

経済調査レポート

No. 2001-03

家計の資産選択におけるリスクテイク
—現金・預貯金に対する選好と持家および負債との関係—

石川 達哉 矢嶋 康次

ishikawa@nli-research.co.jp yyajima@nli-research.co.jp

2002年2月

ニッセイ基礎研究所

経済調査部門

(お願い) 当レポートは研究員による試論であり、記載内容はいかなる契約の締結や解約を勧誘するものではありません。

なお、ニッセイ基礎研究所 経済調査部門に対する電話によるお問い合わせは、03-3597-8419 にお願致します。

要 旨

1. 家計の資産選択に関して、過度にリスクを避けて安全性を偏重するのが日本の家計の特質であるかのように言われることが多い。実際に、金融資産残高の内訳を国際比較すると、日本の家計における現金・預貯金の割合の高さと株式の割合の低さはきわだっている。金融商品の選択基準に関する意識調査においても、過去 25 年間、日本の家計に最も重視される基準は「安全性」であり、次が「流動性」、その次が「収益性」の順となっている。
2. しかし、住宅や土地など実物資産も含めた総資産を対象に議論すると、日本の家計が安全性に偏向した資産選択を行っているとは言えない。住宅・土地の価格変動リスクは十分に認識されているが、総資産の半分は実物資産が占めている。株式と実物資産をリスク性資産とみなして、総資産に占めるリスク性資産の割合を国際比較すると、日本・米国・英国の差はほとんどない。
3. 年収に比べて住宅・土地が高価な日本においては、家計は持家取得資金の半分を借入に依存し、住宅ローンを中心とする債務の保有が金融資産の中での現金・預貯金に対する強い選好につながっている。既存住宅や土地の流動性が乏しい現状で多額の負債を保有する以上、残りの資産は安全性と流動性を重視せざるを得ないからである。
4. 以前のように土地が有利な資産とみなされなくなったにもかかわらず、「持家か、借家か」の選択(志向)に関しては、約8割の人が持家志向を示している。その背景には、持家を代替し得る広くて質の良い借家の絶対数が不足しているという住宅事情がある。
5. 以上を踏まえれば、金融資産における現金・預貯金に対する選好は、既存住宅や土地の流動性の低さと持家を代替し得る良質な借家の欠如によって、強められたとも言える。言い換えると、中古住宅や土地の流通性が高まり、良質な借家が十分に供給されれば、家計の居住選択や消費・貯蓄計画の自由度が増し、金融資産選択におけるリスクテイクの余地も広がるであろう。住宅・土地の取得・保有に関する税制の見直しも含め、中古住宅市場、および、借家市場の活性化に向けた政策的取組みの強化が望まれる。

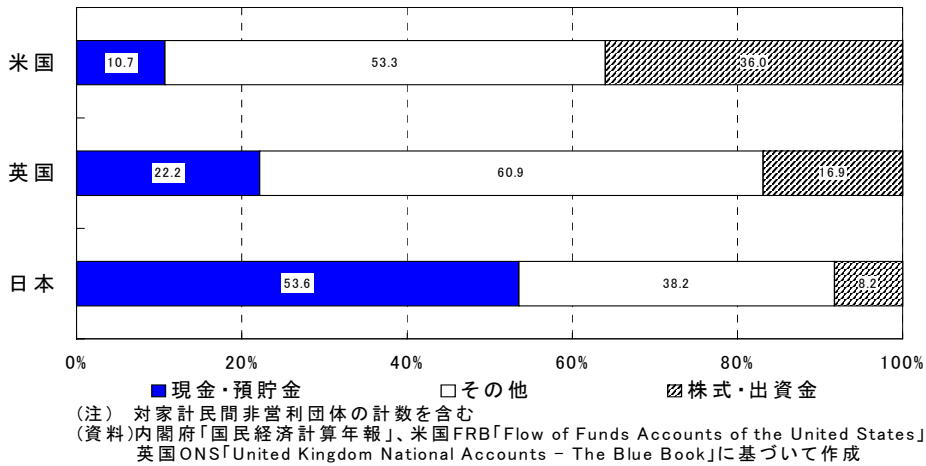
1) 家計部門の金融資産に占める預貯金と株式に関する国際比較

(1) 資産種類別の構成割合の国際比較(金融資産に占める安全資産とリスク性資産)

企業間の株式持合い解消が進むなか、リスクマネーの供給者としての家計部門に対する関心が高まっている。家計部門がより直接的な資金供給の担い手、リスクマネーの供給者となって直接金融の基盤を強化することが、日本経済を金融面から強化することになると考えられているからである。その中で注目されているのが、家計部門の資産選択行動である。

日本の家計の資産選択は安全性重視で、リスクテイクに消極的だとよく言われる。確かに、保有金融資産の内訳を国際比較すると、日本の場合、現金・預貯金の割合が54%と突出して高い。株式の構成比は8%に過ぎず、36%を占める米国とはきわめて対照的である。

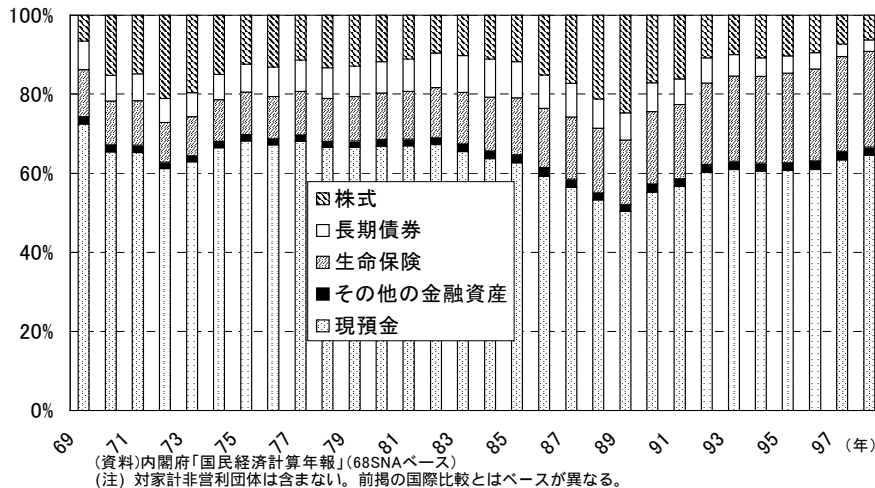
家計部門の金融資産残高の内訳(2000年)



(2) わが国家計の金融資産内訳の長期的推移

日本の家計における金融資産構成の推移を見ると、「現金・預貯金の割合が高く、株式の割合が低い」という傾向は長期にわたって続いている(注1)。

金融資産における資産種類別構成比の推移

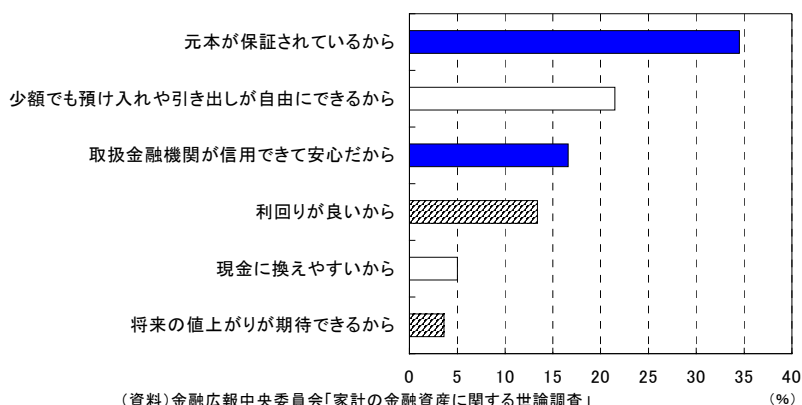


株価が高騰した80年代後半には株式の割合が高まり、現金・預貯金の割合が低下したが、そうした時期においてさえ、現金・預貯金の割合が半分以上を占めていた。

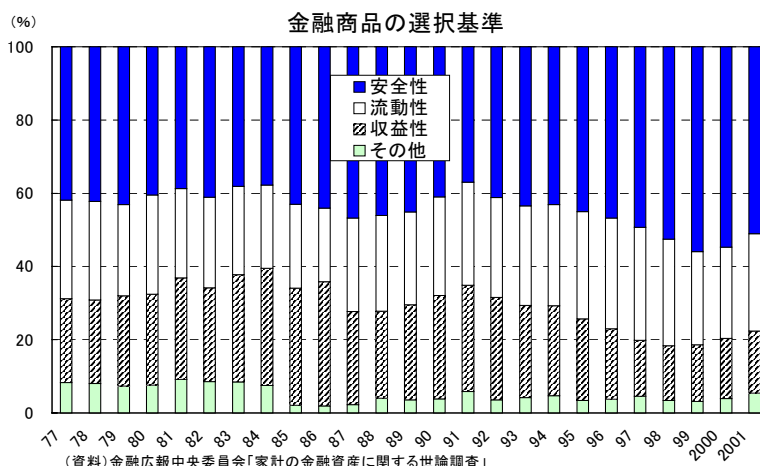
(3) わが国家計の金融商品に関する選択基準

家計が金融商品を選択する際の基準については、「家計の金融資産に関する世論調査」によって把握することができる。2001年の場合、「元本が保証されている」を挙げる人が35%と最も多く、22%の「預入れ・払戻しが自由」がこれに次いでいる。収益性に関する「利回りがよい」「値上がり益が期待できる」を挙げる人は合わせても18%しかない。

日本の家計による金融商品の選択基準(2001年)



金融広報中央委員会では、これらの選択基準に関して、「元本が保証されているから」「取扱金融機関が信用できて安心だから」は『安全性』、「少額でも預け入れや引き出しが自由にできるから」「現金に換えやすいから」は『流動性』、「利回りがよいから」「将来の値上がり益が期待できるから」は『収益性』に関する基準とし、『その他』も含めて4つに大別している。



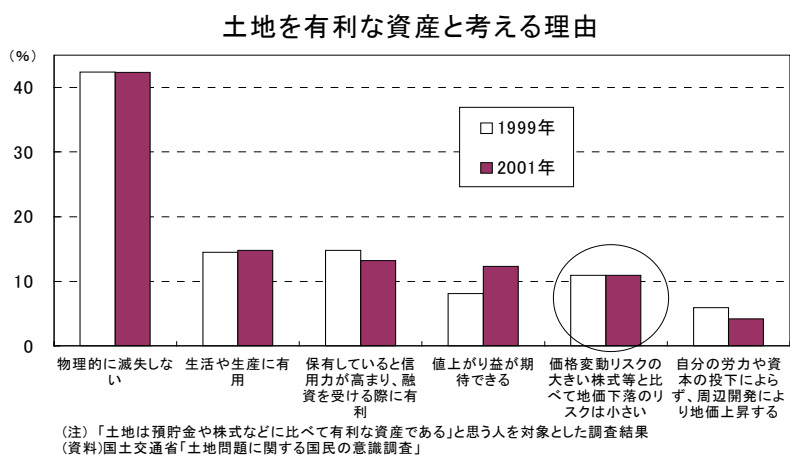
現行とほぼ同一のアンケート形式が開始された77年から現在に至るまでの「4基準」の推移を見ると、シェアの大きな変化は乏しい。25年間の平均シェアは、「安全性」44.4%、「流動性」26.2%、「収益性」24.3%である。

以上の事実からは、「わが国家計のリスク許容度は低く、安全性に偏重した資産選択を行っている」かのように見える。しかし、資産を金融資産に限定せず、家屋や土地などの実物資産も含めた総資産ベースで議論すると、認識は根底から改めなければならない。

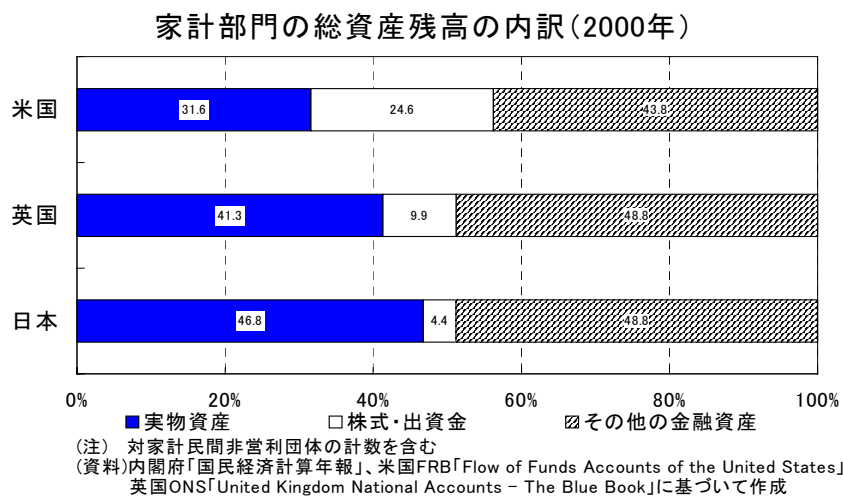
2) 実物資産を含めた総資産における資産種類別の構成割合

(1) 実物資産を含めた場合の危険資産の割合と相対的危険回避度

家計部門が保有する資産には金融資産のほかに、住宅や土地などの実物資産があり、両者の和が総資産にほかならない。資産としての住宅や土地に対する日本の家計の意識に関しては次節で検討するが、持家の価格変動という面では現実にはリスクを負っているし、認識のうえでも「株式と比べて価格変動リスクが小さい」と考える人は少数派に過ぎない。

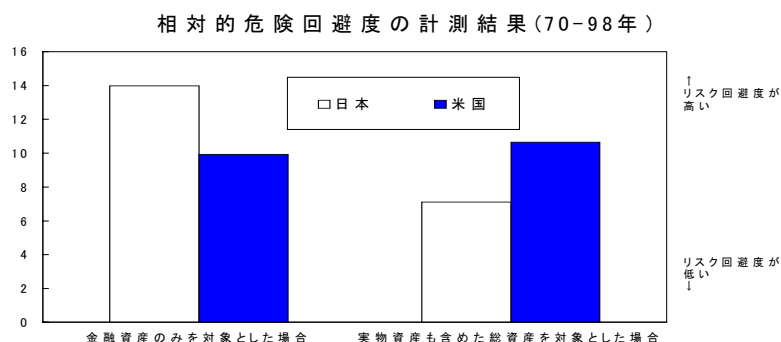


総資産ベースで内訳の構成比を国際比較すると、実物資産が総資産に占める割合に関しては、日本の方が米国よりもはるかに高い。持家の価格変動という面では日本の家計は現実にはリスクを負っているのであり、実物資産と株式をリスク性資産とみなせば、日本、米国、英国の家計が保有するリスク性資産の総資産に占める割合は、それぞれ51%、56%、51%であり、差はほとんどない。



「相対的危険回避度」という概念を用いて日米家計のリスク許容度を保有資産のリスク、リターンから計測した過去の実証研究でも、金融資産のみを対象とした研究事例では日本の家計は米国の家計に比べてリスク回避度が高いとされているが、実物資産を含めた総資産を対象とした研究事例では日米家計のリスク回避度に大きな差はないとされている^(注2)。

使用するデータの出典を統一し、安全資産は現金・預貯金と債券、リスク性資産はそれ以外の金融資産と実物資産（有形固定資産と土地の合計）として、改めて計測すると、金融資産のみを対象とした「相対的危険回避度」は日本の方が米国より高いが、実物資産を含めた場合には日本の「相対的危険回避度」が低下し、米国を下回る結果となった^(注3)。

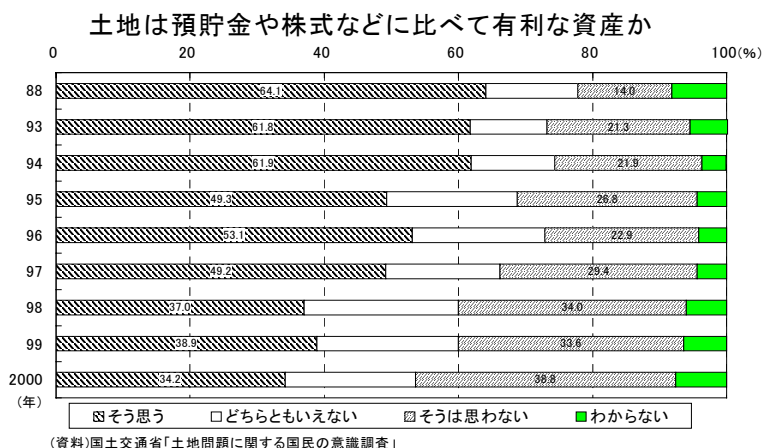


もちろん、「相対的危険回避度」の計測値自体は想定に依存する面も大きいですが、金融資産のみで議論するか、実物資産を含めたベースで議論するかで、実相が全く異なったものに映ることは明らかになったであろう。

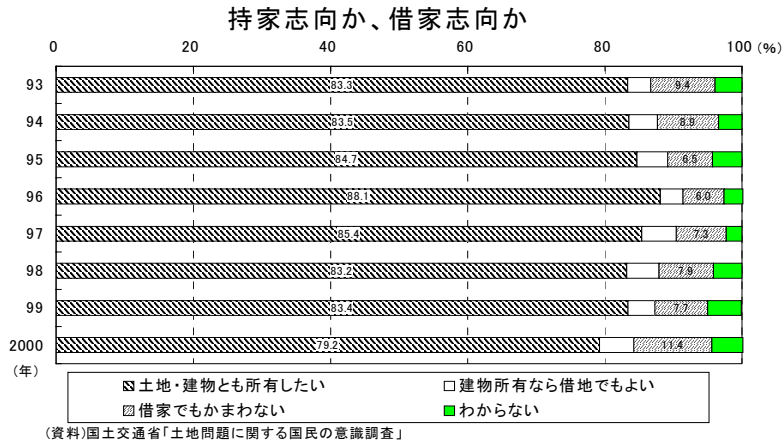
(2) 資産としての住宅・土地に対する国民の意識

それでは、家計は住宅や土地を資産としてどのように考えているのでしょうか。

国土交通省「土地問題に関する国民の意識調査」によると、「土地は預貯金や株式に比べて有利な資産か」という質問に対して、80年代末～90年代前半においては、60%を上回る人が「そう思う」としていた。しかし、その後の持続的な地価下落によって、現在ではその割合は1/3にまで低下し、「そうは思わない」と答える人の割合の方が多くなっている。



他方、「持家志向か、借家志向か」を問う質問に対しては、「土地・建物とも所有したい」と答える人の割合が、90年代半ば以降現在に至るまで、80%程度を占めている。



必ずしも有利な資産とは見なされなくなった持家が依然として高い割合で支持され、借家志向が弱いのは、なぜであろうか。特に重要なのは、持家支持の大きな理由である「自分で所有していると自由に使える」ことが借家では満たされないからと考えられる。借家では「自由に居室環境を整えられない」、究極的には「狭い」「質が低い」という部分が大いからである。持家と借家の面積を国際比較すると、日本の持家面積は 123 m²と欧州諸国と比べて遜色ないが、45 m²の借家面積は 5 カ国中에서도特別に低い水準にとどまっている。

戸当たり床面積の国際比較

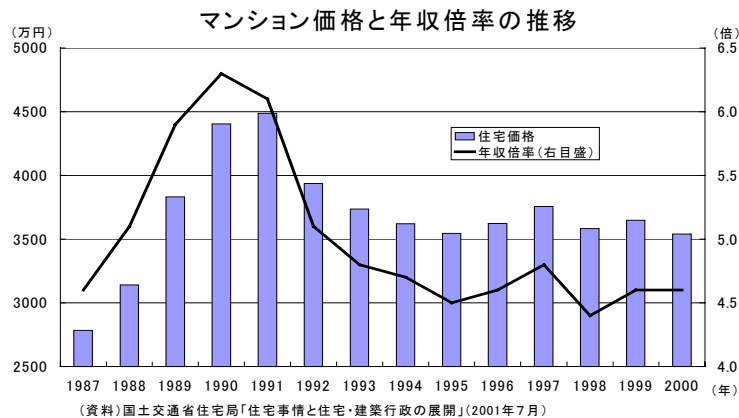
| | 日本 (98 年) | 英国 (96 年) | ドイツ (98 年) | フランス (96 年) | 米国 (99 年) |
|-----|----------------|----------------|-----------------|------------------|----------------|
| 全 体 | 9.2 | 8.4 | 9.2 | 9.7 | 14.9 |
| 持 家 | 123 | 92 | 124 | 114 | 160 |
| 借 家 | 45 | 73 | 76 | 76 | 112 |

(注) 単位: m²
(資料) 国土交通省「住宅事情と住宅・建築行政の展開」(2001年7月)

したがって、持家取得、持家志向は、持家を代替し得る広くて質の良い借家が少ないという消極的な動機に支えられている面があることに、留意すべきである。

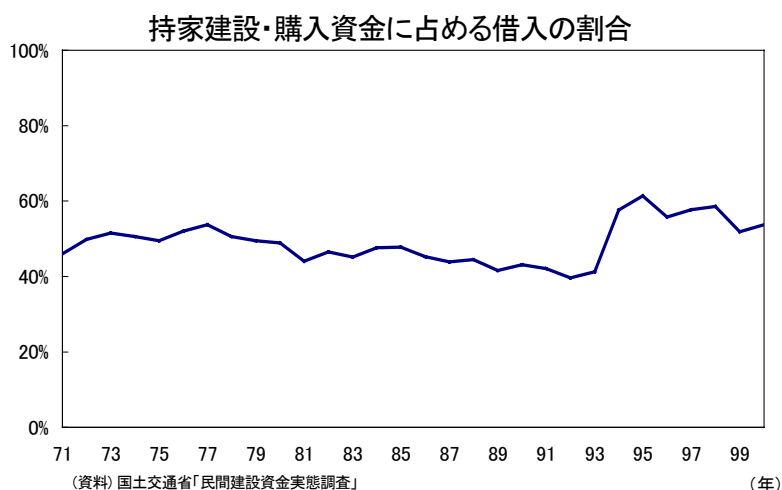
(3) 総資産・負債・正味資産の関係

理由はいずれにせよ、依然、日本における持家志向は高いのが現実である。



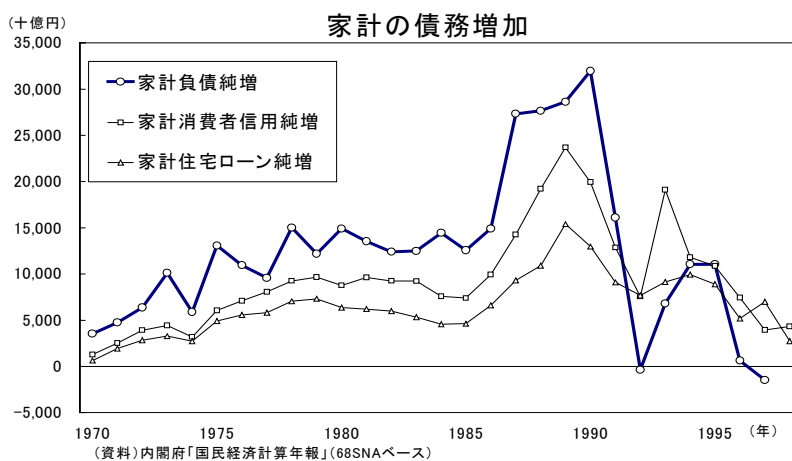
持家の所得環境に関しては、地価の持続的な下落によって、近年ではかつてのような住宅・土地の割高感は後退している。しかし、1戸建てに比べれば廉価なマンションに限っても、全国の平均は3540万円と年収の4.6倍にも相当する。

多くの家計においては、保有金融資産のみで取得資金のすべてをまかなうことはできない。国土交通省が1971年以来実施している「民間建設資金実態調査」を用いて資金の内訳を見ると、過去30年間における自己資金と借入金の割合はおおむね1/2ずつとなっている。

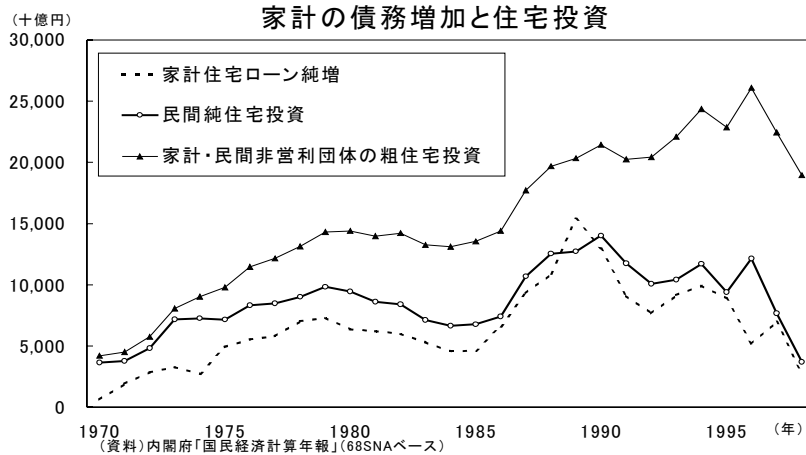


つまり、住宅や土地はそれ自体の価格が大きく変動する「リスク性資産」であることにとどまらない。借入、すなわち、負債を増やすことによって初めて得られる資産と言える。そして、負債の増大はその後の資産選択や消費・貯蓄の配分を制約する可能性がある。

所得のうち消費を控除した残余がフローの貯蓄であり、フローの貯蓄が加わらなければ正味資産（金融資産 + 実物資産 - 負債）は増えない。たとえ、フローの貯蓄が加わらなくても、負債を増やすことによって、同額のグロス資産を増やすことはできる。ただし、負債は利払い負担を伴うものであるから、正味資産額が同じでも、「総資産額は大きい負債も存在する」ケースと「総資産額は大きくないが負債も存在しない」ケースとでは、家計にとっての意味合いが異なる。



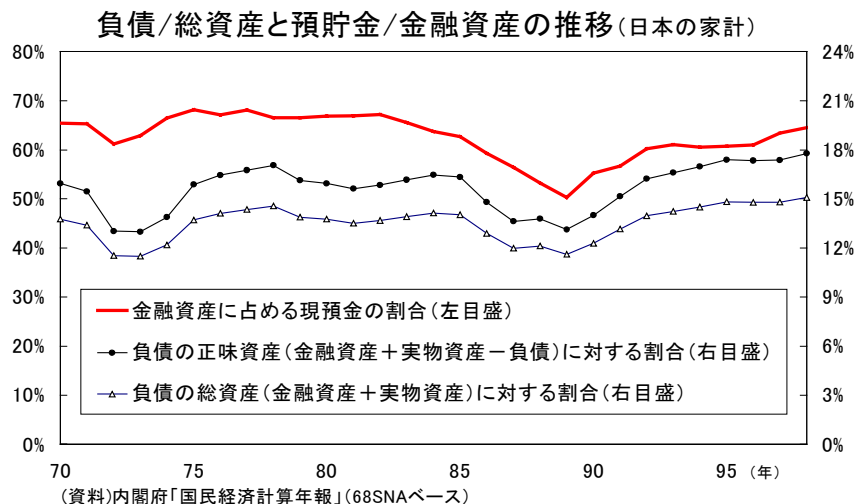
家計部門の場合、持家の住宅ローンが負債の大半を占めており、住宅ローン残高の増加額は住宅投資額に連動している。したがって、住宅や土地の取得に伴う負債保有が金融資産内部での配分にも影響していると考えられる。



3) 負債保有と金融資産に占める預貯金の関係

(1) 住宅取得のための負債保有と金融資産に占める預貯金の割合

住宅取得に際して、自己資金の割合を多くすればその分だけ借入を少なくできるが、金融資産のかたちで蓄えた資金のすべてを住宅取得に充当するのではなく、一部は金融資産のまま残すのが、一般的である。生活を営むうえで起こり得る不時の出費に備えるためである。その金融資産に対しては流動性と安全性が重視され、預貯金が優先されるのは当然のことである。



実際に、「負債の総資産に対する割合」と「金融資産に占める預貯金の割合」の推移を見ると、両者は驚くほど似通った動きをしている。地価が右上がりが続けていた時代においてさえ、家屋や土地は流動性の面では不利な資産であった。土地が必ず値上がりするもの

とはみなされなくなった現在、住宅ローンを抱える世帯が以前に増して預貯金中心の金融資産構成とするのは、きわめて理にかなっている。

負債を保有すれば通常は固定的な金利支払いが発生する。敢えて負債と金融資産の両建ての保有を選択しなければ、不時の出費が生じた際にはその時点で借入をしなければならぬ。用途を限定しない消費者金融の金利などは、住宅ローンの金利水準の10倍にも匹敵する。金額によっては、借入自体ができない可能性も考えられる。

つまり、金融資産を残す一方で住宅ローンを利用するという選択は、「不時の出費が生じる、生じないにかかわらず低利の住宅ローン金利を払い、金融資産の利子収入との差を実効的な負担として受け入れる」という選択でもある。これに対して、敢えて住宅ローンを利用しないという選択は、「不時の出費が生じなければ利子支払いはゼロとなるが、生じた場合にはその時点で消費者ローンを利用し、住宅ローン金利よりはるかに高い金利を負担する」という選択である。住宅ローンを利用することによって負担を安定化させる方を選択するのが一般的な家計の姿である。

(2) 金融資産選択におけるリスクテイクと住宅・土地市場

冒頭で述べた家計のリスクマネー供給の積極化に関して、それが政策的に不可欠と判断されるならば、家計の資産選択における環境を変えることが重要である。

金融資産の中では安全性の高い資産が選好されることに関して、その傾向が近年一段と強まっている点については、雇用・所得環境が悪化し、家計のリスクテイク能力が低下しているためと考えられる。その意味でも、早期に日本経済の再生を果たし、安定した経済成長を実現することが望まれる。

ただし、根幹にある構造、すなわち、金融資産における安全資産の割合が高いという構造が長期にわたって続いていることは、住宅・土地の取得やそれに伴う負債の保有と密接に関係している。極言すれば、金融資産における現金・預貯金に対する選好は、既存住宅や土地の流動性の低さと持家を代替し得る良質な借家の欠如によって、構造的に強められたものだと言える。

逆に言えば、住宅・土地市場のこうした実状を改善すれば、家計の資産選択や貯蓄・消費の配分における自由度が広がり、金融資産におけるリスク性資産の保有も促進されると考えられる。株式の配当や譲渡益に対する課税の緩和や特別措置が2002年末より適用開始となっているが、住宅や土地の取得・保有に対する課税のあり方も再検討すべきであろう。

土地や中古住宅の流通性が高まれば、家計の所得環境や資産状況の変化によっては、一度取得した土地や住宅を手放す、環境が好転すれば再び取得するという選択も十分に可能であり、住宅取得のために行った借入、債務の保有によってその後の資産選択行動を制約される部分はかなり緩和される。また、家族向けの広くて質の高い借家が十分に供給されれば、生涯にわたって敢えて持家取得を行わないという世帯も増えるはずである。そうした家計においては、持家取得に伴う借入のように年収の数倍に当たる負債を背負う可能性は

低下するから、金融資産選択においてリスクテイクの余地が広がるであろう。さらに、ローン返済という形での固定的な貯蓄も必要なくなるから、生涯にわたる貯蓄・消費の配分もより柔軟なものに変わるであろう。

中古住宅市場および借家市場の活性化は、ライフステージや個人の嗜好に応じて多様な居住形態を選択可能にするという本来的な目的に沿って、政策的な取組みの強化が始まったところである。その副次的な効果として、家計の金融資産選択における自由度が高まり、結果的に家計によるリスクマネー供給を促進する面がある点も、認識すべきである。

当レポートで取扱った家計の資産選択や貯蓄行動の詳細については、石川達哉・矢嶋康次(2002)「家計の貯蓄行動と金融資産および実物資産」(ニッセイ基礎研究所『所報』、近刊)を参照されたい。

(注1)一般には、マクロ統計における資産別の構成割合は、日本全体の中位的な家計像を必ずしも示すものとは限らない。しかし、世帯ベースの統計の代表格である総務省「貯蓄動向調査」を見る限り、平均値と中位値で資産構成構成は大きく異ならない。したがって、世帯ベースの平均値、ないし、マクロベースの集計値で議論しても問題はないと言える。

(注2)金融資産を対象とした研究事例には、中川忍・片桐智子(1999)「日本の家計の金融資産選択行動」(日本銀行『調査月報』1999年11月号)がある。また、実物資産を含めた総資産を対象とした研究事例には、経済企画庁(1999)「平成11年版経済白書」がある。これらの研究における「相対的危険回避度」は、以下の定義式に基づいている。
$$C = -U'(W_t) / W_t U''(W_t) = (E(r_m) - r_f) / \sigma_m^2 \times 1 / \dots$$
、C:相対的危険回避度、U(・):効用関数、W:資産残高、 σ_m^2 :リスク性資産のウェイト、 r_f :安全資産の平均収益率、 $E(r_m)$:リスク性資産の期待収益率、 σ_m^2 :リスク性資産の収益率の分散

(注3)計測に必要なデータは内閣府「国民経済計算年報」(68SNAベース)、米国商務省「National Income and Product Accounts」、FRB「Flow of Fund Accounts」から得られる。例えば、インカムゲインに関しては、「財産所得」における「賃貸料」「利子」「配当」と「持家の営業余剰」を利用した。ただし、保険、信託等から生ずるインカムゲインも「利子」に計上されているため、日本については、預金残高×実効預金金利と債券残高×実効債券金利を控除することによって当該分を抽出した。米国については、「Monetary Interest Received」(公務員年金関係と信託配当相当分を控除)を安全資産のインカムゲインとして用いた。また、実物資産のインカムゲインは「持家以外の建物・土地の純賃貸料+持家の営業余剰」で求めた。米国の持家の営業余剰は、持家の「Rental Income」と「Net Interest」の和で求めた。なお、この定義式では、個人企業の機械・設備から生ずる営業余剰や自己使用農地に由来する帰属的な地代は反映されないため、収益率がやや過小評価されることは避けられない。キャピタルゲインに関しては、基本的に調整勘定を利用した。