

解題

証券アナリストジャーナル編集委員会

第一小委員会委員 高田 創 CMA

2019年6月に金融庁の金融審議会市場ワーキング・グループが提出した「高齢社会における資産形成・管理」が大きな話題になった。解題者もその委員の一人として参加したが、高齢化時代における資産形成にとどまらず、経済・社会への影響を日本社会の各層に考えさせるきっかけとなった。先の市場ワーキング・グループの報告書で注目された「2000万円の老後資金不足問題」を受け、高齢社会における金融資産市場や経済的な環境を幅広い側面から考えるのが今回の特集の目的である。先の市場ワーキング・グループ報告書では、当時、委員の中で、報告書作成が目的ではなく、その報告書を起点として高齢社会の金融の在り方を考えることが重要とされた。そうした趣旨とすれば、今回、アナリストジャーナルの特集で各分野を代表する経済学者による金融市場への考察ができたことは意義あることと考えられる。同時に、昨年2019年のG20においては、日本は高齢社会先進国の観点から、高齢社会における金融包摂の重要性を国際会議の場で提起した。本論の趣旨は、高齢社会の中での経済・金融市場全般への考察に加え、金融サービスの在り方、年金を中心とした金融仲介の変化、地域経済への影響、不動産市場への影響など、幅広い視点から市場環境をレビューすることにある。

今回、四つの論文に共通する論点は、高齢社会や人口減少環境は、従来の経済学で前提としてきたモデルと異なる点、従来、常識とされていた見方とは異なることである。川口論文で示されるように、人口減少は不動産価格下落とは限らない。また、福田論文に示されるように、少子高齢化に伴う地域間の資金フローの転換もこれまで知られていない点だろう。

20世紀にかけてでき上がった現在の経済学は、第二次世界大戦後の世界的な成長モデルを前提に、企業金融という資金仲介を大きな前提にしていた。一方、高齢社会での前提は、企業金融に加え年金を中心とした世代間の金融が中心となる。また、モデルとする人間像も人生設計上で多様化しており、その結果、金融サービスにおいてもオーダーメイドでの対応が必要になってきた。

解題者は、長年、われわれが常識としてきた前提・環境が高齢社会の中で転換することを、「波平さんモデル」から「人生百年モデル」への転換として議論してきた。「波平さん」とは国民的なアニメであるサザエさんのお父さんで54歳とされるが、同アニメの原作漫画の全国紙連載が始まった終戦直後1950年頃は、当時サラリーマンの一般的な定年は55歳、男性の平均寿命は60歳に達していない中、想定されるモデルでは人生全て

が現役世代で完結し、老後はなく、年金も老人医療も必要ない世界だった。戦後復興下、企業には旺盛な資金需要が存在し、金融の大動脈は家計と企業をつなぐ企業金融を商業銀行が担うモデルだった。そうした環境が令和の今日、人生百年モデルとして、男性の平均寿命も80歳を超え定年以降の老後が20年近く存在し、その間の経済的な収入を賄うべく年金や資産運用が必要な状況への転換が生じている。そこで必要とされる金融仲介は、現役世代で完結した企業への資金仲介よりもむしろ世代間をつなぐ年金や資産運用が中心的地位を担うことになる。こうした金融仲介の転換は、今回、玉木論文で議論され、北村論文でも従来の前提の転換として指摘される。

今回の特集は4本の論文で構成される。まず、冒頭の北村論文、「**少子高齢社会の人生設計と金融サービスの在り方再考**」は、人口減少社会・高齢化社会における金融資産市場がどうなるかを考察した上で、そこから示される金融サービスの在り方が考察されている。また、デジタル経済化の下で起こる様々な側面についても考察される。

同論文では、少子高齢化と金融サービスの在り方を考える上で重要な点を3点挙げている。第一が、高齢化自体が資産収益率や資産価格に影響を与える可能性。第二が、資産移転の多くが、遺産相続・贈与などの形で、マーケットを通さないケースが多いこと。第三が、高齢化の中で、個人情報保護の考え方と、多角的な個人情報を利用してアドバイスを発信していくこととの間のトレードオフの関係である。加えて、人生設計において最大の不確実性は自らの寿命が分からない中、最適な資源配分が行えないことにあるとする。以上の点は、高齢社会の前提を考察する上で不可欠な論点と考えられる。

一方、現実には、高度経済成長の幻影を追いかけるかのような政治スローガンの下で、いまだに成長戦略を議論している向きも多いとする。日本の人口水準の落ち着き先が江戸時代に見られたような人口3,000万人超の定常人口経済の時代に入っても不思議ではない中、社会経済の在り方をデザインし、金融サービスもその中で求められる機能や役割に自らを適応させていくことと結論付けている。

今日、必要とされる金融商品は、家計や企業が直面するリスクや不確実性に対し、それを和らげるようなものであり、今後、顧客ごとにオーダーメイドされたものや、データサイエンスを活用した広がりが生じることが重要と主張される。同時に、統計の専門家の立場から個人の詳細かつ機動的な情報収集が必要になるとしている。

続く、福田論文、「**人口減少社会・高齢化と地域間の資金フロー**」は、少子高齢化や人口減少が金融マクロ環境に及ぼす影響を、特に地域間の資金フローに焦点を当てて、都道府県別データを用いて考察されている。

福田論文でのデータ分析による考察では、各都道府県で人口に占める生産年齢人口が多かった1990年代半ばまでと、多くの都道府県で生産年齢人口が減少し、老年人口が増加した90年代半ば以降を比較することで、人口動態の変化と資金フローの変化を考察できるとした。その結果、90年代半ばまでは、老年年齢層比率が高い都道府県で貯蓄率が高く資金余剰が観測され、一方、多くの地方で少子高齢化が急速に進行した90年代半ば以降は、老年年齢層人口が増加する地域で資金不足が生まれる傾向に転じているとする。また、人口動態が預貸率に与える影響を見た場合、ストックベースで見た預貸率では90年代半ば以降も

高齢化が進行する都道府県ほど資金余剰の状態にあったのに対し、フローベースで見た預貸率の変化は、逆に老年層人口が増加する都道府県ほど資金余剰が減少しているとされる。

以上は、地域間の資金の流れの構造変化を意味しており、従来、資金余剰であった地域経済でも預金が減少し、資金不足の状態に陥る可能性があることから、地域銀行が直面するビジネス環境は「資金運用難」から「資金調達難」へと変化する可能性を指摘する。こうした結果は、今後の地域銀行のビジネスモデルに大きな影響が及ぶことになることから地方経済において取り組むべき重要な政策課題であろう。

第三の論文、**玉木論文**、「**人口減少・高齢化社会の金融環境と年金その他の金融仲介の在り方**」では、人口減少・高齢化社会における潜在成長率や長期金利の低下が、社会保障だけでなく年金を含めた金融仲介レジームの変革を迫るとする。従来、経済学が前提としてきた家計、企業、政府という三つの経済主体のほかに、生産要素を提供しないために所得がなく、世代間の移転としての公的年金給付と保有資産の取り崩しに依存する高齢者という新たな主体を考える必要があるとしている。以上の論点は、従来の前提を超えた議論が高齢化社会の中で生じたことを示している。その結果、金融仲介の構造転換の中で国民の老後の安定を実現するには、社会保障と金融の両面から検討を加える必要があるとされる。

戦後、想定された資金不足主体は企業であったが、令和の高齢者は老後を送る中で資産を取り崩して消費に充当する、資産不足主体になっている。その結果、現役世代の家計が、政府の財政赤字を賄いながら余剰主体となることが、令和の金融仲介のレジームの基本構造になるとする。

ここでは、注目される二つの課題が示される。第一は、高齢化に伴う長期的な資産への需要が増加し、非効率な資源配分が生じることである。高齢化の進行で老後への資産形成のインセンティブが増加し、長期的な資産への需要が増加するが、それに見合う投資機会が増えるとは限らない中、需要過多によって非効率な資源配分が、超低金利や株高・不動産高騰で生じやすいことにある。ここで、玉木論文ではDB年金の予定利率引下げなどのサーチ・ニーズ抑制が提案される。第二の課題は、高齢者の認知能力の低下が突きつける点にあり、今後、多くの高齢者が認知症を抱えることが見込まれる環境下、高齢者が判断をしなくてもいいようにすべく、従来とは大きく異なるアプローチが必要とされる。具体的には、公的年金の支給開始を遅らせるべく、需給繰り下げの上限を引き上げ、認知能力の低下した時期における受給額を大きく増やすことを提唱している。

最後に、第四の**川口論文**「**人口と不動産投資**」では、日本の高齢化・人口減少が長期化する可能性がある中、住宅価格やビル賃料も下がり続けるかとの見方に対し、必ずしもそうはならないとの展望を提示している。ここでは、長期データと高齢化・人口減少を考慮した資産価格評価モデルを用いて考察が加えられている。住宅価格は、需要要因だけでは決まらず、需要要因も高齢化・人口減少だけではないとされる。例えば、生産年齢人口が減少しても、企業数がイノベーション・技術革新などによって増加すれば、オフィス賃料は上昇する。また、人口減少の影響を緩和する要因も、川口論文では3種類提示される。第一が、集積による人口増を空間的に作り上げること。昨今、「駅近」への集中として知られる現象がそれに当たる。第二が、経済成長を高めること。第三が、住宅不

動産価格のインフレ策である。住宅や不動産の価格に対する金利の影響は大きく、金融緩和による価格上昇が今日、世界各地で知られている。貨幣数量説は物価には適用できないが、資産価格には有効との考察は、今日、アナリストにとって重要な意味を持つ。

ただし、住宅の資産保全が実現できるには条件があるとされる。今日、新築と中古の価格乖離が生じている。新築はフローで中古はストックである。経済学ではストック市場（中古市場）で価格が決まり、その価格に応じてフロー市場（新築市場）で戸数が決まるとされる。しかし、現実に日本の住宅市場で価格メカニズムが機能するのはストック市場（中古価格）でなく、新築市場での価格が支配的になることで理論的枠組みが働かず、ストック市場である中古市場が供給過剰になって

いる。ここでの政策対応は、中古市場で価値保全ができない建物は取り壊して優良なものに造り替え、住宅市場から排除することで中古市場での数量調整を実現することが望まれるとしている。

今日の日本の環境はグローバルにも人口が減少に向かう、従来前提とした成長モデルが転換する局面にあり、日本はそのフロントランナーである。戦後の高度経済成長モデルではない、低成長・人口減少社会の現実をどのように受け止めつつ、新たな経済社会のデザインを行うかが問われる状況にある。また、高齢社会における金融仲介の転換を従来の常識や固定観念から脱して受け止める材料を各論文が与えている。同時に、新たなモデルを日本発で世界に向かって提案することが、今回の論文が提起している課題でもあろう。