

# 金融資産保有の特性

村 本 孜

## 0. はじめに

### [0. 1] 問題意識

日本版金融ビッグバンが議論され、2001年にはグローバル・スタンダードの金融システムが構築されようとしている。このようなアメリカやロンドン並みの金融システムが出来上がれば、金融システムのエンドユーザーである個人・預金者の資産選択についても選択肢が広がり、その経済的厚生が高まることが期待される。

日本の個人・家計の金融資産選択は、従来安全性第一で、収益性基準の比重は高いものではない。金融ビッグバンが行なわれれば、収益性を加味した金融資産が幅広く供給されよう。そうすればアメリカのように MMF が需要されるかもしれない。すなわち、金利選好が高まる可能性が大きい、というのが予想される有力なシナリオでもある。

しかし、はたしてこのような金利選好が向上するシナリオが金融ビッグバンによってもたらされるのかについて懐疑的にならざるをえないという、率直な印象から始めたのがこの研究である。日本の個人・家計の金融資産選択行動が安全性第一なのは、金融資産の供給サイドが有利な商品を提供していないからなのであろうか。むしろ供給が行なわれたとしても、選択行動はあまり変わらない可能性の方が強いのではなかろうか、というのが当面の仮説である。

### [0. 2] 資産保有と文化

## 金融資産保有の特性

金融資産の供給がグローバル・スタンダードに近づいたとしても、個人・家計の資産選択行動つまり効用関数が変わらなければ、収益性重視ないし危険資産への選好度が高まるとはいえない。金融資産の保有あるいは実物資産の保有には、独特の文化的側面があるのではないかと、ということも意識している。

この点は、すでに保険について水島ほか [1995] (保険文化研究会) の興味深い研究がある。その結論は誤解をおそれずにいえば、日本には保障という意味での保険が根付いていないこと、あるいは日本人の意識に確率論的思考方法が希薄であることによるのではないかと、いうものである。金融資産保有的側面からいえば、保険は貯蓄性をもったものとして意識されているのである。

このような保険文化とのアナロジーからすれば、日本の個人・家計の金融資産選択—金融文化といえるかもしれない—は従来元本保証の商品を支持してきたが、この選択行動は変わらないのではないかと、いう印象をもつ。すなわち、金融資産選択一般についても、日本人の行動様式は確率論的思考方法が応用されないのではないだろうか。危険回避的行動 (risk-avorter) が主で、危険愛好的行動 (risk-lover) はとらない可能性が強い。もし金融ビッグバンが実現しても個人・家計は元本保証を得た上で、より収益性の高い商品を選択するのではないかと、というのが、本研究の仮説である。

以下の分析では、このような金融ビッグバンを織り込んだ分析は困難である。というのは、いかなる商品が供給されるかが不透明だからである。しかし、考えておくべき問題のいくつかを指摘しておきたい。一つは家計貯蓄率の低下傾向である。もう一つは金融資産保有が大きい層は結局高齢層であり、高齢層の生活費であることを考えれば、リスクな行動は取りにくいからである。しかも高資産層は遺産動機も強く、安全なまま残したいと考えると予想される。したがって、高資産層で若い世代などがリスクな資産選択行動を行なう可能性がある。

## 金融資産保有の特性

### 1. 資産保有の考え方

#### [1. 1] 資産保有の日米比較調査

日本の金融資産選択行動の特色を明らかにしようとするとき、当然のことながら国際比較が必要になる。しかし、同じ設問で金融資産選択について聞いたものは少なく、国際比較は困難である。表1は日米の個人部門の金融資産保有状況をみたものであるが(『資金循環勘定』ベース)、日本では通貨・通貨性預金・定期性預金等の保有は95年に55.6%であるのに対し、アメリカではその比率は14.7%にすぎない。他方、日本では投資信託・株

(表1) 日米の個人部門の金融資産保有

日本	(単位：%)		
	1990	92	95
現金	3.5	3.3	3.4
要求払預金	6.0	6.0	7.0
定期性預金	43.8	46.1	45.1
信託	6.9	7.4	6.7
保険	20.8	23.0	25.3
公共債	1.8	1.0	0.6
金融債	2.5	2.6	2.0
事業債	0.6	0.6	0.5
株式	8.9	6.2	6.5
投資信託	4.2	3.7	2.8
その他	1.2	0.0	0.0
合計：億円	9,351,002	10,173,078	11,843,328

アメリカ	1990	92	95
現金、当座預金	3.5	4.0	3.3
定期、貯蓄預金	17.4	14.2	11.4
MMF	2.6	2.0	2.3
債券	8.9	8.6	8.5
投資信託	3.3	4.5	5.9
株式	12.4	17.6	20.4
生命保険	2.7	2.6	2.6
年金	23.3	24.5	25.8
その他	26.0	22.1	19.7
合計：億ドル	142,030	165,738	210,363

(出所) 日本銀行『資金循環勘定』, FRB, *Flow of Funds Accounts*.

## 金融資産保有の特性

式の比率が9.3%であるのに対し、アメリカのそれは28.6%に達する。このように、日本では安全資産の志向が大きいのに対し、アメリカでは危険資産の保有が大きい、ことがわかる。

ところで、国際比較に関連して郵政研究所は1996年1～3月に『貯蓄に関する日米比較調査』(1996.8.30発表)を行ない、いくつかの興味深い結果を得ている(蟹江 [1997])。

- 1) 貯蓄習慣は日米間で大差なし(定期的に貯蓄をしている割合:日本40%, アメリカ39%)
- 2) 金融自由化の評価は、日本で「変わらず」が多く、アメリカで「選択の幅は拡大」である(サービス内容変わらず:日本35%, アメリカ11%。商品選択の幅広がった:日本12%, アメリカ41%)
- 3) 金融資産保有額は平均値はほぼ同じだが、ばらつきはアメリカの方が大きい(平均値:日本1,039万円, アメリカ978万円, 中央値:日本471万円 [標準偏差2,011万円], アメリカ196万円 [標準偏差3,297万円])
- 4) 貯蓄目的の上位3つは日米共通(老後の備え:日本55%, アメリカ57%。不時の出費:日本44%, アメリカ52%。安心だから:日本47%, アメリカ45%)
- 5) 遺産動機はアメリカの方が高い(老後の面倒をみてくれるかにかかわらず、遺産を残すための努力をしたい:日本16%, アメリカ40%)
- 6) 主たる相続財産(住宅用土地:日本85%, アメリカ17%。住宅用建物:日本59%, アメリカ17%。金融資産:日本24%, アメリカ88%)

このように、日米間で保有金融資産額や貯蓄目的には大差がないにもかかわらず、自由化の評価がアメリカで高いことはおそらく商品サービスの供給のメニューの拡大が支持されたことを意味していよう。遺産動機がアメリカの方が高く、かつ金融資産で残したいとしていることは、日米間の住宅(土地)の位置付けの違い、とくに住宅の流通市場の違いによるところが大きいともいえよう。

[1. 2] 金融機関選択の問題：種々の調査の結果

バブル崩壊以後の金融資産選択の問題は、保有資産の構成の問題よりもどの金融機関を選択した方がより安全かという、金融機関選択が重要かもしれない。いわゆる、不良債権の問題である。これは日本の金融資産選択行動を考えると、「銀行不倒神話」があった時代には、まさに資産構成の選択であったものが、金融機関経営の問題が表面化している状況では、資産構成よりもまず安全な金融機関の選択が問題だからである。

日本銀行の『生活意識に関するアンケート調査』[1996]では、「金融機関の良し悪しを判断する基準」として「不良資産の大きさ」をあげた回答は16%に及び、金融機関の「業態」を判断基準とする回答も21%である（複数回答）。同調査の第5回（97年）によれば、同じ質問に対して「不良資産の大きさ」をあげた回答は16.6%に及び、金融機関の「業態」を判断基準とする回答も17.7%である（複数回答）。

東京都では、『高齢期における資産運用と生活設計に関する調査』を3年毎に行なっているが、1996年度調査では「最近、金融システムの不安が言われていますが、金融機関の経営の良し悪しに関心を」持っているかを聞いたところ、53.9%が持っていると答え、貯蓄保有額が1,500万円以上になると70%以上が関心をもっており、当然のことだが資産額が大きいほど関心度は高い。さらに持っているうち「何か具体的な対応（預貯金の解約、預け先の変更など）を」行なったかを聞いたところ、20.5%が「対応した」と答え、21.0%が「これから対応するつもり」と答えており、貯蓄保有額が大きいほどこの比率は高く、それぞれ25.0%の回答である。このように金融機関選択はかなり強いといえよう。というのは、この調査は高齢期・高齢準備期（45歳以上世帯）を対象とし、基本的には安全重視という保守的な金融機関選択を行なっていると予想されるからである。さらに、貯蓄額平均は2,428万円という平均的勤労者世帯の約2倍の貯蓄保有層のものであることにも注意しておくべきであろう。

## 金融資産保有の特性

今回、われわれが行なった『金融商品および金融機関選択に関する調査』[1996]でも、金融機関選択の基準は「近いところ」で、郵便局が選択の上位にあった。これは、国営という組織に対する安心感の表われと理解される。同じように、大東京火災海上保険が行なった「金融機関の選び方調査」[1996年7～8月]でも、郵便局が「安定している」(78.1%)、「身近な感じがする」(75.8%)という評価で圧倒的である。とくに、「安定している」の評価は都市銀行で40.8%、地方銀行で4.7%、生命保険会社で17.4%、損害保険会社で9.6%にすぎないことは注目される。最もよく利用している金融機関は、都市銀行が61.2%で、郵便局の13.9%を大きく上回っているにもかかわらずである。

このように、金融機関選択の問題はマーケティングの問題として重要なことはいうまでもない。しかし、マーケティングはむしろ金融機関のもつ機能に注目するものであり、金融機関の経営については所与ないし安定を前提として、その提供する機能に注目しているのに対し、現在問題となっているのは、その前提である経営の安定性であることは、金融ビッグバンとそれにとまうメガコンペティションの中では当然なのかもしれない。

市場型金融システムの構築の進む中で、金融機関の行動も大きく変貌せざるをえない。とくに、収益性ないし運用力を基盤とした経営が必要である。個人・家計の金融資産選択は、今や金融機関選択を前提とし、それを踏まえて資産構成の選択になることを意味している。おそらく高齢化の進展の中で、公的年金給付水準の低下が予想されるため、個人・家計はより安全性を重視した選択行動を行なうことが予想される。これに、日本的金融資産選択文化が拍車をかけることになろう。

### [1. 3] 日本人の価値観についての諸説

日本人の貯蓄行動（貯蓄好きや高い家計貯蓄率）や安全性志向の金融資産選択行動を支えているのは、日本人特有の価値観があるのではないかと推

測される（この点については、貯蓄経済研究センター [1989] 参照）。日本人が  
いかなる価値観をもつかについては、社会心理学を中心に多くの議論があ  
る。1980年代以降、日本人の価値観が変わってきているとの指摘も多い。  
いわゆる、「大人主義」から「自分主義」への転換、あるいは「滅私奉公」  
の価値観から「享楽主義」的価値観への転換ともいわれる。

この点に関連して、竹内 [1995] は「個人は自分の利益を追求し、不利  
益を避けるという、それぞれ「普遍的」といえる原理から出発しながら、  
与えられた状況に適応し、お互いに利益になるやり方を練り上げた結果が、  
「集団主義」、「横並び行動」、「会社主義」をはじめとする一見ユニークな  
「日本らしさ」を生み出したという見方をとっている。それらはあくまで  
も合理的なもので、日本人にしかわからない純日本の原理や他に類例のな  
い文化、思想から出てきたものではないのである」(p. ii) と指摘し、日本  
人に特有の価値観があるとしてもそれは普遍的原理の応用でしかないとい  
う。さはさりながら、日本人の競争には「①個人同士の競争よりも集団間  
の競争が主流になる。②ユニークなゲームを創設する形の競争よりは、誰  
もが参加しているゲームに殺到する形になりやすい。③偏差値に代表され  
るような、数値化されやすい単一のメリットをめぐる競争が好まれる。」(p.  
44) という特徴があるともいう。村上 [1984] も、日本の競争が「仕切ら  
れた競争」(compartmentalized competition) であると指摘している。すなわち、  
日本経済の主要部分は、産業毎に分離されたサブ・システムに仕切られて  
おり、その仕切りの中では激しい競争が起こっていた、というものである  
(pp. 29-33)。

竹内は、このような日本人の競争意識を支える考え方を、日本人の人間  
観・自然観・歴史観・国家観・死生観・宗教観に求めているが、そのエッ  
センスは、

- ・多くの日本人は性善説をとり、平等主義で、それが教育における競争  
を生むこと、

## 金融資産保有の特性

- ・ 自然至上主義，非禁欲主義，
- ・ 日本人の感覚では，世界とは，さしあたり日本を除いた外国の全体である，
- ・ 「国益」の名で行動する個人や集団は存在するが，その「国益」なるものはその個人や集団の利益以外の何者でもない，
- ・ 日本人にとって，宗教は基本的に現世的なご利益をもたらすサービスにはかならない，

などである。

鮑戸・松田 [1989] は，ゆとり時代に入って日本人にも新人類や日本型ヤッピーに代表されるような新たな価値観が出てきたことに注目した。日本人を伝統出世型 (14.0%)，エグゼクティブ型 (8.7%)，脱伝統家庭型 (15.2%)，消極無志向型 (32.7%)，人生享受型 (6.8%)，自己充足型 (10.3%)，都市派プロフェッショナル型 (12.4%) と分類し，前者3つが旧人類というこれまでの日本人の価値観，後者3つを新人類のそれとして，今後は，旧人類のエグゼクティブ型と新人類の都市派プロフェッショナル型がマーケットリーダーとして有力であること，また新人類の3類型はいずれも新しい価値・スタイルを積極的に取り入れているという。これは，アメリカで起こった価値観・生活様式の変化を自己犠牲 (self-sacrifice) から自己充足 (self-fulfilment) への変化としたヤンケロビッチ [1983] の主張とも軌を一にしている。いわゆる，オールド・ルーラーからニュー・ルーラーへのシフトである。

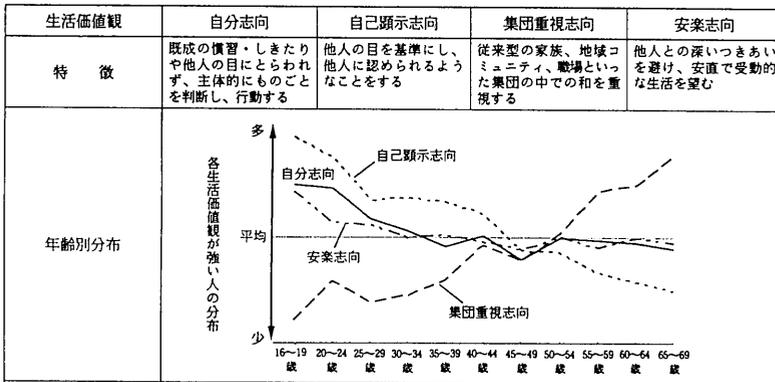
### [1. 4] 生命保険文化センターの価値観調査

生命保険文化センターは，日本人の価値観調査について時系列的な定点調査を行っており (1976年第1回調査以降，基本的に10年毎)，第1回調査では「大人主義」に価値観は集約されていたものが，第2回調査 (85年) では，伝統的な上下関係に基づく「和」を尊ぶ意識である「大人主義」が相

## 金融資産保有の特性

対的に薄れ、代わって横のつながりによる「連帯」を大切にし、なごやかにすごしたいとする意識や、将来よりも現在の生活を楽しむ意識が見られるようになり、「個」を中心にする考え方が表われてきたとして、「自分主義」の時代の到来を主張した（「大人主義」と「自分主義」に分化。生命保険文化センター [1988]）。金融行動的には、大人主義では勤儉貯蓄を重視し、ものを購入する場合には現金派であるのに対し、自分主義では消費重視、ものを購入する場合にはローン派、であると指摘した。さらに、第3回調査（91年調査、10年毎では変化の激しい状況では不十分とのことで、5年後に補完した調査）では、自分主義の1つである「自立志向」が大人主義に接近したこと、大人主義が自立志向・人情志向・家族志向を含む包括的なものに変容しつつあること、自分主義が安楽志向と自己顕示志向を結合した「自分中心主義」へ転換したことが、指摘された（大人主義と自分中心主義に分化し、個人化の傾向がある。生命保険文化センター [1993]）。第4回調査（96年）では、主義という集約された傾向はなく、むしろ「集団重視志向」「自分志向」「自己顕示志向」「安楽志向」というように一気に多様化したと、いう（生命保険文化センター [1997.4]）。注意しておきたいのは、50歳

（図1） 生命保険文化センター調査（97年）  
生活価値観の特徴と今後の動向（イメージ図）



（出所） 生命保険文化センター [1997.4] p.1-23.

代以降では「集団重視志向」という伝統的価値観が支配的であり、「自己顕示」的価値観は低いことである。

これらの調査で明らかなことは、1976年当時は小学生であった豊かな時代を当たり前のものとして育った若者世代の存在を意識していたが、消費行動などには影響する勢力ではなかったのに対し、10年後にはこの若者世代が新人類として消費行動に対して影響をもち、旧人類ないし伝統的日本人の価値観とは異なった行動をとってきたのである。その後、年齢を重ね、家庭をもち、そしてバブルの生成と崩壊を経験して、自分主義という新たな価値観をもったニュー・ルーラーが、伝統的価値観である大人主義的なオールド・ルーラーに近づいているという風に理解されるとしている。第4回調査でも20歳代では多様化している価値観が、30歳代つまり76年当時小学生だった世代が、「自分志向」「自己顕示志向」が低下し、「集団重視志向」が上昇している。世代固有の価値観（世代効果）が、時代の変化とともに変化してきている（コーホート効果）のであろう。

いずれにせよ、大人主義的（オールド・ルーラー的）価値観が支配的である限り、勤儉貯蓄が主流で、高い家計貯蓄率を支えてきたのである。自分主義は貯蓄よりもローンを志向させるが、加齢とともに大人主義に近づいているというコーホート効果が強くなるということは、貯蓄にはプラスにはたらき、家計貯蓄率にもプラスに作用するであろう。

#### [1. 5] 日本人の貯蓄観

日本人の貯蓄好き、ないし欧米諸国に比して高い家計貯蓄率を有していることの有力な説明の1つとして日本人の価値観、とくに伝統的な価値観が支配的であることに着目していくつかの価値観調査を紹介してきた。

このような伝統的な価値観が生まれてきた背景については、それほど明確な説明があるわけではない。中野 [1992] は、「日本には物作りとか金儲けとか、現世の富貴や栄達を追求する者ばかりでなく、それ以外にひ

たすら心の世界を重んじる文化の伝統がある。……現世での生存は能うかぎり簡素にして心を風雅の世界に遊ばせることを、人間としての最も高尚な生き方とする文化の伝統があった」(p. 2) とし、節約・儉約が文化的に根付いていたとした。たしかに、金権主義的な体質には否定的なマインドが強く、その裏返しとして貯蓄志向があったのかもしれない。とはいっても、国として経済力が弱い時代には貯蓄のそれほどのものではなく、生活防衛的なものにすぎなかった、という背景も重要であろう。

大石 [1986] は、「日本人は勤儉貯蓄の精神において非常にすぐれたものがあつた」とし、その思想のルーツは儒教にあるとした。とくに、儒教の実践倫理を確立したものが石門心学であるとし、これは徳川期に都市において発生した商業資本家である町人や農村の百姓(合わせて町人階級)に受け入れられる平易・通俗化された形の儒教道徳として浸透したことが勤儉貯蓄の精神構造を育んだものとした。石門心学は、神道、仏教、老荘の思想、儒教の中の朱子学、陽明学をこだわりなく受け入れたもので、「儉約、正直、我慢を守り、分に安んずる」という思想に結実し、為政者も被支配者階級の倫理として推賞するに足るものとしたことが、普及の一因であつたとしたのである (pp. 74~88)。

このように日本人の貯蓄行動をその精神構造ないし文化に求めることは、興味深いものである。とくに、水島ほか [1995] (保険文化研究会) が指摘したように、日本人のマインドには確率論的発想が希薄であることから、当然のこととして、安全性志向の貯蓄行動、金融資産選択行動が生まれたことには、注目しておきたい。ただ、本章の考察としては以上のような整理に留めておきたい。貯蓄思想的、貯蓄文化的考察には、金融改革が真に行なわれて、資産選択のメニューが揃ったときでないと、正確な分析にはならないからである。商品メニューが揃ったときにおいても、なお、安全性志向が成立するのであれば、日本人の貯蓄ないし金融資産選択行動の特色として主張できると思われるからである。

## 金融資産保有の特性

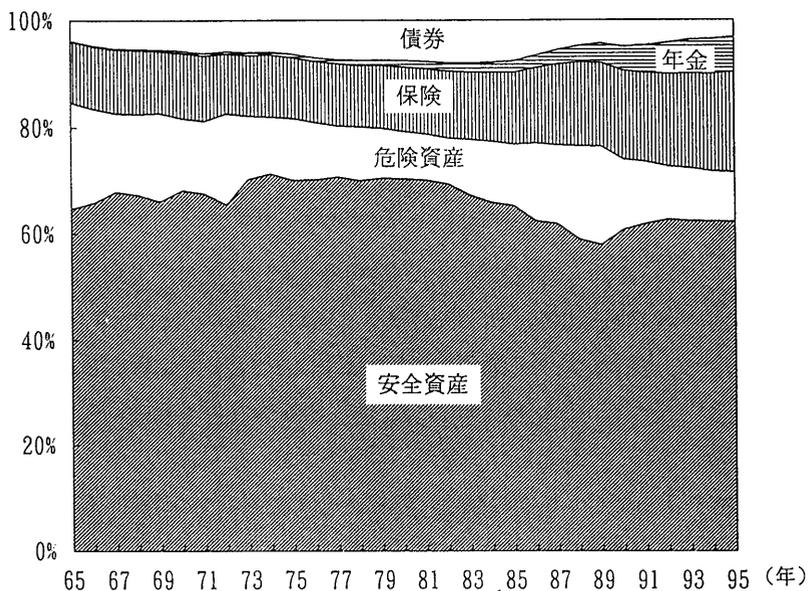
この点で、外国の株式投資を中心とする投資信託や、デュアル・カレンシー債など外国の債券への投資が一部で顕在化しており、金融ビッグバンを先取りした動きとも考えられるが、あくまで一部の高資産層の特殊な行動かもしれないので、選択行動の変化としては慎重にならざるをえない。

### 2. 家計の金融資産選択の変化

#### [2. 1] 金融資産選択の基準

家計の金融資産選択の変化をみるために、まず『資金循環勘定』により属性別の資産シェアをみると（図2）、1965～95年でいわゆる安全資産が占めるシェアは60～70%程度ではほぼ変わらない。危険資産のシェアはそれ

（図2） 資産シェア [資金循環勘定]



（出所） 日本銀行『資金循環勘定』より作成。

（注） 「安全資産」は、現金+要求払預金、定期預金、譲渡性預金、信託。

「危険資産」は、外貨預金、投資信託、株式。

「債券」は、国債、地方債、事業債、金融債、政府保証債。

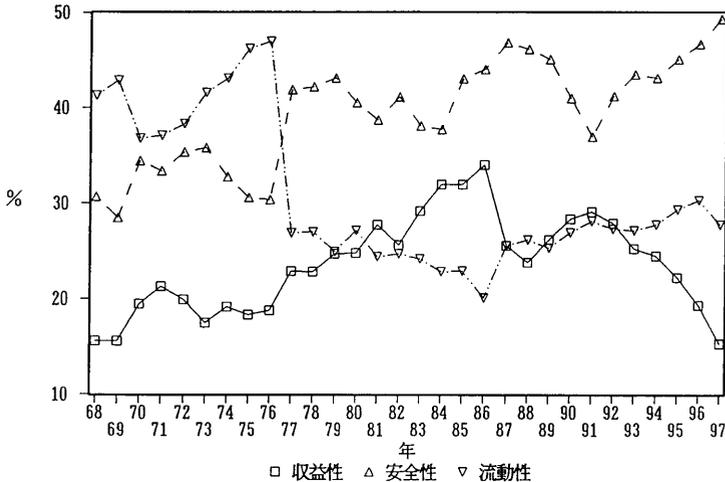
## 金融資産保有の特性

ほど増大しておらず、保険のシェアの増大が目立つ程度である。

ところで、金融資産選択にあたって、安全性・流動性・収益性といった選択基準が、実際の資産保有に与える影響としては大きい。たとえば、貯蓄広報中央委員会（事務局：日本銀行情報サービス局）の『貯蓄と消費に関する世論調査』（以下「日銀調査」という）によれば（図3）、日本における金融資産保有の推移を反映して、貯蓄選択の基準はバブル期に高まった「収益性基準」が90年代に低下傾向にあり、「安全性基準」が上昇している。

とくに、安全性志向は預貯金などの元本保証的商品の選好に現れるが、『日銀調査』の「預入先が信用できる」という基準が92年以降に増大してことで明らかなように、金融機関選択の信用度にも重点が置かれてきている点（金融機関選択）は注目される（77年から「安全性」基準が、それまでの「安全に保管してくれる」から「信用できて安心」という聴き方になって、「安心性」が高まった。これは、金融機関安心性指向（金融機関選択）を表すものと考えられるが、90年代に入ってからこの機関「安心性」基準が高まっている。もっともこれは、昨今の金融機関の不良債権問題によるところが大きいといえよう）。これ

（図3） 日銀『貯蓄と消費に関する調査』：貯蓄の選択基準



金融資産保有の特性

貯蓄種類の選択基準

	収益性			安全性			流動性		
	利回り	値上り	合計	元本保証	信用安心	合計	換金容易	引出自由	合計
68	11.6	4.0	15.6	20.4	10.3	30.7	15.9	25.4	41.3
69	11.3	4.3	15.6	19.6	8.9	28.5	16.1	26.8	42.9
70	14.0	5.5	19.5	21.1	13.4	34.5	12.6	24.0	36.8
71	15.5	5.8	21.3	20.3	13.1	33.4	14.5	22.6	37.1
72	14.4	5.5	19.9	21.1	14.3	35.4	14.6	23.7	38.3
73	12.9	4.6	17.5	23.9	11.9	38.8	11.8	29.8	41.6
74	14.0	5.2	19.2	21.8	11.0	32.8	13.4	29.7	43.1
75	14.5	3.8	18.3	19.4	11.2	30.6	14.1	32.1	46.2
76	15.2	3.6	18.8	19.5	10.9	30.4	14.8	32.2	47.0
77	19.5	3.4	22.9	11.9	30.0	41.9	8.2	18.7	26.9
78	19.1	3.7	22.8	11.1	31.1	42.2	8.1	18.9	27.0
79	20.8	3.9	24.7	13.5	29.6	43.1	7.3	17.6	24.9
80	22.2	2.6	24.8	10.5	30.0	40.5	9.2	17.9	27.1
81	23.7	4.0	27.7	9.4	29.3	38.7	8.5	15.9	24.4
82	22.6	3.0	25.6	11.7	29.4	41.1	6.5	18.2	24.7
83	26.0	3.2	29.2	10.6	27.5	38.1	7.3	16.9	24.2
84	28.7	3.3	32.0	9.4	28.3	37.7	6.1	16.7	22.8
85	30.2	1.8	32.0	17.2	25.8	43.0	6.9	16.0	22.9
86	29.9	4.1	34.0	21.4	22.6	44.0	6.3	13.8	20.1
87	22.2	3.3	25.5	24.6	22.2	46.8	6.2	19.3	25.5
88	20.8	3.0	23.8	24.8	21.3	46.1	6.3	19.8	26.1
89	23.0	3.1	26.1	24.8	20.3	45.1	6.6	18.7	25.3
90	25.6	2.7	28.3	20.4	20.6	41.0	5.7	21.2	26.9
91	27.0	2.1	29.1	18.2	18.8	37.0	5.0	23.1	28.1
92	26.2	1.7	27.9	20.7	20.5	41.2	4.7	22.6	27.3
93	23.9	1.3	25.2	22.3	21.2	42.5	4.7	22.4	27.1
94	23.3	1.2	24.5	21.7	21.4	43.1	5.0	22.7	27.7
95	21.0	1.2	22.2	21.8	23.3	45.1	4.6	24.7	29.3
96	17.7	1.6	19.3	23.1	23.6	46.7	5.6	24.7	30.3

(出所) 貯蓄広報中央委員会「貯蓄と消費に関する世論調査」より作成。

は、資産選択が預金以外になかった時代においては、元本保証はいわば自明で、意識されるものではなかったが、金利自由化が本格化した85年以降急激に高まったことに表われている。年齢別には、高齢層ほど元本保証

## 金融資産保有の特性

が強まることは、老後目的貯蓄からして当然であろうし、「大人主義」的価値観からすれば当然であろう。また、郡部で機関安心性が強いほかは、年齢別・所得別の差異は少ない。

ただし、『日銀調査』の「収益性基準」は87～88年の低金利時にも低下しており、金利に対応してサイクリカルに変動するものと考えられ、今後金利が上昇する局面では、「収益性基準」が増大する可能性はある。地域別では、郡部で80年代前半まで利回り指向が他地域よりも強かった。関東と近畿では、わずかであるが関東の方が利回り指向が強い。年齢別では、若い世代ほど利回り指向が強く、「自分主義」的価値観を反映しているのかもしれない。また、高資産層ほど利回り指向が強いことも、資産額が大きければ金利選好的ないしリスク負担能力が大きくなるので、当然のことといえよう。

### [2. 2] 特性分析による資産選択の先行研究

金融資産保有に関しては、資産需要関数に利子率など収益率、所得などを導入して、その行動を分析することが従来行なわれてきた。このような分析は、金融資産のもつ複合的性格を捉らえる上で、やや問題がある。これは、消費理論におけるランカスター・モデルとしても知られている問題と共通のものである。

以下では、近年家計の金融資産選択に応用される品質理論ないし生産理論的アプローチ、あるいは特性分析として知られる手法により、家計の金融資産選択を考察する。

まず、時系列で金融資産保有の上での特性の変化をチェックすることによって、今後の資産保有の特性がどの方向に向いているのかを確かめることとする（この点は、すでに、明石・吉川 [1994]、吉川・小平 [1995]、橋木・木村 [1993] などによって行なわれている）。明石・吉川 [1994] は、家計の資産保有につき、80年代に価格反応が高いが、これはバブルの影響による

## 金融資産保有の特性

ものと考えられ（内容が不安定）、むしろ特性そのものに変化があった、と結論する。資産保有に際しての特性を時系列でみると、近年「安全・安心」度の高い資産の選択が高まることが明らかになった（現金・保険という安心特性、資産価格・為替変動に対するヘッジ的特性に再分化される）。

### [2. 3] 資産選択の基準の変化：推計（明石・吉川 [1994] の追試）

先行研究である明石・吉川 [1994] は、1967～92年の期間で分析しており（『資金循環勘定』四半期データ）、バブル崩壊と金融機関の不良債権問題に至る時期をカバーしていない。

そこで、直近までのデータによる追試を行なった。期間は1965～95年で、年次データである。ランカスター・モデルでは特性を数量化して表わすので、 $(数量) = (資産シェア) \div (価格)$ 、という関係から特性を定義する。データは、

#### 1) 資産シェア

『資金循環勘定』金融資産負債残高表の「個人」部門から抽出（『資金循環勘定』の「個人」部門には消費者としての家計のほか、個人企業、農林漁業者および非営利団体を含む点に注意しておく必要がある）。個人部門の金融資産は96年12月に1,209兆円であるが（日銀「個人貯蓄」は1,005兆円であるが、その差は現金、企業年金信託、企業年金保険、株式である）、純粋個人ではない。また、健康保険組合、共済組合および基金は「一般政府」部門のうちの「社会保障基金」に含まれる。ただし、SNA年報では、「対家計民間非営利団体」部門と「家計（個人企業を含む）」部門に分割している。

「現金通貨」と「要求払預金」は合算

「保険」に「年金（個人年金、企業年金）」が含まれるので、「保険」と「年金」を分離

#### 2) 価格変数：各資産の価格は資産の収益率（利子率、利回り）の逆数と

## 金融資産保有の特性

して定義。

- ・定期預金：1年物定期預金金利
- ・譲渡性預金：譲渡性預金平均金利（新規発行ベース）
- ・外貨預金：米国財務省証券利回り（3カ月物）
- ・信託：指定金銭信託予想配当率（5年以上）
- ・保険，年金：予定利率＋利差配当率<sup>1)</sup>
- ・国債，地方債，金融債，事業債：東証上場債券利回り（全銘柄平均）
- ・公団公庫債：東証上場債券利回り（政府保証債・全銘柄平均）
- ・株式：TOPIX（平均）の対前年変化率
- ・投資信託：運用増減÷前期末純資産残高

因子分析によって得られた推計結果は以下の通りである（図4，表2）。

- 1) 65～95年の年次データによる分析では，明石・吉川が「安全・安心性」として評価した要因と思われる因子の説明力が高く（年金性，老後貯蓄・保障性），90年代にはよりその傾向が強い。因子スコアの推移からは80年代初頭に構造変化があったことを窺わせる。この第1因子は年金と正の相関が大きいほか，外貨預金，譲渡性預金，国債なども正の相関があり，金融自由化因子（収益性）をも反映している可能性があり，金融自由化が進んだ80年代以降説明力が大きい。この点は，期間を区切って，80～95年で推計しても結果はほぼ変わらない。
- 2) 定期性預金，保険，国債と正の相関がある第2因子は「安全性・安

---

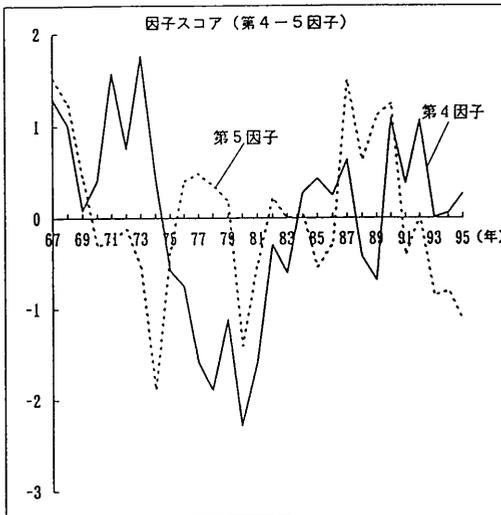
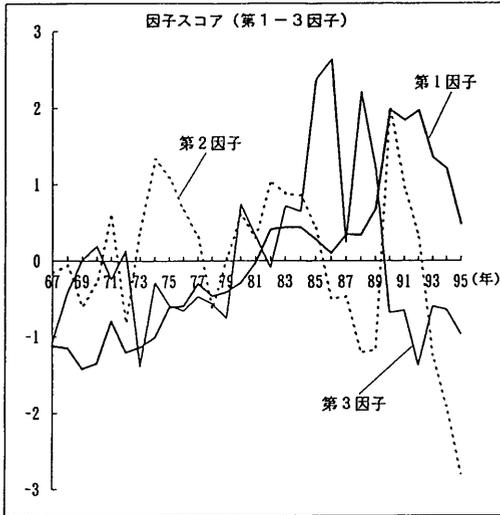
1) 保険の収益率については，種々の定義がありえよう。とくに予定利率と利差配当率のみでは保険の金融的機能にしか着目していないとの批判もありえよう。そこで保険の保障的機能を考えると，

$$\text{保険の収益率} = \left[ \frac{(\text{配当金} + (\text{責任準備金}) \times \text{予定利率}) + (\text{死亡保険金} \times \{(\text{保有} S - \text{責任準備金}) \div \text{保有} S\})}{\text{総資産}} \right]$$

というような定義もありえる（Sは保険金）。[ ]の中の第1項が金融的機能，第2項が保険的機能を表わすことになる。

金融資産保有の特性

(図4) 推計結果(1): 因子スコアの変化





## 金融資産保有の特性

心性」を示すといえるが、70年代には正に説明力をもっていたが、90年代以降急激に寄与しなくなっている。73・74年，79・80年という石油ショック時（景気後退期）に上昇し，景気拡大期に下落するともいえるが，バブル崩壊後はやや特殊かもしれない（金融機関の不良債権問題に起因する金融機関への信頼性の低下を示しているかもしれない）。この点で金利に対する感応度を示す因子とも解釈可能である。

- 3) 第3因子は外貨預金，株式，投信と正の相関があり，（現金＋要求払預金）と負の相関をもつので，危険性ないし収益性を示している。80年代の金融自由化以降説明力を高め，バブル崩壊後は寄与しなくなっている。

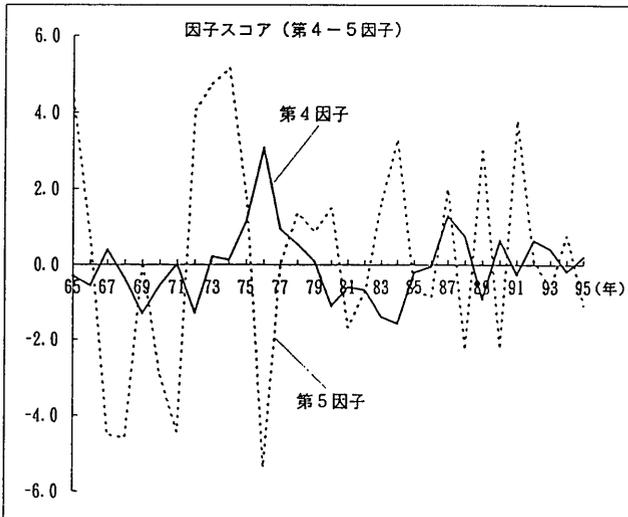
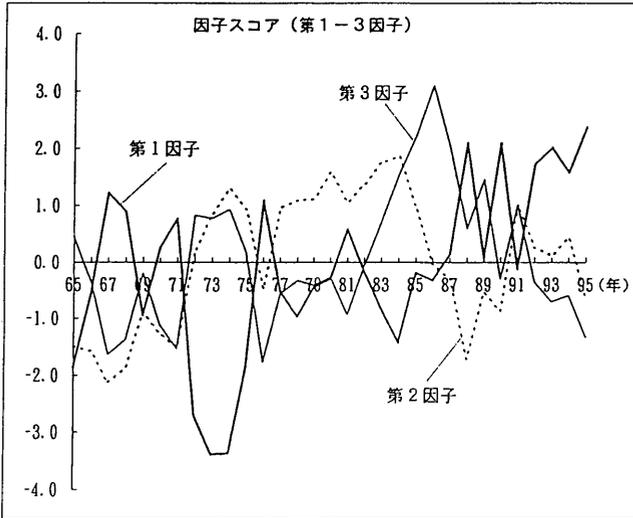
という結論が得られたが，これはほぼ明石・吉川〔1994〕と同じである。

特性を数量化せずに，特性を資産シェアで表わすこととして，同様な因子分析を行ない，推計を補強したのが，以下の結果である（図5，表3）。

- 1) 年金，保険，信託という年金性，長期貯蓄・老後保障性とでもいべき特性を示す第1因子は，第1次石油ショック時を除くと80年代半ばまでは大きな正の説明力をもっていなかったが，バブル期以降は高い説明力をもっている。また，この第1因子は投信，外貨預金などとも正の相関をもっており，金融自由化の影響を表わす因子である可能性もある。
- 2) 定期性預金と正の相関をもち，株式と負の相関をもつ第2因子は，安全性を示す因子であると思われるが，バブル期を除くとほぼ一貫して正の因子スコアを示し，資産選択において高い説明力をもっている。金利感応度も高い因子でもある。
- 3) 外貨預金，譲渡性預金，投信，国債などと正の相関をもち，（現金＋要求払預金）と負の相関をもつ第3因子は収益性ないし危険性を示す因子であるが，80年代とくにバブル期に一挙に因子スコアを高

金融資産保有の特性

(図5) 推計結果(2): 因子スコアの変化





## 金融資産保有の特性

め、説明力を高めたが、バブル崩壊後は貢献度が低下した。

すなわち、数量化した推計結果とあまり変わらなかった。

以上の推計結果から、家計の資産選択は年金性、長期貯蓄（老後保障）性という安心性の裏返しの特性と安全性という特性によって強く制約されたとされていることが明らかになった。バブル期という資産選択においてかなり収益性そして危険を冒すことを志向したと思われる時期に、リスクに代表される因子はやや貢献していたが、その後急速に寄与を低下させた。このことは、今後の家計の資産選択にも一定の意味をもってくることも予想される。収益機会の増加が期待されるとしても、家計の資産選択の基本は、高齢化への対応を基本とし、安心性と安全性を軸に行なわれることが予想される。換言すれば、資産選択行動は効用関数を予算制約の下で極大にする行動であるとしても、効用関数の形状はバブルによって大きくシフトしなかったし、今後のシフトも予想しにくいということである。

### [2. 4] 生命保険との関連

安心性ないし老後貯蓄（保障）性という特性が有意に説明力をもつという点は生命保険にも一定の意味をもつ。そこで生保商品の需要動向に適用して考えると、先行研究では、

- ・明石・吉川 [1994] においては、価格反応係数からみると、保険の選好が大きい、と結論した。
- ・吉川・小平 [1995] においては、民間保険需要は、所得因子に制約されるが（年金保険との相関高い）、保障性因子は80年代半ば以降低下した。また、経済状況に対する不安因子（安全性・保障性）もやや低下した。生保需要の特性は、保障性→貯蓄性→年金性、とシフトしてきた。80年代後半に、構造変化があった可能性が大きい（保障性の低下）、と結論した。

将来的にはマクロの家計貯蓄率の低下が予想されるので、「安全性・安

心性」指向の金融資産選択が予想される。その中で生保需要は、保障性的のみよりも、年金性のような長生きリスクへの対応商品の需要が強まる。これは公的年金制度が改革され、自助努力部分が増大するときには、年金的商品の需要の増大となることが予想されるが、そのことともマッチすると考えられる。

しかし、マクロの貯蓄率低下でも明らかなように、貯蓄が限定される層（低所得・若年・低資産）では、所得のヘッジとなる純粹保障的な保険も選好される可能性が大きい。その際、預金のような安全資産に保障が付加されるような商品があれば、そのような商品への需要は高まるであろう。

### 3. むすびにかえて

本稿は、「金融資産選択と金融マーケティング」に関する研究の成果の一部であり、その全体像は生命保険文化センター [1997.6] によっているが、本稿の2.の計測はその報告には含まれていない。したがって、本稿はその補完を意図している。いうまでもなく価値観ないし文化の側面は資産保有の効用関数をシフトさせる要因であるが、その証明そのものを本稿は意図していない。この点については生命保険文化センター [1997.6] に十分な説明がなされているからである。

むしろ重要なのは、『資金循環勘定』というマクロの分析では、個人といっても個人企業や農林漁業者や対家計非営利団体といった純粹な個人以外の主体も含まれてしまうことである。そこでマクロの統計以外に、家計に対するアンケート調査による統計による補完的な推計も必要になろう。そうすれば家計の属性（所得階層、年齢別、地域別）に対応した特性を明らかにすることが可能になるはずである。この点は生命保険文化センター [1997.6] で別の研究を行なっているので、本稿はそこにおける研究の基礎となるべき性格である点を強調しておきたい。

## 金融資産保有の特性

### 【参 考 文 献】

- 明石茂生・吉川卓也「家計資産需要の属性分析」『成城大学経済研究』第126号, 1994年10月。
- 鮑戸弘・松田義幸編『「ゆとり」時代のライフスタイル』日本経済新聞社, 1989年。
- 保険文化研究会報告書(水島一也ほか)『日本人と生命保険・その文化史的研究』生命保険文化センター, 1995年3月。
- 石川経夫『所得と富』岩波書店, 1991年。
- 編『日本の所得と富の分配』東京大学出版会, 1994年。
- 蟹江健一「日米両国の家計の貯蓄行動と遺産・相続の実態」『郵政研究所月報』No. 101, 1997年2月。
- 吉川卓也・小平裕「生命保険需要の特性分析—簡易保険と民間生命保険—」『成城大学経済研究所研究報告』No. 5, 1995年6月。
- 間々田孝夫「日本の貯蓄と文化・社会的要因」『フィナンシャル・レビュー』第25号, 1992年12月。
- 村上泰亮『新中間大衆の時代』中央公論社, 1984年。
- 中野孝次『清貧の思想』草思社, 1992年。
- 大石泰彦「勤儉貯蓄の精神構造」『生活経済学会会報』第1巻, 1986年3月。
- 太田誠「ヘドニック・アプローチの理論的基礎, 方法および日本の乗用車価格への応用」『季刊理論経済学』1978年4月。
- 日本銀行『日本銀行月報』1996年6月。
- 生命保険文化センター『自分主義の時代』東洋経済新報社, 1988年。
- 『さまよえる日本人』東洋経済新報社, 1993年。
- 『1996年日本人の生活価値観—第4回・日本人の生活価値観調査—』1997年4月。
- 『金融資産選択と金融マーケティング研究会報告書』1997年6月。
- 白塚重典「物価指数に与える品質変化の影響—ヘドニック・アプローチの適用による品質調整済みパソコン物価指数の推計—」『金融研究』第13巻第4号, 1994年12月。
- 高山憲之・チャールズ・ホリオカ・太田清『高齢化社会の貯蓄と遺産相続』日本評論社, 1996年。
- 竹内靖雄『日本人の行動文法』東洋経済新報社, 1995年。
- 橋木俊詔・木村俊夫「品質理論の金融資産選択行動への応用」証券市場実態調査分析研究会『日本の証券市場の実態調査と分析Ⅱ』資本市場研究会, 1991年3月。

## 金融資産保有の特性

- ・下野恵子『個人貯蓄とライフサイクル』日本経済新聞社，1994年。  
貯蓄経済研究センター『豊かな時代の暮らしと貯蓄』ぎょうせい，1989年。
- Lancaster, K., “A New Approach to Consumer Theory,” *Journal of Political Economy*, Vol. 74, 1966.
- , *Consumer Demand: A New Approach*, Columbia Univ. Press, 1971. 桑原秀史『消費者需要—新しいアプローチ』千倉書房，1989年。
- Becker, G., “A Theory of the Allocation of Time,” *Economic Journal*, Vol. 75, 1965.
- Muth, R., “Household Production and Consumer Demand Functions,” *Econometrica*, Vol. 34, 1966.
- Court, A., “Hedonic Price Indexes with Automotive Examples,” *The Dynamics of Automobile Demand*, The General Motors Corporation, 1939.
- Yankelovitch, D., *New Rules, Searching for Self-fulfilment in a World Turned Upside Down*, Random House, 1983.

\*) 教員特別助成の成果の一部である。