市場あるいは賃貸住宅市場であるといえ、これらの市場機能の向上は家計のリスクテイクを促進する要因となりうるのである。

日本の家計は様々な経路により、純貯蓄を蓄積していく。本稿での分析では、金融資産やリスク資産の一部家計への偏在が生じていることを示した。それゆえ、資産保有分布の上位層の行動が変わらない限り、日本家計全体のポートフォリオも大きくは変わらず、金融資産を効率的に活用することはできないものと考えられる。彼らの行動は、政府による証券税制のあり方はもとより、金融機関等の証券販売チャネルのリテールビジネスの動向に影響されるものと考えられる。

5-2. 政府からの視点

エネルギー資源や少子高齢化といった成長制約要因を抱える日本において、家計の金融資産の効率的な活用が果たす役割は大きい。政府は「貯蓄から投資へ」という政策目標のもと、金融商品販売チャネルの拡大や証券優遇税制等の政策を打ち出してきた。特に、税制改正の過程では、金融商品の税率が本則ではほぼ一本化され、損益通算の範囲も拡大しており、家計の合理的な金融資産選択を促すものとなりつつある。また、投資家保護の内容を盛り込んだ金融商品取引法も施行された。その結果、金融機関の自由なビジネス環境

が整備されたことにより家計と市場との距離は以前より縮まってきているといえる。しかし、現時点ではこれらの政策が期待された効果を発揮したとは言い難い。それゆえ、今後とも引き続き、家計のリスクテイクを促す政策を講じる必要がある。

金融資産の効率的活用を促すための政策は、リスクテイクを阻害する要因に直接働きかけ、リスクマネーの供給が経済成長に貢献するものである必要がある。本稿では、金融資産のポートフォリオ決定が実物資産・負債に強い影響を受けること、一部の家計に金融資産が偏在していることを明らかにした。それゆえ、政策の効果も全ての家計に一樣ではないと考えられる。販売できる商品の幅が広がる等、金融機関のビジネス環境が整いつつある現在において、特に政府が見直すべきは実物資産に関する税制であり、住宅ストック市場を活性化させる必要がある。なぜなら、実物資産保有はと金融資産保有に強い影響を与えるため、実物資産の取引や保有に関する税制において歪みが生じることは望ましくないと考えられるからである。本稿では、新築住宅と中古住宅では課税方式において中立的でないことを指摘した。また、住宅ローン減税等の実物資産取引に関する税制措置は、中古住宅にも適用されるようになってから日が浅く、実際に中古住宅の取引が増大するかは今後の動向を検証する必要がある。少子高齢化の進展の観点から、今後は世帯数が減少し家計のライフスタイルも多様化することが予想され、新築住宅を優遇する従来型の政策は見直すべきである。家計の居住ニーズに合わせた住宅政策が、家計のライフサイクルにおける金融資産のポートフォリオ決定を合理的なものとし、結果として金融資産の効率的活用にも貢献するものと考えられる。この意味で、家計のリスクテイクを促進するためには金融資産所得課税と実物資産所得課税における損益通算など、金融資産と実物資産の選択における中立性を志向する課税方式も今後検討すべき課題だと考えられる。あわせて、賃貸住宅市場において取引される住宅の質を担保する制度整備についても検討を続ける必要がある。

5-3. 金融機関からの視点

日本の金融機関は、金融ビッグバン以降の規制緩和により、業態によらず幅広い金融商品を扱えるようになり、より自由な競争環境の中でリテールビジネスを展開する必要がある。ところで、家計のポートフォリオにおけるリスク資産の割合を増加させるためには、金融資産保有分布における上位層のポートフォリオ構成を変化させる必要がある。なぜなら、金融資産残高の上位層あるいは高齢者層といった一部の家計に金融資産が偏在してい

るためである。米国家計との金融資産残高による比較では、特に上位層でリスク資産比率での差が大きくなっていった。これより、日米のリスク資産の割合の差の多くは、上位層でのリスクテイクの度合いに基づくものと考えられる。そこで、家計と金融・資本市場を結びつける金融機関のリテールビジネス戦略は、家計のリスクテイクを促進する上で大きな役割を果たすものと考えられる。

第 3 章でも述べたとおり、商品の品揃えや魅力はもとより、顧客獲得のために顧客の信頼度を確保することが必要であると考えられる。そのためには、会社都合の営業担当者の異動を極力少なくするといった企業努力が必要であろう。また金融資産保有の上位層には、家計のライフプランを踏まえた総合的な資産運用アドバイスを提供するビジネスが有効であると考えられるが、税務等の知識に精通した人材の開発にも積極的になる必要がある。重要なことは、家計の信頼の確保であり、単年度の収益を追求するのではなく、ラップ口座等の家計のニーズに合わせた長期的な資産運用アドバイスだと考えられる。以上のような金融機関のリテールビジネスへの姿勢が家計のリスクテイクを促進するものと考えられる。

参考文献

- 石川達哉 (2004) 「住宅価格変動と家計の消費及び資産・負債ー日本・米国・英国の比較ー」
ニッセイ基礎研 REPORT 2004年2月
- 石川達哉 (2005) 「変革の時を迎える日本の住宅市場」ニッセイ基礎研 REPORT 2005年8月
- 石川達哉、矢嶋康次 (2001) 「日米比較で見る高齢者の貯蓄・消費と住宅資産の関係ー中古住宅市場が活性化すれば高齢者の消費は増大ー」ニッセイ基礎研究所経済調査レポート No. 2001-02
- 石川達哉、矢嶋康次 (2001) 「家計の資産選択におけるリスクテイクー現金・預貯金に対する選好と持ち家及び負債との関係ー」ニッセイ基礎研究所経済調査レポート No. 2001-03
- 祝迫得夫 (2005) 「少子高齢化と家計のポートフォリオ選択」一橋大学経済研究所 Discussion Paper Series A No. 485
- 上山仁恵、下野恵子 (2005) 「住宅購入を考慮した家計の金融資産選択」金融経済研究第 22号 pp. 77-93
- 大野裕之、林田実 (2006) 「株式譲渡益課税の個人投資家の投資行動に及ぼす影響に関する効果分析」日本証券業協会
- 木成勇介、筒井義郎 (2007) 「日本における危険資産保有比率の決定要因」大阪大学社会経済研究所 Discussion Paper No. 701
- 小池拓自 (2005) 「家計資産 1400 兆円の分析ー金融資産の質、量及び分布の状況ー」国立国会図書館 ISSUE BRIEF NUMBER. 491
- 古藤久也 (2000) 「わが国家計の資産選択行動についてー持ち家選好・年功賃金制度と株式保有ー」金融市場局ワーキングペーパーシリーズ 2000-J-9
- 駒井正晶、阿部由里 (2005) 「住宅所有と家計の資産選択：マイクロ・データによる分析」
フィナンシャル・プランニング研究 No. 5、2005年 pp19-26
- 白石小百合、松浦克己 (2002) 「何が日本家計の危険資産選択を抑制しているのか」
JCER Discussion Paper 2002
- 関田静香 (2007) 「マル優制度と家計の資産選択」金融経済研究第 24号、2007年3月 pp. 26-47
- 瀧俊雄 (2007) 「郵便局による投資信託販売と銀行窓販の現状」資本市場クォーターリー 2007 Winter pp. 169-185
- 田近栄治、中川和明 (1991) 「わが国家計の資産選択と資産需要の代替性」フィナンシャル・

レビュー、1991年3月

橋本俊詔、谷川寧彦(1990)「家計の資産選択—家計保有パターンの計量分析—」ファイナ
ンス研究 No. 12 pp. 1-21

中山忍、片桐智子(1999)「日本の家計の金融資産選択行動—日本の家計はなぜリスク資産
投資に消極的であるのか?—」日本銀行調査月報、1999年

南波駿太郎(2007)「高齢化社会における家計の資産選択行動の変化とその含意」富士通総
研研究レポート NO. 305

沼田優子(2001)「総合化を志向する米国金融機関」知的資産創造 2001年11月号 pp. 48-59

平塚知幸(2004)「米国リテール証券営業の変容」知的資産創造 2004年2月号 pp. 84-93

みずほ総合研究所(2002)「家計の貯蓄と資産選択行動—減少する家計資産と高まる安全資
産選好—」みずほレポート 2002年11月

米田隆(2007)「日本の個人金融資産と資産運用—欧米との比較における日本の特徴—」証
券アナリストジャーナル 2007年6月号 pp. 6-17

日本証券業協会(編)、個人投資家について考える研究会(著)(2005)『個人投資家と証券市
場のあり方』中央経済社

野村総合研究所、宮本弘之、尾日向竹信(2006)『新世代富裕層の研究』東洋経済新報社

樋口美雄(2006)『日本の家計行動のダイナミズム[Ⅱ]税制改革と家計の対応』慶應義塾大
学出版会

松浦克己、白石小百合(2004)『資産選択と日本経済』東洋経済新報社

渡辺裕康(2006)『ファイナンス課税』有斐閣

Arthur B. Kennickell(2006) *How Do We Know if we Aren't Looking? An Investigation
of Data Quality in the 2004 SCF* Federal Reserve Board September 2006

(参考ホームページ)

金融庁

<http://www.fsa.go.jp/>

国土交通省

<http://www.mlit.go.jp/>

財務省 税制ホームページ

<http://www.mof.go.jp/jouhou/syuzei/syuzei.htm>

財団法人日本証券経済研究所

<http://www.jsri.or.jp/>

社団法人投資信託協会

<http://www.toushin.or.jp/>

総務省統計局

<http://www.mof.go.jp/jouhou/syuzei/syuzei.htm>

日本銀行調査統計局「資金循環統計の国際比較」

<http://www.boj.or.jp/type/release/zuiji/kako03/data/ron0312a.pdf>

FRB, *Flow of Funds Accounts of the United States*

<http://www.federalreserve.gov/release/z1/current/data.htm>

FRB, *Survey of Consumer Finances*

<http://www.federalreserve.gov/pubs/oss/oss2/scfindex.html>

Office for National Statistics, *Financial Statistics*

<http://www.Statistics.gov.uk/>

Deutsche Bank, *Special Statistic Publication 4*

<http://www.bundesbank.de/>

Banque de France, *Comptes et Indicateurs Economique*

<http://www.banque-france.fr/>