

特集 学会賞

家計の金融資産選択について

For financial assets selection of Japanese households

株式会社 三菱東京UFJ 銀行
荒木 千秋 / *Chiaki ARAKI*

キーワード (Key Words)

「貯蓄から投資へ」の政策 (Policy of “from savings to investment”)、特性モデル (Characteristic model)、相対的危険回避度 (Relative risk aversion)

〈要 約〉

本稿の目的は、家計の金融資産選択がどのように変化したのかを先行研究を基に確認することと、「貯蓄から投資へ」の政策が成果をあげているのかを考察することである。

第1章では、「貯蓄から投資へ」の政策の推移と、家計の金融資産保有状況を確認し、第2章では、各種の金融資産がもつさまざまな特性を明示的に考慮した特性モデルを使用した先行研究を紹介し、特性因子による金融資産選択の特徴を確認した。第3章では、リスク資産への選好を測る指標である相対的危険回避度の先行研究を紹介した後、相対的危険回避度を2009年から2012年まで推計し、考察した。

相対的危険回避度の計測により、確認できる特徴は2点あり、2つの経済危機後にそれぞれ異なる相対的危険回避度の変化が確認できた点と、金融ビッグバンの以前と以降では相対的危険回避度の変化が確認できた点である。2つの特徴から考察される家計の資産選択は、リスク許容的になってきていると考える。しかし、多くの先行研究が示すとおり、リスク資産のシェア、残高でみると、危険資産への移り変わりの大きな変化は確認できない。

本文は、2014年9月15日慶応大学にて開催された「日本FP学会第15回大会」で発表した論文に討論者の千葉商科大学の内田茂男教授より貴重なコメントをいただき、一部加筆したものである。内田教授には、この場をお借りして、心より謝意を表します。

目 次

1. はじめに
2. 「貯蓄から投資へ」の政策の展開と家計の保有金融資産の現状
 - 2.1 「貯蓄から投資へ」の政策の展開
 - 2.2 家計の金融資産保有状況
 - 2.3 家計の金融資産保有の判断基準
3. 家計の金融資産選択理論としての特性モデル
 - 3.1 特性モデルの概要
 - 3.2 明石 (1996) の研究
 - 3.3 吉川 (2006、2011) の先行研究
4. 家計の金融資産選択と相対的危険回避度
 - 4.1 相対的危険回避度の先行研究
 - 4.2 相対的危険回避度の推定式
 - 4.3 相対的危険回避度の計測データ

- 4.4 相対的危険回避度の推計結果
- 4.5 相対的危険回避度の考察
5. おわりに

1. はじめに

「貯蓄から投資へ」の制度改革は、日本の家計の金融資産選択に影響を与えているといわれている。高橋 (2006) は「個人金融資産における制度改革は、個人金融資産をリスク資産保有へと導く金融環境となってきた」として、「個人金融資産における日本の制度改革の流れは、自己責任という形で金融資産選択のリスクが個人へ転嫁している」と提言した。その一方で、「貯蓄から投資へ」への制度改革は家計の金融商品選択の自由度を高め、家計の利益機会の増加になっている。小泉内

閣が打ち出した2001年度政府方針から現在まで、「貯蓄から投資へ」は12年間政策として継続されている。しかし、その成果は家計の金融資産残高を確認する上では変化は少ない。家計にとって「貯蓄から投資へ」はどのような資産の変化をもたらしたのであろうか。「貯蓄から投資へ」の政策は、日本の家計とともに歩んでいるのだろうか。

家計の金融資産選択がどのように変化したかという問題については、多くの先行研究がある。高齢世帯の金融資産選択の特徴をあげた祝迫(2012)や、金融知識の蓄積によるポートフォリオの選択が、合理的な金融資産選択を行っているかを研究した西村・西田・村上(2005)や、金融資産選択をマーケティングの視点から研究した山下(2011)などがある。家計の金融資産選択に着目している先行研究は特性モデルを使用した明石(1996)の研究や、相対的危険回避度を使用した下野(1998)などがある。

本稿では、第一に、家計の金融資産選択がどのように変化したのかを先行研究の特性モデルをもとに確認する。第二に、「貯蓄から投資へ」の政策が成果をあげているのかを相対的危険回避度の推計より考察する。第1章では、「貯蓄から投資へ」の政策の推移と、家計の金融資産の保有状況を確認する。第2章では特性モデルを使用した先行研究を紹介し、特性因子による金融資産選択の特徴を確認する。最後に、第3章では、リスク資産への選好を測る指標である相対的危険回避度の先行研究を紹介した後、相対的危険回避度を2009年から2012年まで推計し、考察する。

2. 「貯蓄から投資へ」の政策の展開と家計の保有金融資産の現状

2.1 「貯蓄から投資へ」の政策の展開

個人投資家の金融・資本市場への参加を促す政策のはじまりは、1996年の日本版金融ビッグバンである。金融ビッグバンの本来の目的は、金融の規制緩和により、日本の金融市場の活性化を行うことであった。当時の大蔵省は、「優れた金融システムは経済の基盤となるものであるとし、2001年までに日本の金融市場をニューヨーク・ロンドン市場と同等とし、国際金融市場として再生する」とした。その一環として、「高齢化社会を迎える日本国の経済の活力を保つためには、日本国における、個人金融資産がより有利に運用される場が必要である」とし、金融の自由化を打ち出すことになった。2006年度に金融庁は、個人投資家の金融・資本市場参加拡大を促す政策の現状分析の中で、「金融庁としては、これまで、日本版ビッグバンをはじめ、証券市場の改革促進

プログラム(2001年8月公表)の着実な実施や、証券取引法等の一部を改正する法律の制定(2004年6月公布)等、所要の制度整備を行ってきた」としている。金融の規制緩和は、金融機関の個人向けビジネスの変化を促すことにつながることもあったことが「貯蓄から投資へ」の原点と考えられる。

金融の規制緩和は、個人投資家の金融資産選択の選択肢の充実につながった。まず初めに1998年には、銀行の窓口における投資信託の販売、普通銀行における外貨預金の取り扱い、証券会社によるラップ口座の取り扱いが開始された。続いて、2001年には一部の保険商品が銀行の窓口において販売が解禁され、2003年には銀行における証券仲介代理店業務も開始された。2007年には保険商品の全面的な銀行の窓口での販売が解禁となった。このように、金融機関の取り扱い商品の垣根が低くなったことは、個人投資家にとって身近に選択できる金融商品の選択肢の拡充につながっている。

「貯蓄から投資へ」の文言が明確に謳われたのは2001年小泉内閣時である。「貯蓄から投資へ」が謳われたと同時に「従来の預貯金中心の貯蓄優遇制度から株式投資などの投資優遇へ」という金融のありかたの切替(内閣府、2001)が提唱された。2007年には、個人投資家を守る法律として金融商品取引法が施行され、法的な側面からも個人投資家が金融市場へ参加する環境整備が整備されてきた。

税制改正については、1996年度以降定期的に実施されてきたが、金融庁は2010年に実施された税制改正の目的として、第一に「個人投資家の積極的な市場参加を促す環境整備(「貯蓄から投資へ」の流れの促進)」、第二に「海外投資家による我が国金融・資本市場への投資の促進」が主眼であるとした。2014年1月には日本版ISA制度が施行され、個人投資家の投資を始めるきっかけとして期待されている。金融庁は、日本版ISAについて「日本版ISAは個人投資家の証券市場への参加拡大のみならず、約1,500兆円ある我が国、家計金融資産について、自助努力に基づく資産形成を支援・促進し、家計からの成長マネーの供給拡大を図る観点から、日本版ISAの活用を期待される」と明言し、個人投資家の積極的な参加を促そうとしている。家計の金融資産選択は、1996年の日本版金融ビッグバンを始まりとして、金融の規制緩和・税制改正・投資家保護法などを通して、「貯蓄から投資へ」を行う環境となっている。

表1 「貯蓄から投資へ」の政策の展開

1996	日本版金融ビッグバン
1998	外国為替銀行法改正 (あらゆる普通銀行での外貨預金の取り扱い開始)
	金融システム改革のための関係法律の整備等に関する法律 (金融システム改革法)
	証券取引法改正(インターネット証券の新規参入)
	投資信託の銀行窓口販売解禁
	証券会社による資産一任業務の兼業(ラップ口座の解禁)
1999	株式売買委託手数料の自由化
2001	保険商品の一部銀行窓口解禁
	「従来の預貯金中心の貯蓄優遇制度から株式投資などの 投資優遇へという金融のありかたの切替」の提唱(内閣府)
	「貯蓄から投資へ」の文言の明確化(小泉内閣)
2003	上場株式の譲渡益及び配当に関する課税の優遇措置
	証券仲介代理店制度(銀行法改正)
	特定口座制度の導入
2006	公募株式投資信託の課税優遇
2007	金融商品取引法制定
	ラップ口座取り扱い拡充(銀行、保険会社の取り扱い開始)
	保険商品の銀行窓口全面解禁
2009	上場株式の譲渡益及び配当に関する課税の優遇措置の見直し(延長)
2010	個人投資家の積極的な市場参加を促す環境整備 (「貯蓄から投資へ」の流れの促進のための税制改定)
2014	日本版ISA(小規模投資非課税制度)

出所：大蔵省、内閣府、金融庁の公表データを元に筆者作成

2.2 家計の金融資産保有状況

家計の保有金融資産に占める現金・預金の残高は依然として高くなっている。図1は、日本銀行の資金循環統計の家計部門の資産のうち、各アセット別の金融資産残高が占める割合を1997年から2012年まで示したものである。図1を見ると家計の保有金融資産残高のシェアは、安全性資産の代表といえる現金預金の割合が圧倒的に高い。各金融資産別にみると、1997年から2012年までの期間において組み込み割合の順位変化はみられない。投資信託の割合に関しては、2008年から株式と同等のシェアまで高まっているが、依然として金融資産全体に占める割合は低くなっている。

次に、金融資産別の変化率を確認する。図2は日本銀行の資金循環統計の家計部門における各金融資産残高が占める割合の対前年度の変化率である。リスク資産(外貨預金、株式、投資信託)へのシェアの拡大は年々増加しているとはいえず、どの資産に対しても一定の資金流入があるとはいえない。変化率における特徴として、現金預金と株式が逆相関となっている。このことから推測す

るリスク資産への資金の流れは、外的な経済環境から影響する景気変動に影響していると推測できる。

金融資産の保有状況からは、家計の金融資産選択は、政府が主導している「貯蓄から投資へ」の政策とは反対に株式や投資信託などの危険資産の保有を選択させるインセンティブが働きにくくなっていると考えられる。家計の金融資産選択の特徴として、村田(2003)は、日本の30歳代を中心とした家計の予備的貯蓄に関する実証分析で、公的年金制度に対する不安という家計の主観的かつ、長期的な将来の不安要因が現在貯蓄に影響を及ぼすことを明らかにした。また、「年金不安による予備的貯蓄は、リスクの低い預貯金や保険・個人年金の保有率は高めるが、有価証券の保有率の増加には影響を及ぼしていない」ことを明らかにしている。

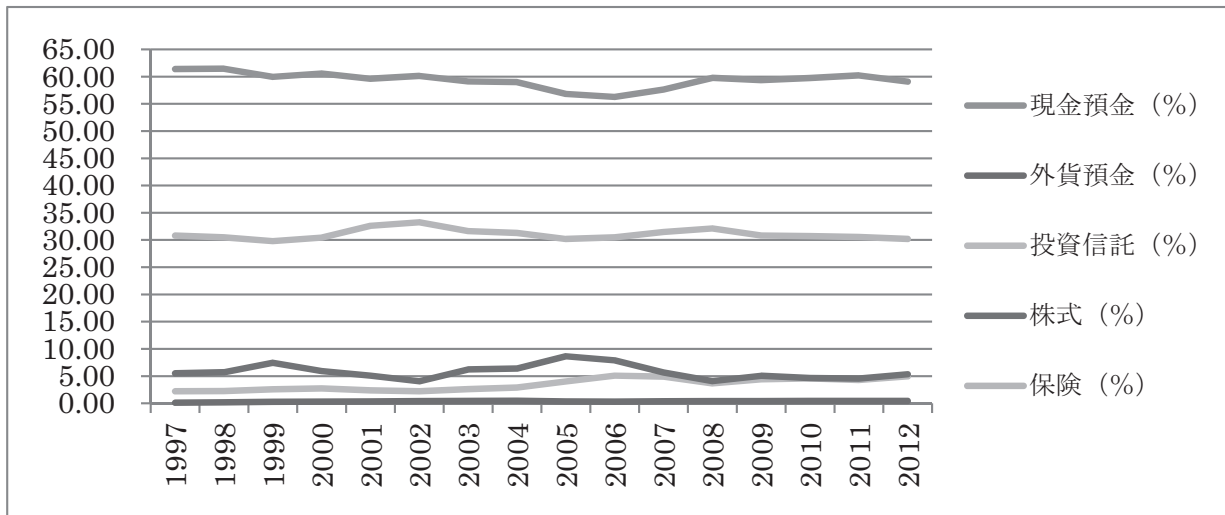


図1 家計の金融資産残高の割合
出所：日本銀行のホームページより筆者作成

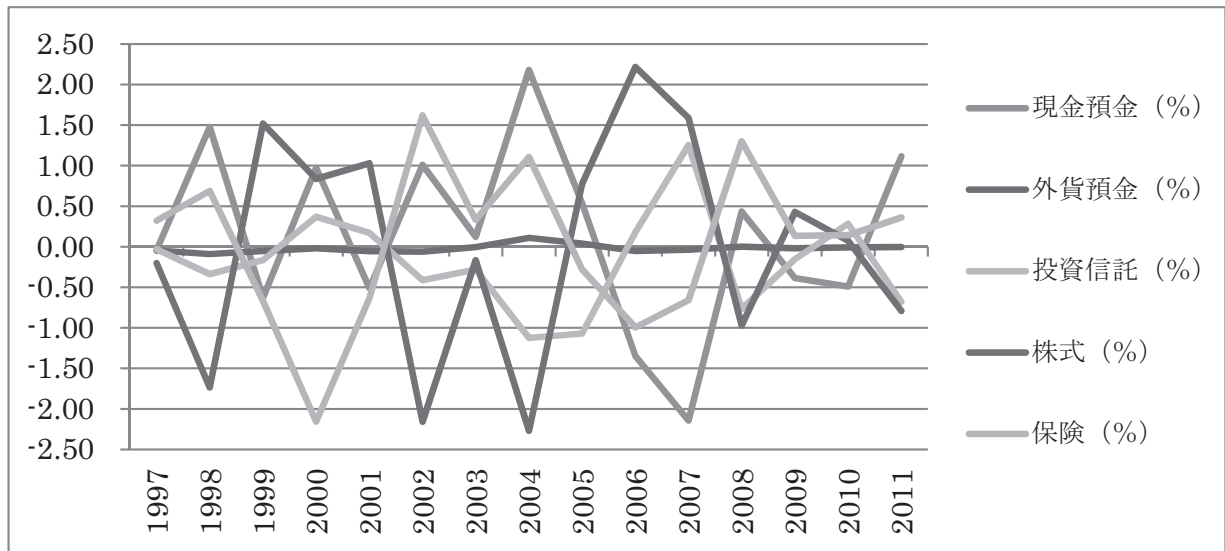


図2 家計の金融資産残高の割合に対する前年度比変化率
出所：日本銀行のホームページより筆者作成

2.3 家計の金融資産保有の判断基準

図3は、金融広報中央委員会の家計の金融行動に関する世論調査（2人以上の世帯調査）の時系列データを用いて、家計の金融資産選択の判断基準を示した図である。

家計の金融資産選択の判断基準を、収益性・安全性・流動性の3指標で比較する。安全性は3つの指標の中で、どの年においても重視されており、家計の金融資産保有の重要な選択基準となっている。収益性に関しては、1983年から以降（1987年、1988年除く）、流動性を上回ることはなく、2011年から2013年まで収益性を重視する家計の割合

は低下している。1990年のバブル期と2013年を比較してみると、収益性を重視する家計は28.3%から14.7%まで13.6%低下している。世論調査の結果からは、家計の金融資産選択は収益性を重視した金融資産選択とは言い難い。流動性に関しては、他の2指標と比較するとどの年代においても一定の水準で推移している。

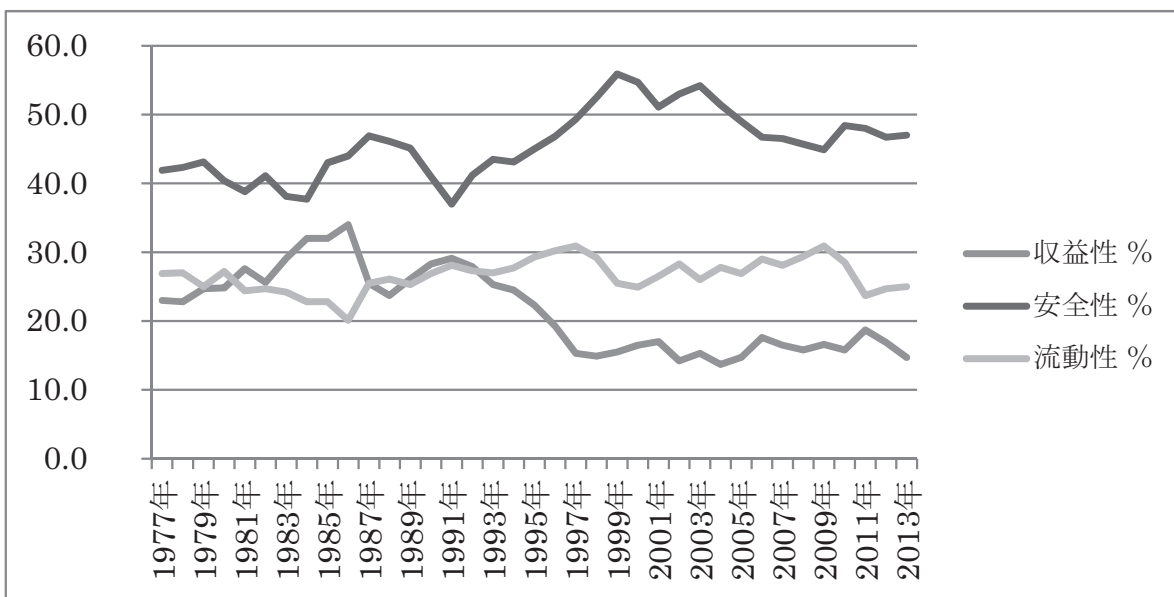


図3 金融資産保有状況の基準：3指標
出所：金融広報中央委員会ホームページより筆者作成

次に、収益性・安全性・流動性の3指標をさらに詳しく回答した金融資産の判断基準で比較する(図4)。収益性を「利回りがよいから」と「将来の値上がり期待できるから」とし、安全性を「元本が保証されているから」と「取扱金融機関が信用できて安心だから」とし、流動性を「現金に換えやすいから」と「少額でも預入や引き出しが自由にできるから」とした6指標である。6指標の中でも、特に「元本が保証されているから」の回答は、1999年以降突出して主な金融資産の選択理由となっており、家計の金融資産の判断基準は、元本保証を重視していることがわかる。この結果

は、金融資産の保有額でも預貯金が多くを占めることと整合性がとれている。一方で、収益性を重視する特徴として1983年のバブル期には「利回りが良い」ことも保有状況の基準となっていたが、1996年以降は利回りを重視する傾向は低くなっている。また、「取扱金融機関が信用できて安心だから」も1977年当初より金融資産選択の高い基準となっており、3指標をより詳しく回答している6指標で比較をしても「元本が保証されているから」が最も高い選択基準となっており、安全性を重視している家計の割合が多い。

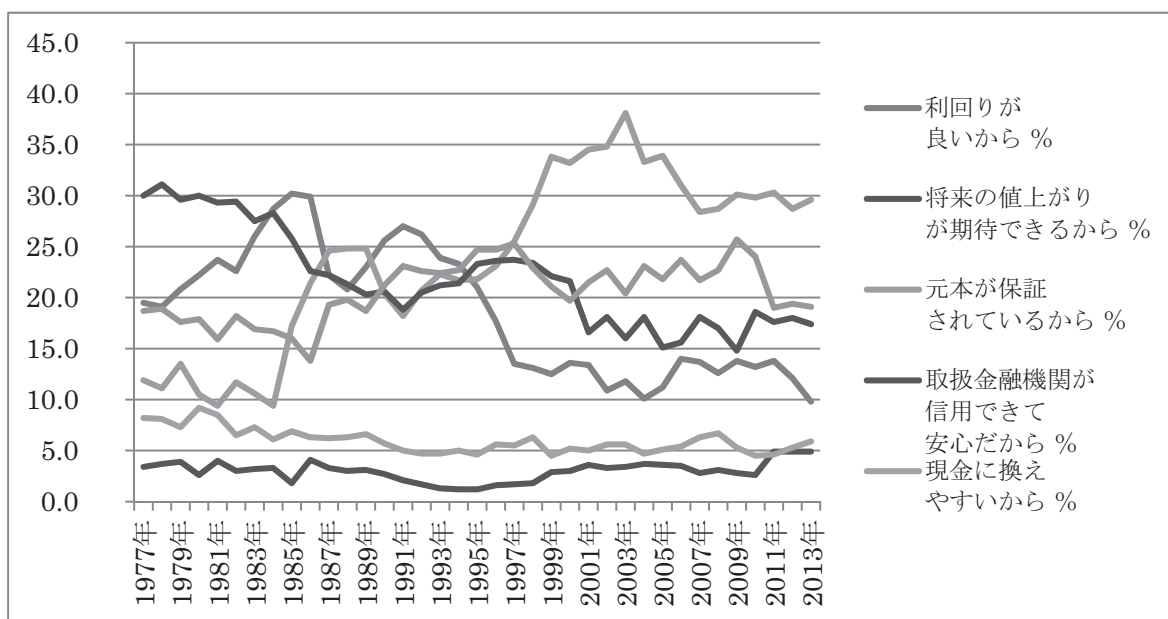


図4 金融資産保有状況の基準：6指標
出所：金融広報中央委員会ホームページより筆者作成

3. 家計の金融資産選択理論としての特性モデル

家計の金融資産選択行動は、「貯蓄から投資へ」の考え方から安全資産からリスク資産への変化が焦点となりやすい。この点に関する問題点として吉川（2006）は、「日本の家計の金融資産選択行動の特徴として、安全資産への選好の強さや、安全性（収益の確実性）から収益性へ選好が変化したかということが議論される」ことを挙げている。金融資産を選択する上では、安全性から収益性への選好の変化以外にも安全性から保障性など複数の選好の変化が考えられ、さまざまな金融商品の特性に対する需要の変化には、特性モデルでの金融資産の特性の分析が有効である。第1節では、特性モデルの概要を紹介し、第2節では、明石（1998）により修正された特性モデルと金融資産の関係と、金融資産選択における特性モデルの因子の特徴を紹介する。第3節では、明石（1996）の特性モデルを元に、吉川（2006、2011）が明らかにした特性モデルから各因子への代替の傾向を紹介する。

3.1 特性モデルの概要

特性モデルによる金融資産選択行動の分析とは、各種の金融資産がもつさまざまな特性を明示的に考慮し、金融資産保有残高シェアから家計の金融資産選択需要を分析する。家計の金融資産の選択は、金融資産の持つ特性を考慮に入れて選択している。保険商品を例にあげると、家計の金融資産選択は保険商品のもつ運用利回りだけでなく、保障性などの特性を考慮して意思決定がおこなわれている。日本の金融資産保有残高シェアの推移をみると、保険が定期預金と代替的にシェアを伸ばしている傾向があり、その原因については、定期預金金利と比較した生命保険の運用利回りの収益性の高さである程度の説明ができると考えられる。しかし、保険商品という金融資産には、安全性・収益性といった特性以外に保障性といった特性も含まれていることを考えると、どの特性への選好によりシェアが伸びたのかということまでは明らかにできない。

また、安全資産とリスク資産との間での選好の変化という視点からは、安全資産への選好が高い期間は定期預金などの安全資産のシェアが上昇し、株式や投資信託といったリスク資産のシェアが低下する。リスク資産への選好が高い期間であれば、株式や投資信託といったリスク資産のシェアが上昇し、定期預金などの安全資産のシェアは低下することが考えられるので、安全資産とリスク資産には負の相関があることは予想できる結果である。安全資産とリスク資産以外の相関関係に

ついては、異なった視点からの分析が必要となり、特性モデルによる分析は、安全性志向（安全資産への選好）、収益性志向（リスク資産への選好）だけではない金融資産のもつ特性を確認することができる。特性モデルを金融資産選択の分析にあてはめると、家計の金融資産選択は、さまざまな金融資産に含まれる安全性、収益性（危険性）、保証性（保障性）などの共通の特性に対応した帰属価格を計算し、予算制約の下で効用を最大化するような特性の組み合わせを選択する。そして、その特性の組み合わせが実現するように各金融資産を選択すると考えられる。明石（1998）は、特性分析を金融資産選択に適用し、金融資産選択上の性質をみいだした。特性分析を金融資産選択に適用した基本的考えは以下の通りとしている。消費者（資産保有者）は、保有しようとする資産量そのものからの効用（または、その資産から得られる収益の流列の現在価値）を前提として、資産構成を選択すると想定するのではなく、資産には各固有の特性と呼ばれる成分があり、その特性の最適な組み合わせを選択して、それを実現してくれる資産構成を派生的に選択すると想定している。

3.2 明石（1996）の研究

明石（1996）は、特性分析の金融資産と特性の関係については、まず先に選択されるべき特性の構成があり、その各特性の値を実現する資産の構成（ポートフォリオ）が推定されるとした。加えて、金融資産と特性因子の特徴を分析し、金融資産における特性因子を明らかにした。第一因子として、現金・定期預金・信託・金融債が正の相関を示したものは安全性因子とし、第二因子として、預金・信託・国債・地方債・保険が正の相関を示したものを保証性因子とし、第三因子として、株式・投信に正の相関を示したものを危険性因子とした。加えて、金融資産の特性因子の代替えの特徴を日本とアメリカで比較をしている。アメリカの特性因子に関する特徴は、危険性因子に対する自己代替係数の値は大きく、危険性因子に関連した資産価格（収益率）の変化は、危険性因子の特性因子への需要を大きく変化させ、それが他の特性への代替えの変化を引き起こしやすくなっているとした。一方で、日本の特性因子に関する特徴は、価格反応の度合いが低く、他の特性への代替えは鈍く、他の特性への代替えは鈍いことをあげた。

また、明石（1996）は特性分析をもとに、特性因子として、収益性・流動性・安全性・保障性を抽出し、年齢の対象を、20代・30代・40代・50

代～60代の4つの年代に分け、それぞれを預貯金比率・有価証券比率・積立型保険比率について回帰させ、金融資産にどのような特性変数が含まれているかを推計している。各特性変数の資産比率に与える影響は、各世代を通して共通した特徴が確認された。預貯金の保有に関しては、正の相関関係があったのは、流動性因子・安全性因子であった。負の相関関係にあったのは、収益性因子・保証性因子であった。加えて、各世代を通しての特徴としては、収益性因子・保証性因子の影響は世代が進むにつれて低下していること、つまり、高齢者になるにつれて、収益性因子・保証性因子への選択因子の影響が少なくなっていることがわかった。有価証券の保有については、各世代とも、正の相関関係にあるのは、収益性因子と流動性因子であった。負の相関関係は安全性因子、保証性因子であった。積立型保険については、正の相関関係があったのは、収益性因子・安全性因子・保証性因子であった。負の相関関係は流動性因子であった。加えて、金融資産選択にかかわる金融機関との関係性についても分析しており、若年層が金融資産を選択するきっかけは、生命保険会社の影響があり、証券会社の影響はみられなかった。50代～60代になると、証券会社の担当者の訪問が有価証券の購入に正に作用しているという特徴を明らかにした。

3.3 吉川 (2006、2011) の先行研究

吉川 (2006、2011) は、特性モデルから導かれる各因子の代替の傾向を明らかにしている。吉川 (2006) は、日本銀行の資金循環統計から得られる各種金融資産の残高およびそれぞれの金融資産の収益率データを用いた特性モデルにより、経済状況、金融の自由化などさまざまな日本の長期的な構造変化に対し、家計の金融資産選択の需要が変化したのかを検証した。金融の自由化の影響として、安全性・収益性・流動性以外にも他の特性がある金融資産の種類増加は現在に至るまでの特徴であるとし、金融資産の商品選択における多様性の増加を特徴として重視した。1980年代前半では、安全性因子は、多様性因子をもつ金融資産と代替的であった。すなわち、安全資産の価格が上昇（収益率の低下）すると多様性と関連がある金融資産へ代替需要が発生することになり、多様性は銀行預金中心の金融資産選択から多様な金融資産の選択へと、家計の金融資産選択行動が拡大してきたことを示す。この時期には、安全資産から危険資産へと選好が変化したのではなく、金融の自由化により1980年代以降の金融商品の多様化や金融の規制緩和とともに、新たに選択肢

として登場してきた金融資産、あるいはシェアを伸ばしてきた金融資産への代替需要が発生したことを示しているとした。

吉川 (2011) では、安全資産から収益性の高いリスク資産への代替が起こっているという分析は必ずしも適切ではないことを明らかにし、安全資産から収益性の高い資産（リスク資産）へという需要の変化を、二分法的な視点として捉えることを問題点とし、金融資産の持つさまざまな特性に注目した需要喚起の必要性をあげている。この先行研究の分析のデータは、日本銀行の資金循環統計の金融資産残高シェアが68NAベースである期間（1970年第1四半期から1999年第1四半期まで）と、93SNAベースである期間（1997年第4四半期から2009年第4四半期まで）の2つの期間について個々に行っており、第1期間は13の金融資産、第2期間は14の金融資産を対象としている。各因子の性格は明石 (1998) を参考に、安全性因子（収益の確実性を重視）、危険性因子（収益性を重視）、保障性因子（現金と代替的かつ老後保障などを重視）という性格付けをしていた。

各年代別の因子の代替の特徴をまとめると、1970年代においては、保障性因子に関連している保険商品は、その資産価格が変化すると、保障性因子以外の特性への代替需要が発生しやすいことが明らかとされた。1980年代では、すべての因子において代替需要が発生しやすい特徴を明らかにした。この時期には、各因子に関連した資産価格（収益率）の変化が、他の特性への需要を大きく変化させたということを示す特徴をあげている。1990年代では、すべての因子に関して他の因子への代替需要が小さくなっており、2000年代には、さらに他の因子への代替需要が小さくなることを明らかにした。大きな金融環境の変化があった金融の自由化の期間では他の特性への代替需要が発生しにくかったことをあげている。

また、全期間の因子の代替の関係性の特徴としては、1990年代には安全性因子と危険性因子は強い代替性があり、全期間を通じて安全性因子と保障性因子は、安全性因子と危険性因子より代替的であることを明らかにした。日本の家計の金融資産選択においては、安全性が危険性かという特性に注目されやすいが、因子特性からは、安全性と危険性の因子は代替がおこりにくい因子関係であることが明らかとされた。

吉川 (2006、2011) では、金融の自由化により、新たに多様性が金融資産に影響を与えていること、金融の自由化がはじまった期間では、他の特性への代替需要が発生しにくい環境下であったことが明らかにされた。

4. 家計の金融資産選択と相対的危険回避度

相対的危険回避度は、危険資産からの収益と危険資産選択の関係を理論的に明らかにする指標である。安全資産から危険資産への選好の変化については、金融資産選択行動を効用レベルでの変化を探るための一つの方法として相対的危険回避度を用いる。第1節では、相対的危険回避度の先行研究を紹介し、第2節では相対的危険回避度の推定式、第3節では相対的危険回避度の推計データを確認する。第4節は、第2節・第3節で確認した相対的危険回避度の計測方法を用いて、2009年度から2012年度までを推計し、吉川（2008）の相対的危険回避度と合わせた計測結果を確認する。第5節では、第4節の計測結果をもとに、考察を行う。

4.1 相対的危険回避度の先行研究

日本の家計について相対的危険回避度を用いて、リスク資産への選好の特徴を明らかにした先行研究は、小巻（1995）、下野（1998）、中川・片桐（1999）、吉川（2003、2005、2012）などがある。小巻（1995）は、高齢者の資産選択行動について、「高齢者層では有価証券等の価格が変動するリスク資産への比率が高くなっているが、保険・年金の比率は、他の年齢階層と比較すると低くなっている。このような、高齢者層の有価証券選好は、金融資産の保有残高が大きく若年者層よりもリスク許容度が大きいことが要因であるとし、資産の保有貯蓄残高とリスク許容度との関係については、相対的危険回避度が示すモデルと整合的であり、資産の保有貯蓄残高の相対的な大きさがリスクに対する許容度を高めている」とした。

下野（1998）は、時系列データを用い、バブル期（1980年代後半）と、その後の期間（1990年代）の相対的危険回避度の大きさを比較した。バブル期には、企業のみならず、個人も株式の購入、土地購入に収益を求めて積極的に金融市場に参加し、バブル期の直前の1983年からバブル期にかけては、株価収益率は預金金利をはるかに上回った結果、家計の金融資産のリスク資産のシェアはバブル期には株式の保有額が大きく伸びている。バブル期における株式保有額の伸びを、2つの要因がリスク資産を選好する変化に影響をしていると仮定して、相対的危険回避度を測定した。リスク資産を選好する要因として、第一に、危険資産選好者のバブル期における株式や土地に対する積極的な関わりが、人々の効用を変化させ、資産選択行動がリスク資産の選好に変化したのか、第二に、保有資産や所得の増加、または預金金利の低さなどからくる外部的な条件が影響したのかという2点の比較を行っている。結果に大きな差はなく、

バブル期に家計の危険資産選好が高まったという通説が正しくない可能性がある」と指摘している。

吉川（2005）は、相対的危険回避度を測定し、3期間に分けてその平均値を算出し、それぞれの期間の特徴を明らかにしている。相対的危険回避度の分析結果として、安全資産から危険資産への選好の変化については、1970 - 1974年、1980 - 1984年、2000 - 2003年の各期間は相対的危険回避度の値が2を超えており、相対的危険回避度は上昇している。相対的危険回避度の上昇は、低金利にも関わらず、定期預金や現金等の安全資産の保有比率に変化がないという、長期にわたる日本の家計の安全性志向を実証していると指摘した。

吉川（2012）は、リスク資産への選好を測る指標である相対的危険回避度を測定し、リーマン・ショックの影響が家計のリスク資産に対する選好へどのように影響しているかを検証している。時系列データに基づき、相対的危険回避度をリーマン・ショックの前後で期間を区切って分析した結果、2000年代のほうが1990年代よりリスク回避的であった。また、時系列でみる相対的危険回避度が大きくリスク回避的な方向へ変動しているのは、1973年の第2次石油ショック、1984年、1990年のバブル崩壊直後、1998年からの2000年の日本の金融危機と、リーマン・ショック期であるとし、家計の金融資産選択においてリーマン・ショックはバブルと並ぶほどの大きな影響を与えた可能性がある」と示唆している。

4.2 相対的危険回避度の推定式

先行研究の下野（1998）、吉川（2003、2012）と同様に推定式、計測データを用いて、2009年～2012年までの相対的危険回避度を取り上げ、計測を試みる。

1970年から2008年までの相対的危険回避度は、吉川（2008）を参考に算出した。本稿では新たに2009年度から2012年度の相対的危険回避度を算出する。

相対的危険回避度の算出には以下のような仮定を置くことにする。

(1) 家計は安全資産とリスク資産の2種類のみ保有する。安全資産の収益率を r_f 、リスク資産の収益率を r_m とする。ただし、 r_m の期待収益値は $E[r_m]$ 、分散は σ_m^2 である。

(2) 投資期間は t から $t+dt$ までである。無限に分散可能であるとする。

(3) 家計は、期末の資産残高 W_{t+dt} から得られるであろう期待効用 $E[W_{t+dt}]$ を最大化し、その効用関数 U はリスク回避的であり、 $U'(W) > 0$ 、 $U''(W) < 0$ であると仮定する。

家計は、期首に W_t の資産を保有する。そのうちリスク資産の割合を α とすると、家計の期末の資産残高 W_{t+dt} は、

$$W_{t+dt} = W_t [1 + \{ \alpha E(r_m) + (1 - \alpha)r_f \} dt + \alpha \sigma_m y(t) \sqrt{dt}] \dots (1.1)$$

σ_m は、リスク資産の収益率の標準偏差、 $y(t)$ は標準正規分布に従う確率変数である。 $U(W_{t+dt})$ を W_t の近傍でテーラー展開し、期待値をとる。 dt の2次以上の項を落とすと、

$$E[U(W_{t+dt})] = U(W_t) + U'(W_t) W_t \{ \alpha E(r_m) + (1 - \alpha)r_f \} dt + \frac{1}{2} U''(W_t) W_t^2 \alpha^2 \sigma_m^2 dt \dots (1.2)$$

家計はこの $E[U(W_{t+dt})]$ を最大化するように、 α を決定する。

$$\alpha \text{ について微分してゼロとおけば、} \\ E[r_m] - r_f - C \alpha \sigma_m^2 = 0 \dots (1.3)$$

$$(1.3) \text{ 式より、相対的危険回避度は} \\ C = -W_t U''(W_t) / U'(W_t) \dots (1.4)$$

$$(1.3) \text{ 式より、} \\ C = (E[r_m] - r_f / \sigma_m^2) \times 1/\alpha \dots (1.5)$$

(1.5) 式より、相対的危険回避度の計測を行う。

4.3 相対的危険回避度の計測データ

相対的危険回避度 C の計測に必要なデータは、下野 (1998) より、以下の通り作成した。

リスク資産の期待収益率 $E[r_m]$ は、リスク資産を株式とし、日経平均株価を代表数値として算出した。

$$\text{予想株価} = \text{前年の株価} \\ + 2 \times \sqrt{\text{前年の株価の月次データの1年間の分散} \times 12} \dots (2.1)$$

(2.1) より、株価の期待収益率 $E[r_m]$ を計算する。

$$\text{期待収益率 } E[r_m] = (\text{予想株価} / \text{前年の株価}) - 1 \dots (2.2)$$

安全資産の収益率 r_f には、1年物の定期預金金利 (300万円以上1,000万円未満) を用いた。

リスク資産の収益率の分散 σ_m^2 は、リスク資産を株式 (日経平均株価) とした。

$$\text{今月の株価の収益率} = (\text{今月の株価} / \text{前月の株価}) - 1 \dots (2.3)$$

(2.3) 式を1年間の各月ごとに計算し、月の株価の収益率を計算した。

$$\text{株価の収益率の分散} (\sigma_m^2) = \text{前年の株価の収益率の月率の分散} \times 12 \dots (2.4)$$

リスク資産保有率 α は、日本銀行の α 資金循環勘定の金融資産残高データを使用した。

(2.5) で使用するリスク資産保有額は日本銀行の資金循環勘定の金融資産残高データの、株式保有額・投資信託保有額・外貨預金保有額の和とした。

$$\text{リスク資産保有率} (\alpha) = \text{リスク資産保有額} / \text{金融資産残高} \dots (2.5)$$

表2 相対的危険回避度推計結果

	安全資産の収益率 (1年定期預金金利) (r_f)	株価 (日経225) (r_m)	株価の 期待収益率 $E(r_m)$	株価の期 待収益率と安全資 産の収益 率の差 $E(r_m) - r_f$	株価収益 率の分散 (σ_m^2)	リスク資産 の比率 (α)	相対的 危険回避度 $\{E(r_m) - r_f\} / \sigma_m^2 / \alpha$
1970	5.75	2165.74	51.27	45.52	87.32	0.1349	3.86
1971	5.75	2426.97	51.33	48.58	408.41	0.1352	0.88
1972	5.25	3893.81	51.76	46.51	95.44	0.1708	2.85
1973	6.25	4778.99	132.26	126.01	42.53	0.1182	25.07
1974	7.75	4282.99	43.66	35.91	301.77	0.1061	1.12
1975	6.75	4290.58	60.47	53.72	343.57	0.1156	1.35
1976	6.75	4704.52	33.49	26.74	343.86	0.1068	0.73
1977	5.25	5041.35	19.21	13.96	240.78	0.0961	0.60
1978	4.50	5597.61	16.76	12.26	83.83	0.1009	1.45
1979	6.00	6331.15	34.42	28.42	39.37	0.0943	7.66
1980	7.00	6910.89	18.13	11.13	34.75	0.0891	3.59
1981	6.25	7558.20	18.47	12.22	49.06	0.0868	2.87
1982	5.75	7416.86	20.86	15.11	82.98	0.0864	2.11
1983	5.75	8920.31	32.66	26.91	187.03	0.1042	1.38
1984	5.50	10668.70	42.72	37.22	56.10	0.1151	5.76
1985	5.50	12624.20	36.99	31.49	309.48	0.1154	0.88
1986	3.76	16726.76	17.88	14.12	86.64	0.1460	1.12
1987	3.39	23234.80	77.27	73.88	449.18	0.1481	1.11
1988	4.32	27427.32	58.98	55.59	389.06	0.1758	0.81
1989	6.08	34507.53	43.92	39.60	145.54	0.1852	1.47
1990	5.25	28826.02	40.00	36.92	101.22	0.1322	2.76
1991	3.88	24371.06	122.63	117.38	1603.17	0.1167	0.63
1992	1.80	18095.37	42.95	39.07	578.63	0.0996	0.68
1993	2.31	19055.78	74.12	72.32	669.36	0.0990	1.09
1994	0.54	20009.25	61.65	59.34	698.02	0.0941	0.90
1995	0.33	17298.26	20.87	20.33	417.57	0.0930	0.52
1996	0.32	21011.49	60.29	59.96	679.29	0.0876	1.01
1997	0.23	18293.15	30.44	30.12	333.13	0.0869	1.04
1998	0.14	15276.10	61.52	61.29	343.67	0.0827	2.16
1999	0.16	16948.74	57.41	57.27	528.81	0.1205	0.90
2000	0.04	16905.30	60.41	60.25	205.74	0.1117	2.62
2001	0.03	11987.31	89.89	89.85	539.57	0.0872	1.91
2002	0.03	10067.01	86.37	86.34	404.34	0.0799	2.67
2003	0.03	9289.78	72.15	72.12	419.43	0.0968	1.78
2004	0.03	11232.38	80.00	79.96	288.22	0.1082	2.56
2005	0.03	12595.35	24.47	24.44	164.13	0.1590	0.94
2006	0.25	16284.86	88.34	88.09	241.45	0.1650	2.21
2007	0.35	17001.62	25.76	25.41	187.51	0.1416	0.96
2008	0.26	12087.44	34.28	34.02	100.40	0.0930	3.64
2009	0.11	9407.54	126.66	126.55	1021.72	0.1034	1.20
2010	0.15	9893.49	21.16	21.01	423.85	0.0936	0.53
2011	0.13	9445.30	13.34	13.21	196.36	0.0904	0.74
2012	0.14	9237.86	14.37	14.23	188.63	0.1034	0.73

注. 1970年—2009年：吉川(2006)より抜粋、2010年—2012年：筆者計算を元に作成

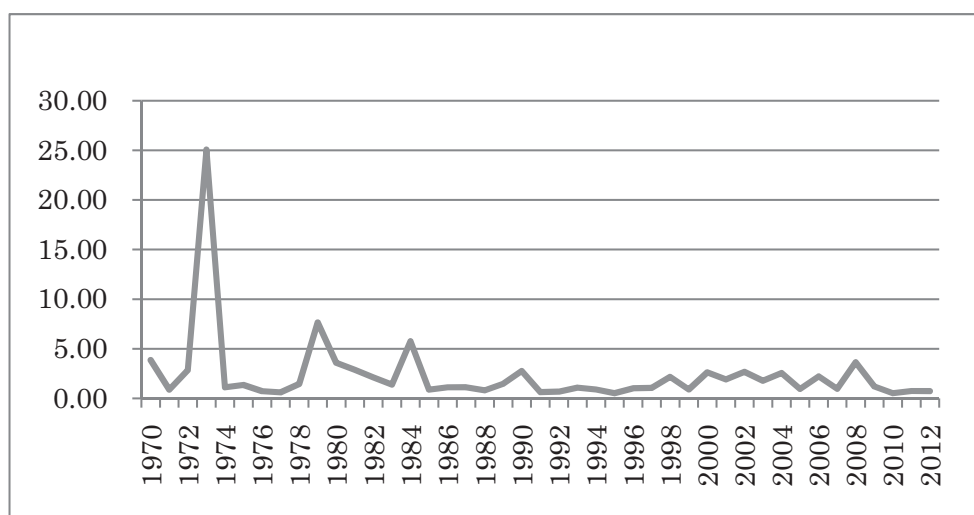


図5 相対的危険回避度の推移

注. 1970年—2009年：吉川(2006)より抜粋、2010年—2012年：筆者計算を元に作成

4.4 相対的危険回避度の推計結果

相対的危険回避度の推計結果は、表2にまとめられている。表3では、経済環境期間別に相対的危険回避度を分け、期間内の平均と標準偏差を計算した。加えて、表4は日本版金融ビッグバンの起点になる1996年から以前の期間（1970年～1995年）と、日本版金融ビッグバン以降の1996年から2012年までの期間に分け、平均と標準偏差を計算したものである。

4.5 相対的危険回避度の考察

新たに計測した2009年度から2012年度の相対的危険回避度の値をみると、各年度とも相対的危険回避度は1を下回っており、2008年度以降、家計はリスク回避的になったといえる。計測結果の1970年度から相対的危険回避度の値を確認しても、3年間つづいて1を下回った期間はない。2009年度から2012年度まで、家計がリスク資産の保有に関して積極的になったといえる。2008年度のリーマン・ショック時の相対的危険回避度

は、3.64であったことを比較すると、リーマン・ショック以降、家計はリスク資産保有に関して積極的になった。

次に、表3より経済環境期間別の相対的危険回避度の平均を確認する。経済環境別に5期間に分けて相対的危険回避度の平均を算出した。5期間を比較すると2009年以降の相対的危険回避度は1を下回っており、リーマン・ショックが起こった後も家計はリスク資産の保有に関して積極的になっていたことがわかる。これは、バブル期以降の家計の選択との明らかな相違点である。吉川(2012)では、リーマン・ショック直後には相対的危険回避度が大きくリスク回避的な方向へ変動しているとし、家計の金融資産選択において、リーマン・ショックはバブルと並ぶほどの大きな影響を与えた可能性があるとし唆していた。期間別で考察すると、リーマン・ショックは一時的に家計の金融資産選択をリスク回避的にしたが、その後の家計の金融資産選択に影響を与えた可能性は少ないといえる。

表3 経済環境期間別の相対的危険回避度の平均と標準偏差

期間	期間内の相対的危険回避度の平均	期間内の相対的危険回避度の標準偏差
1970年代から1980年代半ばまで	4.09	5.93
1985年から1989年まで(バブル期)	1.08	0.23
1990年代(バブル期以降)	1.17	0.68
2000年から2008年まで(リーマンショック以前)	2.14	0.81
2009年以降(リーマンショック以降)	0.80	0.25

注. 1970年—2009年：吉川(2006)より抜粋、2010年—2012年：筆者計算を元に作成

表4 日本版金融ビッグバン以前と以降の相対的危険回避度の平均と標準偏差

期間	期間内の相対的危険回避度の平均	期間内の相対的危険回避度の標準偏差
1970年から1995年まで	2.82	4.85
1996年から現在 (日本版金融ビッグバン以降)	1.62	0.90

注. 1970年—2009年：吉川(2006)より抜粋、2010年—2012年：筆者計算を元に作成

最後に、表4より日本版金融ビッグバン以前と以降の相対的危険回避度の平均を確認する。家計の「貯蓄から投資へ」の政策が始まるきっかけとなった1996年の日本版金融ビッグバンを境目とし、1970年から1995年を1期間、1996年から2012年までを2期間として、それぞれの平均と標準偏差を算出した。日本版金融ビッグバン後の期間の相対的危険回避度は、日本版金融ビッグバンが始まる前よりも相対的危険回避度は低下している。これは、金融ビッグバン以降、家計は危険資産保有に積極的になってきたことがわかる。「貯蓄から投資へ」が家計に浸透してきている可能性が示唆できる。

以上より、本稿では相対的危険回避度の2つの特徴が明らかになった。第一に、リーマン・ショックが起こった年度では一時的に相対的危険回避度の値は3.64まで上昇しリスク回避的になっていたが、その後の相対的危険回避度の値は低下し、リスク資産の保有に積極的になってきたことである。第二に明らかとなった特徴は、金融ビッグバンが始まった後の家計は、相対的リスク回避度が低下しており、家計は危険資産の保有に積極的になったといえる。

5. おわりに

金融資産の特性因子を使用した吉川(2011)の分析では、因子の代替特徴としては、安全性因子から危険性因子への代替より、安全性因子から保証性因子のほうが代替的であり、安全性が危険性かという特性に注目されやすいが、因子特性から注目すると、この2つの因子は代替えがおこりにくい因子特性であることが明らかになっている。このことは、「貯蓄から投資へ」=「預金から株(投資信託)へ」が家計にとって代替えが起こりにくい特性であることを意味している。

日本の家計の金融資産選択の効用を推計する尺度の相対的危険回避度の計測によると、2つの特徴がみられた。1つ目は、2つの経済危機に関しての家計の行動の変化である。リーマン・ショック後の相対的危険回避度は低下しており、家計は

リスクに対して積極的であった。これは、バブル期以降とは異なり、バブル期以降は相対的危険回避度は上昇していた。2つ目は、金融ビッグバンの以前と以降では、相対的危険回避度の変化があったことである。金融ビッグバン以降、家計の相対的危険回避度は低下しており、資産選択行動はリスクに対して積極的に変化している。2つの特徴から推測される日本家計の資産選択は、リスクに積極的になってきていると考えられる。しかし、多くの先行研究が示すとおり、リスク資産のシェア、残高でみると危険資産への移り変わりの大きな変化は確認できない。

本稿の課題は、相対的危険回避度の期待収益率は日経平均株価を使用している。現在の家計のリスク資産の選択は日経平均株価以外のリスク資産もあり、その指標を組み入れることも必要である。加えて、相対的危険回避度の変化には、統計学的な検証も必要になる。今後の課題は、「貯蓄から投資へ」のより有効な政策の提言や、金融の自由化における金融機関の取り扱い商品の選択肢の増加が、家計の金融資産選択の変化にどのように寄与しているのかのデータを用いた実証研究が有効となるであろう。

家計は、「貯蓄から投資へ」の政策による社会環境の変化により、預金を代表する安全資産だけでなく、価格が変化し元本欠損リスクはあるが、収益性を見込める株式や投資信託などの幅広い金融商品を資産選択の選択肢として選択できる環境となった。また低金利により、自助努力なしでは家計の保有している金融資産は増加せず、少子高齢化社会の弊害として、社会保障制度の今後の負担増加も考えなければならず、老後資金の計画が必要な状況になっている。加えて、外的な経済環境の変化など家計を取り巻く経済環境は著しく変化している。その一方で、政府主導の家計の金融資産選択を株式や投資信託などの価格が変動する資産を選択しやすくなるための政策も充実してきている。

今後の日本国が、リスク資産のシェア・残高の変化を伴った「貯蓄から投資へ」を実現するには、

政府・供給側の金融機関・受給側の家計が、それぞれの立場で「貯蓄から投資へ」の現状を正しく認識することが必要である。政府が「貯蓄から投資へ」を実現するためには、金融ビッグバンから続いている政策を他の国を模倣するだけでなく、日本の家計の特徴を生かした政策を立案していくことが必要になるであろう。金融機関が「貯蓄から投資へ」を実現するためには、特性モデルで検討してきたように安全性か危険性かの議論だけでなく、家計の金融資産選択に合致した幅広い特性の商品のラインナップの充実を図ることが必要となってくる。家計が「貯蓄から投資へ」を実現するためには、家計の金融資産に対する環境がどのように変化してきているかを認識し、今後の家計に起こりえるであろう様々な社会環境の変化を認識し、行動していかなければならない。

参考文献

- 明石茂生 (1998) 「金融資産選択と特性分析」、村本 孜 (編) 『日本人の金融資産選択：バブルの経験とビッグバンの影響』 東洋経済新報社、51-85.
- 祝迫得夫 (2012) 『家計・企業の金融行動と日本経済—ミクロの構造変化とマクロへの波及』 日本経済新聞出版社.
- 金融庁「政策Ⅲ 個人投資家の参加拡大」
<http://www.fsa.go.jp/seisaku/18jisseki/21.pdf>
- 金融庁「証券市場の改革促進プログラム」
<http://www.fsa.go.jp/news/newsj/14/syouken/f-20020806-2.html>
- 金融庁「証券取引等の一部を改正する法律の制定」
<http://www.fsa.go.jp/common/diet/>
- 金融庁「平成22年度税制改正」
<http://www.fsa.go.jp/news/21/sonota/20090831-2/01.pdf>
- 金融庁「日本版ISAについて」
<http://www.fsa.go.jp/policy/shokenzeisei/01.pdf>
- 金融広報中央委員会「家計の金融行動に関する世論調査 (2人以上の世帯)」
<http://www.shiruporuto.jp/finance/chosa/>
- 小池拓司 (2009) 「家計の保有するリスク資産—「貯蓄から投資へ」再考」『レファレンス』704: 59-78.
- 小巻泰之 (1995) 「人口構造の高齢化と貯蓄・資産選択についての一考察—高齢者の貯蓄行動と保険年金需要」『フィナンシャル・レビュー』34: 41-67.
- 村田啓子 (2003) 「ミクロデータによる家計行動分析—将来不安と予備的貯蓄—」『金融研究』(3): 23-58.
- 中川忍・片桐智子 (1999) 「日本の家計の金融資産選択行動—日本の家計はなぜリスク資産投資に消極的であるか?」『日本銀行調査月報』11月号: 79-113.
- 内閣府「従来の預貯金中心の貯蓄優遇制度から株式投資などの投資優遇へという金融のありかたの切替」
<http://www.fsa.go.jp/news/newsj/14/sonota/f-20020722-1b/080-083.pdf>
- 西村佳子・西田小百合・村上恵子 (2005) 「金融知識の習得とポートフォリオの最適化」『岡山大学経済学会雑誌』36: 139-153.
- 日本銀行「資金循環統計家計部門」
<http://www.boj.or.jp/statistics/sj/index.htm/>
- 大蔵省「日本版金融ビッグバンとは」
http://www.fsa.go.jp/p_mof/big-bang/bb1.htm
- 下野恵子 (1998) 「バブル崩壊以前と以降の金融資産選択行動」、村本孜 (編) 『日本人の金融資産選択：バブルの経験とビッグバンの影響』 東洋経済新報社 113-136.
- 鈴木亘 (2009) 「バブル期に家計の金融資産選択行動は変化したか?」『学習院大学経済論集』46(2): 229-239.
- 高橋元 (2006) 「投資環境の変化と個人投資家 (新しい時代の投資家行動)」『証券経済研究』53:37-56.
- 竹中慎二 (2009) 「高額所得者データを用いた危険選好の分析」『日本経済研究』61: 27-58.
- 山下貴子 (2011) 『家計行動のダイナミクス—少子高齢化と流通革命—』 千倉書房.
- 吉川卓也 (2001) 「危険資産に対する日本の家計の金融資産選択行動」『金融ビッグバンにおける個人の金融資産選択行動—個人金融に関する研究会報告書—』91-119.
- 吉川卓也 (2003) 「日本における家計の相対的危険回避度の推移：1970年～2002年」『成城大学経済研究』163: 73-87.
- 吉川卓也 (2005) 「特性モデルによる日本の家計の金融資産需要の実証分析」『中村学園大学・中村学園大学短期大学部研究紀要』37: 77-88.
- 吉川卓也 (2006) 「家計の金融資産選択行動の長期的変化」『郵貯資金研究』8月号: 148-175.
- 吉川卓也 (2012) 「リーマン・ショックと日本の家計の金融資産選択」『中村学園大学・中村学園大学短期大学部研究紀要』44: 137-150.