

# 家計の金融資産と税制

—わが国における実証研究の動向—

山田直夫

## 一、はじめに

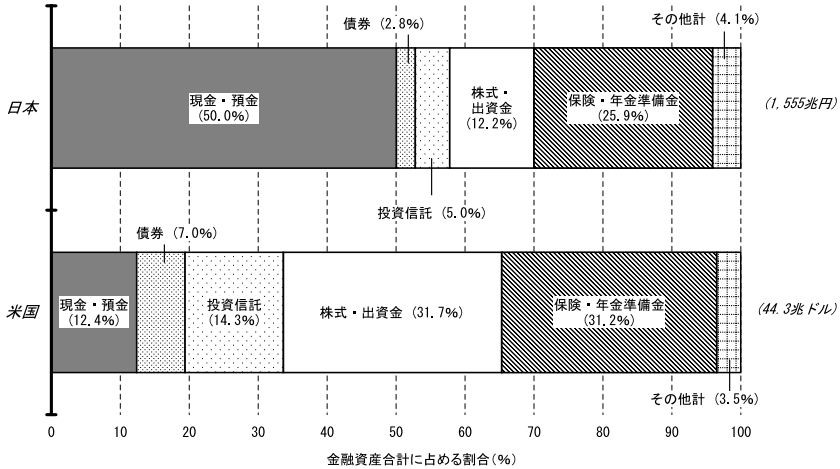
### (1) 近年の証券税制改正

周知のことではあるが、わが国の家計の金融資産構成は現金・預金に偏在している。図表1は家計の資産構成に関する最新の日米比較である。これによると、わが国の家計は金融資産の五〇・〇%を現金・預金で保有しており、株式・出資金はわずか一二・二%である。それに対し、米国では現金・預金の割合は一二・四%で、株式・出資金

は三一・七%を占めている。

こうした状況を打開するため、「貯蓄から投資へ」という政策的要請に基づいて、わが国では様々な政策が採られてきた。税制に関しても二〇〇一年頃から証券税制の改革が行われてきた。例えば、二〇〇三、二〇〇四年度税制改正によって上場株式等の配当・譲渡益、公募株式投資信託の収益分配金・譲渡益に対し時限的に優遇税率が適用された。この優遇税率の適用期間は二〇〇七年度税制改正により一年延長され、現在再延長するかどうか議論になっている。また金融商品間の税

図表1 家計の資産構成



\*「その他計」は、金融資産合計から、「現金・預金」、「債券」、「投資信託」、「株式・出資金」、「保険・年金準備金」を控除した残差。

(出所) 日本銀行ホームページ

率を同一としそれらについて損益通算を広く可能とする、いわゆる金融所得課税の一元化についても議論されている。こうした一連の証券税制の改正が実際に家計の行動にどのような影響を与えているのか、あるいはこれから与えるのかを知るには実証分析が必要である。しかし筆者の知る限り、近年の証券税制改正に関する実証分析は大野・林田(二〇〇六)のみで、今後さらなる研究が蓄積されなければならない。

## (2) マル優制度の実証分析

では、わが国において税制が家計の金融資産に与える影響に関する研究が全くないかといえはそうではない。決して数は多くはないが、少額貯蓄非課税制度、いわゆるマル優に関する研究が蓄積されている。具体的には、マル優制度が廃止された場合の影響をシミュレーションしたり、実際の

改正による資産選択の変化を検証したりしている。

ちなみにマル優は一九八八年の改正により、高齢者を対象とするマル優に改組された。さらに二〇〇二年度税制改正により、二〇〇六年までに障害者等を対象とする制度へと改組された。

### (3) 本稿の目的と構成

以上のことから本稿では、マル優に関する実証研究から近年の証券税制について得られるインプット・リケーションは何か、今後どのような実証研究が必要か、という問題意識に基づいてマル優制度に関する邦語文献の実証分析をサーベイする。

本稿の構成は以下のとおりである。二節で集計データによる研究を扱い、三節で個票データによる研究を取り上げる。なお二、三節では本稿の目的から、通常のサーベイ論文よりは内容を詳しく

紹介している。続く四節ではサーベイの結果を整理し、本稿の結論を示す。最後の五節では本稿の議論を概括する。

## 二、集計データによる分析

### (1) 金融資産のみを対象にした分析

#### 吉野（一九八四）

吉野（一九八四）では所得階層別の年次データを用いて金融資産及び貯蓄について需要関数を推定し、マル優廃止について検討を行っている。より具体的には、階層別の金融資産純増、預貯金純増の動きをマル優限度枠などの変数を用いて帰帰分析を行っている。用いられているデータは家計調査と貯蓄動向調査である。また分析対象期間は一九六三年から一九八二年である。

分析の結果、マル優限度枠の拡大が低所得者層

の金融資産純増、預貯金純増には強く正の効果を示すのに対し、高所得者層には有意な影響を持たないことが明らかになった。そしてこの理由を、高所得者層がマル優限度以上の金融資産、預貯金を保有しているためとしている。

また全階層の平均についてもマル優限度枠の拡大は金融資産純増、預貯金純増に有意な影響を持たない。このことから今後わが国の家計の貯蓄に関する実証分析については、マクロデータだけでなく階層別のミクロデータなどを用いて精緻化していく必要があると指摘している。

### 岩本他（一九九五）

岩本他（一九九五）は一九八〇年から一九九二年までのわが国の利子・配当課税の実効税率（異なった制度が適用される所得ごとにその限界税率を求め、それを所得のシェアによって平均したものを）を計測するとともに、一九八八年の利子課税

改革（マル優の廃止と源泉分離課税化）が世帯の貯蓄・資産選択行動にどのような影響を与えたかを検証した。

岩本他（一九九五）では改革により、平均的な世帯は非課税制度が利用できなくなったこと、高齢世帯は改革後も非課税制度を利用できること、高所得世帯の源泉分離課税の適用税率が三五%から二〇%に変化したと考えられることから、以下の二つの仮説を設けた。

仮説1 高齢世帯は平均的な世帯に比較して利子所得を産む資産保有を相対的に増加させる。

仮説2 高所得世帯は平均的な世帯に比較して利子所得を産む資産保有を相対的に増加させる。

そしてこれらの仮説を検証するため、貯蓄動向調査の一九八〇年から一九九三年のデータを利用

し、高齢世帯とその他世帯の金融資産残高の差、高所得世帯とその他世帯の金融資産残高の差を調べた。その結果、仮説1を支持する証拠は得られたが、仮説2を支持する証拠は得られなかったとしている。

## (2) 金融資産と実物資産を対象とした分析

### ホリオカ（一九八七）

ホリオカ（一九八七）は家計の平均貯蓄率関数を推定し、マル優制度が家計貯蓄に与える影響を分析している。用いられているデータは家計調査の都道府県庁所在都市別データで、分析対象は一九八五年の勤労者世帯である。

推定結果をみると、貯蓄に対する収益率（消費者物価の上昇率及び地価の上昇率）が貯蓄関数において有意ではないが、貯蓄の資産別分配には影響していることが示唆された。つまり、貯蓄に対

する収益率が貯蓄全体の水準にあまり影響していない（経済学的にはこのことを「貯蓄の利子弾力がゼロに近い」という）が、金融資産と実物資産のポートフォリオ選択には影響しているということである。

この結果から、マル優制度を廃止した場合、貯蓄全体の水準はほとんど影響を受けないが、マル優制度の対象になる金融資産からそうでない資産（株式、土地等）へのシフトが起こる可能性があるとしている。

### 小川（一九八九）

小川（一九八九）はSNA（国民経済計算）の時系列データを用い、非課税貯蓄制度がわが国の家計の貯蓄行動に及ぼす影響について分析している。

まず、一九六〇年から一九八六年の二七年間のデータを用い貯蓄関数の推定を行っている。そし

てその結果を元に一九八六年に非課税貯蓄制度が廃止され、定期預金金利に対して一律二〇%の分離課税が課された場合の消費・貯蓄間の資金配分をシミュレーション分析している。この結果、金融資産貯蓄と消費が減少し、実物資産投資が増加することが示された。

続いて、家計の金融資産の需要関数を推定している。そして貯蓄関数の推定結果と合わせて、一九八六年に非課税貯蓄制度が廃止され、定期預金金利などに一律二〇%の分離課税が導入された場合の、一九八六年末における各資産・負債残高の変化を考察している。主な結果は長期的には郵便貯金、生命保険、債券から株式、銀行預金へと資産選択形態の変化を引き起こすというものである。

### 橋本他（一九八九）

橋本他（一九八九）では各資産の収益率の変化

が実物資産と金融資産との間の資産選択行動に与える影響を検討し、それに基づいて資産課税の改革がもたらす資産需要の変化について分析している。より具体的には、一九五九年から一九八五年までのSNA（国民経済計算）の年次データを用いて資産需要関数を推定し、それに基づいてシミュレーション分析を行い、資産課税の改革がもたらす長期的な効果について考察している。

シミュレーション分析の結果、金融資産収益率一%の下落は金融資産の需要を減少させるが、その減少分以上に実物資産の需要を増加させることが明らかになった。したがって、マル優廃止のような金融資産収益率のみを引き下げる税制改革は金融資産の需要減少を上回る実物資産の需要増加を引き起こし、地価の高騰などを招く危険性があると指摘している。

またシミュレーション分析では可処分所得の一

%の増加が各資産需要に対して大きく正の効果をもつことなどが明らかになった。一九八八年の改革ではマル優廃止と同時に所得税減税が行われているので、その分可処分所得が増加することになる。したがってこの税制改革により全体の資産需要も増加させる可能性があると指摘している。

### 福重（一九九四）

福重（一九九四）は家計（勤労者世帯）の各資産に対する需要関数を推定し、税制変更と家計の資産選択行動の関係について分析を行っている。

推定に用いられているデータは貯蓄動向調査で、推計期間は一九六四年から一九八九年までの二六年間である。また分析に用いられているモデルは、各資産の需要量を各資産の収益率、物価上昇率、及び所得によって説明するモデルである。

福重（一九九四）では一九八九年の推計値を取り上げ、収益率、物価上昇率及び所得が1%変化

したときに各資産の需要量及びシェアがどのように変化するかを計算している。計算によると、マル優廃止のように通貨性預金、定期性預貯金、債券・信託の収益率のみを減少させる場合には、実物投資の需要量も減少し、総資産需要が大きく減少する。そしてそこから、一九八八年のマル優廃止以降、家計の消費支出が大きく増加したのはこうした総資産需要の減少が消費の増大につながったからと考えられるとしている。

### 三、個票データによる分析

個票データによる分析では分析対象として実物資産を中心に据えたものがなかったので、前節のように分析対象資産で分類することはしなかった。

石川（一九八七）

石川（一九八七）は一九七七年と一九八〇年から一九八四年の合計六年間にわたる貯蓄動向調査の個票データを用いて、わが国の家計貯蓄について分析を行っている。その中で貯蓄優遇税制が家計貯蓄率に有意な影響を与えているかを検討している。具体的には、六年間のクロスセクションデータから家計貯蓄の利子弾力性を導出するのは困難として、他の研究から日本の家計部門の利子弾力性が〇・一三であるという結果を採用し、シミュレーションにより貯蓄課税の強化が貯蓄率に与える影響を分析している。

石川（一九八七）では三つのケースについてシミュレーションを行っているが、いずれも経済全体の金融貯蓄率への影響は〇・一%以下であった。そしてこの結果から、貯蓄優遇税制を廃止しても家計貯蓄率にほとんど影響を与えないとして

いる。ただし、この分析は貯蓄課税の変化によって家計のポートフォリオの構成に変化がないという仮定に基づいていることに注意が必要である。

滋野（一九九七）

滋野（一九九七）は、一九八八年の貯蓄動向調査の個票データを用いて、一九八八年に行われたマル優廃止と高齢者を対象としたマル優の設定が、家計の貯蓄行動にどのように影響したかを分析している。具体的には、金融資産の増加額に占める預貯金の増加額の割合に与える影響を検証している。そして高齢者を対象としたマル優の対象家計ではそうでない家計に比べて預貯金をより増加させていることを示した。

また金利がこの預貯金増加割合に与える影響も分析し、マル優の対象外家計がマル優廃止の利益を緩和しようとして税引き後金利の高い預貯金を選択した可能性が高いことを示した。さらに所



得階層ごとの分析では相対的に所得の低い階層でも安全資産の中で税引後金利の高いものを求めて動いている可能性があることを明らかにしている。なお滋野（一九九七）では土地評価額が考慮されている。

#### 松浦・白石（二〇〇四）

松浦・白石（二〇〇四）の第九章「税制と資産選択―老人マル優制度を手がかりとして」では、金融所得の実効限界税率を定義、計測し、その税率と高齢者を対象としたマル優制度が家計（六五歳以上の人がいる世帯）の資産選択にどのような影響を与えているかを検証している。具体的には、有価証券等と預貯金の需要額に税制が与える影響、金融資産に占める有価証券シェアと預貯金シェアに対する税制の影響などについて分析している。用いられているのは、郵政総合研究所の家計と貯蓄に関する調査の一九九六年の個票データ

である。

分析により、税制が資産選択に与える影響が一律ではなく、家計によってかなり異なることが明らかになった。そしてそこから、金融税制の見直しはさらに慎重な実証のうえに立つてなされることが望まれるとしている。

#### 関田（二〇〇五）

関田（二〇〇五）は、マル優制度改革が家計の資産選択行動にどのような影響を与えるのかを分析している。用いられているデータは一九七三年から一九九八年までの貯蓄動向調査の年齢階級別の集計データである。

関田（二〇〇五）は、利子・配当・株式譲渡所得に課される実効税率を一九七三年から二〇〇一年まで計測し、一九八八年以前はマル優対象資産がマル優対象外資産より軽課されていたが、一九八八年以後はそれが逆転したことを示した。また

資産需要方程式体系を推定し、その結果を元に一九八八年、二〇〇六年のマル優制度改正の効果をみている。そして両改正ともマル優制度対象資産からマル優対象外資産へのシフトをもたすが、一九八八年改正に比べ二〇〇六年改正の影響が非常に小さく、改革の効果がほとんどあらわれないことを示した。

#### 鈴木（二〇〇六）

鈴木（二〇〇六）はマル優制度の廃止が家計の資産選択行動を変化させ、証券市場への投資が進められるかどうかを検証している。具体的には一九八八年のマル優制度改正時の効果を定量的に分析し、二〇〇六年に廃止された高齢者を対象にしたマル優の影響について考察している。用いられているデータは、郵政総合研究所の家計と貯蓄に関する調査の一九八八年の個票データである。分析の結果、マル優廃止によって預け替えをし

た家計は、資産に占める株式の割合を有意に高めてはいること、株式投信・公社債投信、一時払い養老保険の割合を有意に高めていることなどが明らかになった。ただし、預け替えをした家計は全体の一一％程度であることから、家計部門全体の影響としてはわずかな効果に過ぎないといえる。

また二〇〇六年の高齢者を対象としたマル優廃止の影響については、制度の変化に直面する対象者が一九八八年時よりもさらに少ないこと、一九八八年と二〇〇六年では金融環境が大きく異なることなどから、一九八八年時点よりもさらに影響は小さいと予想されるとしている。

#### 関田（二〇〇七）

関田（二〇〇七）はマル優制度改正が家計の金融資産選択に与えた影響を検証している。用いられているデータは一九八八年に実施された金融広

報中央委員会（旧貯蓄広報中央委員会）による貯蓄に関する世論調査の個票データである。

関田（二〇〇七）では金融資産の保有確率には一九八八年の改正の影響が見られたが、資産需要に関してはどの金融資産にも改正の影響が見られず、家計の資産選択行動に与えた影響は限定的であったとしている。またこの結果と二〇〇六年のマル優制度改正では影響を受ける家計が一九八八年のときよりも少ないことから、二〇〇六年のマル優制度改正は家計全体の資産構成にほとんど影響を与えなかったと予想している。さらにそこから預貯金から株式などへの資産をシフトさせるには貯蓄優遇税制を廃止するだけでなく証券投資に対する税制優遇措置も必要であろうとしている。

#### 四、まとめ

図表2は、サーベイした文献を分析に用いているデータ（集計データか、個票データか）と分析対象資産（金融資産のみか、実物資産も考慮しているか）によって分類したものである。これを見ると、一九八〇、九〇年代は集計データによる分析が主であったが、二〇〇〇年代では個票データが分析の中心となっていることがわかる。また、一九八〇、九〇年代は実物資産も含めた研究が多かったが、二〇〇〇年代ではほとんどない。

図表3は、資産需要関数や貯蓄関数を推定しその結果からマル優廃止の影響を分析した文献を取り出したものである。図表3の集計データの欄にある四つの文献はすべて実物資産を考慮した分析である。そして四つすべての文献でマル優廃止が

図表2 家計の金融資産と税制（マル優）に関する実証分析

	集計データ	個票データ
金融資産のみを対象とした分析	吉野（1984） 岩本他（1995） 関田（2005）	石川（1987） 松浦・白石（2004） 鈴木（2006） 関田（2007）
金融資産と実物資産を対象とした分析	ホリオカ（1987） 小川（1989） 橋本他（1989） 福重（1994）	滋野（1997）

図表3 マル優制度を廃止した場合の影響

文 献	主な分析結果
集計データ	
ホリオカ（1987）	貯蓄の水準は不変だが、マル優対象資産から対象外資産（株式、土地）へのシフトが起こる可能性がある。
小川（1989）	金融資産貯蓄が減少し実物資産投資が増加する。金融資産間では郵貯などから株式などにシフトする。
橋本他（1989）	金融資産需要が減少するがそれ以上に実物資産の需要が増加し、資産需要全体としては正の効果。
福重（1994）	株式や実物資産の需要量が減少し、総資産需要も大きく減少する。
個票データ	
石川（1987）	家計貯蓄率にほとんど影響を与えない。

図表4 1988年のマル優制度改正の影響

文 献	主な分析結果
集計データ	
岩本他 (1995)	高齢世帯は平均的な世帯に比較して利子所得を産む資産保有を相対的に増加させた。
関田 (2005)	家計の金融資産はマル優制度対象資産から対象外資産へシフトした。
個票データ	
滋野 (1997)	高齢者を対象としたマル優の対象家計ではそうでない家計に比べて預貯金をより増加させている。
鈴木 (2006)	家計は資産に占める株式投信などの割合を有意に高めてはいるが、家計部門全体にはわずかな影響しかない。
関田 (2007)	家計の資産選択行動に与えた影響は限定的。

実物資産の需要に影響を与えていることを示唆している。

以上から、税制の与える資産選択の影響についても今後は実物資産なども考慮に入れた研究の蓄積が必要となるだろう。ちなみに一橋大学の祝迫得夫准教授は「家計の資産選択に関する最近の研究を踏まえると、株式投資拡大には資本市場の環境整備だけでは不十分で、非金融資産、特に不動産などを視野に入れた制度改革が必要だ」（日本経済新聞、二〇〇七年三月六日、経済教室）と指摘している。

図表4は、実際のマル優制度の改正の影響を分析した文献を取り出したものである。これを見るとマル優制度の改正が家計の金融資産間の配分に何らかの影響を与えていることがわかる。冒頭でも指摘したが、マクロでみると家計の金融資産の保有形態に大きな変化は見られない。しかし各家

計の金融資産構成が変化し、それが相殺されている可能性がある。また松浦・白石(二〇〇四)でも、税制が資産選択に与える影響が一律ではなく、家計によってかなり異なることが指摘されている。したがって今後はマクロの観点だけでなく、各家計の資産選択の変化により注目していく必要があるだろう。

## 五、おわりに

本稿では、近年の証券税制について得られるインプリケーションは何か、今後どのような実証研究が必要か、という問題意識からマル優制度に関する実証分析をサーベイした。

明らかになった点としては以下の四点が挙げられる。一つは、分析に用いられているデータが集計データから個票データに中心が移っているこ

と。二点目は、近年実物資産を含んだ分析がほとんどとされていないこと。三点目は、マル優が実物資産の需要に影響を与えている可能性が強いこと。四点目は、マル優が各家計の金融資産選択に影響を与えている可能性が強いことである。

したがって近年の証券税制改革の影響を実証分析する場合、実物資産への影響など幅広く考慮すること、マクロの観点だけでなく各家計の資産選択の変化により注目していくこと、が必要となってくるだろう。

### (参考文献)

- 石川経夫(一九八七)「貯蓄・家計貯蓄の構造要因と金融税制」、浜田宏一・黒田昌裕・堀内昭義編『日本経済のマクロ分析』東京大学出版会、一七七一―二一〇頁
- 岩本康志・藤島雄一・秋山典文(一九九五)「利子・配当課税の評価と課題」『フィナンシャル・レビュー』第三五号、二七―五〇頁

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

小川一夫(一九八九)「家計貯蓄の数量分析―非課税貯蓄制度と貯蓄行動―」、貯蓄経済研究センター編『豊かな時代の暮らしと貯蓄』ぎょうせい、二七三―三〇九頁

滋野由紀子(一九九七)「利子課税制度の政策的転換と家計の反応」『大阪大学経済学』第四六巻第三号、二四―四五頁

鈴木亘(二〇〇六)「マル優廃止によって家計は証券投資を積極化させたのか?―家計個票データを用いた一九八八年マル優改正の分析―」『証券経済研究』第五六号、一三一―一四五頁

関田静香(二〇〇五)「マル優制度と家計の資産選択―貯蓄動向調査―年齢階級別データによる分析」『Discussion Papers in Economics and Business 05-17』大阪大学大学院経済学研究科、国際公共政策研究科

関田静香(二〇〇七)「マル優制度と家計の資産選択」『金融経済研究』第二四号、二六―四七頁

橋本恭之・福重元嗣・大竹文雄・跡田直澄(一九八九)「資産税制の計量分析」、本間正明・跡田直澄編『税制改革の実証分析』東洋経済新報社、一三八―一六六頁

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

ホリオカ、チャールズ・ユウジ(一九八七)「日本における家

計貯蓄の決定要因とマル優廃止の影響について―都道府県庁所在都市別データによる分析を踏まえて―」『フィンランシャル・レビュー』第四号、二七―三九頁

松浦克己・白石小百合(二〇〇四)『資産選択と日本経済―家計からの視点』東洋経済新報社

吉野直行(一九八四)「日本の貯蓄構造について―マル優の効果をめぐる―」『季刊現代経済』第五九号、五五―六九頁

(やまだ ただお・当研究所研究員)