

祝迫 得夫 一橋大学教授

ポイント

- リスクをとるべきなのは家計でなく企業
- NISAなど自助努力求める制度不十分
- 家計資産運用と年金問題は一体で議論を



いわいさこ・とくお 66年生まれ。一橋大卒、ハーバード大博士。専門はファイナンス

21世紀に入り先進各国は、高齢化の到来・長寿化の進行とそれに伴う年金・財政負担の拡大に対応する目的から、退職後に備えるための自助努力を民間部門に求める政策・制度改革を進めてきた。

日本でも2014年の少額投資非課税制度（NISA）の導入以降、NISAの年間拠出額の上限の引き上げ、ジュニアNISA・つみたてNISAの導入と続き、17年1月には20歳以上の全員が個人型確定拠出年金（iDeCo）に加入できるようになるなど大きな制度改革が相次いだ。これらは家計の自発的な資産形成を促そうとする制度改革である一方で、年金・社会保障問題とも深く関係しており、最終的には日本の金融システム全体にも大きな影響を及ぼす可能性を持つ。

マクロ・金融の側面からみると、こうした制度改革には2つの重要な経済学的インプットがある。第1に年金支払いの財源をその時点で現役世代の負担に求める賦課方式は、家計貯蓄を抑制（クラウドアウト）

老後の備えと金融資産運用

自助努力へ方向性明確に

昇ると考えられる。

第2にこうした移行は、高齢化・長寿化の進行時の年金・財政負担を緩和し、現役世代に与える影響を軽減する一方で、民間部門、特に家計に資産運用リスクを負わせることになる。その結果、日本では特に重要な点として、家計の金融資産に占める株式などのリスク性資産の割合は上昇

税制優遇拡大政治主導で

すると考えられる。無論こうした議論は物事を過度に単純化している。賦課方式から積み立て方式への移行

	英国		日本	
	株式型ISA	預金型ISA	NISA	つみたてNISA
導入時期	1999年4月		2014年1月	18年1月
設定期間	当初10年間の予定だったが、2008年に恒久化		10年（14～23年）	20年（18～37年）
非課税期間	恒久		5年	最長20年
対象商品	株式、債券、投資信託等	預金、MMF等	株式、投資信託等	金融庁が認定した投資信託
拠出限度額	イノベティブ・ファイナンスNISAと合わせて合計2万ポンド（約290万円）		NISAは120万円、つみたてNISAは40万円、どちらか一つ選択	

（出所）丹生・荒井「英国ISA恒久化と制度改革の意義—NISAへの示唆—」を基に一部アップデート

行時には特定の世代に過大な負担が発生するので、日本を含む先進各国で完全な移行が実現することはあり得ない。現実問題として重要なのは、確定給付から確定拠出へのウ

エートのシフトの方だ。

またそうした移行がもたらす貯蓄率上昇やリスク資産への投資の増加を定量的に評価

大きく依存している国の方が、一般に家計の貯蓄や資産の水準が高いという事実がある。同時にそうした国では、銀行のような金融仲介機関より

もし本当に金融業界関係者が長年待ち望む家計の「貯蓄から投資へ」の移行が実現したとして、具体的に日本の金融システムと経済にどのような影響を与えるのだろうか。

まず第1に言えるのは、そうした変化が企業の設備投資の拡大や国内株式市場の活況につながることはあり得ないという点だ。大企業の過剰な内部留保が議論の対象となっている現状を踏まえれば、リスクテイクすべきなのは企業であり家計ではない。また経済全体の活性化にはスタートアップの増加がさらに必要だろうが、そのために必要なベンチャーキャピタルのなり

国内株式市場の活性化と多くの家計の市場参加に何より必要なのは、企業の生産性向上であり、その逆の因果関係はあり得ない。金融的側面から

企業の生産性改善を促すための株式市場

を通じてコーポレートガバナンス（企業統治）の強化であり、その前提条件としての透明性の高い会計制度と法制度の整備を徹底させることだ。

第2に今後も日本企業の生産性上昇の停滞が続き、株式の期待収益率も低水準にとどまるのならば、家計部門のリスク性資産は投資先を海外に求めることになる。過去25年の投資パフォーマンスの国際比較に関する統計は、日本の家計がもっと積極的に海外のリスク資産に投資すべきだったことを示唆している。一方

で08年の世界金融危機以降の生産性上昇の停滞が先進国全般に共通する現象であること

興国市場が含まれるべきだ。

ではこうした制度改革は日本ですぐ機能するのだろうか。日本がモデルケースとした英国のISA（個人貯蓄口座）に比べて、NISA・つみたてNISAが極めて中途半端な制度にとどまっていることは一目瞭然だ（表参照）。

背景には金融資産運用を促進するため、税制優遇措置の拡大と恒久化を目指したい金融庁・金融業界と、財政規律を守るために節操のない優遇を認めたくない財務省（主税局）の綱引きがあるようだ。筆者はこの問題に限れば金融庁寄りだが、安易な税制優遇措置を拒もうとする財務省の立ち位置も十分理解できる。

だが一般の家計に映る政府からのシグナルは「自助努力で一生懸命貯蓄して運用してほしいが、税金はしっかり徴収する」という、青信号と黄信号が一緒に点灯したかのよう

退職後の備えの負担を民間に移し、家計の自助努力を促すための資産運用環境を整備する政策は、年金制度・金融システムの両方にまたがる制度変更であり、そもそも官僚主導では難しく政治主導で進めるしかない問題だ。政府が明確な制度改革の方向性を示さなければ、家計は将来への漠然とした不安を抱えつつも

現在の行動パターンを大きく変えることはないだろう。最悪のシナリオは、長寿化に伴い老後の蓄えが底を突く家計が増える結果、高齢家計

の貯蓄の取り崩しが加速すると同時に、生活保護などの社会的セーフティネット（安全網）向けの支出が増えて、財政状況の悪化が一段と加速するということもだ。

この問題を巡る日本の不幸は、為政者と社会保障問題の関係者の多くが、家計の資産運用の促進を、年金問題とほとんど関係のない金融の問題とみなしてきたことにある。裏を返せば、彼らは「貯蓄から投資へ」の掛け声の裏に、手数料商売に過度に依存した金融証券業界の旧来の姿を見てとっていたのだらう。

しかし「人生100年時代」と言われるように長生きリスクが顕在化する中で、日本経済に於いて家計の資産運用と年金問題を切り離して議論できる時代は終わったと考えるべきだ。一般の家計も、日本の年金・社会保障制度が大きな問題を抱えていることは多かれ少なかれ認識している。

政府は家計に自助努力を求めること、そのために積極的な資産形成を促す制度整備を進めることを明言すべきだ。

家計が合理的に対応するならば、民間貯蓄の減少のスピードを緩和させ、自助努力の促進により社会的セーフティネットへの財政支出を削減できる可能性は十分にある。国債の国内での消化・保有を継続し貯蓄・投資バランスの黒字を保つことが、国債金利の急騰による財政危機を起さないためには重要だとする考え方からすると、民間貯蓄の減少のスピードを緩和させることは欠かせない論点だ。