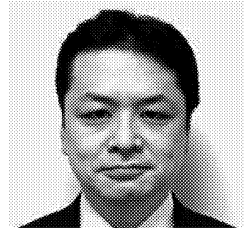


いわいさこ・とくお
66年生まれ。一橋大博
経卒、ハーバード大博
士（経済学）。専門は
ファイナンス



マクロの視点からみるとこの四半世紀の日本の個人金融資産を巡る状況の変化は驚くほど少なかった。まず21世紀初頭に家計貯蓄率が急激に低下し、「ゼロ貯蓄社会」の到来が叫ばれた。それに伴いマイナスの家計貯蓄や経常収支（＝国全体としての貯蓄）の赤字を予測するシミュレーションが発表された。だが2000年代半ばまでに貯蓄率は低位で安定し、その後はほぼ同じ状況が続いている。フローの貯蓄は毎年の資産の増減額だから、株価の上下をならして考えると、この間、個人金融資産はゆっくりに増え、着実に増え続けてきた。図は資金循環表の家計の金融資産残高のデータを示したものだ。伸び率でみても、直近10年は年平均2.4%（株式を含む、図の系列A）、05～09年は同1.7%（同）なので、むしろ近年の方が資産の増え方は加速している。

この四半世紀、財政学者は炭鉱のカナリアを自任して、財政破綻のリスクを叫

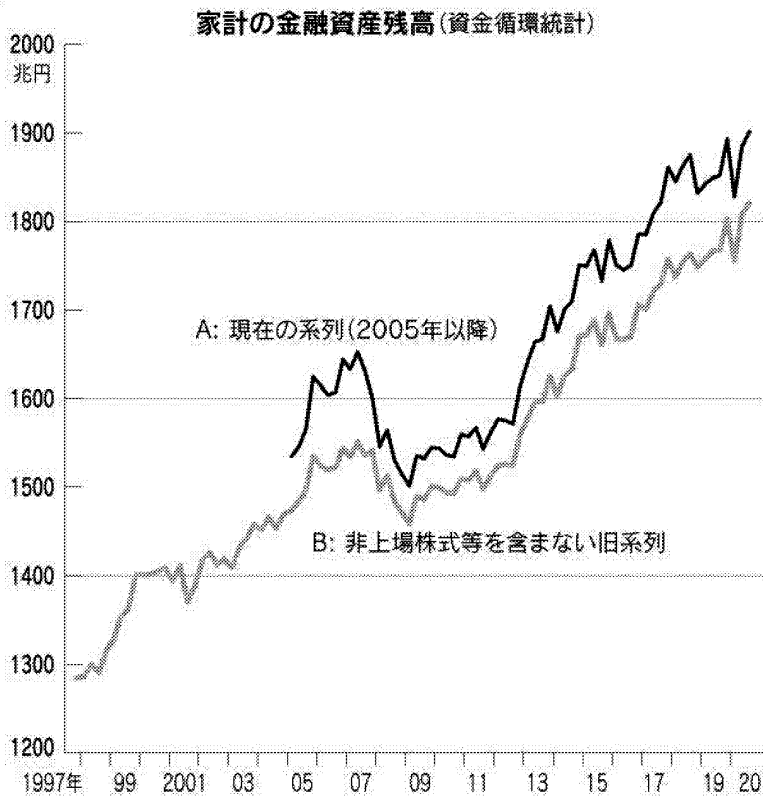
祝迫得夫 一橋大学教授

個人金融資産1900兆円の行方 ①

コロナ禍、老後設計に異変も

ポイント

- 家計貯蓄も経常収支も徐々に赤字化傾向
- コロナ禍後の資本収益率は上昇見込めず
- 景気対策は労働者の生産性向上策に絞れ



び続けてきた。結果的に世間の少なからぬ数の人が、彼らをオオカミ少年とみなすようになってしまった。無論、財政破綻の懸念が幻であったわけではない。だが民間の貯蓄・資産が増え続け、当面政府の国債発行の大半を吸収し続けることが可能だと予測される以上、すぐにも財政破綻が起きる可能性はさほど高くない。一方で、長期的なトレンドでは、家計貯蓄も経常収支も緩慢にだが赤字化する方向に進んでいる。2030年後の老後に備えた生活設計を検討する際には、財

政破綻リスクを無視して考えることは到底できない。次に世界金融危機が収束した10年代以降の出来事に絞り、詳しくみていこう。第1にアベノミクス以降の日本経済は「失われた20年」を抜け出し、他の先進国のトレンドに近づくことができた。一方で同時期に、逆に世界経済の「日本化」が進んだ。先進国全体で生産性の上昇率は鈍化し、それに伴い資本収益率（長期金利）は低利化している。人工知能（AI）技術の発展は、自動運転などの画期的イノベーション（技術革新）を生み出しつつある。一方で、それが世界金融危機前の情報通信技術（ICT）のように、経済全体に持続的な生産性の上昇をもたらすかどうかは不透明だ。リスク資産の価格は長期では実体経済の鏡にすぎないので、不確実性の大きい現時点では低金利が継続し、株価もコロナ危機からのリバウンドを超えて大きく上昇するとは考えにくい。第2に出生率の低下と長寿化という双子のトレンドが世界中で人口高齢化を加速させた。それにより程度

の違ひこそあれ、すべての先進国で年金・社会保障制度の維持可能性が深刻かつ緊急の政策課題となった。同じ問題を個人の立場からみると、年金不安と長生きリスクが顕在化し、その結果、先進各国で高齢者の貯蓄・資産保有の高止まりが起きている。個人の資産形成が、退職後の収入源として公的な社会保障制度を補完する傾向は、今後ますます強まると考えざるを得ない。従って個人の貯蓄・資産運用をサポートするよ

うな民間の金融サービスの充実と金融証券税制の一層の改革などが求められる。第2の項目の直接的な影響として、第3に現役世代の就業期間が現在の高齢世代より次第に長くなっている。平均寿命と健康寿命が長くなったのだから自然な流れだが、社会保障制度の収支が逼迫し、長く働かざるを得なくなったと考えれば不幸だ。だが欧米に比べ高齢者の勤労意欲が高い日本では、相対的に幸の側面が大きいかもしれない。

最後に近年の展開を踏まえ、20年からの新型コロナウイルス感染症のパンデミック（世界的流行）が、金融市場と個人資産の動向に与える長期的な影響について検討しておこう。米サンフランシスコ連銀のオスカー・ジョルタ氏らの論文によれば、歴史的にみると、大規模なパンデミック後の資本収益率は長期的に停滞する傾向にある。同じ外生的な大規模ショックでも戦争と違い、パンデ

ミックは資本ストックに影響を与えず、人口労働供給に大きな負のショックをもたらす。従って実物資本は相対的に過剰になる。無論、歴史的な教訓を現代にはそのまま適用できない。ペストやスペイン風邪に比べ死者数は圧倒的に少なく、東アジア諸国では死亡者の総数は前年に比べ減っているとの報道もある。またコロナによる死者は既に労働市場から退出している高齢者に集中している。それでも現在のワクチンの世界的な供給状況を前提にすると、東アジア以外の途上国での収束は先進国よりも数年単位で長い時間がかかる可能性が高い。その間は世界全体で安価な労働力の不足が起きているので、資本は余る。日本経済への影響は主に国際貿易を通じたものになるので話は多少複雑になるが、持続的に資本収益率が上昇するというシナリオを描くのは困難だ。コロナ禍の経済ショックとしてのもう一つの特徴は産業や職業による影響の違いが極めて大きいことだ。影響が甚大なのは小売り・飲食業や旅行業で、中小企業や自営業の占める割合が高い。このことから推測されるのは、最も大きい打撃を受けている個人・家計は国民年金のみで厚生年金に加入していないか、加入していても老後の所得を自助努力に頼る割合が高いグループであるということだ。例えば大手航空会社の50代の社員は、定年後に引続き企業年金をあてにできる。一方、あと10年働くつもりだった60代の

夫婦が、経営する食堂の閉店を決めざるを得なかった場合、その経済的影響は甚大で回復困難だ。後者のグループの経済的困難を政府がどう緩和・救済するかは極めて重要な政策課題だ。また長期的な視点から、このグループに属する個人・家計の生涯設計の経済的リスクに対する耐性をどのように改善・強化することも重要だ。社会保障制度の設計と、個人の老後に向けた資産形成のあり方の両面から考える必要がある。