

# 日本における家計の相対的危険回避度の 推移：1970年～2002年<sup>1)</sup>

吉川 卓也

## 1. はじめに

1980年代後半のいわゆる資産バブルの時期を経て、その後のバブル崩壊、金融システムおよびそれを取り巻く環境の変化が著しかったと考えられる1990年代に至る期間において、日本の家計の金融資産選択行動がどのように変化したのかという問題については、すでに多くの調査研究がおこなわれている。日本の家計の金融資産選択行動は、長期的な金融資産残高のデータによれば、預金金利の低下にもかかわらず定期性預金の家計に金融資産残高に占める割合が依然として40%を超えるなど、安全性志向で危険回避的なものであり、フローのデータが示すようないわゆる危険資産への選択行動の変化は、一時的な要因によるものであることが推察される。

このことについては、吉川 [2001] において以下の点を検討した。まず

---

1) 本稿にまとめた研究は、1998年12月から2001年3月まで郵便貯金振興会貯蓄経済研究室でおこなわれた個人金融に関する研究会（座長村本孜氏、名城大学）での研究報告から始まっている。その後、日本金融学会2002年度春季大会での個人パネル「個人金融と地域金融機関」において報告し、コメントーターの下野恵子氏（名古屋市立大学）および家森信善氏（名古屋大学）から有益かつ詳細な示唆をいただいた。また2002年生活経済学会九州部会での報告の際は、酒井泰弘氏（滋賀大学）、丑山優氏（九州大学）ほかの参加者の方々からコメントをいただいた。これらの方々には感謝するとともに、本稿では、いただいたコメントに十分応えられていない部分があることをお詫びしたい。本稿は、財団法人簡易保険文化財団の平成15年度調査研究助成による成果の一部である。

金融資産シェアの国際比較をおこなったが、各国に比べ日本の家計の安全資産残高シェアは顕著に高く、日本の家計には安全性の高い金融資産への志向があることを確認した。また主要な危険資産である株式の保有状況を示す代表的指標により個人投資家の行動を分析してみたが、従来の株式保有行動原則で説明できないようなことは起きていないと考えられた。したがって、日本の家計の危険資産への選択行動の変化は、一時的な要因によるものであるという推察を変更しなければならないような状況は明確には見出せなかった。

そこで本稿では、金融資産選択行動の変化を探るための1つの方法として、公表データを利用して相対的危険回避度の大きさの計測を試みる。<sup>2)</sup>

2節では、先行研究で指摘されている相対的危険回避度を時系列データから計測する際の問題点について述べる。3節では、計測の具体的な方法について説明する。4節では、危険資産として株式を想定した場合を例にとり、計測に使用するデータについて説明する。5節で計測結果を概観したのち、株価としてTOPIX、日経225、配当込みTOPIXの三種類のデータを使用することにより、相対的危険回避度の推移がどのように異なるかを比較検討する。6節は結論である。

## 2. 先行研究と計測上の問題点

### (1) 先行研究について

時系列データにより、日本の家計について相対的危険回避度の値を計測した先行研究としては、下野 [1998]、中川・片桐 [1999]、吉川 [2001]、山本 [2001] などがある。これらはいずれも Friend and Blume [1975] が提示した、相対的危険回避度と危険資産保有比率との関係式を利用して計

---

2) 明石・吉川 [1994]、明石 [1998] などは、家計の金融資産選択の変化を特性モデル（ランカスター・モデル）によりとらえようという試みである。

測をおこなったものである。<sup>3)</sup>

また、経済企画庁 [1999] は、第3章第6節で日本とアメリカの家計について相対的危険回避度の大きさを計測している。

日本における家計の相対的危険回避度の値を計測したこれらの研究では、相対的危険回避度は、危険資産の期待収益率、安全資産の収益率、危険資産の収益率の分散、危険資産保有比率によって算出される。次節以降で同様の方法によって相対的危険回避度の値を計測するが、先行研究等によって指摘されているいくつかの問題点についてあらかじめ述べておく。<sup>4)</sup>

## (2) 計測上の問題点

本稿で採用する計測方法は次節で述べるような単純化をおこなって、相対的危険回避度の値を危険資産の期待収益率、安全資産の収益率、危険資産の収益率の分散、危険資産保有比率によって計算するが、これらのデータをどのように作成するかが結果に大きく影響することが考えられる。このことに関して、先行研究では次のような点が指摘されている。

### ①危険資産の期待収益率

第一に、危険資産の期待収益率が、相対的危険回避度の大きさにかなり影響を与えている。本稿をはじめ上述した先行研究では、危険資産の期待収益率の作成にあたり、以下のような手順をとっている。危険資産価格の予想は常に楽観的におこなわれると想定し、当該年次の危険資産価格とその分散から予想危険資産価格を計算している。すなわち、前年の危険資産の年平均価格を  $p_m$ 、前年の危険資産の毎月の価格から計算した前年1年間の分散を  $\sigma_m^m$  とすれば、予想危険資産価格  $p_m^e$  は、

$$(1) \quad p_m^e = p_m + 2 \times \sqrt{\sigma_m^m \times 12}$$

---

3) Friend and Blume [1975], p. 903.

4) ここで述べるのは、Friend and Blume [1975] が提示した、相対的危険回避度と危険資産保有比率との関係式を利用して計測をおこなった結果に関する問題点であることを明記しておく。

で求めている。<sup>5)</sup>

しかし予想危険資産価格については、このような計算方法をとる以外にも様々な方法があり得るし、そもそも危険資産の期待収益率をどのように作成するかによって、計測される相対的危険回避度の値がかなり異なってくる可能性が高い。

#### ②危険資産をどのように想定するか

第二に、危険資産についてどのような資産を考えるのかで、やはり計測される相対的危険回避度の大きさが異なってくるだろう。<sup>6)</sup> このことについては、本稿では危険資産として株式を代表的なものと考え、TOPIX、日経225、配当込みTOPIXを用いて相対的危険回避度の値を計測して、その比較を試みることにする。

#### ③計測される相対的危険回避度の大きさ

第三に、相対的危険回避度の値に関する問題がある。下野 [1998] の計測結果によれば、1987年から1995年までの日本の家計の相対的危険回避度は、2から4前後の値をとるとしている。また中川・片桐 [1999] は、1965年から5年間ごとの平均をとり、1990年から94年を除けば、その値は6から8の間にあるという結果を報告している（1990年から94年の5年間の平均値はおよそ4という値をとっている）。

吉川 [2001] では、下野 [1998] とほぼ同様の方法で計測した結果、1970年代から1980年代半ばまで（バブル期以前）の期間内平均が1.63、1985年から1989年まで（バブル期）の期間内平均が0.94、1990年代（バブル崩壊以降）の期間内平均が1.36となっている。また山本 [2001] は、吉川 [2001] とほぼ同様の方法を取り、世帯主年齢別、年間収入五分位階級別の相対的危険回避度を計測し、世帯主年齢別では5年毎の平均値が1か

---

5) 危険資産の期待収益率は正になることが形式上要請されるため、危険資産価格の予想は常に楽観的におこなわれると想定する。

6) 下野 [1998], p. 119 を参照。また日本金融学会での報告の際に、同様の指摘を受けた。

ら4の間であった。経済企画庁 [1999] の計測結果によれば、1987年から1997年までの期間で0.4から1.7の間で変化している。

一方、アメリカの個票データを用いて、実物資産や人的資産を考慮した Friend and Blume [1975] は、その推定結果から相対的危険回避度は1以上としている。また Szpiro [1986] は、15カ国について相対的危険回避度を推計し、その値はほぼ1から2の間にあると結論している。

このように、とくに日本の家計について計測された相対的危険回避度の値が各研究間において幅がある点は、やはり計測方法の単純化により利用データに大きく依存した結果になっている可能性があることを示唆している。

### 3. 相対的危険回避度の計測方法

相対的危険回避度は、危険資産からの収益と危険資産選択の関係を理論的に明らかにする指標である。Friend and Blume [1975] にならい、本稿では以下のような単純化した形で、日本の家計について相対的危険回避度の計測をおこなった。

まず以下のような仮定を置くことにする。

- a. 家計は安全資産と危険資産の2種類しか保有せず、安全資産の収益率を  $r_f$ 、危険資産の収益率を  $r_m$  とする。ただし  $r_m$  の期待値は  $E(r_m)$ 、分散は  $\sigma_m^2$  である。
- b. 投資期間は  $t$  から  $t+dt$  までであり、無限に分割可能であるとする。
- c. 家計は、期末の資産残高  $W_{t+dt}$  から得られるであろう期待効用  $E(W_{t+dt})$  を最大化し、その効用関数  $U$  は危険回避的であり、 $U'(W) > 0$ 、 $U''(W) < 0$  であると仮定する。

家計は期首に  $W_t$  の資産を保有し、そのうちの危険資産の割合を  $\alpha$  とすると、家計の期末の資産残高  $W_{t+dt}$  は、

$$(2) \quad W_{t+dt} = W_t \left[ 1 + \{ \alpha E(r_m) + (1 - \alpha)r_f \} dt + \alpha \sigma_m y(t) \sqrt{dt} \right]$$

となる。ここで、 $\sigma_m$  は危険資産の収益率の標準偏差、 $y(t)$  は標準正規分布に従う確率変数である。

簡単のために、 $U(W_{t+dt})$  を  $W_t$  の近傍でテーラー展開し、期待値をとり、 $dt$  の2次以上の項を落とすと、

$$(3) \quad \begin{aligned} & E \left[ U(W_{t+dt}) \right] \\ &= U(W_t) + U'(W_t) W_t \{ \alpha E(r_m) + (1 - \alpha)r_f \} dt \\ &\quad + \frac{1}{2} U''(W_t) W_t^2 \alpha^2 \sigma_m^2 dt \end{aligned}$$

となる。家計は、この  $E \left[ U(W_{t+dt}) \right]$  を最大化するように  $\alpha$  を決定するから、 $\alpha$  について微分してゼロとおけば、

$$(4) \quad E(r_m) - r_f - C \alpha \sigma_m^2 = 0$$

を得る。

ここで  $C$  は、

$$(5) \quad C = \frac{W_t U''(W_t)}{U'(W_t)}$$

であり、相対的危険回避度とよばれる。

以下では、(4) 式から得られる

$$(6) \quad C = \frac{E(r_m) - r_f}{\sigma_m^2} \times \frac{1}{\alpha}$$

を用いて家計の相対的危険回避度の大きさを計測する。

#### 4. データの作成方法

相対的危険回避度  $C$  の計測に必要なデータは、下野 [1998] にならい、次のように作成した。

危険資産の期待収益率  $E(r_m)$  は、危険資産を株式で代表させ、株価から算出する。株価には TOPIX、日経 225、配当込み TOPIX の 3 種類を用い、それぞれ別個に以下のような方法で株価の期待収益率を算出した。

まず前年の株価の月次データから 1 年間の分散を求め、予想株価を、

$$(7) \quad \text{予想株価} = \text{前年の株価} \\ + 2 \times \sqrt{\text{前年の株価の月次データの 1 年間の分散} \times 12}$$

として計算する。そして株価の期待収益率を、

$$(8) \quad \text{株価の期待収益率} = \frac{\text{予想株価}}{\text{前年の株価}} - 1$$

で求めた。<sup>7)</sup>

安全資産の収益率  $r_f$  には、1 年物の定期預金金利 (300 万円以上 1,000 万円未満) を用いた。

危険資産の収益率の分散  $\sigma_m^2$  は、危険資産を株式で代表させ、株価を用いて、

$$(9) \quad \text{今月の株価の収益率} = \frac{\text{今月の株価}}{\text{前年の株価}} - 1$$

と株価の収益率の月率を計算し、その 1 年間の分散を求めた。さらに年率の分散に換算するため 12 倍して、

$$(10) \quad \text{株価の収益率の分散} = \text{前年の株価の収益率の月率の分散} \times 12$$

---

7) 危険資産の期待収益率から安全資産の収益率を引いたもの、すなわち  $E(r_m) - r_f$  が負になるのを避けるため、常に楽観的な期待形成が行なわれると仮定している。

とした。<sup>8)</sup>

危険資産保有比率  $\alpha$  は、日本銀行「資金循環勘定」の金融資産残高データを用い、

$$(11) \quad \text{危険資産保有比率} = \frac{\text{危険資産保有額}}{\text{金融資産残高}}$$

で算出した。ここで、

$$(12) \quad \text{危険資産保有額} = \text{株式保有額} + \text{投資信託保有額} \\ + \text{外貨預金保有額}$$

とした。

## 5. 計測結果

(6)式から計算される相対的危険回避度  $C$  は、危険資産の価格変動リスク  $\sigma_m^2$  の下で、危険資産の期待収益率と安全資産の収益率の差  $E(r_m) - r_f$  に応じて、どの程度危険資産を保有するかを表わしている。

相対的危険回避度は、

- a. 危険資産と安全資産の収益率格差が広がる。
- b. 危険資産の価格変動リスクが低くなる。
- c. 危険資産の保有比率が低下する。

という変化によって高くなり、「相対的に危険回避的になった」と判断される。

日本の家計について相対的危険回避度の大きさを計測した結果は、図表1から図表3にまとめられている。図表1は株価としてTOPIX、図表2は日経225、図表3は配当込みTOPIXをそれぞれ用いて計測した結果で

---

8) 予想株価、株価の収益率の分散の算出方法については、花枝英樹氏（一橋大学）に有益なコメントをいただいた。



日本における家計の相対的危険回避度の推移：1970年～2002年

図表1 相対的危険回避度の大きさ (TOPIX)

	安全資産の 収益率 (1年定期 預金金利) <sup>1)</sup>	株 価 (TOPIX)	株価の期待 収益率 <sup>2)</sup>	株価の期待 収益率と 安全資産の 収益率の差	株価収益率 の分散 <sup>3)</sup>	危険資産 保有比率 <sup>4)</sup>	相対的 危険回避度
	$(r_f)$	$(r_m)$	$E(r_m)$	$E(r_m) - r_f$	$(\sigma_m^2)$	$(\alpha)$	$\{E(r_m) - r_f\} / \sigma_m^2 / \alpha$
70	5.75	163.48	48.27	42.52	71.42	0.1349	4.41
71	5.75	179.62	50.47	44.72	245.75	0.1352	1.35
72	5.25	282.42	51.98	46.73	39.37	0.1708	6.95
73	6.25	362.46	133.08	126.83	38.23	0.1182	28.07
74	7.75	307.21	53.72	45.97	299.13	0.1061	1.45
75	6.75	311.67	57.56	50.81	253.36	0.1156	1.73
76	6.75	347.40	32.95	26.20	160.93	0.1068	1.52
77	5.25	376.75	18.38	13.13	86.99	0.0961	1.57
78	4.50	415.15	12.13	7.63	46.48	0.1009	1.63
79	6.00	450.02	36.72	30.72	22.06	0.0943	14.76
80	7.00	474.11	8.00	1.00	33.05	0.0891	0.34
81	6.25	551.46	19.11	12.86	26.57	0.0868	5.58
82	5.75	549.03	37.49	31.74	112.16	0.0864	3.27
83	5.75	647.16	24.91	19.16	107.98	0.1042	1.70
84	5.50	815.87	44.37	38.87	16.62	0.1151	20.32
85	5.50	996.57	33.40	27.90	166.62	0.1154	1.45
86	3.76	1323.94	24.34	20.58	83.86	0.1460	1.68
87	3.39	1957.67	90.31	86.92	214.12	0.1481	2.74
88	3.39	2131.91	59.55	56.16	430.00	0.1758	0.74
89	4.32	2568.70	39.44	35.12	129.26	0.1852	1.47
90	6.08	2180.67	36.36	30.28	71.76	0.1322	3.19
91	5.25	1842.25	115.62	110.37	480.37	0.1167	1.97
92	3.88	1364.19	37.93	34.05	273.67	0.0996	1.25
93	1.80	1523.78	66.10	64.30	530.50	0.0990	1.22
94	2.31	1599.12	65.46	63.15	374.44	0.0941	1.79
95	0.54	1380.56	23.57	23.03	100.26	0.0930	2.47
96	0.33	1605.57	46.50	46.17	285.42	0.0876	1.85
97	0.32	1394.88	23.69	23.37	116.00	0.1058	1.90
98	0.23	1178.42	51.38	51.15	255.81	0.0840	2.38
99	0.14	1385.50	46.50	46.36	306.94	0.1271	1.19
00	0.16	1546.48	91.92	91.76	192.99	0.1168	4.07
01	0.04	1194.75	53.06	53.02	64.57	0.0971	8.46
02	0.03	979.10	70.64	70.61	296.32	0.0845	2.82
03(P) <sup>5)</sup>	0.03	903.30	65.25	65.22	264.29	0.0879	2.81

注1) 出所：全国銀行協会【金融】各号。1992年6月までは日本銀行のガイドライン（最高限度）。92年は全国銀行のスーパー定期（300万円以上1,000万円未満）の月末日を含む最終週の平均利率。それ以降は定期預金の店頭表示金利（300万円以上1,000万円未満）の平均金利。

注2) 予想株価を「前年の株価+2×前年の株価の月次データの分散×12」で求め、期待収益率を「予想株価/前年の株価-1」と計算した。

注3) 株価収益率の分散は、前年の株価収益率の月次データの分散×12とした。

注4) 出所：日本銀行「資金循環勘定」。データの継続性を保つため、家計を「家計対家計民間非営利団体+個人企業」としている。危険資産は、株式、投資信託、外貨預金。

注5) 現時点で利用可能なデータで算出した暫定的な値である。

日本における家計の相対的危険回避度の推移：1970年～2002年

図表2 相対的危険回避度の大きさ（日経225）

	安全資産の 収益率 (1年定期 預金金利) <sup>1)</sup>	株 価 (日経225)	株価の期待 収益率 <sup>2)</sup>	株価の期待 収益率と 安全資産の 収益率の差	株価収益率 の分散 <sup>3)</sup>	危険資産 保有比率 <sup>4)</sup>	相対的 危険回避度
	$(r_f)$	$(r_m)$	$E(r_m)$	$E(r_m) - r_f$	$(\sigma_m^2)$	$(\alpha)$	$\{E(r_m) - r_f\} / \sigma_m^2 / \alpha$
70	5.75	2165.74	51.27	45.52	87.32	0.1349	3.86
71	5.75	2426.97	51.33	45.58	408.41	0.1352	0.83
72	5.25	3893.81	51.76	46.51	95.44	0.1708	2.85
73	6.25	4778.54	132.26	126.01	42.53	0.1182	25.07
74	7.75	4282.99	43.66	35.91	301.77	0.1061	1.12
75	6.75	4290.58	60.47	53.72	343.57	0.1156	1.35
76	6.75	4704.52	33.49	26.74	343.86	0.1068	0.73
77	5.25	5041.35	19.21	13.96	240.78	0.0961	0.60
78	4.50	5597.61	16.76	12.26	83.83	0.1009	1.45
79	6.00	6331.15	34.42	28.42	39.37	0.0943	7.65
80	7.00	6910.89	18.13	11.13	34.75	0.0891	3.59
81	6.25	7558.20	18.47	12.22	49.06	0.0868	2.87
82	5.75	7416.86	20.86	15.11	82.98	0.0864	2.11
83	5.75	8920.31	32.66	26.91	187.03	0.1042	1.38
84	5.50	10668.70	42.72	37.22	56.10	0.1151	5.76
85	5.50	12624.20	36.99	31.49	309.48	0.1154	0.88
86	3.76	16726.76	17.88	14.12	86.64	0.1460	1.12
87	3.39	23234.80	77.27	73.88	449.18	0.1481	1.11
88	3.39	27427.32	58.98	55.59	389.06	0.1758	0.81
89	4.32	34507.53	43.92	39.60	145.54	0.1852	1.47
90	6.08	28826.02	43.00	36.92	101.22	0.1322	2.76
91	5.25	24371.06	122.63	117.38	1603.17	0.1167	0.63
92	3.88	18095.37	42.95	39.07	578.63	0.0996	0.68
93	1.80	19055.78	74.12	72.32	669.36	0.0990	1.09
94	2.31	20009.25	61.65	59.34	698.02	0.0941	0.90
95	0.54	17298.26	20.87	20.33	417.57	0.0930	0.52
96	0.33	21011.49	60.29	59.96	679.29	0.0876	1.01
97	0.32	18293.15	30.44	30.12	333.13	0.1058	0.85
98	0.23	15276.10	61.52	61.29	343.67	0.0840	2.12
99	0.14	16948.74	57.41	57.27	528.81	0.1271	0.85
00	0.16	16905.30	60.41	60.25	205.74	0.1168	2.51
01	0.04	11987.31	89.89	89.85	539.57	0.0971	1.72
02	0.03	10067.01	86.37	86.34	404.34	0.0845	2.53
03(P) <sup>5)</sup>	0.03	8904.50	72.15	72.12	419.43	0.0879	1.96

注1) 出所：全国銀行協会『金融』各号。1992年6月までは日本銀行のガイドライン（最高限度）。

92年は全国銀行のスーパー定期（300万円以上1,000万円未満）の月末日を含む最終週の平均利率。それ以降は定期預金の店頭表示金利（300万円以上1,000万円未満）の平均金利。

注2) 予想株価を「前年の株価+2×√前年の株価の月次データの分散×12」で求め、期待収益率を「予想株価/前年の株価-1」と計算した。

注3) 株価収益率の分散は、前年の株価収益率の月次データの分散×12とした。

注4) 出所：日本銀行「資金循環勘定」。データの継続性を保つため、家計を「家計対家計民間非営利団体+個人企業」としている。危険資産は、株式、投資信託、外貨預金。

注5) 現時点で利用可能なデータで算出した暫定的な値である。

日本における家計の相対的危険回避度の推移：1970年～2002年

図表3 相対的危険回避度の大きさ（配当込み TOPIX）

	安全資産の 収益率 (1年定期 預金金利) <sup>1)</sup>	株 価 (配当込み TOPIX)	株価の期待 収益率 <sup>2)</sup>	株価の期待 収益率と 安全資産の 収益率の差	株価収益率 の分散 <sup>3)</sup>	危険資産 保有比率 <sup>4)</sup>	相対的 危険回避度
	$(r_f)$	$(r_m)$	$E(r_m)$	$E(r_m) - r_f$	$(\sigma_m^2)$	$(\alpha)$	$\{E(r_m) - r_f\} / \sigma_m^2 / \alpha$
91	5.25	1874.38	119.76	114.51	1367.76	0.1167	0.72
92	3.88	1396.17	38.96	35.08	476.15	0.0996	0.74
93	1.80	1574.17	60.50	58.70	519.12	0.0990	1.14
94	2.31	1674.83	68.06	65.75	687.70	0.0941	1.02
95	0.54	1450.56	20.21	19.67	276.12	0.0930	0.77
96	0.33	1698.20	53.75	53.42	453.97	0.0876	1.34
97	0.32	1483.53	31.30	30.98	243.05	0.1058	1.20
98	0.23	1269.61	56.00	55.77	258.04	0.0840	2.57
99	0.14	1534.29	51.08	50.94	422.65	0.1271	0.95
00	0.16	1673.87	94.56	94.40	243.57	0.1168	3.32
01	0.04	1310.17	65.16	65.12	218.11	0.0971	3.08
02	0.03	1085.13	72.54	72.50	279.68	0.0845	3.07

注1) 出所：全国銀行協会「金融」各号。1992年6月までは日本銀行のガイドライン（最高限度）。92年は全国銀行のスーパー定期（300万円以上1,000万円未満）の月末日を含む最終週の平均利率。それ以降は定期預金の店頭表示金利（300万円以上1,000万円未満）の平均金利。

注2) 予想株価を「前年の株価+2×√前年の株価の月次データの分散×12」で求め、期待収益率を「予想株価/前年の株価-1」と計算した。

注3) 株価収益率の分散は、前年の株価収益率の月次データの分散×12とした。

注4) 出所：日本銀行「資金循環勘定」。データの継続性を保つため、家計を「家計対家計民間非営利団体+個人企業」としている。危険資産は、株式、投資信託、外貨預金。

ある。2003年の計測結果は、現時点で利用できる期間のデータから計算した暫定値である。また、配当込み TOPIX については、現在データを利用可能な期間が1989年1月から2002年12月までと限られているので、相対的危険回避度の計測期間は1991年から2002年までとなっている。<sup>9)</sup>

いずれの表も、第4列（株価の期待収益率-安全資産の収益率）を第5列（株価収益率の分散）で除し、さらに第6列（危険資産保有比率）で除した結果が、第7列の相対的危険回避度の値となっている。

本稿の計測では、危険資産を代表するものとして株式を想定し、収益率については株価のデータを使用した。危険資産の収益率としてどのような

9) 配当込み TOPIX についての詳細は、宮川・花枝 [2002], pp. 184-185, 東京証券取引所のホームページ等を参照。

数値を使用するかということについては、2節(2)でも触れたように、使用するデータにより、計測される相対的危険回避度の値が大きく異なる可能性が先行研究で指摘されているので、慎重に検討する必要がある。本稿で、まず第一に TOPIX を使用したのは、TOPIX が①サンプリング誤差から無縁であること、②少数の小型値嵩銘柄が指数値に大きく影響することがない、③マーケット・ポートフォリオ（すなわち TOPIX）こそ効率的ポートフォリオであるという現代ポートフォリオ理論に裏打ちされている、といった特徴をもち、日本の株式市場動向を示す指標と考えられるからである。<sup>10)</sup>

TOPIX による計測結果である図表1をみると、1973年、79年、84年、2001年の値が、いずれも突出して大きくなっていることが確認できる。このことについては、日経225による計測結果である図表2でも、2001年以外は同様であることがわかる。相対的危険回避度の大きさについては、2節(2)で述べたように過去の実証研究などからこれほどまで大きな値にはならないという推定がなされているので、本稿での計測結果は、先行研究と整合的でないといえるかもしれない。

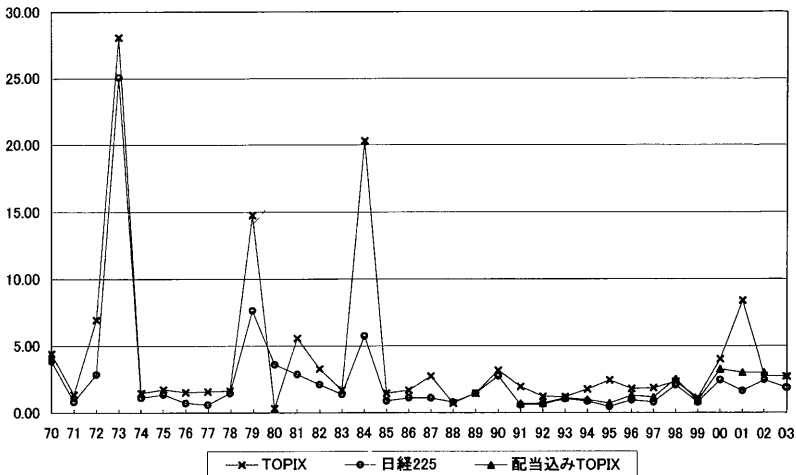
しかし、図表4に示したように、各計測結果とも、1985年以降はそれほど大きな値になっておらず、その期間に限っては分析に利用可能と判断できる。TOPIX による推計結果では、2001年が異常値とも思えるが、配当込み TOPIX による推計結果を合わせて考えれば、時系列で相対的危険回避度の推移をみることに問題がないと思われる。そこで次節では、1985年以降について、相対的危険回避度の計測結果を利用して、日本の家計の金融資産選択行動を分析する。

---

10) 宮川・花枝 [2002], pp. 82-87。

## 日本における家計の相対的危険回避度の推移：1970年～2002年

図表4 相対的危険回避度の大きさの推移：1970年—2002年（03年は暫定値）



### 6. 日本の家計の金融資産選択行動は変化したか？

図表4からは、以下の2点について指摘できる。

(1) バブル崩壊前後で金融資産選択行動は変化していない。

図表4に示したグラフからは、1990年前後について、相対的危険回避度の値はあまり変化していないことがわかる。つまり、バブル期に別段、日本の家計が株式などの危険資産への選好を高め、その金融資産選択行動を変化させたわけではなかったということがいえる。このことは、すでに下野 [1998] が指摘しているが、本稿の分析結果もその主張を裏付ける結果となっている。<sup>11)</sup>

(2) 1990年代後半以降も安全性志向は継続している。

この時期、とくに2000年以降、やや上昇傾向が見られる。相対的危険回避度が上がることは、家計の金融資産選択行動はより危険回避的になっ

11) 下野 [1998], pp. 120-121。

てきたということを意味している。したがって、低金利にもかかわらず、定期預金や現金等の安全資産の保有比率が少なくとも変わっていないという、金融資産残高から読み取れる長期にわたる日本の家計の安全性志向を実証しているものと考えられる。<sup>12)</sup>

このように、1985年以降の相対的危険回避度の計測結果を時系列で見れば、バブル期の前後ではあまり変化していないこと、1990年代後半からその値がやや上昇傾向にあるものの、それは金融資産選択行動が変化しているということより、依然として日本の家計が金融資産選択行動を変化させていないと解釈できると結論づけられる。

1990年代後半の計測結果は、1997年頃の金融機関の相次ぐ倒産に象徴される金融危機が、家計の金融資産選択行動を安全性の高い資産の選択という方向に振れさせたのではないかと予想することもできるが、そう結論づけるには今後のデータの蓄積をまって、その後の一定期間の計測結果が必要であろう。本稿では、バブル期以降も「日本の家計の金融資産選択行動が安全資産志向で、危険回避的である」と指摘でき、それは金融資産残高に関する長期動向や国際比較から得られる結論と整合的であると述べるにとどめておく。

下野 [1998] は、個票データを用いた別の分析からも「とくにバブル期において個人の行動に顕著な変化はみられない」との結論を得ている。そしてバブル期においては、実際には家計の効用（資産選択）が変化したのではなく、家計をとりまく所得、資産、金利などの外部条件が変化したことにより、家計の金融資産における危険資産比率が高まっただけであると結論している。バブル期およびその崩壊期に外部条件が大きく変化したに

---

12) このような結論を相対的危険回避度の大きさから導き出すことについては、最適資産配分を推計し、リスク資産への配分が他の主要国と同程度となることにより、相対的危険回避度が他国より高いというだけでは日本の家計の安全資産偏重は説明できず、合理的な資産選択を行っていなかった可能性があるとする議論も存在する。

もかわらず、家計の基本的な資産選択行動に変化があまり生じていないのではないかということについては、明石・吉川 [1994] 等による家計の金融資産選択行動の特性分析によっても同様の結論を得ている。本稿での相対的危険回避度の計測結果からも、そうした主張を裏付けることができる。

#### [参 考 文 献]

- 明石茂生 [1998] 「金融資産選択と特性分析」, 村本孜編著『日本人の金融資産選択：バブルの経験とビックバンの影響』, 東洋経済新報社, pp. 51-85。
- 明石茂生・吉川卓也 [1994] 「家計資産需要の属性分析」『成城大学経済研究』, 第126号, pp. 117-198。
- 吉川卓也 [2001] 「危険資産に対する日本の家計の金融資産選択行動」『金融ビッグバンにおける個人の金融資産選択行動—個人金融に関する研究会報告書—』, 郵便貯金振興会貯蓄経済研究室, pp. 91-119。
- 経済企画庁 [1999] 『平成11年度年次経済報告（経済白書）』, 第3章第6節。
- 東京証券取引所 [2002] 『証券統計年報』。
- 酒井泰弘 [1982] 『不確実性の経済学』, 有斐閣。
- 下野恵子 [1998] 「バブル崩壊以前と以降の金融資産選択行動」, 村本孜編著『日本人の金融資産選択：バブルの経験とビックバンの影響』, 東洋経済新報社, pp. 113-136。
- 全国銀行協会『金融』, 各号。
- 中川忍・片桐智子 [1999] 「日本の家計の金融資産選択行動：日本の家計はなぜリスク資産投資に消極的であるのか?」, 『日銀調査月報』, 11月号。
- 日本銀行調査統計局『金融経済統計月報』, 各号。
- 宮川公男・花枝英樹 [2002] 『株価指数入門—正しい理解と利用のために』, 東洋経済新報社。
- 山本一吉 [2001] 「今後の家計貯蓄動向について」, 『郵政研究所月報』, 7月号, pp. 71-91。
- Friend, I. and M. E. Blume [1975], "The Demand for Risky Asset," *American Economic Review*, Vol. 65, No. 5, pp. 900-922.
- Szpiro, George G. [1986], "Relative Risk Aversion around the World," *Economics Letters*, Vol. 20, pp. 19-21.