

〔特集〕

第5章 団塊の世代と年金

金融危機の時代における高齢者資産選択

松浦克己(広島大学大学院社会科学研究科教授)

特集

1 高齢者の生活源泉としての年金と貯蓄

高齢者、特に勤労生活から引退した人々にとってその生活を支える源泉 (level of resources) は、

① 「健康で文化的な生活」を支えるセーフティー・ネットとしての生活保護

② 勤労時代の強制貯蓄 (compulsory saving) の成果である公的年金・企業年金

③ 勤労時代からの自発的貯蓄 (voluntary saving)

である (Mitchell and Piggott [2000] 参照)。生活源泉の中心は②の年金と③の貯蓄である。高齢者の生活水準 (living standard) という観点からは、年金と貯蓄による蓄積が予想される余命期間 (life expectancy) の消費をまかなえるほどの水準に達しているかどうかということが問題となる。この意味で引退後の高齢者が抱える基本的なリスクは、現役時代の想定に比べて平均余命が伸びているということである。たとえば1965年の男性40歳の平均余命は31.73年 (女性35.91年) であったが、30年後の1995年では男性75歳の平均余命は9.81年 (同12.88年) である¹⁾。この間典型的な引退年齢である定年も55歳から60歳へと延長したが、平均余命の伸びほどではない。このことは公的年金の支払い能力や自発的貯蓄の取り崩し (decumulation) との関連で問題となる。予想生涯年金給付額や現役時代の貯蓄額が一定であれば、大幅な消費水準の切り下げにつながるからである。本章ではまず資産運用の前提となる金融資産蓄積状況を最初に紹介する。

高齢者の貯蓄や資産選択は各国でも注目が高まっている。Shackleton [2003] が指摘するように、家計の観点からは高齢化の進行で社会保障給付の削減が不可避と予想され、家計自身による備えが重要と

なっているからである。さらに市場との関連では、現役層よりも蓄積水準が高い高齢者の貯蓄の取り崩しや、株式等の危険資産から預貯金や国債等の安全資産への資産構成の組み直しが資本市場の価格に大きな影響を与えるだけではなく今後の成長経路にも波及するとみられるからである²⁾。この二点はベビーブーマーの引退が迫った日本 (1947~49年生まれ) や米国 (同1946~64年生まれ) では、特に重要な課題となっている。わが国の高齢者世帯の資産選択の状況と問題について実情を紹介したい。

高齢者の金融資産の蓄積と資産選択の分析のために1996年と2002年の「家計と貯蓄に関する調査」(郵政総合研究所) を利用する。1996年はわずかに景気が回復しかけた年である。国民総所得の実質伸び率は3.2%、家計貯蓄率は9.9%、完全失業率は3.4%、TOPIXは1470.9であった。その後経済は低迷し、1997~2000年にかけて日産生命をはじめとして生保7社が債務不履行に陥り、2兆6888億円の債務超過額が保険契約者の負担となった。損保でも第一火災などが破綻した。預金はペイオフが回避されたとはいえ、北拓など実に多くの預金取扱金融機関が行き詰まった。2002年は国民総所得の実質伸び率は-0.4%、家計貯蓄率は6.4%、完全失業率は5.4%、TOPIXは843.3となった。TOPIXは▲627.6ポイント下落しバブル崩壊後最低水準となった。このような日本経済の金融危機という資産選択にとっては多事多難の中で、高齢者家計がどのように変容したかをみることにしたい。

2 1996年と2002年の資産蓄積の状況

2.1 金融資産、負債、純金融資産と持ち家の状況

最初に消費生活の源泉となる金融資産、負債、純金融資産と持ち家の状況について概観したい。ここ

表1 1996年 金融資産、負債、純金融資産、持ち家の状況

年代	金融資産			負債			純金融資産			持ち家比率	
	平均	中位数	標準偏差	平均	中位数	標準偏差	平均	中位数	標準偏差	平均	標準偏差
団塊世代	1600.1	1043	2450.0	297.9	0	561.9	1302.2	822	2570.0	83.2%	0.375
55～59	2101.7	1200	2857.1	540.2	0	1737.0	1561.5	1000	3107.5	79.8%	0.402
60～64	2249.7	1500	3182.2	213.4	0	641.5	2036.2	1394	3004.3	91.2%	0.285
65～69	1907.8	1120	2041.5	140.8	0	539.6	1766.9	1030	2117.5	87.4%	0.332
70～74	2462.3	1095	4315.0	83.0	0	362.2	2379.3	960	4317.5	89.6%	0.307
75歳以上	2399.5	1185	4317.2	170.4	0	654.7	2229.1	1100	3845.5	91.1%	0.288
全年齢	1349.0	725	2167.5	385.7	0	954.5	963.3	518	2273.2	66.5%	0.472

サンプル 団塊世代 55～59 60～64 65～69 70～74 75歳以上
計2281 184 243 226 191 96 56

注) 1996年「家計と貯蓄に関する世論調査」より筆者計算

表2 2002年 金融資産、負債、純金融資産、持ち家の状況

年代	金融資産			負債			純金融資産			持ち家比率	
	平均	中位数	標準偏差	平均	中位数	標準偏差	平均	中位数	標準偏差	平均	標準偏差
団塊世代	1415.5	600	2392.3	490.1	0	1217.7	935.4	362.5	2720.0	68.3%	0.466
55～59	1408.3	647	2306.6	482.8	0	1491.8	925.5	330	2780.9	72.3%	0.448
60～64	1467.5	900	1765.9	247.5	0	755.8	1220.1	700	1931.7	79.7%	0.402
65～69	1568.0	700	2293.4	152.2	0	639.3	1415.8	640	2430.3	79.3%	0.406
70～74	1511.7	800	2312.2	167.5	0	943.9	1344.2	700	2459.3	80.3%	0.398
75歳以上	1252.9	724	1628.5	71.1	0	368.8	1181.8	685	1655.8	85.3%	0.355
全年齢	1029.2	410	1717.8	403.7	0	1026.7	625.6	230	2031.3	60.7%	0.489

サンプル 団塊世代 55～59 60～64 65～69 70～74 75歳以上
計4534 344 433 513 507 401 251

注) 2002年「家計と貯蓄に関する世論調査」より筆者計算

では定年を迎えた世帯主年齢60歳以上の家計を高年齢者世帯と仮にとらえることにする。比較の意味で引退が視野に入っている54～59歳、団塊の世代と全年齢階層を併せたデータを紹介する。50代後半の貯蓄は「引退準備貯蓄 (retirement preparedness)」といわれるものである。これにより近い将来の高齢者の動向をうかがうことができる³⁾。資産については平均と中位数の乖離が大きいので、両者の値を紹介する (表1, 2 参照)。

1996年では60～64歳の平均金融資産は約2250万円 (メディアン1500万円) である。負債は213万円 (同0) であるから、純金融資産は約2040万円 (同約1400万円) となる。高齢者の金融資産や純金融資産は年齢と共に単調に減少しているわけではない。75歳以上の後期高齢者でも金融資産平均は約2400万円 (同1185万円)、純金融資産は2230万円 (同1100万円) である。純金融資産では定年を控えた55～59歳の1560万円 (1000万円) を上回っている。松浦 [2005] は

本データを用いた分析で1996年では世帯主年齢78～79歳から純金融資産の取り崩しが始まることを報告している。また高齢者の消費水準の等価尺度 (月額消費支出/世帯人員平方根) は現役世代を下回らないことも報告している。総体としてみた場合、60歳以上の蓄積はかなり高水準である。前述の通り高齢者の消費の源泉は年金と貯蓄である。1996年段階の60～64歳は、1932～1936年生まれである。オイルショックのあった1973年は福祉元年として年金給付の大幅拡充が行われ、その後もしばらく拡充が続いた。少なくとも1940年より早く生まれたコーホートでは予期せぬ年金給付の拡充による生涯所得の上昇が、手厚い蓄積という結果につながったであろう。持ち家比率も高齢者世帯では90%前後の高水準にある。

1996年と2002年を比較すると金融資産、純金融資産の水準が、各年齢階層とも大きく低下したことが示される。これは日本経済の疲弊が家計部門に端的

表3 金融資産（除く現金）保有ゼロ世帯比率等

年代	1996年						2002年					
	金融資産ゼロ世帯		純金融資産負世帯		非持ち家・ゼロ世帯 非持ち家・負世帯		金融資産ゼロ世帯		純金融資産負世帯		非持ち家・ゼロ世帯 非持ち家・負世帯	
	平均	標準偏差	平均	標準偏差	平均	標準偏差	平均	標準偏差	平均	標準偏差	平均	標準偏差
団塊世代	0.0%	0.000	14.7%	0.355	1.6%	0.127	16.9%	0.375	25.9%	0.439	13.1%	0.338
55～59	1.6%	0.128	12.8%	0.334	0.8%	0.091	15.9%	0.366	24.5%	0.430	11.8%	0.323
60～64	1.3%	0.115	6.2%	0.242	0.4%	0.067	14.6%	0.354	15.6%	0.363	7.0%	0.256
65～69	0.5%	0.072	4.7%	0.212	0.0%	0.000	12.8%	0.335	9.9%	0.298	5.7%	0.232
70～74	5.2%	0.223	2.1%	0.144	1.0%	0.102	16.0%	0.367	6.2%	0.242	6.2%	0.242
75歳以上	5.4%	0.227	1.8%	0.134	1.8%	0.134	14.3%	0.351	4.8%	0.214	5.2%	0.222
全年齢	1.7%	0.128	16.9%	0.375	3.0%	0.170	14.6%	0.353	23.6%	0.424	12.2%	0.327

注) 表1, 2に同じ

に表れたものとして理解できよう。しかしそれでも60歳以上の高齢者の金融資産、純金融資産の水準(メディアン)が現役世代を上回ることに変わりはない。また高齢者で年齢について単調な減少がみられるわけでもない。松浦 [2005] は2002年の段階では73歳で純金融資産の取り崩しが始まることも指摘している。世帯主が73歳というのは取り崩しの開始時期としては一見遅いように見えるが、世帯主(多くは男性)と配偶者(多くは女性)の平均年齢差約4歳という条件の下で女性の余命期間約18年を考えると決して早くはないであろう。

団塊世代の純金融資産の平均は935万円、中位数は822万円である。負債の関係で高齢者世帯には及ばないが、なお高水準である。表には記載していないが45～49歳(1953～1957年生まれ)以下の純金融資産の平均はマイナス、中位数は50万円前後である。このことを考えれば団塊の世代を挟んで、資産蓄積の落差が大きくなったことが特徴である⁴⁾。

2.2 蓄積の無い家計の増加

総体としては豊かな高齢者集団であるが、それは各家計がなべて豊かであることを必ずしも意味しない。表3は金融資産保有額ゼロ(除く現金、以下同じ)、純金融資産負(借入超過)、非持ち家かつ金融資産保有額ゼロ、または非持ち家かつ純金融資産負となる世帯の比率を示したものである。住宅ローンや教育ローンなどを抱えた現役世代で純金融資産が負となることは、よく観察される事柄である。他方で金融資産がゼロというのは病気等の不慮の出来事に対応する予備的な貯蓄がないということである。

住宅ローン等の償還が終わっている(ことが期待される)高齢者世帯で純金融資産が負というのも生活がかなり苦しいことを示唆する。最後の売却資産(housing wealth accessed at crisis, Mitchell [2002] 参照)である住宅が無く金融資産もゼロあるいは純金融資産が負というのは、困窮ライン(poverty line)以下の世帯であることを示唆していよう。

1996年では金融資産保有ゼロ世帯は全年齢階層でも1.7%、70歳以上の高齢者で5.2～5.4%である。非持ち家で金融資産がゼロまたは負というのは70歳以上でも1.0～1.8%である。豊かな社会でもこの程度の困窮世帯比率は想定される。2002年には様相は大きく変わる。金融資産保有ゼロ世帯は全年齢階層で14.6%(△12.9%ポイント)、70歳以上の高齢者で12.8～16.0%(△9.9%～△13.3%ポイント)となる。純金融資産が負という70歳以上世帯は4.8～6.2%である。とりわけ見逃せないのは非持ち家で金融資産がゼロまたは負という困窮層の増加である。全体で12.2%(△9.2%ポイント)、60歳以上高齢者世帯でも5.2～7.0%(△4.2%～△6.6%ポイント)である。また引退が近づいた団塊世代で金融資産保有ゼロ世帯が16.9%(1996年は0.0%)、非持ち家で金融資産がゼロまたは負の世帯が13.1%(同1.6%)ということは、このコーホートの中で優劣が明確に出だしたことを示唆している。

20世紀末の金融危機を挟み、困窮家計が大幅に増加したことが分かる。この困窮家計の増加は生活保護(生活扶助)被保護世帯が506千世帯(1996年度)から749千世帯(2002年度)に約50%増加し、60歳以

上の被保護世帯人員比率は1.463% (1995年) から1.828% (2002年)と上昇していることと平仄が合う⁹⁾。言い換えれば金融資産を使い尽くし、家も手放して最後のセーフティ・ネットである生活保護に頼った家計が増えたということである。

3 高齢者の資産選択の実情

ここでは金融資産を保有する家計の資産選択についてみる。したがって前節で取りあげた金融資産保有がゼロという家計は全て除かれていることに留意してほしい。

3.1 高齢者の資産選択の特徴

高齢者 (典型的には引退家計) と現役世代の資産選択を比較した場合に高齢者の特徴として次のようなことが上げられる (Hurd[2002], 松浦・白石[2004] 参照)。

① 勤労所得がない。このためにa) 勤労所得と資産所得のリスクの相関を考慮する必要性は乏しい。b) 見えざる出資, 社内預金, 従業員持ち株など企業と勤労者の間の特殊な関係による, 家計の株式保有抑制が無くなる。この二点で高齢者世帯の資産選択は標準的なファイナンスの理論に近いものとなる。

② 資産所得の損失 (たとえば株価の下落) を労働供給の強化による勤労所得の増加でカバーすることはできない。最適な危険資産比率があるとして (危険資産/金融資産) = 最適比率 × (1 + 将来労働所得/金融資産) である。将来所得が無い分その比率は低下する。この二つの理由から現役世代に比べれば危険資産の保有を回避し, 安全資産へシフトするであろう。

③ 死亡確率 (mortality risk) が顕著に高くなる。そのためにライフ・サイクルモデルの下で家計は消費や資産蓄積を顕著に減少させ, 投資期間を短くする。

④ 意図的な遺産動機 (intended bequest motive) が重要な影響を与える。

⑤ 主たる生活源泉となる年金給付の性質, たとえばインフレ・インデックスなのか名目ベースなのか, 安全資産だけに投資されているのかそれとも危険資産にも投資されているのか, が影響する。

理論的にみた場合, ③の特徴は每期毎期のインカムゲインの必要性和取り崩しが始まる73歳以降の資

産売却の重要性を示している。再投資 (reinvestment) よりも取り崩し (decumulation) が多くの高齢者世帯と社会全体で進み, 他方で遺産により一部の富裕層における蓄積の増加と世代間の資産移転が行われることを④は示している⁶⁾。

3.2 高齢者世帯の金融資産選択の概要

1996年と2002年の金融資産のシェアと保有比率を示したのが表4と5である。両期間を比較して目立つことは生保シェアが低下し (全体で28.5%→21.1%), 預貯金シェアが大きく上昇した (49.2%→64.8%) ことである。これは生保破綻による保険会社のリスク顕在化と銀行預金保護を反映していよう。ゼロ金利, 株価下落局面であるから, 各資産の収益率の魅力は乏しかったと考えられる。たとえば株式は1984年以降に投資を開始した場合のリスクプレミアムがマイナスであり (松浦・白石 [2004] 図4-5), 国際的な投資では日本の株式は有効フロンティア曲線上にない (1988/1~1999/6まで, Mitchell [2002])。これからすれば株式は家計にとり魅力は乏しかったと考えられる。それにもかかわらず保有比率が低下していないのは株式投資における慣性が影響しているとみられる (家計, 特に高齢世帯で株式投資について慣性が強く働くことは, 英国の例についてGeorgarakos [2003] 参照)。むしろ高齢者の資産選択の特徴は

① 株式のシェア, 保有比率が全体を上回る。

② 生命保険・個人年金のシェア, 保有比率が年齢と共に減少する

傾向にあることである。株式については①b)の家計と企業間の特殊関係が無くなったことによる上昇効果が②の減少効果を上回り, 本来の危険資産選択に戻ったことが原因と考えられる。たとえば企業への出資の変形である退職金を一括して受け取り, その一部を株式投資に回すようなケースである。これからすればベビーブーマーが引退したことによる資産の組み替えで, 株式市場が崩壊することは日本ではあまりなさそうである。

生命保険・個人年金の減少は加齢による加入制限も一因であろう。むしろ1990年代後半以降のゼロ金利政策の下で予定利率の確保が困難になり一部生保で個人終身年金の販売が打ち切られるなど⁷⁾, 老齢生活を支える終身保険や終身年金が未だに金融市場で

表4 各金融資産のシェアと保有比率

年代	預貯金		生命保険		個人年金		株式		債券		公社債投信		その他	
	シェア	保有比率	シェア	保有比率	シェア	保有比率	シェア	保有比率	シェア	保有比率	シェア	保有比率	シェア	保有比率
1996年														
団塊世代	46.79	92.9%	28.54	70.7%	4.60	24.5%	3.72	14.7%	0.29	2.7%	2.69	10.9%	3.77	23.4%
55~59	47.85	91.8%	28.97	73.3%	4.70	30.9%	4.82	21.0%	1.16	7.0%	2.64	15.6%	1.61	12.1%
60~64	48.99	86.7%	24.01	68.6%	3.69	19.9%	4.33	20.4%	1.49	7.1%	2.59	14.6%	1.32	11.4%
65~69	53.15	90.1%	27.32	70.7%	2.97	15.7%	3.89	15.7%	0.91	7.9%	2.49	14.1%	1.39	12.4%
70~74	58.80	86.5%	19.37	62.5%	1.10	8.3%	5.05	18.8%	1.62	9.4%	1.91	10.4%	2.16	13.1%
75歳以上	59.78	85.7%	20.14	46.4%	0.97	10.7%	6.13	21.4%	2.19	16.1%	4.16	17.9%	1.61	10.7%
全年齢	49.22	88.6%	28.48	69.3%	3.57	23.0%	3.18	14.3%	0.78	4.9%	2.52	12.5%	1.35	9.9%

サンプル 団塊世代 55~59 60~64 65~69 70~74 75歳以上
計2243 184 239 223 190 91 53

表5 各金融資産のシェアと保有比率

年代	預貯金		生命保険		個人年金		株式		債券		公社債投信		その他	
	シェア	保有比率	シェア	保有比率	シェア	保有比率	シェア	保有比率	シェア	保有比率	シェア	保有比率	シェア	保有比率
2002年														
団塊世代	61.99	91.6%	24.03	68.9%	5.24	31.5%	3.20	16.8%	0.22	3.5%	0.45	4.9%	0.96	9.8%
55~59	61.80	91.5%	23.40	69.2%	5.10	29.4%	3.59	19.2%	0.78	7.1%	0.65	8.2%	1.61	12.1%
60~64	65.44	93.4%	21.06	68.0%	5.36	30.6%	3.31	17.8%	1.02	6.6%	0.84	8.4%	1.32	11.4%
65~69	69.60	94.8%	18.36	59.3%	3.59	21.3%	4.70	18.8%	1.07	9.3%	0.88	10.2%	1.39	12.4%
70~74	69.24	94.4%	19.00	59.1%	2.61	11.9%	3.91	20.2%	1.01	9.8%	1.42	10.7%	2.16	13.1%
75歳以上	74.85	96.7%	15.19	51.2%	1.80	9.8%	3.95	20.5%	1.44	10.7%	0.76	6.5%	1.61	10.7%
全年齢	64.79	92.9%	21.09	61.0%	4.51	24.1%	3.12	15.3%	0.75	5.3%	0.74	7.0%	1.35	9.9%

サンプル 団塊世代 55~59 60~64 65~69 70~74 75歳以上
計3871 286 364 438 442 337 215

注) 株式などについては1996年と2002年とで質問項目に異同があるので、若干異なる。またシェアの合計は必ずしも100%にならない。

十分整備されていないことを示唆していよう。ただしいずれにせよ預貯金と生保・年金が高齢者世帯の資産選択の中核をなすという事実には変わりはない。

4 高齢者世帯の資産運用の課題

困窮世帯増加の問題をおいたとしても、高齢者世帯資産運用の課題は低収益性である。家計セクターにとり市場収益率は所与であるが、経済の急回復がない限り投資収益率が向上するとは考えられない。それを待つのでは消費のために金融資産の取り崩しや持ち家の手放し（誰に売れるのかという問題もあるが）が進行し、一層経済も家計も疲弊するだろう。世界経済の成長を取り込むために十分にリスク・ヘッジを図った国際分散投資が今後の金融に期待される。ただしその時最も重要となるのは金融界が高齢者にも理解できる商品を開発し、社会的に投資適合性が守られることである。現状では、多くの家計にとり不満足な収益率しか生んでいない預貯金、生保・年金であるが、これに依存するしかないように見える。

〈注〉

- 1) 「人口統計資料集」国立社会保障・人口問題研究所による。
- 2) 高齢者の資産は現役層よりも多い。その動向は市場に与える影響が大きい。ヘビーブーマーの引退による資産取り崩しが資産市場に asset meltdown をもたらすかが議論されている。Poterba [2001], Abel [2001] 参照。
- 3) 米国の動向についてはShackleton, R[2003]とそのTable1の参考文献を紹介されたい。
- 4) 生活保護や公的年金には制度見直しという政治的リスクがともなう。この政治的リスクは家計の貯蓄やその内訳である資産選択に当然影響することが予想される。それは受給を開始している高齢者よりも未受給の若い世代に深刻と考えられるが、紙幅の関係もありここでは取りあげない。

- 5) 厚生労働省「社会福祉行政業務報告(福祉行政報告例)」各年版、「被保護者全国一斉調査」による。
- 6) 高齢者では病気治療が問題となることがある。ここでは取りあげない。米国と異なる老人医療保険は現役に対する給付より手厚いと考えられるからである。米国や英国ではライフサイクルモデルでは説明がつかないほど引退家計の消費水準が低下すると指摘されることもある(Hurd and Rohwedder [2003])。わが国ではそのようなことはみられない。
- 7) 日経新聞(2005年2月10日朝刊)。

〈参考文献〉

- 松浦克己・白石小百合,『資産選択と日本経済一家計の視点から』東洋経済新報社 [2004]
- 松浦克己,「純金融資産格差」白波瀬佐和子編『格差の研究』東京大学出版会,近刊 [2005]
- Abel, B. "Will Bequest Attenuate the Predicted Meltdown in Stock Prices When Baby Boomers Retire?" *Review of Economics and Statistics*, Vol 83, [2001] pp.589-595
- Georgarakos, D. "Risky Assets Ownership Decisions by the Elderly in the UK: Evidence from the Retirement Survey" presented at The Economics of the Aging in Europe, [2003]
- Hurd, M. "Portfolio Holdings of the Elderly," In Guiso, L et al(eds) *Household Portfolios*, MIT PRESS, [2002] pp.431-469
- Hurd, M. and S.R.Rohwedder, "The Retirement-Consumption Puzzle: Anticipated and Actual Declines in Spending at Retirement" NBER Working Paper, No9586 [2003]
- Mitchell, O. and J.Piggott, "Development in Retirement Provision: Global Trends and Lessons from Australia and the Us," PRC WP 2000-2, [2000]
- Mitchell, O. "Financial Innovation for Analyzing & Management Retirement Risks" mimeo [2002]
- Shackleton, R. "Baby Boomers' Retirement Prospects: An Overview" *A CBO STUDY* 2003 November, [2003]
- Poterba, J. "Demographic Structure and Asset Returns" *Review of Economics and Statistics*, Vol 83, [2001] pp.565-584