

ポートフォリオ選択理論と 日本の家計の資産保有の実態

「我が国金融業の中長期的な在り方に関するWG」ヒアリング資料

2011年12月2日

祝迫得夫

一橋大学経済研究所

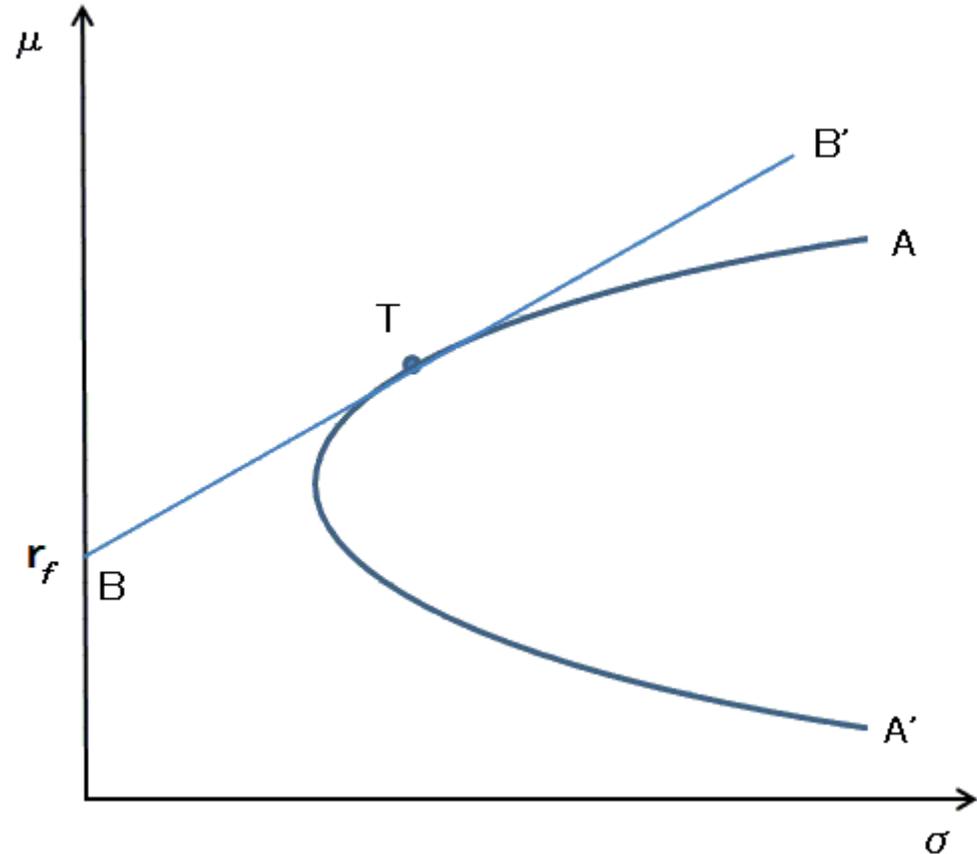
アウトライン

1. 家計のポートフォリオ選択の経済理論
2. (日本の)家計のポートフォリオ選択の実態
3. 「貯蓄から投資へ」は可能なのか？
4. Personal Finance/Household Finance
の立場からの政策的インプリケーション

1. 家計のポートフォリオ選択の理論

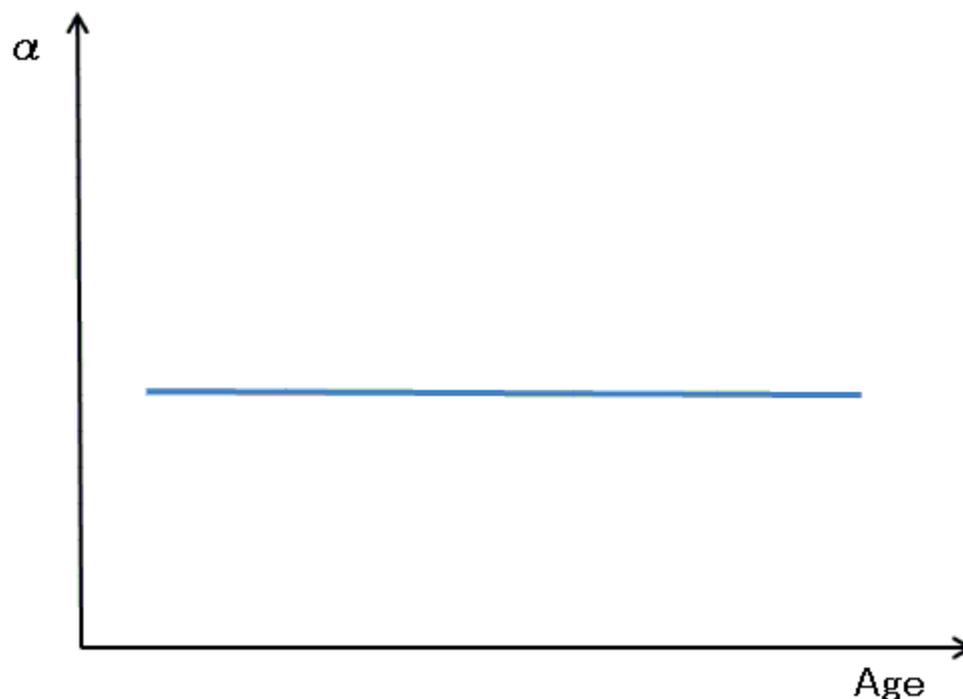
ポートフォリオ選択理論 (1)

- **ポートフォリオ分離定理:**
リスク資産(株式)間の最適ポートフォリオの選択と、
リスク資産ポートフォリオと安全資産の間の選択の問題を分離して考えて構わないと仮定する。



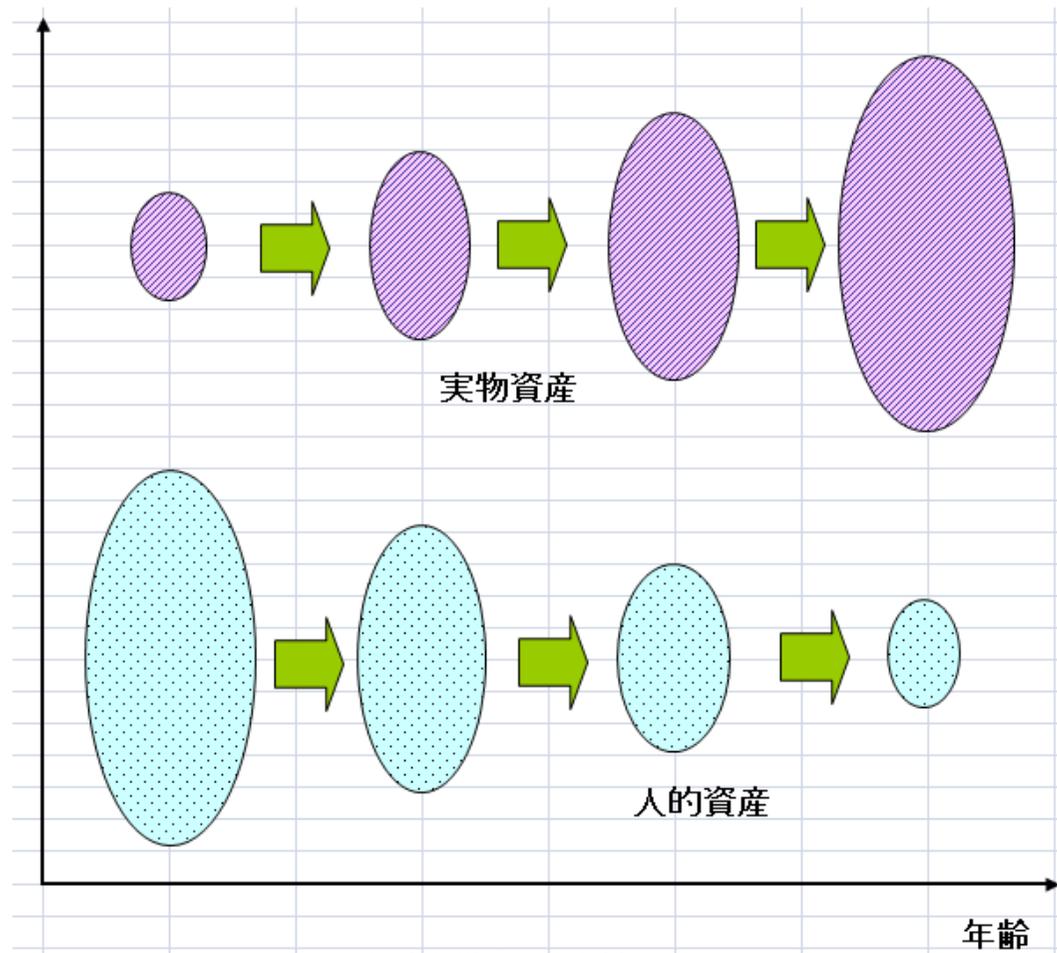
ポートフォリオ選択理論 (2)

- 近似的に株式リターンが予測できない(ランダム・ウォークである)と仮定
- 年齢とリスク資産のシェアは無関係 (Merton/ Samuelson)



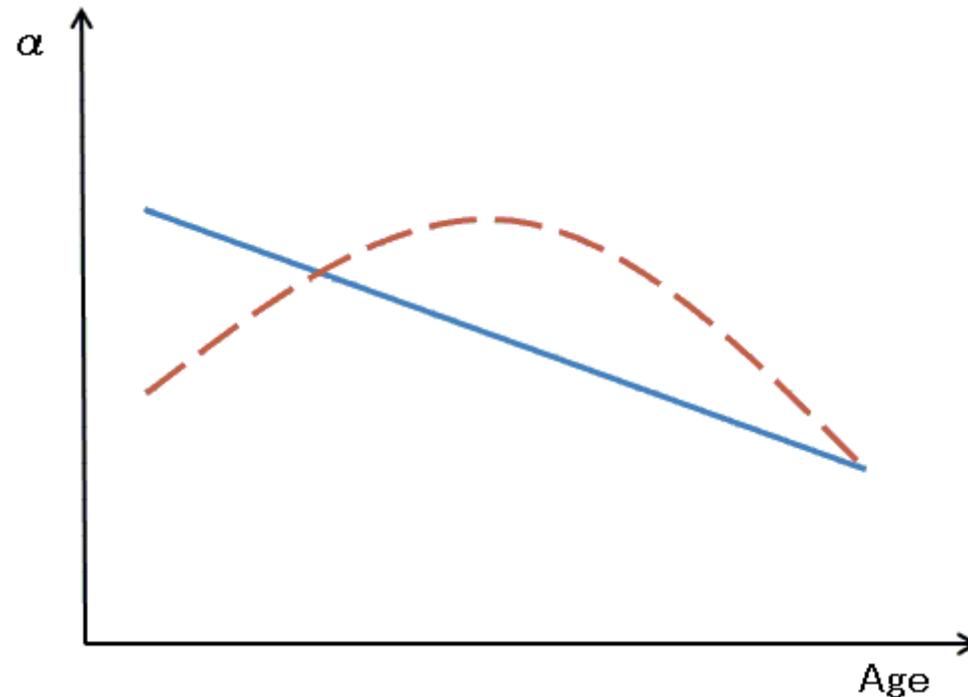
ポートフォリオ選択理論 (3)

- 人的資産 / 労働所得リスクの導入



ポートフォリオ選択理論 (4)

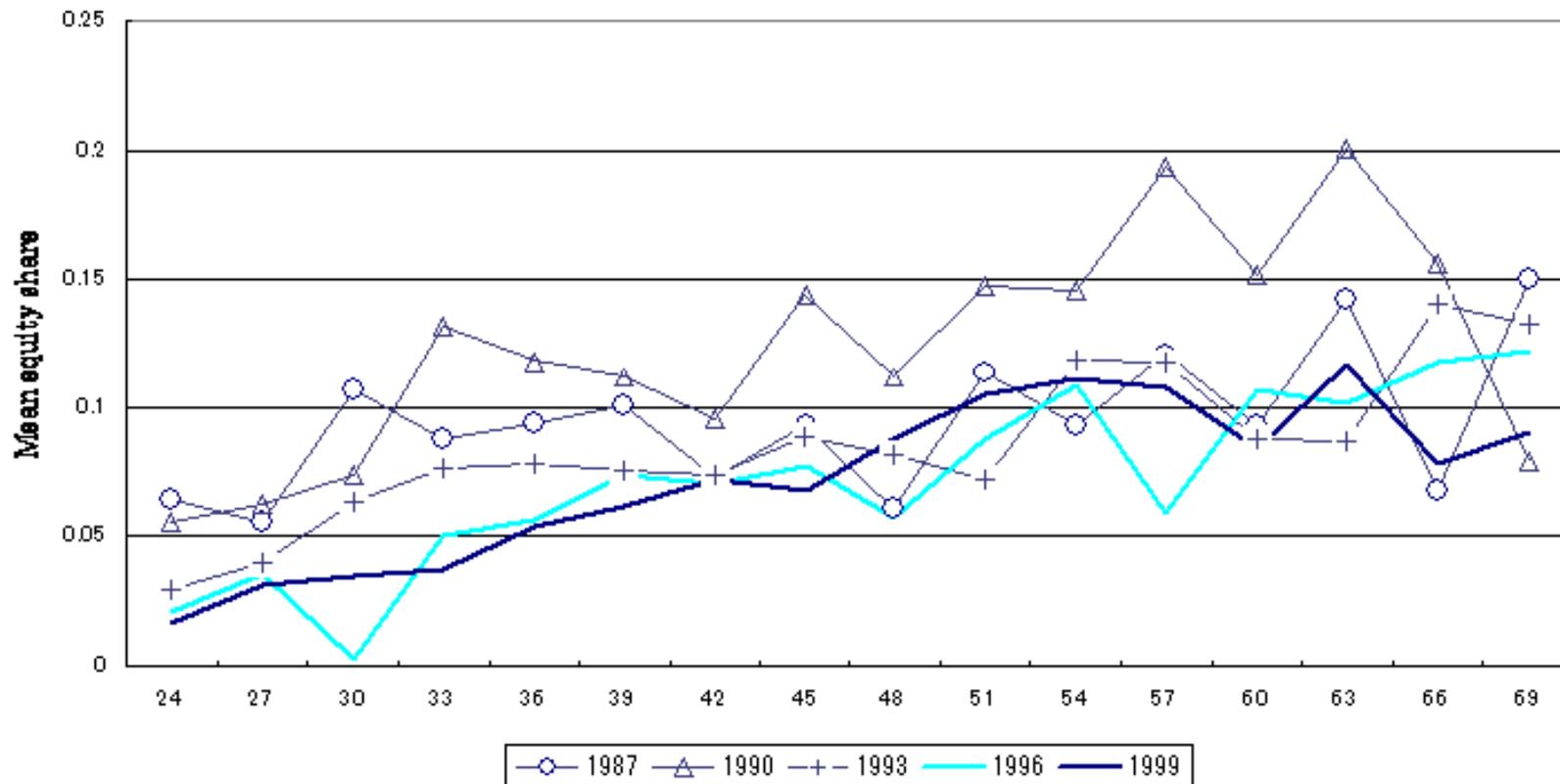
- 人的資産/労働所得リスクの導入：年齢と共にリスク資産の金融資産に占めるシェアは低下(?)
- 流動性制約/予備的貯蓄動機，不動産購入のための頭金の必要性を導入：年齢とリスク資産のシェアの関係は山形に？



2. 家計のポートフォリオ選択の実態

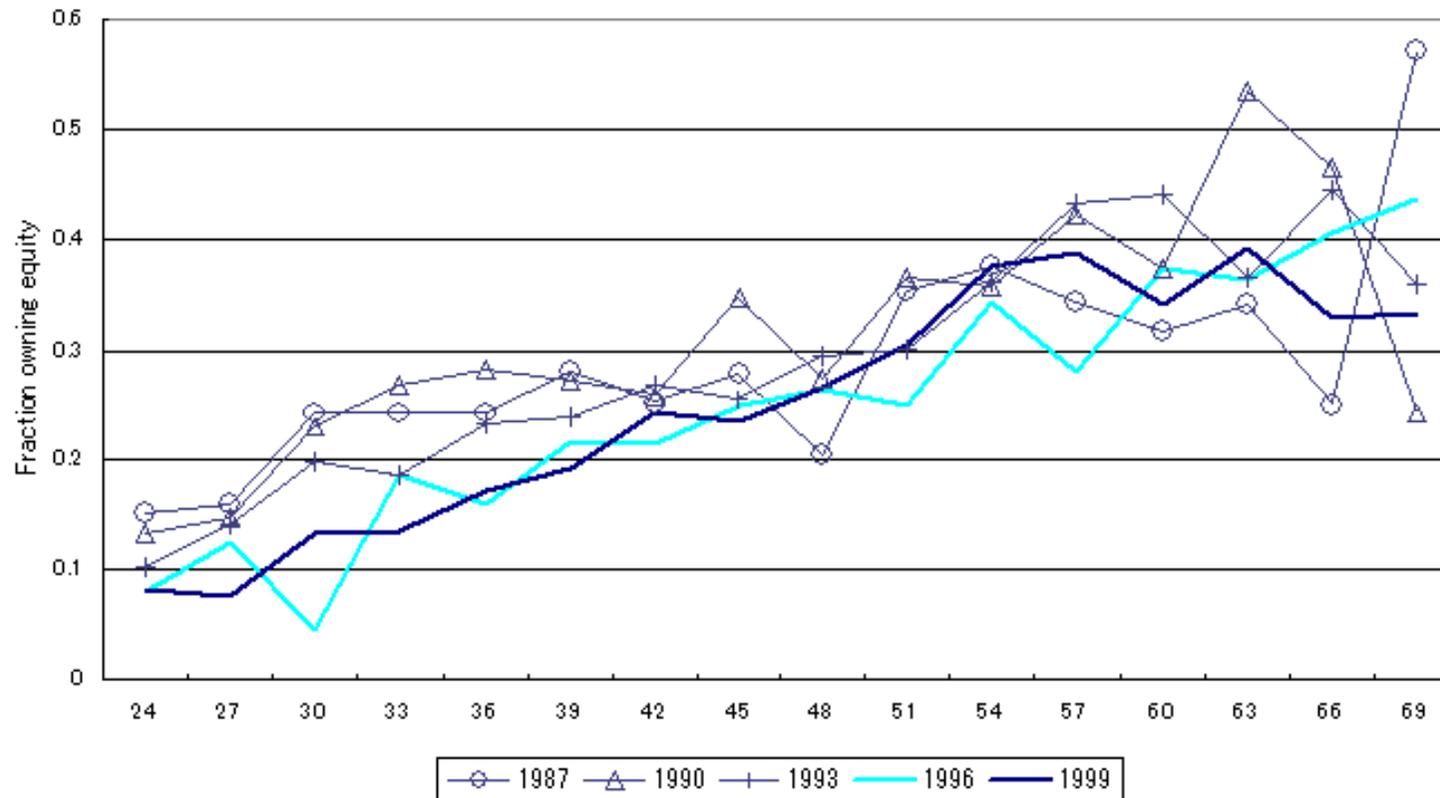
実際のデータ (1)

- 日経NEEDS-RADARのサーベイ調査によるリスク資産のシェア
- 日本のピークは定年の近辺で，欧米よりは遅い



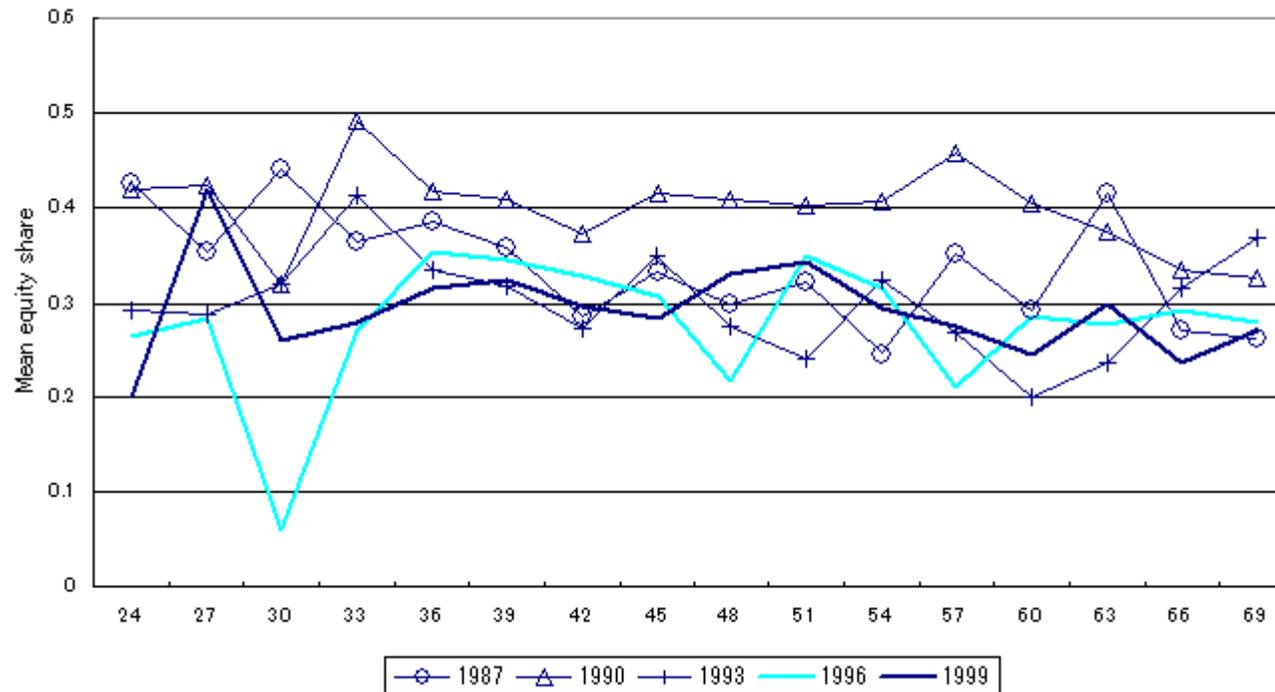
実際のデータ (2)

- 株式を保有している家計の割合
- 日本でも欧米でも、年齢とともに変動するのは「株式市場への参加割合」であって、個々の投資家の「リスク資産のシェア」ではない。



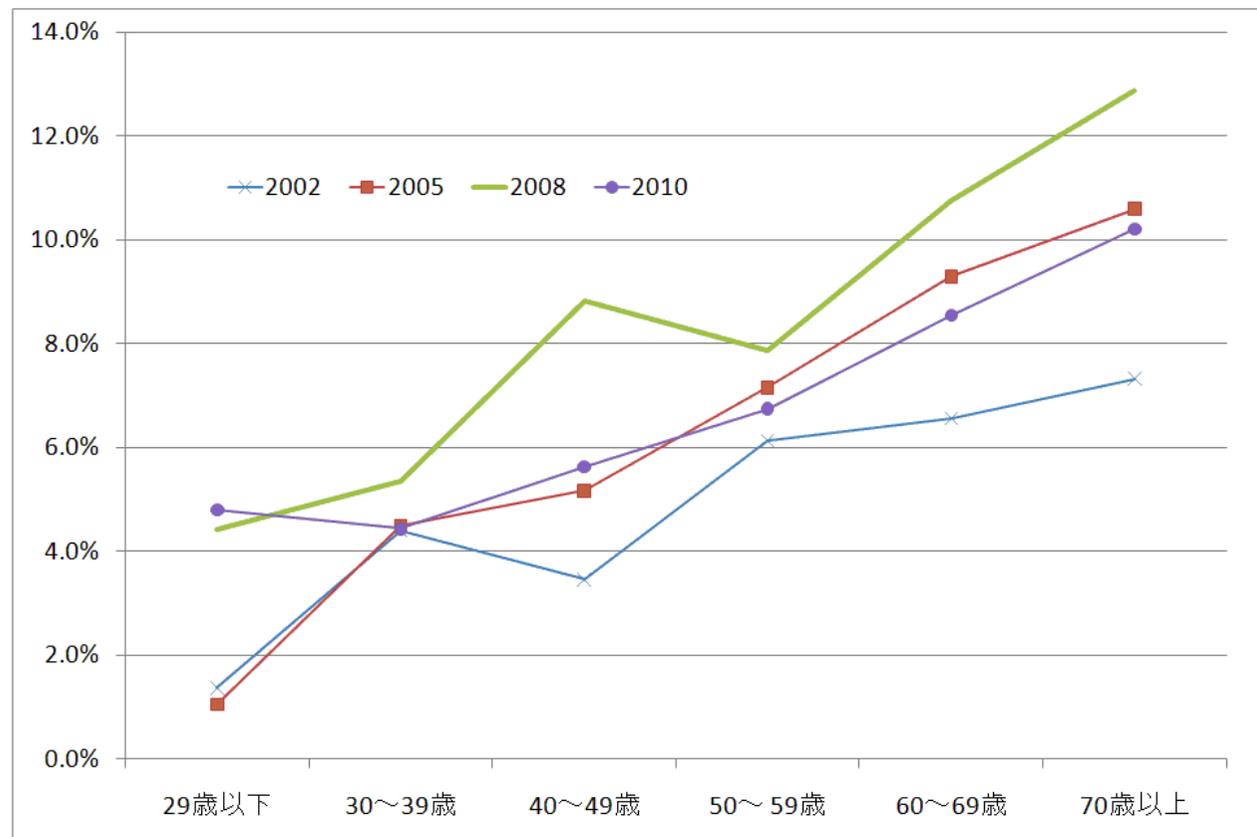
実際のデータ (3)

- 株式保有家計に限定した, リスク資産が金融資産に占めるシェア 年齢にかかわらずほぼ一定



日本の家計の株式保有の直近のデータ

- 家計調査のデータにおけるリスク資産(株式)比率
- リーマン・ショック前までは,若干増えている気はするが,明確な変化は見られない.
- 土地資産重視は相変わらず.



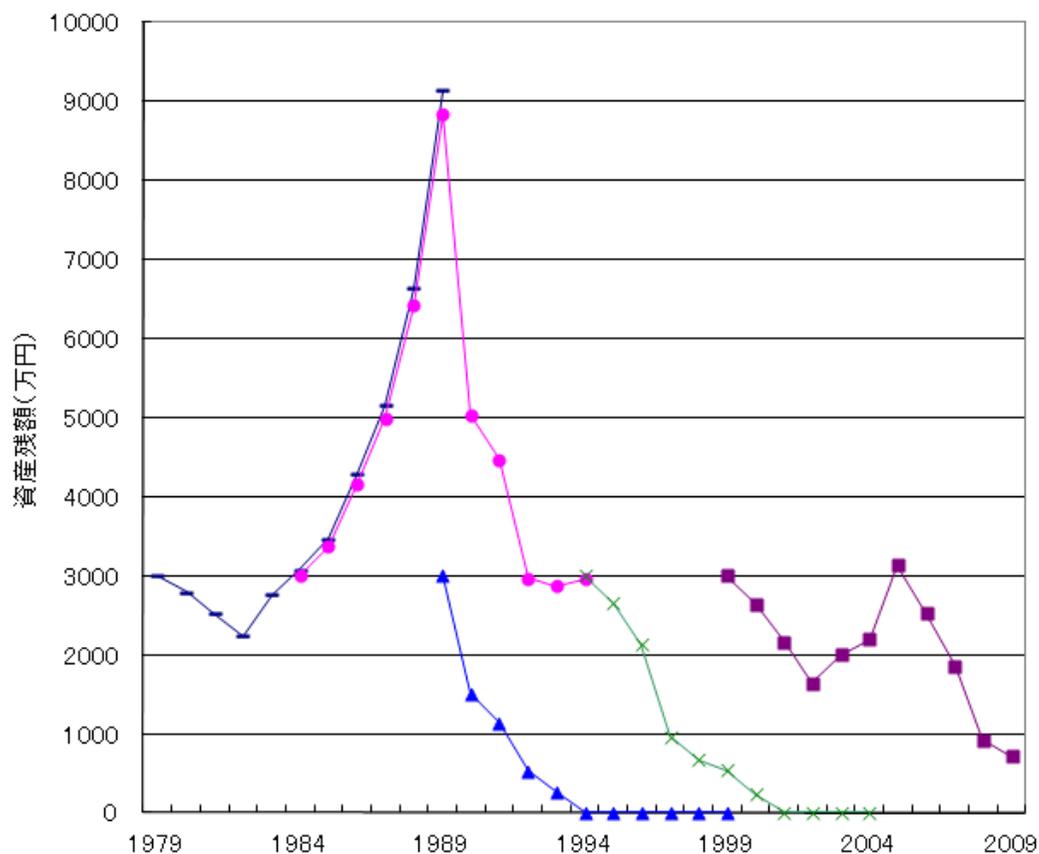
3. 「貯蓄から投資へ」？

家計の資産選択 「貯蓄から投資へ」？

- 資産価格ブームがもう一度起きない限り、著しい進展は期待できない。
 - 米国の歴史的なデータでも「資産価格ブーム 保有増」であって、逆ではない。
- できることがあるとすれば
 - 税制改革(政府)・手数料引き下げ(証券会社)
 - 金融教育(ファイナンス・リテラシー)の充実
 - 若年層の株式市場参加の促進
 - 最終的には年功賃金プロファイルのフラット化の促進

例1: 定年時の株式投資参加 (1)

- 富を取り崩して消費に回すので、資産額は年齢とともに減少。
- 最初の数年間の投資パフォーマンスに大きく影響を受ける。



例1: 定年時の株式投資参加 (2)

- 改善策

- 定年前後の投資パフォーマンスをスムージング (平滑化) するような, 金融商品を供給する.

- GLWB (guaranteed lifetime withdrawal benefits) or GLIB (guaranteed lifetime income benefits)

- もっと若い時期からリスク資産投資を行えるようにする

要するに年功賃金をやめる

例2：金融リテラシー (1)

- Calvet, Campbell, and Paolo (2007) :スウェーデンの家計に関するサーベイデータ
 - 2/3の家計が株式市場に参加
 - 参加している家計は60%(!)をリスク資産に投資
 - 金融リテラシーの代理変数(所得, 富, 教育水準等)とリスク資産投資比率の間には比例関係
 - 一部の家計は, 誤ったリスク資産のポートフォリオの配分を行っており, Sharpe比で測ったそのコストは, 株式市場に参加していない家計のコストより高い.
 - Calvet, Campbell, and Paolo (2007) “Down or Out: Assessing the Welfare Costs of Household Investment Mistakes”, *Journal of Political Economy* 115:707-747

例2：金融リテラシー (2)

- スウェーデンの税率
 - 所得税56.7%(最高限界税率;実質的には日本と差はない?)
 - 消費税(付加価値税)25%
 - 法人税: 26.3%(日本は40%)
- 個人/家計の所得(人的資産)リスクは,ほぼ完全に政府がカバーしている.
- 法人税は低い,政府は企業のリスクの面倒は一切見ない.
- 日本は歴史的に(大)企業が労働者のリスクをカバーし,政府が企業のリスクをカバーしてきた
 - これからも同じシステムが続く保証はない.
- スウェーデンのリスク資産投資比率が高いのは,本当に金融リテラシーの問題か?

例2：金融リテラシー (3)

- スウェーデンの状況・日本との比較からの教訓
 - 誤った金融リテラシーのコストは、潜在的に非常に大きい。
- 結局、日本のマクロ経済全体として、誰が(どの部門が)リスクを負担するかの問題であって、家計だけが取り立ててリスクの負担割合が小さいとは言い切れない。
 - 日本企業/労働システムが、家計の所得・雇用のリスクをカバーしなくなる方向にシフトしているのに、家計だけにリスク負担を求めるのには無理がある。

4 . 政策的インプリケーション

Personal Finance/Household Finance の立場から言えること

- 若年層・非富裕層への金融教育の充実
 - 自分がどのようなリスクに直面していて、それをどうやって減らすことができるかを自覚させる。
 - 例：住宅ローンの借入・借り換えに関する指導；保険加入に関するコンサルティング
- 高齢家計の投資リスクを減らす手段の提供
 - 長生きリスクのヘッジ
 - 例：リバース・モーゲージ；GLWB/GLIB
 - 高齢者向けの単純でわかりやすい金融商品の設計と営業面の工夫
- このような家計の厚生を改善するような施策はぜひ推進すべきだが、それが家計のリスクテイキングを助長するかどうかは別問題。
- 「貯蓄から投資へ」という標語が主に意図するところが、家計によるリスクマネー供給増加であるのならば、あまり見込みがあるとは言えないので、代替的な手段を模索すべき。