

〔論 文〕

日本の人口構造の変化と金融システムのあり方

王

凌

論文要旨

本論文では、日本における人口構造の変化を多面的に考察した上で、三つの経路を提示し、人口構造の変化がどのようなメカニズムで金融システムのあり方に影響を及ぼしうるかを論じる。また、日本の金融システムに生じている変化がその三つの経路の方向性と一致するかを検討する。本論文の分析結果は、人口減少・少子高齢化の進行に伴って金融システムの市場化が進む可能性があることを示唆している。

Abstract

This paper analyzes the demographic changes in Japan multi-dimensionally, and identifies three channels to explain the mechanism by which the demographic changes may affect financial system architecture. This paper also examines whether the changes occurring in the Japanese financial system are consistent with the direction indicated by the three channels. The results of this paper suggest the possibility that continuing population and fertility decline and population ageing may act to promote marketization within the financial system.

I はじめに

少子化・高齢化・人口減少が世界的潮流となる中、人口変動が現代における多くの経済現象と深く関わっていることが認識されつつある（例えば、Miles, 1999; Bloom and Canning, 2008; Bloom, Canning, and Fink, 2010; Cervellati, Sunde, and Zimmermann, 2017; Kuhn and Prettnner, 2018）。

このような流れの中で、人口変動が金融分野に与える影響も、金融市場（例えば、Bakshi and Chen, 1994; Geanakoplos, Magill, and Quinzii, 2004）、資産価格（例えば、Poterba, 2001; Ang and Maddaloni, 2005）、資産選択（例えば、Guiso, Haliassos, and Jappelli, 2003; Korniotis and Kumar, 2011）、金融機関（例えば、Lindbergh, Nahum, and Sandgren, 2008; Berlemann, Oestmann, and Thum, 2014）、金融政策（例えば、Fujiwara and Teranishi, 2008; Imam, 2015）などの多方面から研究され、知見が蓄積されている¹⁾。これらの研究に比べると、人口変動が金融システムに及ぼす影響についての研究は相対的に遅れている状況にある。例えば、人口構造の変化が金融システムのあり方 (financial system architecture) にどのような影響を与えるかに着目した研究は、現在のところ、皆無に等しい。

1) 翁・北村 (2011) では、日本の人口高齢化が金融活動に及ぼす影響を多面的に分析している。

しかしながら、人口構造など社会的条件の変化に伴って金融システムのあり方は変わるのか、変わると思えばどのような形で変わるのか、これらは金融システムの変容という文脈の中で重要な意味を持っている。また、日本は長期的な人口減少過程に入っており、同時に高齢化も世界に先駆けて急速に進行している(Muto, Oda, and Sudo, 2016)。日本ではこれらの問いについて考える必要性が高くなっており、国際的にもこれらの問いを検討する際に日本の経験が大きな参考になるであろう。

このような問題意識を念頭に置きつつ、本論文では、人口構造の変化という視点から金融システムのあり方を考察する。それによって、人口変動の本質及びその影響に対する理解を深め、同時に、日本の金融システムに生じている変化を把握する。また、人口という社会的な要素を取り入れ、金融システムのあり方を人口構造の変化と関連づけることで、社会と経済の関係性を描写・解釈する新しい視点を導入し、社会と経済の有機的なつながりを理解する上での新たな知見を提供することも本論文の目的である。

本論文は、以下のように構成されている。第Ⅱ節では、人口学的諸指標を用いて、日本における人口構造の変化を統計的に把握する。第Ⅲ節では、三つの経路を提示し、人口構造の変化がどのようなメカニズムで金融システムのあり方に影響を及ぼしうるかを論じる。第Ⅳ節では、データに基づき、日本の金融システムに生じている変化が第Ⅲ節で提示した三つの経路の方向性と一致するかを検討する。最後に第Ⅴ節では、結論をまとめ、本論文の分析結果から、日本の金融システムについて、どのようなインプリケーションを引き出せるかについて議論を行う。

Ⅱ 日本における人口構造の変化

人口は人間の集団であるが、同質の人間の集まりではなく、異なる属性を持つ個人から構成される。また、人口変動は多面的な現象である。本節では、人口現象に内在するこうした異質性と多面性に注意を払いながら、日本における人口構造の変化を、人口学的諸指標を用いて定量的に捉えていく。

1. 少子化の進展

図1に示されているように、日本の年間出生数は戦後第1次ベビーブーム期(1947年～1949年)には約270万人、第2次ベビーブーム期(1971年～1974年)には約200万人であったが、その後、長期的に減少傾向が続いている。

少子化の進行は合計特殊出生率(total fertility rate)の長期的推移からも確認できる²⁾。日本の人口置換水準(replacement level)は2.07前後とされている(石川, 2004)が³⁾、図1からわかるように、合計特殊出生率は第1次ベビーブーム期をピークに下降傾向に転じ、1975年に2.0を割り込み、1995年以降は1.5未満で推移している⁴⁾。

出生数と出生率の持続的な減少は、労働力の中核を担う生産年齢人口(15～64歳人口)の減少につながり、労働力供給の制約を強める結果を引き起こしている。図2に示したように、日本の生産年齢人口は1990年代半ばをピークに減少しており、2019年10月1日現在の生産年齢人口は約7,507万人になっている。

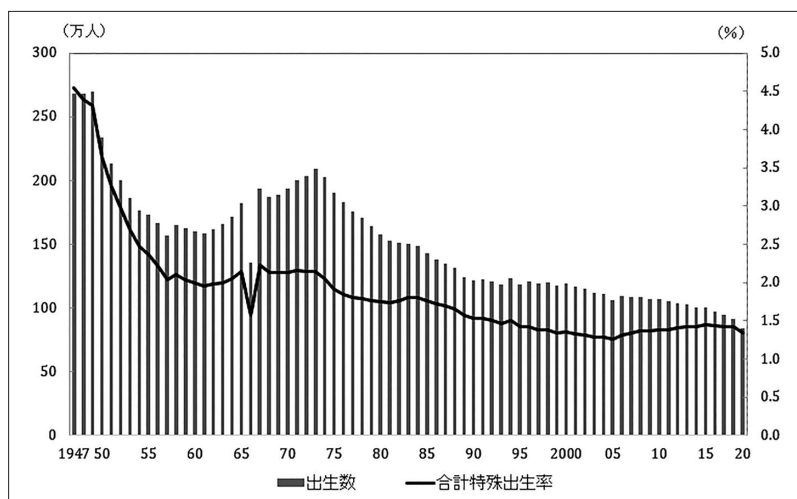
2) 合計特殊出生率は、その年次の15歳から49歳までの女性の年齢別出生率を合計したもので、1人の女性が仮にその年次の年齢別出生率で一生の間に生むとしたときの子どもの数に相当する。

3) 人口置換水準とは、ある死亡確率の下で、人口を一定に保つのに必要な出生率のことである。

4) 1966年には、丙午の年にまつわる迷信の影響で、出生数と合計特殊出生率が一時的に大きく落ち込んだ。

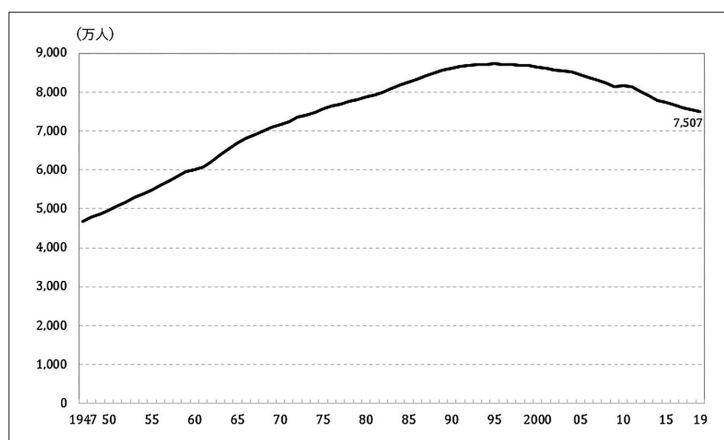
Oct. 2021

日本の人口構造の変化と金融システムのあり方



出所) 厚生労働省「人口動態統計」より筆者作成。

図1 日本の出生数と合計特殊出生率の長期推移



出所) 総務省「国勢調査」及び「人口推計」(各年10月1日現在)より筆者作成。

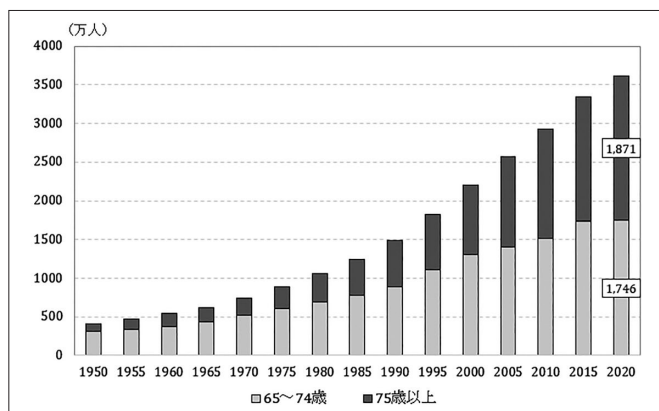
図2 生産年齢人口の長期推移

2. 高齢化の進展

図3は老年人口(65歳以上人口)の長期推移を示したものである。これを見ると、65歳以上人口は一貫して増加し続けていることがわかる。2020年9月15日現在、65歳以上人口は約3,617万人である。そのうち、65～74歳人口は約1,746万人、75歳以上人口は約1,871万人で65～74歳人口を上回っている。

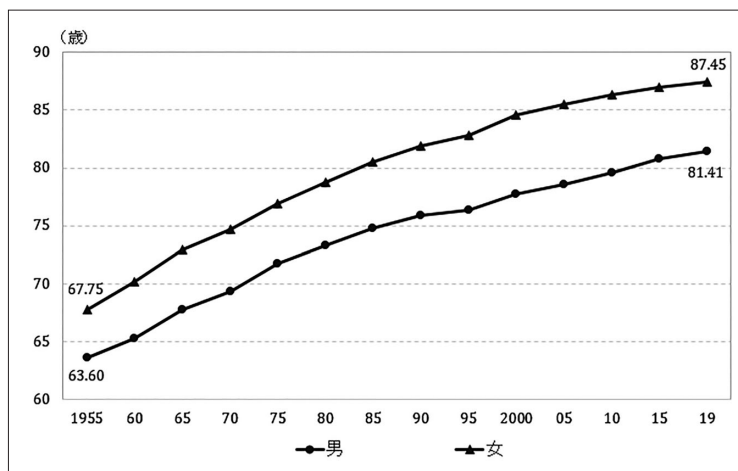
また、図4が示すとおり、日本人の平均寿命(0歳平均余命)は男女ともに伸びている。この現象は、老年人口の増加と表裏一体のものであると言ってよいであろう。2019年の日本人の平均寿命は男性81.41歳、女性87.45歳であり、ともに過去最高となっている。

さらに、高齢化の進行は65歳と75歳平均余命の延伸(図5参照)にもあらわれている。2019年には、65歳の平均余命が男性19.83年、女性24.63年と、75歳の平均余命が男性12.41年、女性15.97年となって



出所) 総務省「国勢調査」(2015年まで) 及び「人口推計」(2020年9月15日現在) より筆者作成。

図3 老年人口の長期推移



出所) 厚生労働省「完全生命表」及び「簡易生命表」(2019年) より筆者作成。

図4 平均寿命の長期推移

いる。いずれも過去最高を更新した。

3. 人口減少の進展

少子高齢化の帰結は人口減少と考えられるが⁵⁾、人口変動には慣性 (momentum) という固有のメカニズムが存在する (Keyfitz, 1971)。1970年代半ば以降、日本における出生率は人口置換水準を大きく下回っている (図1) が、図6に示されているように、人口増加の慣性は2000年代初頭まで持続していた。

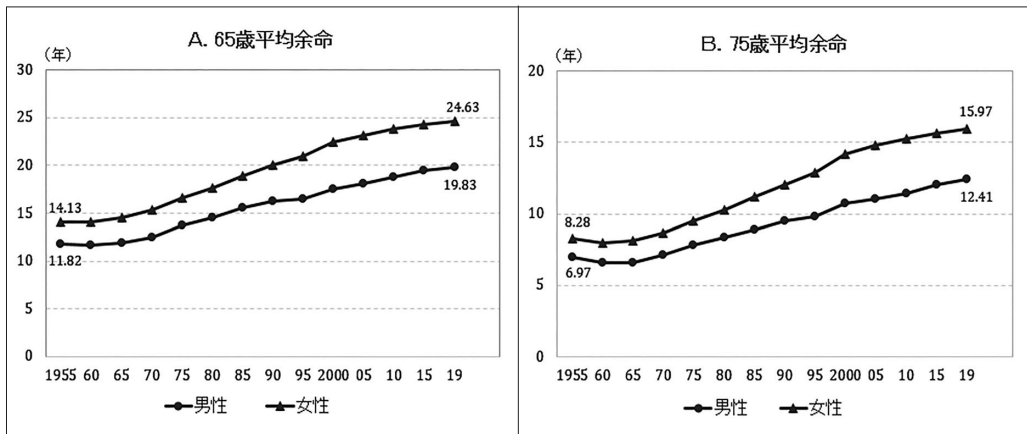
しかし、日本の人口は2008年に初めて減少に転じ、2011年以後、持続的な減少の傾向を示している⁶⁾。2020年10月1日現在の日本の総人口は約1億2,623万人である。

5) 統計的には、人口増減は、自然増減 (出生数－死亡数) と社会増減 (入国者数－出国者数) の合計で表される。

6) 中小企業庁 (2014) によれば、日本は2011年から本格的な人口減少時代に突入した。

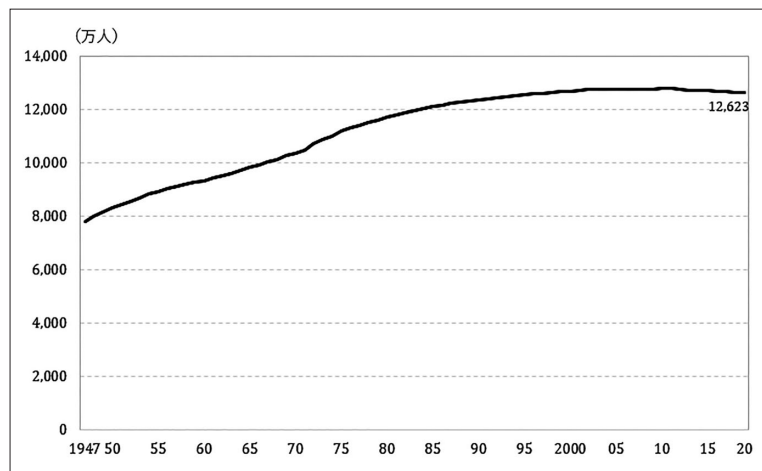
Oct. 2021

日本の人口構造の変化と金融システムのあり方



出所) 厚生労働省「完全生命表」及び「簡易生命表」(2019年)より筆者作成。

図5 65歳と75歳平均余命の長期推移



出所) 総務省「国勢調査」及び「人口推計」(各年10月1日現在)より筆者作成。

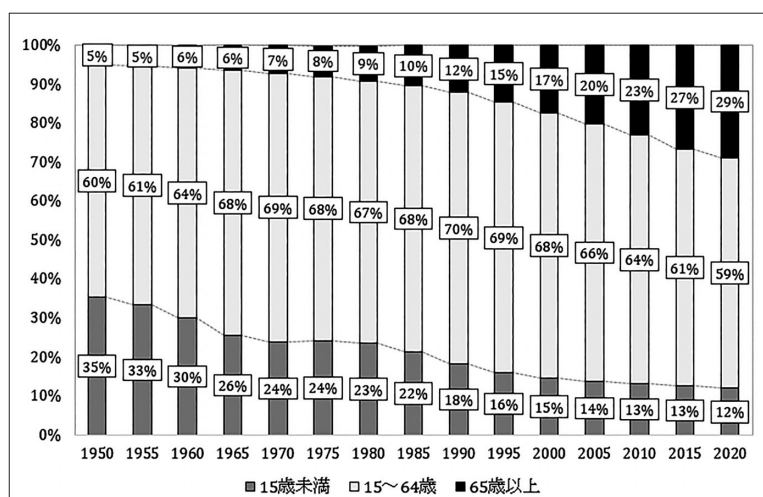
図6 総人口の長期推移

人口変動の惰性は、人口減少に対しても働く。一旦人口が減り始めれば、出生率が人口置換水準を上回るレベルまで回復したとしても、すぐに人口減少に歯止めがかかるわけではなく、人口減少が止まるまでには、人口増加のフェーズと同じく、少なくとも数十年は必要となる。

4. 年齢別人口構成の変化

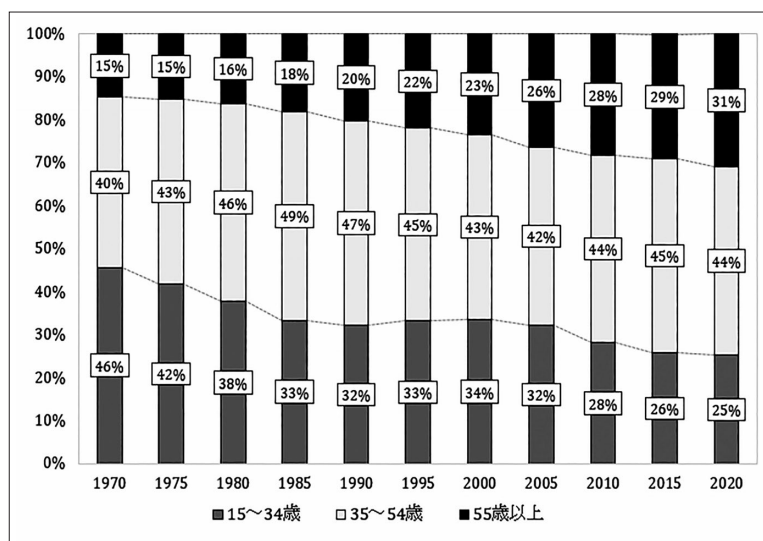
上述のような少子化・高齢化・人口減少が同時に進行した結果、日本における人口の年齢構成は大きく変化した(図7参照)。総人口に占める年少人口(15歳未満人口)の割合は1950年の約35%から2020年の約12%まで持続的に低下している。一方、総人口に占める老年人口の割合(高齢化率)は1950年の約5%から2020年の約29%まで上昇し続けている。

総人口に占める生産年齢人口の割合については、70年の間に、上昇してピークに達し下降するという



出所) 総務省「国勢調査」(2015年まで) 及び「人口推計」(2020年9月15日現在) より筆者作成。

図7 年齢別人口構成の長期推移



出所) 総務省「労働力調査」より筆者作成。

図8 年齢別労働力人口構成の長期推移

サイクルを示した。2020年には、生産年齢人口は総人口の約59%まで減り、1950年とほぼ同じ割合になった。これと関連して、労働力人口の高齢化にも留意する必要があるであろう。図8に示したとおり、少子化・高齢化・人口減少の影響を受け、労働力人口内部においても、高年齢層の割合が増大している。

以上、戦後日本における人口構造の変化を、少子化、高齢化、人口減少、人口の年齢構成の4つに分けて考察した。国立社会保障・人口問題研究所(2017)によると、人口数及び構成比における年少人口減・生産年齢人口減・老年人口増や総人口減などの諸変化は、今後加速する見通しである。このような、数

Oct. 2021

日本の人口構造の変化と金融システムのあり方

十年にわたり進行してきた日本全体の人口構造の変化及びその変化が一段と進むと予想される人口動態は、日本の金融システムのあり方とどのように関係しているのでしょうか。これを次節で論じることとする。

Ⅲ 人口構造の変化が金融システムのあり方に与える影響

戦後日本の金融システムのあり方には、銀行を中心に行っているという大きな特徴がある (Hoshi and Patrick, 2000; 堀内・池尾, 2004などを参照されたい)。本節では、三つの経路を提示し、前節で考察した人口構造の変化がどのようなメカニズムを通じて従来の銀行中心の金融システムのあり方に影響を与えるかを論じる。

1. 第一の経路

まず、第一の経路は、人口減少・少子高齢化が企業や家計の貸出需要を減少させることによって、貸出市場の規模縮小を引き起こすというものである。

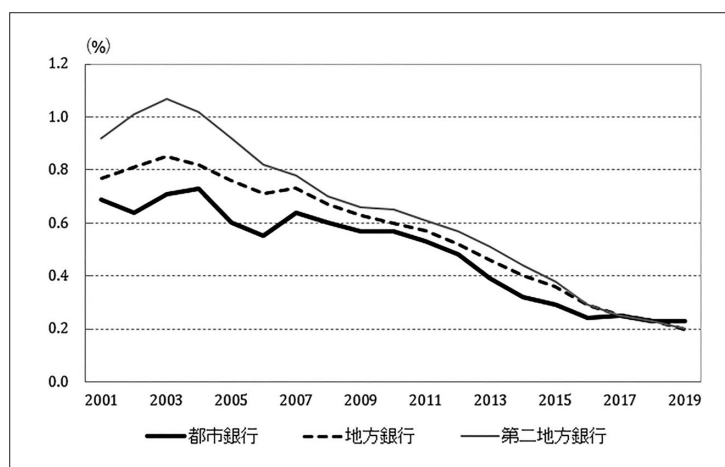
企業サイドでは、人口減少は消費人口や消費市場規模の縮小を通じて企業の投資意欲と投資需要を減退させる可能性がある。また、労働力人口の高齢化に伴って社会保険料の事業主負担や人件費が増加し、その社会保障や賃金の負担増は企業の収益にマイナスの影響を及ぼし、企業に投資を抑制させるかもしれない (梅田他, 2017b)。さらに、高齢化が貯蓄率を下押しする可能性もよく指摘されている (例えば, Graham, 1987; Koga, 2006; Braun, Ikeda, and Joines, 2009; Horioka and Terada-Hagiwara, 2012)⁷⁾。貯蓄は投資資金をまかなうため、貯蓄率の低下は国内投資を制約することになりかねない (Feldstein and Horioka, 1980; Tesar, 1991; Baxter and Crucini, 1993; Herwartz and Xu, 2010; 梅田他, 2017aなどを参照されたい)。これらの要因は企業の資金需要の低下を招き、貸出需要を抑制する方向に働くであろう。

一方、家計サイドでは、人口減少・少子高齢化は、一世帯当たりの人数や世帯数の減少を引き起こし、住宅や自家用車、教育などに対する家計の需要を低下させる可能性が高い。その結果、住宅ローン、自動車ローン、教育ローンなど家計・個人向け貸出への需要も減っていくであろう。

さらに、人口構造の変化が、成長期待を通じて企業や家計の貸出需要に影響を及ぼすことも考えられる。人口減少と少子高齢化の同時進行は、供給面における労働力人口の減少及び需要面における消費などの抑制を通じ、成長期待を低下させる可能性がある⁸⁾。成長期待が低下すれば、企業や家計は支出を控えるであろう。このような形による資金需要の減退も、銀行貸出に対する需要を低下させるであろう。

7) 高齢化が貯蓄率に与える影響に関する分析は、ライフサイクル仮説 (Modigliani and Brumberg, 1954; Ando and Modigliani, 1963などを参照されたい) に依拠するものが多い。同仮説によれば、人々は勤労期には老後に備えて貯蓄を行い、引退後 (高齢期) にはそれを取り崩して生活するため、高齢化は一国の貯蓄率を引き下げる要因になる。一方、高齢化は、より長期化する老後への備えの必要性を高めることにより、勤労期の貯蓄 (予備的貯蓄) を増大させるため、経済全体の貯蓄率を引き上げる効果を持ちうるという見解 (例えば, Carvalho, Ferrero, and Nechio, 2016) もある。また、人々の遺産動機が強い場合 (少子化が遺産動機を弱める働きを持つことに留意すべき)、貯蓄率が上がる可能性があるという仮説もある (Kotlikoff and Summers, 1981; Kotlikoff, 1988; Kessler and Masson, 1989などを参照されたい)。高齢化による貯蓄率の実際の変化は、ライフサイクル仮説によるマイナス効果と予備的貯蓄動機・遺産動機によるプラス効果のどちらが大きいに依存して決まるであろう。日本に関する先行研究 (例えば, Horioka, 1997; Koga, 2006; Braun, Ikeda, and Joines, 2009) では、高齢化が貯蓄率の低下をもたらしていることが確認されている。

8) 先行研究では、人口減少・少子高齢化が進行する場合、技術革新や労働生産性の上昇が生じない限り、経済成長が低下する可能性があることを示している (例えば, Bloom, Canning, and Fink, 2010; Muto, Oda, and Sudo, 2016; Kuhn and Prettnner, 2018)。



注) 預貸金利鞘は貸出金利回りに預金債券等原価を差し引いたものである。
出所) 全国銀行協会「全国銀行財務諸表分析」より筆者作成。

図9 銀行業態別預貸金利鞘の長期推移

2. 第二の経路

次に、第二の経路は、人口減少・少子高齢化は、金利に下方圧力をかけることによって、銀行の収益環境を悪化させるというものである。

第一の経路が貸出市場の規模縮小という数量効果に着目するものと言えるならば、この第二の経路は預貸金利鞘の縮小という価格効果に着目するものである。

第一の経路で示したように、人口減少と少子高齢化の進行は、企業や家計の資金需要を抑制する（言い換えれば、資金供給が過剰になる）可能性があり、しかも成長期待を低下させるかもしれない。また、少子化は労働力人口を減少させるため、少子化が進行している場合、資本労働比率（労働者一人当たりの資本）が上昇し、資本の限界生産性（marginal product of capital）が低下することになる。このような状況では、金利が下がる可能性がある（Backus, Cooley, and Henriksen, 2014; Carvalho, Ferrero, and Nechio, 2016などを参照されたい）。日本に関する先行研究では、人口減少・少子高齢化が金利に負の影響を与えるという結果が得られている（例えば、Ikeda and Saito, 2014; Cooley and Henriksen, 2018; Sudo and Takizuka, 2020）。

また、ここで特筆すべきは、バブル崩壊以降、人口減少・少子高齢化と日本銀行による金融緩和が同時に進行していることである。特に、1999年の「ゼロ金利政策」（日本銀行が政策金利である無担保コール翌日物金利をゼロ近辺に誘導するという政策）が実施されてから、金利は非常に低い水準のままで推移している。そして、2016年2月より開始された「マイナス金利政策」（日本銀行が日銀当座預金の一部に対してマイナス0.1%の金利を適用するという政策）が、金利のさらなる低下に拍車をかけている。

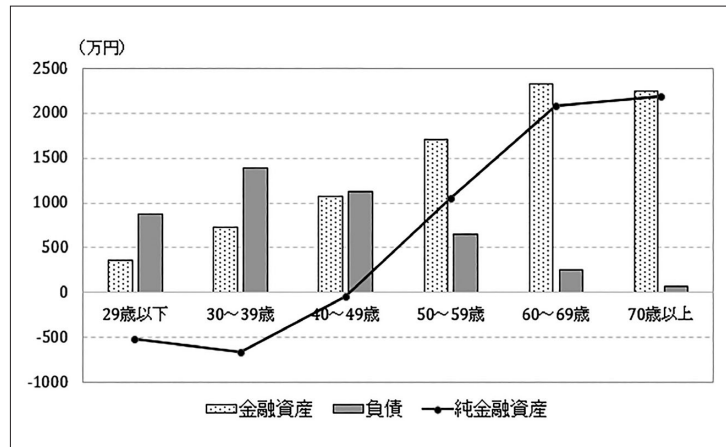
人口構造の変化と金融緩和政策が複合的に作用し金利を押し下げている状況の中、図9のとおりに、銀行の預貸金利鞘が縮小を続けている。そこで、伝統的な預貸業務による収益の低迷を補完するほかの収益源を確保することが重要になっている。

3. 第三の経路

最後に、第三の経路は、人口減少・少子高齢化は家計の金融資産選択・保有を通じて、銀行の業務内

Oct. 2021

日本の人口構造の変化と金融システムのあり方

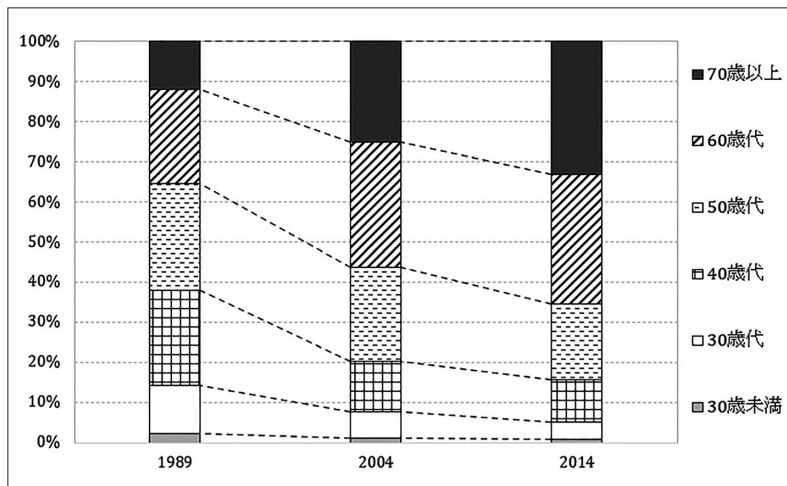


注) (1) 金融資産は家計調査の「貯蓄」(預貯金、生命保険及び有価証券などの総額)である。

(2) 純金融資産は金融資産から負債を控除したものである。

出所) 総務省「家計調査(貯蓄・負債編、二人以上の世帯)」より筆者作成。

図10 世帯主の年齢階級別金融資産と純金融資産 (2019年)



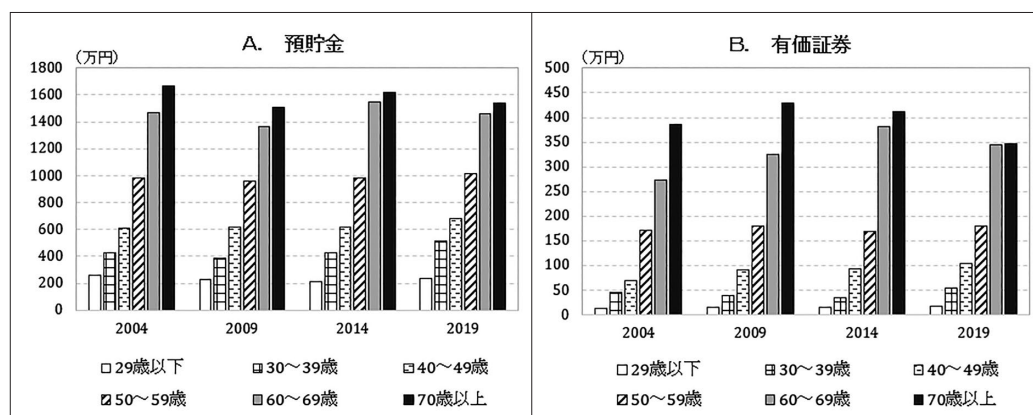
出所) 金融庁 (2016) より筆者作成。

図11 世代別金融資産の分布状況

容を変化させるというものである。

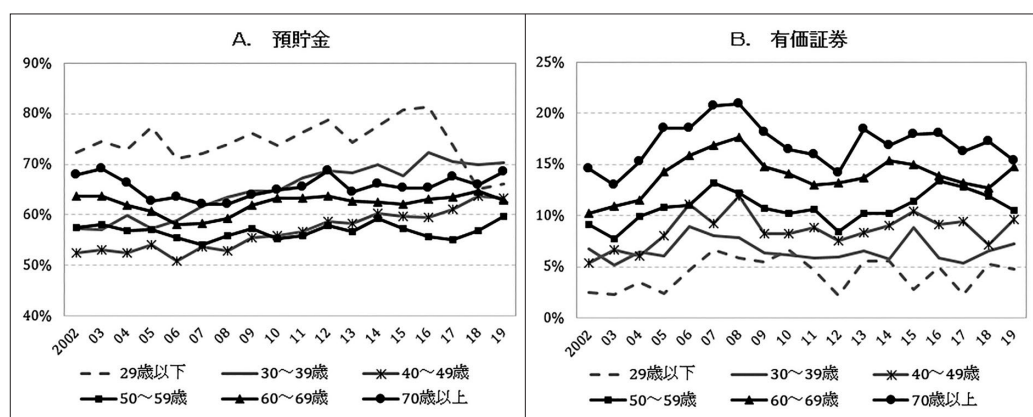
人々の金融資産の保有状況は、ライフステージによって異なる。通常、年齢の上昇とともに金融資産の蓄積が増え、住宅ローンなどの負債残高は徐々に減っていく。また、退職した高齢者の多くは、退職金をすでに受け取り、一方で子供も独り立ちして子育て費用の負担はほぼないと考えて差支えないであろう。その結果、年齢層別で言えば、60歳以上の高齢層が日本における最大の金融資産及び純金融資産の保有層ということになる(図10参照)。

人口減少・少子高齢化が進行すると、高齢層が増大し、金融資産は高齢層に集中することになる。図11に示したように、人口減少・少子高齢化が進行する中、家計金融資産全体に占める60歳以上高齢層



出所) 総務省「家計調査(貯蓄・負債編, 二人以上の世帯)」より筆者作成。

図12 世帯主の年齢階級別預貯金及び有価証券の保有額



出所) 総務省「家計調査(貯蓄・負債編, 二人以上の世帯)」より筆者作成。

図13 世帯主の年齢階級別金融資産に占める預貯金と有価証券の比率

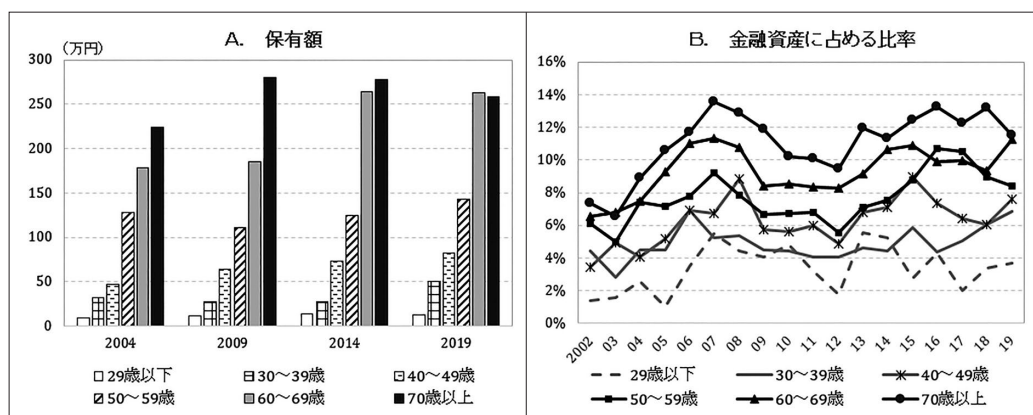
の保有する金融資産の割合は増え続けている。

日本の高齢層の金融資産選択・保有の特徴を見ると、預貯金だけではなく、有価証券(株式、債券、投資信託など)の保有額もほかの年齢層より多いことがわかる(図12参照)。しかも、図13が示すように、年齢階級の上昇とともに金融資産に占める有価証券の比率が増加する傾向が見られる(預貯金の場合、このような傾向は見られない)。また、有価証券の中の株式・株式投資信託のようなリスク資産に着目すると、保有金額も金融資産に占める比率も、高齢層のものがほかの年齢層より高いことがわかる(図14参照)。日本を対象とした実証研究では、年齢がリスク資産の保有に正の影響を与えることが報告されている(例えば、Fujiki, Hirakata, and Shioji, 2012; 塩路・平形・藤木, 2013)⁹⁾。さらに、資産形成の視点から言えば、人口減少・少子高齢化により、賦課方式の公的年金制度の財政基盤が悪化するとともに定年

9) 高齢層において、他の年齢層よりリスク資産保有の金額や比率が大きい理由としては、高齢層の金融資産及び純金融資産がほかの年齢層より多いため、リスク資産を比較的に受け入れやすいことがよく挙げられる。

Oct. 2021

日本の人口構造の変化と金融システムのあり方



出所) 総務省「家計調査(貯蓄・負債編, 二人以上の世帯)」より筆者作成。

図 14 世帯主の年齢階級別株式・株式投資信託保有額と金融資産に占める比率

退職後の期間が長くなるため、家計が老後生活のための資産形成を行うインセンティブも増大するかもしれない。これらのことから、人口減少・少子高齢化の進展が株式、債券、投資信託などの市場性金融資産(リスク資産を含む)の需要を増加させる可能性があると考えられる。

人口減少・少子高齢化に伴って金融資産分布や金融資産選択・保有の傾向に生じる変化は、金融ビジネスに大きな影響を与えるであろう。例えば、預貯金の保有傾向が強い高齢層の増大(高齢者の人口及び総人口に占めるその比率両方の増大)は、資金が預貯金の形で銀行などの預金取扱金融機関に集中することにつながる。その結果、銀行は効率的な資金運用により収益を確保する力がますます必要となる。また、人口減少・少子高齢化に伴う市場性金融資産への需要増加は、銀行に、市場性金融資産に関連する金融サービスを顧客に提供して新たな収入源を得るというビジネスチャンスを与えている。

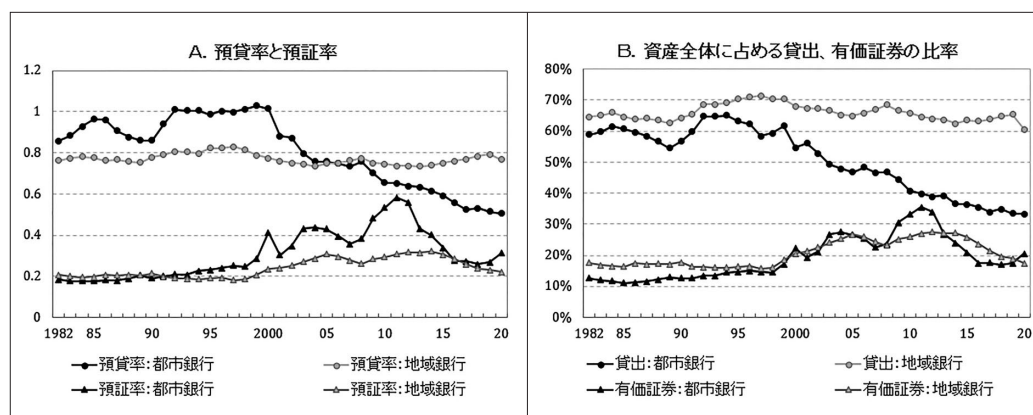
以上で考察したように、人口減少・少子高齢化という人口構造の変化は、従来の預貸業務中心の銀行のビジネスモデルを機能にくくさせ、資本市場関連業務を開拓して収益源の多様化を図る必要性を高める作用を持っている。それによって、金融システムにおける資本市場の役割が拡大し、金融システムの市場化が進展する可能性がある。

Ⅳ 日本における金融システムの市場化

第Ⅲ節では、人口構造の変化と金融システムのあり方との関連性を三つの経路に分けて分析し、人口減少・少子高齢化の進展に伴って資本市場を通じた金融取引の拡大が促され、金融システムの市場化が進む可能性があることを理論的に示した。本節では、データに基づき、日本の金融システムに生じている変化が前節で提示した三つの経路の方向性と一致するかどうかを検討する。

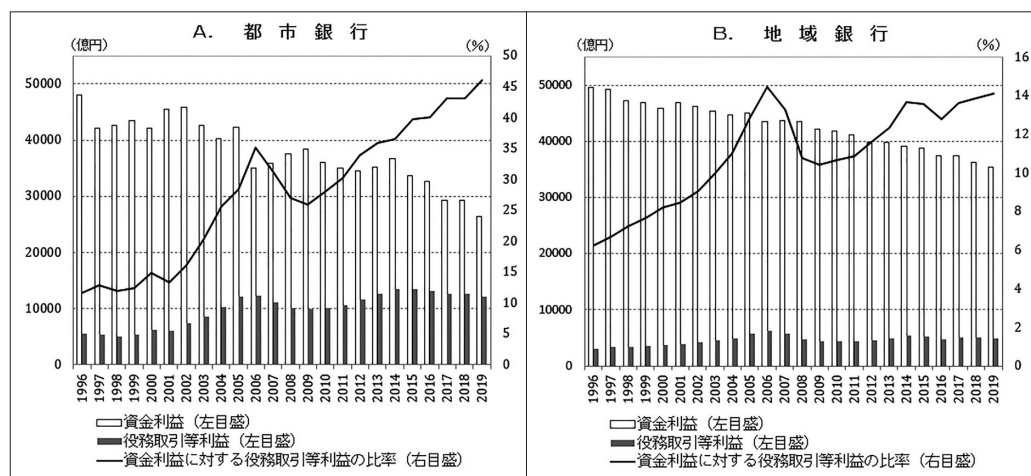
1. 銀行の資産構成

図15のとおり、都市銀行、地域銀行ともに、資産構成は変わりつつある。1980年代以降の長期的な変化傾向に注目すると、預貸率(パネルA)と資産全体に占める貸出の比率(パネルB)は減少しているの



注) 地域銀行の数値は、地方銀行と第二地方銀行の計数を合算したものである。
出所) 日本銀行ホームページの統計資料より筆者作成。

図 15 銀行の資産構成の長期推移 (業態別)



注) 地域銀行の数値は、地方銀行と第二地方銀行の計数を合算したものである。
出所) 全国銀行協会「全国銀行財務諸表分析」より筆者作成。

図 16 銀行の資金利益及び役務取引等利益の長期推移 (業態別)

に対して、預証率 (パネル A) と資産全体に占める有価証券の比率 (パネル B) は増加傾向にあることがわかる。これは、銀行が本業である貸出を容易に伸ばせない状況の中で¹⁰⁾、有価証券運用を増加させたことを示唆している。この変化傾向は、預金規模の大きい都市銀行により顕著にあらわれている¹¹⁾。

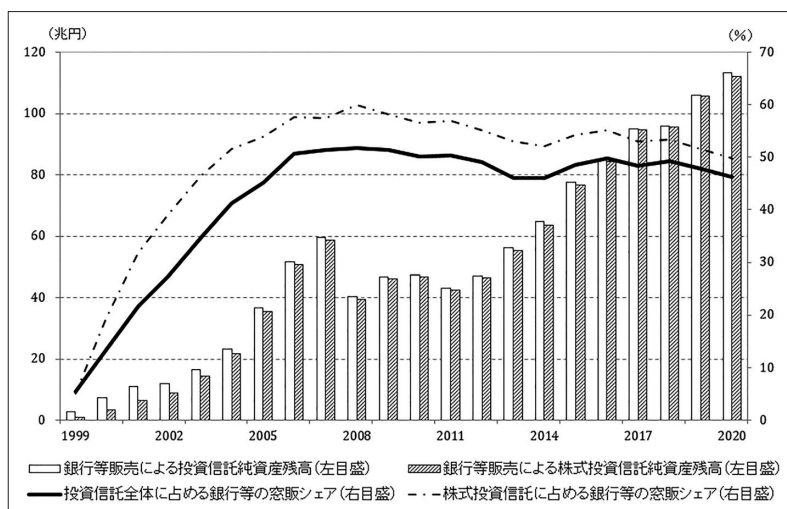
2. 銀行の収益構造

10) 人口減少・少子高齢化に代表される人口構造の変化以外で銀行貸出の低迷をもたらした要因として、实体经济の長期停滞、企業の資金調達行動の変化、企業の過剰債務の整理、銀行の不良債権処理なども考えられる。

11) 直近 (2020 年) では、都市銀行 5 行の預金量は都市銀行、地方銀行、第二地方銀行の預金合計の半分以上 (約 53%) を占めている。

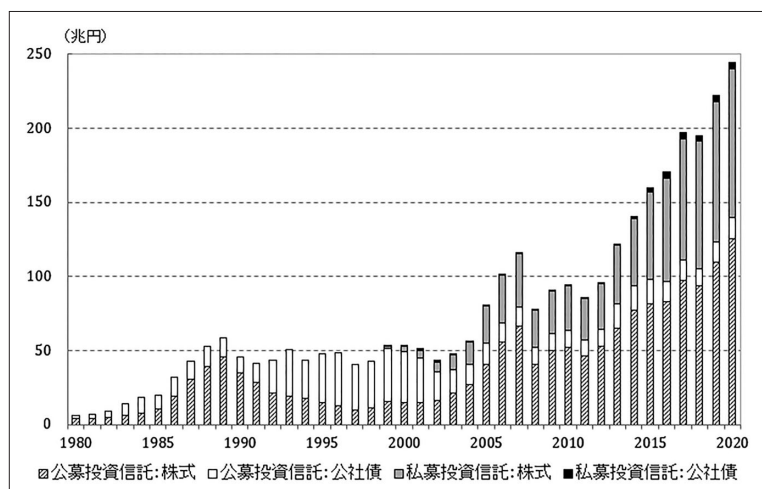
Oct. 2021

日本の人口構造の変化と金融システムのあり方



注) (1) 1999年11月から2000年8月までの間は、公募投資信託のみを対象に、
2000年9月以降は公募投信及び私募投信を対象にしている。
(2) 投資信託全体の数値は、株式投信と公社債投信との合計である。
出所) 投資信託協会ホームページの統計資料より筆者作成。

図 17 銀行等を通じた投資信託（契約型）販売状況の長期推移

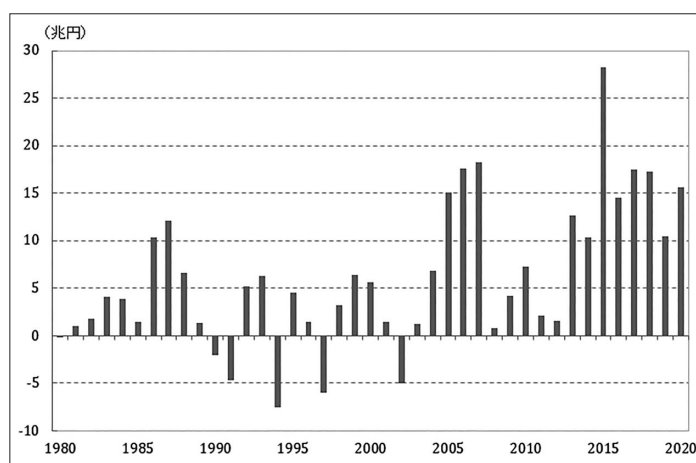


注) 金額は公募投信と私募投信との合計である。私募投信のデータは1999年からである。

出所) 投資信託協会ホームページの統計資料より筆者作成。

図 18 投資信託の純資産総額の長期推移

金融システムのあり方の変化は銀行の収益構造にもあらわれている。主要な収益源である貸出に係る収益が減少傾向にある中、銀行は新たな収益源として、手数料ビジネスを拡大している。図16からわかるように、都市銀行（パネルA）も地域銀行（パネルB）も、預貸業務収益を中心とした資金利益が低下する中で、資金利益に占める役務取引等利益（投資信託販売等の手数料ビジネスから得られた利益）の割



注) (1) 資金純流入額=投資信託の新規設定額 - (解約額+償還額)
 (2) 金額は公募投信と私募投信との合計である。私募投信のデータは1999年からである。
 出所) 投資信託協会ホームページの統計資料より筆者作成。

図 19 投資信託市場の資金純流入額の長期推移

合は増加傾向にある。業態別でいえば、その上昇傾向は都市銀行の方がより顕著で、2019年度は同比率が45%を超え、過去最高水準となった。

3. 投資信託の進展状況

前述した銀行の手数料ビジネス拡大の中で、多くの銀行は、投資信託（以下、投信）を安定した手数料収入源と位置づけ、投信販売の取り組みを強化してきた。図17のとおり、1998年に銀行窓口販売（以下、窓販）が解禁されてから、銀行等を通じて販売された投資信託純資産総額は着実に上昇し、投信販売業務は銀行業務の重要な一分野となってきた¹²⁾。特に、株式投信販売における銀行の存在感は大きく、2004年以降、株式投信販売に占める銀行窓販のシェアは継続的に約5割を維持している。

銀行の投信関連業務の拡大と投信市場の発展が相互に促進し合う関係にあることは特筆すべきであろう¹³⁾。銀行は日本の金融システムで中心的地位を占めており、日常生活でも人々にとって身近な金融機関であるため、銀行の投信関連業務の拡大は、投信販売チャネルの拡大をもたらし、投信市場の発展や投信の普及に寄与している。一方で、銀行の投信関連業務が投信市場の発展によって支えられているとも考えられる。図18と図19を見ると、投信（株式投信と公社債投信）の純資産総額は長期的に大きな拡

12) 2020年12月末現在の契約型投資信託残高は約244兆円（そのうち、公募投信は約139兆円）である。販売チャネル別に見ると、証券会社経由が約124兆円で50.9%（同約109兆円、78.2%）、銀行等経由が約113兆円で46.3%（同約29兆円、21.1%）、直販が約7兆円で2.9%（同約1兆円、0.7%）となっている。

13) 銀行の投信関連業務の拡大と投信市場の進展・投信の普及は、日本における金融システム改革と密接に関係している。日本版金融ビッグバンとともに、投資信託に関する規制が大幅に緩和・撤廃され、銀行等による窓口販売の解禁・会社型投信（投資法人）の解禁・私募投信の解禁（1998年）や不動産投資信託（REIT）の解禁（2000年）、上場投資信託（ETF）の解禁（2001年）が行われた。この一連の規制緩和・撤廃は、投信販売チャネルの拡大及び投信商品・投信サービスの多様化をもたらし、また、2014年の日本版少額投資非課税制度（NISA）の導入や2017年の個人型確定拠出年金（iDeCo）の拡充などは、投資信託を家計の資産形成手段として選択するインセンティブを強めたと考えられる（王、2017b）。

Oct. 2021

日本の人口構造の変化と金融システムのあり方

大傾向を示しており、2003年からは資金純流入となっている。

以上、銀行の資産構成と収益構造の変化及び投資信託の進展に焦点を当て、日本の金融システムに生じている変化を考察した。それらの変化は、いずれも、第Ⅲ節で示した三つの結果、すなわち、人口減少・少子高齢化に伴う①貸出需要の減少、②銀行の預貸業務収益性の低下、③銀行における資本市場関連業務拡大の必要性の増大と整合的である。したがって、日本における金融システムの変化は、第Ⅲ節で提示した、人口構造の変化が金融システムのあり方に影響を与える三つの経路の方向性と一致しており、資本市場を通じた資金の流れの利用増加・資本市場の役割拡大という市場化の動きを反映していると言える。このような市場化が銀行から独立した形ではなく、銀行と密接に関連した形で起きており、日本の金融システムにおける資本市場と銀行との相互関係の形態を体現していることに留意すべきであろう。

V 結びに代えて

これまで、人口構造の変動がどのようなメカニズムを通じて金融システムのあり方に影響を及ぼしているのかについて分析してきた。本論文の分析によって、人口減少・少子高齢化など社会的条件の変化が金融システムの市場化（資本市場を通じた資金の流れの拡大や金融システムにおける資本市場の役割拡大などの動き）を強める可能性があることが示された。この分析結果は、金融システムの変容や社会と経済の関係性を理解する上で重要な意味を持っている。そのみならず、日本の金融システムを考える上でも示唆的であろう。最後に、日本の金融システムに関して、本論文からどのようなインプリケーションが導出されるのかを探る。

人口減少・少子高齢化が進行する中で、日本の金融システムにおける資本市場の役割が増大していると述べたが、それは、従来の銀行中心型金融システムから資本市場中心型金融システム（アングロ・サクソン型金融システム）へと180度方向転換しているという意味ではない。日本の金融システムに生じている市場化の動きには、間接金融の中に包摂されている部分または間接金融の仕組みを活用する部分が多く、これは注目に値する。例えば、第Ⅳ節で取り上げた投資信託は、市場型間接金融の代表例である¹⁴⁾。もう一つ例を挙げておこう。先行研究によれば、少子高齢化の急速な進展は日本における確定拠出年金の普及を促進する要因の一つである（例えば、山口、2005；西村、2007；王、2021）。確定拠出年金も市場型間接金融の範疇に属するものである。このように、人口構造の変化に伴う日本の金融システムの市場化は、最終的貸し手（資金余剰者）が資本市場での取引に自ら直接的に参加するという形よりも、むしろ銀行などの金融仲介機関を通じて間接的に参加するという形で反映されている。

人口減少・少子高齢化に代表される人口構造の変化からくる圧力のもとで、銀行を取り巻く環境が厳しさを増しており、従来の金融システムのあり方を維持することは難しくなっている。しかし他方で、既存の間接金融の仕組みに対する依存は変革の軌道を強力に規定しており、資本市場中心型金融システムへの単純な収斂が見られていない。これは、人口構造の変化という視点から見た日本の金融システム変容における重要な特徴と言える。

14) 市場型間接金融とは、金融仲介機関を介した資金チャネルと資本市場を介した資金チャネルをつなぎ、両者の併存を可能にする金融形態である。投資信託以外に、シンジケート・ローンや債権の証券化なども市場型間接金融の典型的な例である。市場型間接金融の特徴や機能、新たな動向などについて、詳しくは、蠟山（2001）、池尾・財務省総合政策研究所（2006）、小谷（2006）、鹿野（2008）、王（2017a）などを参照されたい。

参考文献

- 池尾和人・財務省総合政策研究所編著 (2006)『市場型間接金融の経済分析』, 日本評論社。
- 石川 晃 (2004)「安定人口モデルを用いた新たな人口再生産率諸指標」『人口問題研究』, 第60巻第4号, 55-67ページ。
- 梅田政徳・川本琢磨・酒巻哲朗・堀 雅博 (2017a)「高齢化とマクロ投資比率—国際パネルデータを用いた分析—」『経済分析』, 第196号, 117-133ページ。
- 梅田政徳・川本琢磨・酒巻哲朗・堀 雅博 (2017b)「企業内部の高齢化が設備投資に与える影響—日本企業の財務パネルデータを用いた分析—」『経済分析』, 第196号, 135-157ページ。
- 王 凌 (2017a)「非伝統的金融政策と銀行の収益性: 日本における市場型間接金融の進展をめぐる一考察」『大銀協フォーラム研究助成論文集』, 第21号, 1-18ページ。
- 王 凌 (2017b)「資産形成の視点から見た日本の金融システム改革—「日本版ビッグバン」から20年の道程を考える(その1)—」『阪南論集(社会科学編)』, 第53巻第1号, 71-90ページ。
- 王 凌 (2021)「日本の年金改革とファイナンスリザーション—確定拠出年金に着目して—」『阪南論集(社会科学編)』, 第56巻第2号, 267-285ページ。
- 翁 邦雄・北村行伸編著 (2011)『金融業と人口オーナス経済』, 日本評論社。
- 金融庁 (2016)「平成27事務年度 金融レポート」(<https://www.fsa.go.jp/news/28/20160915-4/01.pdf>)。
- 国立社会保障・人口問題研究所 (2017)「日本の将来推計人口(平成29年推計)—平成28(2016)～77(2065)年—」, 人口問題研究資料第336号。
- 小谷範人 (2006)「市場型間接金融の機能とリスク—学説, 歴史, 実務面に注目して—」『尾道大学経済情報論集』, 第6巻第1号, 33-50ページ。
- 塩路悦朗・平形尚久・藤木 裕 (2013)「家計の危険資産保有の決定要因について: 逐次クロスセクション・データを用いた分析」『金融研究』, 第32巻第2号, 63-103ページ。
- 鹿野嘉昭 (2008)「金融システムの進化と市場型間接金融—消費者利益向上の視点から—」『経済学論叢』, 第60巻第1号, 55-79ページ。
- 中小企業庁 (2014)『中小企業白書(2014年版)』, 日経印刷。
- 西村 淳 (2007)「年金制度の構造と改革動向に関する国際比較—わが国年金制度の論点に沿って—」『日本年金学会誌』, 第26巻, 63-72ページ。
- 堀内昭義・池尾和人編著 (2004)『金融サービス』(日本の産業システム第9巻), NTT 出版。
- 山口 修 (2005)「確定拠出年金の評価と課題」『横浜経営研究』, 第26巻第2号, 61-83ページ。
- 蠟山昌一 (2001)『「市場型間接金融」序論』『ファイナンス・レビュー』, 第56号, 1-10ページ。
- Ando, A. and Modigliani, F. (1963) The “life cycle” hypothesis of saving: Aggregate implications and tests. *American Economic Review*, 53, pp.55-84.
- Ang, A. and Maddaloni, A. (2005) Do demographic changes affect risk premiums? Evidence from international data. *Journal of Business*, 78, pp.341-379.
- Backus, D. K., Cooley, T. F., and Henriksen, E. (2014) Demography and low-frequency capital flows. *Journal of International Economics*, 92, pp.94-102.
- Bakshi, G. S. and Chen, Z. (1994) Baby boom, population aging, and capital markets. *Journal of Business*, 67, pp.165-202.
- Baxter, M. and Crucini, M. J. (1993) Explaining saving-investment correlations. *American Economic Review*, 83, pp.416-436.
- Berlemann, M., Oestmann, M., and Thum, M. (2014) Demographic change and bank profitability: Empirical evidence from German savings banks. *Applied Economics*, 46, pp.79-94.
- Bloom, D. E. and Canning, D. (2008) Global demographic change: Dimensions and economic significance. *Population and Development Review*, 34, pp.17-51.
- Bloom, D. E., Canning, D., and Fink, G. (2010) Implications of population ageing for economic growth. *Oxford Review of Economic Policy*, 26, pp.583-612.
- Braun, R. A., Ikeda, D., and Joines, D. H. (2009) The saving rate in Japan: Why it has fallen and why it will remain low. *International Economic Review*, 50, pp.291-321.
- Carvalho, C., Ferrero, A., and Nechio, F. (2016) Demographics and real interest rates: Inspecting the mechanism. *European Economic Review*, 88, pp.208-226.
- Cervellati, M., Sunde, U., and Zimmermann, K. F. (2017) Demographic dynamics and long-run development: Insights for the secular stagnation debate. *Journal of Population Economics*, 30, pp.401-432.

Oct. 2021

日本の人口構造の変化と金融システムのあり方

- Cooley, T. F. and Henriksen, E. (2018) The demographic deficit. *Journal of Monetary Economics*, 93, pp.45–62.
- Feldstein, M. and Horioka, C. (1980) Domestic saving and international capital flows. *Economic Journal*, 90, pp.314–329.
- Fujiki, H., Hirakata, N., and Shioji, E. (2012) Aging and household stockholdings: Evidence from Japanese household survey data. *IMES Discussion Paper*, No. 2012-E-17.
- Fujiwara, I. and Teranishi, Y. (2008) A dynamic new Keynesian life-cycle model: Societal aging, demographics, and monetary policy. *Journal of Economic Dynamics and Control*, 32, pp.2398–2427.
- Geanakoplos, J., Magill, M., and Quinzii, M. (2004) Demography and the long-run predictability of the stock market. *Brookings Papers on Economic Activity*, 1, pp.241–325.
- Graham, J. W. (1987) International differences in savings rates and the life cycle hypothesis. *European Economic Review*, 31, pp.1509–1529.
- Guiso, L., Haliassos, M., and Jappelli, T. (2003) Household stockholding in Europe: Where do we stand and where do we go? *Economic Policy*, 18, pp.123–170.
- Herwartz, H. and Xu, F. (2010) A functional coefficient model view of the Feldstein-Horioka puzzle. *Journal of International Money and Finance*, 29, pp.37–54.
- Horioka, C. Y. (1997) A cointegration analysis of the impact of the age structure of the population on the household saving rate in Japan. *Review of Economics and Statistics*, 79, pp.511–516.
- Horioka, C. Y. and Terada-Hagiwara, A. (2012) The determinants and long-term projections of saving rates in Developing Asia. *Japan and the World Economy*, 24, pp.128–137.
- Hoshi, T. and H. Patrick (2000) *Crisis and Change in the Japanese Financial System*. Kluwer Academic, Boston MA.
- Ikeda, D. and Saito, M. (2014) The effects of demographic changes on the real interest rate in Japan. *Japan and the World Economy*, 32, pp.37–48.
- Imam, P. A. (2015) Shock from graying: Is the demographic shift weakening monetary policy effectiveness. *International Journal of Finance & Economics*, 20, pp.138–154.
- Kessler, D. and Masson, A. (1989) Bequest and wealth accumulation: Are some pieces of the puzzle missing? *Journal of Economic Perspectives*, 3, pp.141–152.
- Keyfitz, N. (1971) On the momentum of population growth. *Demography*, 8, pp.71–80.
- Koga, M. (2006) The decline of Japan's saving rate and demographic effects. *Japanese Economic Review*, 57, pp.312–321.
- Korniotis, G. M. and Kumar, A. (2011) Do older investors make better investment decisions? *Review of Economics and Statistics*, 93, pp.244–265.
- Kotlikoff, L. J. (1988) Intergenerational transfers and savings. *Journal of Economic Perspective*, 2, pp.41–58.
- Kotlikoff, L. J. and Summers, L. H. (1981) The role of intergenerational transfers in aggregate capital accumulation. *Journal of Political Economy*, 89, pp.706–732.
- Kuhn, M. and Prettnner, K. (2018) Population age structure and consumption growth: Evidence from National Transfer Accounts. *Journal of Population Economics*, 31, pp.135–153.
- Lindbergh, J., Nahum, R., and Sandgren, S. (2008) Population ageing: Opportunities and challenges for retail banking. *International Journal of Bank Marketing*, 26, pp.6–24.
- Miles, D. (1999) Modelling the impact of demographic change upon the economy. *Economic Journal*, 109, pp.1–36.
- Modigliani, F. and Brumberg, R. (1954) Utility analysis and the consumption function: An interpretation of cross-section data. In: Kurihara, K. (Ed.), *Post-Keynesian Economics*. Rutgers University Press, New Brunswick NJ.
- Muto, I., Oda, T., and Sudo, N. (2016) Macroeconomic impact of population aging in Japan: A perspective from an overlapping generations model. *IMF Economic Review*, 64, pp.408–442.
- Poterba, J. M. (2001) Demographic structure and asset returns. *Review of Economics and Statistics*, 83, pp.565–584.
- Sudo, N. and Takizuka, Y. (2020) Population aging and the real interest rate in the last and next 50 years: A tale told by an overlapping generations model. *Macroeconomic Dynamics*, 24, pp.2060–2103.
- Tesar, L. L. (1991) Savings, investment and international capital flows. *Journal of International Economics*, 31, pp.55–78.

(2021年7月16日掲載決定)