■コラム――■

資産所得倍増政策への視点

マーケットエッセンシャル 主筆 **前田　昌孝**

前田　昌孝（まえだ　まさたか）
1957年生まれ、1979年東京大学教養学部教養学科卒、日本経済新聞社に入り、2022年１月末に嘱託定年で退職するまで記者、編集委員として主に証券分野の記事を執筆。この間、2010年から13年まで日本経済研究センターに出向。2022年２月に独立して新媒体を立ち上げ。

岸田文雄政権が資産所得倍増プランの取りまとめに動いている。少額投資非課税制度（NISA）や個人型確定拠出年金（iDeCo）の使い勝手を改善するほか、日銀が保有する上場投資信託（ETF）の国民への配布案などが盛り込まれる可能性がある。しかし、証券投資に関心のない過半の国民がこれで動くとは考えにくい。もっと国民の選択肢に対して中立になることが、結果的に貯蓄から投資につながるように感じる。

〈国民への同調圧力〉

これまでの岸田政権の動きのなかで、筆者が最も違和感を覚えるのは、国民に対して株式などのリスク商品に投資をしないと、老後の資金不足は補えないという同調圧力を掛けようとしていることだ。「何もしていないと、世の中に遅れているようで、どうしようか迷っている」とある中年女性が話していたが、好きでも得意でもないことに踏み出すには、なおためらいを感じているようだった。

「かつては銀行が融資だけでなく、株式保有を通じて投資家の役割を担っていた。銀行に代わって家計がその役割を果たさなければ、日本経済が成長できなくなる」と語るエコノミストもいるが、金融機関に籍を置き、訓練を積んだプロが慎重になっているようなこ

とに、国民を動員するという発想は理解しにくい。

もちろん、投資に関心があって、相場動向に一喜一憂するのが楽しく、結果が不首尾でも甘受できるという人ならば、どんどん実践すればいい。こうした顧客に対して、あれこれと投資アイデアを提供する証券ビジネスも、旧態依然の感もあるが、引き続き一定の有効性を持っているだろう。

しかし、各種のアンケート調査などをみても、証券投資に関心を持っているのはせいぜい国民の１～２割。もともと関心がなく、証券会社の営業攻勢を受けたくないと考えている大多数の国民にとって、そんなアプローチは迷惑なだけではないか。宝くじを買わないことをポリシーとしている人に買わせようとしても無理なのと同様、リスク商品の投資に関心がない人を投資に動かそうとしても空回りに終わるだけだ。

〈投資の成否は確率の問題〉

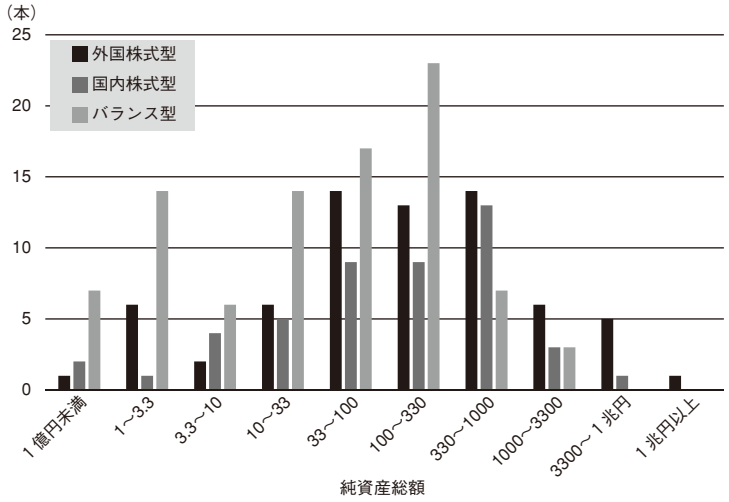
物価上昇機運が募るなか、ほぼゼロ金利の預貯金だけだと購買力が目減りする可能性が大きいから、株式などを保有すべきだと主張する専門家もいる。米国の経済に躍動感があり、国民１人当たりの金融資産がどんどん増えているのは、米国人の株式保有比率が高いからで、日本人も同じようにすれば、日本が米国のように豊かになるという人もいる。

筆者は後述するように、こうした主張の前提そのものに疑問を持っているが、仮に正しいとしても、その理屈を信じて株式投資をした個々の人が成功するかどうかは、確率の問題にすぎない。「私は成功の可能性に賭ける」という人がいてもいいが、「私は失敗の恐れがあるからやらない」という人も当然、尊重されるべきだろう。

過去の実績か何かを引用し、「成功する確率が７割（筆者が適当に置いた数字です）だから、やりましょう」などと誘導するのも、ちょっと無理やり感がある。会食をするお店の選択ならば、「７割の顧客が高評価を付けている」という動機で決めて失敗しても、「被害」は知れているが、生涯にわたる長期投資をして３割の失敗組に入れば、取り返しがつかない。

証券ビジネスや資産運用ビジネスは７割の顧客が満足し、３割の顧客を失望させても成り立つのだろうが、それはビジネス上の都合にすぎない。確率の世界に身を委ねることには個人個人の好き嫌いがあるわけで、石橋をたたいて渡るタイプの人の選択肢を尊重しないのは、民主主義の基本にも反するだろう。

（図表１）つみたてNISA対象投信の純資産階級別本数分布



〈ゆがみを生む優遇税制〉

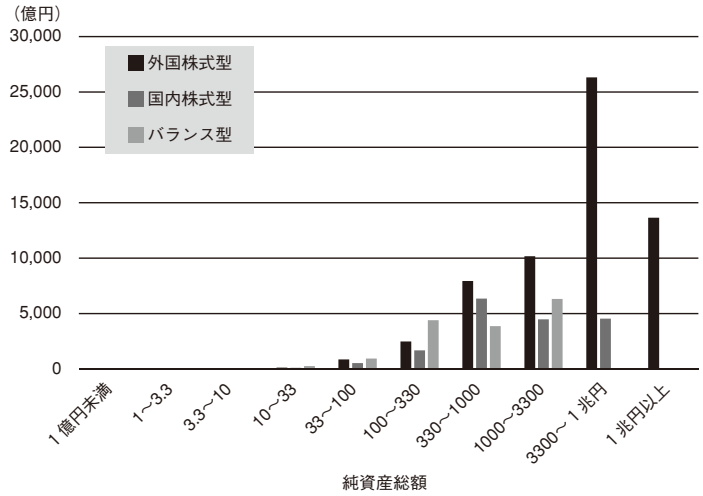
値上がり益や配当・分配金などを非課税にするといったインセンティブをつけて、「貯蓄から投資へ」の政策目的を実現しようというのも、ほどほどにすべきではないか。よほど練られた政策でない限り、お得感をくすぐるような政策は、立案者も想定していないような弊害を生む恐れがあるからだ。

一例をあげれば、2018年の導入から４年半が経過した積み立て型の少額投資非課税制度「つみたてNISA」は、あちこちで大きなゆがみを生んでいる。多数の若年層が投資信託の積み立て投資に乗り出したことは、前向きに受け止めるべきかもしれないが、潤っているのはごく一部のオンライン証券にすぎない。

金融庁からお墨付きを得た213本の適格投信のうち、投資家が選ぶのはごく一部だけだという問題もある。政府の規制が及ばないユーチューバーが商品選択に多大な影響力を持ち、特定のオンライン証券を通じて特定の投信を購入するだけ。運用会社は金融庁が求める規格に合わせて低コストの商品を用意したものの､不人気でお金が集まらなかった場合、本当に最後まで、つまり、20年以上もきちんと管理・運用できるのだろうか。

図表１と図表２のグラフはつみたてNISA対象投信を純資産総額の多寡に応じて10にグループ（階級）分けし、それぞれのグループに属する投信の本数と、純資産総額の合計額を描いたものである。なお適格投信のなかには、株価指数連動型上場投信（ETF）など純資産総額が巨額に膨らんだ商品もあるが、巨大化の原動力はもっぱら日銀によるETF

（図表２）つみたてNISA対象投信の純資産階級別純資産総額



買いなので、今回はETFを集計対象から除外している。

外国株式型の１本は純資産総額が１兆円を超えている。一方で純資産総額がその１万分の１の１億円にも満たない投信はバランス型の７本を中心に10本もある。もちろん人気、不人気の差があるのは自然なことだが、本数ベースのグラフと純資産総額ベースのグラフとを比較すると、あまりにも偏り過ぎていると感じる人も多いのではないだろうか。

〈税制で外国のライバルを応援？〉

本稿はつみたてNISAの問題点を指摘することが主目的ではないが、もう一つ言及しておきたいことがある。この税制優遇が自助努力での資産形成の一助になっているのは確かだが、国民のお金の向かう先は、もっぱら米国株で、日本株ではない。つまり、家計のリスクマネーを日本企業に振り向けて、日本経済を活性化したいという政府の政策目的には合致していない。外国のライバルに塩を送るために税制優遇をしている感じだ。

投資家が購入した投信が米国株を組み入れる途上では、必ず円をドルに換える取引が入るが、止まらない円安を助長している可能性もある。今後、こうした実態が明らかになるにつれて、政策効果を検証すべきだとの議論が巻き起こる可能性がある。政府の思惑とのずれが、制度を手直ししようという議論に結び付き、投資家からすれば「制度内容がいつの間にか変わり、話が違う」といった展開になる恐れもある。

個人の資産形成に関する日本の税制の改変の歴史を振り返っても、ちょっとした思い付

（図表３）インフレヘッジに有効なのは？

どの10年間か	現金給与総額	消費者物価指数	日経平均株価	住宅用不動産価格指数	金小売価格
1950～1960	164.3	50.4	997.6	N／A	*47.1*
1955～1965	114.6	44.0	221.1	915.4	*17.9*
1960～1970	210.4	74.9	96.3	513.9	*16.9*
1965～1975	350.2	125.1	254.0	271.2	134.2
1970～1980	248.1	135.8	213.4	207.3	552.0
1975～1985	78.9	57.1	195.8	192.3	*54.1*
1980～1990	40.5	21.5	328.5	332.9	▲ *59.4*
1985～1995	28.5	13.0	37.9	52.5	▲ *51.4*
1990～2000	7.9	7.5	▲ *41.8*	▲ *48.1*	▲ *44.5*
1995～2005	▲ *7.4*	▲ 1.8	▲ *28.3*	▲ *36.7*	33.9
2000～2010	▲ *10.5*	▲ 3.0	▲ *41.6*	▲ *18.8*	242.9
2005～2015	▲ *5.9*	4.3	54.6	8.2	181.9
2010～2020	*0.0*	7.0	126.9	14.0	76.1
2012～2022	*1.3*	9.4	196.6	28.8	72.3

（注）騰落率の単位%、▲は減少・下落。太数字は物価を上回ったことを、イタリック体は物価に届かなかったことを示す。現金給与総額は全国の平均値で比較、消費者物価指数は帰属家賃を除く総合で比較、日経平均株価は年平均値で比較、住宅用不動産価格指数は2008年までは住宅地価格指数で比較、金価格は消費税別の小売価格の年平均値で比較。2022年の値は７月22日までの公表分だけを集計

きで始まり、弊害が出てきて終了といった事例が多い気がする。特定の金融商品を優遇するような税制ではなく、もっと国民のさまざまな選択を包含するような、構えの大きい税制にしないと、国民は振り回されるだけではないだろうか。

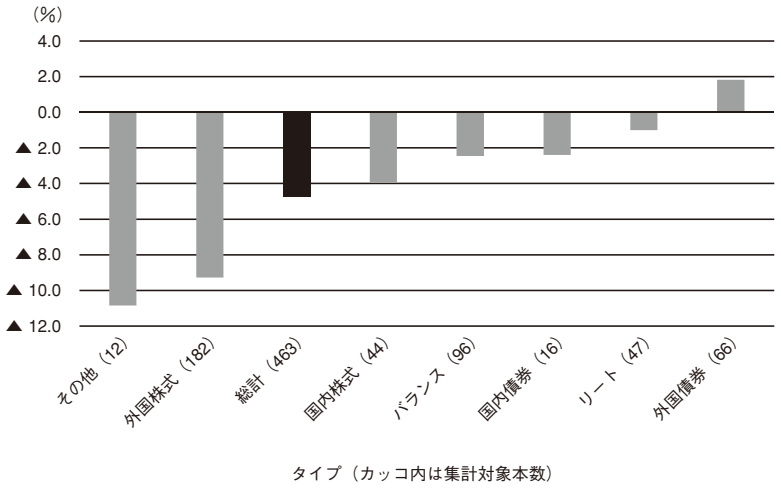
〈株価はインフレに勝つか〉

つみたてNISAの件はこれくらいにし、本筋の話に戻りたい。まずは預貯金一辺倒だと、インフレ高進で購買力を失うから、資産の一部を株式に振り向けるのが望ましいというストーリーだ。「資産運用の究極の目的は、購買力を維持することだ」という専門家の意見には同意するが、株式がその役割を果たせることを誰かが実証したのだろうか。

戦後の株高が物価上昇率をはるかに上回ったといえばその通りだが、個々の投資家が株式保有で購買力を維持できたかどうかは「いつ買っていつ売ったか」によって、大きく異なっている。図表３のように、日経平均株価に連動する10年間の投資を５年刻みでスタートさせたと仮定すると、開始年が1950年から1985年までの８つのケースでは、株式を保有し続けていれば、物価の上昇以上に資産を膨らますことができた。

しかし、開始年が1990年から2000年までの３つのケースでは、株式を持っていたばかりに資産を目減りさせた。その後は株価の上昇が物価の上昇率を大きく上回っているが、今後もこの傾向が続くかどうかは何ともいえないのではないか。

（図表４）投信のタイプ別年初来リターンの平均値



（注）７月22日現在の税引き前分配金再投資ベースの年初来リターンの単純平均。集計対象は株価指数に連動するETFを除く純資産総額250億円以上の公募投信（ラップ・SMA専用を除く）463本。商品分類はQUICK資産運用研究所に基づく

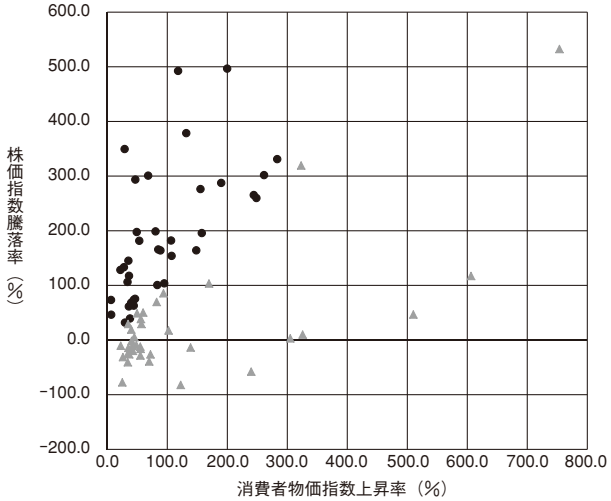
図表３では株式だけでなく、不動産や金地金も戦後の日本経済の変動のなかで、インフレヘッジに役立ったかどうかをまとめたが、投資成果は「いつ買っていつ売るか」に大きく左右されており、ここから何か確実なことがいえるようにはみえない。

政策的には金融資産の価格上昇がインフレに追いつくかどうかといったことよりも、1995年以降、勤労者の平均給与の伸びがインフレに追いつかず、国民の生活水準が低下していることのほうが問題なのではないだろうか。「格差是正のためにも、多くの国民に株式を保有させたい」といった議論を聞くこともあるが、株価の上昇が保証されているわけでもないし、株価が上昇すれば、多く保有している人のほうが大きなメリットを得られ、格差はもっと拡大してしまう。

ここ20年ぐらいの株式相場を振り返ると、金利低下を背景に株式市場への資金流入が増え、株式相場が大きく上昇してきた。ところが、物価上昇懸念が強まると、まずは金利が上昇し、これを嫌って株式相場は下げに転じた。市場関係者の間には、物価高騰を抑えるための欧米の積極的な金融引き締めが結局、景気後退を招くという観測もある。となると、株式相場も上昇しにくくなる可能性がある。

実際、図表４のように、純資産総額250億円以上の公募投信（株価指数連動型のETFとラップ・SMA専用を除く）463本の年初から７月22日までの投資リターンの平均値はマイ

（図表５）世界の株価は物価以上に上昇したか



（注）世界73カ国・地域の2005年末から2022年末までの消費者物価指数の予想上昇率を横軸に、2005年末から2022年７月22日までのローカル株価指数上昇率を縦軸にとって、散布図を描いた。●は株価が物価以上に上昇した37カ国・地域、▲は株価が物価に追い付かなかった36カ国・地域

ナス4.7%だった。特に外国株式型182本は平均でマイナス9.3%と下げがきつく、国内株式型44本も平均でマイナス3.9%と低迷した。2022年前半に関していえば､物価上昇に慌てて、株式投資などはしないほうがよかった。

〈世界73市場でも五分五分〉

日本はここ30年あまり、経済が低迷し、物価もほとんど上昇しなかったことが国力の衰退をもたらしているようにも感じられるが、目を世界に転じると、大半の国・地域では物価がそれなりに上昇している。

国際通貨基金（IMF）の世界経済見通しから各国の2022年末の消費者物価指数の予想値を2005年末の消費者物価指数で割ると、この17年間の物価上昇率がどの程度になりそうかが計算できるが、ベネズエラ、イラン、アルゼンチンなどハイパーインフレの４カ国を除いた73カ国の単純平均値でも、113.4%、つまり、２倍以上だ。

主要国でも米国が49.1%高、ドイツが35.1%高、英国が59.6%高といったところ。日本の6.2%高はスイスの6.6%高を下回り、73カ国中の最低である。

ではこれらの国・地域の株価指数は物価上昇率を上回っていたのだろうか。17年間の物価上昇率を横軸に、株価指数の2005年末から2022年７月22日までの騰落率を縦軸にとって

描いたのが、図表５の散布図である。

個々の国・地域を示す点が、原点から45度の角度で斜めに引いた線よりも上方にあれば、株価指数の上昇率は物価上昇率を上回ったことを示している。45度の線よりも下方にあれば、株価はインフレヘッジにならなかったことを示している。結果は37勝36敗と五分五分だった。

株価指数の上昇率が物価の上昇率を多少下回るくらいならば、容認できる人もいるだろうが、株価が物価に追いつかなかった36カ国・地域のうち、ギリシャ、イタリア、ポルトガル、スペインなど19カ国はこの間に株価指数が下落した。株式投資のリスクを安易に考えていると、とんでもないことになる証左だ。

〈米国のような経済を目指すのか〉

もう一つは米国経済にいくら躍動感があるといっても、米国のような経済社会を目指すことが日本にとって本当にいいかどうか、何ともいえないことだ。１人当たりの金融資産などは確かに日本を大きく上回っていて豊かな感じがするが、米国の超富裕層の人数や保有資産額は日本の比ではない。

かつて筆者は米国の投資銀行のトップと、米国の株式文化（エクイティ・カルチャー）をめぐって議論したことがある。頑張って働けば、多額の報酬が得られるのが株式文化の基本であり、それが躍動感のある米国経済の成長エンジンになっているという話だった。頑張っても報われないことが多い日本に比べると、素晴らしく感じた。少なくともそのときは。

でもこれも程度問題ではないだろうか。米国の貧富の格差は日本よりもずっと大きく、超富裕層が平均値を大幅に押し上げている。極端な格差が政治や社会にさまざまな影響を及ぼしている。報道だけで判断するのは性急だが、最近は米国が本当に民主主義国なのか疑われるような出来事が相次いでいるという。発展途上国のように、いつ暴動が起きてもおかしくないと感じている人も増えている様子だ。

日本株を保有する外国人投資家が増えたせいでもあるが、時価を基本とした会計基準の導入、四半期決算、企業の売買や再編をしやすくする制度的な手当て、自社株買い、ガバナンス改革、業績連動報酬と日本は米国の制度を追っかけて、さまざまな制度を整えてきた。もちろんいい面もあったが、導入してからかなりの期間が経過したのに、いまだに違和感を持たれている制度もある。必ずしも米国が日本の手本ではないのだろう。

もう一つ、米国は長期的に株価が上昇してきたため、「株価は常に上がるもの」と考え

ている人が多いように思える。本人が適用除外を選択しない限り、自動的に給料の一部を投信の買い付けに回し、確定拠出年金として受け取る制度も導入されているが、株高神話が崩れたら、さまざまな問題を引き起こす恐れがある。

日本は1990年前後を境に土地神話が崩れ、金融システムが崩壊の瀬戸際に追い込まれたり、長期のバランスシート不況を余儀なくされたり、複雑で解決が困難な問題をいろいろと体験してきた。米国経済は株高に寄りかかっている分、本当に持続するのかどうか、見定めることができないままになっている。

〈政策の構えは大きく〉

日本経済の将来がどうなるかなどは誰にも予想ができない。高等学校の家庭総合の教科書にも「経済の先行きを読むことは誰にもできない。ローリスク・ハイリターンの金融商品はなく、確実な儲け話もありえないので注意しよう」（東京書籍、247ページ）とはっきりと書いてある。

だからどんなふうに資産運用をするかなどは、全面的に国民の選択に委ねることが重要で、国民全員に株式を保有させようといわんばかりの政策は、高校での教えにも反するように感じる。仮に何らかの政策を導入したとしても、もともと投資に関心を持っている人は振り向いたとしても、無関心の人を動かすことはできないのではないか。

もちろん株式投資などは食わず嫌いの人も多いため、野村総合研究所が提案しているように、ごく少額の上場投信（ETF）を若年層の国民に配るといったアイデアは、採用してもいいだろう。日銀が買い込んできた総額50兆円前後のETFは、そのまますべてを持ち続けるわけにはいかないから、政府の予算措置のもと、少しずつ国民に配るのは一案だ。

野村総研のアイデアは18歳から27歳までの国民に、毎年5,000円分ずつ、電子クーポンのようなかたちにして配ろうというものだ。10年間で５万円。リスク商品を保有する感覚を身に付けてもらうという啓蒙効果もあるだろうから、「国民に無理やり株式を持たせるのはおかしい」などと目くじらを立てるほどのことはないだろう。

しかし、投資に関心を持つ人しか振り向かないと思われる優遇税制では、多くの国民を動員することは難しい。つみたてNISAは若年層の口座開設が増えているが、それでも20～40歳代で口座を持つのは2021年９月末現在で345万人にすぎない（金融庁調べ）。この年齢層の人口は4,445万人なので、まだ口座を開設したのは10人に１人にも達していない。国民的な制度になっているとはいい難い。

老後に向けて国民が自助努力で資産を蓄えることが、政策的にも重要だというのならば、

もっと国民全体が使えるような構えの大きい優遇税制が必要ではないだろうか。預貯金だろうが株式投資だろうが、年間の新規投入額の上限を定めて、無差別に税制優遇をすればいい。「株式相場の動向に一喜一憂している暇があったら、職業能力を磨いて勤労収入を少しでも増やしたい」と考える多くの国民が活用できる。

現行制度をいくら充実させても、「親の代から株式投資は絶対にダメだと言われている」という人には関心を持ってもらえないし、集まったお金の大半は日本株ではなく、外国株に向かっている。政府の都合に合わせた優遇税制は、民間企業の期間限定キャンペーンのように、ものほしげな感じがして、どこかにワナがあるのではないかと感じさせる面もある。

国民の選択に中立な政策のほうが、多くの国民の共感を得られるだろう。金融機関の努力に負う面もあるが、優遇税制を活用し始めた国民のなかから、「預金だけではなく、投資でも使ってみようかな」と考える人がじわじわと出てくるのではないだろうか。急がば回れである。