

証券税制と家計の金融資産

山田直夫

一、はじめに

図表1は近年の金融所得に対する税制改正の概要を示したものである。二〇〇一年六月に閣議決定された「今後の経済財政運営及び経済社会の構造改革に関する基本方針」（いわゆる「骨太の方針」）は、「証券市場の構造改革」として「貯蓄優遇から投資優遇への金融のあり方の切り替えなどを踏まえ、税制を含めた関連する諸制度における対応について検討を行う。」という方針を示した。

これを踏まえて、二〇〇一年十一月の臨時国会において証券税制の改正が行われた。その後も「貯蓄から投資へ」という政策的要請に基づいて税制改正が行われてきた。一連の改革の特徴は、金融商品間に均一（二〇％）の税率を課すこと、時限的に一〇％の優遇税率を適用すること、損益通算の範囲を拡大することの三点にまとめることができる。このうち、金融商品間に均一の税率を適用し、損益通算を幅広く認める税制改革は金融所得課税の一元化に向けた改革と呼ばれる。金融所得課税の一元化は税制を簡素なものにし、さらに税

図表 1 近年の金融所得に対する税制改正の概要

<p>2001年11月の改正</p>	<p>○株式譲渡益課税について</p> <ul style="list-style-type: none"> ・申告分離課税への一本化 ・長期保有上場株式に対する特例 ・元本1000万円までの非課税措置
<p>2002年度税制改正</p>	<p>○特定口座内の上場株式等の譲渡に係る所得計算及び申告不要の特例の創設</p> <p>○障害者等に対する少額貯蓄非課税制度への改組</p>
<p>2003年度税制改正</p>	<p>○上場株式等の配当、公募株式投資信託の収益分配金、上場株式等の譲渡益について、申告不要制度を導入</p> <p>○上記について、今後5年間10%の優遇税率を適用</p> <p>○公募株式投資信託の償還(解約)損と株式等譲渡益との通算を可能とする</p>
<p>2004年度税制改正</p>	<p>○公募株式投資信託の譲渡益課税について</p> <ul style="list-style-type: none"> ・10%の優遇税率を適用 ・譲渡損失の繰越控除制度(3年)の対象に追加 <p>○非上場株式の譲渡益に対する税率の引き下げ</p>
<p>2005年度税制改正</p>	<p>○タンス株について、2005年4月以降も、実際の取得価額での特定口座への受入れを可能とする</p>
<p>2007年度税制改正</p>	<p>○上場株式等の配当・譲渡益に係る軽減税率の適用期限を1年延長</p>
<p>2008年度税制改正</p>	<p>○上場株式等の譲渡益・配当に係る10%の軽減税率を2008年末で廃止(ただし、2009年及び2010年の2年間、500万円以下の譲渡益及び100万円以下の配当について10%の税率を適用)</p> <p>○2009年より、上場株式等の譲渡損失と配当との間の損益通算の仕組みを導入</p>

(出所) 財務省ホームページなどから作成

制の効率性、公平性も改善するといわれている。したがって今後も金融所得課税の一元化に向けた改革が進むことが望ましいといえるだろう。しかし、近年の改革が家計の金融資産選択へどのような影響を及ぼすかについての実証分析は筆者の知る限り、株式譲渡益に対する軽減税率について分析した大野・林田（二〇〇六）のみである。

本稿では金融所得に対する税率に注目し、分析を行う。具体的にはシンプルではあるが、集計データを用いて回帰分析を行い、株式などの金融資産に対する需要に税率が影響を与えているのかを考察する。本稿の構成は以下のとおりである。まず二節で統計データを用いて「貯蓄から投資へ」の流れが生じているのかを確認する。三節では分析に用いるデータとモデルについて説明する。続く四節ではデータの加工について言及し、税制をどのようにモデルに取り込んでいるかを示

す。五節では分析結果について検討を加え、最後の六節で本稿の議論をまとめる。

二、「貯蓄から投資へ」の流れ

本節では、「家計調査（貯蓄・負債編）」（総務省）から、二人以上の世帯の貯蓄及び負債の一世帯当たり現在高（農林漁家世帯を含む）のデータを利用して、世帯主の年齢階級別、年間収入階級別、純貯蓄階級別に近年の家計の金融資産保有の変化を把握する。より具体的には本稿の目的により、特に「定期性預貯金」と「株式・株式投資信託」に注目し、「貯蓄」に占める「定期性預貯金」の割合と「貯蓄」に占める「株式・株式投資信託」の割合が近年どのように変化しているかを見ていく。

証券税制と家計の金融資産

図表2 家計の金融資産の推移

単位 上段:万円、下段:%

年	通貨性預貯金	定期性預貯金	株式・株式投資信託	その他	合計
2002	240	794	102	552	1688
	14.22	47.04	6.04	32.70	100.00
2003	254	789	97	550	1690
	15.03	46.69	5.74	32.54	100.00
2004	259	763	120	550	1692
	15.31	45.09	7.09	32.51	100.00
2005	269	756	142	561	1728
	15.57	43.75	8.22	32.47	100.00
2006	284	717	166	555	1722
	16.49	41.64	9.64	32.23	100.00

(出所) 総務省「家計調査(貯蓄・負債編)」より作成

(1) 全体像

図表2は二人以上の世帯についての一世帯当たり貯蓄現在高の平均から作成したものである。「合計」は「貯蓄」の額を示している。下段はこの「貯蓄」に占める各金融資産の割合である。これによると、「貯蓄」に占める「定期性預貯金」の割合は四〇%台で推移しているが、現在高、割合ともに年々少しずつ減少していることがわかる。一方、「貯蓄」に占める「株式・株式投資信託」の割合は一〇%を超えた年がなかった。また、「株式・株式投資信託」については二〇〇二年から二〇〇三年にかけて現在高、割合ともに減少したが、それ以降、ともに増加している。こうしたことから全体としては、劇的ではないが「貯蓄から投資へ」の流れが生じているといえるのではないだろうか。

図表3 世帯主の年齢階級別保有状況(定期性預貯金)

単位 上段:万円、下段:%

年	～ 29歳	30～ 39歳	40～ 49歳	50～ 59歳	60～ 69歳	70歳～
2002	132	287	451	812	1144	1363
	36.07	39.53	39.95	44.49	49.33	53.41
2003	115	272	446	779	1167	1353
	36.62	36.66	38.75	44.06	49.34	53.86
2004	116	251	433	730	1134	1303
	33.05	35.40	37.39	42.22	47.67	51.77
2005	145	233	440	742	1077	1259
	37.76	33.72	37.26	42.47	45.50	48.69
2006	79	223	408	710	1020	1176
	30.50	32.04	34.96	40.53	42.29	47.40

(出所) 総務省「家計調査(貯蓄・負債編)」より作成

図表4 世帯主の年齢階級別保有状況(株式・株式投資信託)

単位 上段:万円、下段:%

年	～ 29歳	30～ 39歳	40～ 49歳	50～ 59歳	60～ 69歳	70歳～
2002	5	32	39	112	152	187
	1.37	4.41	3.45	6.14	6.55	7.33
2003	5	21	57	88	160	165
	1.59	2.83	4.95	4.98	6.77	6.57
2004	9	32	47	128	178	224
	2.56	4.51	4.06	7.40	7.48	8.90
2005	4	31	61	125	220	274
	1.04	4.49	5.17	7.16	9.29	10.60
2006	9	48	81	136	266	290
	3.47	6.90	6.94	7.76	11.03	11.69

(出所) 総務省「家計調査(貯蓄・負債編)」より作成

(2) 世帯主の年齢階級別

図表3、4はそれぞれ、「定期性預貯金」と「株式・株式投資信託」の一世帯当たり現在高及び「貯蓄」に占める割合である。例えば図表3の左上の欄において割合が三六・〇七%となっているが、これは二〇〇二年の世帯主の年齢階級が二九歳以下の家計における「貯蓄」額に対する「定期性預貯金」額の割合を示している。ちなみに図表では示していないが、世帯主の年齢が二九歳以下の世帯の「貯蓄」額は三六六万円である。

図表3を見ると、「三〇～三九歳」、「四〇～四九歳」の二つの階級は一貫して「貯蓄」に占める「定期性預貯金」の割合が低下していることがわかる。また「六〇～六九歳」、「七〇歳～」の二つの階級では二〇〇三年をピークに割合が低下している。「～二九歳」、「五〇～五九歳」の二つの階級では定まった傾向は見られないが、時系列で見

たとき、いずれも二〇〇六年の割合が最小となっている。

一方、図表4を見ると「六〇～六九歳」の階級は一貫して「貯蓄」に占める「株式・株式投資信託」割合が増加している。また、「七〇歳～」の階級は二〇〇三年を底に、「四〇～四九歳」の階級は二〇〇四年を底に割合が増加している。また「一〇～一九歳」、「二〇～二九歳」、「五〇～五九歳」の三つの階級においても二〇〇六年の割合が最大となっている。

(3) 年間収入階級別

図表5、6はそれぞれ、「定期性預貯金」と「株式・株式投資信託」の一世帯当たり現在高及び「貯蓄」に占める割合である。

図表5によれば、一貫して「貯蓄」に占める「定期性預貯金」の割合が低下しているのが、「六

〇〇～六五〇」、「一五〇〇万円以上」の二つの階級である。「三〇〇～三五〇」、「五〇〇～五五〇」、「五五〇～六〇〇」、「一二五〇～一五〇〇」の四つの階級は、二〇〇三年をピークに割合が低下している。また、「二〇〇万円未満」、「七〇〇～七五〇」、「九〇〇～一〇〇〇」の三つの階級を除いた一五の階級で二〇〇六年の割合が最小となっている。

図表6を見ると、一貫して「貯蓄」に占める「株式・投資信託」の割合が増加しているのは「五〇〇～五五〇」の階級だけである。しかし、「二五〇～三〇〇」、「三〇〇～三五〇」、「三五〇～四〇〇」、「四〇〇～四五〇」、「六〇〇～六五〇」、「七五〇～八〇〇」、「一五〇〇万円以上」の七つの階級で、二〇〇三年を底に「貯蓄」に占める「株式・投資信託」の割合が増加している。また「二〇〇～二五〇」、「五五〇～六〇〇」、「六五

図表5 年間収入階級別保有状況(定期性預貯金)

年	単位:万円、下段:%																				
	未済	200	250	300	350	400	450	500	550	600	650	700	750	800	900	1000	1250	1500	1500万円以上		
2002	405	550	740	713	758	803	726	725	722	659	652	691	708	765	793	837	1252	1694			
2002	52.08	51.64	56.22	53.01	53.61	53.71	48.18	46.47	45.47	46.70	44.69	45.02	42.81	43.12	43.22	44.77	44.71	44.23	1.718		
2003	450	520	621	739	774	707	387	49.13	49.39	46.82	46.14	42.23	40.46	45.95	44.32	42.01	42.25	47.23	1285	1.718	
2003	53.44	52.59	53.30	54.58	52.94	50.00	49.13	49.39	46.82	46.14	42.23	40.46	45.95	44.32	42.01	42.25	47.23	42.24	1515	4.224	
2004	564	539	684	689	622	724	665	665	761	817	684	744	744	672	672	840	605	1305	1505	1.25	
2004	64.83	55.42	53.51	50.71	48.32	47.35	44.46	48.81	43.83	45.78	43.64	43.64	41.93	41.26	42.04	41.55	42.70	42.70	41.25	4.125	
2005	410	322	619	692	397	739	691	630	688	635	733	761	718	718	728	591	1391	1083	621	1.467	
2005	54.16	52.15	51.24	49.30	48.99	47.37	45.10	41.45	43.31	41.17	41.82	42.73	41.82	41.52	40.10	41.57	42.80	42.80	38.03	3.803	
2006	369	300	300	300	300	300	300	300	300	300	300	300	300	300	300	300	300	300	300	300	300
2006	53.40	46.13	46.43	47.93	46.95	43.26	42.62	41.10	42.34	38.96	39.60	42.52	40.31	38.61	42.39	38.21	36.75	35.77			

(出所)総務省「家計調査(貯蓄・負債編)」より作成

図表6 年間収入階級別保有状況(株式・株式投資信託)

年	単位:万円、下段:%																			
	未済	200	250	300	350	400	450	500	550	600	650	700	750	800	900	1000	1250	1500	1500万円以上	
2002	25	31	69	49	51	70	108	78	78	84	84	84	84	84	84	84	84	84	84	84
2002	3.21	2.91	5.07	3.64	3.61	4.89	7.17	5.00	4.91	5.95	4.46	5.02	5.02	5.02	5.02	5.02	5.02	5.02	5.02	5.02
2003	249	294	440	38	32	65	109	79	72	63	60	60	77	100	114	124	124	124	124	124
2003	2.49	2.93	3.43	2.51	3.56	4.60	6.80	5.42	4.67	5.42	5.34	4.10	5.10	5.00	5.00	5.00	5.00	5.00	5.00	5.00
2004	11	20	32	31	108	110	135	89	89	99	140	128	128	96	92	128	183	280	389	389
2004	1.26	1.85	4.19	3.76	7.13	7.19	10.37	5.71	5.71	6.33	6.21	7.78	7.78	5.63	5.19	6.41	8.40	9.16	10.73	10.73
2005	23	36	76	68	134	128	125	137	130	135	130	163	108	108	140	135	185	234	621	621
2005	3.04	3.60	6.29	4.85	8.24	8.21	8.16	9.01	8.21	9.17	7.38	9.16	6.27	7.95	7.21	7.84	9.14	14.39	64.9	64.9
2006	27	29	96	92	147	139	117	141	119	180	103	129	141	174	135	262	382	649	649	649
2006	3.91	2.68	8.16	7.17	9.47	11.82	9.13	14.1	11.9	18.0	10.3	12.9	14.1	17.4	13.5	26.2	38.2	64.9	64.9	64.9

(出所)総務省「家計調査(貯蓄・負債編)」より作成

図表7 純貯蓄階級別保有状況(定期性預貯金)

年	単位 上段:万円、下段:%							
	100万円 未 満	100 ～ 300	300 ～ 500	500 ～ 700	700 ～ 1000	1000 ～ 1500	1500 ～ 2000	2000万円 以 上
2002	170 31.78	123 33.15	209 36.47	299 40.63	410 42.05	591 44.10	913 50.08	2236 50.59
2003	161 31.08	123 33.61	205 38.61	297 40.35	404 41.39	600 44.74	847 46.62	2201 50.35
2004	149 29.74	110 31.07	201 35.14	284 37.77	396 41.55	599 44.40	849 46.12	2137 48.38
2005	133 27.82	105 29.33	197 35.37	267 37.71	397 41.31	562 42.22	811 44.05	2056 46.76
2006	127 27.73	118 31.55	177 33.65	266 37.20	366 38.85	566 42.14	794 43.77	1971 43.80

(出所)総務省「家計調査(貯蓄・負債編)」より作成

図表8 純貯蓄階級別保有状況(株式・株式投資信託)

年	単位 上段:万円、下段:%							
	100万円 未 満	100 ～ 300	300 ～ 500	500 ～ 700	700 ～ 1000	1000 ～ 1500	1500 ～ 2000	2000万円 以 上
2002	20 3.74	9 2.43	21 3.66	25 3.40	27 2.77	46 3.43	84 4.61	329 7.44
2003	20 3.86	6 1.64	13 2.45	15 2.04	28 2.87	41 3.06	65 3.58	315 7.21
2004	24 4.79	13 3.67	32 5.59	27 3.59	27 2.62	25 3.63	49 4.67	389 8.81
2005	24 5.02	10 2.79	17 3.05	29 4.10	33 3.43	50 3.76	97 5.27	454 10.33
2006	26 5.68	14 3.74	23 4.37	30 4.20	35 3.72	57 4.24	107 5.90	540 12.00

(出所)総務省「家計調査(貯蓄・負債編)」より作成

(4) 純貯蓄階級別

図表7、8はそれぞれ、「定期性預貯金」と「株式・株式投資信託」の一世帯当たり現在高及び「貯蓄」に占める割合である。

図表7を見ると、「一〇〇万円未満」、「五〇〇～七〇〇」、「一五〇〇～二〇〇〇」、「二〇〇〇万円以上」の四つの階級で一貫して「貯蓄」に占める「定期性預貯金」の割合が低下している。また「一〇〇～三〇〇」を除く七つの階級では二〇〇六年の割合が最小となっている。

図表8によれば、「一〇〇万円未満」の階級で一貫して「貯蓄」に占める「株式・株式投資信託」の割合が増加している。また「五〇〇～七〇〇」の五つの階級を除いた一三の階級で二〇〇六年の割合が最大となっている。

図表7、8はそれぞれ、「定期性預貯金」と「株式・株式投資信託」の一世帯当たり現在高及び「貯蓄」に占める割合である。

図表7を見ると、「一〇〇万円未満」、「五〇〇～七〇〇」、「一五〇〇～二〇〇〇」、「二〇〇〇万円以上」の四つの階級で一貫して「貯蓄」に占める「定期性預貯金」の割合が低下している。また「一〇〇～三〇〇」を除く七つの階級では二〇〇六年の割合が最小となっている。

図表8によれば、「一〇〇万円未満」の階級で一貫して「貯蓄」に占める「株式・株式投資信託」の割合が増加している。また「五〇〇～七〇〇」の五つの階級を除いた一三の階級で二〇〇六年の割合が最大となっている。

〇、「一〇〇〇〇～一五〇〇〇」、「一五〇〇〇～二〇〇〇」、「二〇〇〇〇万円以上」の四階級で二〇〇三年を底に「貯蓄」に占める「株式・株式投資信託」の割合が増加している。さらに「三〇〇〇～三五〇〇」の階級を除く七階級では二〇〇六年の割合が最大となっている。

(5) まとめ

前述したように、図表2を見ると「貯蓄から投資へ」の流れが伺える。また世帯主の年齢階級別で見ると、二〇〇六年はすべての階級において「貯蓄」に占める「定期性預貯金」の割合が最小で、「貯蓄」に占める「株式・株式投資信託」の割合が最大である。年間収入階級別で見ると、一八階級のうち一五階級で二〇〇六年の「貯蓄」に占める「定期性預貯金」の割合が最小、一三階級で二〇〇六年の「貯蓄」に占める「株式・株式投

資信託」の割合が最大となった。同様に純貯蓄階級別で見ると、八階級のうち七階級で二〇〇六年の「貯蓄」に占める「定期性預貯金」の割合が最小、また二〇〇六年の「貯蓄」に占める「株式・株式投資信託」の割合が最大となった階級も七階級であった。

世帯主の年齢階級別、年間収入階級別、純貯蓄階級別、いずれでも多くの階級で「定期性預貯金」の割合の減少、「株式・株式投資信託」の割合の増加という傾向が見られるので、ここからも「貯蓄から投資へ」という流れが生じているということができよう。図表1で示したような一連の証券税制の改革がこの流れを生じさせている一因と考えることもできよう。

三、モデル及びデータ

家計の金融資産選択に関する研究はさかんに行われており、わが国でも数多くの蓄積がある。⁽²⁾ その中で吉田・水落（二〇〇四）は、公的年金の期待収益率の変化がわが国の家計の資産選択に及ぼす影響について実証的に分析している。本稿の目的は税制が金融資産の需要に与える影響を分析することであり、年金は分析の対象ではない。しかし集計データを用いて分析するうえで、吉田・水落（二〇〇四）は示唆を与えているのでその内容を簡単に紹介したい。吉田・水落（二〇〇四）は、「全国消費実態調査」の一九九四年と一九九九年の集計データをプールしてデータセットを作成し、厚生年金の期待収益率の代理変数を用いて回帰分析を行っている。ちなみに厚生年金の期待

収益率の代理変数としては、厚生年金の積立金の当該年度の給付金に対する比率を用いている。吉田・水落（二〇〇四）の主な結論は、年金収益率の低下は株式や年金に対する需要とともに増加させるというものである。そしてこうした行動が、公的年金の収益低下部分を株式で補うのと同時に、保有資産全体の分散の増加を年金でカバーしようとするものであると考えられるとしている。

本稿の分析では貯蓄に関するデータを用いるが、長期の時系列データを入手することはできない。なぜなら毎年末時点の貯蓄及び負債のデータについては、二〇〇〇年まで「貯蓄動向調査」（総務省）があつたが、二〇〇二年一月に「家計調査（貯蓄・負債編）」（総務省）に統合されたからである。このため、「貯蓄動向調査」（総務省）の結果は、二〇〇〇年末時点のものが最後である。しかも「家計調査（貯蓄・負債編）」（総務

省)が、調査対象世帯の貯蓄・負債額の平均額であるのに対し、「貯蓄動向調査」(総務省)は年末時点の調査結果であるため、両者のデータに連続性はないのである。したがって両者の時系列比較ができず、分析にあたってサンプル不足の問題が生じる。この問題を解消するため、本稿でも吉田・水落(二〇〇四年)と同様にデータをプールする。すなわち「家計調査(貯蓄・負債編)及び(家計収支編)」(総務省)の二〇〇二年から二〇〇五年までの年間収入階級別のデータを合わせて一つのデータセットとした。

本稿では以上のようにして作成したデータセットを用いて、通貨性預貯金、定期性預貯金、株式・株式投資信託、有価証券⁽³⁾といった金融資産の残高を被説明変数、世帯主の年齢、持ち家率、実質可処分所得、実質税引き後普通預金金利、実質税引き後定期預金金利、実質税引き後株式収益

率、実質税引き後配当利回りを説明変数として最小二乗法で推計を行った。

四、データの加工

被説明変数の通貨性預貯金、定期性預貯金、有価証券、株式・株式投資信託のデータと説明変数の世帯主の年齢、持ち家率のデータとしては、「家計調査(貯蓄・負債編)」(総務省)の二人以上の世帯(農林漁家世帯を除く結果)から勤労者世帯の年間収入階級別の貯蓄及び負債の一世帯当たり現在高のデータを用いた。実質可処分所得は、「家計調査(家計収支編)」(総務省)の二人以上の世帯(農林漁家世帯を除く結果)から、勤労者世帯の一世帯当たり年平均一か月間の収入と支出のデータを用いた。具体的には、可処分所得の額に一二をかけたものを年間可処分所得と考

え、さらにそれを「消費者物価指数」(総務省)を用いて実質化したものを用いている。なお実際の分析では、当該年、一年前、二年前の三年間の平均値を説明変数としている。これは家計が短期的な所得の変動では急激に資産需要を変化させないということ想定している。⁽⁴⁾

ところで家計の金融資産の需要を分析する際、勤労者世帯ではない世帯も重要である。しかし可処分所得について、公表されているデータから二人以上の世帯全体の年間収入階級別データを得ることができない。所得として年間収入のデータを用いて二人以上の世帯を分析対象とすることも考えられるが、やはり説明変数として可処分所得のほうが見えたいと判断し、ここではデータの得られる勤労者世帯を分析対象とした。

実質税引き後普通預金金利であるが、家計はその年の金利よりも期待収益率に応じて需要額を決

定すると考えられる。さらに「家計調査(貯蓄・負債編)」(総務省)では通貨性預貯金の現在高のデータが郵便局と銀行等に分かれているので、それも考慮した方がより精緻な分析ができる。そこで本稿では以下のように定義した。まず「財政金融統計月報」(財務総合政策研究所)から銀行の普通預金の利率と郵便局の通常貯金の利率を求め、そしてそれらを通貨性預貯金の郵便局分と銀行等分の平均残高で加重平均し、⁽⁵⁾さらにその年の利子に対する実効税率を用いて税引き後の金利を求めた。続いて「消費者物価指数」(総務省)の上昇率を用いて実質化した。最後に可処分所得と同様に三年間の平均をとり、それを当該年の実質税引き後普通預金金利とした。なお、利子に対する実効税率は、源泉分離課税分の実効税率と非課税分の実効税率(すなわち〇%)を利子所得額で加重平均して求めた。また厳密には総合課税され

る利子所得があるが、その額がごくわずかであることからここでは捨象した。

続いて、実質税引き後定期預金金利については以下のように定義した。まず「財政金融統計月報」(財務総合政策研究所)から銀行の定期預金(一年以上二年未満)の利率と郵便局の積立貯金(二年)の利率を求める。そしてそれらを、「家計調査(貯蓄・負債編)」(総務省)から得られる定期性預貯金の郵便局分と銀行等分の平均残高で加重平均する。後の手順は実質税引き後普通預金金利と同様である。

実質税引き後株式収益率については以下のように定義した。「株式投資収益率」(日本証券経済研究所)から東証一部のJ S R I 株価指数をとり、その上昇率を求めた。続いてその年の配当に対する実効税率⁽⁷⁾を用いて税引き後の収益率を求めた。さらに「消費者物価指数」(総務省)の上昇率を

用いて実質化した。最後にこれまでと同様に家計は三年間の株価を考慮すると仮定し、したがって当該年と一年前の収益率の平均をとり、それを当該年の実質税引き後株式収益率とした。したがってここでは株式譲渡益課税の効果は考慮していない。J S R I 株価指数の代わりに年間配当利回りを用いて実質税引き後株式収益率と同様の計算をしたのが、実質税引き後配当利回りである。

五、考察

推計結果をまとめたものが図表9と図表10である。まず図表9を見ると、通貨性預貯金の需要については持ち家率と実質可処分所得が1%水準で有意、⁽⁸⁾実質税引き後株式収益率が10%水準で有意であった。一方、定期性預貯金は世帯主の年齢、持ち家率、実質可処分所得が1%水準で有意

図表9 推計結果(1)

	通貨性預貯金		定期性預貯金		株式・株式投資信託		有価証券	
	①	②	①	②	①	②	①	②
定数項	-24,5224 (-0,2517)	-189,8730 (-0,6654)	-649,9574** (-2,3600)	-700,0280*** (-3,4397)	-159,4593** (-1,9149)	-178,8945** (-2,1048)	-282,9622*** (-2,4829)	-331,4421*** (-2,8542)
世帯主の年齢	1,4431 (0,6235)	1,0242 (0,4426)	16,7213*** (3,5115)	16,8501*** (3,5362)	3,4523** (1,7456)	3,4859** (1,7517)	6,0358** (2,2300)	5,9748** (2,1975)
持ち家率	-1,7168*** (-3,9552)	-1,6974*** (-3,9209)	-3,0558*** (-3,4374)	-3,0634*** (-3,4389)	-1,7494*** (-4,7162)	-1,7471*** (-4,6964)	-2,4207*** (-4,7684)	-2,4184*** (-4,7579)
実質可処分所得	0,5297*** (12,3796)	0,5326*** (12,4570)	1,2920*** (14,7282)	1,2912*** (14,6896)	0,3567*** (9,7561)	0,3562*** (9,7039)	0,5074*** (10,1392)	0,5078*** (10,1255)
実質税引き後 普通預金金利	-21,6807 (-0,5119)			41,0926 (0,5577)	-8,6407 (-0,2387)	-20,6758 (-0,6719)	23,3595 (0,4716)	6,7780 (0,1612)
実質税引き後 定期預金金利		57,6472 (0,3768)	-1,280708 (-0,4320)					
実質税引き後 株式収益率	0,8808* (1,6608)		-3,6348 (-0,6113)		0,4910 (1,0832)		1,0726** (1,7292)	
実質税引き後 配当利回り		184,0153 (0,7455)		-47,4801 (-0,6397)		27,3096 (0,8811)		71,0315** (1,6773)
自由度調整済み 決定係数	0,9474	0,9476	0,9735	0,9734	0,9105	0,9099	0,9226	0,9224

(注) カッコ内はt値、*は10%水準で有意、**は5%水準で有意、***は1%水準で有意。

であり、金利や株式収益率、配当利回りは有意ではなかった。また株式・株式投資信託については、持ち家率と実質可処分所得が1%水準で有意、世帯主の年齢が5%水準で有意である。株式・株式投資信託の需要に対し、株式収益率と配当利回りが有意ではなかった。最後に有価証券について見ると、持ち家率、実質可処分所得が1%水準で有意、世帯主の年齢と実質税引き後株式収益率、実質税引き後配当利回りが5%水準で有意であった。

以上の結果からその特徴を整理すると以下のようになる。まず一つは、実質可処分所得がすべての金融資産の需要に対して1%水準で有意であったことである。図表9からもわかるように係数はすべて正であった。二つ目は、持ち家率もすべての金融資産の需要に対して1%水準で有意であったことである。持ち家率の場合、係数の符号は実

質可処分所得とは逆でマイナスである。したがって持ち家率の上昇が金融資産需要の低下を招くことが示唆された。わが国では、住宅取得により金融資産を購入することができなくなるといふことがよく指摘されるが、この推計結果はそうした指摘と整合的である。換言すれば、実物資産と金融資産の代替性を示していると考えられる。したがって資産に対する政策の効果を考える場合、金融資産と実物資産は個別ではなく同時に考察していかなくてはならないだろう。三つ目は、税率の影響についてである。推計結果を見ると、実質税引き後普通預金金利、実質税引き後定期預金金利ともに有意ではない。一方この推計結果は、実質税引き後株式収益率、実質税引き後配当利回りの上昇が、有価証券の需要を増加させることを示唆している。したがって名目の税引き前株価収益率、物価上昇率などが一定であれば、配当課税の

図表10 推計結果(2)

	株・株式投資信託/貯蓄		株・株式投資信託/預貯金	
	(1)	(2)	(1)	(2)
定数項	2.8007 (0.6344)	0.6636 (0.1465)	2.6562 (0.3257)	-0.020 (-0.3140)
世帯主の年齢	-0.0948 (-0.9042)	-0.0935 (-0.8820)	-0.1289 (-0.6657)	-0.0007 (-0.4768)
持ち家率	0.034** (1.7098)	0.0338** (1.7053)	0.076** (2.0860)	0.0004* (1.5738)
実質可処分所得	0.0066*** (3.4052)	0.0066*** (3.3599)	0.0106*** (2.9634)	0.0001*** (2.976)
実質税引き後 普通預金金利	1.2479 (0.6503)	0.1504 (0.0917)	1.6026 (0.4521)	0.0251 (1.0681)
実質税引き後 株式収益率	0.0514** (2.1404)		0.0822** (1.8516)	
実質税引き後 配当利回り		3.0519** (1.8473)		0.0583*** (2.4643)
自由度調整済み 決定係数	0.7612	0.7572	0.7572	0.7317

(注)カッコ内はt値、*は10%水準で有意、**は5%水準で有意、***は1%水準で有意。

税率軽減により、有価証券の需要が増加することになる。また、ここでは株式譲渡益課税の効果を考慮していないが、単純に株式譲渡益課税が軽減されれば実質税引き後株式収益率が上昇すると考えれば、証券税制の軽減が有価証券の需要を増加させることになるといえるだろう。

図表10は株式・株式投資信託に注目し、貯蓄全体に占める割合、預貯金との比率を被説明変数に回帰分析を行った結果を示している。ここで預貯金とは定期性預貯金と通貨性預貯金の合計のことである。これを見ると、持ち家率、実質可処分所得、実質税引き後株式収益率、実質税引き後配当利回りが有意であった。持ち家率の係数が正であるが、これは持ち家率の上昇が株式投資を促進するというよりは、分子の株式・株式投資信託の減少分より分母の貯蓄や預貯金の減少が激しく、結果として比率が増加するからと考えられる。ま

た、実質税引き後株式収益率や実質税引き後配当利回りの係数が正であることから、配当課税の税率軽減によりこれらの比率が上昇することも示唆されている。

六、おわりに

本稿では税制が金融資産の需要に影響を与えているかを検討した。「家計調査（貯蓄・負債編）」（総務省）のデータを見ると、緩やかではあるが「貯蓄から投資へ」の流れが生じていることが確認できた。近年の証券税制改革がこの流れを生じさせている一因と考えることもできるだろう。

また、二〇〇二年から二〇〇五年までの「家計調査（貯蓄負債編）及び（家計収支編）」（総務省）のデータをプールしたデータセットを用いた分析では、配当課税の税率が有価証券の需要や貯

蓄に占める株式・株式投資信託の割合あるいは、株式・株式投資信託と預貯金の比率に影響を与えていることが示唆された。また金融資産の需要に持ち家率が大きな影響を及ぼしていることが明らかになった。金融資産に対する政策をとるときは、実物資産の代替性を考慮していかなければならないだろう。

本稿の分析は集計データを用いて、限られたサンプルの中で行われたもので、分析方法もシンプルに最小二乗法を用いた。家計の資産選択については、個票データを用いて家計の属性などをより細かく考慮した分析や、資産の保有と需要の二段階に分けた分析が行われている。それらに取り組むことが今後の課題である。

〔注〕

(1) 貯蓄とは、郵便局・銀行等への預貯金、生命保険の掛金、

証券税制と家計の金融資産

- 株式・債券・投資信託等の有価証券と社内預金などの金融機関外への貯蓄の合計をいう。
- (2) このうち、マル優制度に関する研究については山田(二〇〇七b)でサーベイを行っている。
- (3) 有価証券とは、株式・株式投資信託、貸付信託・金銭信託、債券・公社債投資信託の合計である。
- (4) このようなデータの加工にあたっては、福重(一九九四)を参考にした。
- (5) 二〇〇〇年については「貯蓄動向調査」(総務省)にある郵便局分と銀行分で加重平均した。また、二〇〇一年については、二〇〇二年一月一日現在の「家計調査(貯蓄・負債編)」の二人以上の世帯(農林漁家世帯を含む結果)から勤労者世帯の年間収入階級別の貯蓄及び負債の一世帯当たり現在高のデータを用いた。
- (6) 源泉分離課税分の利子所得額及び実効税率の計測方法については山田(二〇〇七a)参照。
- (7) 配当所得の実効税率の計測方法については山田(二〇〇七a)参照。
- (8) 回帰分析により求められた係数が統計学的にゼロでないと判定されることを「有意である」という。また、有意水準が小さいほど厳しい検定になる。

(参考文献)

- Atkinson, A. B. and J. E. Stiglitz (1980) *Lectures on Public Economics*, McGraw-Hill.
- 大野裕之・林田実(二〇〇六)『株式譲渡益課税の個人投資家の投資行動に及ぼす影響に関する効果分析』日本証券業協会
- 福重元嗣(一九九四)「家計の資産選択行動と税制」『商大論集』第四五巻第五号、一三九—一四二頁
- 山田直夫(二〇〇七a)「近年の利子・配当課税の実効税率について」『証券レビュー』第四七巻第七号、七〇—九〇頁
- 山田直夫(二〇〇七b)「家計の金融資産と税制—わが国における実証研究の動向」『証券レビュー』第四七巻第二号、一〇一—一三四頁
- 吉田浩・水落正明(二〇〇四)「近年の公的年金改革と家計の資産選択に関する研究」東北大学 Discussion Paper No.181
- (やまだ ただお・当研究所研究員)