経済教室

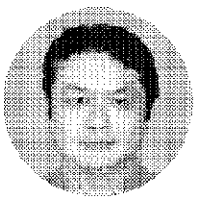
家計の預金偏重是正策

非金融資産とセットで

制度改革 住宅軸に

家計行動の研究、活用を

祝迫 得夫
一橋大学助教授



家計の預金偏重を変え、リスク資産を増やしてポートフォリオを分散化する必要性が指摘されている。家計の資産選択に関する最近の研究を踏まえると、株式投資拡大には資本市場の環境整備だけでは不十分で、非金融資産、特に不動産などを視野に入れた制度改革が必要だ。

株式保有割合は01年以降横ばい

一九九〇年代後半から二〇〇〇年代にかけて、欧米の株式市場は、長期間のブームを経験した。米国市場でデイトレーダーが急増し、年金基金を通じた家計の株式投資が拡大するなど、近年、株式市場における個人投資家の役割が大きくクローズアップされている。日本でも株式相場の回復が鮮明になるとともに、団塊世代の大量退職が始まることもあり、家計の資産選択行動のあり方に注目が集まっている。

学問的視点でも、過去十年で長期のポートフォリオ選択問題に関し急速な理論的進歩があった。まず、将来の株式収益率はランダムで予測不可能であるとの従来の認識を覆す実証結果が出て、期待収益率の変動に応じて最適資産選択がどう変わるのかという理論分析が表れた。次に、そうした理論にもとづき、実際に家計はどんな選択をしているのかという、実証分析が盛んになった。その結果、最先端のモデル分析が当たり前のように前提としている理論上の仮定が、現実には必ずしも満たされていないことがはっきりしてきた。

一般的な効用関数を仮定し取引費用を無視した初歩的な理論分析では、投資家は各自のリスク回避度に基づき、自分の資産に占めるリスク資産（株式）のシェアを決定する。最近は、金融機関のホームページ上でも、「投資家のお客様のリスク回避度」といった記述が見られるほどである。

リスクと期待収益率の間にトレードオフがある通常の状況下ではすべての投資家は必ず株式を需要するとの結論になる。これは明らかに現実の状況に反している。米国ですら、家計全体の約半数しか株式を保有していないし、年金基金を通じた間接保有を除くと、その割合はさらに低下する。

表は、日本について、筆者が日経金融行動調査のデータを用いて計算した、家計の金融資産の直接保有に関する、最近の数値である。この表によれば、株式を若干でも保有している家計の割合は、全体の約四分の一であり、二〇〇一年以降ほぼ横ばいである。この期間の株価の変動にもかかわらず、平均的な家計の投資行動は、ほとんど変化していないのである。

失業のリスクや持ち家が焦点に

こうした現実の数字が示唆するのは、洗練されてはいるが単純な仮定に基づく理論モデルを、そのまま家計の投資行動の説明や、投資アドバイスに用いるのは困難であるということだ。

さらに最近では、長期のポートフォリオ選択に関するモデル分析では、家計が保有する非金融資産と、それに起因するリスクをどうモデルに取り込むかという研究に焦点が移っている。

そうした資産やリスクの第一は、失業の可能性を含む労働所得リスクである。毎年の所得の受け取りを配当と考えれば、勤労者家計は退職までの労働所得の現在価値の和に等しい人的資産を保有していると考えることができる。したがって、家計の金融資産選択は、総資産の大きな部分を占める労働所得の変動リスクと関係がある。

例えばプロスポーツ選手の人的資産はハイリスク―ハイリターンだが、大学の教員はローリスク―ローリターンの典型である。したがって他の条件が同じなら、大学教授はスポーツ選手より積極的に金融投資のリスクをとりにくくべきである。

家計にとり重要なもう一つの非金融資産は、不動産、特に持ち家である。どの先進国でも、平均的な家計の最も重要な資産は持ち家である。さらに不動産は、分割して取引することが不可能で、金融資産と比較すると莫大（ばくだい）な取引費用が掛かる。

実際、住宅問題が日本の家計の資産選択に大きな影響を与えていると考えられるさまざまな証拠がある。第一に、日本の家計での不動産と株式保有の関係を見ると、持ち家保有家計の株式保有率は、保有していない家計より明らかに高い。

一方、住宅ローン残高と株式保有の間には、負の相関関係がある。つまり、住宅を購入する三十―四十歳代の家計は、頭金をためるために安全資産の形で貯蓄をし、購入後は所得の多くをローン支払いにあてざるを得ない。そのため、金融資産でリスクをとる余力がないと考えられる。

第二に、先進各国での家計の金融資産に占める株式の割合は、年齢とともに山形のパターンをとることが知られている。米国の山形のピークが四十歳代であるのに対し、日本のピークは五十歳代から六十歳代前半で、しかも退職後の減少も米国に比べて少ない。こうした両国のライフサイクルによるパターンの差は、住宅購入に伴う資金制約のために、日本の若年世代がリスクをとることができないという先の議論と整合的である。

第三に、日本の家計の持ち家の金銭的負担は、依然として大きい。八〇年代末の国連などによる国際比較では、住宅価格と年収の平均的な比率が、日本では七倍以上、米で三倍程度であった。これはバブル経済の絶頂期であり、その後、日本の地価は大幅に下落し、逆に欧米の地価は近年、急騰している。

さまざまな計算を総合すると、〇三―〇五年には、日米とも住宅価格と年収の比率は五倍から六倍の値をとっていると推定される。両国の現在の不動産市況と景気状態を考えると、いまだ日本の家計の住宅資産購入の負担は、相対的に大きいといわざるを得ない。

良質賃貸増加で株式投資活発化

こうした最近の家計の資産選択に関する実証を踏まえれば、家計の資産選択行動を考える際、金融資産の問題だけを考えるのは不適当であるということになる。欧米と比較して、日本の家計は多額の住宅ローンを抱え、それが結果として、リスクのある金融資産への投資を妨げている可能性が高い。この影響は、住宅ローンの負担が重い若年世代に関して、より大きいものであろう。

「失われた十年」からは脱却したものの、景気回復は真の力強さに欠けており、最近、家計の金融資産をリスクマネーとして活性化する必要性が広く主張されている。しかし小手先の金融商品に関する投資環境整備だけで、成し遂げられるとは到底思えない。もし家計に金融面でのリスクをとることを促そうとするのであれば、金融市場以外の家計を取り巻く制度的要因に、もっと真剣に目を向けるべきである。

例えば、わが国では相続税が低く抑えられるなど、現行の法制度や税制は持ち家優遇色が強い。また、独身向けのワンルームマンションなどはともかく、ファミリー向けの借家・賃貸マンションの供給は依然貧弱である。このため、大家族や、ある程度子供の年齢が大きくなると、多くが持ち家購入に踏み切る。

逆に言えば、持ち家と借家に関する法制度や税制などを改革し、良質な賃貸物件の供給を大幅に増加させられれば、持ち家購入に伴う家計の資金制約の緩和というチャンネルを通じて、日本の家計のリスク投資は大きく増加する可能性がある。

付言すれば、退職直前になって初めて株式を購入するような家計の多くが、数種類の個別銘柄と定期預金だけから構成されるような、極端に分散化されていないポートフォリオを保有している。これは明らかに危険であり、「分散投資」という現代ファイナンス理論の初歩的な議論に基づく投資アドバイスに従うだけで、家計の厚生が大きく改善する余地がある。

日本の家計の金融資産保有動向

		預金	国内債券	国内株式	海外資産	国内その他
2001年	平均保有額（万円）	739.6	57.2	149.5	9.7	39.3
	金融資産に占めるシェア	86.7%	2.7%	7.9%	0.6%	2.2%
	保有家計の割合	99.0%	15.2%	26.6%	4.5%	－
2004年	平均保有額（万円）	759.3	43.1	152.3	33.7	24.3
	金融資産に占めるシェア	87.7%	1.9%	7.5%	1.6%	1.3%
	保有家計の割合	99.0%	13.0%	25.7%	9.5%	－

（注）日経NEEDS－RADAR金融行動調査のデータより、筆者と稲倉典子氏（筑波大学大学院）が計算

いわいさこ・とくお
66年生まれ。一橋大卒。ハーバード大博士。専門はファイナンス

(C)日本経済新聞社 無断複製転載を禁じます。