

成城大学経済研究所
研究報告 No. 20

日本の個人金融資産需要の特性

吉 川 卓 也

1998年3月

The Institute for Economic Studies
Seijo University

6-1-20, Seijo, Setagaya
Tokyo 157-8511, Japan



日本の個人金融資産需要の特性

吉川卓也

1. はじめに
2. 個人金融資産需要の推移
3. 金融資産選択基準の変化
4. 主成分分析からみた個人の金融資産選択
5. 個人金融資産需要の特性モデル
6. 特性モデルによる計測結果のサーベイ
7. まとめ

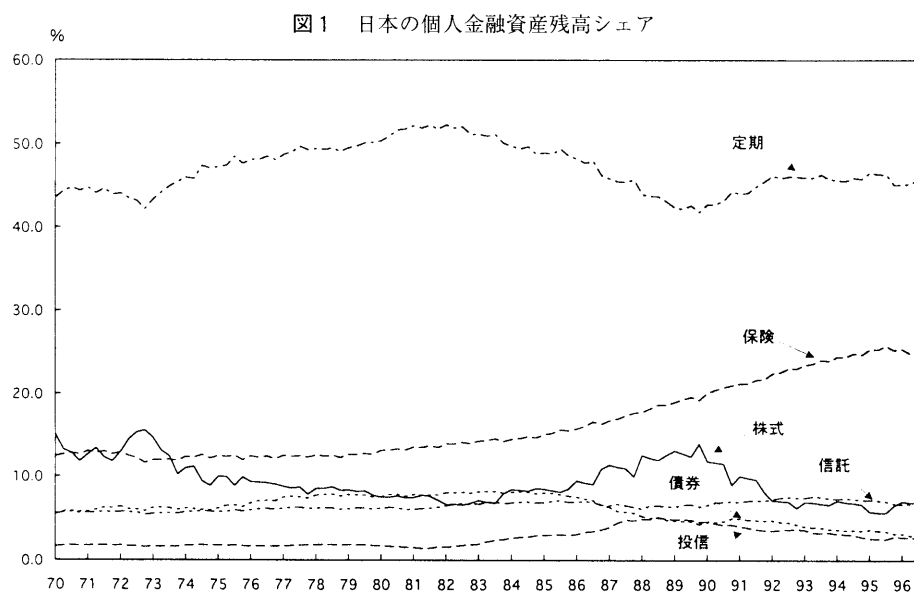
1. はじめに

1980年代以降、金利自由化や選択可能な新たな金融資産（商品）の出現、日本経済自体の長期的な変化など、個人金融資産市場には構造的な変化があった。また最近では、日本版ビッグバンというかつてない金融システムの変革という大きな出来事がある。本稿の目的は、日本の個人部門の金融資産需要が長期的にどのように変化してきたかを、いくつかの分析によって示そうとするものである。そうしたことが個人の金融資産需要に影響を与えていたのか、与えていたとしたらそれはどのようなものであったのかということを検討してみることである。

次の第2節では資金循環表から得られる日本の個人部門の金融資産残高の時系列推移を、若干の国際比較もしながら概観する。第3節では「貯蓄と消費に関する世論調査」により金融資産選択要因に対する個人の選好について考える。第4節は日本の個人金融資産残高シェアに主成分（因子）分析を試みる。第5節は特性モデルについて説明し、第6節で「特性分析」による研究をサーベイする。第7節はまとめである。

2. 個人金融資産需要の推移

図1は日本銀行「資金循環勘定」の個人部門の四半期データ（1970年から1996年まで）から作成した、日本の個人金融資産（定期性預金、信託、生命保険、株式、投資信託）の残高シェアの推移を示している。¹⁾



これをみると、定期性預金のシェアが最低でも40%弱あり、最大であった1980年代前半には50%を超えるシェアをもっていたことがわかる。バブル崩壊後の低金利時代になっても、45%強のシェアを維持している。定期性預金のシェアと対照的なのが株式のシェア（市場価格ベース）で、定期性預金のシェアが大きくなれば株式のシェアが小さくなり、定期性預金のシェアが小さくなれば株式のシェアが大きくなるという動きをみせている。

株式ないし投資信託はバブルの時期にシェアを伸ばし、とくに株式は1989年

1) 1996年12月末より以前は、「保険」には損害保険を含まず、また現在の責任準備金ベースではなく運用資産ベースで計上されていた。また図1における株式のシェアは市場価格ベースであり、株式の市場価格ベースのデータが取れない場合は、近似的に市場価格ベースに計算し直している。

には15%弱までシェアを伸ばしたが、1990年代に入ってからはいずれもシェアを下げている。とくに株式は1970年以来最低の水準まで下がっている。

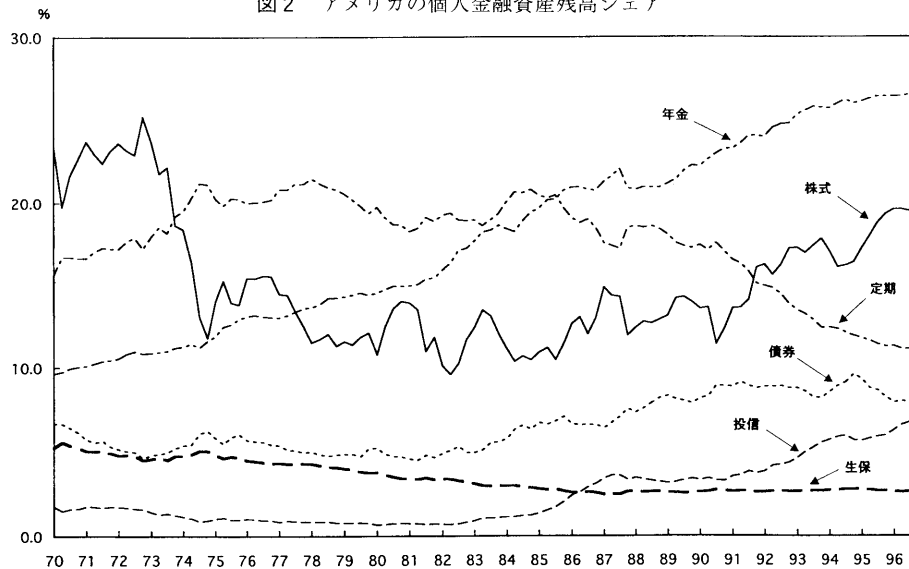
この間債券は1970年以降徐々にシェアを高めたが、1980年代前半の株式を上回るシェア（8%程度）をピークに、最近では投資信託とほぼ同じ水準（3%弱）までシェアを下げている。

こうしたなかで1970年以降ほぼ一貫してシェアを上げてきているのが保険である。とくに1980年代半ばからシェアの増加率が高くなっている。「資金循環勘定」の「保険」は損害保険を含んでいないので、これは生命保険および年金のシェアが高まっていることを示している。²⁾

次にこうした日本の個人金融資産残高シェアの特徴を、アメリカ、ドイツ、イギリスと比較してみることにする。図2、図3、図4はアメリカ、ドイツ、イギリスの資金循環勘定のデータにより作成した個人金融資産残高のシェアである。アメリカは1970年から1996年までの四半期データ、ドイツおよびイギリスは1985年から1996年までの年次データによる。

各国の金融システムあるいは金融市場が伝統的、制度的にかなり異なっていることや税制の違い、また各国で必ずしもまったく同じ金融商品が存在するわ

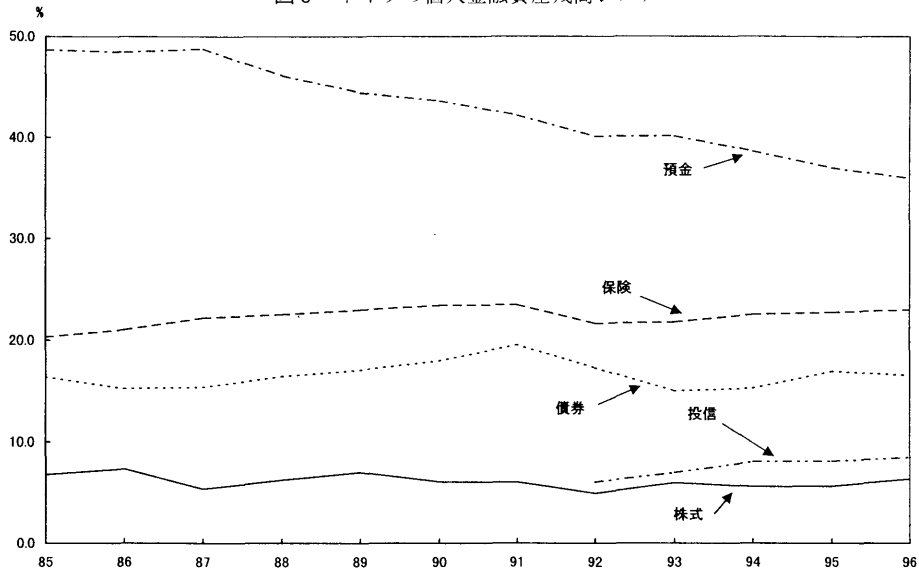
図2 アメリカの個人金融資産残高シェア



(出所) Flow of funds accounts: financial assets and liabilities, Board of Governors of the Federal Reserve System, Flow of Funds Accounts.

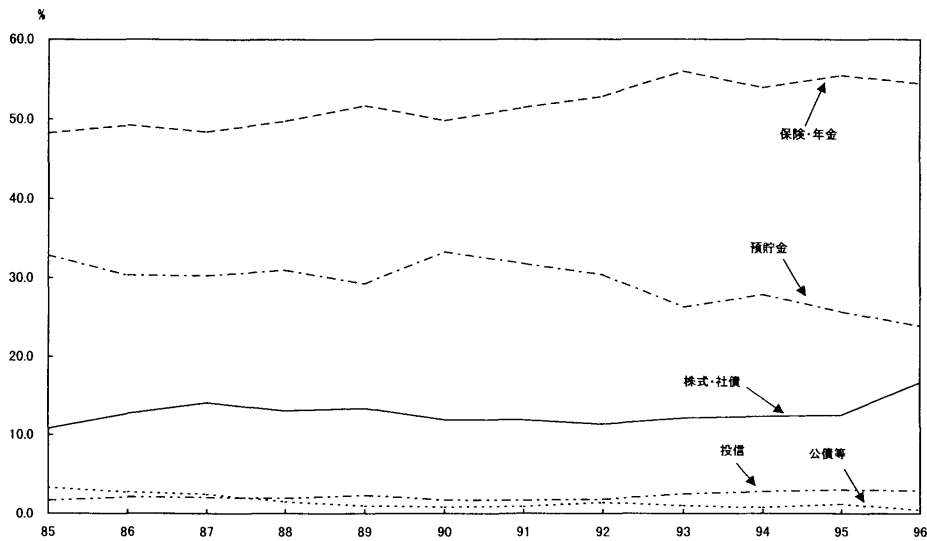
2) 「保険」は生命保険、農協共済、簡易保険、郵便年金から構成されている。

図3 ドイツの個人金融資産残高シェア



(出所) 野村證券『証券統計要覧』

図4 イギリスの個人金融資産残高シェア



(出所) 野村證券『証券統計要覧』

けではないことに配慮しなければならないが、日本の個人金融資産残高シェアの推移は、アメリカに比較すれば、ドイツと似た特徴をもっているといえよう。

日本もドイツも、(定期性) 預金のシェアが40%程度で最大で、次にシェアが大きいのが保険である。ただ日本では最近の数年間をとっても定期性預金の

シェアが大きいのに対し、ドイツでは預金のシェアが低下してきている点、またドイツでは保険のシェアの伸びは日本ほどではない点で異なっている。ドイツで株式のシェアが低い点については、ドイツでは企業形態として株式会社が必ずしも一般的ではないことも考慮しなければならないかもしれない。³⁾

一方、日本とアメリカとは、その特徴に一見して明らかな違いがみられる。アメリカでは定期性預金のシェアは最大で20%程度であり、1980年代半ば以降そのシェアは低下してきており、1996年末では10%そこそこである。代わってシェアが最大なのは年金であり、1970年以降一貫して高い伸びを示している。ここで注意しなければならないのは、日本（およびドイツ）の「保険」は年金と分離されていないことである。

アメリカにおいて株式のシェアは1991年以降定期性預金のシェアを上回っているが、1973年以前も同様の状況になっており、金融資産としての株式（および定期性預金）に対する意識が日本とは異なっていることもうかがわれる。アメリカでは、株式とともに投資信託もシェアを伸ばしている。

個人金融資産残高シェアは、資金需要主体である企業の資金調達手段と密接に関係しており、日本とドイツの個人資産構成が似ているのは両国がいわゆる間接金融優位の金融システムをもっているからであり、アメリカが明らかに異なるのは直接金融優位の国だからであるという要因もあるだろう。しかし、たとえば日本において、ほとんど金利がつかないのに預貯金のシェアが低下しないことや、保険のシェアが上昇してきたことなどは、個人の資産選択行動によって説明されるであろう現象といえよう。

イギリスで保険・年金のシェアが高いのは、税制上の優遇措置により、一時払い個人年金等が個人の貯蓄手段として定着していること、公的年金が民営化されていることがその理由である。その点を除けば、預貯金の比率が高く、日本とやや類似しているが、近年、株式・社債が伸びてきている。⁴⁾

(付論)「資金循環勘定」における「個人部門」の範囲および日本銀行による資金循環統計の見直しについて

3) ドイツのデータは、1992年から投資信託が分離される等の見直しが行われており、厳密には連続性が保たれていない点、また1990年以前は西ドイツのデータである点に注意を要する。

4) イギリスの預貯金には、ビルディング・ソサエティー出資金・預金が含まれている。

「資金循環勘定」の「個人」には、「国民経済計算年報」（経済企画庁）において「家計」と分離される「対家計民間非営利団体」が含まれている。対家計民間非営利団体とは、法人企業のように利益追求活動を行うのではなく、また政府にも分類されない特定の目的を遂行するための個人の自発的な団体（労働組合、政党、宗教団体など）、日赤や済生会のように営利を目的としない病院、健康保険組合、私立学校などをいう。

また、営利活動を行なっているが法人格を有しない個人企業も含まれている。従って、「資金循環勘定」で個人金融資産とされるものには、個人企業の売上金、仕入や賃金支払などに備える営業用資金も含まれている。

「資金循環勘定」を作成している日本銀行統計局から、統計改善に向けた指針（「資金循環統計の見直しについて」97. 3. 18）が発表されている。ここでの検討課題として、

- ・厚生年金基金、適格退職年金などの企業年金や、国民年金基金などの年金基金をカバーする年金基金部門の創設
- ・現行統計では「個人」に含まれる健康保険組合を一般政府部門（社会保障基金）に移し、家計部門を家計と対家計民間非営利団体に分離したうえで、個人企業を家計部門の内訳部門とする

などが挙げられている。なお、96年12月末時点の資金循環勘定（97年7月8日発表）分より、一部先行して見直しが図られた。具体的には、保険の計上基準の変更、保険や信託の内訳として企業年金額や個人年金額が示されたこと、株式の評価基準を時価に統一したことなどである。⁵⁾

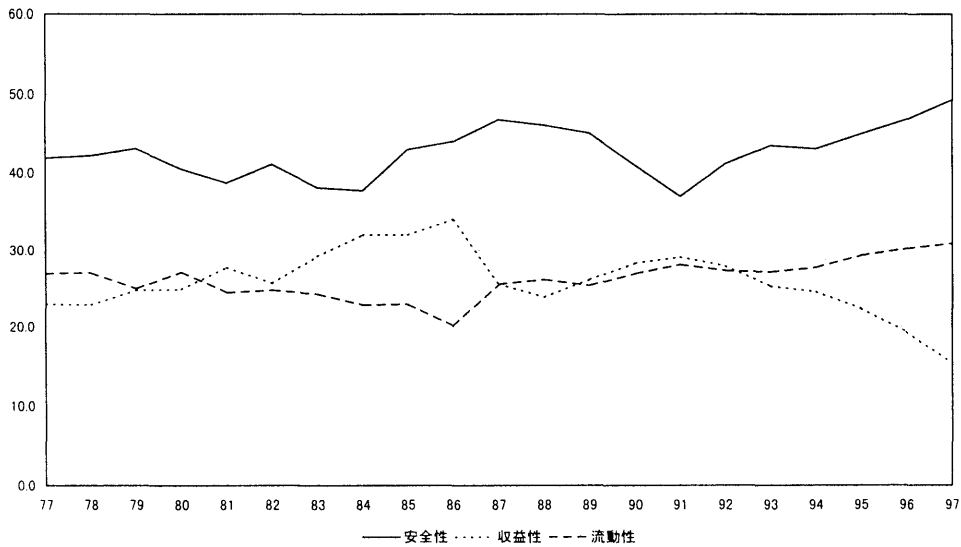
3. 金融資産選択基準の変化

図5は貯蓄広報中央委員会「貯蓄と消費に関する世論調査」による近年の金融資産選択基準の変化を示している。これをみると、安全性と収益性とはバブル期を除いて、反対方向に推移していることがわかる。流動性も1980年代後半から強まっている。

安全性は「元本が保証されているから」と「取扱金融機関が信用できて安心だから」という理由が1980年代後半からほぼ拮抗している。収益性の内容のみ

5) この付論の記述は、齊藤俊一〔1997〕による。

図5 貯蓄種類の選択基準



ると、「利回りがよいから」という理由が一貫して強い。流動性については、「換金しやすい」という理由が弱まり、「引き出しが自由だから」という理由が強まっている。

村本 [1998] が指摘するように、安全性の中でも資産の預入金融機関の「安心性」が元本が保証されていることと同じ程度に強いということは、金融機関の不良債権問題がその大きな要因である、金融機関選択基準が強まってきていることを示しているといえよう。とくに、超低金利時代に入っても定期性預金のシェアが低下していないことを説明する、一つの大きな要因であろう。

また、危険で収益の高い資産よりも、安定してある程度の収益が得られる資産を選択するという基準があるともいえよう。

4. 主成分分析からみた個人の金融資産選択

本節では、日本の個人金融資産残高シェアに主成分分析（因子分析）をおこなってみる。そこから抽出された因子を解釈することにより、個人部門が各種金融資産を需要する際に、金融資産のもつどのような特性に注目しているかが、ある程度分析できる。

表1 および図6 は、日本銀行「資金循環勘定」の個人部門の四半期データ

表1 日本の個人金融資産残高シェアの主成分分析結果

(1) 固有値

	第1因子	第2因子	第3因子	第4因子	第5因子	第6因子	第7因子
固有値	5.6765	3.2674	1.9352	1.0244	0.485	0.2565	0.156
寄与率	43.7%	25.1%	14.9%	7.9%	3.7%	2.0%	1.2%
累積寄与率	43.7%	68.8%	83.7%	91.6%	95.3%	97.3%	98.5%

	第8因子	第9因子	第10因子	第11因子	第12因子	第13因子
固有値	0.0991	0.0403	0.0303	0.0202	0.0091	0
寄与率	0.8%	0.3%	0.2%	0.2%	0.1%	0.0%
累積寄与率	99.2%	99.5%	99.8%	99.9%	100.0%	100.0%

(2) 因子負荷量の順位表

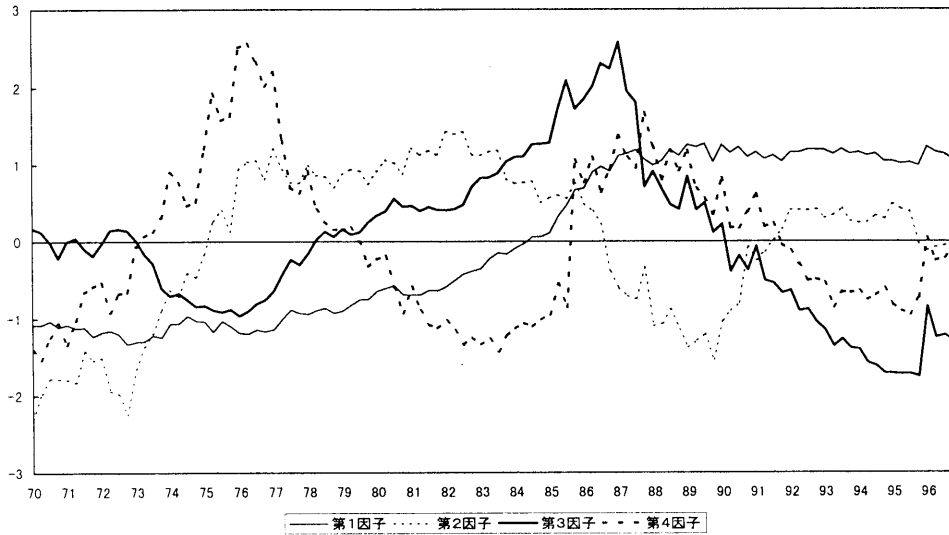
	第1因子	第2因子	第3因子	第4因子
公団債	-0.93171	定期性預金 0.86933	国債 0.75715	事業債 0.66242
現金通貨	-0.89985	地方債 0.78869	譲渡性預金 0.58906	地方債 0.38938
金融債	-0.84206	国債 0.56248	外貨預金 0.55501	外貨預金 0.30689
定期性預金	-0.35425	事業債 0.54995	金融債 0.35355	譲渡性預金 0.25765
地方債	-0.28937	信託 0.43274	株式 0.26719	投資信託 0.22621
株式	-0.25238	金融債 0.27987	定期性預金 0.23638	株式 0.21630
国債	-0.03250	保険 0.00426	投資信託 0.19752	金融債 0.15177
事業債	0.13299	譲渡性預金 -0.05849	公団債 0.14527	現金通貨 0.13673
譲渡性預金	0.52804	外貨預金 -0.18793	信託 -0.04939	公団債 0.00727
外貨預金	0.71176	投資信託 -0.24002	地方債 -0.10421	保険 -0.13742
信託	0.81267	公団債 -0.25230	現金通貨 -0.18381	定期性預金 -0.16885
投資信託	0.87448	現金通貨 -0.31448	事業債 -0.41670	信託 -0.19744
保険	0.88735	株式 -0.86387	保険 -0.41694	国債 -0.21750

(1970年第I四半期から1996年第IV四半期まで) から計算した個人金融資産残高シェア (図1に示されたもの) に主成分分析をおこなった結果である。⁶⁾

各因子は互いに無相関になるように作られており、分散の多い順に番号がつけられている。抽出された因子をいくつまで採用するかは一概にいないが、ここでは固有値が1以上の第4因子までをとり、分析することにする。第4因子までで累積寄与率は90%を超えており (各因子の分散値合計の90%以上を占める)、全体の9割は説明できるといえる。

6) データの詳細については第5節を参照。

図6 日本の個人金融資産残高シェアによる因子スコア



因子負荷量の順位表は、因子負荷行列の各要素（因子負荷量）を次のような基準で順位付けしたものである。因子負荷行列は各金融資産と各因子との相関関係を表しており、それぞれの因子への各金融資産のウェイトを表している。そこで各因子ごとに絶対値が最大の因子負荷量を第1位とし、第1位が正なら降順、第1位が負なら昇順に、その因子負荷量をもつ金融資産を並べたものである。絶対値が大きいほどその因子と相関が大きく（関係が深く）、その因子の性格を反映していると考えられる。また符号はその因子の性格との「方向性」を示すものである。因子スコアは、原データを因子負荷量でウェイト付けして計算されたデータである。

これらの結果から各因子の性格を解釈すると以下のようなになる。

第1因子は、公団債（負）、現金通貨（負）、保険（正）、投資信託（正）、金融債（負）、信託（正）の順に絶対値が大きい。互いに符号の違う現金と保険に注目すると、現金は流動性が高い短期的な資産であるのに対し、保険はそうした資産とは正反対に将来に備えるための長期的な資産である。そこで第1因子を「正であれば将来的、長期的な資産への選好があり、負であれば流動性の高い短期的な資産への選好がある」ことを表す因子と解釈してみよう。第1因子の因子スコアをみると、一貫して負から正へと推移しており、高齢化の進行や将来への不安の高まりから将来に備えるという個人の行動を示す因子と解釈することが可能であろう。したがって第1因子は、「長期的予備性」因子とでもい

うべき因子といえる。

第2因子は、定期性預金（正）、株式（負）、地方債（正）、国債（正）の順に絶対値が大きい。符号が正の資産はある程度の収益が確実に保証されている資産であり、一方、符号が負の株式はそうした保証がまったくない資産であることから、「正であればある程度の収益が保証されている安全性のある資産への選好があり、負であればそうした収益が保証されていない資産への選好がある」ことを表す因子と解釈できよう。第2因子は、いわば「収益確保性」因子あるいは「安定性」因子と呼べるだろうか。あるいは現金通貨と公団債をのぞけば、負であるのは危険資産なので、あえて「安全性」因子とも解釈できるかもしれない。

第3因子は、国債（正）、譲渡性預金（正）、外貨預金（正）、保険（負）、事業債（負）の順に絶対値が大きい。この因子の解釈は非常にむずかしいが、「正であれば国家や会社などへの信認ないし依存度が厚く、負であればそうしたもののへの依存度が薄く自立しよう（自分に合ったものを選択しよう）とする意識がある」と解釈してみよう。すなわち、この因子は、いわば「自立性」（ただし符号が負であればそれが強い）因子とも呼べるものではないだろうか。因子スコアをみると、石油ショックの時期に負で、その後バブルの崩壊直前まで正の方へ推移し、バブル崩壊後、負に転じていくという動きは、そうしたやや突飛な解釈を裏付けているようにもみえる。負の絶対値が大きい資産である保険は自分の年齢、生活設計等に適したように設計し、自分で選ぶという性格があるし、事業債もさまざまな企業の社債から選択するといった性格のもので、自己の判断を必要とする部分が大きい資産と考えられるからである。

第4因子は、事業債のみに絶対値が大きい。また因子スコアをみると、これらの因子の中でもっとも周期性が強いので、企業の実績あるいは景気循環を反映した因子であると解釈しておくことにする。

これら第1因子から第4因子までの因子スコアの動きを総合的にみると、1973年から75年、79年から81年、84年から86年（ないし88年）、90年から92年、96年に節目があり、なんらかの変化があったことがうかがえる。

以上をまとめると、個人の金融資産選好は次のようなものであると結論できるだろう。

1980年代中頃から、保険に代表されるような将来に備えるための長期的な資

産への選好が顕在化した（第1因子）。バブル時期に後退した安全な資産への選好はバブル崩壊を契機に復活し、低金利にもかかわらず現在もある（第2因子）。一方、国家や日本の銀行の安全性神話だけで資産を判断するのではなく、多様な選択肢から自分で判断を下して資産選択を行なっている面もある（あえていえば自己責任で資産を選択する意識をもちはじめている）（第3因子）。

5. 個人金融資産需要の特性モデル

各金融資産に対する需要は、金融資産のもつ収益性や安全性だけではなく、その資産がもっている特性から得られる効用のようなものに依存しており、それによって資産を選択していると考えるのが以下で説明する金融資産の特性分析である。具体的には主成分分析（因子分析）をおこない、Lancaster [1971] によって提示された考え方に基づくモデルを用いて、各金融資産の需要関数を推計するものである。まず明石 [1996] に従い、特性分析を簡単に説明することにする。

通常の消費需要の分析にならえば、個人の資産需要を考える際は、予算制約の下で資産から直接得られる個人の効用を最大化する問題に帰着する。しかし特性分析では、資産に含まれるさまざまな特性 (characteristics) を主成分（因子）分析により抽出し、その特性から得られる効用を予算制約の下で最大化することを考える。

すなわち、実質資産構成（シェア）を $x = (x_1, \dots, x_n)'$ 、特性ベクトルを $z^1 = (z_1, \dots, z_m)'$ とすると、個人の効用関数は

$$(1) \quad u = u(z^1)$$

と表される。各金融資産それぞれの特性は、変換行列 B_1 により特性ベクトルに変換される。

$$(2) \quad z^1 = B_1 x$$

金融資産価格を $p = (p_1, \dots, p_n)$ とすれば、予算制約式は

$$(3) \quad px = 1$$

となる。個人は、(3)式の予算制約の中で、特性ベクトルの変換(2)式の条件の下で効用(1)を最大化するように資産構成を決定する。

以上が特性分析のモデルであるが、ここで特性ベクトルに主成分（因子）分

析で抽出された因子を用いるために、以下のような修正を加える。

個人は各金融資産のもつ特性を、資産選択の際に実質的に考慮する本質的特性分とほとんど考慮しない非本質的特性分に分けられると仮定する。そして双方をあわせた拡張された特性の内容は、金融資産の数に一致しているとする。したがって、本質的特性 z_1 は m 個の成分から構成され ($m < n$)、非本質的特性 z_2 は $n - m$ 個の成分から構成される。

形式的には、拡張特性ベクトルを z とすれば、

$$(4) \quad z = (z^1, z^2)$$

$$z^1 = (z_1, \dots, z_m), \quad z^2 = (z_{m+1}, \dots, z_n)$$

となる。拡張ベクトルへの変換行列 B は ($n \times n$) の行列となる。

$$(5) \quad z = Bx$$

また、効用関数 $u = u(z^1)$ は次のような2次形式で近似して表すことにする。

$$(6) \quad u = u_1 z^1 + z^{1'} U_2 z^1$$

変換行列 B が正則行列なら、 $x = B^{-1}z$ となる。ここで $q = pB^{-1}$ とすれば、 $px = pB^{-1}z = qz$ となり、予算制約(3)式は

$$(7) \quad qz = 1$$

と書き換えられる。したがって、(7)式の制約の下で(6)式を最大化する問題を解けば、一階の条件から

$$(8) \quad q^1 = (1/\lambda)(u_1 + z^{1'} U_2)$$

を得る。ただし、 λ はラグランジュ係数であり、貨幣の限界効用に対応する。また、ここで $q = (q^1, q^2)$, $q^1 = (q^1, \dots, q_m)$, $q^2 = (q_{m+1}, \dots, q_n)$ である。

$q = pB^{-1}$ は特性分に対応した帰属価格ベクトルと解釈できるものである。(8)式はそのうちの本質的特性の帰属価格に対応した式といてよいが、もう一方の非本質的特性の価格 q^2 については、非本質的特性ベクトル z^2 によって説明されると考え、次のように設定する。

$$(9) \quad q^2 = (1/\lambda)(u_2 + z^{2'} V)$$

$$V = \begin{bmatrix} V_{m+1} & 0 \\ & \ddots \\ 0 & V_n \end{bmatrix}$$

したがって、(8)式と(9)式をまとめれば

$$(10) \quad q = (1/\lambda)(u + z^1 U)$$

ここで

$$u = (u_1, u_2),$$

$$U = \begin{bmatrix} U_2 & 0 \\ 0 & V \end{bmatrix}$$

である。

いま、変換行列 B の逆行列を A で表し、 $A = B^{-1}$ 、 $A = (A_1, A_2)$ とする。ただし、 A_1 は n 行 m 列、 A_2 は n 行 $n - m$ 列の行列である。そうすると(10)式は

$$(11) \quad p = (1/\lambda)(uB + x'B'UB)$$

となつて、両辺に右から $(B'UB)^{-1}$ をかけて書き換えれば、

$$(12) \quad x' = -uU^{-1}A' + \lambda pAU^{-1}A'$$

となり、資産需要関数が導かれる。さらに本質的特性によって説明される分を取り出せば、

$$(13) \quad x' = -u_1U_2^{-1}A_1' + \lambda pA_1U_2^{-1}A_1' + \varepsilon$$

となる。ただし、残差項 ε は

$$\varepsilon = (\lambda pA_2 - u_2)V^{-1}A_2' = z^2A_2'$$

である。

こうして得られた資産需要関数(13)式において、行列 U_2^{-1} は各特性に対する効用関数の2次係数行列の逆行列であり、各特性に対して帰属価格 $q = pB^{-1}$ を考えれば、 U_2^{-1} はその(特性帰属価格の)反応係数(または代替行列)を表しているといつてよい。

つまり、個人は資産価格から特性に対応した帰属価格を計算し、それに対して予算制約の下で自己の効用を最大化するように特性の組み合わせを選択して、それが実現するように、派生的に各資産を選択すると考えるのである。その意味で、(13)式の代替行列 U_2^{-1} は資産価格の反応度を決定づける重要な部分であり、それを計測することが特性分析の主要な作業といえる。

6. 特性モデルによる計測結果のサーベイ

前述した特性モデルを用いた分析の中から、明石・吉川 [1994] による日本

表2 各分析における因子の性格

	第1因子	第2因子	第3因子	第4因子
明石・吉川(1994)	<p>日本 (1967年I-1989年II) (実質資産シェア)</p> <p>因子の性格 正の相関をもつ資産</p> <p>負の相関をもつ資産</p> <p>備考</p>	<p>安全性因子 現金通貨、定期性預金、信託、公債、金融債、事業債</p> <p>譲渡性預金、外貨預金、株式、投資信託</p> <p>市場化の指標かもしれない。</p>	<p>危険性因子 譲渡性預金、株式、投資信託</p> <p>周期性があり、景気変動等を反映している。</p>	<p>民間債抽出因子 事業債</p> <p>国債</p> <p>構造変化を示すかもしれない。</p>
明石(1996)	<p>アメリカ (1963年I-1992年IV) (実質資産シェア)</p> <p>因子の性格 正の相関をもつ資産</p> <p>負の相関をもつ資産</p> <p>備考</p>	<p>保証性因子 MMF、各種債券、オープンマーケット・ペーパー、ミューチュアル・ファンド、年金</p> <p>安全性因子 定期性預金、抵当証券、株式、生命保険</p> <p>収益の安定性を示す。</p>	<p>危険性因子 社債・外債</p> <p>周期性があり、投資環境の変化を反映している。</p>	
本稿の分析結果	<p>日本 (1965年I-1995年IV) (実質資産シェア)</p> <p>因子の性格 正の相関をもつ資産</p> <p>負の相関をもつ資産</p> <p>備考</p>	<p>安全性因子 現金通貨、定期性預金、信託、公債、金融債、株式</p> <p>外貨預金、投資信託</p> <p>収益の安定性を示す。</p> <p>長期的予備性因子 保険、投資信託、信託</p> <p>公債債、現金通貨</p>	<p>危険性因子 株式、投資信託</p> <p>周期性をもつ。</p> <p>非自立性因子 国債、譲渡性預金、外貨預金</p> <p>保険、事業債</p>	<p>民間債抽出因子 事業債</p> <p>周期性がある。危険性因子か。</p>

の個人資産需要の分析および明石 [1996] による日米の個人資産需要の比較分析を簡単に展望する。

主成分（因子）分析により抽出された因子の性格付けをまとめたのが表 2 である。参考のため、本稿の第 4 節で行なった分析結果も掲載してある。

明石・吉川 [1994] と明石 [1996] では金融資産の収益率のとり方に違いがあるが、いずれの分析からも安全性因子（第 1 因子）と危険性因子（第 3 因子）と解釈できる因子が抽出されている。第 2 因子については、明石・吉川 [1994] と明石 [1996] ではやや性格が異なっている。本稿の分析結果における第 2 因子は、因子スコアの推移は異なるが、相関の強い資産の構成をみると、明石 [1996] の第 1 因子ないし第 2 因子の性格を合わせもった性格をもっているといえよう。本稿の分析結果における第 1 因子は、他の 2 つの分析からは抽出されていない因子かもしれないが、第 4 節でもふれたとおり、この因子は保険と強い相関があり、明石・吉川 [1994] の予備的動機因子（第 2 因子）と類似した因子ということもできよう。

明石 [1996] により日米間を比較すると、両国から安全性因子、保証性因子、危険性因子が抽出され、日本の場合は安全性因子が重要な位置を占め、アメリカの場合は保証性因子が重要な位置を占めていることがわかる。

日米両国の違いについては、特性分析により資産価格の反応度（代替行列の比較により推測可能）を計測すると、より興味深い結果が得られている。特性分析により計測された代替行列は表 3 にまとめられている。

表 3 代替行列

(1) 明石・吉川 [1994]

日本：推計期間1967-89年

	第 1 因子	第 2 因子	第 3 因子	第 4 因子	第 5 因子	第 6 因子
第 1 因子	-1.0800	-0.3030	0.0920	-0.2140	0.2700	0.1100
第 2 因子	-0.3030	-0.1627	0.1450	-0.3140	0.2420	0.1820
第 3 因子	0.0920	0.1450	-0.6920	0.0870	0.0730	0.1690
第 4 因子	-0.2140	-0.3140	0.0870	-0.9310	-0.0190	0.2020
第 5 因子	0.2700	0.2420	0.0730	-0.0190	-0.6530	-0.0230
第 6 因子	0.1100	0.1820	0.1690	0.2020	-0.0230	-0.5390

(2) 明石 [1996]

a. アメリカ：推計期間1963-92年

	第1因子	第2因子	第3因子	第4因子	第5因子
第1因子	-6.2954	-0.4294	6.5201	1.1784	-1.0308
第2因子	-0.4294	-0.7103	0.5847	0.2958	-0.3694
第3因子	6.5201	0.5847	-7.5769	-1.3093	1.1381
第4因子	1.1784	0.2958	-1.3093	-0.5987	0.4049
第5因子	-1.0308	-0.3694	1.1381	0.4049	-0.6429

b. 日本：推計期間1965-89年

	第1因子	第2因子	第3因子	第4因子	第5因子
第1因子	-0.3766	-0.1917	-0.2207	-0.0845	0.8979
第2因子	-0.1917	-0.5090	-0.3479	-0.2877	0.1537
第3因子	-0.2207	-0.3479	-0.1282	-0.2135	-0.9259
第4因子	-0.0845	-0.2877	-0.2135	-0.8535	0.5503
第5因子	0.8979	0.1537	-0.9259	0.5503	-0.3628

c. 日本：推計期間1990-95年

	第1因子	第2因子	第3因子	第4因子	第5因子
第1因子	-0.2025	-0.1633	-0.0875	-0.0766	0.0222
第2因子	-0.1633	-0.2194	-0.1481	-0.0362	0.0448
第3因子	-0.0875	-0.1481	-0.1113	-0.0260	0.0475
第4因子	-0.0766	-0.0362	-0.0260	-0.0552	0.0111
第5因子	0.0222	0.0448	0.0475	0.0111	-0.0205

日本の場合、1990年代に入ると資産価格の急上昇が起き（すなわち収益率が低くなり）、資産需要関数がかなり変動しているため、いずれの計測でも期間を区切って推計されている（明石・吉川 [1994] は1980年代までの計測のみ掲載）。明石 [1996] では、1990年代特有のいわばバブル因子ともいえるような因子が抽出されており、その時期の特殊性が示されているといえよう。

代替行列の計測結果によれば、アメリカの方が明らかに価格反応度が高く（代替行列の要素の絶対値が大きい）、特性間の代替性が強い（代替行列の要素の符

号が負かつ絶対値が大きい)。逆に日本は、価格反応度が低く、特性間の補完性が強い。この結果は、アメリカは資産価格の変化により強く反応して、資産間の代替が起き、資産選択の多様性を示唆しているといえる。日本は資産価格にあまり反応せず、新規資産等に移行するという選択が起きにくいことを示している。

こうしたことからうかがえることは、日米の金融（資産）市場はその特質に依然差があるということである。

なお、以上の分析で使用されたデータは次の通りである。

(i) 個人金融資産残高シェア

日本（3論文共通）：

「資金循環勘定」金融資産負債残高表（出所：日本銀行『経済統計月報』）

アメリカ（明石 [1996]）：

Flow of funds accounts: financial assets and liabilities（出所：Board of Governors of the Federal Reserve System, *Flow of Funds Accounts, Quarterly*）

(ii) 金融資産収益率

日本（明石・吉川 [1994]）：

- a. 現金・要求払預金：一定値
- b. 定期性預金：銀行定期預金（1年物）（出所：日本銀行『経済統計月報』）
- c. 譲渡性預金：全国譲渡性預金平均利率（新規発行ベース）（出所：日本銀行『経済統計月報』）
- d. 外貨預金：米国財務省証券利回り（3か月物）（出所：日本銀行『経済統計月報』）
- e. 信託：指定金銭信託予想配当率（5年以上）（出所：日本銀行『経済統計月報』）
- f. 保険：事後的な配当率（出所：生命保険協会『生命保険統計月報』『季刊生命保険事業統計』）⁷⁾
- g. 国債：利付国債（10年物）東証上場利回り（出所：東京証券取引所『東証統計月報』）

7) （保険金+社員配当金）の1年間の差/保険残高

- h. 地方債：地方債（10年物）応募者利回り（出所：日本銀行『経済統計月報』）
- i. 公団公社債：政府保証債東証上場利回り（出所：東京証券取引所『東証統計月報』）
- j. 金融債：利付債（5年物）東証上場利回り（出所：東京証券取引所『東証統計月報』）
- k. 事業債：事業債東証上場利回り（出所：東京証券取引所『東証統計月報』）
- l. 株式：TOPIX の事後的変化率＋プレミアム（出所：東京証券取引所『東証統計月報』）
- m. 投資信託：事後的な収益変化率＋プレミアム（出所：証券投資信託協会『証券投資信託月報』⁸⁾）

日本（明石 [1996]）：（以下に記したものの以外は明石・吉川 [1994] に同じ）

- b. 定期性預金：[1992年以降] 銀行定期預金平均金利（1年物）（出所：全国銀行協会連合会『金融』⁹⁾）
- f. 保険：生命保険平均利回り（対経過資産，内国会社計）（出所：生命保険協会『生命保険統計月報』『季刊生命保険事業統計』¹⁰⁾）
- l. 株式：東証第1部全銘柄実質株価収益率（PER）（出所：大和証券『大和投資資料』）
- m. 投資信託：当期と前期の期末純資産残高の差から資産の差引増減を差し引いた運用増減を，前期の期末純資産残高で除したものを収益率とみなし，その3か年移動平均値に，一定値のプレミアムを加えたもの。（出所：証券投資信託協会『証券投資信託月報』）

アメリカ（明石 [1996]）：

- a. 現金・要求払預金：一定値
- b. 定期性預金：フェデラル・ファンド・レート（出所：*The Annual Report of the Council of Economic Advisers, Statistical Appendix*, 以下『米国経済白書』と記す）

8) 運用増減額の1年間の合計／中国ファンドを除く純資産総額

9) 1992年7月以降は全国銀行のスーパー定期（300万円以上1000万円未満）の月末日を含む最終週の平均利率。月次データから年次データを作成。

10) 1995年の平均利回りは利用不可能だったので、「主要収支状況」の利息・配当金，金銭信託運用益，有価証券売却益の合計から有価証券売却損・評価損を差し引いた額を，全社の総資産（年間の平均）で除したものを近似的に収益率とみなした。

- c. マネー・マーケット・ファンド：Taxable MMF 利回り（出所：IBC' *Money Market Insight*）¹¹⁾
- d. 政府証券：財務省証券償還期限固定型（10年物）利回り（出所：『米国経済白書』）¹²⁾
- e. 州・地方政府債：優良地方債（S&P）利回り（出所：『米国経済白書』）
- f. 社債：ムーディーズ Aaa 格社債利回り（出所：『米国経済白書』）
- g. モーゲージ：住宅モーゲージ（通常型，既発）利回り（出所：IBC' *Money Market Insight*）
- h. オープン・マーケット・ペーパー：コマーシャル・ペーパー利回り（出所：U.S. Bureau of the Census, *Statistical Abstract of the United States*（合衆国商務省センサス局編『現代アメリカデータ総覧』原書房，『アメリカ歴史統計』原書房））¹³⁾
- i. 投資信託：分配投資所得の純資産に対する比率（出所：*Mutual Fund Fact Book*）
- j. 株式：普通株（S&P）株価収益率（出所：『米国経済白書』）¹⁴⁾
- k. 保険：資産所得純利子率（出所：『米国経済白書』，*Life insurance Fact Book*）
- l. 年金：純投資所得の純資産に対する比率（出所：U.S. SEC, *Statistical Bulletin*; EBRI, *Quarterly Pension Investment Report*）
- m. 非法人事業への出資金：個人業主の年間純利潤を非法人事業への出資金で除したもの（出所：U.S. Bureau of the Census, *Statistical Abstract of the United States*（合衆国商務省センサス局編『現代アメリカデータ総覧』原書房，『アメリカ歴史統計』原書房））

7. まとめ

平成9年の「貯蓄と消費に関する世論調査」（貯蓄広報中央委員会，調査期間は1997年6月）によれば，家計の金融環境の現状に対する認識と行動は次のよう

-
- 11) 1976年から1979年はコマーシャル・ペーパー利回りで代替。
 - 12) 財務省の固定償還期限に調整した市場性証券の利回り。
 - 13) 1974年以前は4-6か月物，1975年以降は3か月物。
 - 14) 年次値は四半期値の平均。四半期値は当該四半期に終わる過去4四半期における税引後利益の当該四半期株価指数に対する比率。

なものである。

金融自由化が進展する中であって、金融商品選択に対する自己責任意識を問うと、株式、外貨預金、ハイテク・デリバティブ商品については自己責任を受け入れる傾向が見受けられる一方、預金、保険では「自己責任を持つと言われても困る」との声が半分近くを占めた。預金保険制度については半分近くの世帯が「全く知らない」としており、「内容まで知っている」世帯は、昨年より僅かに増えたものの12.7%に止まっている。現行の低金利下での貯蓄行動については、「とくに何もしなかった」世帯が全体の約3分の2となっているが、「何らかの行動をした」世帯では貯蓄商品の預け替えのウエイトが高かった。

また、新しい金融環境に対する受け止め方については、新しい金融環境としてのビッグバンの認知度については、「知っている」世帯が全体の約3分の1であった。また、「知っている」世帯に対して、ビッグバンの進展によって予想されることを尋ねたところ、「日本経済が活性化するなど、生活に好ましい影響を与える」との評価と、「金融商品が複雑になるなど、生活に負担がかかる」との評価がそれぞれ約3分の1となった。

この調査は金融機関の破綻が続いた1997年11月以前の調査であることも考慮しなければならないだろうが、この結果から考えると、大方の個人は大きな状況変化を前にして、どのような資産選択行動をとったらいいかわからず、従来からとってきた行動を続けている、あるいは安全性重視に回帰していると判断できるようである。

主成分分析や特性モデルによる分析からもそうしたことはうかがえるわけであるが、因子スコアの推移や、計測期間によって資産価格（特性分の帰属価格）に対する価格反応度が変化していることから、個人の金融資産選択行動は構造的変化にある程度影響を受けていると考えられる。そうした中で、第4節の分析で抽出された自立性因子のように、将来の資産選択行動を特徴づけていくことを示唆しているかもしれない要因もあるわけである。また、特性分析により国際比較することにより、制度やシステムの違いに起因する特徴（特性）とそうでない共通した特徴を明らかにできると考えられる。

今後の課題としては、日本のデータの分離（とくに保険と年金）、収益率の検討、因子の抽出方法の検討等があげられよう。

（きっかわ・たくや 日本経済調査協議会主任研究員・成城大学非常勤講師・経済研究所研究員）

日本の個人金融資産需要の特性

参考文献

- 明石茂生 [1996] 「資産需要の特性分析からみた信託の位置：日米比較」成城大学経済学部ワーキングペーパー。
- 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。
- 吉川卓也・小平裕 [1995] 「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。
- 齊藤俊一 [1997] 「日本版ビッグバンと個人金融資産1200兆円」第一生命経済研究所『経済研レポート』1997年9月。
- 村本孜 [1998] 「金融資産保有の特性（文化的側面）と金融資産選択の変化」（村本孜編著『日本人の金融資産選択：バブルの経験とビッグバンの影響』東洋経済新報社）。
- Lancaster, K. [1971], *Consumer Demand: A New Approach*, Columbia University Press.

日本の個人金融資産需要の特性

(研究報告 No. 20)

平成10年3月20日 印刷

平成10年3月25日 発行

非売品

著者 吉川卓也

発行所 成城大学経済研究所

〒157-8511 東京都世田谷区成城 6-1-20

電話 03 (3482) 1181 番

印刷所 白陽舎印刷工業株式会社
