

解 題

証券アナリストジャーナル編集委員会
第二小委員会委員 白 杵 政 治

家計の資産運用への関心が高まっている。背景には二つの要因がある。第一が人口の急速な少子高齢化である。少子高齢化は社会保障財政にはマイナスである。1人当たりの社会保障の負担と受益だけをとるなら、後世代ほど負担が大きくなるとされる。

第二が潜在成長率及び自然利子率（完全雇用利子率）の低下である。証券アナリストジャーナル誌2017年3月号の玉木論文にあるように、生産年齢人口の減少の結果、潜在成長率は0%近く、長期的な自然利子率もほぼ0%と推計されている。今後も労働力人口が回復せず、生産性の上昇がなければ、労働コストが高止まりし、資本の収益率は回復せず、自然利子率も低いまま推移すると考えられる。

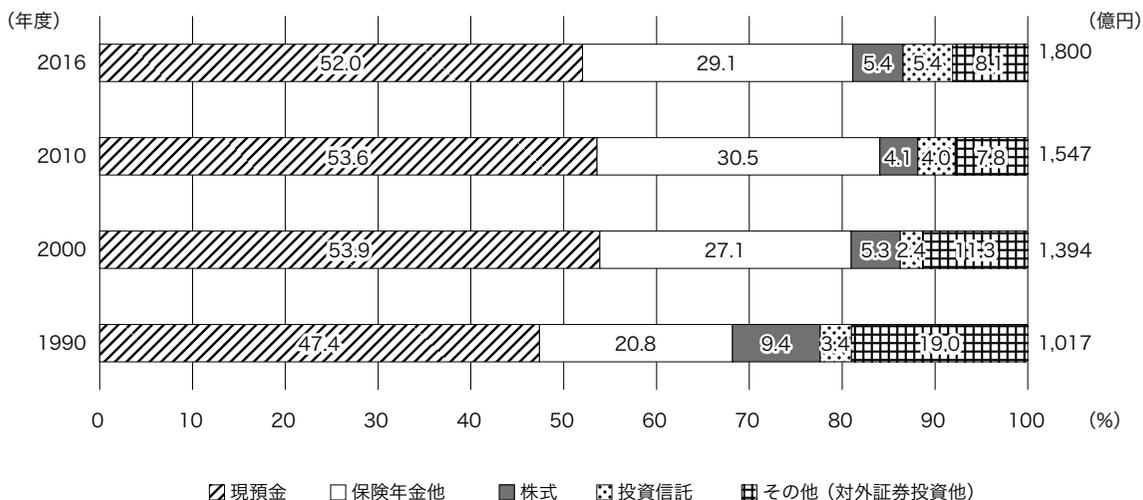
そこでアベノミクスの脱デフレ・成長戦略の一つとして、「貯蓄から投資へ」の政策が推進されている。2016年6月に発表された日本再興戦略2016では、具体策の一つとして「未来投資に向けた制度改革」を掲げている。前半ではコーポレートガバナンス改革により攻めの企業経営を促し、後半では「成長資金の供給に資するポートフォリオ・リバランス促進と市場環境の整備等」として、長期分散投資による家計の資産形成を助けるとしている。ここからは現預金中心の家計の資

産を、株式などリスク資産に配分し直し、同時に資本市場やコーポレートガバナンス改革を進めることで企業価値を高める。その結果、家計の資産形成が進むという、企業・家計の間のWin-Winの関係を目指していることがうかがわれる。

実は「貯蓄から投資へ」という政策は、96年の金融ビッグバン以降これまで幾度も提唱されながら、実現してこなかった（図表参照）。それはなぜか。今回は成功するのか。そのための条件は何か、また実現させることが家計にとって本当によいことなのだろうか。本特集の問題意識である。

1 本目の祝迫論文「超高齢化時代を迎えた日本の家計の貯蓄と資産選択」は、少子高齢化が家計の貯蓄率と資産選択に与える影響を考察している。標準的なライフサイクルモデルによれば、少子高齢化は貯蓄率の低下につながり、就労所得（の減少）を考慮すると家計のポートフォリオに占めるリスク資産の割合が低下するはずである。しかし、データを観察すると、家計貯蓄の過去30年の減少のうち、年齢構成の変化により説明できるのは3～4割であり、その他は年齢別の貯蓄の減少による。そのため、今後の貯蓄動向の予測には労働所得の変化やデフレの影響を考慮する必要があるとする。

図表 家計部門の資産内訳推移



(図表注) 年度末。2016年は暦年末。

(出所) 日本銀行「資金循環勘定」データより筆者作成 (ただし、1990年度と2000年度以降の数値は連続していない)

一方、家計の金融資産に占める株式の比率をみると、年ごとの変化及び格差の問題を別とするなら、定年及びそれ以降の50歳代以上の高齢世帯になるほど株式の割合が高い傾向は変わらないという。

本論で著者が注目しているのは企業部門の貯蓄の今後である。これまで家計部門の貯蓄減少は企業部門の貯蓄増加によりバランスされ、それが財政赤字をファイナンスしてきた。しかし今後、民間貯蓄が減少していけば、ISバランスの悪化とともに経常収支が赤字となり、国債のリスクプレミアムと利回りが上昇するという。また、企業部門の貯蓄を考えると、家計の貯蓄を企業の株式投資に向ける動き (貯蓄から投資へ) より、むしろ、企業部門の貯蓄を配当や賃金の形で家計に支払うべきではないかと示唆している。この指摘は傾聴に値する。

2本目の宮本論文「近年の政策潮流と家計の資産運用」は、税制や規制などの政策措置と家計へ

の影響を説明している。本論の特徴の一つは近年の政策目標に、家計の資産形成支援に加えて世代間の資産移転の促進があると指摘していることである。資産形成への支援策として13年に創設されたNISAは、拠出枠の拡大やジュニアNISA、積立NISAへと進んだ。ところが同年、相続税課税を強化しながら、教育資金贈与のための信託制度の創設など生前贈与の課税緩和措置がとられ、それは更に結婚・子育て資金の非課税などに発展したのである。世代間の資産移転を促す当初の目的は現役世代の消費活性化にあったものの、資産運用における余裕資金の増加にもつながっているとみる。

マイナス金利導入後をもみても、家計は株式や投資信託ではなく外貨預金や社債、保険など手堅い商品で利回りを追求し、残りは現預金に待機させているという。そこには毎月分配型やラップ口座を通じた投資信託販売が曲がり角を迎えたことがあった。そこで金融庁から販売会社に対し、顧客とともに中長期的に成長する姿勢を根付かせるようにという要請があった。今後、金融機関との間

で、顧客本位の業務運営（フィデューシャリー・デューティー）の定着について対話を進めていくとする。

まとめでは、国際的に見て高水準にあるとは言えない金融リテラシーの引き上げが課題になること、金融サービスの面では相続を含めた高齢者のニーズ・リスク、現役世代のライフスタイルの多様化などパーソナライズされたサービスの提供が求められる中で、フィンテックの活用が一つのカギになるかもしれないこと、を示唆している。

3本目の野間・藤田論文「フィンテックと家計の資産運用のこれから—日米の法制度と個人金融資産の観点から—」は、日本の家計の資産運用を米国と比較した上で、フィンテックの普及発展が日本の家計の資産運用を変えるとする。

まず米国の家計の株式や投資信託への投資割合が高い背景として3点を挙げている。第一が大恐慌以来の投資家保護の仕組みであり、巨額の罰金などによってその実効性が担保されている。第二に米国人の金融リテラシーは平均では高くないが、富裕層では高く、また彼らは助言も受けられる。第三に年金制度の中心が確定拠出年金であり、運用を通じて投資のノウハウが蓄積された。また、リテール金融サービスでは証券会社のレップ（注1）や独立フィナンシャルアドバイザーが残高ベースのフィーを得ながら、投資アドバイスを提供しており、彼らは顧客に対するフィデューシャリー・デューティー（受認者としての責任）を負っている。

他方、日本では金融商品販売業者の姿勢がリスク資産への投資を妨げているという。すなわち、販売手数料を取益源として、毎月分配型投信の他、

一時払い保険やファンドラップなど高コスト商品を販売するなど、顧客の利益が十分には優先されていない。日本でも投資家保護を徹底し、フィデューシャリー・デューティーに実効性を与えるよう、プリンシプルベースではなく、ハード・ロー（実定法）として規制を定めるべきだとする。同時にロボアドバイザーとETFを組み合わせることで、預かり資産の大きくない投資家に良質の運用を低コストで提供できる可能性があるとする。

最後の指摘はフィンテック（AI）を利用することによって、日米ともに草の根の投資家が低コストで質の高いアドバイスを受けられるようになる可能性を示唆している。ロボアドバイザーにより、いわば販売業者の中抜き（ディスインターミディエーション）が起り得るのである。

掉尾を飾る永沢論文「家計の資産形成と「顧客本位の業務運営」—フィデューシャリー登場の背景—」は、タイトルの通り、フィデューシャリー・デューティーの内容と日本でその考え方が受け入れられつつある背景を説明している。96年の金融ビッグバン以降、投資信託の銀行窓販や商品の多様化が進み、家計の資産配分の中での投資信託への配分は、徐々にではあるが増えてきた。しかし、低金利が継続する中の売れ筋であったノックイン型投信など、複雑な商品が消費者トラブルのもととなった。高齢期の支えとして年金だけでは十分ではないと感じる家計が増えていることを考えると、家計の資産形成にはトラブルの原因に対応していく「次の一步が必要」だと論じている。

「次の一步」のヒントが、昨年来の議論の結果を受けて17年1月に金融庁が公表した「顧客本

（注1）証券会社の従業員のうち、規制に定められた資格試験に合格し顧客に株式・投信等の金融商品を販売する業務に従事している人。レップは登録代表者（Registered Representative）の略称。

位の業務運営に関する原則（案）」である。その背後には、（他論文と同様）投信や貯蓄性保険の販売会社が販売手数料の大きい商品を選んで販売していた問題がある。金融審議会の市場ワーキンググループでも、投資信託の販売は証券会社や銀行の対面営業に依存せざるを得ない上、販売会社は投信会社との系列関係から顧客の利益よりも自社やグループ全体の利益を優先しているとの指摘があった。その対策として発表された当該原則（案）では、インベストメントチェーンに関わる金融機関に7項目の原則（プリンシプル）を受け入れるように呼びかけようとしている。

本論文の最大の貢献は、「貯蓄から投資へ」の流れが実現していない背景に投信販売会社などの利益相反的な行動があり、今後その流れを着実に進めるために、金融機関が顧客本位の業務運営を

徹底する必要があることを強調している点であろう。運用商品の開発・販売に当たる読者にとっては滋味掬すべき主張である。

冒頭に挙げた論点について4本の論文からの回答を俯瞰すると、政府を挙げて取り組んでいる「貯蓄から投資へ」を今回こそ確立できるか、その鍵を握るのは、販売会社を中心とする金融機関の営業姿勢の変化とフィンテックによる運用アドバイスの活用・普及になろう。一方、それが家計にとって必ずしもよいこととは限らないという祝迫論文の指摘は重要である。筆者があえて言うのなら、国債のクレジット・リスクや株式リターンリスクいずれに対しても、視野を国内市場から国際分散投資に広げることが解決の一つのヒントになるようにも思われる。