

わが国家計の金融資産選択における行動特性

金融機構局 中城瑞希、篠潤之介*、今久保圭

Bank of Japan Review

2017年5月

わが国では、家計の金融資産の大半を現預金が占めるという状況が続いている。2000年代以降、運用・貯蓄目的の金融資産をリスク性資産に振り向ける世帯は緩やかな増加傾向にあるが、リスク性資産の非保有世帯が今なお多数派を占めている。家計のリスク性資産投資を妨げる要因は実務・学術双方から様々指摘されているが、本稿では、『家計の金融行動に関する世論調査』を用いて、現預金集中からの脱却を難しくしている家計の行動特性について改めて検証した。リスク性資産投資への抵抗感や生活設計の不十分性といった家計の行動特性を把握することは、今後の資産運用行動の変化を占ううえで有益である。また、制度見直しや商品提供のあり方のほか、金融教育の方向性を考えるうえでも重要な視点を提供するものである。

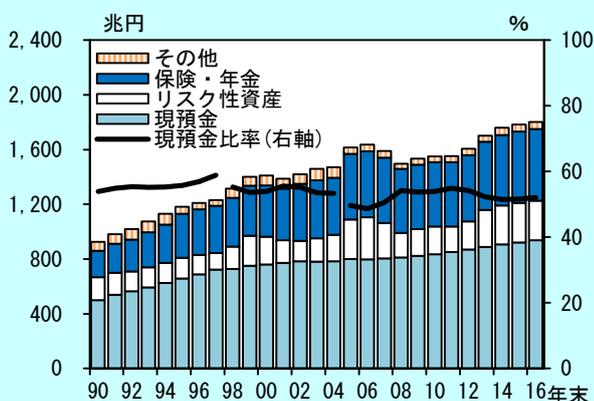
はじめに

わが国家計部門の金融資産構成をみると、現金と預金の合計が全体の50%に及ぶ(図表1)。この現預金比率の水準は、米国の14%やユーロ圏の34%(いずれも2016年末時点)と比べても高めである。わが国では、1990年代以降、金融自由化が進められるなか、制度の改正や商品提供の見直しなど、家計のリスク性資産投資を促す様々な施策がとられてきた。一連の取り組みは、投資家層拡大の一助になったとみられるが、これまでのところ、現預金比率そのものに大きな変化はみられない。

こうした現預金中心の資産運用は、家計にとって合理的なのだろうか。一般に、安全資産とリスク性資産をどう配分するかという金融資産選択は、家計にとって難解な問題である。最適な資産配分は年齢に応じて変わり得るが、理論的にもその回答は一意に定まらない。長期にわたって労働所得を獲得できる若年層は、リスク性資産をより多く保有すべきという議論もあれば、老後の生活資金を確保するために、若年層はむしろ安全資産をより多く保有すべきという正反対の議論もある¹⁾。

そこで本稿では、『家計の金融行動に関する世論調査』を用いて、わが国家計の金融資産選択の現状について考察する。同調査は、金融広報中央委員会が1963年から年に1回実施しているサーベイであり、無作為に抽出した8,000の二人以上世帯を調査対象としている。2007年からは、2,500の単身世帯に対する調査も実施している。金融資産の保有目的や選択動機、貯蓄性資産(現金・流動性預金など決済目的以外の金融資産)の保有状況について、定量的、定性的な調査が行われている。家計の金融資産選択は古くからある議論であるが、わが国の家計がリスク性資産の積み増しに慎重である背景について、サーベイを用いて改めて検証することが、本稿の目的である。

【図表1】金融資産構成



(注) 1. 1998年と2005年は基準改定のため段差が生じている。

2. リスク性資産は、株式、投資信託および債券。

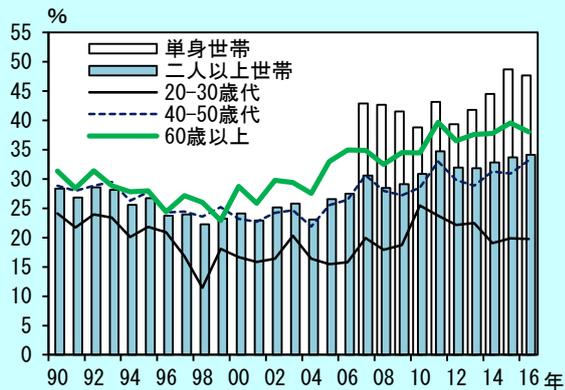
(出所) 日本銀行「資金循環統計」

投資家層の拡大

家計の金融資産選択を考えるうえでは、①安全資産のほかにリスク性資産を保有するかどうかという選択と、②リスク性資産を保有する場合、リスク性資産をどの程度保有するかという選択の、双方の視点が必要である。まず、前者の選択問題に着目してみよう。

運用・貯蓄目的の貯蓄性資産を保有している二人以上世帯のうち、何らかのリスク性資産（ここでは、株式、投資信託、および債券）を保有する世帯の比率は緩やかに上昇している²（図表 2）。リスク性資産の保有世帯比率を年齢階層別にみると、主たる投資家層である 60 歳以上の世帯で一段と上昇しているだけでなく、資産形成層と呼ばれる 40～50 歳代の世帯においても上昇している。こうした傾向は、国内の金融システム不安が収束した 2000 年代前半以降、顕著である。

【図表 2】リスク性資産の保有世帯比率



(注) 1. 折れ線グラフは二人以上世帯。
2. 貯蓄性資産の保有世帯ベース。
(出所) 金融広報中央委員会

(資産選択基準の変化)

投資家層の拡大が続く背景のひとつに、家計の資産選択基準の変化が挙げられる。わが国では、1990 年代後半にかけて金融システム不安が高まるなかで、家計が金融資産を選択する際に、収益性よりも安全性・流動性を重視する傾向が一段と強まった（図表 3）。その後、金融システム不安が後退し、低金利環境が長期化していくなかで、安全性・流動性を重視する傾向に歯止めがかかり、収益性にも徐々に目が向けられるようになっていく。

【図表 3】金融資産の選択基準



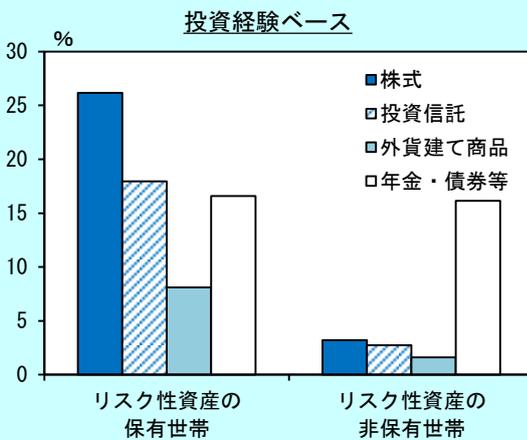
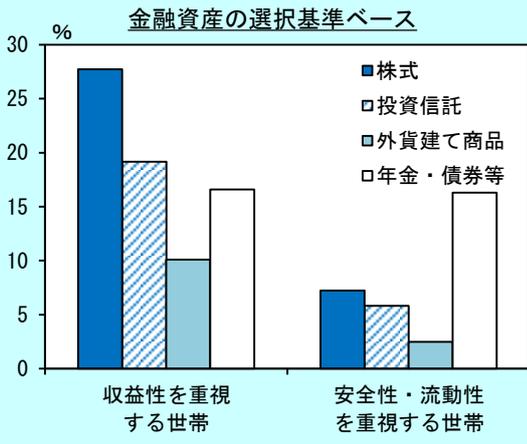
(注) 1. 折れ線グラフは、収益性重視世帯の構成比と安全性または流動性重視世帯の構成比の差。
2. リスク性資産の保有世帯ベース。
(出所) 金融広報中央委員会

収益性を重視する世帯は、それ以外の世帯に比べてリスク選好が強いという特徴がある。金融資産選択にあたって収益性を重視する世帯はその 61% がリスク性資産を保有しているのに対し、安全性・流動性を重視する世帯では 28% に過ぎない。また、収益性を重視する世帯は、株式や投資信託をはじめとする様々な金融商品への関心が相対的に高く、家計部門によるリスク性資産投資の牽引役となっている（図表 4 上図）。これは、安全性・流動性を重視する世帯が、預貯金や保険・年金など、元本保証や利回り保証の付いた金融商品を選好し、リスク性資産にはほとんど関心を示さないことと対照的である。

(投資経験の蓄積)

この間、投資経験の蓄積も進んでいる。1980 年代末の資産バブル崩壊、1990 年代後半の金融システム不安、2001 年の MMF 元本割れ、2000 年代後半の世界的な金融危機など様々なリスク・イベントを経て、相場の急落による元本割れを経験したことのある世帯は増加傾向にあり、貯蓄性資産保有世帯の 30% を超す。いったんリスク性資産投資を始めた世帯は、その後、相場が悪化し含み損を抱えることがあっても、リスク性資産投資から撤退することは稀である。また、リスク性資産を積み増すことを検討している世帯も少なくない（前掲図表 4 下図）。このように投資経験を積んだ世帯の増加も、安定的な投資家層の形成に寄与している。

【図表 4】新規保有・増額を希望する商品



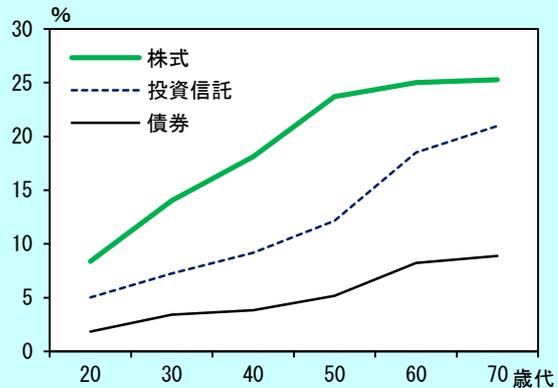
(注) 1. 今後 1~2 年のうちに新規保有・増額を希望する世帯の比率。複数回答ベース。
2. 2016 年時点。
(出所) 金融広報中央委員会

収益性の重視と投資経験の蓄積を背景とした投資家層の拡大は、単身世帯においてより顕著である(前掲図表 2、3)。単身世帯は、二人以上世帯よりもリスク選好が強く、特に若年層は、金融資産選択にあたって収益性を重視する傾向が強い。昨今、単身世帯は増加傾向にある。こうしたリスク選好の強い単身世帯の増加も、投資家層拡大の一端を担っている。

もともと、貯蓄性資産の保有世帯におけるリスク性資産の保有世帯比率が上昇しているとはいえ、二人以上世帯の 34%、単身世帯の 48%であり、非保有世帯がなお多数派を占めている。金融商品別の保有世帯比率をみても、もともと保有世帯比率の高い株式でも 30%に届かず、投資信託は 20%にとどまっている(図表 5)。リスク性資産を保有すべきかどうかという選択問題については、リスク回避的な家計であっても、幾らかのリスク性資産を保有しておくことが望ましいとされる³。半数

以上がリスク性資産を保有していないというわが国の現状は、何らかの行動特性が影響している可能性を示唆している。

【図表 5】商品別の保有世帯比率

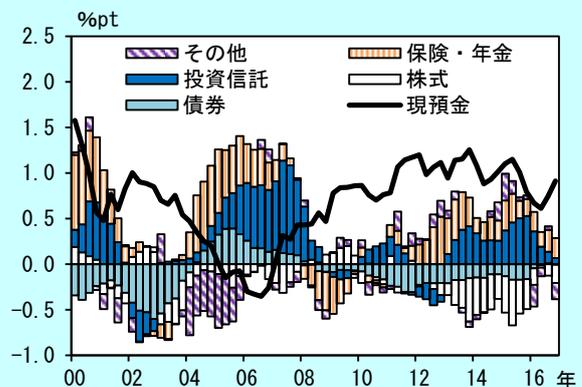


(注) 6つのコーホートごとの保有世帯比率の平均値。コーホートは 1937~1996 年生まれを 10 年ごとに区分。
(出所) 金融広報中央委員会

リスク性資産投資の伸び悩み

次に、リスク性資産をどの程度保有するかという、もうひとつの選択問題に着目してみよう。2000 年代以降、家計部門の金融資産残高が平均 +0.9%で増加するなか、現預金とその他資産の増加寄与はそれぞれ+0.7%pt と+0.2%pt である(図表 6)。現預金はほぼ一貫して資金の流入超が続いているのに対し、その他資産は株式と投資信託の振幅が大きく、資金の流入は相対的に不安定である。特に、ここ数年は株式からの資金流出が大きいこともあり、前述した投資家層の持続的な拡大にもかかわらず、現預金からその他資産へのリバランスは鈍いままである。

【図表 6】金融商品ごとの資金流出入



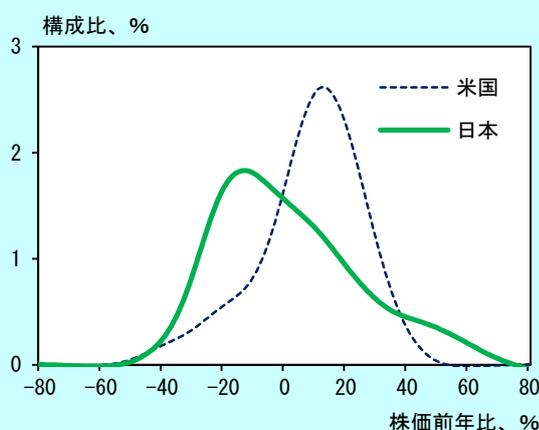
(注) 家計の金融資産残高(時価ベース)に対する資金流出入(時価要因を除くベース)の寄与度。
(出所) 日本銀行「資金循環統計」

こうしたわが国の状況に対し、リスク回避的な国民性、非流動資産である不動産の保有に伴う流動性制約、不十分な金融教育など、様々な仮説が提示されてきた⁴。いずれもわが国家計の金融資産選択の特徴を捉えたものであるが、その説明力についてコンセンサスは必ずしも得られていない。以下では、①リスク性資産投資への抵抗感、②生活設計の不十分性、③リスクテイク行動の変化、という観点から、今なおリスク性資産投資が伸び悩む背景について考えてみたい。

リスク性資産投資への抵抗感

先行研究でも指摘されているとおり、わが国家計の慎重な投資行動の背景のひとつに、株式投資の収益性の低さが挙げられる。1995年以降のTOPIXの株価パフォーマンス（前年比ベース）をみると、米国のS&P500を大きく下回っている（図表7）。過去20年間、TOPIXは、平均的に値下りすることが多かったが、この点は、平均的に値上りすることの多かったS&P500とは対照的である。

【図表7】 株価変動の日米比較



(注) 1. 株価前年比の分布（スムージング後）。データ期間は1995～2016年。
2. 日本はTOPIX、米国はS&P500ベース。
(出所) Bloomberg

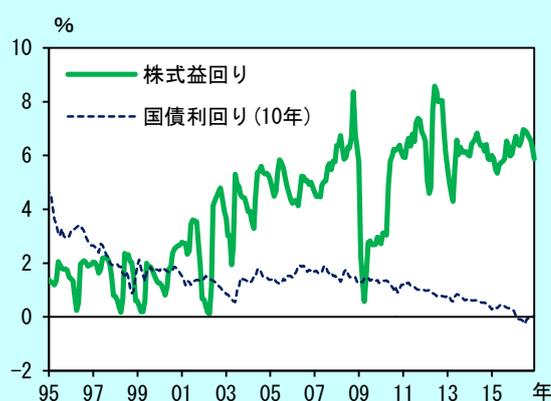
証券業界では、過去の株価パフォーマンスの低さは、短期的な値上り益の獲得を目的とした投資行動を促す要因として指摘されてきた。日本証券業協会の『証券投資に関する全国調査』によると、長期投資目的と短期の値上り益目的の個人投資家の割合は、投資信託の5:2に対し、株式が1:1である。株式投資における短期売買を目的とした投資家の比重が高いことは、市場の売買を活発にする方向に作用する一方、家計による株式資産の

積み増しには繋がりにくい。

また、こうした不冴えな相場動向は、家計が株式投資をそもそも躊躇する一因にもなっていたとみられる。実際、前述のとおり、収益性を重視する世帯が増えたとはいえ、安全性・流動性を重視する世帯は今なお少なくない。リスク性資産を保有する世帯であっても、金融資産選択の際に元本保証を重視する世帯は30%に上る。

保有資産の評価損を忌避する「損失回避的な行動」は、金融資産構成を変更しないという現状維持に繋がりがやすく、このことが現預金中心の資産運用が長く続く一因になっていると考えられる⁵。東証一部の株式益回りは、2010年代以降、10年国債利回りを6%pt超上回る水準で推移しており、株式投資に消極的である損失回避的な家計は、こうした収益機会を逸していることになる（図表8）。リスク性資産投資の価格変動リスクをゼロにすることはできないが、近年広がりつつある長期積立投資の手法には、リスク性資産投資への抵抗感を和らげる効果が期待されている。毎月一定額を購入する定額投資法は、一括して購入する投資手法よりも、長期的にみれば平均購入コストを抑制することができる。また、同手法は、少額から投資を始めることができるため、纏まった資金を用意できないことがリスク性資産投資の妨げとなっている世帯にとっても有効である。

【図表8】 株式益回りと国債利回り



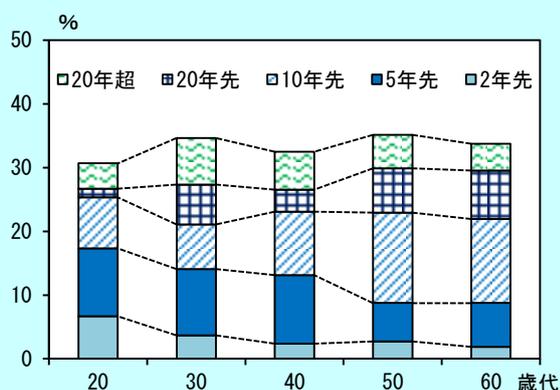
(注) 株式益回り=1/PER。月中平均。
(出所) Bloomberg

生活設計の不十分性

ライフサイクル仮説に従えば、それぞれの家計は、老後の生活資金を確保するために、勤労世代のうちに貯蓄をする。実際、70%近い世帯が、金

融資産の保有目的として「老後資金の確保」と「予備的な貯蓄」を挙げている。もっとも、将来の生活設計を立てている世帯は、2000年代初との対比で5%pt近く増加したとはいえ、全体の30%程度にとどまっている。半数以上の世帯では、引き続き、老後の生活を具体的にイメージできていない可能性が示唆される（図表9）。

【図表9】生活設計の策定状況



(注) 1. 生活設計の想定期間別の世帯構成比。
2. 2016年時点。

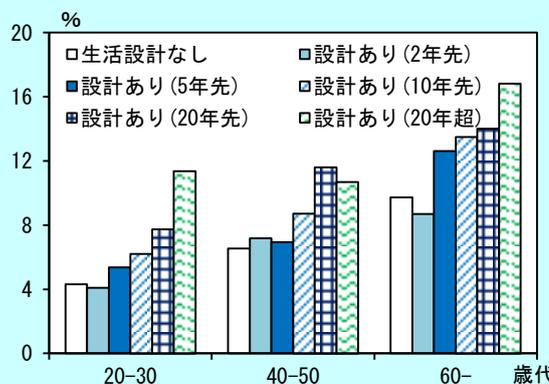
(出所) 金融広報中央委員会

生活設計を立てている世帯であっても、その想定期間に老後まで含めている世帯はごく少数である。若年層ほど、先行きの想定期間が短く、20歳代の半数は先行き5年程度しか考慮していない。年齢を重ねるにつれて想定期間は徐々に長期化していくが、60歳代の平均想定期間はなお10年程度である。65歳の平均余命が21.9歳であることを踏まえると、十分な想定期間とはいえない。また、65歳の平均余命が過去20年間で2.5歳長期化し、今後も長期化する可能性があることを踏まれば、より将来まで見通した生活設計が必要になると考えられる。

こうした想定期間の短さは、遠い将来の事柄をどれだけ重視するかという、時間選好率の違いから生じる。具体的には、住宅ローンや子供の養育費など、目先の事柄は真剣に検討する一方、老後の生活費や年金・保険の受給額など、将来の事柄に対する検討が結果として後回しになるような状況を指す。生活設計の有無と金融資産構成との関係を見ると、生活設計を立てている世帯では、それ以外の世帯に比べ、どの年齢階層においてもリスク性資産の保有比率が高くなる傾向がある（図表10）。こうした傾向は、生活設計の想定期間が長いほど顕著である。生活設計を立て老後の

生活を具体的にイメージすることが、現預金集中からの脱却に向けた一歩になると考えられる。多くの金融機関が提供している生活設計のためのシミュレータは、その一助になるであろう。

【図表10】生活設計とリスク性資産保有の関係



(注) 1. 各世帯のリスク性資産の保有比率（貯蓄性資産に占めるリスク性資産の割合）の平均値。

2. 貯蓄性資産の保有世帯ベース。

3. 2010年代の平均値。

(出所) 金融広報中央委員会

リスクテイク行動の変化

従来、家計にとって、株式、投資信託、債券が典型的なリスク性資産だったが、最近では、それ以外の金融商品でリスクテイクをする機会が徐々に増えている。例えば、保険の分野では、低金利環境が長期化していることもあって、高い利回りを保証した定額保険に代わって、為替リスクを伴う外貨建て保険や、運用成績に応じて給付額が変動する変額保険の品揃えが充実してきている。また、年金の分野では、従来、確定給付型が主流であったが、2017年から加入対象が拡大された個人型確定拠出年金（iDeCo）をはじめ、確定拠出型の商品が台頭してきている。

定額保険や確定給付年金では、家計の受取額は予め保証されているのに対し、変額保険や確定拠出年金では、運用成果が契約者に直接還元される反面、運用にかかるリスクも契約者が直接負担することになる。このため、変額保険や確定拠出年金などの普及は、リスクテイク経路が新たに拡充されることを意味する。新たなリスクテイク経路の拡充は、金融知識の向上と相俟って、家計の追加的なリスク性資産投資を促すことが期待される。もっとも、リスクテイク経路が拡充されても、家計のリスク選好が変わらなければ、結果として、

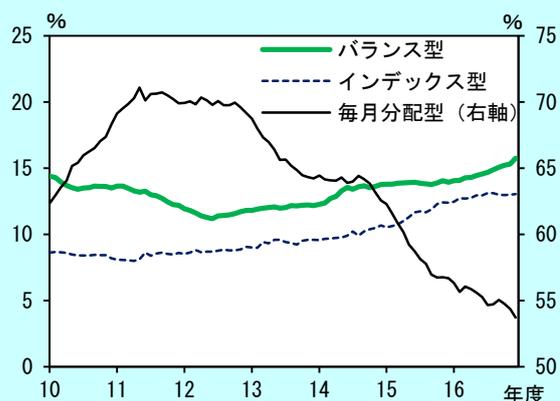
株式など典型的なリスク性資産投資を代替するにとどまり、リスク性資産への資金流入の増加に繋がらない可能性もある。

加えて、典型的なリスク性資産のなかでも、従来とは異なる資金フローがみられ始めている。前述のとおり、長期積立投資の手法が浸透してきたことで、特に投資信託の分野では、短期売買ではなく、長期投資を志向する投資家が徐々に増えている⁶。毎月の積立額は少額であるため、資金流入ペースは毎月分配型の投資信託がブームとなった2000年代半ばには及ばないが、相場の好不調にかかわらず、投資信託には安定した資金流入が続いている（前掲図表6）。

この要因として、家計と販売会社双方の意識の変化が挙げられる。家計の側では、短期的な分配金だけでなく、中長期的な評価益も勘案したトータルリターンを重視するようになってきている。販売会社の側では、顧客の回転売買を奨励するような営業方針から、顧客預り資産の積み上げを図る営業方針へと舵を切っている。また、制度の面では、2014年に導入された少額投資非課税制度（NISA）のもと、小口の積立投資が税制面で優遇されるようになってきている⁷。

この結果、分配金の高さで人気を博した毎月分配型は、一時は投資信託残高の過半を占めていたが、2010年度を直近ピークに、急速にそのシェアを縮小している（図表11）。代わって、インデックス型のシェアが相対的に拡大しているほか、残高への寄与はまだ小さいものの、バランス型への資金流入もみられている。インデックス型やバランス型は、投資信託のなかでもリスク分散が図りやすく、リスクが比較的低位に抑えられた商品が多い⁸。損失回避的な家計がリスク性資産投資を始める際の、導入商品としても位置付けられている。家計のリスクテイク行動の一連の変化は、家計の金融資産選択という観点だけでなく、金融システムにおけるリスク性資金のフローという観点からも注目に値する。例えば、積立投資を前提とした家計の資金フローは、株式相場の変動を増幅するような資金フローを一部相殺し、相場下落局面における相場変動を抑制する方向に作用する可能性がある⁹。

【図表11】運用タイプ別の株式投資信託



(注) 公募の株式投資信託（除くETF）残高に占める割合。
(出所) 投資信託協会

おわりに

本稿では、リスク性資産投資が伸び悩み、現預金集中からの脱却がなかなか進まない、わが国家計の資産運用の現状について考察した。リスク性資産投資への抵抗感や生活設計の不十分性に起因する現預金集中は、家計の資産運用行動を理解するうえで重要な特性のひとつである。本稿で取り上げた以外の要因を含め、家計の行動特性を把握することは、今後の資産運用行動の変化を占ううえで有益である。また、制度見直しや商品提供のあり方のほか、金融教育の方向性を考えるうえでも重要な視点を提供するものである¹⁰。

* 現・金融市場局。

¹ 家計の金融資産選択については、次の論文を参照。

塩路・平形・藤木 [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」、日本銀行金融研究第32巻2号63-103ページ。

² この間、貯蓄性資産を保有していない世帯（現金・流動性預金など決済性資産のみ保有している世帯）の比率は、1990年の25%程度から2016年の40%弱まで上昇している。

³ 幾らかのリスク性資産を保有しておくことが望ましいにもかかわらず、実際には、非保有世帯が多数派を占めるという現象は「ストックホールディング・パズル」と呼ばれる。詳細は脚注1の論文を参照。

⁴ 先行研究については、脚注1の論文のほか、次の論文を参照。

伊藤・瀧塚・藤原 [2017]、「家計の資産選択行動—動学的パネル分析を用いた資産選択メカニズムの検証—」、日本銀行ワーキングペーパーシリーズNo.17-J-2。

Aoki, Michaelides, and Nikolov [2016], "Household portfolios in a secular stagnation world: evidence from Japan," Bank of Japan Working Paper Series, No.16-E-4.

⁵ 行動経済学では、損失回避的な行動は、投資の利益よりも損失に対する感応度が高い、S字型の効用関数によって定義される。損失回避的な行動は、現在の状態により大きな価値を見出すとい

う、現状維持バイアスに繋がることが知られている。

⁶ 個人投資家を取り巻く環境の変化については、次のレポートを参照。

國島・篠・今久保 [2016]、「わが国資産運用ビジネスの新潮流——『貯蓄から投資へ』の推進に向けて——」、日銀レビューシリーズ No.16-J-16。

⁷ 2014 年の NISA に次いで、2016 年からはジュニア NISA が導入されたほか、積立 NISA が 2018 年からの導入に向けて検討されている。

⁸ 投資信託の運用行動が、企業ガバナンスのあり方や株価形成に及ぼす影響については、脚注 6 の文献を参照。

⁹ 次のレポートを参照。

日本銀行 [2016]、『金融システムレポート』、2016 年 10 月号。

¹⁰ 金融教育面での取り組み状況については、金融広報中央委員会のウェブサイト (www.shiruporuto.jp) を参照。

日銀レビュー・シリーズは、最近の金融経済の話題を、金融経済に関心を有する幅広い読者層を対象として、平易かつ簡潔に解説するために、日本銀行が編集・発行しているものです。ただし、レポートで示された意見は執筆者に属し、必ずしも日本銀行の見解を示すものではありません。

内容に関するご質問等に関しましては、日本銀行金融機構局金融第 3 課証券グループ（代表 03-3279-1111）までお知らせ下さい。なお、日銀レビュー・シリーズおよび日本銀行ワーキングペーパー・シリーズは、<http://www.boj.or.jp> で入手できます。