

テーマ：資産格差拡大の予兆

～家計のリスク許容度と金融資産格差の強い関係～

発表日：06年7月20日(木)

第一生命経済研究所 経済調査部
副主任エコノミスト 橋本 択摩
(TEL：03-5221-4526)

(要旨)

- 資産格差の特徴として、①資産格差は所得格差よりも大きいこと、②バブル崩壊後、資産格差は縮小傾向にあったことの2点が統計データから確認できる。
- バブル崩壊後、90年代にみられた資産格差の縮小は、資産価格の低下、つまり資産デフレによる影響が大きい。特に地価の下落により、実物資産を多く保有していた者ほど宅地資産額を大きく減らし、資産格差の縮小がみられた。ただし足元では、実物資産、金融資産ともに擬ジニ係数が下げ止まるなど、これまでと異なる動きがみられる。
- 過去のデータから分析すると、貯蓄に占める有価証券比率と金融資産ジニ係数は正の相関にあり、特に90年代については、有価証券比率の低下に伴って金融資産格差が縮小したことが読み取れる。また、2003年春以降みられた株価の回復や、政策の後押し等を受けて強まった「貯蓄から投資へ」の流れは、今後も持続するものと思われる。したがって、今後、大幅な株価下落が起きず、家計がリスク許容度を高めることで有価証券比率が高まれば、金融資産格差の拡大につながる可能性がある。
- 自己責任原則の下、「投資の結果」生ずるリターンの格差、金融資産格差については、脱デフレ時代に起こりうる事象であり、それ自体を問題視する必要はないと考える。しかし、「投資の機会」のみならず「貯蓄の機会」も得られない貯蓄残高ゼロ世帯が増加していることは、政策の焦点を当てるべき課題であろう。

●資産格差は広がっているのか

今年に入り、国会で活発に格差論争が繰り広げられたこともあり、格差について注目が集まっている。その際、議論の根拠として用いられるデータは主に所得に関する統計であり、格差といえば所得格差を中心に語られることが多い¹。しかし、例えば教育格差など、格差の世代間移転といった問題を考える場合、ストック資産の分布にも注意する必要がある。格差は拡大しているのか、と漠然と語られることが多い今日、所得格差、資産格差、あるいは地域格差については分けて分析することが必要である。

我が国の資産格差については、バブル期に金融資産、実物資産ともに大きく拡大し、当時、不公平の問題として取り上げられることが多かった。「平成2年版労働経済の分析」においても、当時の資産格差拡大を、主に株価や地価の上昇を背景に「持てる者」と「持たざる者」との格差が勤労という個人の努力とは関係なく拡大したものと解説している。

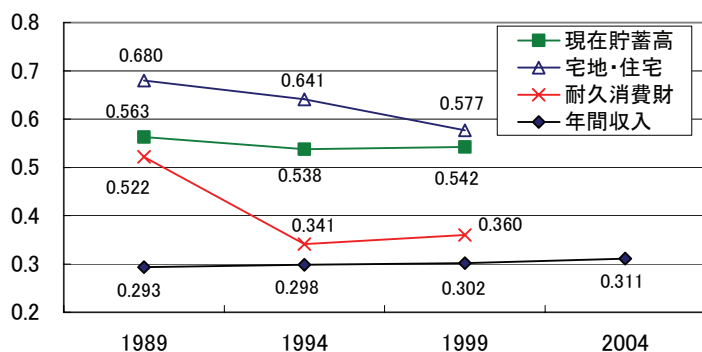
¹ 所得格差の分析については、第一生命経済研究所Economic Trends「所得格差と若年雇用－2つの問題を併せて考える」（2006年3月6日）参照。

実際に統計データで確認してみよう。資料1は、総務省「全国消費実態調査」より、フロー所得、ストック資産（実物資産および金融資産）の双方のジニ係数²の時系列推移を並べたものである。このグラフより、資産格差の特徴について以下の2点を指摘することができる。

第一に、資産格差は所得格差よりも大きいことが挙げられる。つまり、ストックである資産は、所得のうちの貯蓄の部分が時間をかけて蓄積されたものであり、平均貯蓄率も年間収入の高低によって大きく異なることから、累積的に資産格差は大きくなるのである（資料2）。このことは、年齢階級が高くなるほど資産格差は大きくなることから窺える（資料3）。

第二は、バブル崩壊後、資産格差は縮小傾向にあったことである。所得格差を示す年間収入のジニ係数は1989年以降高まりをみせている一方で、資産格差を示す現在貯蓄高や宅地・住宅、耐久消費財のジニ係数は、バブル期1989年から1999年にかけて低下していることが分かる。特に宅地・住宅といった実物資産格差が地価下落の影響を受けて大きく縮小している。格差論争が盛んな今日であるが、資産格差に関しては統計上縮小している点を確認する必要があるだろう。もっともストックである資産は、前述のように時間をかけて蓄積されたものであるために、資産格差の変動はそれほど大きくはならないはずである。しかし、我が国では株価や地価といった資産価格の変動がバブル前後で極めて大きかったために、資産格差を示すジニ係数の動きも大きくなったと言える。

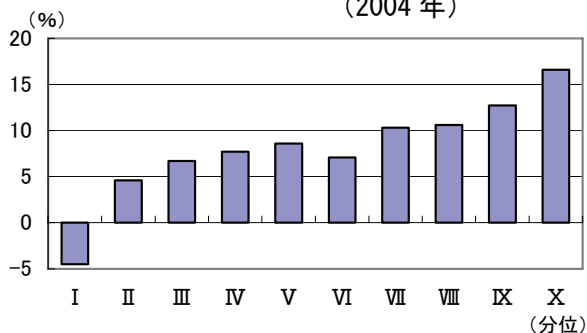
資料1 ジニ係数の推移



(出所) 総務省「全国消費実態調査」(二人以上世帯、全世帯)より第一生命経済研究所作成

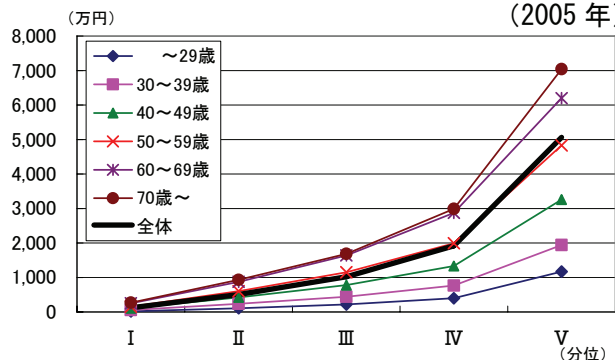
(注) 2004年については年間収入のみ公表(2006年7月時点)。

資料2 年間収入階級別平均貯蓄率 (2004年)



(出所) 総務省「全国消費実態調査」(勤労者世帯)

資料3 年齢階級別貯蓄現在高 (貯蓄現在高階級別) (2005年)



(出所) 総務省「家計調査(貯蓄・負債偏)」(全世帯)

(注) 平均貯蓄率 = [(預貯金 - 預貯金引出) + (保険掛金 - 保険取金)] / 可処分所得

² ジニ係数とは分布の不平等度を表す係数。平等であるほど0に近づき、不平等であるほど1に近づく。

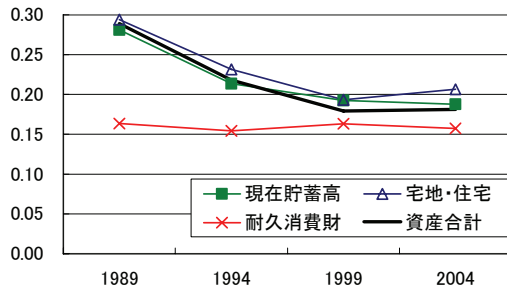
本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

●バブル崩壊後、資産デフレの影響により縮小傾向にあった資産格差

資産格差の動きについてさらに詳しくみてみよう。資料1で示した「全国消費実態調査」の公表ジニ係数では、2004年までの動向を確認することができなかった³。そこで、若干正確性に欠けるが、所得階級間における資産格差を測った擬ジニ係数⁴を計算することで、再度資産格差の推移をみると資料4のようになる。1989年に0.289であった資産合計の擬ジニ係数は1999年には0.179まで低下したが、2004年は0.181とほぼ横ばいとなっている。宅地・住宅や現在貯蓄高の擬ジニ係数についても概ね同じような動きをしており、バブル崩壊後の資産格差の縮小と、足元のこれまでと異なる動きを確認することができる。

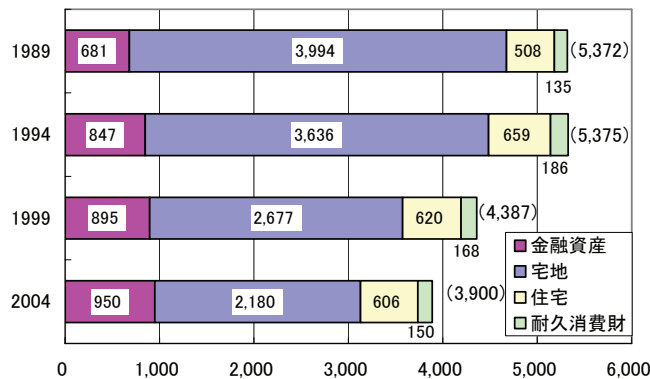
これまでも触れてきたように、バブル崩壊後の資産格差縮小は資産価格の低下、つまり資産デフレによる影響が大きい。資料5にあるとおり、2004年における一世帯あたりの家計総資産は3,900万円と、1989年(5,372万円)から15年で1,472万円も減少している。特に地価の下落により宅地資産額を大きく減らしていることが窺えるが、実物資産を多く保有していた者ほど、バブル崩壊後に資産を減らしたと言える。資料8は年齢階級別実物資産の推移であるが、実物資産を多く保有する高年齢層ほど資産額を多く減らしてきたことが分かる。なお、7月18日に公表された「平成18年版経済財政白書」でも資産格差について触れており、90年代にみられた実物資産格差の縮小について、実物資産価格の下落により所有者間での格差が縮小したことや、住宅価格の低下により住宅が購入しやすくなったことを背景に挙げている。

資料4 擬ジニ係数の推移



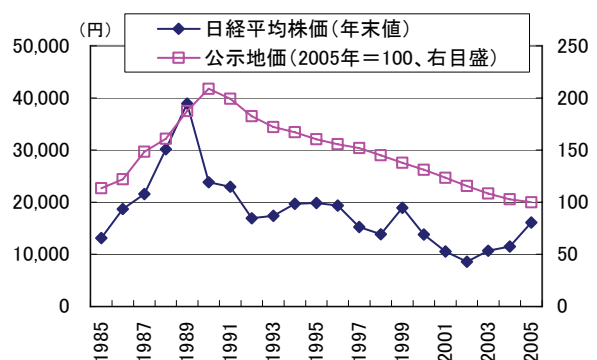
(出所) 総務省「全国消費実態調査」(全世界帯)より第一生命経済研究所作成

資料5 家計資産の推移(一世帯あたり平均)



(出所) 総務省「全国消費実態調査」(全世界帯) (万円)

資料6 資産価格(株価・地価)の推移

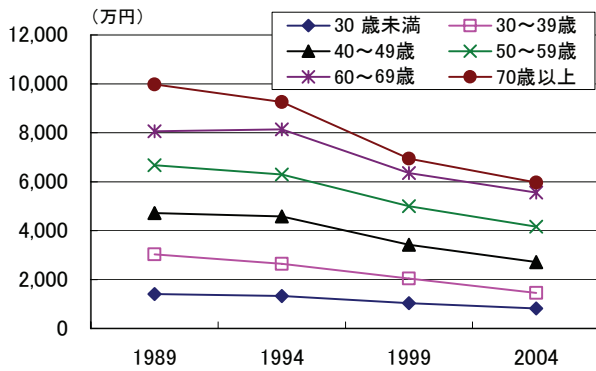


(出所) 日本経済新聞社、国土交通省「公示地価」

³ 総務省によると、逐次公表されている「全国消費実態調査(2004年)」のなかで、現在貯蓄高、宅地・住宅、耐久消費財のジニ係数については現在集計中であり、今秋公表予定とのことである。

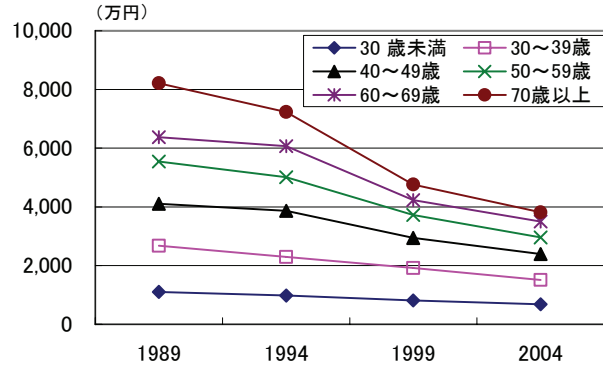
⁴ ここでの擬ジニ係数とは、所得の順に並べてジニ係数と同じ計算方法を適用し、資産の所得階級間格差を測る係数。

資料7 年齢階級別家計資産（資産合計）の推移



(出所) 総務省「全国消費実態調査」(全世界帯)

資料8 年齢階級別実物資産（宅地等）の推移



(出所) 総務省「全国消費実態調査」(全世界帯)

●強い関係にある有価証券比率と金融資産格差指数

もう一度、資料5を確認すると、実物資産は大きく減少した一方で、金融資産（貯蓄－負債）はここ15年で増加しているのが分かる。なお、貯蓄現在高（一世帯当たり）も、1989年1,049万円、1994年1,318万円、1999年1,452万円、2004年1,520万円と増えている。この点は、実物資産の動きとは逆だ。しかし、資料4の擬ジニ係数などをみると、貯蓄現在高における格差は実物資産と同じく縮小しているのである。これはなぜだろうか。

その答えは、貯蓄に占める有価証券比率（以下、有価証券比率）の低下で多くを説明できる⁵。バブル崩壊による株価の大幅な下落により、有価証券を多く保有していた者は、実物資産と同様、その資産額を大きく減らすことになった。しかし、当然のことながら金融資産は有価証券だけに限らない。国民経済計算年報によれば、家計貯蓄率は1990年代を通じて10%を超えて推移しており⁶、その潤沢な貯蓄の多くは安全資産である預貯金に流れ込んだことが日本銀行「資金循環」や総務省「貯蓄動向調査」⁷等で示されている。株価の大幅な下落は、「持てる者」の既存のリスク資産額を大きく減少させ、さらにはリスク許容度の低下によりリスク性金融商品の解約増加・購入減少につながった。その結果、貯蓄現在高の格差縮小をもたらしたと言えよう。資料9は有価証券比率と有価証券の擬ジニ係数の時系列推移を示したもののだが⁸、両者は非常に近い動きをしていることが分かる。このように、資産デフレにより資産格差が縮小したと考えるならば、格差縮小のみが望ましいわけでもないだろう。

もう一つ、金融資産の格差が縮小した理由について、負債の格差が縮小しなかったことも挙げられる。金融資産は「貯蓄－負債」で計算されるが、貯蓄現在高における格差が縮小しても、負債の格差縮小も大きなものとなれば、金融資産の格差はそれほど縮小しない。しかし、資料10にあるとおり、貯蓄現在高の擬ジニ係数はバブル後に大きく低下したのに対し、負債のうち大部分を占める土地負債の擬ジニ係数はあまり低下していない。バブル期には中高所得者層を中心に多額のローンが組まれたケースが多かったとみられるが、バブルが崩壊し、住宅価格が大幅に下落した後でも、住宅ローン返済額は残存した。また、デフレ下ではローンの返済が進みにくかったこともあり、土地負債残高は増加したと言える。こうした負債残高の増加も、金融資産（貯蓄－負債）の格差縮小をもたらしたと考えられよう。

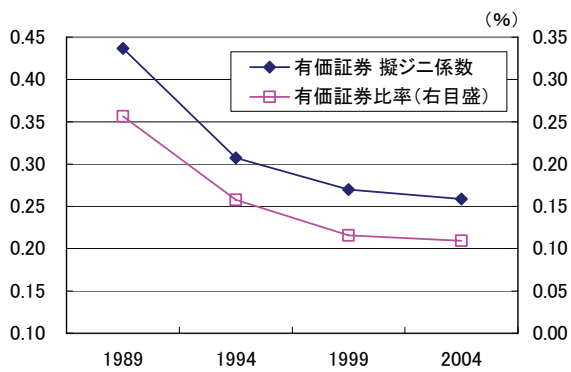
⁵ ここでいう有価証券とは、株式・債券・投資信託・金銭信託等を示す。

⁶ 平成17年版国民経済計算年報（93SNA）によれば、90年代のうち1996年度のみ9.7%と10%を下回っている。

⁷ 現在は「家計調査（貯蓄・負債偏）」に移行。

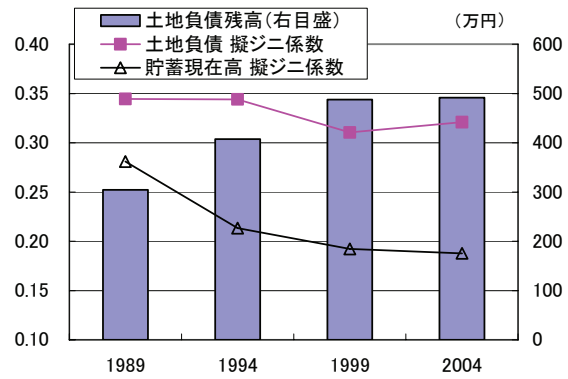
⁸ 所得階級間における有価証券保有額の格差を測った係数。

資料9 有価証券比率と擬ジニ係数の推移



(出所) 総務省「全国消費実態調査」(全世帯)

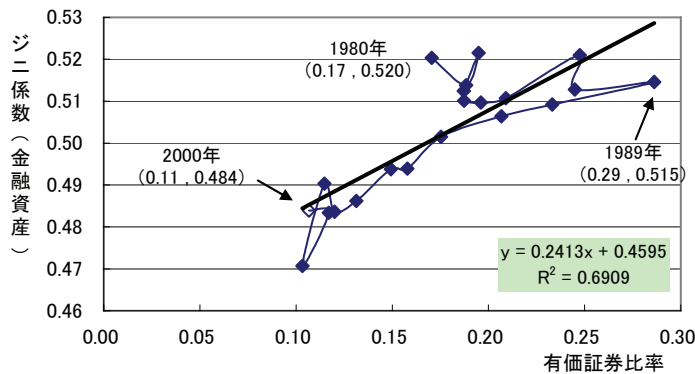
資料10 貯蓄現在高と土地負債の擬ジニ係数



(出所) 総務省「全国消費実態調査」(全世帯)

有価証券比率と金融資産格差の関係について、さらにサンプルを増やして詳しく分析することにする。資料11は、各年データの揃う「貯蓄動向調査」より有価証券比率と金融資産ジニ係数を求め、横軸に有価証券比率、縦軸に金融資産ジニ係数を置いた平面に、それらのデータを時系列にプロットしたものである(1980~2000年)。このグラフから分かるとおり、有価証券比率と金融資産格差については強い関係にあることが窺える。つまり、有価証券比率と金融資産ジニ係数は正の相関にあり、特に90年代については、有価証券比率の低下に伴って金融資産格差が縮小したことが読み取れる。ここで、足元の有価証券比率を「家計調査(貯蓄・負債偏)」より確認すると、2002年は0.10であったのに対し、2005年は0.13にまで増加している。これまでの経験によれば、家計がリスク許容度を高めることで有価証券比率が高まれば、今後、金融資産格差の拡大につながる可能性があるだろう。

資料11 有価証券比率とジニ係数(金融資産)の関係



(出所) 総務省「貯蓄動向調査」(全世帯)より第一生命経済研究所作成

●株高や政策の後押し等を受けて強まった「貯蓄から投資へ」の流れ

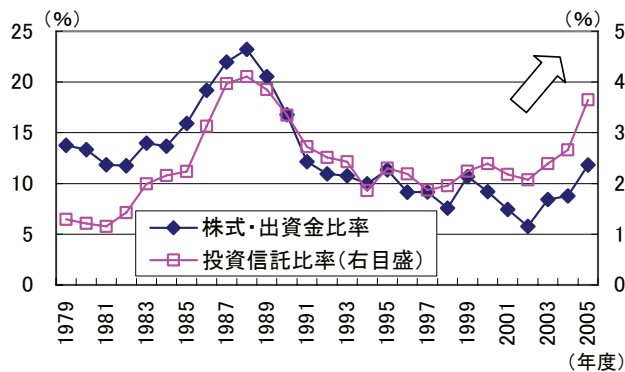
これまでみてきたように、有価証券比率の変動は、株価動向によって大きく左右される。2000年代における有価証券比率の高まりも、2003年春以降みられた株価の回復による時価の上昇と市場への参入拡大の影響が大きいと考えられる。特に足元では2005年秋からの株高の影響を受けて、個人マネーがリスク資産に多く流入する動きがみられており、日本銀行「資金循環」によると、2005年6月末に8.63%であった家計金融資産の株式・出資金比率は、2006年3月末には11.83%にまで増加している(資料12)。また、6月末の株式投信残高も46.1兆円と、バブル期を超えて過去最高にまで達している(資料13)。

ただし、このような「貯蓄から投資へ」の流れは、株高の影響だけで起きたものではないだろう。

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

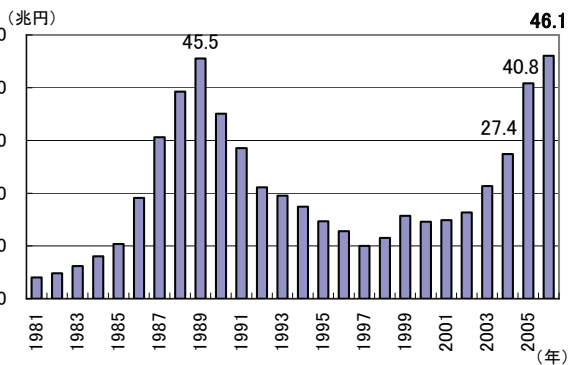
その他の要因について考察すると、まず、2002年1月をボトムとする長期に及ぶ景気回復により、家計がデフレ継続の見方を後退させ、リスク許容度を高めたことが考えられる（ポートフォリオリバランス効果）。また、「貯蓄から投資へ」の流れを後押しする政策的配慮があったことも無視できない。1990年代後半より推進された金融改革（いわゆる「金融ビッグバン」）により、株式委託手数料の自由化や投資信託の銀行窓販の解禁が順次実施されたことで、個人投資家の金融商品に対する選択肢は大きく広がった。それに関連して、株式投資信託の売買益や分配益に対する課税軽減措置の施行⁹やペイオフ全面解禁（2005年4月～）といった動きも、家計のリスク資産志向を少なからず強めた可能性がある。そして、ここで挙げるべき最も重要な政策は、ゼロ金利政策、量的緩和政策といった金融政策であろう。特に中高年層などで、長引く超低金利にしびれを切らし、資金を預貯金から投資信託などに振り替えた個人も多いと思われる。日本銀行は7月14日に約5年4ヶ月ぶりにゼロ金利解除に踏み切ったが、依然低金利の水準にあることに変わりはない。さらに、厚生年金支給開始年齢の引き上げや将来の社会保障不安の高まり等も踏まえて考えると、今後、大幅かつ長期的な株価下落が起きないかぎり、「貯蓄から投資へ」の流れは持続するものと思われる。足元の家計の資産構成について日米を比較してみると、日本はアメリカに比べて株式・出資金や保険・年金準備金の割合は少ない一方、現金・預金の割合は非常に多くなっており、リスク資産割合が高まる余地はあると言える（資料14）。

資料12 株式・出資金、投資信託比率



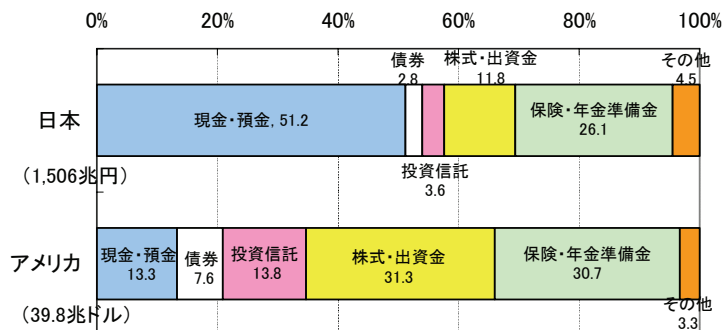
(出所) 日本銀行「資金循環」

資料13 株式投信の純資産残高



(出所) 社団法人 投資信託協会
(注) 2006年については6月末値。

資料14 家計の資産構成の日米比較 (2006年3月末)



(出所) 日本銀行「資金循環」

⁹ 2004年1月1日より税率をそれぞれ20%から10%に引き下げている。適用期限は売買益については2007年末、分配益については2008年3月末までの予定。この軽減措置が延長すべきかどうか、さらには勤労性所得との分離課税のままにするのか、総合課税にして戻すのか、政府税制調査会で現在議論が行われている。

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

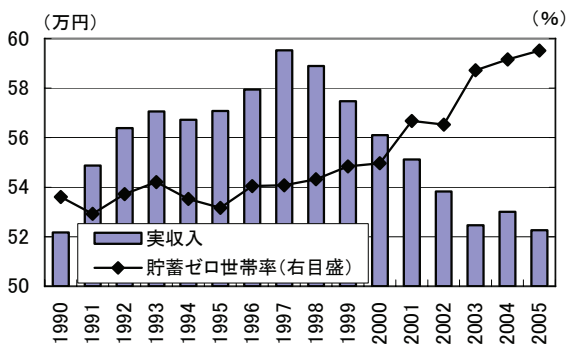
●「貯蓄から投資へ」の機会を得られない貯蓄残高ゼロ世帯の増加が問題

以上、市場の回復を背景とした家計のリスク許容度の高まりが、金融資産格差の拡大につながる可能性があることを示してきた。「貯蓄から投資へ」の流れが確実になり、家計のリスク資産の保有割合が高まれば、個人間での金融資産の変動、ばらつきは大きくなる可能性がある。

もっとも本稿では、資産格差が拡大するから「貯蓄から投資へ」の流れは止めるべきだ、と結論付けるわけではない。株式などはハイリターンの可能性はある一方で、資産価値を大きく減じるハイリスクの側面もある。つまり、自己責任原則の下、「投資の結果」生ずるリターンの格差、金融資産格差については、脱デフレ時代に起こりうる事象であり、それ自体問題視する必要はないと考える¹⁰。むしろ、資産デフレにより資産格差が縮小する経済が異例の事態だったと考えるべきだろう。

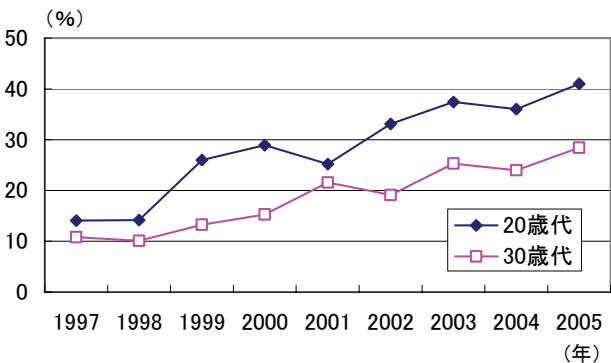
ただし、「投資の機会」のみならず「貯蓄の機会」も得られない世帯が増加していることは問題だ。資料 15 にあるとおり、1997 年以降の景気停滞の影響を受けて、貯蓄残高ゼロ世帯率は 2005 年 23.8% にまで達している。つまり、家計金融資産は全体で 1,506 兆円も存在するにも関わらず、5 世帯に 1 世帯は全く金融資産を持っていないのである。このような投資以前に貯蓄も儘ならない世帯と、「貯蓄から投資へ」の流れに乗ることができる世帯との格差、つまり「投資の機会不平等」の問題については政策の焦点を当てるべきであり、この問題は詰まるところ、所得格差や就業の問題に戻るものと考えられる。

資料 15 1 世帯当たり年平均 1 か月間の実収入と貯蓄残高ゼロ世帯率の推移



(出所) 総務省「家計調査」、金融広報中央委員会「家計の金融資産に関する世論調査」
(注) 実収入は勤労者世帯のデータ (名目値)

資料 16 若年世代の貯蓄残高ゼロ世帯率の推移



(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」

以上

¹⁰ もちろん金融商品を売る側の説明責任や、金融商品についての投資教育の重要性については言うまでもない。