



2008年4月22日

### 資産分布格差で読み解く、日米家計のリスク性金融資産比率の相違

～米国家計のリスク性金融資産比率の高さは富裕層への資産一極集中の産物～

(財) 国際通貨研究所

経済調査部長・チーフエコノミスト 竹中正治

[takenaka@iima.or.jp](mailto:takenaka@iima.or.jp)

#### 要旨

日本の家計の保有する金融資産が、米国、あるいは西欧諸国と比較して、預貯金などの安全資産に偏り、株式に代表されるリスク性金融資産の比重が小さいことはこれまで様々な調査レポート、論文で扱われてきた。その理由については、日本の家計の資産選択が危険回避的であるためとの一般的理解が流布している。ところが、この点を検証した調査研究は少ないものの、日本の家計の選好が米国に比べて危険回避的であることは検証されていない。

本稿では、日米家計のリスク性資産の保有比率の相違の大半は、家計部門の金融資産の分布格差の相違で説明できることを示す。すなわち、高所得で金融資産保有額の大きい富裕な家計ほどリスク性金融資産の保有比率が高い傾向が見られる。これは日米の家計に共通している。ところが、米国では所得水準で上位 10%、あるいは 20%の家計への金融資産の集中が著しく、他方日本では相対的に平等な分布が見られる。この結果、家計全体を集計すると米国ではリスク性金融資産の保有比率が高くなるのである。この点は、筆者の知る限り、過去の全ての論者が見落としている。

この事実認識が正しいとすると、日本における「貯蓄から投資へ」の金融構造の変革を展望する時、その意味することは重大である。米国と同様に家計の資産分布が一部の富裕層に一極集中した社会を望まない限り、日本における「貯蓄から投資へ」の変化を促進するためには、米国とは異なった政策的なアプローチが必要であることを示唆するからである<sup>1</sup>。

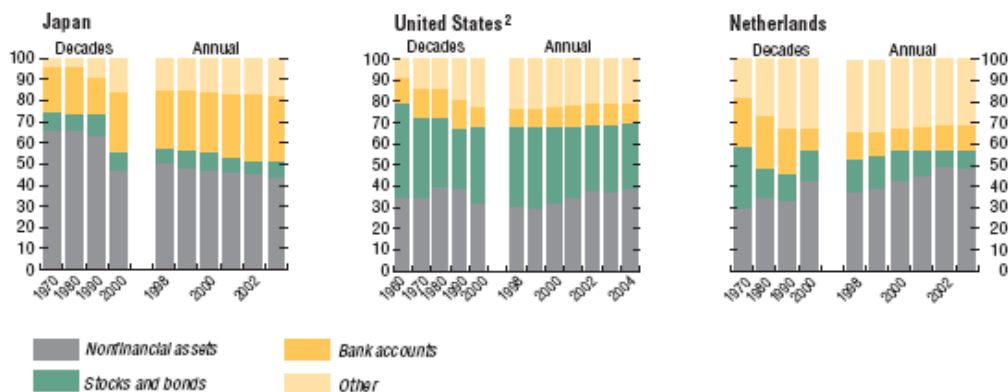
#### 【日本の家計におけるリスク性金融資産比率の低さ】

日米を含む主要先進諸国の家計の金融資産の保有内訳を横断的に比較した近年の調

<sup>1</sup> 本論は次の筆者論文の日米家計の金融資産ポートフォリオの相違に関する部分を、最新のデータと研究成果に基づいて再度論述するものである。Masaharu Takenaka “New Dimension of Financial Liberalization in Japan” Business Economics, Volume 42, Number 2, April 2007, National Association for Business Economics

査として、IMFのレポート(Global Financial Stability Report April 2005<sup>2</sup>)がある。IMFレポートによっても、やはり日本では家計の預貯金の金融資産に占める比率は米国や西欧諸国と比較して著しく高く、一方「株式並びに債券」として集計されたリスク性金融資産の比率は、米国はもとより、西欧(例示ではオランダ)と比較しても低いことが確認されている。

図表 1



図表： International Financial Stability Report April 2005 by IMF

また、日銀とFRBの資金循環表によって日米を対象に家計の金融資産の内訳を比べると図表2の通りである。日銀の集計が個人事業主を含み、FRBの集計は非営利法人(Non Profit Organization)を含むという、カテゴリー上の相違はあるが、株式・出資金、投資信託の保有比率が小さく、預貯金に偏した日本の家計の金融資産構成の特徴は明らかであり、しかも過去 20 年間大きく変化しなかった。

図表 2 日米家計の金融資産内訳

	Japan	the U.S.	as of 2004
deposit & cash	<b>54.8%</b>	<b>15.2%</b>	deposits
securities other than share	2.8%	5.9%	credit market instruments
shares & other equities (a)	<b>8.6%</b>	<b>18.0%</b>	corporate equity (a)
		<b>16.4%</b>	equity of non-corporate business (b)
mutual fund(trust fund)	<b>2.7%</b>	<b>9.6%</b>	mutual fund
insurance reseives	16.3%	3.0%	lif insurance reserves
pension fund reserves	10.2%	26.3%	pension fund reserves
others	4.6%	5.6%	others
total	100.0%	100.0%	total
liability ratio to asset	27.5%	29.3%	

<sup>2</sup> Chapter 3 Households Balance Sheets, Global Financial Stability Report April 2005, International Monetary Fund <http://www.imf.org/external/pubs/ft/gfsr/2005/01/index.htm>

	Japan	the U.S.	as of 1985
deposits & cash	52.3%	24.8%	deposits
securities other than shares	8.4%	8.5%	credit market instruments
shares & other equities	15.9%	10.6%	corporate equity
		25.0%	equity of non-corporate business
mutual fund(trust fund)	2.2%	2.0%	mutual fund
insurance reserves	11.9%	2.6%	life insurance reserves
pension fund reserves	4.3%	20.8%	pension fund reserves
others	5.0%	5.6%	others
total	100.0%	100.0%	
liability ratio to asset	32.2%	23.7%	

データ: 日銀、FRB、資金循環表

### 【日米アンケート調査からは検証できない日本人のリスク回避選好】

こうした日本の家計の金融資産構成の特徴は日本人がリスク回避的であるためであるというイメージは根強いものの、それを検証した調査、論文はほとんどなかった。ただし、注目すべきは、木成(2007)の調査論文である<sup>3</sup>。木成は日米で実施されたアンケート調査結果を基に、日米家計の相対的危険許容度に有意な差が認められるかどうかを検証した。その結果、相対的な危険許容度に日米に有意な差は見られず、日本人の方が米人よりも危険回避的であるが故にリスク性資産比率が低いという解釈は妥当ではないと結論している。

このアンケート調査では、次のように資産をAとBに分類し、対象者の世帯全体で保有する資産AとBの金融資産のうち、グループBに分類される資産の割合はいくらかと質問している(回答は $\alpha$ )。そして、リスク性資産比率を次のように定義する。

資産グループA: 銀行預金、郵便貯金、現金預金、国債

資産グループB: 投資信託、株式、先物・オプション、社債、外貨預金、外国債

リスク性資産比率 =  $(\alpha \times \text{金融資産総額}) / (\text{金融資産総額} + \text{実物資産})$

このアンケート結果では、リスク性資産比率 10%未満の家計の比率が日本では 90%近くに達した一方で、米国では 60%未満にとどまった。すなわち、このアンケートでも日本の家計がリスク性資産比率の低い選択をしていることが確認されたわけである。

他の諸研究で、「リスク許容度の低い行動特性の持ち主はリスク性資産比率も低い」ことが日米とも共通に確認されている。そこで次に木成は、日本人のリスク許容度が米人に比べて低いかどうかを検証している。

具体的には、リスクの高い(変動性の高い)労働報酬の受け取り方と、リスクの低い労働報酬の受け取り方の2つを対象者に提示し、選択させ、リスク許容度の相違に基づいて対象者を4分類した。その結果、相対的リスク許容度の高い人がリスク性資産比率も高いことが再確認された。ところが、相対的リスク許容度の平均値には日米で有意な差異は認められなかった。すなわち、日本人のリスク許容度の相対的な低さ→リスク性資産比率の低さという関係は検証できなかった。

<sup>3</sup> 木成勇介、「アンケート調査による危険資産比率の日米比較～なぜ日米格差が生じているのか～」2007年2月26日、大阪大学大学院、Discussion Paper 177

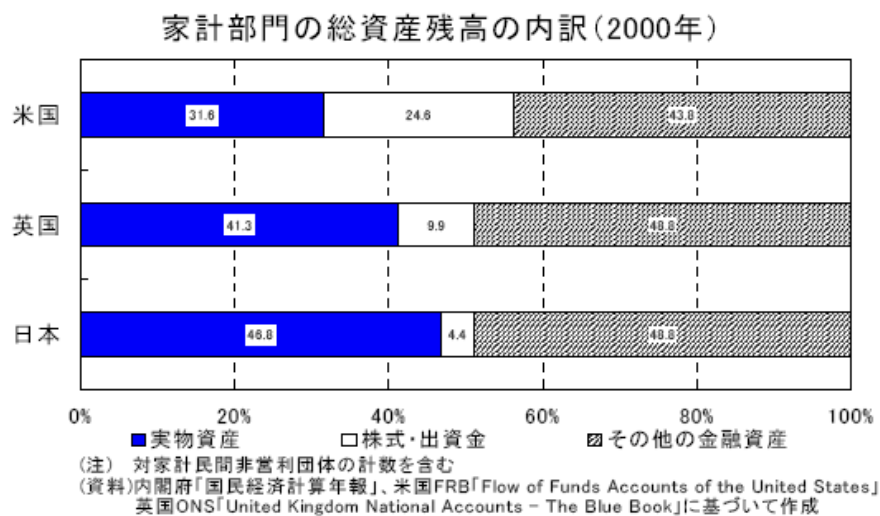
また、木成は古典的な資産選択理論に基づいて導いた理論予測値と現実の日米家計のリスク性資産比率とは乖離が大きく(有意に異なっており)、現実のリスク性金融資産比率は古典的な資産選択理論では十分に説明できない。従って、リスク性金融資産比率の日米格差の大部分は木成が考慮していない要因に依存している、すなわち未知であると結論している。

**【持家など実物資産も含めた総資産で考える視点】**

こうした未説明の問題状況下、日本の家計のリスク性資産比率の低さを日本人のリスク回避選好の強さとして理解する通俗的なイメージに対する反論として、意味のある視点を提供しているのが、石川・矢島(2002)である<sup>4</sup>。石川・矢島は家計の金融資産のみでなく不動産など実物資産も含めた視点を提示している。

実物資産が総資産に占める割合では、日本の方が米国よりもはるかに高い。家計の実物資産の中心は持家資産であり、持家も価格変動のある点でリスク性資産であると石川・矢島は考える。持家を含む実物資産と株式の合計をリスク性資産とみなすと、日本、米国、英国の家計が保有するリスク性資産の総資産に占める割合は、日本 51%、米国 56%、英国 51%であり、差はほとんどない(以下図表 3)。

図表3



石川・矢島(2002)より

すなわち、年収に比べて住宅・土地が高価な日本においては、持家取得のために家計の金融資産面でリスク性資産を保有する余裕が圧縮されていることが考えられるわけである。こうした石川・矢島の視点は有益である。実際、90年前後に東京では平均的な勤労者の持家購入価格は年収の10倍前後に達した。2000年代の米国の住宅ブーム時においても、全米平均では米国の住宅価格は家計平均年収の4倍から5倍程度だったことを考えると、日

<sup>4</sup> 石川達哉、矢島康次「家計の資産選択におけるリスクテイク～現金・預貯金に対する選好と持家および負債の関係～」ニッセイ基礎研究所、経済調査レポート、No.2002-03、2002年2月

本では持家価格の高さがリスク性金融資産の保有比率を低下させる要因としてある程度働いていることには納得性がある。

ただし、日本でも 91 年の不動産価格のピークから、不動産バブルの崩壊を経て、2000 年代には都市部でも平均的な勤労者の持家購入価格は年収の 5 倍程度に下がった。石川・矢島の仮説が正しいとすると、家計のリスク性金融資産の保有比率は、この変化に反応して上昇するはずである。特に 90 年代後半以降、年収倍率で低い価格で住宅を購入した世代、あるいはこれから購入する若い世代にリスク性金融資産の保有比率が上昇しているはずである。果たして、そうした変化が検証できるかどうか、この点は本論とは別に検討することにした。

### 【日米の金融資産分布の格差の相違】

日米の比較において日本家計のリスク性金融資産比率の低さを説明する仮説として、筆者が提起するのは、日米家計の金融資産分布格差の著しい相違である。日本のデータとしては総務省の家計調査(全国、農林漁世帯を除く全家計、2006 年)、米国データとしてはFRBサーベイ(Survey of Consumer Finance 2004)に基づいて以下議論を進める。また、「リスク性金融資産比率=リスク性金融資産/総金融資産比率」として実物資産は本論では除いて考えることにする。

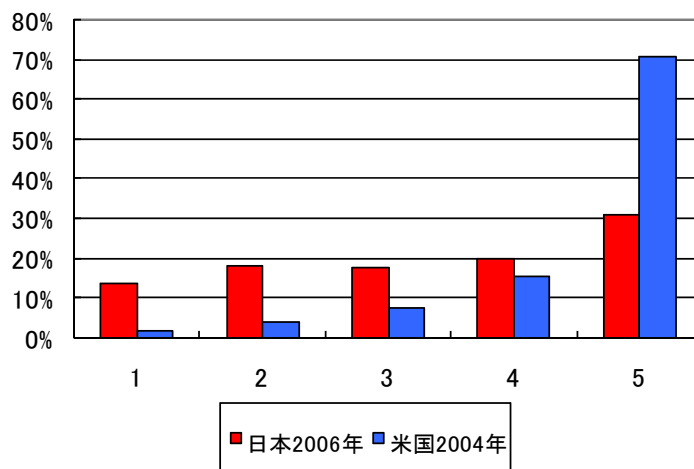
まず、家計所得水準の 5 分位で各分位が保有する金融資産の全体に対するシェアを表示すると図表4の通りとなる。米国では所得上位 20%の家計が金融資産全体の 70%を占めている。一方、日本では上位 20%が保有する金融資産のシェアは全体の 30%に過ぎず、これらのサーベイデータによる限り、米国に比べて日本ははるかに格差の少ない分布となっている。また、家計当たりの金融資産規模、リスク性金融資産比率は次の通りである。

	平均金融資産	平均リスク性金融資産比率
日本	1714 万円	株式 9.9% (株式と株式投資信託の合計)
米国	153.4 千ドル (1611 万円、1ドル=105 円換算)	株式 17.9%、投資ファンド類 15.0% (投資ファンド類の内、50%を株式投資と想定した場合、 米国の推定リスク性金融資産比率 25.4%)

世帯当たりの平均金融資産残高では、換算相場にもよるが、日米家計に大差はない。リスク性金融資産比率は、分類カテゴリーが完全に同じではないが、仮に米国の投資ファンド類の 50%が株式(リスク性資産)、他 50%が国債など債券(安全資産)と想定すると、米国のリスク性金融資産比率は 25.4%となり、日本の 9.9%の 2.56 倍となる。これは資金循環表から算出したマクロの平均値とも概ね妥当する結果である。

図表4

所得層別(5分位)日米家計の  
保有金融資産シェア



所得水準下位20%(1)から上位20%(5)までの5分位

データ: 日本総務省家計調査、米国 FRBサーベイ

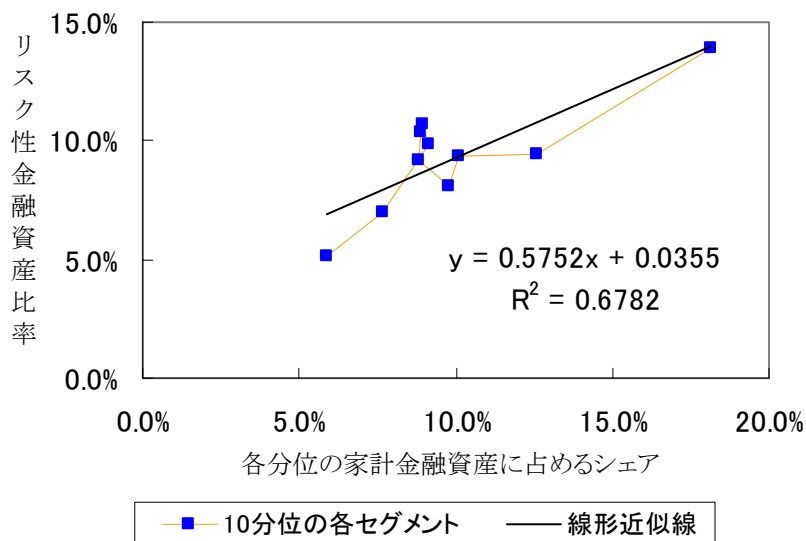
次に注目すべきは所得上位 10%の世帯の金融資産総額とリスク性金融資産比率である。日本の場合、このセグメントが家計金融資産に占めるシェアは 18.2%に過ぎず、平均金融資産は 3133 万円にとどまる。一方、富裕層に資産が一極集中している米国の場合は、その家計金融資産に占める比率は 57.9%に及び、平均金融資産は 1065.3 千ドルに達し、円換算で 1 億円を超える。

	所得上位 10%の平均金融資産	当該平均リスク性金融資産比率
日本	3133 万円	株式 13.9% (株式と株式投資信託の合計)
米国	1065.3 千ドル (1 億 1185 万円、1ドル=105 円換算)	株式 23.2%、投資ファンド類 16.7% (米国の推定リスク性金融資産比率 31.5%)

金融資産の分布格差は日米でこのように大きく異なるものの、所得水準の高い世帯ほど株式などのリスク性金融資産比率は高くなる点では日米に共通の傾向が見られる。これは高所得・高金融資産保有家計ほどリスク許容度が高いと考えれば、当然の結果である。その点を図示したのが、図表 5-1 と 5-2 である。日本では株式と株式投資信託の合計の金融資産に占める比率、米国では株式の比率を対象にして表示ある。

図表 5-1

日本家計、所得10分位の金融資産に占める比率  
とリスク性金融資産比率

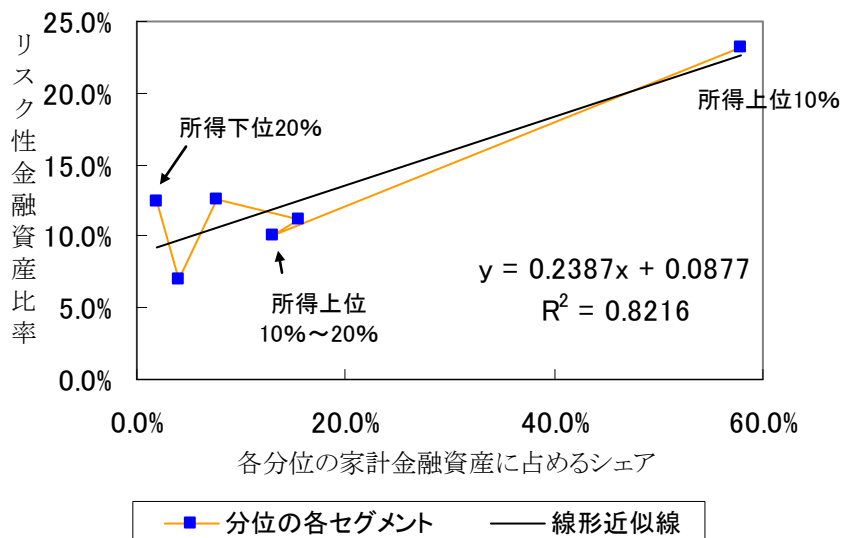


データ:総務省家計調査 2006 年

図表 5-2

米国家計、各所得分位の金融資産に占める比率  
とリスク性金融資産比率

所得上位20%のみ10%刻み、後は20%刻み



データ:FRB Survey of Consumer Finance 2004

**【米国と同じ金融資産分布格差を日本の家計に想定した場合の試算】**

それでは、こうした日米家計の金融資産分布格差の相違でリスク性金融資産の保有比率の日米の相違をどの程度まで説明できるのだろうか？それを試算するために、図表 5-1 に示した日本の家計所得10分位の金融資産シェアとリスク性金融資産比率の相関関係(線形

近似線)に基づいて、米国と同じ金融資産分布を想定した場合、日本の家計全体のリスク性金融資産比率がどのように変化するかを計算してみよう(図表 6)。ただし、米国のFRBサーベイは、所得下位 80%までが 20%刻み、上位 20%が 10%刻みの変則 6 分位となっている。そこで、日本の下位 10%と次の 10%に米国の下位 20%の金融資産シェアを当てはめるといように調整した。

図表 6

米国の金融資産分布を仮定した場合の日本の家計のリスク性金融資産比率の変化推計											
	全体集計	I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X
総金融資産に占める各分位のシェア $\beta$ (米国の分布)	100.0%	1.0%	1.0%	2.1%	2.1%	3.8%	3.8%	7.7%	7.7%	12.8%	58.1%
リスク性金融資産(株式・株式投資信託)比率 $\alpha$		4.1%	4.1%	4.7%	4.7%	5.8%	5.8%	8.0%	8.0%	10.9%	37.0%
$\alpha = 0.5752 \times \beta + 0.0355$ : 日本における各分位の金融資産シェアとリスク性金融資産比率の一次近似式に $\beta$ を代入											
米国の分布を当てはめた場合の金融資産保有額(万円)① $= 17,141 \times \beta$	17,141	169	169	356	356	656	656	1,315	1,315	2,196	9,953
株式・株式投資信託の額(万円)②= $\text{①} \times \alpha$	4,250	7	7	17	17	38	38	105	105	240	3,678
株式・株式投資の全金融資産に占める比率 ②/①	24.8%										

算出されたリスク性金融資産比率は 24.8%となり、5ページに示した米国のリスク性金融資産比率 25.4%(株式保有比率に投資ファンド類の半分を株式投資と想定した場合の比率)とほとんど変わらない水準になる。

これは、ある意味で驚くべき結果である。日米家計のリスク性金融資産比の相違のほとんどは、金融資産分布格差の相違だけで説明できてしまうことを意味するからだ。日米ともにエコノミストの間でも、日本の家計のリスク性資産比率の低さは、日本人の資産選択におけるなんらかの意味でのリスク回避選好の強さ、あるいは資本市場と投資手段の未発達などの事情に起因しているはずだという意識が非常に強い。

実際、筆者が本件仮説を初めて提示した前掲の NABE 論文においても、査読担当の米人エコノミスト、編集担当のエコノミストの双方から、「日米家計のリスク性資産比率の相違は日米の金融資産分布格差の相違で大半が説明できる」という論点をそのまま受け入れることに抵抗があった。このため、「金融資産分布格差の相違だけでは説明できない要因が働いている」との論調への修正を要求された経緯がある。

### 【仮説に関する留意事項】

もっとも本件推計結果について、留意すべき点を考えておくのは公平であろう。第 1 に、家計調査とFRBサーベイの信頼度が問題になる。日本の家計調査に示された金融資産分布の格差が現実よりも過小評価されている場合は、その度合いに応じて本件仮説の説明度は低下する。家計調査において、低所得層と富裕層はそれぞれの事情・思惑によって所得、資産の詳細を回答することを厭うことが考えられるので、サンプルから抜け落ちやすいかもしれない。ただし、同じ事情は米国のFRBサーベイでも生じ得るだろう。

第2に、推計に当たって日本の家計のリスク性金融資産比率は金融資産保有シェアの増加に従って線形で上昇すると想定したが、実際には低減傾向(湾曲した曲線)を示すかもし



れない。もしそうであるならば、それに応じて仮説の説明度はやはり減じるであろう。

第 3 に、株式を対象に見たリスク性金融資産比率の低さとセットになった傾向として日本の家計の預貯金比率(安全資産比率)の高さについては、やはり日米ともに上位の所得分位ほど低下する傾向が見られる。ところが、日本におけるその傾向は極めて緩やかであり、米国同様の金融資産分布の格差を日本に当てはめても、米国の水準に近いところまで低下せず、かなりの乖離が残る。これはやはり、日本の家計が預貯金を選好する別の要因も働いていると考えるべきであろう。

また、今後に残された課題として、1980 年以降に顕著に見られる米国家計の所得格差拡大とリスク性金融資産比率の上昇の時系列的な変化について、有意な関係を検証できるか興味深い問題が残る。

### 【「貯蓄から投資へ」に与える示唆】

さて、最後に以上の筆者仮説が正しいとすると、日本の金融・資本市場の構造変化を展望する時に、どのような示唆を汲み取るべきであろうか。

極めて大括りに言うと、家計の貯蓄が預金として銀行部門に(郵便貯金として郵貯に)偏している結果、日本の資金仲介は銀行部門に集中し過ぎている点が日本の金融構造の問題として繰り返し指摘されてきた。このことが、銀行貸出の過当競争としていわゆるオーバーバンキングの問題、更には債務者リスクに見合った金利形成の阻害、資本市場の相対的未発達の原因になっていると筆者も考えている。従って、政府が追求している「貯蓄から投資へ」の政策志向には基本的に賛成である。

しかし、筆者の仮説が相当程度に正しいとしても、家計のリスク性金融資産の保有を増加させるために日本も米国並みの富裕層一極集中の格差社会になるべきだと考える論者は筆者を含めてほとんどいないであろう。そうであるならば、日本は現在の比較的格差の小さい金融資産分布を損なうことなく、同時に「貯蓄から投資へ」の構造転換を進めなくてはならないことになる。それは米国が過去 30 年間に辿った所得・資産双方の格差拡大と資本市場の発達、とりわけヘッジファンド、プライベート・エクイティ・ファンドなどの興隆とは、ある程度異なった姿を追求することになる。

その道筋を描くことは、本小論の及ぶところではない。しかし、日本の家計の比較的小口、中口の資金を有効に投資チャンネルに向けるためには、投資信託の一層の拡大、効率化、適正化が重要な鍵となるだろう。実際、日本の公募投資信託に相当する米国のミューチュアル・ファンドは、小口の資金でリスク分散されたポートフォリオを保有できる手段として 401K などを通じて 80 年代以降飛躍的に家計資産に占める比率を上昇させてきた。前掲図表 2 で米国ではミューチュアル・ファンドの家計金融資産に占める比率が 1985 年の 2.0%から 2004 年には 9.6%に上昇している。一方、日本では投資信託の家計金融資産に占める比率は 85 年 2.2%、04 年 2.7%であり、07 年末でようやく 4.6%に過ぎない。

この点で期待が持てないわけではない。日本でも銀行を通じて投信が販売できるようになった結果、投信の裾野は間違いなく広がりつつある。投資リテラシーの普及に努め、比較的低い手数料率で小口でもリスク分散できる長期投資の手段としてインデックス投信などの普及が進めば、投資信託の家計金融資産に占める比率を上昇させていくことは可能であろう。この芽を健全に伸ばして行けるかどうか、日本における「貯蓄から投資へ」への変革の鍵に

なることを、金融ビジネス事業者も政策担当者も承知しておくべきだろう。

### 【参考文献】

Masaharu Takenaka “New Dimension of Financial Liberalization in Japan” Business Economics, Volume 42, Number 2, April 2007, National Association for Business Economics

Chapter 3 Households Balance Sheets, Global Financial Stability Report April 2005, International Monetary Fund

木成勇介、「アンケート調査による危険資産比率の日米比較～なぜ日米格差が生じているのか～」  
2007年2月26日、大阪大学大学院、Discussion Paper 177

石川達哉、矢島康次「家計の資産選択におけるリスクテイク～現金・預貯金に対する選好と持家および負債の関係～」ニッセイ基礎研究所、経済調査レポート、No.2002-03、2002年2月

以上

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべてお客様御自身でご判断下さいますよう、宜しくお願ひ申し上げます。当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、その正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されています。全文または一部を転載する場合は出所を明記してください。