

琉球大学学術リポジトリ

家計の金融行動と金利

メタデータ	言語: Japanese 出版者: 琉球大学法文学部 公開日: 2010-01-18 キーワード (Ja): キーワード (En): 作成者: 大城, 郁寛, Oshiro, Ikuhiro メールアドレス: 所属:
URL	https://doi.org/10.24564/0002005260

家計の金融行動と金利

大城 郁 寛

1. はじめに

日本経済は1950年代半ばに戦後復興を終え、その後70年代初頭のニクソンショック、石油ショックによってピリオドが打たれるまで他諸国が経験したことがないような高度経済成長を遂げた。70年代は国際政治そして経済の面でも激動期で、円高、原油価格の高騰によって日本経済も大きく揺さぶられ復興後経験したことがなかった超インフレやマイナス成長に見舞われることになった。しかしその後は適切な経済政策、また民間企業における産業構造の転換によって無事安定成長路線に軌道修正を果し、現在では世界GNPの10%以上を占める経済大国になった。また経済成長の要因でもありまた結果でもあった日本人の高貯蓄によって、企業また家計はかなりの資産を保有することになった。そのため、現在の経済を捉える一つのキーワードとして「経済のストック化」がよく使われるようになった。実際統計的にみても、国富から再生産不可能・有形資産である土地等の評価額を差引いた資産額は1970年のGNP比約1.6倍が1991年には約2.6倍に上昇している。また、総務庁『家計動向調査』によれば勤労世帯においても1980時点での貯蓄残高が年間収入を追いこし、貯蓄・年収比率は92年時点で1.6に達している。そのため、一般家計のレベルでも資産価格や金利に対する関心が極めて高くなっている。それを反映して、例えばテレビのニュースで日常的に株価や取引高等の株式情報が流れるようになり、その扱いは気象予報なみになっている。また金融専門紙以外の新聞においても、各種金融商品に対する情報が隨時掲載されるようになった。為替レートに対する家計の関心が日本経済の国際化を反映しているとすれば、株価や金利に対する関心は経済のストック化を写しだしているといえよう。

そのような状況にもかかわらず、わが国の最近の金融政策をみていると家計に対してどのような配慮がなされたのか明らかでない。例えば現在進行中である平成不況において金利がギリギリまで引下げられて、株価の引上げ、企業の利子減免、そして金融機関の不良債権償却と金融システムの安定等が図られたが、この金利低下が家計にいかのようなベネフィットと、そしてコストをもたらすのか十分に議論されたのであろうか。例えば一番わかりやすい利子所得をみても、平成3年度末の個人預貯金残高約500兆円を基準に計算すると、金利1%の低下は個人の利子所得を5兆円引下げる事になる。過去のトレンドから平均的な定期預金金利を約5%とすれば、現行（平成5年12月）の預金金利約2%は15兆円以上の利子所得減を意味することになるのである。金利の引下げが投資を誘発し景気を押上げないならば、金利の引下げは債務者から債権者への所得移転をのみ意味しないだろうか。また、ここ10年間の金利の乱高下は家計の将来計画、つまり住宅投資を含むポートフォリオを攪乱し、家計にダメージを与えることはなかっただろうか。

一般的に、投資論が例示するように企業行動と金利の関係はよく取上げられるけれども、家計と金利の関係はあまり議論されてこなかったように思える。高齢化が進行し、老後に備えて金融資産の蓄積がなされる社会では、家計の金融行動がもっと議論されるべきではなかろうか。したがって、この論文のテーマは経済理論のなかで家計と金利の関係がどのように理解されてきたかを整理するとともに、金利が家計の行動、また資産選択にどう係っているのかを統計数字から探ることにある。

2. 資産市場の特質

2-1 金融市場の機能

国民の純資産ともいえる国富、すなわち国民資産マイナス国民負債は、実物資産と対外純資産の合計として算出される。このうちで民間が保有する部分について注目すると、持家等を除けば家計はそれら資産を直接的に保有す

るのではなくて、通常はこの国富に対する権利書として発行される株式や預貯金・債券等の一次または二次証券を保有している場合が多い。そのため国富の蓄積、つまり経済のストック化は流動性の高い金融証券を扱う金融市場においてその特性を明らかにすることになる。

さて金融市場の基本的役割は、リスクや期間などに差がある多様な資金需要と供給をマッチさせ、資金の効率的配分をはかることがある。別の言い方をすると、貯蓄と投資を出合わせて効率的な異時点間・資源配分を達成することにある。これらの機能は具体的には銀行による預金の受入れや貸出し、新規証券の発行・購入等がなされる発行市場でなされる。

それではストックを扱う流通市場の役割はどこにあるのであろうか。それは、既発証券を自由に売買出来る場を提供することによって証券の流動性を高め、また売買の過程で定まる株価や債券価格等が企業が資金を調達し投資家が投資をする場合の情報となることによって、フローの資金需給の効率性を高めるところにあるのである。ところが、ヒックス⁽⁶⁾が指摘するように流通市場は基本的に投機市場である。投機は、市場参加者の価格予想が多様でバランスがとれていれば価格の変動を抑え資源配分の効率性を高めるものの、予想が一方に片寄ると市場の機能を完全にストップさせてしまう恐れをもっている。そのため流通市場が期待される役割を果たすためには、流通量や市場参加者を増やすことによって市場に厚みを持たすとともに、市場参加者が同等な条件で情報を収集できる環境を整えることによって、投機による過度な乱高下や、一部の市場参加者による情報操作による市場の機能停止を抑えることが必要になる。もしそのような条件が整えばストック市場がうまく機能し、ここから適正な価格情報が発信されてフローにおける資源配分に指針を与えることになるであろう。

2-2 バブルの教訓

さて、80年代後半に発生したバブルはストック化経済における運営の難しさを如実に示すことになった。まず、その経緯を簡単に振り返ることから始

めよう。1985年のプラザ合意によって円高を迎えると、政府は円高不況をおそれて大幅な金融緩和を行なった。公定歩合が立てつづけに5回引下げられて金利がギリギリの水準まで低下すると、僅かのラグを置いて株価、地価がそれまでのトレンドから外れて上昇を始めた。株価の日経平均は、85年の12,565円が4年後の1989年には38,916円、同様に地価も3、4年間の間に東京圏で3.4倍、大阪圏で3.9に急上昇した。もちろん、この資産価格の上昇分全てがバブルというわけではない。一般的には資産の実勢価格から、資産から期待される収益を利子率で割り引いて求めた資産の理論価格を差引いた残りをバブルと見なしている。つまり経済合理的に説明が難しい部分をバブルとみるわけである。この図式によれば、金利の低下は理論価格を高めてバブルと見なされる分を小さくさせることになるが、そのように計算しても経済白書（1993年版）が指摘するように85年以降確かに大幅なバブルが不動産市場と株式市場に発生した。それは投機のネガティブな面、すなわち実質的な裏付けを伴わない人々の予想が株や土地などのストック市場を支配するようになり、そして金融機関の行動や金融政策がそれを助長することになったため、その予想が自己実現化した過程であった。

ところで、資産市場から発信された誤った情報は、本来は投機的でない他市場の資源配分を歪めることになった。たとえば民間企業設備投資は対前年度増加率でみて1981年4.2%、82年2.0%、83年4.9%の低水準で推移していたのが、84年には一挙に11.5%増と跳ね上り86年の一時的な低下を除けば90年まで10%以上の増加を続けた。現在の時点で振り返れば、それが過剰投資であったことは明らかである。しかし、その最中にあってはそのように理解されることはなかった。その当時は産業の高度化、情報化といった産業構造の転換、つまり実物的な要因が投資を招いていると説明され、それに疑問を差し挟む人は少なかった。投資の増加は景気を刺激して企業の利益率そして株価を高め、また株価の上昇は新株、転換社債やワラント債の発行といったエクイティ・ファイナンスを容易にして投資を促した。

家計についても同様なことがおこった。株式や土地の保有状況から推察して一部の家計のみが実際にキャピタルゲインを享受したと思われるが、バブルは労働不足そして賃金上昇を招き、資産効果と言うより所得効果を通して一般的な家計を潤すことになった。民間最終消費支出は1986年頃から対前年増加率を高め、それが90年のバブル崩壊まで続いた。グルメと海外旅行が流行り、高級家具や絵画また大型の自動車や電化製品がよく売れた。それについては、家計行動の多様化、高級化というもっともらしい説明がなされた。ドルで計った一人当たり国民所得は米国を越えていたから、豊かに暮らして貿易黒字を解消するのが望ましい家計のあり方と理解された。興味深いのは、企業や家計の異常な行動にもっともらしい説明がなされ、それがすんなり受け入れられた当時の雰囲気であり世相である。

2-3 バブルと金融政策

しかし、よく指摘されるようにバブルの真の原因是、上のような社会経済的雰囲気を醸し出す温床を提供した当時の金融緩和策と金融機関の不動産融資等の行動にあるといえよう。まず金融緩和をみると、マネーサプライ ($M_2 + CD$) の増加率は、1985年8.4%、86年8.7%、87年10.4%、88年11.2%、89年9.9%、90年11.7%と数年にわたって日本経済の潜在実質成長率（約5%前後といわれた）を大幅に上回る率で推移した。金利も長期国債（10年）の利回りでみて、84年1月の7.165%が順次下がって89年1月には4.848%に達した。このような金融緩和にもかかわらず、①円高、原油安のため物価水準は安定したこと、②米国の低金利に歩調を揃える必要性、などの理由から金融政策を見直す議論はみられなかった。実際に金融引締めに転じたのは、バブルが強く国民に認識されるようになった89年に入ってからである。

一方金融機関についてみると、戦後の高度成長によって日本企業、特に製造業において規模・質が拡充し自己金融力がついたこと、また安定成長期において企業の資金需要が縮小したこと、金融自由化によって海外からの資金調達が容易になったこと、また国内的にも証券市場の育成・発展が図られた

こと等によって、企業の資金調達に占める銀行借入の割合を低下させ証券市場を通す直接金融の比重を高めることになった。このような企業の銀行離れという金融構造の変化は、銀行の融資先を狭めることになり、結局は銀行を財テク企業や不動産業への融資に走らせ、金融緩和によって溢れた資金を株や土地などのストック市場に流し込むことになった。

超金融緩和という誤った金融政策については、①財政再建の名目で財政出動が抑えられ金融政策主体で景気対策を担わざるを得なかったこと、②為替レートの安定化のために金利が縛られたこと等の背景もあるので、金融当局だけを責めるわけにもいかない。しかし、バブル期の金融緩和、バブル退治の急激な金融引締め、バブル崩壊に伴う不況対策としての大幅な金利の引下げというアップ・ダウンの激しい一連の金融政策をみていると、その有効性や妥当性に疑問が感じられる。特に、金利に対する見方に何か欠落したものがあるのではないかと思われる。すなわち、金利は何らかの市場価格なのか、あるいは自由に政策的に操作することが許されるパラメータなのかという問題である。もし金利が価格なのであれば、それは何の価格なのか、均衡利子率は何をバランスさせているのかが問われなくてはならない。このことは政策論として、政府が価格（金利）を操作することの正当性を問うことを意味する。政府の市場介入には常に正当性が問われる。IS-LM分析を念頭において上の問題提起を聞けば、これを奇異に感じるかもしれない。そこでは、金利は文字通り操作変数と扱われている。しかし、資産価格が利子率と逆数の関係にあることを思い出せば、この問題提起は資産価格を政府がコントロールすることへの問題提起と同じことになるはずである。つまり、株価の上昇が景気刺激になると同時に、政府は金利を引下げて株価をつり上げるべきかということが問われるはずである。このとき、操作された株価はどういう情報を持つのであろうか、株式市場の機能はどうなるのであろうか。

例えば、為替レートの水準がわが国の景気に重要な影響を及ぼすことを認識しながらも、為替レートを自国通貨建資産と外貨建資産間の資産選択が与

える市場価格として尊重し、外国為替市場では為替レートの急激な変化を避けるためのスムージング・オペレーションしか認められていない。そうすると、国内資産間の資産選択の結果である利子率はなぜ操作可能なのかは考慮すべき問題ではなかろうか。他国との利害対立の歴史が為替レートへの不介入（スムージング・オペレーションを除く）を導いたとすれば、国内資産の資産選択をめぐる利害対立は政策立案の過程でどのように理解されているのであろうか。すなわち、利子率が何の価格で、それに対する介入が誰の利に叶い誰に反するのかを明確に認識する必要があるようと思えるのである。

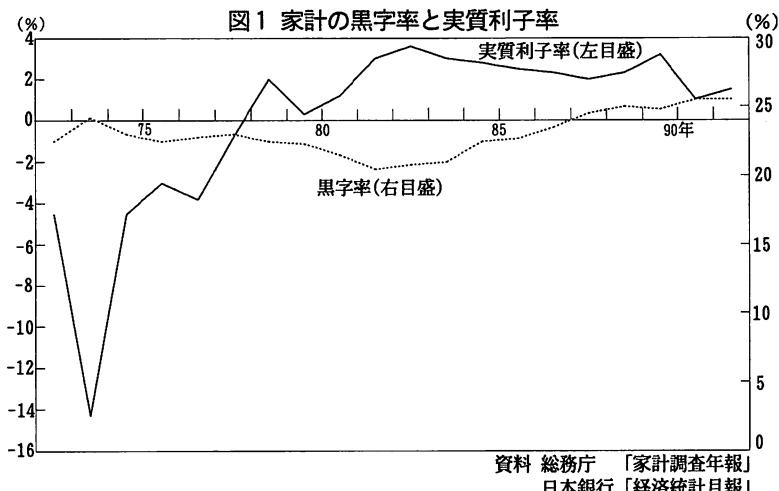
3. 経済理論における家計と金利

通常のマクロ経済学のテキストによると、消費は家計の所得、または資産効果を考慮に入れて所得と資産の関数として表わされる。所得から消費を差引いたのが貯蓄であるから、貯蓄は所得と資産の関数ということになって、通常の場合貯蓄の決定に利子率は変数として出てこない。いってみれば、利子率は家計からオミットされている。これは、貯蓄が利子率にあまり感応しないという実証的な事実に基づいた議論の簡略化だと理解されている。実際ケインズは「一般理論」のなかで、消費性向に影響を及ぼす客観的要因の一つとして利子率を取上げ、経験的にみて利子率が個人の支出に及ぼす短期的影響は利子率に異常の変化がない限り、重要ではないと結論づけている。最近の興味ある実証研究の一つとして、竹中・小川(3)は個人企業も含む広義の家計を対象に、耐久消費財に対する消費支出を貯蓄に含め、また耐久消費財からの帰属サービスを消費に加えるというデータの加工を行なった上で、ライフサイクル・恒常所得仮説に基づいて消費関数（逆にみれば貯蓄関数）を推計している。竹中・小川は、以上の枠組で1970年代初期から80年代前期にかけての個人貯蓄率が、①石油ショック期の経済に対する不安感（恒常所得の低下）、②金融面で流動性制約を受ける家計の増加によってその動向が説明されることを明らかにしているが、利子率がどう関わってきたのかは明確で

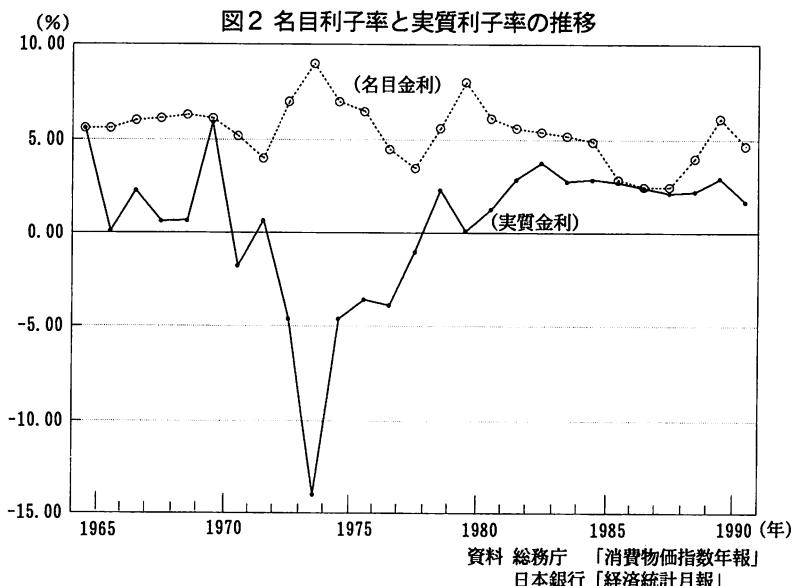
ない。

さて、竹中・小川の分析が例示するように、このような実証研究はある消費仮説によってわが国の消費が整合的に説明できるかという仮説検定の意味もあって、耐久消費財の購入も貯蓄に含めるなど、貯蓄が厳密に定義されている。しかし、このように定義された貯蓄と家計が認識している通常の貯蓄とでは当然ずれがみられる。預金を引出して家電製品を購入すれば、普通の家計は貯蓄は減ったと感じるのではなかろうか。そこで我々はもっと単純に、利子率と加工されてない生の貯蓄率のデータから利子率と貯蓄率の関係を確認することにしよう。

さて、図1はわが国の実質利子率（公定歩合－消費者物価上昇率）と勤労者世帯の黒字率（可処分所得－消費支出を可処分所得で除した数字）の最近の推移をプロットしたものである。それによると、実質利子率は70年代の石油ショック、それに狂乱物価時には下はマイナス14%、それが数年後には上昇してプラス2%に達したが、黒字率はなだらかに推移した。80年代の実質利子率は2%の周辺で比較的安定に推移しているが、黒字率は自律的に上昇傾向に推移しているように思える。



ただここで、貯蓄との関係をみるときに金利として実質利子率を用いるべきか、または名目金利を用いるべきか難しいところである。もちろん家計が十分に経済合理的だとすれば、フィッシャーの理論が教えるように貯蓄の決定において意味を持つ金利は名目利子率ではなく実質利子率でなくてはならない。しかし実際問題として、一般的の家計がインフレ率を予想して実質利子率を計算をし、それに基づいて意志決定を行なうということはあまり現実的とは言えない。というのもインフレ率を予想するためには、情報の収集・分析のためにコストがかかり貯蓄額が少ない場合には引合わないからである。ちなみに、図2は1965年から1991年までについて、公定歩合と上の実質化した公定歩合をプロットしたものである。その図が示すように、インフレ率の動きが不規則でまた変動幅が大きいため、名目利子率と実質利子率は全く異なった推移をたどっている。狂乱物価の70年代は特別として、80年代についても的確にインフレ率を予想し行動していくことは至難の業といわざるを得ない。



また、図1と図2を見比べてわかるように、名目利子率と黒字率の間に何らかの関係を見いだすことも難しい。このようにみていくと、マクロ経済の短期におけるポジティブな議論では貯蓄関数から利子率を省いても大きな問題はないように思える。

一方標準的なミクロ経済学のテキストにおいては、所得を所与としたうえで利子率を価格とした比較静学分析によって貯蓄関数を導出する。利子率の上昇は、利子所得を増やすという所得効果、つまり現時点の消費を促す効果と、将来財の価格を引下げて消費を現時点から将来時点への代替を促す代替効果が働き、この相反する効果のため利子率と貯蓄の関係は不確定ということになっている。ただ資産効果を考慮に入れると、ケインズも注意しているように利子率の大幅な変化は家計の保有する資産価値を変動させ、利子率の変化は貯蓄に明示的な影響を与える可能性はある。いずれにせよ、マクロの消費関数から利子率を省く慣行はこのミクロ理論における議論、そして実際のデータに根拠をおいているといえよう。

しかし、仮にミクロ面での二つの効果が拮抗し貯蓄の利子率弾力性が小さいとしても、これは利子率が貯蓄の決定に関りを持たないということではないことに注意すべきである。これは、財によって需要の価格弾力性は大小差があるが、この大小に応じて価格の資源配分機能に差があるということを意味しないことと同じである。例えば、生活必需品の価格弾力性は小さくて価格が上昇しても消費量はあまり減らないが、家計の厚生の面からみるとこの価格上昇は大きな意味を持つはずである。つまり経済現象は、ポジティブとノーマティブの両面から考察すべきである。実際、後の議論が明らかにするように住宅の取得、資金の借入（負の貯蓄）そして預貯金の面からみると、家計は利子率に敏感に反応して意志決定を行なっているように思える。

そこで今度は、家計の資産選択についてみてみよう。IS-LM分析の枠組みでは、全ての資産保有者が利子率が変動する不確実の状況で債券と貨幣の間で資産を選択し、その過程で利子率が決定される仕組みになっている。近

年はヒックス、トービン、マルコビッツ等によってケインズの流動性選好説が拡張され、債券以外に株や土地、場合によっては資本財まで考慮に入れたより一般的な枠組みで資産選択が論じられている。この資産選択論の基本的な考え方は、経済主体は情報を収集して将来の資産価格を予想し、それに対応して現在保有する資産を組替えていくということにある。ところで不確実性の状況では、刻々と新しい情報が入ってくるから、合理的な主体はその度にポートフォリオを見直すことが必要になる。したがってこの理論は、短期間に資産の組替えが出来る状況を基本的に想定している。しかし、実際は資産の組替えには取引費用がかかり、組替えによって期待できる収益がこの費用を上回らない限り組替えはなされない。一般的に資金一単位当たりの取引費用は資金量が大きくなるにつれて低減するから、大口の投資家が頻繁な組替えを行なうことになる。証券市場や外国為替市場では刻々と相場が変っていくが、それは運用する資金量の大きい機関投資家の頻繁な資産組替えによってもたらされている。

また、資産選択論はつき詰めて考えると、経済が不安定な状況では合理的な投資家の関心は利子や配当といったインカムゲインではなく、資産価格の変動になることを含意している。というのも、実際問題として利子率や配当率は高くても年率10%の水準しか期待できないが、資産価格は場合によっては一日に数%も変動し、資産組替えによるキャピタルゲインまたロスはインカムゲインを容易に凌駕するからである。このように金融市場が安定性を失いマネーゲームの場と化すと、資金の効率的配分という金融市場の本来の機能が失われることになる。

さて、このように資産選択論を整理してみると、この理論の枠組みで平均的な家計の資産選択を捉えることには限界があるのではなかろうか。このような観点からヒックス⁽⁶⁾は、投資家を二つのタイプに分類し次のような名称を与えている。彼は、機会が提供されると再び売買しながら、ポートフォリオを管理することを計画する投資家を「流動的投資家」と呼び、一方投資を

する際には注意して資産を選択するが、その後は利用可能となる情報に基づいて彼の意志決定を変更する機会を断念する投資家を「固定的投資家」と名付けて、投資家を二タイプに区分している。貨幣保有について述べると、流動的投資家は意志決定を保留するために貨幣を保有することもあるが、固定的投資家はインカム・ゲインを目的に資産を保有するため、取引需要以外に貨幣を保有することはない。ヒックスは、ケインズの流動性選好説は流動的投資家のみを前提に理論が組立てられていると理解している。

さて、現実の金融市場に登場する経済主体を二つに分類するとすれば、明らかに流動的投資家の代表格がいわゆる機関投資家であり、固定投資家として平均的な家計をあげることが出来よう。もちろん家計も資産家の場合は流動的投資家の色彩を帯びてくるが、標準的家計の場合は後にみるよう金融資産の半分を預貯金、残り四分の一を保険で保有する現状では固定的投資家と呼ぶほうが正確といえよう。利子率をどう認識するかということを例にとって二つのタイプの投資家の違いをみると、機関投資家に関心があるのは利子率の逆数である債券価格であり、家計に関心があるのは利子所得を与える利子率そのものといえよう。そのため利子率の下落は、機関投資家にとってはキャピタル・ゲインの機会であり、家計にとっては利子収入の減少と理解される。

ところで、問題は二つのタイプの投資家を金融市場のなかでどのように位置付けるかという点である。まず考えられる一つのイメージは、これらの投資家を重層的に捉えることである。例えば生命保険会社は日本で有数な機関投資家であるが、彼らが運用する資金の元手は家計が支払う保険料である。家計は保険料を支払うことによって将来の危険に備え、一方生命保険会社はその集めたお金で果敢に資産運用を行なう。このように固定的投資家の上に流動的投資家が重なる形で金融市場が形成されるとみるのがこのイメージである。他のイメージは、これら投資家を並列的に捉えることである。例えば家計でも資産額が増えるにつれて、金融資産に占める株式投資や投資信託など

のリスク一な資産運用の割合が増えてくるが、スペクトルの両端として二つの投資家を並列して金融市场をみるのがこのイメージである。それ以外にも幾つかのイメージが考えらると思うが、固定的投資家（具体的には標準的な家計）という資産選択論では扱い難い経済主体を省いて金融市场を捉えるのではなく、固定的投資家を金融市场のなかで適切に位置付けることが必要ではないであろうか。

4. 具体的データにみる家計と金利

4-1 データについて

この節では、家計の貯蓄行動や資産選択を具体的なデータから検証することにしたい。われわれは、家計については自営業者を含む全世帯ではなく勤労者世帯に焦点をあて、データは主に総務庁の『家計調査年報』と『貯蓄動向調査』を利用することにする。

さて、はじめにデータの加工の有無について説明する必要があろう。最近は貿易不均衡の問題もあって、家計の貯蓄や資産選択についての関心が高まり、様々な実証分析が試みられている。これらの分析は、家計の貯蓄また資産という概念を厳密にとらえて、データについてもその概念にそうように加工を施している。上でもふれたことではあるが、例えば住宅以外の耐久消費財の購入は通常の統計においては言葉通り消費支出に含められているが、それを支出から抜出して貯蓄としてカウントし、同時に耐久消費財からの帰属サービスを所得と消費の両方に加え、また年々のそれらの減価償却を貯蓄から差引くという作業によって、厳密な貯蓄額が算出されている。

同時に資産についても、通常の金融市场や実物資産だけでなく、生涯の純所得を現在価値に換算した人的資産、また将来の年金純給付を現在価値に換算した年金資産等も加算して家計の資産額が推計されている。このように厳密に貯蓄、資産を算出したあとで、日本の家計の高貯蓄率の検証、ライフ・サイクル仮説や恒常所得仮説の検定がなされている。詳細は竹中・小川(3)、高

山(2)を参照して頂くとして、これらの分析によって、わが国の家計の貯蓄率が他先進国と比較して通常いわれているほど高くないこと、年金資産については世代によって格差があることなどが明らかにされている。

ただ我々の目的は、貯蓄率の国際比較や理論仮説の検定にあるのではなく、もっと抽象度を落として家計の意識のレベルにおける貯蓄行動や資産選択をみることにあるので、上であげた統計書のデータは加工しないでそのまま利用することにする。

4-2 家計の資産蓄積

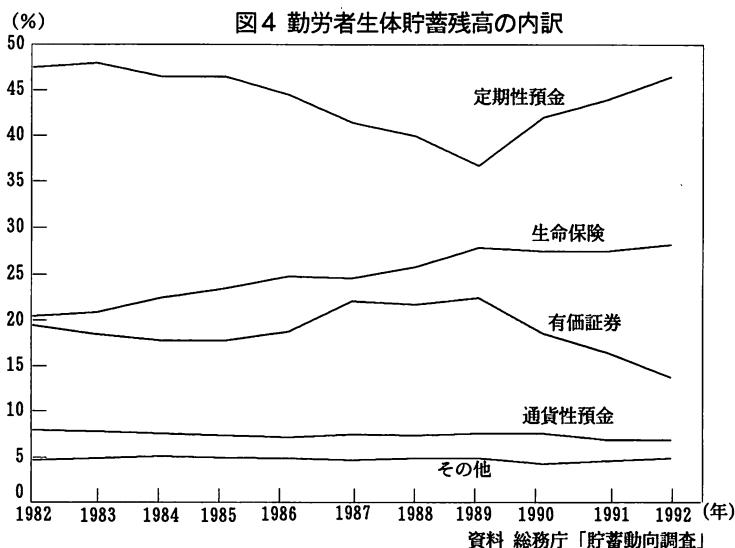
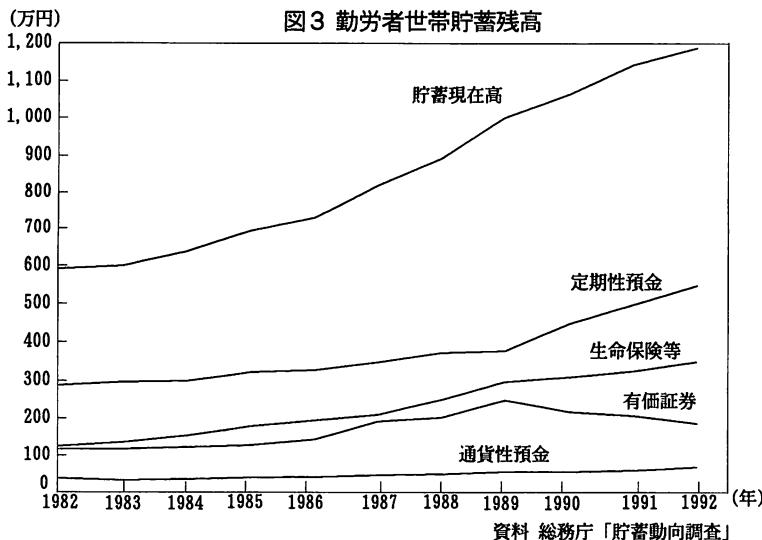
さて図3、4は、1982年から同92年までについて勤労者世帯の平均貯蓄残高及びその項目別構成比の推移をみたものである。まず貯蓄残高そのものは、82年の600万円が92年には1,200万円と倍増した。同期間の勤労者世帯年間収入は502万円から766万円に推移し伸び率になおして53%に過ぎないから、貯蓄残高の伸びはバブルとバブル崩壊という経済環境の激変にもかかわらず順調に推移したといえよう。

しかし項目別にみると、いくつかの特徴が浮び上がってくる。まず一つは、構成比の推移にはっきり現れることだが80年代後半に入って定期性預金が伸び、有価証券がこれにとって代るかのように伸びている。しかし90年代に入ると、今度は反対に有価証券がダウンし定期性預金が急増している。二つ目に保険は、絶対額でみても構成比でみても極めて安定的に増加している。三つ目に通貨性預金の構成比は長期にわたって7~8%と安定し、定期性預金とは異なる推移を示している。

まず第一番目の特徴である定期性預金と有価証券の推移は、バブルの株価高騰・低金利時に定期性預金から有価証券に、またバブル崩壊後の株価下落・金利上昇時には有価証券から定期性預金へと、家計が積極的な資産選択を行なったような印象を与える。たしかに『貯蓄に関する世論調査』（貯蓄増強中央委員会）によれば、金融商品の選択基準として収益性（利回りがよい）を志向する割合は、1980年の22.2%から85年には30.2%に上昇し、その後

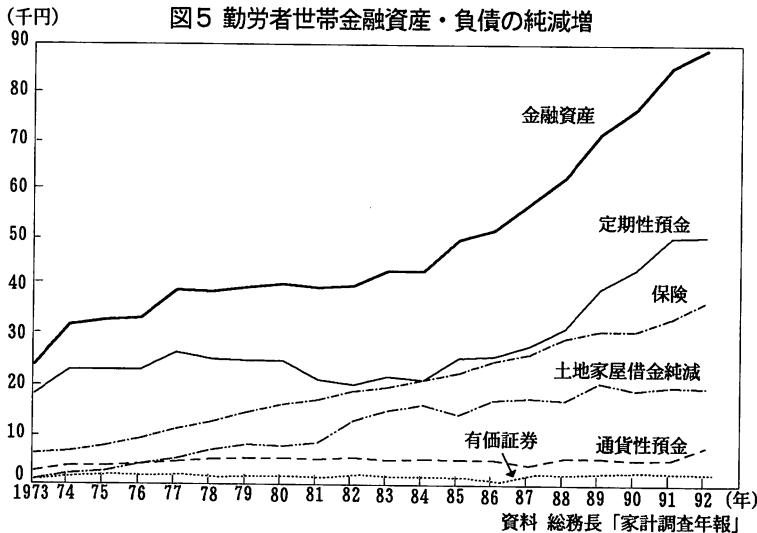
家計の金融行動と金利（大城郁寛）

90年には 25.6 % に下落している。



それでは、バブル期には家計も流動的投資家として行動したのであろうか。この問題を次のように考察してみよう。まず、既に保有している定期性預金を解約して有価証券に振向ける場合は、中途解約に対するペナルティーとして預金利が低くなる。そのため、家計の資産選択の変更は、取引コストがかからない新規貯蓄の金融商品間への割振りに反映されるはずである。そこで図5は、1973年から92年までの約20年間について金融資産純増（一ヶ月当り）の推移とその金融商品別の内訳、それと土地家屋の取得にともなって保有することになった負債の返済である土地家屋借金純減をみたものである。

まず一般的な特徴を説明すると、この20年間は純金融資産が急増した73年から77年までの第1期、次に増加率が緩やかな78年から84年までの第2期、そして再び急上昇に転じる85年以降の第3期に分けることが出来る。



まず第1期の高い伸び率は、この時期の高インフレ率による水膨れによるものだと推測される。この4年間の金融資産純増は一ヶ月当り2.4万円から3.9万円へ約63%増加したが、同期間の全国消費者物価指数は56%上昇している。したがってこの期間の実質的な伸び率（金融資産形式の加速度に相当）は、

年当り 2 % に満たない。

次に増加率が緩やかな第 2 期についてみると、84 年における純増は一ヶ月当り 4.3 万円だから、この 7 年間の増加率は 10 % に過ぎない。一方、この期間の消費者物価上昇率は 31 % に達しているから、実質的には年率マイナス 3 % 減少になる。しかし図をみてわかるように、この期に土地家屋借金の純減が急増している。例えば、77 年における土地家屋借金の純減は一ヶ月当り 0.5 万円となっているが、84 年には 1.6 万円余に達している。仮に同期間にについて金融資産純増と土地家屋借金純減を加えて実質的な資産増を調べてみると、77 年が 4.4 万円、84 年が 5.9 万円となり伸び率として 34 % に達する。この伸び率はこの期間の物価上昇率より高いから、僅かながらとはいえ加速度的に資産形成がなされたといえる。この点に関して興味深いのは、家計の資産選択が金融商品の間だけでなく土地家屋の取得とも大きく関ることである。この点に関しては、後に詳しくみることにしたい。

最後に、第 3 期についてみてみよう。この期はバブルとバブル崩壊を含んでいる。まずこの期の特徴的なことは、金融資産純増の伸びが著しいことである。84 年における純増額は 4.3 万円は 8 年後の 92 年には 8.8 万円と倍増している。この期の消費者物価上昇率は 14.5 % にすぎないから、実質的にみて金融資産の蓄積が急テンポでなされたことがわかる。さらに図が示すように、金融資産純増がかなり貯金の純増で説明されること、そして有価証券の購入には特別の変化がみられないことがわかる。

よって、上で提示した疑問に関して次のように解答ができるようである。すなわち図 3、図 4 における定期性預金と有価証券と推移は、二つの資産の間で能動的な資産選択がなされた印象を与えるが、実際はバブルとその崩壊によって有価証券の評価額が変動したために、残高が受身的にアップ・ダウントしたのが実情という点である。例えば勤労者世帯平均の株式及び株式投資信託の現在高（年末）は、1987 年 111 万円、88 年 122 万円、89 年 161 万円、90 年 122 万円、91 年 100 万円となっている。この現在高の伸び率と東証株価指

数の対前年変化率を比較すると、88年10%（東証11.6%）、89年32%（16.1%）、90年-24%（-24%）、91年-18%（-11%）となっている。仮に勤労者世帯の保有証券の価格が東証株価指数と同率で変化したとすると、勤労者世帯の資産選択は89年に若干株式へシフトし、91年には株式からシフトしたことになるが、基本的には東証株価指数と同様な推移をたどっており、積極的に株式市場へ参加したとは解釈しにくい。このように勤労者世帯は、やはり固定的投資家とよんでよさそうである。

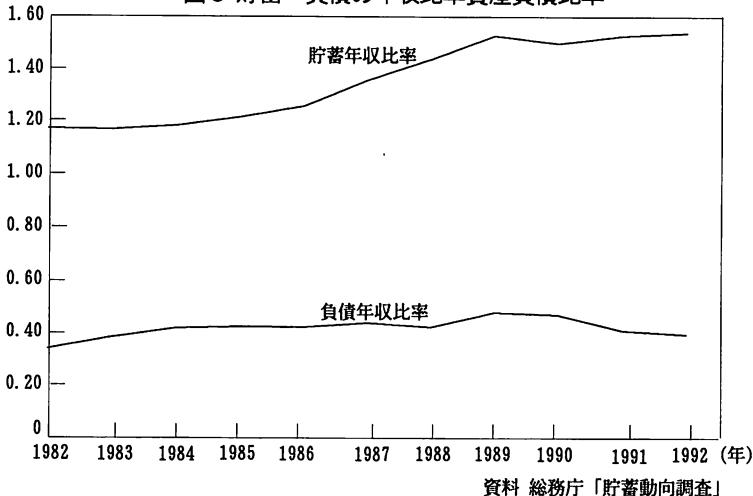
4-3 家計の負債と土地家屋取得

家計の資産選択というと、黒字部門として各種金融資産間の選択をイメージしがちであるが、実際の選択行動は金融資産の積増し、実物資産（主に住宅）の取得、そして負債の返済というように多岐にわたる。例えば高山（2）は、1984年に実施された総務庁『全国消費実態調査』の個表データを利用して、金融資産だけでなく実物資産も含めた家計資産の推計を行なった。この推計によれば、1984年における2人以上の普通世帯（農家を含む）の正味資産は平均で約2,800万円、その内訳は実物資産の土地55.5%、住宅（建物のみ）11%、賃貸用実物資産11.6%、耐久消費財7.2%となり総資産の85.3%を占める。一方の金融資産は総資産の24.3%となっているが、負債が資産の9.6%を占めているため負債控除後の金融資産は14.7%に過ぎない。また中央値でみると正味資産額は約2,000万円、内訳は土地60%、住宅20%そして負債控除後の金融資産と耐久消費財が各々10%という推計結果となっている。平均値と中央値の大きな違いは、賃貸用実物資産の割合は平均値の場合は約12%を占めるが中央値では約2%に過ぎないためである。この推計によれば、正味資産額が5,000万円超の階層から急速に賃貸用実物資産のウェイト高まり、正味資産が2億を超える階層ではその割合は6割近くになっている。この実物資産所有の不均等が、平均と中央値の乖離をもたらしている。

さて、このような推計結果から標準的な家計についても実物資産（居住用

土地家屋）のウェイトがかなり高いこと、また金融資産と負債の両建てで資産形成を行なっていることが明らかになる。例えば『貯蓄動向調査』によれば1991年12月末について勤労者世帯の99.5%が貯蓄を行ない、同時に51.9%の世帯が負債を保有している。図6は最近の勤労者世帯の年収に対する貯蓄と負債の比率をしたものであるが、貯蓄年収比率は上昇傾向にあって現在約1.5強の水準にあるが、負債年収比率はわりあい安定的に推移し0.4から0.5の水準にとどまっている。ただ注意すべきことは、全世帯を平均してならしたときにこの負債年収比率になるのであって、総世帯数の約半分しか負債を保有していないことを考えると、負債保有世帯における負債年収比率はかなり高くなるものと予想される。また負債を保有することになった事由を『家計調査年報』にみれば、負債額の約9割が居住用土地家屋取得となっている。

図6 貯蓄・負債の年収比率



資料 総務庁「貯蓄動向調査」

一方において建設省『民間住宅建設資金実態調査』によれば、民間分譲住宅購入者の購入資金調達に占める預貯金の割合は20.5%（1991年）になっており、この比率はバブル期に多少の変動はあったがここ10年間は大体この水準に落着いている。実際にアンケートによって将来に備える理由（貯蓄を

行なう理由）を調査してみても、貯蓄目的を一つだけ上げてもらうという調査（総理府『国民生活に関する世論調査』1991年）では、「老後の生活のため」29.3%、「子供の教育資金や結婚資金のため」21.4%、「病気や不時の災害の備え」20.7%、「土地家屋の購入・新增・改築・修理」12.4%と続き、また3項目以内で重複解答を許せば（『貯蓄に関する世論調査』1991年）「病気・災害の備え」73.3%、「老後の生活」50.5%、「子供の教育」40.6%、そして「土地・建物購入」21.7%と続いている。二つのアンケート結果が示すように、住宅取得は貯蓄を行なう大きな理由の一つになっているのである。このように金融資産を蓄積し、一方で住宅取得を取得し負債を保有するというのが標準的家計の大方の資産選択といえよう。

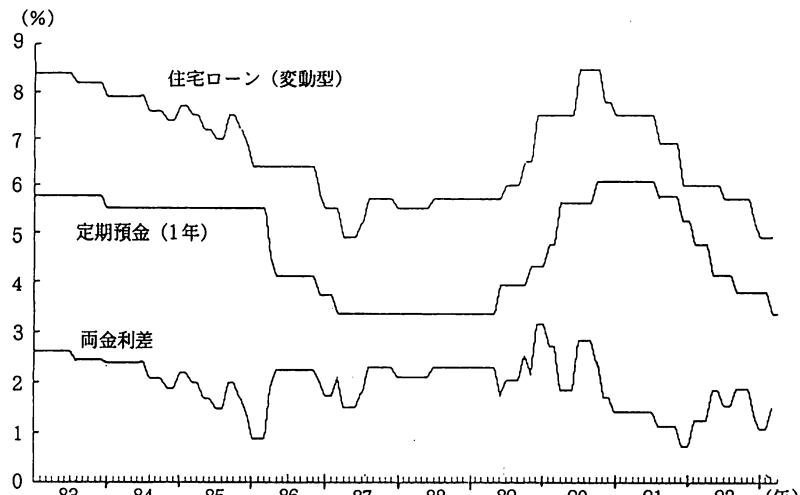
それでは著しく変動した最近の経済環境のなかで、家計は住宅所得に関して具体的にどのようなビヘイビアを取ったのであろうか。それを探る作業の手始めとして、家計の住宅取得と関る重要な変数として所得と金利を取上げ、その推移を概観することから始めよう。

まず勤労者世帯の最近の可処分所得対前年伸び率は1985年3.9%、86年1.2%、87年2.2%、88年4.9%、89年3.9%、90年4.8%、91年4.9%、92年2.1%となり、バブルによって労働市場が逼迫した一時期はかなり上昇したが比較的順調に推移しているといえる。一方、消費者物価（全国、総合）の対前年上昇率は、1985年1.9%、86年0%、87年0.5%、88年0.8%、89年2.9%、90年3.1%、91年2.8%、92年1.6%（資料、総務庁『物価統計月報』）と推移し、90年をはさむ3年間は3%ぐらいまで上昇したが、全体的には安定していたといえよう。可処分所得の伸び率から、物価上昇率を差引いて実質に直してみると、所得が伸び悩んだときは物価上昇率も低く、また所得が上昇したときは物価も上昇しているため、実質可処分所得は名目値以上に安定しているといえる。地域的な問題ではあるが、沖縄県における勤労者世帯の可処分所得の推移は、家計調査のサンプル数が少ないためと思われるが年毎のバラツキが大きく、他関連統計との整合性に問題がある。そこで

代わりに「県民所得統計」における「雇用者所得」の推移をみると、全国と同様に勤労者世帯の所得は安定期に推移していることがわかる。

次に金利についてはどうであろうか。図7は1983年から92年までについて、定期預金（1年もの）、銀行住宅ローン金利（変動型）、そして二つの金利差の推移をしたものである。ここで二つの金利を例挙したのは、定期預金金利に標準的家計が利用可能な預入れ金利を、また住宅ローン金利に借入金利を代表させたいからである。この10年間における二つの金利の推移は、①プラザ合意前の米国の高金利政策に引きずられて上昇していた金利がその後次第に低下行く時期、②超金融緩和策によって金利が比較的長期にわたって底に張りつき結局はバブルを迎えた時期、③短期間ではあったがバブルを潰すための高金利政策が取られた時期、そして④バブル崩壊後の不況対策として再び金利がギリギリまで引下げられ現在（平成6年2月）に続くというように、所得とは異なり激しく変動した。

図7 金融市場における家計のポジション



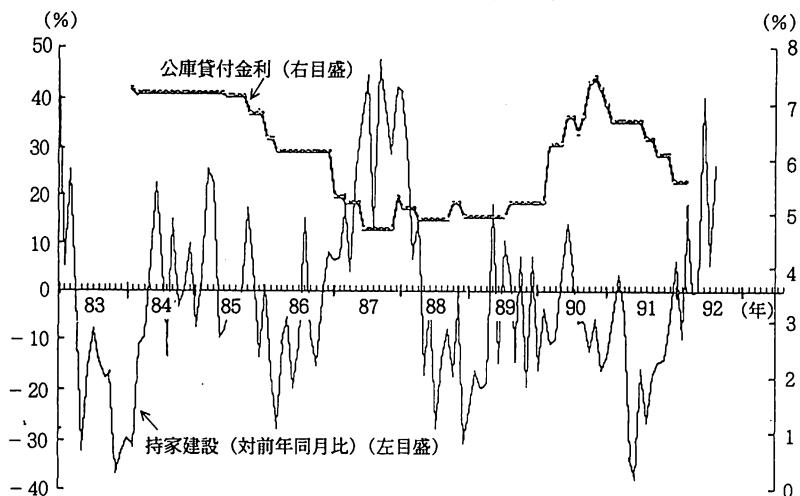
資料：日本銀行「経済統計月報」

つぎに両金利差はどのように推移したのであろうか。我々が金利差に関心を持つのは、この差が金融市場における家計のポジションを示し、金利差が開けばポジションの悪化、差の縮小がポジションの改善とみるからである。さて、金利差の推移をみて気が付くことは、一般的な傾向として金利が下降局面にある時には金利差が縮小して家計のポジションが向上し、金利が上昇局面にあるときは金利差が拡大してポジションが悪化することである。この傾向は、住宅ローン金利が市場金利に連動してすみやかに調整されるのに対して、定期預金金利は公定歩合を基準に決定されるため、そのラグによってもたらされたと思われる。そのため金利水準が安定して家計のおかれているポジションがはっきりする時期、すなわち1986年から1989年までの金利差をみると約2.3%、この差が金融市場における家計のポジションといえよう。ちなみに、その期間における企業への貸出約定平均金利（全銀平均）は約4.9%定期預金金利との差は約1.5%になっている。

さて、このような経済環境のなかで、家計の住宅取得はどのようになされたであろうか。図8は、金融公庫住宅貸付金利と沖縄県の持家着工戸数対前年同月変化率の推移をしたものである。公庫貸付金利と銀行の住宅ローン金利とは金利変動期に多少のずれは生じるが、大体は1%前後の金利差でパラレルに推移している。また沖縄県の着工戸数を用いたのは、毎月の統計が身近に入手可能であったこと、また着工戸数を決める重要な変数の一つである地価が沖縄県の場合は比較的に安定していたためである。最近の限られた数字しか入手できないが、日本不動産研究所の調査によれば那覇市の宅地価格上昇率は、86年5.9%、87年5.6%、88年3.6%、89年4.2%、90年6%、91年6.3%となっており、沖縄県における勤労収入の伸び率よりは若干高いが、首都圏にみられたような急上昇と急下降はみられない。沖縄県における宅地価格の推移を那覇市の価格に代表させることに多少の不安はあるが、那覇市とその近郊に県人口のかなりの部分が集積していることを考えれば、那覇市の宅地価格に代表させても大きな間違いはないであろう。

さて、住宅建設はその長期的トレンドとしては、人口構成や世帯状況などの経済的要因以外の事情も大きくかかわってくるが、短期的には所得、宅地価格、金利といった経済的要因が重要なファクターになると思われる。そうすると、上であげた統計数字は金利を除いて所得水準、宅地価格（沖縄県の場合）とも安定的に推移したということであったから、図8は着工戸数と金利の関係をうつし出しているはずである。まず図8における着工戸数は、金利水準が安定した84年から85年、また88年から89年にかけては月毎の振幅はあるが大かた前年並みに推移している。しかし、86年に入って金利が低下し始めると着工戸数は対前年比で上昇に転じ、逆に90年に入って金利が上昇すると落ち込んでいる。その後91年に入って金利が下落し始めると再び着工戸数対前年比は上昇に転じるようになり、その傾向が現在（94年2月時点）まで続いている。

図8 金利の推移と持家建設



資料：日本銀行「経済統計月報」
建設省「建設統計月報」

以上まとめてみると、前の節でもみたように金融資産間のポートフォリオに関しては固定的であった家計も、金融資産と住宅取得・負債保有との間の資産選択に関してはかなり金利感応的に行動するというのがここでの結論といえよう。

5. 結 語

日本の高度成長をもたらした重要な要因の一つは、家計の高貯蓄率であることは良く知られたことである。しかし、家計が金融面で大切に扱われてきたとはいひ難い。マル優制度が貯蓄優遇の証左として取上げられることもあるが、実際は臨時金利調整法のもとで金利は政策的に十分に引下げられていたから、利子所得の免税がどの程度預金者を優遇したかは疑わしい。例えば70年代にインフレ率が高騰したときには、家計の金融資産は実質的に著しく減価したはずである。アメリカの場合は、70年代のインフレが金融自由化の引金になったといわれるが、日本の場合はインフレによる家計金融資産の浸食が大きな経済問題になることもなかった。結局わが国の金融自由化は、国債の増額にともなう国債市中消化の必要性という為政者レベルの事情からスタートすることになった。したがって、平成3年6月に提出された金融制度調査会の最終答申「新しい金融制度について」をみても、預金者に対して十分な配慮がなされたという印象は受けない。金融当局そして金融業界の論理は、経済が成長また安定すれば結局預金者である家計も恩恵を受けるではないか、ということに集約されると思われる。

確かに、高度成長期のように所得に比較して貯蓄額が少ないフロー経済のときは、金利は家計にとって重要な経済変数ではなかったかも知れない。しかし現在のように経済成長率が低く、また所得に対して貯蓄額が大きな比重を持つようになったストック経済においては、金利が果す機能も以前とは異なったものになるであろう。金利は金融サービスの価格として、資源配分機能、そして所得分配の機能を益々強めていくものと思われる。特にわが国

場合は高齢化社会を目前に控えて、家計の貯蓄が一層重要になってきている。「生活大国」という言葉がよく使われるようになった昨今ではあるが、金融面でも生活の視点からもう一度金融政策を見直すことも必要なことではないであろうか。

参考文献

- (1) 下野 恵子 (1991) 『資産格差の経済分析』 名古屋大学出版会
- (2) 高山 憲之 編著 (1992) 『ストック・エコノミー』 東洋経済新報社
- (3) 竹中 平蔵・小川 一夫 (1987) 『対外不均衡のマクロ分析』 東洋経済新報社
- (4) 野口 悠紀雄 (1991) 『ストック経済を考える』 中央公論社
- (5) 宮崎 義一 (1992) 『複合不況』 中央公論社
- (6) John Hicks, "A Market Theory of Money", Oxford UP Press, 1989 (花輪 俊哉・小川 英治訳 (1993) 『貨幣と市場経済』 東洋経済新報社)