

## 第4章 個人のバランス・シートの構成に影響を与えたと思われる政策

大和総研 金融調査部  
主任研究員  
是 枝 俊 悟<sup>†</sup>

第3章では、個人のバランス・シートの資産構成の変化を分析し、日本では、「貯蓄から投資へ」との政府方針が掲げられるようになってからも、なお、金融資産の過半は現金・預金が占める状況が続き、有価証券の割合は総じて伸び悩んできたことを確認した。国際比較すると、その要因には自国の資産価格の推移が個人の資産選択に影響を及ぼした可能性が無視できないが、長期にわたる政策が個人の資産選択に影響を及ぼした可能性も考えられる。

本章では、個人のバランス・シート構成に影響を与えたと思われる要因について、戦後から現在までの政策を振り返り、①間接金融を優遇する税制、②不動産（特に住宅）の取得を促進する政策、③郵便貯金の存在、④保険の税制優遇、⑤公的年金によるカバーと終身雇用制、⑥株式持ち合い・政策投資株式の存在の6つの観点から検討を行う。

### 1. 間接金融を優遇する税制

配当より有利な利子税制およびマル優制度の存在が、個人に対して株式保有より預貯金の保有を志向させた可能性が考えられる。

資産家層から見れば配当は原則総合課税であったのに対し、利子は分離課

<sup>†</sup>本報告は、「資産の形成・円滑な世代間移転と税制の関係に関する研究会」中間報告書（2017年11月）における吉井一洋委員（株式会社大和総研 金融調査部制度調査担当部長：所属は当時）の報告をもとに加筆修正を行ったものである。本報告作成にあたって森駿介研究員（株式会社大和総研 金融調査部：所属は当時）の協力を得た。

税であり、表面税率で見ても2003年の上場株式等の10%税率導入（その後2013年末をもって廃止）までは長らく配当の方が税率が高かった。加えて、配当は利子と異なり法人税と所得税の二重課税の問題もあるが、二重課税の調整は不十分なままで、むしろ配当控除や受取配当益金不算入などは縮小の一途をたどっている。

資産形成層にとっては1963年に導入されたマル優制度の存在が大きかった。マル優制度は預貯金等の利子を非課税とするもので、預入には一定の限度額があったが、当時横行していた名義借り等も考慮すれば一般的な家計における貯蓄の大半を非課税で運用できる状態であり、株式投資に目が向きにくかったものと考えられる（その後、マル優制度は本人確認が厳格化され、1988年から対象を老人等に限定、2006年からは障害者等に限定されて現在に至る）。1989年までは個人の株式譲渡益は原則非課税であったが、代わりに売却額を課税ベースとした有価証券取引税が課されており、マル優を使えばほぼ全ての貯蓄を非課税で運用可能であった一般的な家計にとって、課税対象となる株式投資は税制面において魅力的でなかったことが考えられる。

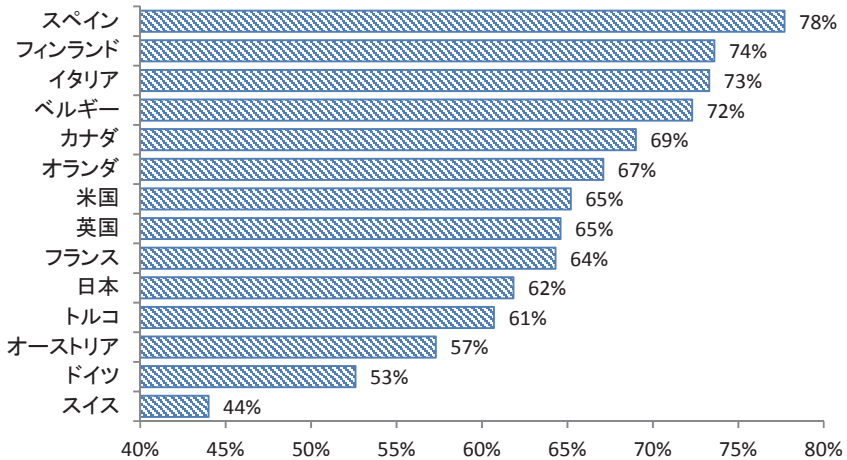
## 2. 不動産（特に住宅）の取得を促進する政策

バブル崩壊が始まる1990年頃までは、土地の価格は下落しないという、いわゆる「土地神話」や政府の住宅取得促進政策の影響もあり、個人が保有する資産のうち不動産の割合は高く、その分株式等の保有が抑制された可能性が考えられる。

ただし、2013年における日本の持ち家率は、米国・カナダ・英国・南欧諸国などと比べると低く（図表1）、個人の保有資産に占める不動産の割合は諸外国と比べても特段に高い水準にはない。

不動産の保有が株式等の保有を抑制する可能性としては、不動産そのものの保有額（割合）よりもむしろ、（1）日本において中古住宅市場が未発達で住宅資産の流動性が低いため、不時の出費にそなえ流動性が高くかつ元本割れリスクの低い預貯金を多めに保有している可能性、（2）日本において

図表1 持ち家率の国際比較（2013年）



(注) カナダのみ2011年。

[出所] 総務省, U.S. Bureau of the Census, Eurostat, Statistics Canada より大和総研作成

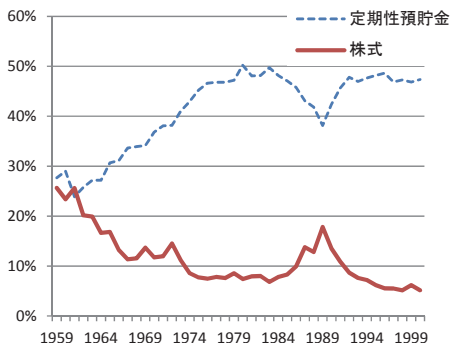
住宅価格と株価の相関関係が強いため、住宅と併せて株式を持つことによる分散投資効果が小さくなっている可能性、(3) 住宅購入額に占める借入比率が上昇しているため、安全資産である預貯金をより多く保有する必要性が生じている可能性、などが考えられる。

また、相続税においては、不動産の評価額を大きく割り引く規定が多数あり、これらは相続税課税対象となる世帯において、株式等より不動産の保有を志向させる要因になっている可能性が考えられる。ちなみに、2014年における不動産の時価に対する相続税評価の割合（掛目）は5割弱と推計された（本章補論参照）。日本において住宅資産の流動性が低い要因として、相続税制が土地・住宅保有に有利であるため、高齢者の住宅の売却を抑制しているとの指摘もある。

### 3. 郵便貯金の存在

1950年代後半から1970年代前半にかけて郵便局の拠点網が全国に急速に整

図表2 家計金融資産に占める定期性預貯金と株式の割合の推移



(注) 二人以上の総世帯

[出所] 総務省「貯蓄動向調査」より大和総研作成

備されたが、これは個人の金融資産に占める定期性預貯金の比率が急速に上昇、株式の比率が急速に低下した時期とも重なる（図表2）。

この時期においては、金利が高くかつ流動性も高い郵便貯金の存在が、個人の預貯金保有志向を強めた可能性が考えられる。もっとも、現時点においては金利水準の低下により、郵便貯金の商品性が特段に有利な状況にはない（1990年以降の定額郵便貯金の集中満期においては、株価の下落局面であったこともあり、株式市場への資金シフトは見られなかった模様である）。

#### 4. 保険の税制優遇

日本はGDP比の生命保険料収入の水準が国際的に見て高い水準である。所得税における生命保険料控除の存在や死亡保険金の非課税枠など、相続税対策への活用が株式より生命保険の保有を志向させている可能性が考えられる。

#### 5. 公的年金によるカバーと終身雇用制

終身保障される公的年金の存在が株式等による資産形成の必要性を感じさせない理由となっていることも考えられるが、公的年金が終身年金であることは先進諸外国と共通している。また、2013年における日本の公的年金によ

図表3 公的年金の所得代替率（2013年）

|        | 日本    | 米国    | 英国    | ドイツ   | フランス  | イタリア  | カナダ   | スウェーデン | OECD平均 |
|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|--------|
| 総所得代替率 | 35.6% | 38.3% | 32.6% | 42.0% | 58.8% | 71.2% | 39.2% | 55.6%  | 54.0%  |
| 純所得代替率 | 40.8% | 44.8% | 38.0% | 55.3% | 71.4% | 78.2% | 50.6% | 55.3%  | 64.1%  |

（注1） 総所得代替率は、「税・社会保険料控除前の年金額/税・社会保険料控除前の報酬額」。純所得代替率は、「税・社会保険料控除後の年金額/税・社会保険料控除後の報酬額」。

（注2） 任意加入の私的年金（確定拠出年金など）は含まれていない。

〔出所〕 OECD “Pensions at a Glance”（2013）より大和総研作成

る所得代替率は国際的に見て特段に高い水準ではなく、これまでのところ、公的年金のカバレッジは保有資産の株式への志向とは直接の関係はなさそうである（図表3）。もっとも、公的年金の収支均衡を図るためのマクロ経済スライドが2015年度より実施され、公的年金の所得代替率が順次引き下げられており、資産形成の必要性は高まっているものと考えられる。

日本の終身雇用制度により雇用不安が低いことは、株式等による資産形成の必要性を感じさせない理由の1つとなった可能性が考えられる。ただし、大手金融機関の破綻が相次いだ1997年頃以降、雇用不安が生じるようになってからは、この傾向は変わっている可能性もある。

## 6. 株式持ち合い・政策投資株式の存在

1950年頃には財閥解体による持株会社の株式放出や証券民主化運動により、株式分布状況における個人の比率は約70%を占めていた。その後、1960年代前半までは、神武景気、岩戸景気を中心とした株式市場の活況や投資信託の急成長により、個人のうち株式を保有する世帯の比率、相続財産に占める有価証券の比率は上昇した。しかし、1964-65年の証券不況、未成熟な証券制度、粉飾決算の発覚などもあり、その後1980年代後半のバブル期を迎えるまで、これらの比率は上昇しなかった。

他方で、独占禁止法における金融機関・事業会社の株式保有容認、1964-65年の証券不況の際に受け皿となった株式買取機関からのその後の株式放

出、1964年のOECD加盟に伴う資本の自由化実施の際の安定株主工作などから、1960年代後半から金融機関・事業会社による株式保有・持ち合いが急速に広がった。2000年頃から、時価会計の導入や自己資本比率に基づく早期是正措置の導入などから金融機関・事業会社は保有株式の削減を積極化させたが、金融機関・事業会社による株式売却の受け皿になったのは主に外国人であった。

## 小括

日本における個人のバランス・シートにおける株式や株式投資信託などのリスク資産の構成比の低さには、税制を含め、預貯金、保険、不動産に対する優遇措置など、過去の様々な政策が影響を与えているものと考えられる。

これらの要因のうち、マル優制度の縮小など影響が緩和されたものもある一方、不動産や生命保険の優遇税制など、現在も継続しているものもある。株式や株式投資信託といったリスク資産の比率を高め、老後に向けた資産形成、特に最近顕著になっている長生きリスクに対処するためにも、個人がこれらのリスク資産に投資しやすくなるよう、税制面でも思い切った政策をとる必要があるのではないかと思われる。

## 補論 不動産の時価に対する相続税評価額の割合の推計

相続税の財産評価において、不動産には「小規模宅地等の特例」などの種々の評価額軽減規定が存在する。しかしながら、国税庁による「統計年報」には、相続税の課税対象者が実際に不動産を保有することで時価と比どの程度評価額の軽減を受けているのかの実績データは示されていない。

本分析では、総務省「全国消費実態調査」における富裕高齢者世帯の保有資産の構成と、「国税庁統計年報」による相続税課税対象者における保有資産の構成を比較することにより、不動産の時価に対する相続税評価額の割合を推計した。

## 1. 相続税統計と全消費富裕高齢者世帯の比較

全国消費実態調査には、高齢者のうち保有資産階級別に、世帯平均の各種資産（預貯金、有価証券、生命保険、不動産、等）の保有額が集計されている。全国消費実態調査における保有額は、不動産について、公示地価をもとにした推計額を集計しているなど「時価」に近い値となっている。

全国消費実態調査における高齢者世帯のうち最も保有資産の豊かな層（以下、全消費富裕高齢者世帯）は、国税庁統計年報における相続税課税対象の被相続人（以下、相続税統計）と母集団がほぼ同じであり、保有資産の構成も近似しているものと考えられる。もし両者の母集団が同じであれば、全消費富裕高齢者世帯の資産構成（時価による評価）と相続税統計における資産構成（相続税評価額による評価）の差によって、各資産の「時価に対する相続税評価額の割合」が推計できる<sup>1)</sup>。

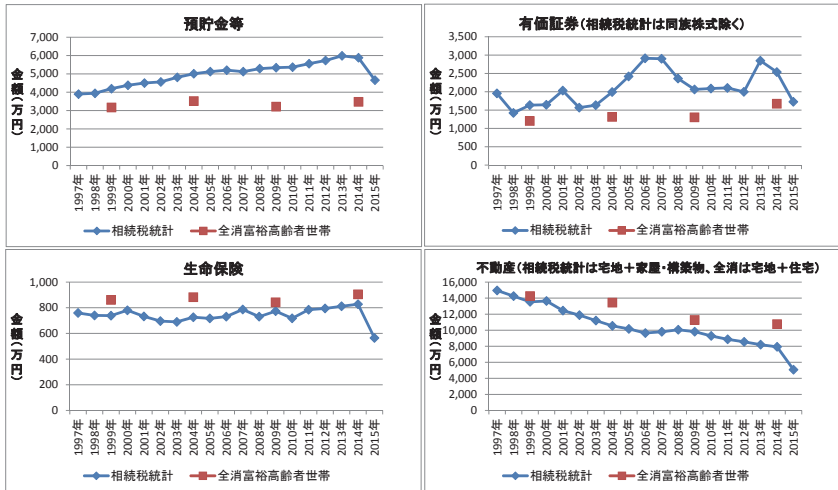
全消費富裕高齢者世帯は、「夫が65歳以上かつ妻が60歳以上の夫婦のみの世帯」のうち「金融資産が4,000万円以上」または「住宅・宅地の時価が1億円以上」のいずれかを満たす世帯とした<sup>2)</sup>。

図表4は、各年における「相続税の課税対象となった被相続人における各資産の課税価格の平均金額（相続税統計）」と「富裕高齢者世帯の各資産の時価の平均金額（全消費富裕高齢者世帯）」を比較したものである。

「生命保険」および「不動産」は、いずれの年においても「全消費富裕高齢者世帯」よりも「相続税統計」の方が金額が少ない。この結果は、相続税の財産評価の規定において、「生命保険」および「不動産」においては時価より評価額が軽減されている事実と整合的である。

「預貯金等」および「有価証券」は、制度上、ほぼ時価と相続税評価が等しい。にもかかわらず、「預貯金等」および「有価証券」において、いずれの年においても「全消費富裕高齢者世帯」よりも「相続税統計」の方が金額が多いのは、「全消費富裕高齢者世帯」の保有資産総額が、相続税課税対象者の金額よりも若干少ない（相続税課税対象者はより富裕な者に限られる）ため

図表4 相続税統計・全消費裕高齢者世帯における1人（世帯）あたりの資産額の推移



[出所] 「国税庁統計年報」および総務省「全国消費実態調査」をもとに大和総研試算

と考えられる。

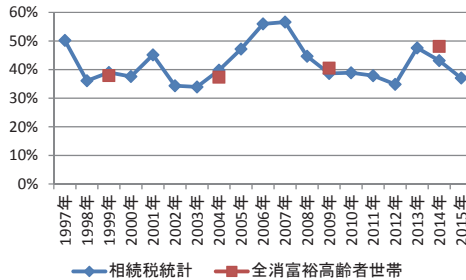
## 2. 相続税統計・全消費裕高齢者世帯における預貯金等と有価証券の保有額の比率の比較

前述の通り、「相続税統計」と「全消費裕高齢者世帯」では若干母集団が異なる（相続税統計はより富裕な者に限られるものと考えられる）。したがって、「相続税統計」と「全消費裕高齢者世帯」の（時価による）資産構成比率が本当に近似しているのかを確認する必要がある。

このため、「全消費裕高齢者世帯」と相続税課税対象者における「預貯金等」と「有価証券」の保有額の比率を比較する。「相続税統計」と「全消費裕高齢者世帯」における「預貯金」と「有価証券」の保有比率が概ね等しいならば、それ以外の資産における「相続税統計」と「全消費裕高齢者世帯」の時価による保有比率も概ね等しいものと推測できる。



図表5 保有資産における「有価証券/預貯金」の比率



【出所】「国税庁統計年報」および総務省「全国消費実態調査」をもとに大和総研試算

次の図表5により、「相続税統計」と「全消費富裕高齢者世帯」における「預貯金」と「有価証券」の保有比率は全ての年において概ね等しいことが確認できた。よって、それ以外の資産についても「相続税統計」と「全消費富裕高齢者世帯」の時価による保有比率が等しいものと仮定して、「相続税統計」の時価における保有資産額を推計する。

### 3. 不動産の時価に対する相続税評価額の割合の推計

「相続税統計」における各年の相続税課税対象者における各年の「預貯金と有価証券の保有額の合計」が、「全消費富裕高齢者世帯」の何倍であるかを求める。この倍率を「全消費富裕層高齢者世帯」の「生命保険」および「不動産」の保有額に乘じることにより、「相続税統計」における各年の相続税課税対象者における各年の「生命保険」および「不動産」の保有額の時価を推計した。推計結果は次の図表6に示される。

直近の2014年における不動産の時価に対する相続税評価の割合（掛目）は5割弱であると推計された。また、掛目は、1999年から2014年にかけて低下傾向にあるものと考えられる。これは居住用宅地における小規模宅地等の特例の適用拡大（2001年に200m<sup>2</sup>⇒240m<sup>2</sup>に拡大）を反映している可能性が考えられる（なお、2015年にはさらに240m<sup>2</sup>⇒330m<sup>2</sup>に拡大していることから、

図表6 相続税統計における時価保有資産の推計（単位：万円）

|       | 預貯金等  | 有価証券  | 生命保険  |     |     | 不動産    |        |     | 合計     |        |
|-------|-------|-------|-------|-----|-----|--------|--------|-----|--------|--------|
|       | 時価    | 時価    | 時価    | 評価額 | 掛目  | 時価     | 評価額    | 掛目  | 時価     | 評価額    |
| 1999年 | 4,194 | 1,635 | 1,147 | 738 | 64% | 18,988 | 13,537 | 71% | 25,964 | 20,104 |
| 2004年 | 5,009 | 1,993 | 1,277 | 726 | 57% | 19,458 | 10,545 | 54% | 27,737 | 18,273 |
| 2009年 | 5,338 | 2,063 | 1,380 | 731 | 53% | 18,468 | 9,816  | 53% | 27,250 | 17,991 |
| 2014年 | 5,882 | 2,538 | 1,478 | 828 | 56% | 17,580 | 7,928  | 45% | 27,477 | 17,175 |

〔出所〕「国税庁統計年報」および総務省「全国消費実態調査」をもとに大和総研試算

掛目は今後さらに低下することが考えられる)。

直近の2014年における生命保険の相続税評価の割合（掛目）も6割弱であることが推察される。実際には生命保険については相続人1人あたりの非課税枠が与えられるものであり、掛目を用いて評価する性質のものではないが、1999年から2014年にかけて、生命保険の保有時価が年々増加傾向であり、生命保険を活用した相続税対策が普及しつつあるものと考えられる。

#### 注

- 1) 全国消費実態調査と国税庁統計年報における資産の区分は厳密に一致しているわけではないが、両者を近づけるために以下の補正を行っている。
  - ・「有価証券」については、国税庁統計年報においては「有価証券」から「特定同族会社の株式及び出資」を除いている。これは、全国消費実態調査において未上場株式が捕捉されていないものと考えられるためである。
  - ・「不動産」については、国税庁統計年報においては「宅地（借地権を含む。）」と「家屋、構築物」の合計額を用いた。これは、全国消費実態調査における不動産の集計対象が宅地と住宅に限られているためである。
- 2) 実際には、全国消費実態調査には「金融資産が4,000万円以上」か「住宅・宅地の時価が1億円以上」のいずれかの統計しかないため、両者の統計を世帯数比率により加重平均して「金融資産が4,000万円以上」または「住宅・宅地の時価が1億円以上」の世帯の資産構成を求めている。