

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

日本金融学会
2008年度 秋季大会
2008年10月12日



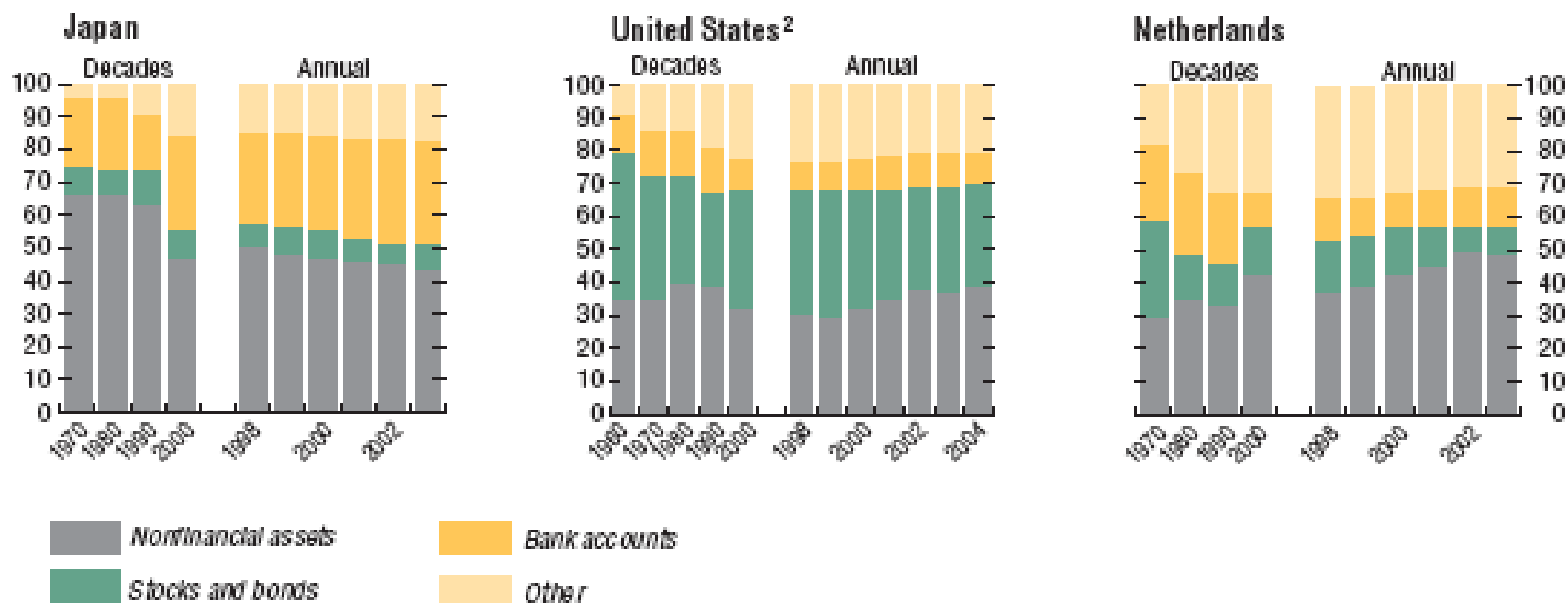
竹中正治
takenaka@iima.or.jp
(財)国際通貨研究所
経済調査部長・チーフエコノミスト
Institute for International
Monetary Affairs

要旨:株式に代表されるリスク性金融資産の家計資産に占める比率が日本で米国に比較して低い要因として、日米の資産分布格差に注目すべきである。

- ・ **通説:**日本の家計の資産選択が危険回避的であるためリスク性金融資産の家計資産に占める保有比率が低い。
- ・ 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。
- ・ **提示仮説:**日米家計のリスク性金融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。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は日米共通。ところが、米国では所得水準で上位10%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り、日本では低くなる。
- ・ **含意:**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」の変化は米国とは異なったものになるだろう。

主要先進国の家計の金融資産の保有内容を横断的に比較、分析した
IMFレポート(International Financial Stability Report April 2005 by IMF)

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。



資金循環表データに基づいた日米の家計金融資産ポートフォリオの比較

	Japan	the U.S.	as of 2004
deposist & cash	54.8%	15.2%	deposits
securities other than shares(exl.*)	2.8%	5.9%	credit market instruments
shares & other equities	8.6%	18.0%	corporate equity
		16.4%	equity in non-corporate business
trust fund*	2.7%	9.6%	mutual fund
insurance reseives	16.3%	3.0%	lif insurance reserves
pension fund reserves	10.2%	26.3%	pension fund reserves
others	4.7%	5.6%	others
total	100.0%	100.0%	total
liability ratio to asset	27.5%	29.3%	

	Japan	the U.S.	as of 1985
deposist & cash	52.3%	24.8%	deposits
securities other than shares(exl.*)	8.3%	8.5%	credit market instruments
shares & other equities	15.9%	10.6%	corporate equity
		25.0%	equity in non-corporate business
mutual fund(trust fund)	2.2%	2.0%	mutual fund
insurance reseives	11.9%	2.6%	lif insurance reserves
pension fund reserves	4.3%	20.8%	pension fund reserves
others	5.0%	5.6%	others
total	100.0%	100.0%	total
liability ratio to asset	32.2%	23.7%	liability ratio to asset

Source:BOJ, FRB

預貯金(現金)比率、日本52.3%、米国17.2%
 株式+投資信託(mutual fund)の比率、日本13.3%、米国21.8
 米国の年金は401Kで株式のmutual fundに投じられている部分も大きいので、日米の実態はもっと開いていると推測できる。

留意点:データの対象は米国が家計+NPO、日本は家計+個人事業者
 その結果日本ではequity in non-corporate businessのカテゴリー資産負債相殺
 されて出てこない。

	Japan	the U.S.	as of March 2008
deposit & cash	52.3%	17.2%	deposits
securities other than shares(exl.*)	3.0%	8.8%	credit market instruments
shares & other equities	9.0%	11.1%	corporate equity
		18.0%	equity in non-corporate business
investment trust *	4.3%	10.7%	mutual fund
insurance reseives	15.2%	2.7%	lif insurance reserves
pension fund reserves	11.9%	27.6%	pension fund reserves
others	4.6%	5.6%	others
total	100.0%	100.0%	total
liability ratio to asset	26.1%	32.9%	liability ratio to asset

Source:BOJ, FRB

「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成り立たない」

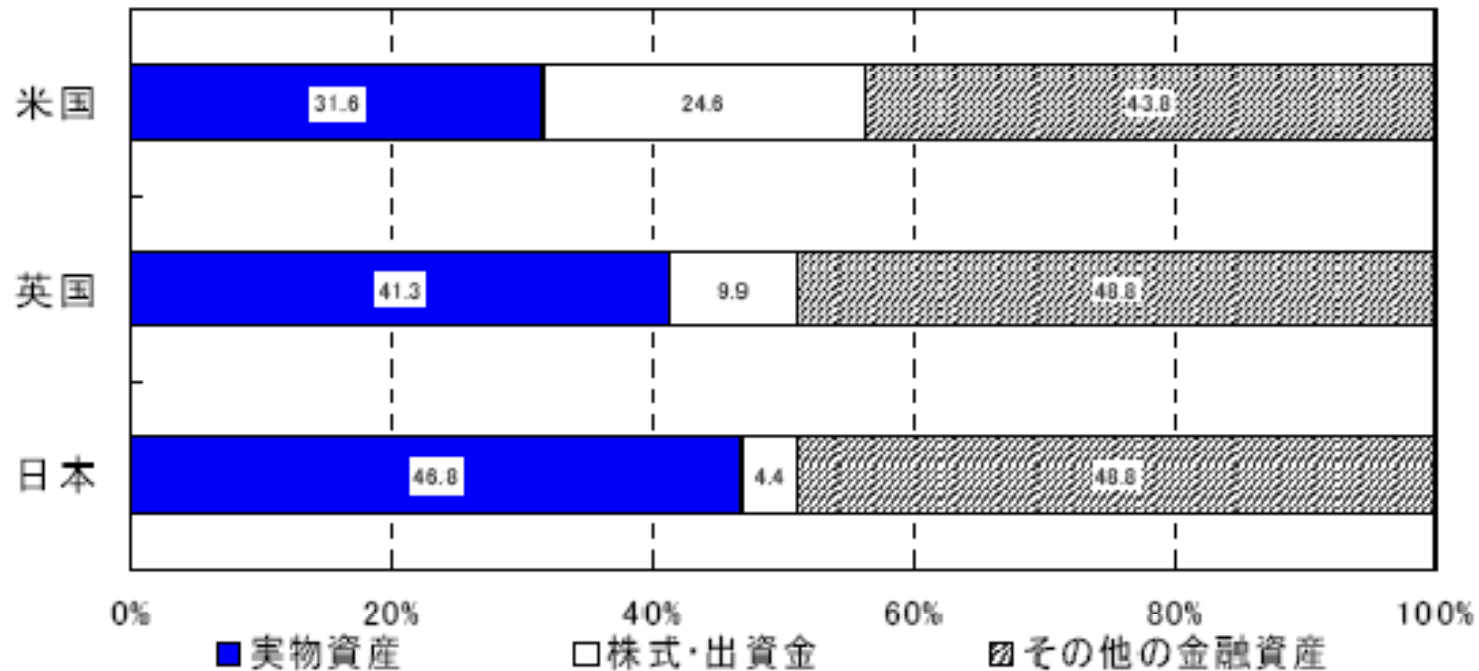
木成勇介「アンケート調査による危険資産比率の日米比較～なぜ日米格差が生じているか」2007年2月26日、大阪大学大学院、Discussion Paper177

- ・ 家計の相対的危険許容度の日米で有意な差は見られない。←日米で実施されたアンケート調査結果
- ・ リスク許容度に関する質問:変動性の高い(リスクの高い)労働報酬の受け取り方と変動性の低い受け取り方の2つを対象者に提示し、回答者を4分類した。
- ・ 相対的にリスク許容度の高い回答者がリスク性資産比率も高いことが確認された。
- ・ しかし、相対的リスク許容度の平均値に日米で有意な差は見られなかった。
- ・ リスク性資産比率に関する質問:
 - 資産グループA:銀行預金、郵便貯金、現金、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、外国債資産AとBの金融資産のうち、Bに分類される資産の割合はいくらか？

持家を含む実物資産と株式・出資金の合計をリスク性資産とみなすと、日本の家計のリスク性資産比率は低くない。

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」ニッセイ基礎研究所、経済調査レポート、No.2002-03、2002年2月

家計部門の総資産残高の内訳(2000年)



(注) 対家計民間非営利団体の計数を含む
(資料)内閣府「国民経済計算年報」、米国FRB「Flow of Funds Accounts of the United States」
英国ONS「United Kingdom National Accounts - The Blue Book」に基づいて作成

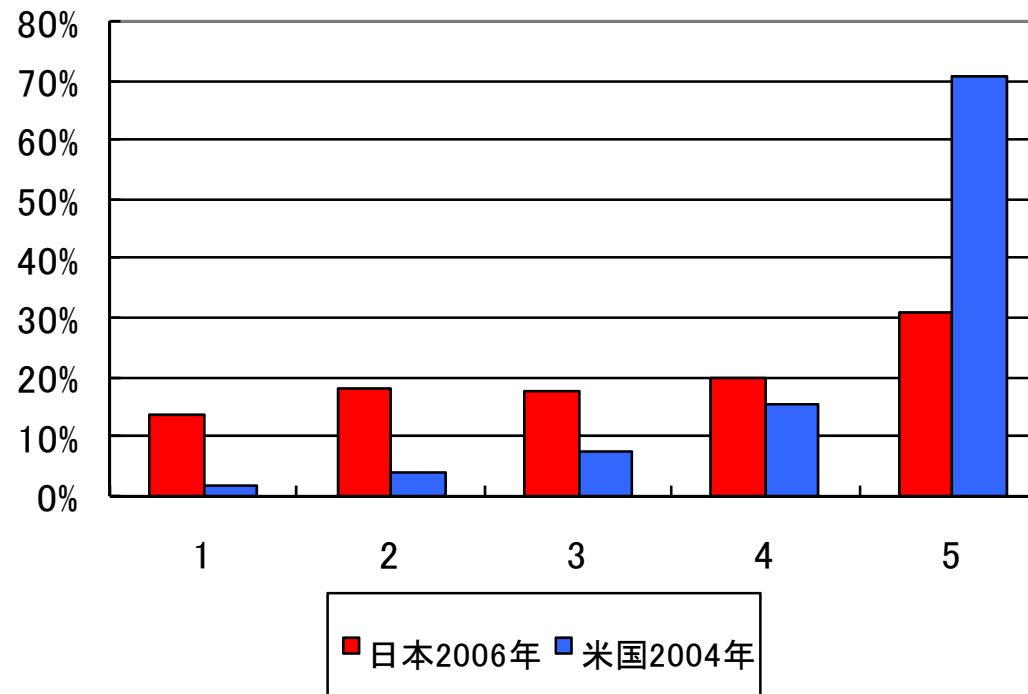
仮説の含意: 年収に比較して住宅・土地が高価な日本では、持家取得のために家計の金融資産面でのリスク性資産を保有する余裕が圧縮されている可能性がある。

- ・ 持家のバブル期購入世代(東京での持家価格は年収の10倍前後に達した)については、とりわけ適合しそうな解釈。
- ・ しかし、不動産バブル崩壊で持家購入価格が年収の5倍近くまで低下した現在でも、リスク性金融資産の保有に目立った変化が乏しい状況を上手く説明できるだろうか？
- ・ 日本の家計は持家を金融資産と同様に資産と認識しているか？
この点に懐疑的ないくつかの研究・調査結果あり。(大型長期の耐久消費財としての持家)

日米家計の金融資産分布格差の相違

所得上位10%の家計の金融資産全体に占めるシェア
日本18.2%、米国58.1%

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

(財)国際通貨研究所

日米家計の金融資産比較、平均と所得上位10%

米国データ:FRB、Survey of Consumer Finance 2004

日本データ:総務省、家計調査年報、貯蓄負債編2006年

	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	株式17.9%、投資ファンド類15.0%

(1611万円、1ドル=105円換算)

(投資ファンド類の内、50%を株式投資と想定した場合、

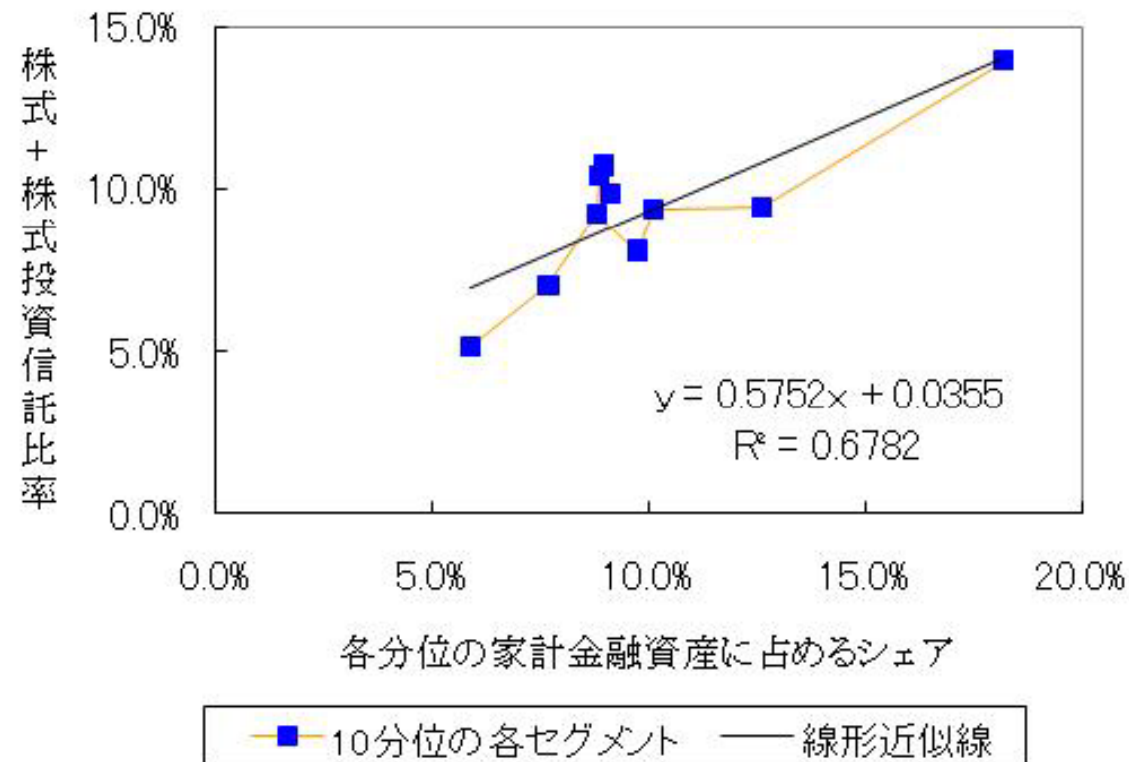
米国の推定リスク性金融資産比率25.4%)

	所得上位10%の平均金融資産	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	1,065.3千ドル	株式23.2%、投資ファンド類16.7%

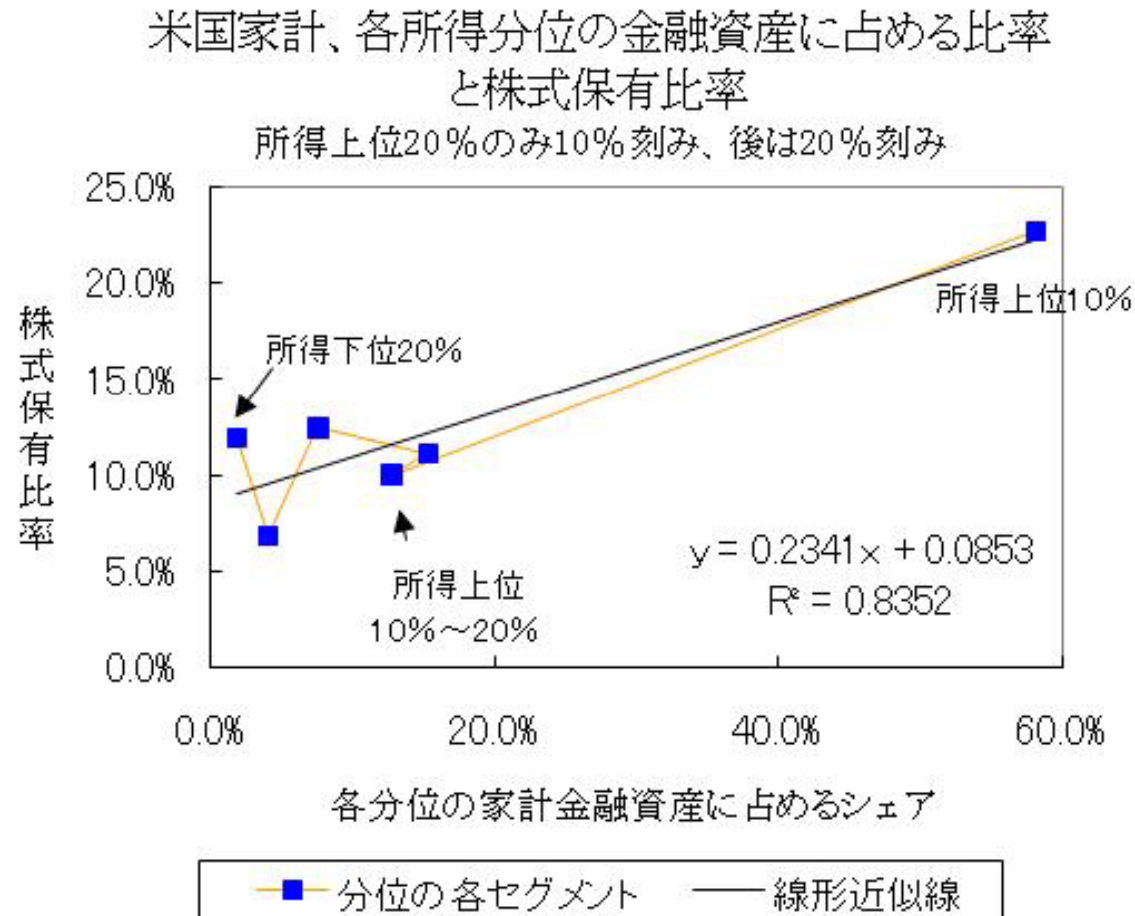
(1億1185万円、1ドル=105円換算)(米国の推定リスク性金融資産比率31.5%)

日米ともに所得上位の家計ほど株式などリスク性金融資産の保有比率が高い傾向は共通

日本家計、所得10分位の金融資産に占める比率
と株式+株式投資信託比率



とりわけ米国は所得上位10%への金融資産の集中が著しく、その分位の株式保有比率の高さが全体の比率を引き上げている。



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か？

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試算した。

（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。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。）

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 β (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%
試算結果:リスク性金融資産(株式・株式投資信託)比率 α		4.1%	4.1%	4.7%	4.7%	5.8%	5.8%	8.0%	8.0%	10.9%	37.0%
$\alpha = 0.5752 \times \beta + 0.0355$	日本の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 β を代入して α を算出										
米国の分布を当てはめた場合の日本家計の各分位の金融資産保有額(万円)①= $17,141 \times \beta$	17,141	169	169	356	356	656	656	1,315	1,315	2,196	9,953
試算結果:株式・株式投資信託の額(万円)②=① $\times \alpha$	4,250	7	7	17	17	38	38	105	105	240	3,678
試算結果:株式・株式投信の全金融資産に占める比率 ②/①	24.8%										

試算結果

- ・ 試算されたリスク性金融資産比率は24.8%となり、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。
- ・ ところが、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。

仮説に対する留意事項、その1:家計調査とFRBサーベイの信頼度など

- ・ 家計調査とFRBサーベイのデータにベースの違いがあるか？
家計調査(二人以上の家計対象)、FRBサーベイ(ファミリー対象=二人以上)、ボランティアなサーベイであることなど、サイトに公開されている内容からはベースの違いは見当たらない。
- ・ 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。

仮説に対する留意事項、その2:推計式の想定

- ・ 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。
- ・ 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。

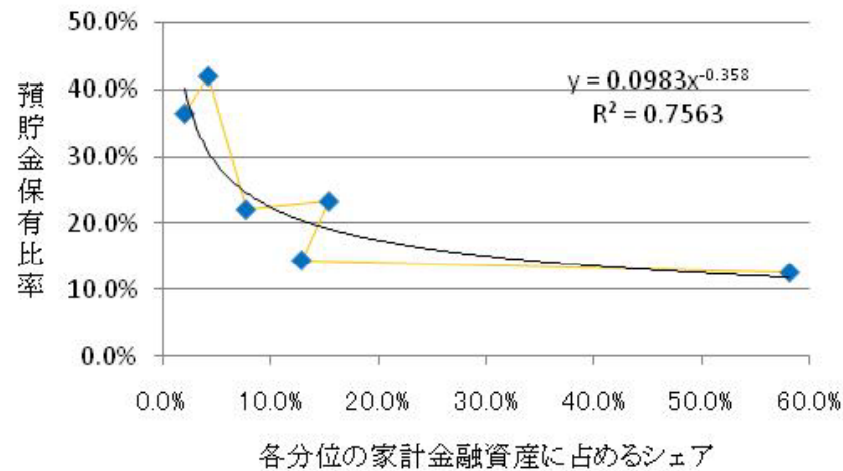
仮説に対する留意事項、その3:日本の家計における預貯金比率の高さについては、金融資産格差の相違以外の要因が働いている可能性が高い。

- ・ 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られるであろう。
- ・ 考えられる要因:郵貯の存在

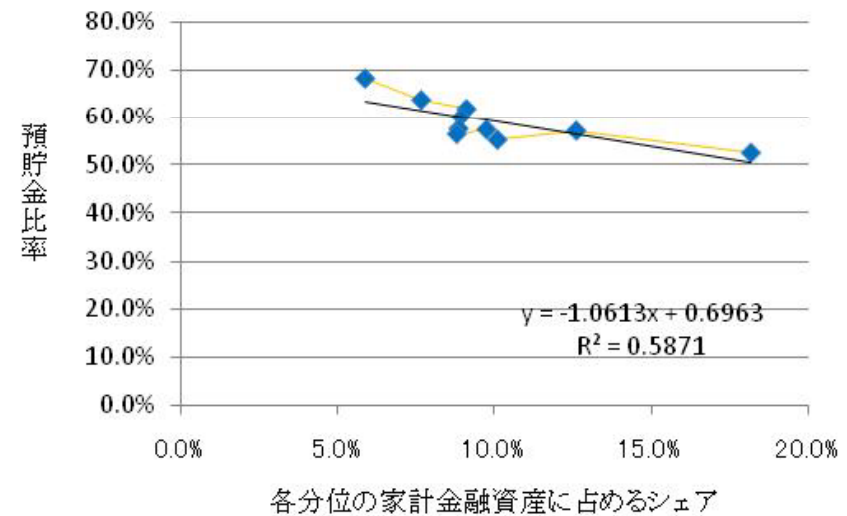
高所得層でも預貯金比率が極めて高い日本、この点の日米の相違は金融資産格差分布の相違だけでは十分に説明できない。

米国家計、各所得分位の金融資産に占める比率と預貯金保有比率

所得上位20%のみ10%刻み、他は20%刻み

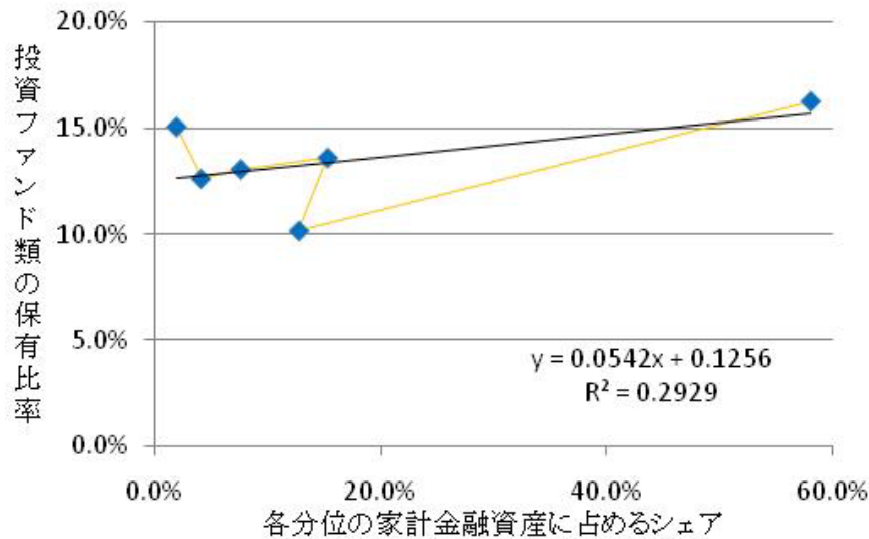


日本家計、所得10分位の金融資産に占める比率と預貯金比率

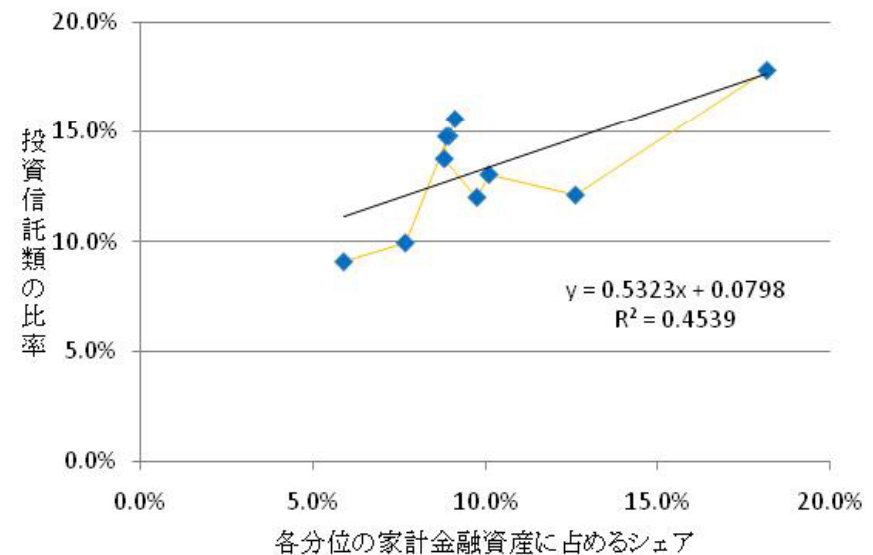


投資ファンド類については、米国は所得分位にかかわらず比較的同一の保有比率が見られる一方、日本では高所得層に傾斜した保有が見られる。

米国家計、各所得分位の金融資産に占める比率と投資ファンド類の保有比率



日本の家計、所得10分位の金融資産に占める比率と投資信託(株、債券)の比率



日本における「貯蓄から投資へ」に関する示唆

- ・ 日本でも貯蓄から投資への変革は必要
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。
- ・ 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。
- ・ 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、インデックス型の投資信託やETFの一層の拡大、効率化、適正化、それに合わせた金融・投資リテラシーの普及が重要な鍵となるのではないか。