

日本の富裕層マーケットに関する考察

目次

- I. はじめに
- II. 資産形成に関する法規制等の成立～海外との違い～
- III. 資産形成に関する理論
- IV. 富裕層の資産形成過程を踏まえた考察
- V. おわりに

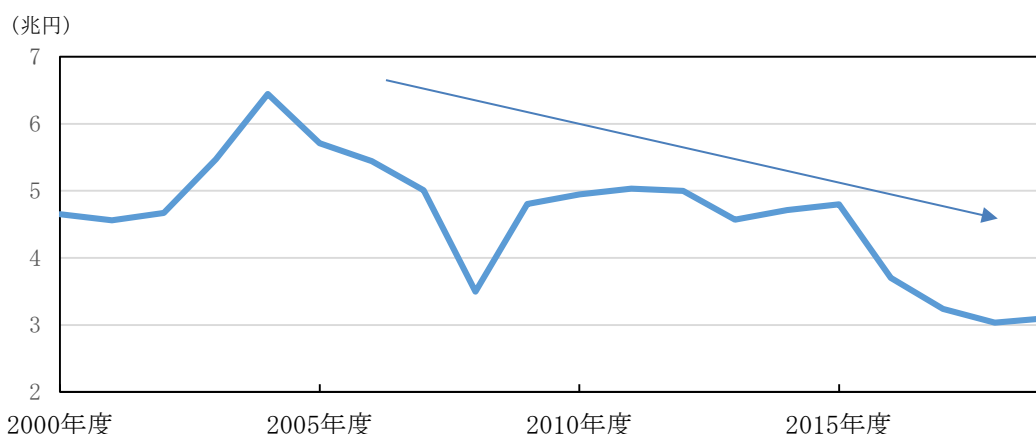
投資顧問部 運用企画グループ 野口 達哉
小澤 嘉之

I. はじめに

私たちの生活を取り巻く様々な商品・サービスは、欧米先進国で流行したものが数年遅れで日本に広まることは少なくない。資産運用の世界においても、確定拠出年金(米国の401K)やNISA(英国の個人貯蓄口座)などの制度のほか、スマートベータ¹(ファクター投資)やETFなどの投資理論・投資スキームなど、枚挙にいとまがない。

また、低金利環境の定着による金利ビジネスの収益性低下、ネット証券等の参入による競争激化や価格破壊など金融機関を取り巻く地殻変動を背景に、日本の金融機関は海外対比で遅れている収益構造改革の必要性が指摘されている(図表1)。

図表1：本邦金融機関の業務純益²



出所：全国銀行協会による全国銀行財務諸表分析データに基づき三菱UFJ信託銀行作成

¹ TOPIX に代表される市場全体の値動きを表すインデックスとは異なり、特定の財務指標や株価変動率といったデータに着目して指数化したインデックスを活用する運用戦略。「ファンダメンタル指数型」「最小分散指数型」のように、着目するインデックスによりいくつかの類型がある。一般的には、中長期的に市場平均を上回るようなパフォーマンスを期待される運用戦略である。

² 預金・貸出金・有価証券利息などの収支である「資金利益」、各種手数料の収支である「役務取引等利益」等を合計した「業務粗利益」から、「経費」および「一時的な変動要因(一般貸倒引当金繰入額、国債等売買損益)」を除いたもので、金融機関の本業による収益力をあらわす財務指標。全国銀行協会による全国銀行財務諸表分析データに基づき作成。

かかる環境下、大手金融グループ各社は富裕層ビジネスを成長分野として位置付け、事業ポートフォリオにおける重要戦略として取り組みを強化する方針を打ち出している。実際、「The Global Wealth Report 2020」によれば、2019年時点における日本の富裕層(当該レポートでは純資産 100 万ドル以上を富裕層と定義)は、図表 2 のとおり、約 330 万人(世界第 3 位)、総人口に占める割合約 3 % (世界第 8 位)となっており、日本の富裕層マーケットへの注目を裏付けるデータといえよう。

図表 2 : 富裕層の人数および総人口に占める割合(上位 10 カ国、2019 年末時点)

順位	国名	人数(千人)	順位	国名	総人口に占める割合
1	米国	20,215	1	スイス	10.2%
2	中国	5,788	2	米国	6.1%
3	日本	3,322	3	オーストラリア	5.6%
4	英国	2,357	4	オランダ	5.0%
5	フランス	2,169	5	カナダ	3.8%
6	ドイツ	2,163	6	英国	3.5%
7	カナダ	1,452	7	フランス	3.3%
8	オーストラリア	1,420	8	日本	2.6%
9	スイス	884	9	ドイツ	2.6%
10	オランダ	852	10	中国	0.4%

※純資産 100 万ドル以上を富裕層と定義

出所:「The Global Wealth Report 2020」より三菱 UFJ 信託銀行作成

ただし、一口に富裕層といっても保有資産規模の幅が非常に広い。図表 3 のとおり、米国では超富裕層の厚みが大い逆三角形型の分布である一方、日本では三角形型の分布となっていることから、欧米型の富裕層ビジネスがそのまま成り立つとは限らない。

図表 3 : 日本と米国における個人金融資産の分布比較(2019 年)

	米国			日本		
	基準	金融資産 (兆ドル)	分布	基準	金融資産 (兆円)	分布
超富裕層	350万ドル以上	20	47%	5億円以上	97	6%
富裕層	100万ドル以上	11	25%	1億円以上	236	15%
準富裕層	50万ドル以上	5	11%	5千万円以上	255	16%
アップーマス層	10万ドル以上	6	14%	3千万円以上	310	20%
マス層	10万ドル未満	2	4%	3千万円未満	656	42%

出所:野村総合研究所、三菱 UFJ 国際投信より三菱 UFJ 信託銀行作成

そこで本稿は、日本の社会構造や法規制等の前提条件が欧米とは異なるなか、日本における富裕層の資産形成過程に着目し、その特性について考察したい。

本稿の構成を説明すると、本編は3つの章から構成される。まず、第Ⅱ章では、日本の資産形成を取り巻く環境がどのように構築されてきたのか、特に資産形成における重要な要素である個人税制について歴史的な経緯を踏まえつつ、欧米との差異を整理する。

次に、第Ⅲ章では、多くの先行研究において日本の資産形成過程に対して一定の説明力があるとされる、ライフサイクル仮説という一般的な理論を概観する。

最後に、第Ⅳ章では、第Ⅱ、Ⅲ章にて整理・確認した事実と理論を踏まえ、一定の前提のもと、富裕層の資産形成過程を類推し、欧米との比較から日本における富裕層の特性および欧米とは異なるアプローチについて考察する。

Ⅱ. 資産形成に関する法規制等の成立ち～海外との違い～

本章では、日本の富裕層ビジネスを取り巻く今日の法規制等がどのように形作られてきたのか、その起源および海外との違いについて整理・確認する。

1. 戦後の国家政策

第二次世界大戦後の日本を占領下におく米国政府(以降、GHQ)は、「農地改革」「労働改革」「財閥解体」という3つを柱とした民主化政策を推進した。また、日本のインフレ体質を打破し、経済を安定させるべく1948年12月に「経済安定9原則」を発表した。GHQによるこれらの戦後復興政策、特に資産形成に関しては、「財閥解体」により資産家の系譜が断絶したこと、「シャープ勧告」により現在の税体系が築かれたこと、という2つの事実がある。

(1) 財閥解体

第二次世界大戦後の日本においては、GHQが日本の非軍事化を企図し、「主要金融機関又は企業の解体または生産に関する総司令部覚書」に基づき、三井、三菱、住友、安田の4大財閥を含む計15財閥に対し、持ち株会社による支配構造の解体を指示し、この「財閥解体」により、日本における資産家の系譜が断絶した。

その後、日本は戦後の高度経済成長の過程において、「農地改革」により地主の地位を得た土地持ちや、創業家として事業を成功させた企業オーナーなど、財閥とは別のかたちで資産家の系譜があらたに構築されることとなった。

(2) シャープ勧告

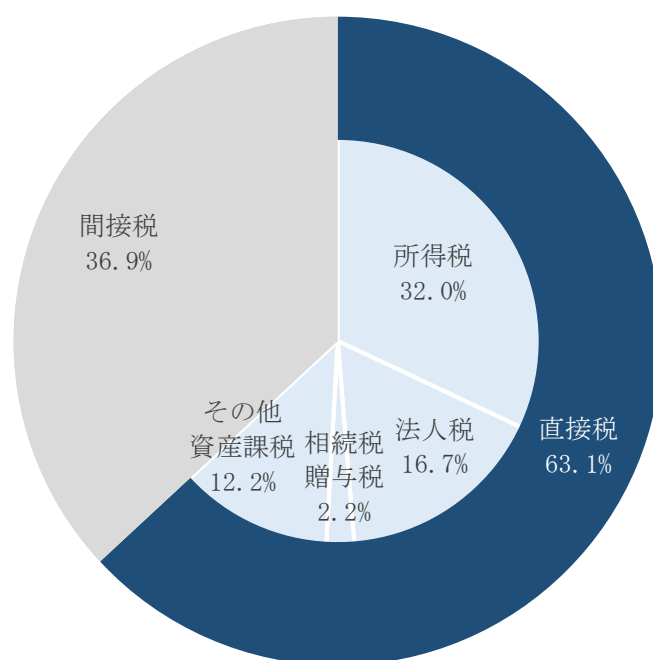
「経済安定9原則」を税制面から補完して経済安定を達成することを目的とすると同時に、将来にわたって細かい点を除いて修正の必要のない、恒久税制の確立を意図していたのがシャープ勧告である。

【シャープ勧告の主な内容】

- ◇ 直接税中心主義
- ◇ 資本蓄積のための減税措置
- ◇ 地方自治強化(平衡交付金制³の創設)
- ◇ 徴税機構の合理化 など

同勧告は、若干の点を除いてほとんど 1950 年度税制に採用された。その後、多くの改定が行われ時代の要請に合わせて変化しているものの、勧告の基本路線は現在の国内税制の基礎となっており、所得課税や資産課税等の直接税が税収全体の 6 割以上を占めている(図表 4)。

図表 4 : 日本の税体系(令和 3 年度予算ベース)



出所：財務省ウェブサイトより三菱UFJ信託銀行作成

³ シャープ勧告に基づく地方財政平衡交付金法により地方配布税に代って創設されたもので、地方公共団体の行政サービスについて国の立場からみて最低限を維持することを目的として、財政力に乏しい地方公共団体の財源を補填するために行われた国からの交付金。

2. 資産課税に関する税制の成立ち

個人の資産形成、特に資産保有額の大きい富裕層の主要な関心は、資産承継に関する税体系(相続税・贈与税)であろう。日本における相続税は1905年(明治38年)、前年に始まった日露戦争の戦費調達を目的に導入された。当時の大蔵省が酒税や所得税、地租(固定資産税)の増税では足りず、欧米にならって臨時導入したのが相続税だったとされる。日露戦争後、ロシアから賠償金が支払われず、財政が逼迫した政府は相続税を存続させ、100年以上も続く恒久税制となった。

(1) 現行の相続税・贈与税に関する制度の歴史的背景

明治38年に創設以来、昭和25年のシャープ勧告による改正までは、相続税・贈与税は遺産課税方式⁴に基づく体系になっていた。旧憲法下における家督相続制度⁵が一般的であった時代においては、遺産に対して課税する遺産課税方式が適していた。

戦後実施された財閥解体、財産税の導入を経て著しい格差社会の解消等、社会の在り方が大きく変わるなか、昭和25年のシャープ勧告による改正では遺産取得税方式⁴が導入され、富の過度な集中を抑制すると共に富の再配分機能を高めた。また、遺産取得税方式は遺産分割を促進し遺産取得者の担税力に応じた課税が行えるという応能負担主義の観点から公平性が高いと考えられる。遺産取得税方式への変更は、昭和22年の憲法改正による家督相続廃止によって、それまでは家督相続人が通常1人であったのに対して、数人の相続人によって分割相続されることになった事情にも適合している。

この改正によって、贈与税も一生累積贈与者課税制度⁶から一生累積受贈者課税制度⁶に変更された。遺産取得税方式においては、相続税は相続、遺贈又は死因贈与による遺産の無償取得に対する課税であり、相続、遺贈又は贈与の区別なく、一生を通じて無償取得した財産の価額に課税することが最も理論的であることに鑑みればシャープ勧告に基づく改正はまさに理論とおりの改正といえる。その後、純粋な遺産取得税方式であるシャープ勧告に基づく相続税・贈与税の制度は、その方式による様々な弊害を除去するために徐々に改正されていった。今日の日本においては「3代で資産がなくなる」という言葉に表わされるように、資産の承継過程において課される贈与税や相続税の負担は決して軽くないものとなっている。

⁴ 相続税の課税方式には、大別して遺産課税方式と遺産取得税方式の二つの方式がある。

遺産課税方式とは、被相続人の遺産総額に応じて課税する方式である。被相続人の所得税を補完する意義があり、作為的な遺産分割による租税の回避を防止しやすく、また、遺産分割のいかんに関係なく遺産の総額によって相続税の税額が定まるため、税務の執行が容易である。遺産取得税方式とは、個々の相続人等が取得した遺産額に応じて課税する方式である。個々の相続人等が相続した財産の価額に応じて、それぞれ超過累進税率が適用されるため、富の集中化の抑制に大きく貢献し、また、同一の被相続人から財産を取得した者の間の取得財産額に応じた税負担の公平が期待できる。

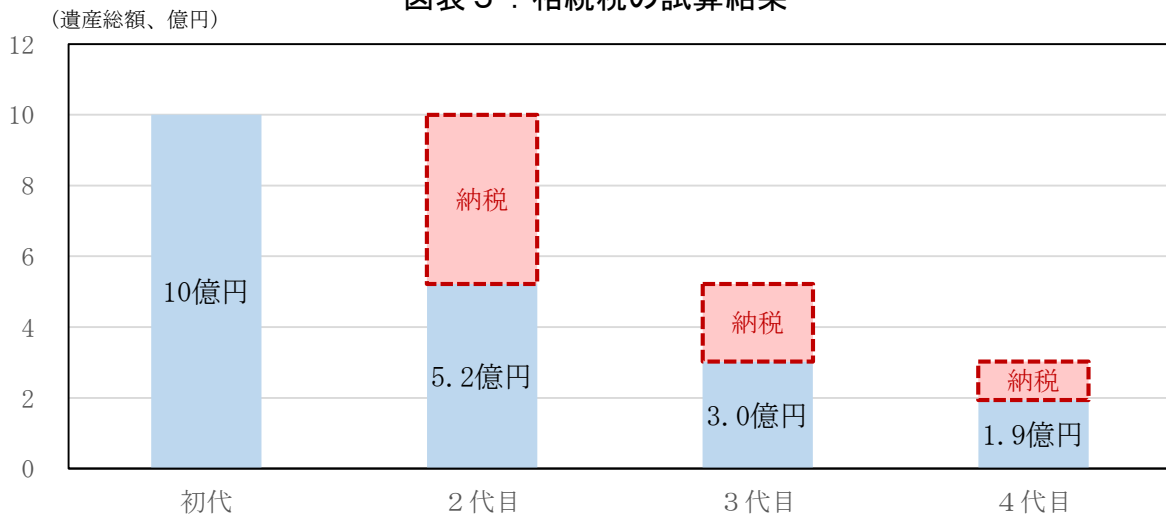
⁵ 民法旧規定で、戸主が死亡・隠居などをした際、一人の相続人が戸主の身分・財産を相続すること。また、その制度。一般には、嫡出男子の年長者が相続した。なお、家督相続制度は1947年(昭和22年)の民法改正で廃止され、法定相続制度が導入された

⁶ 贈与税の課税方式の類型のひとつで、一生にわたる贈与(または受贈)を累積し、相続と合わせて課税する方式。年ごとに累積贈与額に対する税額を納付(過年分納付額は税額控除)し、相続においては、納付贈与税額を控除。基本的には、生前贈与を行っても、すべてを相続しても合計税負担額は変わらない。

(ご参考) 3代相続が続いた場合の試算

日本の相続税について「3代相続が続くと資産がなくなる」と表現されることがあるが、実際はどうであろうか。仮に、初代の遺産総額を10億円と仮定して、相続に関する各種特例や相続人の数などは考慮せず、3代相続した残余財産を相続税の速算表をもとに試算すると、図表5のとおり、8割もの資産が相続税として国庫に納められる結果となることから、一定の事実を表しているといえるのではないだろうか。

図表5：相続税の試算結果



【相続税計算式】

相続税 = 遺産総額 × 税率 - 控除額

◇初代→2代目

10億円 × 55% - 7,200万円 = 約4.8億

以降、3代目、4代目も同様の計算

【前提】

- ◇ 遺産総額には非課税財産を含まない
- ◇ 葬式費用や債務等は考慮しない
- ◇ 生前贈与は行われていない
- ◇ 複数の相続人を一体とみなす
- ◇ 相続税の計算は速算表に基づく
- ◇ 相続税に関する各種特例は考慮しない

相続税の速算表⁷

法定相続分に 応ずる取得金額	税率	控除額
1,000万円以下	10%	—
3,000万円以下	15%	50万円
5,000万円以下	20%	200万円
1億円以下	30%	700万円
2億円以下	40%	1,700万円
3億円以下	45%	2,700万円
6億円以下	50%	4,200万円
6億円超	55%	7,200万円

出所：国税庁より三菱UFJ信託銀行作成

⁷ 平成27年1月1日以降に相続開始した場合の相続税の速算表(令和2年4月1日現在法令等)。

(2) 海外との比較

「富裕層」というと、どこの国を思い浮かべるであろうか。一般によく知られるのは、スイスやシンガポールなど、日本と比較して税負担の低い国のほか、世界でいわゆるビリオネアが最も多い米国であろう。図表6では、主要国と日本の相続税を比較する。欧米についても日本の相続税に該当する「遺産税」が存在し、累進課税の仕組みを採用するなど、基本的な傾向は同様であるが、基礎控除の厚みなどの違いから、特に米国については実質的な負担率が極めて低い。

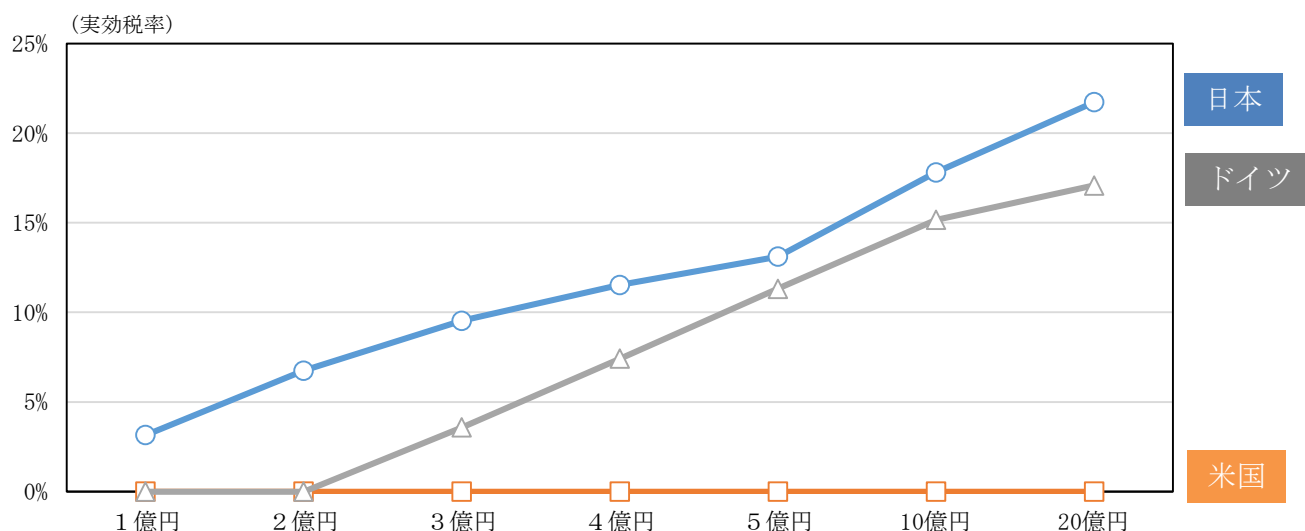
図表6：主要国の相続税概要(上段)および実効税率比較(下段) ※2021年6月現在

	日本	米国	ドイツ
税率	10～55%	18～40%	7～30%
基礎控除	3,000万円 + 法定相続人×600万円	1,158万ドル (相続人に配偶者を含む場合は2倍)	続柄毎 ⁹
配偶者	配偶者控除あり ⁸	免除	-

遺産総額毎の実効税率 (相続税÷遺産総額)

【試算前提】

- ◇ 父母+子供2人の4人家族において、父親が亡くなったと仮定して相続税を試算
- ◇ 各国ともに基礎控除のみ考慮し、各種特例は考慮せず



出所：財務省、米国歳入庁 (Internal Revenue Service)、German Tax Consultants より三菱UFJ信託銀行作成

⁸ 配偶者控除は、配偶者が相続財産のうち課税対象となる額が1億6千万円までは非課税、また、当該金額を超過しても法定相続分相当額までは非課税となる制度。

⁹ ドイツでは、続柄毎に基礎控除額が異なり、配偶者は50万ユーロの基礎控除に加えて、25.6万ユーロの特別控除の合計。子については40万ユーロの基礎控除に加えて、相続開始時の年齢によって約1～5万ユーロの特別控除の合計。ただし、上記試算においては子の特別控除は考慮せず。

なお、米国においては生前からエステートプランニングを行うことが一般的であり、資産継承の方法も多岐に渡る。一方、日本の富裕層が相続税対策として活用できる方法は限定的(資産管理会社の設立程度)であり、資産継承に大きな影響を与えているものと考えられる。

(ご参考)米国におけるエステートプランニングとは

エステートプランニングは、万が一に備えて生存中あるいは死後の財産の管理や分配について、事前に計画しておくことであり、その計画は以下の書類に記載される。

- 1) 生前信託(Living Trust、リビングトラスト)
- 2) 遺言(Will)
- 3) 財産にする委任状(Power of Attorney for Finances)
- 4) 医療に関する委任状(Power of Attorney for Medical)

ここで重要となるのが、エステートプランニングはこの分野専門の弁護士が行う業務であり、必ず信頼できる弁護士に依頼されるため、米国における資産継承において弁護士の役割が大きいと考えられる。米国においては被相続人が死亡すると、その相続財産は遺産財団(Estate)に入り、裁判所による検認(Probate)を受け、相続人に財産が移転する。米国では遺言を作成している場合が多いが、遺言があっても検認は手続き終了までに3年程度要する場合もあり、検認の煩雑な手続きを避けるためにも、エステートプランニングによって生存中に財産を遺産財団に入らないような形態に移しておくことが必要となる。

出所:「プライベートバンキング(日本証券アナリスト協会)」等より三菱UFJ信託銀行作成

また、米シンクタンクのタックス・ファウンデーションが2015年に発表した各国の相続税率調査によると、OECD加盟国の相続税率ランキングで日本の55%は世界1位である。OECD加盟国の単純平均は15%にすぎず、国際的にみても非常に高い水準にあり、日本における資産承継を考えるうえで、大きな制約になっているといえるだろう。

(ご参考)相続税のない主な国家(導入後に廃止した国含む)

- 【欧州圏】スウェーデン、イタリア、オーストリアなど
- 【北米圏・南米圏】カナダ、メキシコなど
- 【アジア圏】シンガポール、中国、タイ、マレーシア、インドなど
- 【その他】オーストラリア、ニュージーランドなど

<主な理由>

- ◇ 富裕層の国外への流出防止および海外からの流入誘因
- ◇ 国家制度(共産主義といった私有財産が認められていない等)
- ◇ 社会システム未整備(戸籍・登記簿等の徴税制度の基礎が不十分等)

出所:各種資料等より三菱UFJ信託銀行作成

Ⅲ. 資産形成に関する理論

前章では、日本の税制面について海外との相違点を明らかにしたが、続いて本章では、富裕層マーケットがどのように形成されているのかを考えるうえで、まず資産形成の過程について理論的な観点から「ライフサイクル仮説」について概観する。

1. ライフサイクル仮説とは

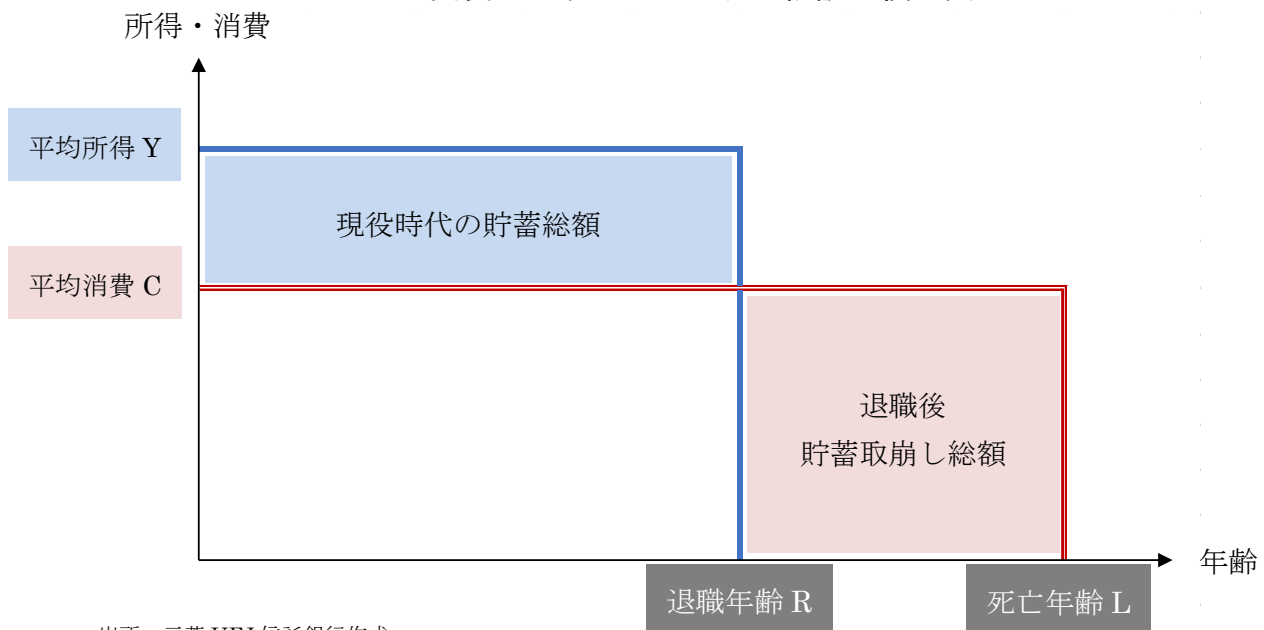
ライフサイクル仮説とは、個人の消費は現在の所得のみに依存せず、一生涯を通じて得られる生涯所得も考慮に入れて決定されるという消費・貯蓄理論として、経済学の分野において広く研究されているものである。また、先行研究では、日本は特に、ライフサイクル仮説が成り立っているという結果を得ている。なお、利己主義を前提とした最も単純なライフサイクル仮説は、以下の仮定を前提とする。

【前提】

- ◇ 人々は生まれたときから R 歳になるまで働き、毎年 Y 円を稼ぐ
- ◇ その所得の一部から毎年 C 円の消費を行い、残りを退職後の生活に備え貯蓄する
- ◇ 人々は R 歳になったら退職し、それまでの貯蓄を取り崩すことによって消費を賄う
- ◇ L 歳になったら亡くなる
- ◇ 人々は生涯にわたって消費を完全に平準化し、亡くなるまで毎年 C 円の消費を行う
- ◇ 人々は利己的であり、親から遺産・生前贈与を貰うことはない
- ◇ また、子供に遺産・生前贈与を残すこともない
- ◇ 利子率はゼロである

また、この前提条件を視覚的に表したものが以下の模式図である。

図表 7：ライフサイクル仮説の模式図



2. ライフサイクル仮説の検証

利己主義を前提とするライフサイクル仮説が成り立っているとすれば、人々は主に老後の生活のために貯蓄をしているはずである。先行研究によれば、その他の目的も多いが、老後の生活を目的とした貯蓄割合が日本では 62.23%、米国では 30.84%、と高い数値であり、仮説は相応に有効であることが示されている(図表8)。

図表8：各目的に対する貯蓄割合の日米比較(%)

貯蓄目的	日本	アメリカ	差分(日本－アメリカ)
老後	62.23	30.84	31.40
予備的貯蓄※	41.18	27.93	13.26
教育	8.77	-0.14	8.91
結婚	7.31	2.87	4.45
レジャー	2.44	6.35	-3.90
耐久消費財	1.54	4.20	-2.66
遺産	1.50	5.04	-3.54
納税	0.25	6.40	-6.15
自営	-0.37	2.59	-2.96
その他	-9.29	-0.66	-8.63
住宅	-15.57	14.60	-30.17
合計	100.00	100.00	-

※予備的貯蓄は病気目的と安心目的の合計

出所：ディスカッションペーパー「日本でライフ・サイクル仮説は成り立っているのか？」(チャールズ・ユウジ・ホリオカ、神戸大学経済経営研究所)より抜粋

老後の目的のための貯蓄割合については日本と米国では2倍ほどの乖離はあるが、これは国によって社会構造等の違いからライフサイクルの特性が異なることに起因すると推察される。例えば、老後への備えに関していえば、人口構成や退職年齢、平均寿命、年金制度、高齢の親との同居率、子供から高齢の親への援助などが影響すると考えられる。また、予備的貯蓄に関していえば、保険市場、セーフティーネットの整備度合、地震やそれ以外の自然災害の頻度、人々の危険回避の度合、将来に対する不安の度合などが影響すると考えられる。

このように、日本においてライフサイクル仮説は一定の説明力があることから、ビジネスにおいてもライフサイクル視点で顧客の資産形成を動的にとらえることは有益であるといえよう。また、日本と諸外国では、諸条件の違いに起因して人々の貯蓄行動(実務的には資産形成と表現)に違いがある点を留意しながら、“日本の”富裕層マーケットの特性をとらえることが重要である。

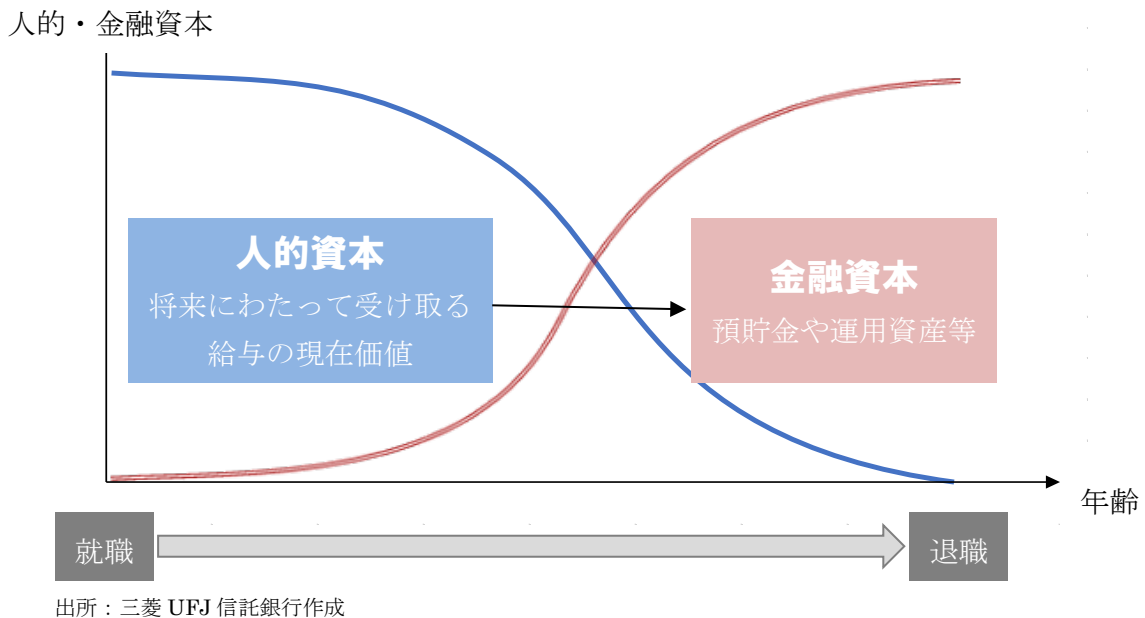
本章では、ライフサイクル仮説という理論的な視点がビジネスにおいても重要であることを述べてきたが、実際のビジネスにおいて当該視点に立った検討は実はあまりされていないとみられ、金融機関にとって重要な論点ではないだろうか。

IV. 富裕層の資産形成過程を踏まえた考察

1. 富裕層の類型および資産形成過程に関する仮説

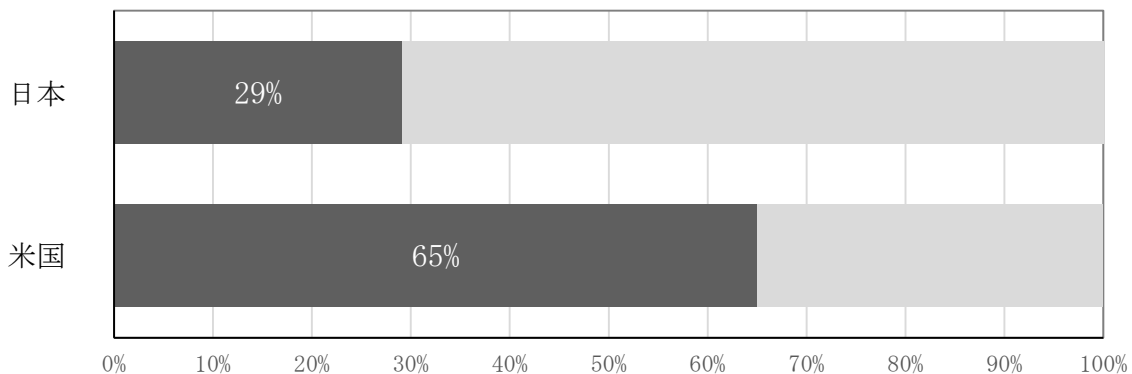
前述したライフサイクル仮説の理論的枠組みを、もう少し現実に沿った形で考察してみたい。一般的に生まれてから学業に取り組んでいる間収入はなく、収入が生じるのは就職してからであろう。生まれてから就職後、数年までの期間は人的資本(キャッシュフローを生み出せる能力)の積み上げ期間ともいえ、就職後のキャリア形成を経て最大に積みあがった人的資本は徐々に金融資本(不動産等の固定資産を含む概念として使用)に転換されると考えられる。(図表9)

図表9：ライフサイクル仮説に基づく資産形成過程のイメージ



しかし、図表10のとおり、日本と欧米(ここでは代表として米国)の富裕層に占める超富裕層(図表3と同じく米国350万ドル以上、日本5億円以上の金融資産保有者)の割合が大きく異なっていることから類推するに、日本の富裕層は資本形成過程における人的資本の形成期から金融資本への転換期、蓄積速度が欧米とは異なる、という仮説が成り立つのではないだろうか。

図表10：日米における富裕層に占める超富裕層の割合(2019年)



そこで、日本や欧米において実際に富裕層はどのような資産を形成しているのか、資産形成過程をライフサイクルに沿って描き、比較する。ただし、データ制約上、ここでは一定の仮定や実務経験に基づく推測をもとにしたイメージを提示するものとする。

まず、欧米については以下の2つの類型に集約されよう。

- ① 莫大な資産や事業を代々受け継ぐ資産家の系譜
- ② 先鋭的な分野の起業に成功した実業家(GAFA¹⁰に代表されるIT長者等)

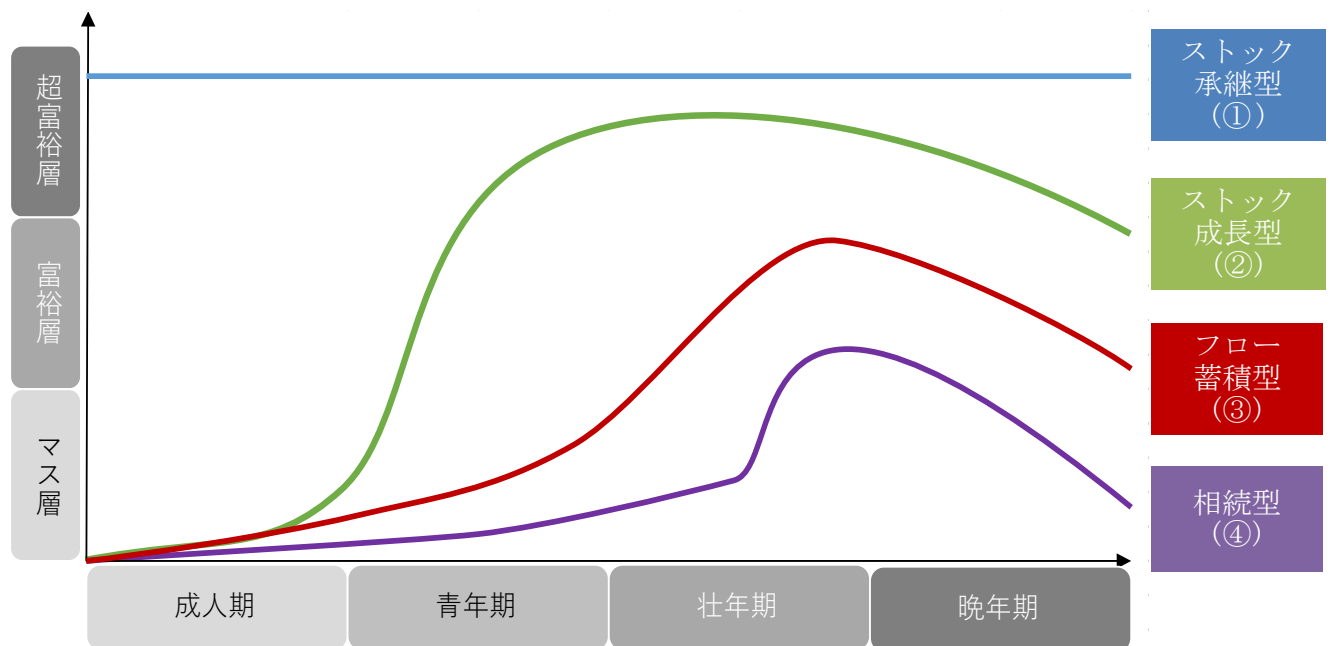
類型①は「ストック承継型」、類型②は「ストック成長型」といえよう。また、彼らは相応の資産規模を誇り、富裕層のなかでも超富裕層に分類されるとの想定を置く。

次に日本について整理する。日本においても、地主(土地持ち)や創業家一族等、少なからず類型①～②のような超富裕層は存在しよう。ただし、第I章の図表3「日本と米国における個人金融資産の分布比較」にて確認したとおり、日本の総世帯数に占める超富裕層の割合は非常に少なく、太宗は金融資産1～5億円程度の富裕層が多く、資産形成過程は、おそらく以下の2つの類型が中心ではないかと推察する。

- ③ 給与所得を原資に着実に金融資本を積み上げるフロー蓄積型
- ④ 親からの相続により金融資本を取得する相続型

類型①～④をライフサイクルに沿って便宜的に描写したものが以下の図表11である。

図表 11：日本における富裕層の4分類



出所：三菱UFJ信託銀行作成

¹⁰ 米国のIT企業を代表する「Google(グーグル)」「Amazon(アマゾン)」「Facebook(フェイスブック)」「Apple(アップル)」の大手4社の頭文字をつないだ呼称。

2. 仮説に対する支援材料

仮説「日本の富裕層は資本形成過程における人的資本の形成期から金融資本への転換期、蓄積速度が欧米とは異なる」の支援材料として、①法規制、②雇用形態、③投資経験/社会思想、の3点が挙げられる。

① 法規制

第II章にて既に確認したとおりであるため詳細は割愛するが、資産課税に関する税体系(相続税・贈与税)の違いから日本の実効税率の高さが、世代を超えた資産承継・蓄積の一つのハードルとなっていることを確認した。

② 雇用形態

欧米においては、大学卒業時点での新卒採用というイメージは薄い。専門的能力を高めるため大学院への進学率が高く、就職時点において専門的な分野で採用されるといった「ジョブ型」の雇用慣行が浸透している。就業当初から収入も多いため、さらなるチャレンジへの余裕が生じ起業へとつながっている面もあるのでないだろうか。若いうちに成功を収めると、人的資本から急激に金融資本への転換が行われ、その後は蓄積した金融資本をいかに保全していくかがポイントとなる。

一方、今日の日本においては未だに大学卒業時点での新卒採用、就職した会社における終身雇用という「メンバーシップ型」の雇用制度が一般的であり、会社も採用時から手厚い教育を行い、その後業務の中でOJTを行っていくことになる。就職後20代後半まで教育が続くイメージであり、その意味では就職後も人的資本形成期が続いていく。人的資本の形成期においては相対的に低い賃金が正当化され、金融資本への転換も非常に緩やかなものとなり、年功序列的な賃金制度が残っていることと相まって、子育ての支出が一服する50代から金融資本が急速に形成されると考えられる。

③ 投資経験/社会思想

欧米との投資経験の違いも金融資本の蓄積に影響を与えていると考えられる。例えば、米国では、1990年代に個人退職プラン(401K、IRA¹¹等)といった制度導入と相場環境がうまくかみ合い、投資経験・成功体験を通じて個人が金融リテラシーを高める機会を得た。一方日本では、平成バブル崩壊後の国内経済・市場の長期低迷という環境下、預金中心・中流志向という日本的な社会思想と相まって、米国とは対照的に投資経験を通じた金融リテラシー向上の機会を逸してきたと考えられる。その結果、人的資本の高さが金融資本の蓄積には結び付きにくく、資産形成過程における金融資本の蓄積時期・速度を遅らせる要因と考えられる。

¹¹ Individual Retirement Accounts の略で、個人退職勘定と呼ばれる。米国で最も一般的な退職後資金積立制度で、金融機関に口座を持ち、一定額までの掛金に対し税制優遇(所得控除)がある任意の個人年金である。1974年の従業員退職所得保障法(エリサ法)により創設された。

これらを総合すると、欧米とは異なる資産形成過程を辿るという仮説は、概ね的を射た視点ではないか。以上の整理から、日本における富裕層へのアプローチについて考察していく。

3. 日本の富裕層に対するアプローチについて

(1) 欧米金融機関のアプローチからの教訓

欧米における富裕層ビジネスは、若年期でも老年期においても既に資産形成がされた「完成された富裕層」が対象で、これから先、使っていく資金とのバランスをとりながら運用していくことが求められる。「完成された富裕層」へのアプローチは、しっかりと寄り添い、至れり尽くせりの手法を取る従来型のプライベートバンクのような手法が有効であり、欧米の金融機関はその手法を実践することで成功体験を蓄積してきたのではないだろうか。

ただ、日本においては「完成された富裕層」は少数であり、欧米流アプローチが実体にあっていなかったと推測される。なお、日本における富裕層ビジネス参入は 1986 年のシティバンクが最も古いといわれている。その後、1996 年の金融ビッグバン(規制緩和)を契機に外資系金融機関に対して日本市場への門戸が開かれ、彼らが市場プレゼンスを高めていった。しかし、本国におけるアプローチ手法はそのままでは日本の富裕層に当てはまりにくく、結局、外資系金融機関の日本法人におけるプライベートバンク事業は苦戦することになった。

(ご参考) 日本における外資系金融機関の富裕層ビジネス参入・撤退の歴史

1986 年：シティバンク(米)参入後、2004 年に行政処分で撤退

1999 年：UBS(スイス)参入

2002 年：UBS(スイス)撤退

2004 年：UBS(スイス)再参入

2009 年：クレディ・スイス(スイス)行政処分で撤退後に再参入

2011 年：シティバンク(米)行政処分で撤退

2011 年：HSBC(英)クレディ・スイスへ事業譲渡

2012 年：三菱 UFJ メリルリンチ PB 証券(日米合弁)メリルリンチが株式を MUFG に売却撤退

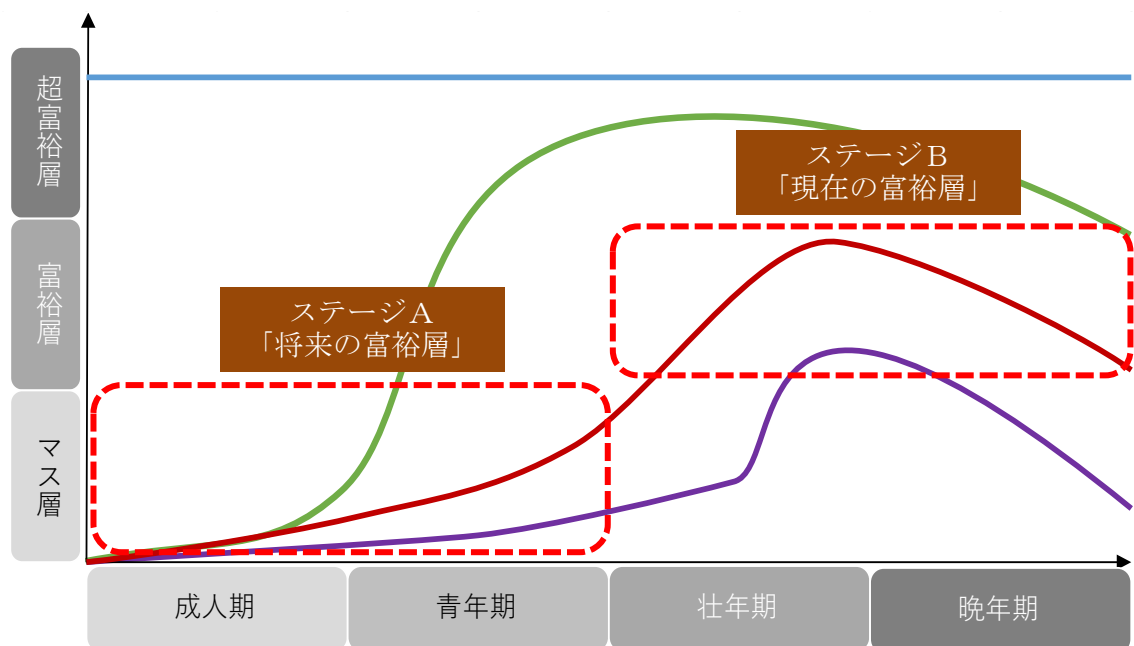
2013 年：ソシエテジェネラル信託銀行(仏)三井住友銀行が完全子会社化

日本における富裕層の太宗は、金融資産 1 億円～5 億円の給与所得者(2020 年時点において就業者全体に占める給与所得者の割合は約 9 割)と類推され、寄り添いかたについては、欧米とは異なる資産形成過程を踏まえた日本特有のアプローチが求められる。

(2) 資産形成過程を踏まえたアプローチについて

日本においては金融資本の形成過程が欧米に比べ緩やかで、給与所得者の金融資本形成は50代以降に急速に進むため、図表12に示すとおり、資産形成過程を2つのステージに分けてアプローチを検討することが適切ではないだろうか。

図表12：日本における富裕層の資産形成過程を踏まえたアプローチ概略



出所：三菱UFJ信託銀行作成

① ステージA「将来の富裕層」

ライフサイクルにおけるステージAにおいては、総じて人的資本には余力があり、キャッシュフローは潤沢な一方、金融資本の蓄積は不十分である。このようなライフサイクル前半のフローリッチな時期には、ある程度リスクを取った金融商品の提案が求められる。このステージAには、日本におけるコア富裕層になり得る「将来の富裕層」予備軍が含まれているとみられ、金融資本の蓄積がまだ低いライフサイクル前半から伴走することにより信頼関係を構築し、金融資本の蓄積を継続的に支援することがキーポイントと考えられる。

なお、「将来の富裕層」に限らない話ではあるが、投資経験や金融リテラシーに応じて、金融機関に求められるライフサイクルに沿った伴走の在り方も自ずと異なるものと考えられるのが自然であろう。日本においては、これまでバブル崩壊後の長期低迷という投資に対するネガティブな印象や投資に対する敷居の高さなどから、投資に及び腰の人も相応に多いと推察される。一方、米国の成功体験を踏まえると、投資経験が金融リテラシーを高める機会となり得ると考えられ、日本においても金融機関が伴走を通じて、金融リテラシーを高める機会を積極的に提供すべきであろう。

このライフサイクル前半の投資教育は社会課題でもあり、金融機関として「安心・豊かな社会」を築くことに貢献する意義のある分野でもある。なお、現代の資

産形成層はITリテラシーが高く、最近では若い人でもソーシャルメディア等を通じた情報収集やスマホアプリ等による手軽な口座開設など、自ら投資経験を積み、金融リテラシーを高める傾向もみられる。このようなデジタル時代の流れは今後、加速していくとみられ、金融機関による非対面の方向に間口を広げる取り組みは、利便性ととも投資経験を通じて金融リテラシーを高める機会提供の重要な接点になるろう。

② ステージ B「現在の富裕層」

ライフサイクルにおけるステージ B においては、一般的に金融資本は相応に蓄積されている一方、人的資本の低下によりキャッシュフローが不十分である。このような顧客層は、人的資本を補うためにキャッシュフローを安定的に確保することを重視した資産選択が重要であり、金融機関としては債券等によるインカムを重視した金融商品の提案が求められる。

また、ライフサイクル前半の資産形成層とは異なり、資産承継・相続などに対する税制面などの課題解決がニーズの中心になるろう。こうした分野においては、まさに欧米流の富裕層ビジネスは参考になるも、欧米との法規制等の違いに鑑みると、日本における「現在の富裕層」との接し方についても、日本特有の工夫が必要になるろう。

過去、日本の「現在の富裕層」に対して欧米金融機関が苦戦したアプローチは、本稿で指摘したライフサイクルの観点による顧客特性とは相容れない状況だったと推察される。日本における富裕層の太宗を占めるとみられる現役のビジネスマンに対して、金融資本の蓄積が不十分な時点からの伴走も少なく、資産規模による断面情報にもとづきアプローチを開始する金融機関の営業スタイルは、投資教育という意味においても日本における富裕層の特性に合わなかったともいえよう。

また、欧米の富裕層ビジネスのメインターゲットは「完成された富裕層」であるが、日本では少数であるほか、欧米は富裕層の資産を一元的に管理しているのに対して、日本の「完成された富裕層」の資産は複数の金融機関に分散されている場合が多かった。よって、保有資産を合計すれば「完成された富裕層」であっても、各金融機関においては、その一部の資産を預かっているにすぎず、富裕層としてみなされないことが多かったと考えられる。

(3) まとめ

本章の内容をまとめると、前述のとおり日本の富裕層は給与所得者が中心であり、給与所得を原資に着実に金融資本を積み上げるフロー蓄積型が多く、資産形成の進捗度合いは欧米に比べ緩やかなものとなっている。よって、ライフサイクルを通じた資産形成(選択)の一般的な考え方は、欧米の富裕層より日本の富裕層の方がより親和性が高いと考えられる。この考え方は人的資本の割合が高く金融資産の蓄積が進むステージ A においては株式等のリス

ク資産を中心に運用し、ステージ B に向かって徐々に債券等のリスクが低い資産へシフトさせるというものである。また、人的資本の特性は、職業、労働収入の水準およびその変動性によっても異なるため、金融機関に求められているのは、人的資本の特性と金融資本を合わせた総資産の状況に鑑みて、個人の効用を高めることに繋がる商品やアドバイスを提供することであろう。このようなライフサイクルに基づく考え方は、Campbell and Viceira (2002) が示した次のような結論にも整合的である。

- ・退職までの期間が長く、貯蓄があまり多くない若い家計は、リスク資産への投資比率を増やすべきである。
- ・ライフサイクル後期になると、金融資産が蓄積される一方、人的資本が減少する。したがって、中年後期にはほとんどの家計はリスク資産への投資割合を徐々に下げるべきである。
- ・職業によって所得水準、人的資本の変動性や他の金融資産との相関が異なるので、最適資産配分も異なる。
- ・投資家のリスクに対する選好は、最適資産配分に大きな影響を与える。

なお、日本の法規制の歴史的背景で概観したように、戦後実施された財閥解体、資産課税の導入を経て日本の富裕層は激減したため、先祖代々から続く資産家といった富裕層が少ない。一つの金融機関と何代に亘って付き合ってきたということもなく、信頼関係が形成されていないため、すべての資産を1つの金融機関に開示することも稀である。また、銀行、証券、信託間のファイアーウォール規制、チャイニーズウォール規制などの業態の縦割りがあり、トータルパッケージとしての資産運用、いわゆる欧米型の資産運用ビジネスのようなものは基本的に根付きにくく、日本の富裕層ビジネスには日本の特殊性に鑑みたアプローチが必要と考えられる。

V. おわりに

本稿では、欧米金融機関の富裕層ビジネスが過去、日本では定着しなかった歴史に鑑み、富裕層を一時点の資産規模という断面情報ではなく、ライフサイクルに沿った資産形成過程という視点で、日本における富裕層の特性を整理してきた。そして、法規制や雇用制度、投資経験・社会思想等の違いから、日本における富裕層は欧米とは異なる資産形成過程を歩んでいるとの仮説が正しいとした場合、日本においては超富裕層を前提とした欧米金融機関のビジネスアプローチではなく、ライフサイクルに沿った伴走型のビジネスアプローチが適しているという見解を述べた。

具体的な伴走型のビジネスアプローチとしては、人的資本の高いライフサイクル前半から、働きながらも活用しやすい非対面チャネルも活用しながら、金融資本の蓄積を通じて金融リテラシーを高められるようサポートし、退職まで伴走していくという方法が想定される。その過程において、金融資本の蓄積タイミングや速度などは、職業・家族構成等の諸条件に

よって千差万別であり、金融機関としてはそれぞれに合った導線を提供・支援することが本来の伴走といえるであろう。

一方、ライフサイクル後半では、蓄積された金融資本をもとに、退職後の伴走として老後のキャッシュマネジメントから資産承継等まで、ライフサイクル前半とは異なる様々なニーズに対応していくことが求められる。特に、高齢・長寿大国の日本においては「老々相続」という社会課題もあり、親・子・孫世代まで想定した寄り添い方が重要であると考えられる。

本稿において、データの検証は一部できたものと考えているが、統計学的に有意な検証はデータ収集の困難さがあり十分ではない部分が多い。しかし、一般的に考えられる欧米型「富裕層ビジネス」のアプローチより、本稿で述べた日本型富裕層における資産形成ライフサイクルに沿った考え方の方が、我々が実務として携わっている肌感覚にあっている。今後もデータ蓄積を含めて継続的に研究し、金融機関としての取り組みかたについて考えてみたい。

(2021年6月18日 記)

※本稿中で述べた意見、考察等は、筆者の個人的な見解であり、筆者が所属する組織の公式見解ではない

【参考文献】

- ・『(ニュースリリース) 野村総合研究所、日本の富裕層は133万世帯、純金融資産総額は333兆円と推計』(野村総合研究所) [2020]
- ・『グローバル・ウェルス・レポート2020』(クレディ・スイス) [2020]
- ・『【投信調査コラム】日本版ISAの道その325「世界ウェルスマネジメント最新動向」』(三菱UFJ国際投信) [2021]
- ・『昭和財政史 - 終戦から講和まで - 第2巻 独占禁止』(旧大蔵省財政史室) [1981]
- ・『【税大ジャーナル】(論説)シャープ勧告の再考』(前税務大学校研究部教育官・神川和久) [2008]
- ・『【租税調査会研究報告第13号】相続・贈与に係る税制について - 相続税と贈与税の一体化の方向性 - 』(日本公認会計士協会) [2004]
- ・『地方自治法施行70周年記念論文集』(総務省) [2018]
- ・『(パンフレット)「暮らしの税情報」(令和2年度版)』(国税庁) [2020]
- ・『海外相続を取り巻く環境』(MUFG資産形成研究所) [2020]
- ・『日本でライフ・サイクル仮説は成り立っているか?』(チャールズ・ユウジ・ホリオカ) [2019]
- ・『新・証券投資論II実務篇(第12版)』(日本証券アナリスト協会) [2020]
- ・『プライベートバンキング改訂版(上巻)』(日本証券アナリスト協会) [2016]
- ・『プライベートバンキング改訂版(下巻)』(日本証券アナリスト協会) [2016]
- ・『親リッチ』(宮本弘之) [2019]
- ・『【証券アナリスト第二次レベルテキスト】証券分析とポートフォリオ・マネジメント 第5回 投資政策ープロセスと実行』(日本証券アナリスト協会) [2019]

本資料について

- 本資料は、お客さまに対する情報提供のみを目的としたものであり、弊社が特定の有価証券・取引や運用商品を推奨するものではありません。
- ここに記載されているデータ、意見等は弊社が公に入手可能な情報に基づき作成したのですが、その正確性、完全性、情報や意見の妥当性を保証するものではなく、また、当該データ、意見等を使用した結果についてもなんら保証するものではありません。
- 本資料に記載している見解等は本資料作成時における判断であり、経済環境の変化や相場変動、制度や税制等の変更によって予告なしに内容が変更されることがありますので、予めご了承下さい。
- 弊社はいかなる場合においても、本資料を提供した投資家ならびに直接間接を問わず本資料を当該投資家から受け取った第三者に対し、あらゆる直接的、特別な、または間接的な損害等について、賠償責任を負うものではなく、投資家の弊社に対する損害賠償請求権は明示的に放棄されていることを前提とします。
- 本資料の著作権は三菱UFJ信託銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。
- 本資料で紹介・引用している金融商品等につき弊社にてご投資いただく際には、各商品等に所定の手数料や諸経費等をご負担いただく場合があります。また、各商品等には相場変動等による損失を生じる恐れや解約に制限がある場合があります。なお、商品毎に手数料等およびリスクは異なりますので、当該商品の契約締結前交付書面や目論見書またはお客さま向け資料をよくお読み下さい。

編集発行：三菱UFJ信託銀行株式会社 アセットマネジメント事業部
東京都千代田区丸の内1丁目4番5号 Tel. 03-3212-1211（代表）