

我が国家計の金融資産におけるリスク許容度

【2016 年 10 月 3 日 改訂】

山口 勝業^a

要約

我が国の家計金融資産に占める有価証券投資の比率が低いのは、日本人のリスク許容度が低いためであろうか？リスク許容度はリスク選好度とリスク許容量の二つの要素で構成される。本研究ではじっさいの我が国家計のリスク許容量を計測するため、「平成 26 年全国消費実態調査」のデータを家計の属性別に回帰分析してみた。その結果、年収階級別の金融資産保有額はすべての階級をつうじて非勤労者世帯のほうが勤労者世帯よりも約 1 千万円高い傾向が観察された。一方、金融資産総額に占める有価証券投資の比率は、金融資産総額が約 740 万円を超える増分に対しては約 28%でほぼ一定であることが、勤労者世帯と非勤労者世帯で共通していた。これらの事実、我が国家計のリスク許容度がリスク選好度よりもむしろ家計の財政状態に依存したリスク許容量でほぼ決まっていることを示唆している

JEL 分類番号：D12, D14, D91

キーワード：家計金融資産、リスク許容度、有価証券投資

^a イボットソン・アソシエイツ・ジャパン株式会社 yamaguchi@ibbotson.co.jp

1. はじめに

銀行預金の利率がほぼゼロパーセント、国債利回りにいたってはマイナスという時代に、我が国の家計はどのように金融資産の運用を行うべきか？ 日本銀行の資金循環統計によれば、2015 年時点で我が国の個人金融資産の総額は 1740 兆円、うち現金や銀行預金・郵便貯金などが 903 兆円と 52%を占めている一方、株式・債券・投資信託などリスク性金融資産は 300 兆円で 17.2%、投資信託に限れば 96 兆円と個人金融資産のわずか 5.5%でしかない。ⁱ 我が国の家計金融資産がなかなかリスク性金融資産への投資に向かわない理由は、日本人のリスク許容度が極端に低いからだろうか？

2. 投資家のリスク許容度は測定できるか？

投資家のリスク許容度(risk tolerance)はリスク回避度(risk aversion)の逆であるので、標準的なファイナンス教科書ⁱⁱでは一般に投資家の期待効用 U を期待収益率 $E(r)$ とリスク回避度 A とリスク（リターンの標準偏差 σ ）の関数として以下の式で定義している。

$$U = E(r) - \frac{1}{2} A \sigma^2$$

この式で得られる効用 U は安全資産利子率との確実性等価と解釈され、横軸 σ と縦軸 $E(r)$ の平面上では効用無差別曲線が描ける。ところが右辺 2 項のうち、期待収益率 $E(r)$ やリスク σ の推定値を得ることが容易でないことに加えて、リスク回避度 A の具体的な数値を個々の投資家について特定することは実際にはなおさら困難である。

そこで資産運用の実務では、投資家のリスク許容度を測定する方法として、投資リスクに関する複数の仮想的な質問に対する投資家の回答を数値化し、その合計得点によって最適なポートフォリオを提示する手法がとられてきた。だがこの手法に対しては、近年いくつかの批判が実務家ⁱⁱⁱや規制当局^{iv}から寄せられている。その批判の一つは、ほとんどの場合、質問内容は「どれだけのリスクを取りたいか」という投資家の主観的なリスク選好(risk preference)に偏っており、投資家の財政状態を勘案して「どれだけのリスクを取る余裕があるか」(risk capacity)という視点が欠けている、というものである。

3. リスク許容度には二つの要素がある

これらの批判が指摘するように、「リスク許容度」を議論するとき注意しなければならない

いのは、この用語には二つの要素がからんでいる点だ。一つは「私はどれだけリスクをとれるか？」という許容量(capacity)、もう一つは「私はどれだけリスクをとりたいか？」という選好度(preference)である。前者は個人の懐具合、つまり家計の財政状態からある程度は経済的・客観的に計測できる変数だ。これに対して後者は個人の生き方で、資産運用でリスクをとることに積極的か保守的か、というように性格や態度があらわれる心理的・主観的な要素だ。

銀行や証券会社で投信や株式の取引口座を開設するときには、これらに関連する簡単な質問が「お客様シート」に記載されており、これに回答してもらうことがコンプライアンスの観点から要請されている。またバランス型投資信託やラップ口座で複数の投資戦略の中から一つを選択するに際しては、「リスク許容度質問」に回答するように求められるのが一般的である。

ところが多くの場合、リスク許容度に関する質問には二つの問題点がある。第一は、質問する側の金融機関も回答する側の個人顧客も、その人の金融資産総額に対するリスク許容度ではなく、いまその口座で運用しようとしている資金だけを念頭に置いていることだ。ほんらいは顧客の家計の金融資産全体に対するリスク性資産の適切な割合を判断しなければならないはずだ。しかし個人顧客の立場からは、税理士やファイナンシャル・プランナーに対してならともかく、ある特定の金融機関に全財産を開示するのはためらうだろう。金融機関の側も、そうした情報は欲しいものの、営業担当者からは必要以上に立ち入った質問をしにくいのが実情だろう。

第二の問題点は、先述の批判が指摘するように、ほとんどのケースでは「どれだけリスクをとりたいか？」というリスク選好度に関する質問が中心で、家計の財政状態を考慮したリスク許容量をたずねていないことだ。金融商品取引法第40条の「適合性の原則」は、顧客の投資目的・知識・経験などに加えて「財産の状況に照らして」適切な金融商品を勧誘することを求めている。だが財政状態に照らして適切な資産配分と金融商品はなにかという点は個々のケースで異なる。本稿は、我が国の家計が金融資産のうちどれだけをリスク性資産で実際に保有しているかを属性別に分析する一連の研究の一つである。

冒頭に紹介したマクロ経済のデータ（個人金融資産総額 1700 兆円のうち 17.2%の 300 兆円が株式や投資信託）は、一般庶民から富裕層までを含むさまざまな家計の総和なので、標準的な一家計の適切なリスク許容量の参考にはならない。標準的な家計がどれだけ金融資産を持ち、そのうちどれだけをリスク性資産に投資しているのか？この問いに対する手がかりを得るには、就業形態・所得水準・地域などの属性ごとにボトムアップで集計した家計データを見る必要がある。

4. 家計の財政状態は世帯主の就業形態で違う

総務省の「平成 26 年全国消費実態調査」[※]から、本年（平成 28 年）3 月に公表された「家計資産に関する結果」のデータを分析してみよう。この調査は昭和 34 年の第 1 回以来、5 年おきに継続的に実施されており、今回が 12 回目となる。いわば国勢調査の家計版だが、対象は全世帯ではなく全都道府県から抽出した約 5 万世帯である。この統計は地域別・就業形態別・年収別など様々な切り口から集計されており、多様な観点で分析できる。今回は、このうち二人以上世帯 48,410 件のデータを分析した結果を示そう。

まず二人以上の世帯のデータは、勤労者世帯 26,451 件と非勤労者世帯 21,959 件に分かれる。勤労者世帯とは、世帯主が会社・官公庁・学校・工場・商店などに雇用されている世帯である。これに対して非勤労者世帯はさまざまな就労形態を含み、世帯主が自営業者、農林漁業従事者、法人・団体の経営者や役員のほか無職の方を含む。大雑把に言えば、勤労者は現役のサラリーマンや公務員、非勤労者は自営業・経営者か退職者が中心だ。

この二つのグループでは金融資産・負債の金額や構成には、はっきりとした違いがある。表 1 は勤労者世帯と非勤労者世帯の主要属性を対比している。例えば世帯主の平均年齢は勤労者世帯が 49.2 歳、非勤労者世帯が 67.4 歳だ。貯蓄総額は前者が 1100 万円に対して後者が 1853 万円、逆に住宅ローンなどの負債は前者が 615 万円に対して後者は 273 万円。このため金融資産から負債を差し引いた純金融資産は、前者が 493 万円、後者が 1580 万円と約 3 倍の格差がある。平均的に見れば、非勤労者世帯の家計には余裕があるのでリスク許容量が高そうだ、といえる。

表 1 二人以上世帯の内訳；勤労者と非勤労者の世帯の平均的属性

	勤労者世帯	非勤労者世帯
集計サンプル数	26,586 件	22,102 件
世帯人員	3.37 人	2.71 人
世帯主の年齢	49.0 歳	67.3 歳
持ち家率（％）	77.3 ％	92.0 ％
年収（千円）	6,821 千円	5,401 千円
金融資産総額	11,076 千円	18,534 千円
うち有価証券	888 千円	2,542 千円
負債額	6,149 千円	2,734 千円
うち住宅ローン	5,583 千円	1,832 千円
純資産	4,927 千円	15,799 千円

総務省「平成 26 年全国消費実態調査」より筆者作成

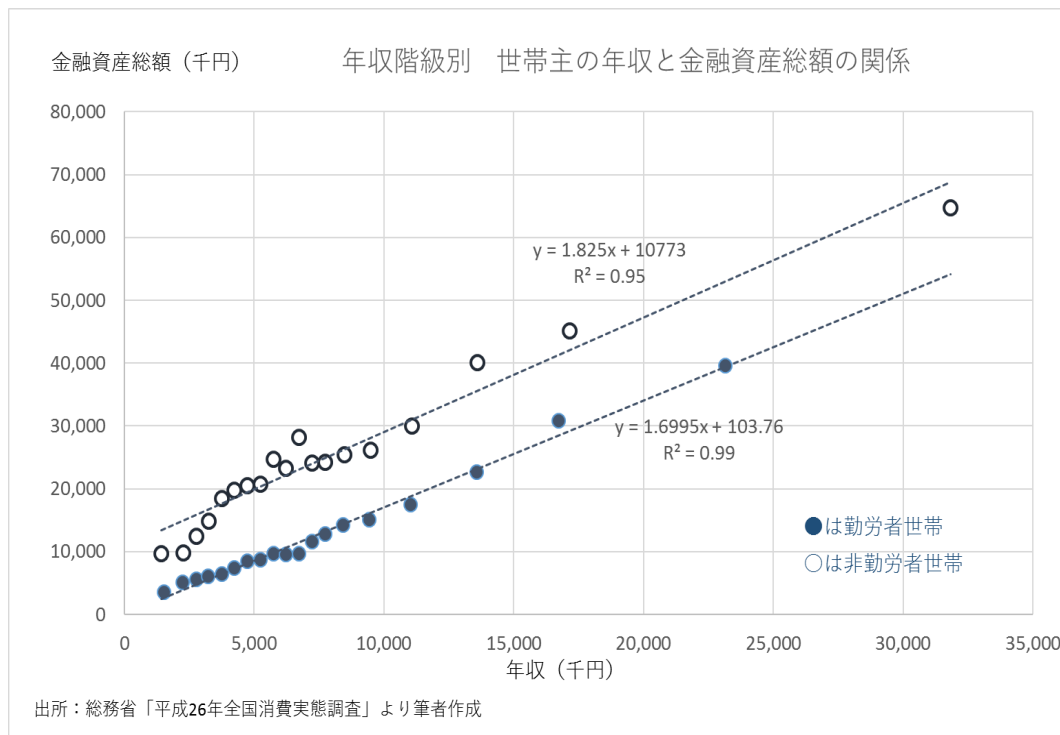
5. 世帯主の年収別に見た金融資産保有状況

次に、世帯主が勤労者か否かに関わらず、金融資産の総額は所得水準に比例するだろうことは容易に想像できる。「全国消費実態調査」は、世帯主の年収別に19段階（200万円未満から2000万円以上）の家計データを集計している。同調査は預貯金・保険・証券投資の合計を「貯蓄現在高」と表示しているが、本稿では「金融資産総額」と表記する。

図1は、勤労者世帯と非勤労者世帯に分けて、年間収入階級別の年収（横軸）と金融資産総額（縦軸）の関係をプロットしたものだ。（勤労者世帯は●、非勤労者世帯は○で表示）

2つのグループはともに年収と金融資産総額がほぼ直線的に比例しているが、年収500万円以上の領域では勤労者世帯に対して非勤労者世帯は概ね1千万円ほど高い。現役世代の勤労者は収入の一部を住宅ローン支払いに充てたり、子供の学費支払いに充てたりと、なにかと支出が多く、なかなか貯蓄に回す余裕がない世帯が多い。これに対して非勤労者世帯は、すでに退職金を受け取って、住宅ローンの支払いがほぼ終わり、子供も育って学費の心配がないので、資金的に余裕がでた退職世代が多い。また自営業や経営者の一部の高額所得者、遺産相続した人、不動産を売却して金融資産に変えた人もいるはずだ。

図1 年収階級別 世帯主の年収と金融資産総額の関係



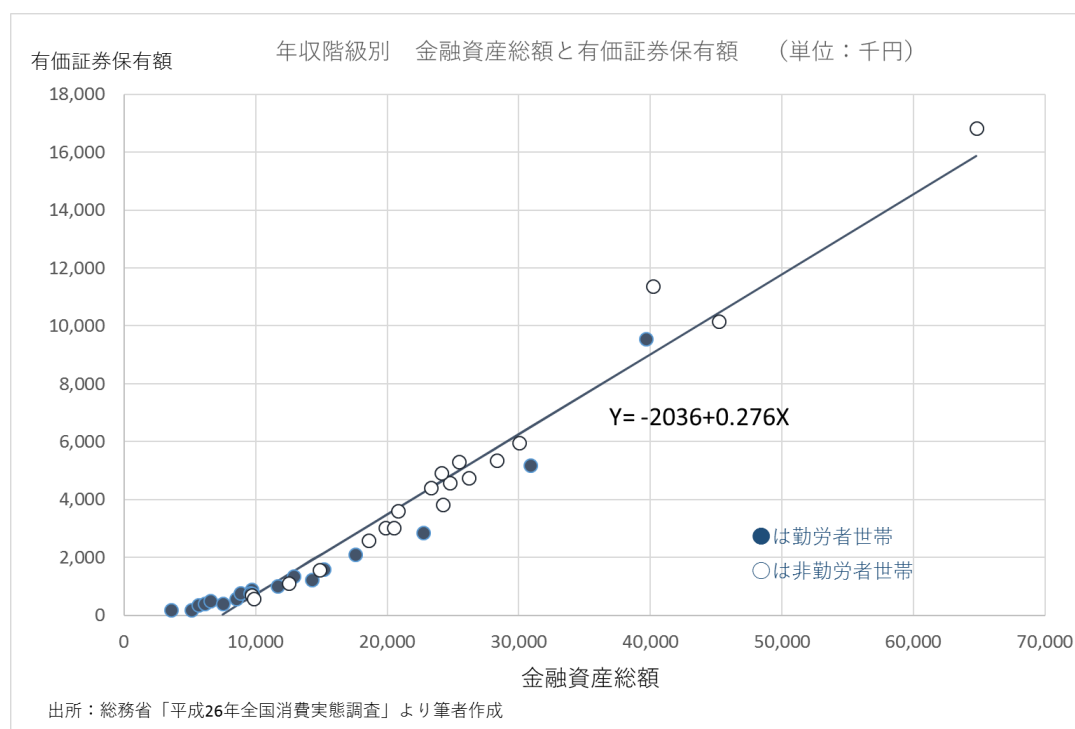
さて、本稿でのそもそもの問題は「我が国家計は金融資産総額のうちどれほどを株式や投資信託などのリスク性金融資産で運用しているのか？」であった。ここでも現役の勤労者世帯と非勤労者で顕著な差がみられるが、じつは共通点もある。図2では、金融資産総額（横軸）と株式・債券・投資信託の合計である有価証券保有額（縦軸）をプロットしてみた。（勤労者世帯は●、非勤労者世帯は○で表示）

勤労者世帯は図の左下領域、非勤労者世帯は右上領域に分布しているのは、前述のとおり後者のほうが金融資産を多く保有しているので有価証券保有額も多い、ということを示している。ところが勤労者世帯と非勤労者世帯の全体の分布を見ると、金融資産保有額と有価証券保有額の間にはほぼ直線的な比例関係が観察できる。すべての観察値を回帰分析してみると、有価証券保有額（変数 Y）と金融資産保有額（変数 X）の間には次の1次関数で表せる関係がほぼ成立っている。

$$Y = -2036 + 0.276X, \quad (\text{決定係数 } 0.96)$$

この式で $Y=0$ （有価証券をまったく保有していない状態）として1次方程式を解くと $X=7376.8$ となるので、金融資産総額が約740万円までの家計は有価証券を保有せずに預貯金や保険だけを保有しているのが「平均的な姿」といえる。またXの係数0.276が意味するのは、この最低水準（金融資産総額740万円）を超える領域では金融資産の増加分の約28%が有価証券投資に向けられる傾向がある、ということだ。

図2 年収階級別 金融資産総額と有価証券保有額



6. まとめと展望

勤労者世帯と非勤労者世帯に共通して、年収と金融資産総額のあいだに、また金融資産総額とリスク性資産のあいだに、これほど明確な比例関係が観察できることは、我が国の家計のリスク許容量が財政状態に依存してほぼ決まっていることを示唆している。

上記の分析は、あくまでも全体の傾向から推計したそれぞれの年収階級別の家計の平均的な姿なので、個々の家計は平均以下または以上に分布している。これら平均からの乖離の程度が家計（または個人）に固有の「リスク選好度」を表していることになろう。今後の研究課題は、家計データから「リスク選好度」を推計することである。

【参考文献】

- [1] Bodie, Z., A. Kane and A.J. Marcus. *Investments and Portfolio Management*, Global Edition, McGraw-Hill. 2011.
- [2] Financial Services Authority (UK), “Assessing suitability: Establishing the risk a customer is willing and able to take and making a suitable investment selection”, January 2011. http://www.fsa.gov.uk/pubs/guidance/gc11_01.pdf
- [3] Klement, Joachim. “Investor Risk Profiling: An Overview”, CFA Institute Research Foundation, 2015. <http://www.cfapubs.org/doi/pdf/10.2470/rfbr.v1.n1.1>
- [4] Pompian, Michael, “Risk Profiling through a Behavioral Finance Lens”, CFA Institute Research Foundation, 2016. <http://www.cfapubs.org/doi/pdf/10.2470/rfbr.v2.n1.1>

i 日本銀行「資金循環統計」 <https://www.boj.or.jp/statistics/sj/#p03>

ii たとえば Bodie, Kane and Marcus[2011], pp.190-195, pp.202-206.

iii 実務家からの批判はたとえば Davis and Brooks[2014], Klement[2015], Pompian[2016]。

iv 英国金融庁 Financial Services Authority[2011]のレポートを参照。

v 「平成 26 年全国消費実態調査」のデータは <http://www.stat.go.jp/data/zensho/2014/>